

## エストニアのカレンシーボード制とユーロ導入

山崎 晋

### はじめに

世界金融危機からおよそ 5 年が経った。エストニアのユーロ導入からもすでに 2 年あまりが過ぎ、2014 年からはラトヴィアのユーロ導入も決定して、北欧諸国でもユーロ導入国が増えつつある。その間ユーロに対する中東欧諸国の評価は二転三転した。中東欧諸国では、世界金融危機の際にはその影響を遮るシェルターとしてのユーロの役割が評価された。その後欧州ソブリン危機が発生すると、その影響の波及を恐れる中東欧諸国の間では近い将来のユーロ導入を棚上げする動きが散見された。銀行同盟に向けた取組みが本格化すると、ユーロ導入に向けた取組みに力を入れる諸国の動きが目立つようになっている。こうした中でエストニアは、世界金融危機への対応策とユーロ導入を結びつけて 2011 年にユーロ導入を果たした。

本稿は、まずエストニアのカレンシーボード制の概要を検討し、これを特徴づける。次いでカレンシーボード制がマクロ経済において果たした役割を、エストニアの経験から考える。さらに、そこで得た考察からユーロ導入後のエストニアの動向を検討する。

ここで全体の構成を述べると、第 1 章でエストニアのカレンシーボード制の概要を検討する。エストニアのカレンシーボード制はオーソドックスなカレンシーボード制(定義は後述)と裁量性を持つ中央銀行制度との中間的な性格を持っている。しかし、その裁量性はあまり行使されていない。第 2 章では、エストニアの経験からカレンシーボード制がマクロ経済において果たした役割を考える。カレンシーボード制はロシア危機までの時期は経済の市場経済化推進の基盤となる安定的な経済環境を提供する役割を果たした。しかし、高インフレによる経常収支赤字の拡大と産業構造の変革ペースの遅さを招いた。また、2000 年代には欧州諸国からの資本流入をテコとする経済成長を促す役割を果たしたが、結果的には景気過熱を招いた。これらの問題点の調整は、ロシア危機と世界金融危機という 2 度にわたる通貨危機を経て行われた。そうした意味で、カレンシーボード制の調整機能には一定の限界がある。また、ユーロ導入後にはこうした機会が訪れるとは考えがたいため、自主的な産業構造の変革とクロスボーダーの金融監督協力による過度の資本流入の抑制を図る必要がある。第 3 章では、ユーロ導入後のエストニア経済の動向について世界金融危機までの時期に問題となった点を中心として考察している。エストニア経済の動向は相対的に順調であり、ユーロ圏の景気は緩慢な回復を見せているに過ぎないため、エストニアのユーロ導入に関する評価を下すのは時期尚早である。世界金融危機までに問題になった点は修正が進みつつあるが、それは部分的なものである。結論としては、エストニアの経験からするとカレンシーボード制の調整機能には一定程度の限界がある。調整が不十分な点は通貨危機を契機として部分的に埋め合わせがなされた。しかし、ユーロ導入後にはこの手を使うことはできなくなる。エストニアがカレンシーボード制の下で直面した問題点はユーロを導入したからといって自然に解消されるものではないため、経済の柔軟性を高

める構造改革や周辺諸国とのクロスボーダーの金融監督協力を進めていくことが重要である。

## 第1章 エストニアのカレンシーボード制

ここでは、エストニアのカレンシーボード制の概要を検討するとともに、その性格を特徴づける。そして、エストニアのカレンシーボード制は外貨に基づく受動的な通貨発行という厳格なルールに基づくカレンシーボード制と裁量性を持つ中央銀行制度との中間的な性格を持っていることを示す。しかし、その裁量性はあまり行使されていない。

まず、カレンシーボード制の定義を述べると、ベースマネーの供給を準備資産に基づいて行う通貨供給システム、および通貨制度である<sup>1</sup>。このシステムでは、為替相場は基準通貨に対して固定され、基準通貨(バスケット)と自国通貨の間に自動的な交換性が保証される。

カレンシーボード制は、英仏などの植民地で宗主国通貨と植民地通貨をつなぐ為替相場システムとして発展した。上で述べた定義を敷衍すると、カレンシーボード制は外貨に基づく受動的な通貨発行という厳格なルールに基づき、通貨当局による金融政策や財政ファイナンスを目的とする信用創造を排除したリジッドな性格を特徴とする。こうした理念的ともいえるタイプのカレンシーボード制は、今日では「オーソドックスなカレンシーボード制」と呼ばれる<sup>2</sup>。一時 1950～60年代の植民地独立後その利用が衰退するが、変動相場制への移行以降主に小国、発展途上国、新興市場経済諸国によって復活して現在に至っている。最もよく知られる例は香港であり、中東欧諸国ではブルガリア、ボスニア・ヘルツェゴヴィナ、エストニア(2011年まで)、リトアニアがこれを採用している(ないしは過去に採用したことがある)。これらのカレンシーボード制は、通貨当局が信用創造を行う能力を大なり小なり持つところに大きな特徴がある。本稿では、エストニアを含む第二世代ともいべきこのようなタイプの為替相場体制を、オーソドックスなカレンシーボード制とは区別して「カレンシーボード制」と呼びたい<sup>3</sup>。

