

12038

## ハンガリー

チーフアナリスト 内藤 寿彦  
チーフアナリスト 増田 篤

長期格付

A-

見通し\*

安定的

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

中東欧の中規模国であり、20年の人口は約980万人、名目GDPは約1,560億米ドル。90年代初頭の経済体制移行後、経済改革に取り組み、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、04年にはEU加盟国となった。国際貿易金融を通じた欧州諸国との結びつきを強め、輸出指向型の経済構造。10年5月に誕生したビクトル・オルバン政権は堅固な政治基盤を背景に金融危機後の経済低迷からの脱却を図るため、当初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、構造改革の進展とともに経済が再生し、より堅固な経済や財政基盤が構築されている。20年春から数次にわたる新型コロナウイルスの感染拡大の中、大規模な経済対策を導入し経済の落ち込みの緩和や早期の経済回復の支援に取り組んでいる。

## 2. 政治社会情勢・経済政策

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4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の議席を獲得し再選している。22年4月には総選挙が予定されているが、野党連携の動きがあるものの、オルバン政権の感染拡大に対する迅速な対応が評価されており、再選の公算が大きい。

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ともいわれる政策を導入し、当初は投資家やメディアからの批判を浴びた。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貢献してきた。他方、メディア活動を制限する新メディア法、独自の難民政策、最近ではLGBTに対する差別的な政策などを導入してきた。これらに対し、EUからEU法に違反しているとの指摘を受けた経緯がある。「法の支配」を巡り、20年12月に21年～27年を対象としたEU予算や復興基金からの資金の引き出しに際し、「法の支配」の遵守条件が課されることとなったが、遵守状況は欧州司法裁判所の判断に委ねられている。国民のEU加盟への高い支持、EUからの資金はさらなる経済発展に重要であることなどからオルバン政権は総選挙後には打開策を見出していくとみられる。JCRでは既に高度な政治、社会、経済制度がEU加盟過程で構築されているほか、外国からの投資も引き続き流入しており、EU予算や復興基金の拠出に影響がなければ、この問題による影響は限定的とみている。

### 3. 経済基盤

経済は比較的発展し、自動車・化学産業を中心に輸出指向が強い構造となっている。一人当たりGDP（購買力平価）は20年には3.3万米ドルを超え、JCRが格付けしているAレンジのソブリンの中でも高い部類に入る。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、国際貿易金融を通じてこれら国々との関係を深めてきた。輸出のうち9割が欧州向け、ドイツは3割近くを占めるなど、欧州、特にドイツのサプライチェーンに深く組み込まれている。

エネルギー源では、輸入依存度が高く、消費の約7割が化石燃料、再生可能エネルギーは1割超、原発が15%程度を占める。現在4基の原発が稼働中で、30年末までに新原発2基が稼働予定。政府は18年に第二回国家気候変動戦略（The Second National Climate Change Strategy）を策定し、気候変動対策に取り組んでいる。30年までに二酸化炭素排出量を90年対比で40%削減、最終消費に占める再生可能エネルギーの割合を最低21%まで引き上げ、50年のカーボンニュートラルを目指している。現状、二酸化炭素排出量削減目標は計画通りに進展している。

オルバン政権は金融危機後の経済再生に向けて、脆弱な金融システム、低い雇用率、多額の政府債務や対外債務などの構造問題の解消に取り組んできた。金融システムは家計の外貨建住宅債務の自国通貨建への転換を図ったことなどにより大幅に改善している。雇用率は政府による雇用促進策が奏功し大幅に上昇する中、失業率は19年には過去最低を記録した。政府債務や対外債務も感染拡大前の19年末にはGDP比で金融危機前を大幅に下回る水準まで低下した。政府の債務構造も外貨建や非居住者保有比率が低下するなど改善した。自動車産業など外国資本の誘致にも積極的に取り組み、20年末の外国からの直接投資残高（IIP）はGDP比で8割まで増加。EU加盟後はEU基金から多額の補助金を受領しており、この資金を有効活用し、政府は社会資本の整備も進めてきた。07年から13年には250億ユーロ（07年名目GDP比25%）、14年から20年には220億ユーロ（14年名目GDP比21%）を超える資金が提供されてきた。20年の実質GDPの構成比をみると輸出は自動車など製造業を中心に90%、投資は26%と輸出や投資のウエイトが高い経済構造となっている。産業構造でもドイツを中心に世界の自動車会社や部品製造会社が工場を設立しており、自動車産業は工業生産の3割近く、輸出の2割以上を占める主要産業となっている。また、欧州で需要が拡大している電気自動

