

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\*

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

経済規模約1,100億ユーロ、人口990万人を擁する中東欧の中規模諸国の一つ。体制移行後の90年代初頭からほかの中東欧諸国に先駆けて外国資本を積極的に取り入れ、輸出指向型の経済構造への転換を図ってきた。99年にはNATO加盟、04年にはEU加盟。08年の世界的な金融危機では、多額の政府および対外債務を抱えIMF/EUからの支援を余儀なくされたが、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非伝統的ともいわれる経済や政治制度など広範な改革を進めている。

## 2. 政治社会情勢・経済政策

89年の体制移行後の90年から自由選挙が行われ、複数政党、政権交代など議会制民主主義制度が機能している。EU加盟交渉の過程では政治、経済、財政制度の改革が行われ、EU指令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。14年春に行われた総選挙では、中道右派で前与党連合のフィデス＝ハンガリー市民同盟とキリスト教民主国民党が前回選挙と同様に全議席数の3分の2以上を確保し再選した。その後、インターネット税導入をめぐる国民の反対から補欠選挙で連敗し、現状は3分の2をやや下回っている。しかし、足元の支持率は難民危機で厳格な国境管理を推進したことからの回復し、18年に予定されている総選挙でも再選が濃厚となっている。

オルバン政権は、国家の役割をこれまでよりも重視した政策を進めており、政治面では新憲法の制定、国会議員定数削減、選挙制度改革など重要な政

策を矢継ぎ早に実施してきた。経済面でも財政赤字削減、年金制度改革を通じた政府債務の削減、労働市場改革、外貨建住宅債務者救済策など構造問題の解消に取り組んでいるほか、エネルギー企業や民間銀行の一部国営化なども実施した。他方、自由なメディア活動を制限する新メディア法、中央銀行の独立性を制限した新中央銀行法の制定、憲法裁判所の権限の制限、銀行・通信・電力など特定産業を対象とした大規模増税などはEUから是正を求められ一部修正した経緯がある。

## 3. 経済基盤

経済は外国資本を積極的に取り入れ、貿易や金融を通じてEUとの結び付きを深め、市場経済化とともに産業構造の転換を図ってきた。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であり、15年の一人当たりGDP（購買力平価）は2.5万米ドルを超えている。外国からの純直接投資は、当初は国営企業の民営化案件が中心であったが、00年頃からは自動車産業などグリーンフィールド投資が拡大し16年9月末残高は541億ユーロ、GDP比では48%とアジア諸国のそれを大きく上回っている。これに伴って、GDPに占める輸出割合は年々上昇しており14年には100%を超えている。EU向けが輸出全体の8割を占め、その中でもドイツは3割と高く、自動車を中心にEU内での生産基地としての地位を高めている。また、EU加盟により、EU基金から開発途上にある域内国や地域に対し、開発のための補助金が割り当てられており、公共投資などを通じ社会基盤の整備が進められている。07年～13年を対象とした同国への割当額は約250億ユーロ（GDP

比25%)に上り、経済成長のみならず、今後の成長に向けた社会基盤の整備に大きく寄与している。14年～20年を対象とした割当額は前回と同程度であり、これまでよりもペースは鈍るが引き続き経済成長を後押しする。

#### 4. 経済動向

実質GDP平均成長率は、00年代前半には4%を超えていたが、08年から12年には金融危機の発生などから▲1%と低迷した。輸出は一時的に減少したが、それ以上に個人消費や投資などの内需が家計や銀行の債務削減の動きなどから落ち込んだことが影響した。13年からは輸出の回復に加え、EU基金（07年～13年）の資金流入による公共投資増から回復に転じ、14年、15年には個人消費の回復も寄与し4%、3.1%まで上昇した。16年はEU基金からの資金流入縮小による公共投資減少から2%（速報値）まで減速したが、雇用や賃金増による個人消費拡大やさらなる生産能力増強による輸出増からより堅実な成長となっている。個人消費は労働市場改革によって失業率や雇用率が大幅に改善したほか、外貨建住宅債務者の救済により家計の消費マインドが好転したことが大きい。17年以降は、新たなEU基金による資金流入を受け公共投資が回復するため3%程度の成長に回帰していくとみている。政府は潜在成長率を高めるため、複数年にわたる最低賃金の引き上げ、社会保険料の企業負担分や法人税率の引き下げなどを通じ消費や民間投資を促進する対策を打ち出しており、これらが有効に機能すればさらなる成長も期待される。

物価は公共料金引き下げ、燃料や食料品価格の下落から14年、15年とも0%前後で推移してきたが、16年後半から燃料価格の上昇を受け小幅なプラスに転じている。内需拡大による需給ギャップの縮小から17年からは緩やかに上昇していくとみている。中銀はインフレが目標圏内（3%）を下回っていることなどから、16年5月まで断続的に主要政策金利を引き下げてきた（現状0.9%）。同時に政策金利の下限となる翌日物預金金利も段階的に引き下げ16年3月からは▲0.05%のマイナス金利を導入している。