次に、カレンシーボード制に関する主要論点を、エストニアのケースに関して検討する。

### 1.1 導入と廃止の動機

ここでは、エストニアのカレンシーボード制導入と廃止の動機を検討し、導入の動機がインフレ抑制、マクロ経済安定化、金融安定、現金不足の解消、廃止の動機がユーロの導

---

<sup>1</sup> カレンシーボード制の定義については、例えば Baliño and Enoch(1997), pp.1-5, Gulde, Kähkönen, and Keller(2000), p.5 を参照のこと。この他にも、カレンシーボード制の代表的な既存研究としては、Schwarz(1992), Walters(1992), Williamson(1995), Atish, Gulde and Wolf(2000), Wolf, Ghosh, Berger and Gulde(2008)などを上げることができる。

<sup>2</sup> このような呼称は、例えば Osband and Villanueva(1993), p.206 によって用いられている。

<sup>3</sup> Atish, Gulde and Wolf(2000), p.272 と Gulde, Kähkönen, and Keller(2000), p.4 は、これを ‘modern currency board arrangements’ と呼んでいる。

入によるカレンシーボード制維持コストの削減、為替相場変動リスクの削減と、それによる貿易・金融取引の取引コスト削減、通貨危機に見舞われるリスクの削減、ユーロ圏諸国とのさらなる経済の収斂であったことを確認する(マクロ経済指標については図表1を参照)。

戦後カレンシーボード制を導入した諸国の例では、名目為替相場のアンカー機能に着目したインフレ抑制・為替相場安定化を通じたマクロ経済の安定化が主な動機であることが多い。エストニアもこの例に漏れない。独立時のエストニア経済は、旧ソ連時代から続く現金不足に加えて、ルーブル相場の急激な減価、インフレの高進、生産の急激な減少に見舞われていた<sup>4</sup>。こうした状況に対処するために、1992年自国通貨クルーン(kroon)と、ドイツ・マルク(99~2011年はユーロ)を基準通貨とするカレンシーボード制とが導入された<sup>5</sup>。また、財政赤字や企業の赤字ファイナンスの要求が出ることが予想されたが、カレンシーボード制を採用すれば政府や企業からの信用需要をはねつけることが可能なことも念頭に置かれていた<sup>6</sup>。さらに、ノウハウを全く持っていない独立した金融政策を運営しなくとも

---

<sup>4</sup> 1992年の経済状況について少し述べておくと、生産の急減、物資の不足、輸出市場の喪失、インフレ率の高進、企業部門の経営悪化、財政収支の悪化が同時に発生するという困難極まるものであった。Knöble, Sutt, and Zavoico (1996), p.9は、そうした中の通貨改革(自国通貨クルーンとカレンシーボード制の導入のこと)を、「ゆっくりと調整するか、急激に調整するかを選んだり議論したりする余裕はなかった」(訳は筆者)と表現している。また、旧ソ連時代の1980年代以降自国通貨導入までの時期のCIS諸国では、インフレ圧力を抑えるために現金の流通が抑制されていたため、Knöbl, Sutt, and Zavoico(1996), p.10は現金の不足(とその経済への悪影響)が通貨改革の最大の動機であると指摘している。さらにKnöbl, Sutt, and Zavoico(1996), p.7は、ロシアの安定化プラン失敗の可能性と他国におけるクーポン制度導入によってルーブルがエストニアに偏在する懸念も、早急な通貨改革の決定を後押ししたとしている。

<sup>5</sup> 中央銀行は、1990年1月1日にすでに再設立済みであった。89年12月28日制定のエストニア銀行法は、中央銀行の基本的な目的として、通貨流通の安定、通貨の購買力安定、ソ連通貨、及び外貨に対する通貨価値の決定を定めている。Gulde, Kähkönen, and Keller(2000), p.3を参照。また、Gulde, Kähkönen, and Keller(2000), *ibid.*, p.5は、導入の目的を信認の確保による金融安定と低インフレ率に求めている。彼らは、カレンシーボード制の信認確保の条件は、ベースマネーの十分な裏付け・緊縮的な財政政策(広範な政治的支持が必要)・健全な金融システム(弱体な銀行を破綻させる用意があるのか)にあると述べている。さらにKnöbl, Sutt, and Zavoico(1996), p.6によると、大幅なマネタリー・オーバーハングが発生していたため、急速にインフレを抑制しないと、希少な準備資産を通貨防衛のために使い果たしてしまう恐れがあったため、バウチャー(中間通貨、ないしは並行通貨。不足する現金の役割をする代替的な通貨のこと。他のCIS諸国の大半でこの時期に使用されていた)を経由してではなく、直接自国通貨を導入することを決断した。

<sup>6</sup> Knöble, Sutt, and Zavoico(1996), pp.11-12による。また、通貨改革に当たっては、1992

安定的な金融政策を運営できるという点も見逃すことができない<sup>7</sup>。

続いてカレンシーボードの廃止の目的について見ていく。これまでカレンシーボード制を廃止した諸国は、中央銀行制への移行によって、裁量的金融政策や「最後の貸し手」機能、財政赤字のファイナンス(の復活)、脆弱な金融システムに対する圧力を緩和し、究極的には金融システムの崩壊を回避することなどを目標にしてきた。また、実物的要因としては、財・サービスや労働市場の不完全性から実質為替相場の増価と実質金利の低下が発生し、国内経済の資源配分に歪みが生じることを避けるために廃止するケースが考えられる。

