

12038

ハンガリー

チーフアナリスト 内藤 寿彦
アナリスト 佐伯 春奈

長期格付

BBB+

見通し*

ポジティブ

短期格付

—

(長期格付は、原則として外貨建長期発行体格付を表示)

1. 概要

中東欧の中規模国の一つであり、18年の名目GDPは1,550億米ドルを超え、人口は約980万人。経済体制移行後の90年代初頭から、経済改革に取り組むとともに他の中東欧諸国に先駆けて外国資本を積極的に取り入れてきた。99年にはNATO加盟、04年にはEU加盟国として認められた。経済は国際貿易や金融を通じた欧州との結びつきを強め、輸出指向型の構造となっている。08年の世界的な金融危機では、経常、財政赤字の拡大から対外債務および政府債務が増加する中、IMF/EUから200億ユーロ（08年名目GDP比18%）の金融支援を余儀なくされた。しかし、10年5月に就任したビクトルオルバン政権は堅固な政治基盤を背景に低迷している経済からの脱却を図るため非伝統的ともいわれる政策を推し進めてきた。これにより、構造改革が進展するとともに経済が再生し、これまでよりも堅固な経済基盤が構築されている。

2. 政治社会情勢・経済政策

90年に初の自由選挙が行われ、複数政党、政権交代など議会制民主主義制度が定着している。EU加盟交渉の過程では政治、経済、財政制度など広範な見直しが行われ、EU基準に適合した制度が構築され安定した政治社会を築いている。10年春に行われた総選挙では、保守右派のフィデス・ハンガリー市民同盟とキリスト教民主国民党連合が全議席数の3分の2を獲得し、98年に続く第二次オルバン政権が発足した。続く14年4月、18年4月の総選挙でもいずれも3分の2の議席を獲得し、オルバン首相が続投し

ている。

オルバン政権は、政府の役割を重視した政策を推進している。政治面では、新憲法の制定、国会議員定数削減、選挙制度改革などを矢継ぎ早に実施した。経済財政面でも経済の再生や財政の安定を図るため、労働市場、年金制度、財政制度、金融システムなどの広範な改革を実施してきた。特定産業を対象とした特別課税、民間年金資産の政府部門への移転、外貨建住宅債務者救済策など非伝統的な政策を導入し、当初は国際投資家やメディアの間で議論を招いた。特別課税や民間年金資産の政府部門移転による財源は財政健全化や経済対策に充当された。また、外貨建住宅債務者救済策も銀行に負担を強いたが、懸案となってきた問題の解決に大きく寄与した。この他、メディア活動を制限する新メディア法や中央銀行の独立性を制限した新中央銀行の制定なども行われ、EU法に違反しているとの指摘を受けた経緯がある。また、難民政策や司法制度改革を巡ってはEUと政府の対立が続いているが、既に高度な政治、社会、経済制度をEU加盟過程で導入しており、この問題がEU基金割当額の大幅な減額などに至らなければ影響は限定的である。

3. 経済基盤

経済は比較的発展しており、自動車・化学産業を中心に輸出指向が強い構造であり、18年の一人当たりGDP（購買力平価）は3万米ドル前後に達する見込みである。一人当たりGDP（購買力平価）はJCRが格付しているBBBレンジのソブリンの中では最も高い。90年代初頭から欧州を中心に外国資本を積極的に取り入れ、貿易や金融を通じてこれ

ら国々との経済関係を強めてきた。18年末の外国からの直接投資残高（IIP）はGDP比で8割近を超える。これに呼応して名目GDPのうち輸出の占める割合は18年には90%近くまで達し、中東欧諸国内ではスロバキアに次いで高い比率となっている。輸出のうち9割が欧州向け、ドイツが3割近くを占めるなど欧州のサプライチェーンに深く組み込まれる一方、欧州経済の影響を受けやすい構造となっている。また、EU加盟後、EU基金から多額の補助金の受領が可能となっており、この資金を有効活用し、政府は社会資本の整備を進めている。07年から13年には250億ユーロ（07年名目GDP比25%）支給されたほか、14年から20年には220億ユーロ（14年名目GDP比21%）を超える資金が供給される予定である。