車の電池生産の一大生産拠点の一つとなっている。

### 4. 経済動向

コロナ感染拡大前の17～19年の年平均経済成長率は内需主導により4.8%とEU内でも高い成長を記録している。物価が緩やかに上昇する中、失業率は過去最低を更新。経常収支は黒字またはほぼ均衡を維持、対外債務残高や純対外債務残高（IIP）ともGDP比で未だ大きいものの大幅に縮小し経済基盤強化された。20年春に初めて感染が拡大し、政府は早期に緊急事態を宣言するとともに移動制限を実施し、20年4～6月期の実質GDP成長率は前年同期比13%と大幅な落ち込みとなった。その後、感染が再拡大したが、大規模な経済対策の効果や経済活動の再開から経済への影響は緩和され、20年全体の成長率は4.7%の落ちみにとどまった。経済対策の規模は政府および中銀合計でGDP比約30%とEU内でも大規模であり、このうち半分程度が雇用維持創出、家計年金支援や新規投資支援策など財政支出を伴うもので、その他が政府保証付き銀行融資などの資金支援である。

21年入ってから感染が再拡大したが、経済対策効果や経済再開の動きが加速し6%程度まで回復したとみられる。政府消費が下支えとなる中で、投資や輸出が20年末から拡大しており、個人消費も21年4～6月期から回復傾向にある、ただ、21年7～9月期には供給制約の問題から自動車産業を中心に生産や輸出が影響を受け、一時的に停滞したが、徐々に生産が再開されている。実質GDPの規模は21年4～6月期には感染拡大前の水準を回復している。先行き経済は、これまでに強化された経済基盤や大規模な経済対策、さらにはEU基金や復興基金から多額の資金流入が期待されることから、22年は4%程度の成長、中期的にも3～4%程度の成長が可能とみている。

### 5. 金融システム動向

金融システムは引き続き安定しており、銀行のリスクに対する備えも十分にある。銀行の20年末の貸出残高はGDP比で6割を超える程度と低水準ながら、金利低下や政府と中銀による促進策などが奏功し17年頃から非金融法人向けや家計向けとも増加傾向にある。20年には感染拡大の影響を緩和するための資金支援策が実施され二桁の伸びとなった。20年の銀行業績は総収益が増加する中、貸倒引当金繰入

額の増加からやや減益となった。低金利の中でも貸出増により純金利収益が増加する中、非金利収益も手数料などを中心に増加し総収益が拡大。経費は抑えられたものの、リスク資産に対する貸倒引当金繰入額が大幅に増加した。20年末の不良債権比率は4.0%（民間向け90日以上延滞債権は3.1%）と低下傾向にあるほか、自己資本比率も19.4%と高水準を維持している。

感染拡大の影響に対する支援策として、政府は返済猶予や政府保証など資金支援、中銀は金融緩和、資産購入プログラム、銀行に対する流動性供給などを実施してきた。政府は、20年3月から家計や企業の銀行からの借入に対する返済猶予措置を実施してきたが、依然影響が大きい一部の債務者を対象に22年6月末まで延長している。銀行は既にリスクの高い債権に対して、貸倒引当金を引き当てている。21年1-9月の業績は総収益が拡大する中で貸倒引当繰入額が大幅に縮小し、税前利益では前年同期比で倍増している。また、不良債権比率は2021年6月末の3.4%から9月末には3.0%まで低下したほか、自己資本比率も21年6月末時点で19.1%と高水準を維持している。先行き債務返済猶予措置終了後、追加的な引当金が必要となる可能性があるが、貸倒引当前利益で十分吸収可能とみている。