次に、エストニアのカレンシーボード制廃止の動機について見ていく。エストニアがカレンシーボード制を廃止したのは 2012 年のユーロ導入によってであった<sup>8</sup>。ユーロの導入によって、カレンシーボード制維持コストの削減と、為替相場変動から発生するユーロ圏諸国との取引コストの削減、通貨危機に見舞われるリスクの削減、ユーロ圏諸国とのさらなる経済の収斂を可能にすることがその目的として上げられる<sup>9</sup>。これまでの、特に旧植民地諸国のケースに典型的に見られるように、カレンシーボード制の廃止は通貨同盟からの離脱を意味するものであった。その意味では、通貨同盟参加を目的とするエストニアのケースは、特異なものといえよう。

## 1.2. 基準通貨の選定

基準通貨としては、主要貿易相手国(ないしは当該基準通貨建て取引が多い国)で、インフレ抑制に名声のある国、準備資産保有の観点から発達した金融・資本市場を持つ国の通貨が選ばれる。また、対外負債の主要な構成通貨という観点も軽視できない。

エストニアの場合、物価安定志向からドイツ・マルクが選択された。上の条件をもって考えると、主要な貿易相手国はロシアをはじめとする CIS(Commonwealth of Independent States：独立国家共同体)諸国である。しかし、この時期ロシアなど CIS 諸国ではインフレ率が非常に高かったため、ルーブルに対して固定相場制度を取ると、これら諸国の及ぼす

---

年の財政から発生するリスクを理由として Kallas 中銀総裁は変動相場制ではなくカレンシーボード制を導入したほうがよいことを強調した。Knöbl, Sutt, and Zavoico(1996), *ibid.*, p.12 を参照のこと。

<sup>7</sup> ノウハウを全く持たないまま独立した金融政策を運営しなければならない問題は、エストニアでは the “day+1” problem と呼ばれる。

<sup>8</sup> なお、ユーロ導入以前にカレンシーボード制を廃止することも考えられなくはない。しかし、いったんカレンシーボード制を廃止した後に別途為替相場の安定を達成してユーロを導入するアプローチを採ることは、同制度によって獲得した安定的な経済環境を失う可能性がある。さらに、エストニアのような小国が為替相場の安定を図るためには大なり小なり同制度と類似した固定相場制度を採用する必要があると考えられる。そのため、これは得策とはいえない。

<sup>9</sup> ただし、ユーロ導入にも費用がかかるためカレンシーボード制維持コスト削減から得られるベネフィットは大きくないと見られる。

インフレ圧力の悪影響を受けてしまう。このため、ルーブルはインフレ率の面で、基準通貨としての資格を満たすものであったとはいえない。次に、貿易上の関係が強かったスウェーデンとフィンランドの通貨を選択する考えがある。しかし、両国ともに 1990 年代初頭に金融危機と為替相場の減価に見舞われており、基準通貨としての安定性の面で問題があった<sup>10</sup>。なお、エストニアは独立の際に公的な対外負債を負っていないため、対外負債の構成通貨という点から基準通貨を選択する必要はなかった。

次に物価安定という観点からドイツ・マルクが選ばれた点についてみる<sup>11</sup>。1992 年の時点では、エストニアとドイツの経済的な関係性は、輸出入に占めるシェアがそれぞれ 13.0% と 17.2%であった(図表 2)。ただし、同年の貿易統計では CIS 諸国は貿易相手国として含まれていないため、この点が改められた 93 年の統計を見ると輸出入はそれぞれ 8%と 10.7%のシェアである。このシェアが基準通貨国として十分かどうかは不明確である。インフレ率と金融・資本市場についての資格は十分に満たしていると考えられる。それゆえ、エストニアはこの観点から基準通貨としてドイツ・マルクを選択したといえる。しかし、カレンシーボード制導入時点ではエストニアとドイツの経済的な関係性は決して密接なものとはいえなかった。そうした状況でのエストニアの選択は、近い将来北欧・西欧諸国との経済的関係を強化することを視野に入れてのものであり、過去にカレンシーボード制を採用した諸国の行動基準とは大きく異なるといえよう<sup>12</sup>。また、1990 年代が進むと、スウェーデンとの金融上の関係の密接さが増していき、実質金利はより低位なスウェーデンの水準に収斂した(後述)。もしスウェーデン・クローネを基準通貨として選択していると、スウェーデンからの資本流入に実際よりも早くから悩まされる可能性があった。このようなこ

---

<sup>10</sup> フィンランドについては、インフレ率の面にも問題があった。

<sup>11</sup> 基準通貨の選択に関して Sulling(2000), pp.472-473 は、ドイツとの関係でエストニアが独立時点の 1991 年に最適通貨圏の条件を満たしていたかを検討している。それによると、エストニア経済はこの時点では貿易の面では開放性が高いが(輸出入の対 GDP 比率は 80%)、ドイツとの貿易上の関係は密接とはいえない(輸出シェア 0.3%、輸入シェア 0.1%)。ドイツとの経済構造の類似性は不明確、資本、労働の移動は制限されており、価格と賃金の柔軟性も不明確であり、最適通貨圏の条件を満たしていない。また、Sulling(2000), *ibid.*, p.472 では、導入からの 10 年間でマルク・ベース(現在はユーロ・ベース)の固定相場制度採用のために満たすべき要件は改善されたとしている