4. 経済動向

年平均実質GDP成長率は、00年代前半には4%を超えていたものの、08年から12年には金融危機の発生などから▲1%と落ち込んだ。世界的な需要の落ち込みによる輸出の減少に加えて、急拡大してきた家計や銀行の債務削減の動きが強まり、個人消費や投資などの内需も大幅に落ち込んだ。13年末からは輸出やEU基金からの資金流入による公共投資の拡大、さらには政府や中央銀行の政策効果から回復に転じ、14年には個人消費の回復も寄与し4.2%成長となった。15年、16年はEU基金からの資金流入の縮小による公共投資の減少から減速したが、17年、18年は堅調な個人消費や新たなEU基金（14年～20年）による資金流入増による投資拡大などから4.1%、4.9%（速報値）に拡大した。雇用増、最低賃金の引き上げ、減税などが個人消費の拡大に寄与している。投資は14～20年を対象としたEU基金を活用したプロジェクトや政府の住宅促進策の効果などから二桁の伸びを続けている。家計や企業の債務残高も抑制されている。18年の失業率は3.7%と過去最低を更新するなど労働需給は引き締まっている。コアの物価上昇率は3%前後まで上昇しているが、生産性の上昇によって賃金上昇はある程度抑えられている。特に、自動車関連産業の能力増強投資が継続して実施されており、輸出増とともに生産性の上昇に寄与している。先行き経済は、欧州経済の減速、一部産業の労働者不足、金融政策の正常化などから減速するものの3%程度の成長を続けるとみている。

5. 金融システム

金融システムは改善が続いている。銀行の貸出

残高はGDP比で5割程度と未だ低水準であるが、非金融法人向けを中心に増加している。銀行業績は18年の税前利益が17年からやや減益となったものの、引き続き高水準の黒字を計上している。低金利の中でも民間向け貸出増により純金利収益を確保するとともに、非金利収益が手数料など中心に増加し総収益が拡大している。経費がやや増加したものの、貸倒引当金繰入額は大幅に縮小している。不良債権比率も18年末には2%台まで低下、自己資本比率も約20%とリスクに対する備えも十分である。18年11月には欧州銀行監督機構によるEU全体のストレステストの結果が公表され、最大手のOTP銀行が唯一対象となったが、結果はアドバースショックに対しても堅固な資本基盤が維持されるとなっている。

6. 対外ポジション

対外債務は JCR が格付している BBB レンジのソブリンと比べ依然大きいのが、銀行部門を中心に削減が続く。09年末のGDP比148%から18年末には同81.2%と金融危機（08年～09年）前の水準まで低下した。経常収支は10年から黒字に転じており、18年は内需拡大による輸入増から黒字幅が縮小したものの、GDP比0.5%と黒字を計上した。自動車産業では電気自動車や電気モーターを含めて生産能力の増強が続いており、欧州経済の大幅な落ち込みなどがなければ経常黒字の持続が可能とみている。対外流動性は18年に経常黒字が縮小したもののEU基金からの資金流入増から安定化している。政府、銀行、家計とも外貨建債務や対外債務を削減しており、外的ショックに対する脆弱性が改善している。

7. 財政基盤

安定した政治基盤を背景に政府は債務の抑制に向け、11年初から財政健全化策を数次にわたって導入してきた。また、政府債務の抑制を憲法で規定するなどの対策を講じてきた。これにより、一般政府財政赤字（ESA2010）は、12年以降GDP比3%以内を堅持してきたが、18年も政府予算をやや下回る2.2%（速報値）となった。18年の総選挙前に小規模な歳出策が導入されたが、経済拡大による付加価値税や個人所得税など税収増がこれを上回ったことが大きい。政府は19年以降も財政赤字をGDP比で3%以内に抑える方針である。19年予算では財政赤字を同1.8%、不測の事態に対処するための準備金も引き続き計上している。一般政府債務残高（ESA2010）

は18年末にはGDP比70.8%（速報値）とまだ依然大きい、11年末のGDP比80%から縮小が続いている。また、政府のSelf-Financing Programにより、家計や銀行など国内市場を中心に自国通貨建てで資金調達を増やしており、非居住者や外貨の構成比が低下するなど外的ショックに対する耐性も改善している。一般政府債務のうち非居住者および外貨建て債務の構成は12年末のそれぞれ66%、40%から18年末には36%、20%と大幅に低下している。