## 6. 対外ショックに対する耐性

対外債務、純対外債務残高（IIP）のGDP比は、JCRが格付けしているAレンジのソブリンの中ではまだ高いものの、20年末にはそれぞれ80%程度、50%以下とピーク時の09年から大幅に縮小している。経常収支は自動車など生産能力の増強を背景に輸出が拡大したことから10年から黒字を続けてきた。19年、20年とも小幅な赤字に転じた。19年は内需拡大による輸入増から貿易赤字が増加、20年は感染拡大による移動制限から旅行などサービス収支の黒字縮小が主因となった。しかし、EU 基金からの資金流入などから、引き続き資金の純流入国となっている。20年末から輸出入とも回復傾向にあるものの、21年1-9月の経常収支は小幅ながら赤字が増加している。外国からの直接投資は純流入となる中、21年末の外貨準備高（金、IMF準備金、SDR除く）は308億ユーロと高水準を維持している。21年9月末の対外債務、純対外債務残高は前年同期比で増加し、対外債務はGDP比90%近くまで上昇、純対外債務残高は同50%を下回っている。外国からの直接投資の純流入などにより自動車関連の生産能力の増強が続いており、感染拡大の影響が収束すれば、輸出

が拡大し再び経常黒字基調に回帰していくとみている。

## 7. 財政基盤

一般政府財政赤字（ESA2010）は、12年から19年までGDP比3%以内を堅持するとともに、政府債務もGDP比で縮小させてきた。また、政府債務構造も国内の家計や銀行などから自国通貨建ての資金調達を増やし、非居住者保有や外貨の構成比が大幅に低下するなど改善している。政府は当初20年以降も財政赤字をGDP比で縮小させる計画であった。しかし、感染拡大の影響を緩和するための大規模な経済対策や経済の落ち込みによる税収の伸び鈍化から、20年の一般政府財政赤字はGDP比8.0%まで拡大した。経済対策は政府および中銀合計でGDP比約30%にのぼるが、このうち半分程度が財政支出を伴うものである。20年末の一般政府債務残高はGDP比80.1%と19年末の同65.5%から大幅に上昇し、法律で義務付けた債務を抑制する予算編成の免責条項を適用させた。

21年には経済対策の縮小や経済回復による税収増から財政赤字はGDP比7%程度と小幅縮小したほか、政府債務残高もGDP比で80%を下回ったとみられる。政府は22年以降も財政赤字と政府債務の抑制を図る方針である。法律では政府債務残高がGDP比50%を超える場合には債務抑制を図る予算編成を義務付けるなどコミットメントの強さやこれまでの実績を踏まえると、22年4月の総選挙後には財政健全化を進めていくとみている。20年末の政府債務構造には大きな変化はないが、長期の外貨建債券の発行などから平均償還年数は6年を超えている。20年にはグリーンボンドフレームワークに基づき、ハンガリーで初となるグリーンボンドをユーロと円で発行。特に円は外国政府による初の発行となった。21年入ってから長期の米ドル、ユーロ債、さらにはグリーンRMB債を発行している。

## 8. 総合判断・格付の見通し

格付は、発展し輸出指向が強い経済構造、適切な経済政策導入による経済財政基盤の強化、安定した金融システムなどを主に評価している。他方、GDP比でやや大きい政府債務や対外債務などが制約要因となっている。格付の見通しは安定的。感染拡大の影響を緩和するため、大規模な経済対策が導入されてきた。これにより、財政は大幅に悪化したものの、実質GDPや雇用は21年上半期にはコロナ禍前