<sup>12</sup> Sulling(2000), p.472 は、こうしたエストニアの選択を「フォーワード・ルッキングな政策目標、すなわち貿易(相手国)の方向転換と欧州の再統合、1918-39 年に独立していたころ(First Republic)にはドイツ、イギリス、ノルディック諸国との貿易上の関係が強かった経験が最適通貨圏(の条件)の欠如を補完した。こうした点でも、国家全体のヨーロッパへの再統合を目指す上で、ERM の中心として位置し、多くの欧州諸国の金融政策上のアンカーであったドイツ・マルクは、政策目標として適していた」(訳と括弧内の補完は筆者)と評している。

とを考慮すると、スウェーデンとの金融を主とする経済的関係が高まった段階でのドイツ・マルクとスウェーデン・クローネからなるカレンシー・バスケットへの基準通貨(バスケット)変更は現実的とはいえない。

ドイツ・マルクを選択したことは、全体としては物価安定に関して先をよく見据えた好判断であったといえる。1992年の困難な経済状況の中で市場の信認を得るためには、バスケット・ペッグ制では物価安定の優先という点で不十分であった可能性がある。その後のスウェーデンとの金融統合進展を事前に予想することは困難であった。また、スウェーデンとの金融統合が進んだ段階でもドイツ・マルクに対するペッグ制を保ったことは、これまで得たカレンシーボード制の信認維持を優先したことと、EU(European Union：欧州連合)加盟の先にユーロ導入を見据えた長期戦略に基づいたものといえる。

### 1.3. 基準平価の設定

カレンシーボード制の平価をどのような水準に設定するのかは、制度に対する信認に対して重要な役割を果たす。しかし、どのような水準で平価設定をすれば制度の運用が上手くいくのかに関しては、統一的な見解は存在しない。過大評価の水準で平価を設定すると、短期的にインフレを抑制することが可能になる半面、不利な競争条件が固定されるため、制度の信認に疑問が持たれ、資本流出が生じる恐れがある。このため、導入時の為替相場水準は、国内インフレの慣性や資本流入を考慮してやや過小評価に設定することが望ましいとの考え方があろう。ただし、その場合長期にわたってインフレ率が高い状況が容認されると受け取られかねない問題がある。たとえ適切な平価の設定に成功して市場の信認を獲得したとしても、外国資本が流入するため調整の困難が発生する。また流入する資本に流動的な資金が多い場合には、突如の資本流出のリスクが付きまとう。

エストニアでは、1992年6月に1マルク=8クルーンでカレンシーボード制の基準相場が設定された(基準通貨がユーロに変更された99~2010年の期間は1ユーロ=15.64664クルーン)。カレンシーボード制では通常、法律によって平価の変更可能性を排除して信認を高める。エストニアの場合には、エストニア・クルーン安定法(the Law on Security of the Estonian Kroon)によってカレンシーボード制の原則を法的に強制することが保証されている。

基準平価の設定については、カレンシーボード制設立までの過程を詳細に説明しているクネーブル、スット、ザヴォイコによると、複数あったマルクの対ルーブル/ドル市場相場を基にして、競争力確保のために四捨五入して決定したとされており、設定された平価はやや過小評価された水準であったことがわかる<sup>13</sup>。

---

<sup>13</sup> Knöble, Sutt, and Zavoico(1996), p.14による。また、河西(1998), p.13, Baliño and Enoch eds.(1997), p.13, Lopez-Claros and Garibaldi (1998), p.12も基準平価が過小評価で設定されたとしている。

#### 1.4. 準備資産の構成と運用

準備資産は通常は対外負債を差し引いた対外純資産とされる<sup>14</sup>。カレンシーボード制において通貨発行の裏付けとなる対外純資産、すなわち準備資産の構成は、一般的には金(歴史的には銀も含めてよい)、外貨、SDR(Special Drawing Rights : IMF 特別引出権)、IMF ポジションからなる<sup>15</sup>。ただし、外貨に関しては基準通貨のみとするか、それ以外の通貨も入れるかで分かれるところであろうが、準備資産が貨幣供給を裏付ける資産であることを考えると、基準通貨のみから構成することが順当なところと考えられるし、オーソドックスなカレンシーボード制の準備資産は基準通貨建て(と金)のみからなっていた。

続いて 2010 年までのエストニアのケースを見ると、エストニア銀行のバランスシートを見ると、準備資産として金、外貨(後述の通り、ドイツ・マルク(ないしはユーロ)と米ドルからなる通貨構成を持つ)、IMF(International Monetary Fund : 国際通貨基金)ポジション、SDR、ECB(European Central Bank : 欧州中央銀行)出資金(2004 年 1 月以降)からなる。

準備資産の運用に関しては、オーソドックスなカレンシーボード制では、流動性の高い基準通貨建て資産のみに限定されていた<sup>16</sup>。この方法は、運用の為替変動リスクを抑制する観点から合理的である。また、自国政府や自国の民間企業の発行負債は認めるべきではない。この点は、政府や民間企業の赤字ファイナンスを禁止する点から必要なルールといえる。

エストニアのカレンシーボード制の準備資産運用に関する文献は多くはないが、その中でヴェシリンドとキュースの論文に基づいて概要を見たい<sup>17</sup>。その結果、エストニアのカレンシーボード制の準備資産の運用は、オーソドックスなタイプのものとはやや異なる方針で行われていることを理解する。

エストニアの準備資産の運用は、価値の維持、流動性、運用益を目的とした<sup>18</sup>。前 2 者の目的はクルーン建て負債、すなわちベースマネーのカバーに当たる部分において追求し、過剰準備の部分では 3 番目の目的である運用益を目指した。