8. 総合判断・格付の見通し

格付は、発展した輸出指向が強い経済基盤、構造改革の進展、外的ショックに対する耐性の改善などを主に評価している。他方、GDP比では縮小傾向にあるものの依然大きい対外債務や政府債務などが格付の制約要因である。政府や中銀など一丸となった経済政策の導入によって、脆弱な金融システム、低い雇用率、政府や対外債務などの構造問題が解消されつつある。労働市場の逼迫や最低賃金の引き上げから賃金が上昇しているが、生産性の上昇によってある程度物価上昇は抑えられている。内需を中心とした高い経済成長を続けており、税収増から財政健全化も進展している。対外債務は経常黒字の継続から縮小傾向にある。欧州経済の減速、労働需給の逼迫、金融政策の正常化などから先行き経済は3%程度の安定成長に回帰する中、対外債務、政府債務とも緩やかに縮小していくとみている。以上から格付の見通しをポジティブに変更した。難民政策や司法制度改革を巡りEUと政府の対立が続いているが、既に高度な政治、社会、経済制度をEU加盟過程で導入しており、この問題がEU基金割当額の大幅な減額などに至らなければ影響は限定的である。

政府債務や対外債務がGDP比でさらに低下した場合などは格付上ポジティブな要素となる。EU経済など外部環境の悪化、労働不足が深刻化、さらにはEUの制裁措置がEU基金割当額の大幅な減額となった場合、経済、財政への影響が大きく、格付の下方圧力となる。

JCR

12038 ハンガリー

●主要経済財務指標

	単位	2014	2015	2016	2017	2018
名目GDP	10億米ドル	140.1	123.0	126.0	139.8	155.7
人口	百万人	9.9	9.9	9.8	9.8	9.8
一人当りGDP(PPP)	米ドル	25,518	26,189	26,741	28,215	30,150
実質GDP成長率	%	4.2	3.5	2.3	4.1	4.9
消費者物価上昇率	%	-0.2	-0.1	0.4	2.4	2.8
失業率	%	7.7	6.8	5.1	4.2	3.7
一般政府歳入/GDP	%	46.9	48.2	45.1	44.7	44.2
一般政府歳出/GDP	%	49.5	50.1	46.8	46.9	46.5
一般政府財政収支/GDP	%	-2.6	-1.9	-1.6	-2.2	-2.2
一般政府債務/GDP	%	76.7	76.7	76.0	73.4	70.8
経常収支/GDP	%	1.5	2.8	6.2	2.8	0.5
対外債務/GDP	%	114.7	107.6	97.4	85.1	81.2
対外債務/財・サ輸出	%	130.9	120.9	108.5	96.5	93.1
外貨準備高/月間財・サ輸入	倍	4.8	4.1	3.2	2.8	3.0
外貨準備高/短期対外債務	倍	2.1	2.1	1.8	2.0	2.2

(出所) ハンガリー統計局、ハンガリー国立銀行

●格付明細

(単位：百万円、%)

対象	格付	見通し*	発行額	利率	発行日	償還期限	公表日
外貨建長期発行体格付	BBB+	ポジティブ	-	-	-	-	2019.03.27
自国通貨建長期発行体格付	A-	ポジティブ	-	-	-	-	2019.03.27
第6回円貨債券(2018)	BBB+	-	30,000	0.37	2018.03.22	2021.03.22	2019.03.27

●長期格付推移

(外貨建長期発行体格付またはそれに準ずる格付)

日付	格付	見通し*	発行体名
1996.08.02	BBB+	-	ハンガリー
1999.11.25	A-	-	ハンガリー
2003.05.16	A	安定的	ハンガリー
2006.10.04	A-	安定的	ハンガリー
2008.10.21	#A-	ネガティブ	ハンガリー
2008.12.18	BBB+	ネガティブ	ハンガリー
2010.03.05	BBB+	安定的	ハンガリー
2011.03.31	BBB+	ネガティブ	ハンガリー
2012.04.03	BBB	ネガティブ	ハンガリー
2014.03.18	BBB	安定的	ハンガリー
2016.02.17	BBB	ポジティブ	ハンガリー
2017.02.21	BBB+	安定的	ハンガリー
2019.03.27	BBB+	ポジティブ	ハンガリー

*「見通し」は、長期発行体格付の見通し。クレジット・モニターの場合は、見直し方向を表示。

本ウェブサイトに記載された情報は、JCRが、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCRは、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCRは、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCRは、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCRの格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCRの格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っております。JCRの格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。JCRの格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。