#### 5. 金融システム

民間銀行の資産規模はGDPの9割程度とそれほど大きくないが、地場のOTP銀行を除けば国内大手銀行のほとんどが民営化によって、いったんは欧州の

大手銀行の傘下に入った。しかし、近年では政府がブダペスト銀行やMKB銀行などを相次いで買収し、資産ベースの政府保有割合は5割と再び上昇している。銀行は外貨建の住宅や企業貸出を中心に00年代前半から09年まで一貫して貸出残高を増やしてきたが、必要な資金は親銀行や外国から資金を積極的に調達してきた。貸出残高に占める外貨建の割合も00年は3割であったが、09年には6割まで増加している。その後、世界的な金融危機から通貨が大幅に下落し債務負担が増した個人を中心に外貨建債権の資産劣化が進み、不良債権比率は08年末の6.7%から13年末には14%を超えた。銀行業績も信用費用や大規模銀行税の導入などから11、12年には大幅な赤字を計上している。こうした事態に対処するため、政府は14年に外貨建住宅貸出を自国通貨建に転換する救済策を導入し、銀行は14年には大幅な引当金の計上から過去最大の赤字を計上した。15年初に転換が行われ家計の為替リスクは大幅に低減した（家計向け貸出残高に占める外貨建構成は転換前の53%から5%まで低下）。現状、銀行の不良債権比率は依然高いが13年末の14.1%から16年9月末には8.1%まで改善しており、経済成長によって今後さらに低下していくとみられる。銀行の自己資本比率は16年9月末には20%を超え、リスクに対する備えも十分である。また、新規貸出は増加に転じ、貸出残高にも下げ止まりの兆しがみられる。銀行の収益力は金利低下や貸出残高の縮小から下方圧力がかかっているが、減損や引当金の戻入や銀行税の引き下げなどから16年には大幅な黒字を計上する見込みである。

#### 6. 対外ポジション

対外バランスは、09年から貿易収支が通貨安などによる輸出拡大から黒字に転じたほか、10年からは経常収支も黒字となり、16年はGDP比4%を超え過去最高の黒字を計上したとみられる。自動車産業などを中心に生産能力が増強されていることから、当面は経済回復が強まり輸入増となった場合でも経常黒字の維持が可能と思われる。経常黒字とEU基金からの資金流入から、対外流動性も安定しており、16年9月末の外貨準備高／短期対外債務は1.8倍、外貨準備高／月間輸入は3.0倍となっている。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。銀行部門を中心に削減が続き09年末のGDP比149%から16年9月末には同100%近くと金融危機（08年～09年）前の水準まで低下した。IMF/EU融資も16年初に完済している。政府、銀行、家計とも外貨建債務や対外債務を中心に削減しており、外的

ショックに対する脆弱性も改善している。

## 7. 財政基盤

政府は数次にわたる財政健全化策や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、16年は同2%程度にとどまったとみられる。経済・消費拡大や税の電子申告化による税収増や一時的な国有土地の売却益などから歳入が伸びた一方、歳出は公共投資減、金利負担軽減などから抑制されたことによる。一般政府債務残高（ESA2010）は依然大きい、11年末のGDP比81%から着実に縮小し16年末にはGDP比74%前後まで低下したとみられる。こうした取り組みにより、13年6月には04年以来続いてきたEUの過剰財政赤字是正手続きが解除された。債務構造も政府は「Self-Funding Program」を掲げ、資金調達を家計や銀行など国内市場から自国通貨建てで実施してきたことからより安定化している。中央政府の債務のうち非居住者保有および外債建債務構成は11年末のそれぞれ69%、49%から43%（16年10月末）、25%（16年末）と大幅に低下している。政府は17年以降も財政赤字はGDP比3%以内を堅持する計画。17年予算では法人税率の引き下げ、複数年の最低賃金引き上げ、公共投資増など財政緩和策が打ち出されているが、経済成長による税収増により3%以内に収まるとみている。また、不測の事態に対処する準備金も計上されている。

## 8. 総合判断・格付の見通し

JCRは17年2月21日に格上げを実施した。政府の有効な経済政策による財政や金融システムなどの構造問題の改善、対外債務縮小、さらには経済基盤も強化されていることによる。先行き主要貿易相手であるEU経済など外部環境に大きな変化がなければ、経済、財政、金融システムなどの改善がさらに進むとみており、格付の見通しは安定的とした。格付は引き続き、比較的発展し輸出指向が強い経済構造なども評価している。

JCR

## 12038 ハンガリー

## ●主要経済財務指標

	単位	2012	2013	2014	2015	2016E
名目GDP	10億ユーロ	99	101	105	110	113
人口	百万人	10.0	9.9	9.9	9.9	9.8
一人当り実質GDP	米ドル	22,623	23,954	24,984	25,530	26,470
実質GDP成長率	%	-1.6	2.1	4.0	3.1	2.0
消費者物価上昇率	%	5.7	1.7	0.0	0.1	0.5
失業率	%	11.0	10.2	7.7	6.8	5.2
一般政府歳入/GDP	%	46.2	46.8	46.9	48.5	48.8
一般政府歳出/GDP	%	48.6	49.3	49.0	50.1	50.8
一般政府財政収支/GDP	%	-2.4	-2.5	-2.1	-1.6	-2.0
一般政府債務/GDP	%	78.2	76.6	75.7	74.7	73.5
経常収支/GDP	%	1.9	4.1	2.1	3.4	4.5
対外債務/GDP	%	128.9	118.3	114.4	106.6	102.5
対外債務/財・サ輸出	%	147.7	134.5	129.0	117.5	111.5
外貨準備高/月間輸入	倍	4.8	4.8	4.7	4.0	3.0
外貨準備高/短期対外債務	倍	1.8	1.9	2.1	2.1	1.8

(注) 16年は実績見通し

(出所) ハンガリー統計局、国家経済省、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+	安定的	-	-	-	-	2017.02.21
自国通貨建長期発行体格付	A-	安定的	-	-	-	-	2017.02.21
第5回円貨債券	A-	-	25,000	-	-	-	2017.02.21

## ●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

\*「見直し」は、長期発行体格付の見直し。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。