---

<sup>14</sup> Ghosh, Gulde and Wolf(2000),p.298 は、当該国が長期の、流動性が低く、(過去の債務不履行の結果としての)譲歩的な借入条件の対外負債を負っている場合には、純資産が積み上がるまでの間グロスの準備資産を通貨発行の裏付けに使用することも可能あるとしている。ただし、このようなスキームは透明性の低さから信認の低下を招きがちである。

<sup>15</sup> 準備資産の不足から、例外的にこれらの一般的な資産以外を含める場合もありうる。例えば、リトアニアはカレンシーボード制導入時に IMF から 5 年間のシステミック変更融資(Systemic Transformation Facility)を受けて、その資金を当てた。また、アルゼンチンは、米ドル建てアルゼンチン政府証券を含めていた。

<sup>16</sup> 準備資産としては、外貨の他に金が考えられるが、貨幣供給に対するカバー率が 100% を切る場合には、これを 100%以上に引き上げるために運用のしやすい外貨建て資産に一部入れ替えてカレンシーボード制に対する信認を高めることが考えられよう。

<sup>17</sup> このパートは、主に Vesilind and Kuus(2005), pp.4-5 による。また、エストニア銀行は 2010 年までは年報において「準備資産の運用」(Reserve Management)として準備資産の運用状況を毎年掲載していた。

<sup>18</sup> 運用益の 50%は準備資産に繰り入れられ、残りの 50%は国家予算に拠出される。

一方準備資産は、流動性ポートフォリオ(または流動性バッファー)と投資ポートフォリオに2分される。流動性ポートフォリオは銀行部門の毎月の外貨需要であり、準備資産の約5%に当たる<sup>19</sup>。この分は海外銀行間市場の翌日物で運用されていた。投資ポートフォリオは運用可能な金融商品の種類とリスクに制限があるが、グローバルな景気循環の中で短期金融市場の金利よりも高い利回りを目指した。運用対象は、主に主要工業国の流動性の高い国債であり、ドイツ・マルク建て(ないしはユーロ建て)と米ドル建ての通貨構成となっていた。投資ポートフォリオはキャッシュ・ポートフォリオと2つの債券ポートフォリオ(ユーロ建てと米ドル建て)に分類され、別々に管理されていた。投資ポートフォリオの満期構成は短く(利回りのボラティリティを抑えるため)、資産の大半は短期金融市場に、残りは中長期債に投資されていた。

なお、エストニア銀行は1995年に資産運用に関するベンチマーキング制度を導入し、パッシブ運用とアクティブ運用の組み合わせによって運用を行っていた<sup>20</sup>。これは、運用プロセスの効率化を追求するためである。また、内部の投資マネージャーに加えて、外部の投資マネージャーを起用していた。アクティブ運用に際してはベンチマークとなるポートフォリオを定め、それを上回る運用益をアクティブ運用で目指していた<sup>21</sup>。

ヴェスリンドとキュースによると、2004年時点では3か月の時間軸で少なくとも95%の確率で利回りが負にならないことがアクティブ運用のベンチマークとなっており、平均満期はユーロ建てで1.04年、米ドル建てで0.78年であった<sup>22</sup>。また、エストニア銀行によると運用成績は、04年以降多くの年では短期金融市場金利とあまり変わらないが、08年には欧米の国債金利の低下によって年間の利回りは7.21%と例外的に短期金融市場金利を大きく上回った<sup>23</sup>。しかし、以降の年は市場金利の低迷を受けて運用成績も概して低迷していた<sup>24</sup>。

---

<sup>19</sup> Bank of Estonia, (2008), p.63, (2009), p.33, (2010a), p.40によると、2008~10年時点では約10%となっている。こうした変化は、カレンシーボード制に対する圧力の高まりを反映するものと見られる。

<sup>20</sup> 準備資産の運用体制の形成と運用成績の概略については、Bank of Estonia(2002), pp. 89-90による。運用資金は、イングランド銀行から返還された金を売却して得たものである。また、1992~2002年までの運用利回りは、99年を除くと3~8%となっている。

<sup>21</sup> Bank of Estonia(2008), *ibid.*, p.64 および(2010a), *ibid.*, p.41 では、外部資産管理はoverlay mandates(おそらく、運用を委託された外部の投資マネージャーは外国為替の運用について他の投資マネージャーに委託する義務を負うことと考える)に基づいており、大半のストラテジーではデリヴァティブ(関連商品)によって運用されているとしている。また、2008年および10年のアクティブ運用のパフォーマンスはベンチマーク・ポートフォリオを69ベースポイントと21.3ベースポイントそれぞれ上回った。

<sup>22</sup> Vesilind and Kuus(2005), *ibid.*, p.5による。また、ベンチマークとなるポートフォリオの満期構成も経済環境によって変更された。これもエストニア銀行によって公表されていた。2009年以降の満期構成は短期のウェイトが高まった。この点は、Bank of Estonia (2010a), *ibid.*, p.42, Figure 1を参照のこと。