の水準を回復している。供給制約や感染再拡大など先行き依然不透明ながら、経済財政ともにショックに対する耐性が強まっている。22年4月の総選挙では現政権が再選される公算が大きく、経済が回復を続ける中、財政健全化を進めていくとみている。

ウイズコロナの対応を進め早期に自律的な経済回復を図るとともに、政府債務や対外債務をGDP比で持続的に低下させていけば、格付上ポジティブな要素となる。他方、感染拡大の長期化やEUの制裁措置によるEU基金割当額の大幅な減額、地政学的なリスクの顕在化などが経済、財政に大きな影響を及ぼす場合などは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     | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 名目GDP            | 10億米ドル | 128.7  | 143.2  | 160.6  | 163.5  | 155.8  |
| 人口               | 百万人    | 9.8    | 9.8    | 9.8    | 9.8    | 9.8    |
| 一人当りGDP(PPP)     | 米ドル    | 27,948 | 29,501 | 31,863 | 33,962 | 33,253 |
| 実質GDP成長率         | %      | 2.2    | 4.3    | 5.4    | 4.6    | -4.7   |
| 消費者物価上昇率         | %      | 0.4    | 2.4    | 2.8    | 3.4    | 3.3    |
| 失業率              | %      | 5.1    | 4.2    | 3.7    | 3.5    | 4.3    |
| 一般政府歳入/GDP       | %      | 45.0   | 44.3   | 44.0   | 43.6   | 43.6   |
| 一般政府歳出/GDP       | %      | 46.8   | 46.7   | 46.1   | 45.7   | 51.6   |
| 一般政府財政収支/GDP     | %      | -1.8   | -2.5   | -2.1   | -2.1   | -8.0   |
| 一般政府債務/GDP       | %      | 74.9   | 72.2   | 69.1   | 65.5   | 80.1   |
| 経常収支/GDP         | %      | 4.5    | 2.0    | 0.2    | -0.7   | -1.6   |
| 対外債務/GDP         | %      | 95.4   | 83.1   | 79.1   | 72.4   | 80.0   |
| 対外債務/財・サービス輸出    | %      | 110.4  | 96.7   | 94.5   | 88.6   | 100.7  |
| 外貨準備高/月間財・サービス輸入 | 倍      | 3.2    | 2.7    | 2.9    | 2.7    | 3.6    |
| 外貨準備高/短期対外債務     | 倍      | 1.8    | 1.9    | 2.1    | 2.1    | 1.9    |

(出所) ハンガリー統計局、ハンガリー国立銀行、ユーロ統計局

## ●格付明細

| 対 象                    | 格付 | 見通し* | 発行額<br>(百万単位) | 通貨  | 利率<br>(%) | 発行日        | 償還期限       | 公表日        |
|------------------------|----|------|---------------|-----|-----------|------------|------------|------------|
| 外貨建長期発行体格付             | A- | 安定的  | -             | -   | -         | -          | -          | 2022.01.31 |
| 自国通貨建長期発行体格付           | A  | 安定的  | -             | -   | -         | -          | -          | 2022.01.31 |
| 第7回円貨債券(2020)          | A- | -    | 22,700        | JPY | 0.52      | 2020.09.18 | 2023.09.15 | 2022.01.31 |
| 第8回円貨債券(2020)          | A- | -    | 20,000        | JPY | 0.74      | 2020.09.18 | 2025.09.18 | 2022.01.31 |
| 第1回円貨債券(2020)(グリーンボンド) | A- | -    | 15,500        | JPY | 1.03      | 2020.09.18 | 2027.09.17 | 2022.01.31 |
| 第2回円貨債券(2020)(グリーンボンド) | A- | -    | 4,500         | JPY | 1.29      | 2020.09.18 | 2030.09.18 | 2022.01.31 |

## ●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 |
| 2020.02.21 | A-   | 安定的   | ハンガリー |

\*「見通し」は、外貨建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なるものを問わず、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。