<sup>23</sup> Bank of Estonia(2008), *ibid.*, pp.64-65を参照のこと。

<sup>24</sup> Bank of Estonia(2010a), *ibid.*, p.42を参照のこと。



以上からまとめを行うと、エストニアのカレンシーボード制の準備資産は主に金、外貨、SDR などから成っていたが、外貨は基準通貨であるドイツ・マルク(ないしはユーロ)のみならず、米ドルを含んでいた。またその運用は価値の維持や流動性のみならず、部分的にはあるが投資効率を目標としていた。したがって、オーソドックスなカレンシーボード制の想定する資産運用からはある程度異なっていたと見ることができる。

### 1.5. 金融制度

カレンシーボード制を採る諸国の一般的な金融制度の概要を述べると、中央銀行の独立性は法律で定められており、簡単には改正できないような制度になっていることが多い。これは、カレンシーボード制に対する信認を高めるための制度的工夫である。中央銀行の組織は通常はイングランド銀行のように銀行部と発券部に分離されているが、オーソドックスなカレンシーボード制の場合、政府に対する貸出や信用創造は行わないのでこの分割は必ずしも必須のものではない。一方現行のカレンシーボード制のように何らかの方法で信用創造を行いうる制度となっている場合には、イングランド銀行型の制度はこれに一定の歯止めをかける仕組みとなっていると理解することができよう。

通貨供給は、求めに応じるものに受動的に交換に応じる結果発行される。この結果、基準通貨との自動的な交換が保証される。ただし、国によっては手数料にかかる場合もある。カバーの対象は原則的には M0 である。また、中央銀行に決済システムが置かれる場合には民間銀行の中央銀行預け金を含み、ベースマネーがカバーの対象とされることもある。さらに理論的には M1、M2 などもありえる<sup>25</sup>。これは、金融深化が進んだ場合に基準通貨にベースを置く通貨供給システムが内在的に持つ不安定性に対処しようとするものと考えられる。カバーの対象を広くとるほどに突然の資本流入停止や金融システム不安に対処しやすくなる。しかし、より多くの準備資産を保有しなければならないため、実現可能性は低下する。また、民間銀行の預金は銀行部門の信用創造機能を考えると避けたほうがよい。次にカバー率の水準が問題となるが、これは 100%が原則である<sup>26</sup>。100%を超えるとショックに対する耐性が向上するため、カレンシーボード制に対する信認が高まりシステム全体の安定性は増すであろう。しかし、あまりにも多くの準備資産を積み上げるのは、一国の資源配分の観点から考えると合理的とはいえない。また、流動性を創出する余地が限られ、それゆえ金融市場に介入して金利の動きをスムーズにする能力もまた限定される。カバー率に関して大きな問題となるのは、100%を切る水準の場合である。この場合、カレンシーボード制を導入するために必要となる準備資産を少なく済ませることが可能になる。しかし、中央銀行は信用創造を行うことになる。少額、短期間であれば大きな問題にはならないかもしれないが、多額の信用創造を長期にわたって行う場合には、交換性に対する懸念やインフレ圧力の高まりからカレンシーボード制に対する信認の問題が発生する可能性が

<sup>25</sup> この部分は、Ghosh, Gulde and Wolf(2000),pp.298-299 の議論を参考にしている。

<sup>26</sup> ここでのカバー率は、通貨発行高を対象とするものである。

ある。

代わってはエストニアのケースについて見ていく。中央銀行の独立性は憲法に規定されている<sup>27</sup>。中央銀行は平価切上げを選択できるが、切下げを独自の判断で実施することはできない(切下げの権限は議会にある)。中央銀行の組織は当初発券部と銀行部に分離されていたが、1996年に分離が行われた。これはエストニア中央銀行の設立が90年とカレンシーボード制導入以前に設立され、この時点では独自の通貨を発券することを責務としていなかったことを反映しているが、通貨改革時に中央銀行法改正と組織改正を行わなかった理由は不明である。エストニア政府は中央銀行に口座を持たず、また中央銀行による政府への直接的な貸付は禁止されている。こうした仕組みは、カレンシーボード制導入からしばらくの間見られた組織的な未分離から生じうる悪影響を未然に防ぐことを意図したものなのかもしれない。通貨の発行はエストニア銀行と民間銀行との間で行われる。民間銀行は、エストニア銀行に対してドイツ・マルク、ないしは米ドルとの交換で手数料なしで無制限に求めることができる(96年7月以前は有料)<sup>28</sup>。続いてカバーの対象の問題に移ると、(CD(譲渡可能性預金)を除く)M0に加えて、決済用に置かれている民間銀行の中央銀行預け金が含まれる<sup>29</sup>。実際のカバー率を見ると、カレンシーボード制導入時には90%程度、以降110~120%程度で推移した。したがってエストニア銀行は過剰準備を保有しており、またこの範囲内で「最後の貸し手」機能を行使することが可能である。なお、預金保険制度は98年に導入されている(保証額は10万ユーロ)。

#### 1.6. 金融政策等の制限

オーソドックスなカレンシーボード制では、採用国は自ら金融政策の裁量権を持たず、実質的にそれを基準通貨国に委ねる。そのため、同制度は当該国の金融市場は完全に受動的、かつ内生的に動く。また、オーソドックスなカレンシーボード制は、財政赤字のファイナンスは行わず、「独立性」が維持される。現行のカレンシーボード制では、何らかの金融政策手段が備えられることが多い。

エストニアでは、中央銀行は金融市場に介入しての金利調節を行わず、日々の金利変動をオートマティック・スタビライザーとして利用した。また、1996年7月以降民間銀行は法定準備を平残で積みよくなった<sup>30</sup>。これによって流動性リスクが削減され、銀行間市

---

<sup>27</sup>この点は、Wolf, Ghosh, Berger, and Gulde (2008), p.152 による。

<sup>28</sup> 2002年以降は、エストニア銀行は民間銀行との間で基準通貨のユーロに加えて、米ドル、豪ドル、日本円、カナダ・ドル、ノルウェー・クローネ、スウェーデン・クローネ、英ポンド、スイス・フラン、デンマーク・クローネとの交換を行った。Bank of Estonia(2008), pp.34-35, 44 を参照のこと。

<sup>29</sup> Knöbl, Sutt, and Zavoico(1996), p.11 によると、カレンシーボード制導入の契機となったジェフリー・サックスらIMFアドバイザー・チームの提言は、広義貨幣に対するカバーを提案している。この案はエストニアの準備資産の保有額の問題から放棄された。

<sup>30</sup> Ghosh, Gulde and Wolf(2000),p.313 を参照のこと。

場の金利が安定化した。その結果、金融政策はオートマティック・スタビライザーへの依存をさらに高めた。したがって、エストニアは基準通貨国であるドイツ(ないしはユーロ圏)に金融政策の裁量権を実質的に委ねたことになる。しかし、金融政策手段が全くないわけではなかった。最も主要なものは準備率操作である<sup>31</sup>。ただし、法定準備率の実際の動きは主に銀行・通貨危機と 2000 年代の資本流入に対して動かされており、マクロ経済の動きに必ずしも則したものとはいえない<sup>32</sup>。他の手段としては CD の入札と民間銀行の超過準備に対する付利である預金ファシリティ(1996 年 7 月以降)も存在したが、これもさしたる影響力があったわけではない<sup>33</sup>。CD は、銀行間市場発展を企図して 93 年 5 月に導入された。しかし、規模が小さいまま効率的な銀行流動性管理システムが発展し、かつ短期金融市場が拡大したため、当初の重要性を喪失して 2000 年 5 月に入札が打ち切られた。最後に「最後の貸し手」機能について触れておくと、過剰準備の範囲に限定される。エストニア銀行は、すでに述べたように、過剰準備を有していた。92 年後半と 98 年ロシア危機の際には大手行に銀行危機が発生したため、過剰準備の範囲で救済融資を実施した<sup>34</sup>。

エストニアのカレンシーボード制は、中央銀行のバランスシートに CD などの資産があり、裁量的な金融政策を実施する範囲が存在するという意味で、オーソドックスなカレンシーボード制からとは異なっている。しかし、その裁量性はまれにしか使われることはな

---

<sup>31</sup> 制度の詳細は、Nikolaynenovsky and Mihaylov(2002)を参照のこと。なお、2001 年 7 月にはユーロへの基準通貨変更にともない他の EU 諸国とともに法定準備の適格資産が変更され、中央銀行預け金(07 年以降決済用預金は対象から外された)、法定準備の 20%まで手元現金に加えて(手元現金については 04 年以降は禁止になった)、法定準備の 50%まで外国債が認められることになった(年初から 6 月までは 25%。04 年以降は変動金利の外国債券も含まれた)。なお、01 年 1 月には民間銀行が法定準備を満たすための資金を得るために中央銀行が適格要件を満たした債券の買い取りに応じるファシリティ(Facility to sell foreign securities to Eesti Pank)が導入されたが、使用されなかった。これもカレンシーボード制のオートマティズムを妨げるものではなかった。債券買取ファシリティについては、Bank of Estonia(2008), p.34 を参照のこと。

<sup>32</sup> 準備率は導入当初 12%とした後、銀行危機に対応するため 1993 年 1 月以降 10%に引下げられて、2000 年 7 月 13%に引き上げられるまで固定された。ただし、この間 97 年 11 月から 00 年 6 月までの間 3%の上乗せ流動性準備(Additional liquidity requirement)が課された。したがって、実質的にはアジア通貨危機からロシア危機の時期も法定準備率は 13%であった。06 年 9 月以降は 15%で固定され、10 年 9 月以降ユーロ導入に向けて徐々に 2%に引き下げられた。なお、97 年 7 月には資本流入に対処するため、預金の受入れ額を超えての外国金融機関からの借入は、法定準備の算定対象に編入されることとなった。

<sup>33</sup> 超過準備に対する金利は、裁定取引による混乱を招かぬよう短期金融市場金利よりも低位に置かれ、ドイツ連邦銀行の割引金利にリンクされた。

<sup>34</sup> 1992 年の銀行危機は不況とハイパーインフレーションによる資本の毀損と損失、通貨改革による収益構造の激変、すなわち為替相場変動からの投機的な利益をねらった投資から通常の貸出による金利収益への移行に関する不適合から発生した。98 年の銀行危機は、ロシア危機以前の時期に事業(多角化、グループ会社を通じた金融投資)を急激に伸ばし過ぎたためである。Sörg(2000),pp.403, 406 を参照。

かった<sup>35</sup>。

### 1.7. 実質金利低下の潜在的可能性

カレンシーボード制では、理論上では名目金利水準は基準通貨国とほぼ等しくなる。しかし、国内では非貿易財の価格上昇などによって基準通貨国との間にインフレ率格差が発生することがあるため、実質金利格差が発生する可能性が存在する。この場合でも、財・労働市場の伸縮性が十分に高く、かつ産業構造が類似しており、生産要素の流動性が高い場合には、中長期的にはインフレ率の収斂が起こる。

エストニアの場合には、インフレ率格差をある程度残こしたまま基準通貨国ドイツとの名目金利水準の格差は縮小したため、実質金利は低下した(図表 3 参照)。これには、エストニアとの金融上の関係が密接なのはドイツではなく、スウェーデンであるという事情がある。スウェーデンとフィンランドの大手行は 1990 年代にエストニアの銀行が民営化されたときに次々とそれらを買収し、必要となる資金をもって収益機会を迫及した。その結果、90 年代後半になるとエストニアの実質金利は特に存在の大きかったスウェーデンのそれに急速に収斂したのである(図表 4 参照)。インフレ率の高さはその後も大なり小なり残存したため、固定相場制度による実質実効為替相場の増価は、スウェーデンを中心とする諸国からの資本流入とあいまって、恒常的な経常収支赤字を背景づけるものとなった。

インフレ率がドイツと同水準に低下しなかったのは、サービス価格の統制解除が段階的に実施されたことと、バラッサ＝サミュエルソン効果のためである。上で述べた理論と比較すると、財・労働市場の伸縮性はある程度不十分であり、かつエストニアとドイツの産業構造の類似性には依然として格差が残存していたためであると考えられる。また、産業構造の急激な変化によって多くの失業者が発生した結果労働供給がタイトになったこともこれに拍車をかけた<sup>36</sup>。

続いて銀行貸付に話題を転じると、実質金利は低水準となったため、銀行による貸付が増加した。特に実質金利水準が大半の期間マイナスであったロシア危機までの時期にはドイツ・マルク建て貸付とともにクルーン建て企業向け貸付による投資が拡大した(図表 5 参照)。2000 年代にも同様に実質金利は低水準になった。しかし、それは 1990 年代ほど極端

---

<sup>35</sup> エストニアのカレンシーボード制で裁量性が行使されたのは、主に金融システムの整備に追われた 1990 年代半ばまでの時期と通貨危機の時期である。システムの信認を高めるためには、オーソドックスなカレンシーボード制の方がよいが、これを機能させるためには金融システムの整備が必要であり、その目的のために中央銀行による裁量的な政策手段が行使されたものと解釈できる。しかし、1990 年代後半にそれが一段落つき、またロシア危機の影響がなくなると、オーソドックスなタイプのものに近い、裁量性を排した運営に移行した。したがって、エストニアのカレンシーボード制はロシア危機の影響がなくなる 1999 年までを前期、それ以降を後期とすることもできよう。

<sup>36</sup> エストニアの失業者はロシア系マイノリティの住む北東部に集中しており、スキルの mismatch、言語の違いの問題、地理的な移動性が限られていることが要因である。

に低いものではなく、大半の期間で水準はプラスであった。ドイツとの金利格差もそれほど大きくなかった。この時期に拡大したのは中小企業・家計部門向けの外貨建て貸付の拡大であった。90年代と00年代の違いは、銀行部門による為替相場変動リスクの負担の有無にある。90年代には銀行部門は為替相場変動リスクを自ら負担して貸付原資となる外貨を調達して企業に貸付を行っていた。一方00年代には、銀行部門は貸付に際して為替相場変動リスクを債務者に転嫁できた。ロシア危機を契機として銀行部門の海外資金へのアクセスが改善したため、貸付原資となる多額の外貨を調達できるようになった金融環境の変化が背景にある。このような違いがあるため、貸付のスプレッドはこの時期急激に縮小したしかし、銀行部門は外貨建てで貸付原資を調達しており、多額の不良債権が発生した場合には為替相場変動リスクは銀行部門の負担となるため、カレンシーボード制に対して圧力がかかる可能性があった。こうした事態が生じた原因の1つは、基準通貨国と金融上関係が密接な国とが異なっていたことに求められる。フォーワードルッキングな基準通貨国の選択はこうした思わぬ事態を招いたといえる。

#### 1.8. まとめ

エストニアのカレンシーボード制は金融市場における日々の金融調節を排するなど、現行のカレンシーボード制としては、オーソドックスなタイプのものに近いことが見て取れる。しかし、バランスシートにはオーソドックスなカレンシーボード制にはない性格の資産を持っており、金融政策手段を行使する可能性がある。また、準備資産の運用も、部分的に効率性を追及している。それゆえ、エストニアのカレンシーボード制は厳格なルールに基づくオーソドックスなタイプのそれと裁量性を持つ中央銀行制度との中間的な性格を持つものであるといえよう<sup>37</sup>。実際には、その裁量性はあまり行使されていない。しかし、導入から20年近くの間にはエストニア経済を取り巻く経済環境は大きく変貌を遂げており、オーソドックスなタイプのものに近いカレンシーボード制の運営だけでは対応できない状況が生じていたことも確かであろう。

## 第2章 カレンシーボード制とエストニア経済の歩み

ここでは、カレンシーボード制の下におけるマクロ経済の動向から、カレンシーボード制がマクロ経済運営に果たした役割を考えることを課題とする。そして、エストニアのカレンシーボード制は為替相場と物価の安定をもたらし、これを基盤としてEU諸国との経済的な収斂が進んでいった。しかし、それは同時に経済のマイルドな調整を許容するものでもあった。そのため、経常収支赤字の拡大と急激な経済構造の変革の中での調整の遅れが発生し、それらは通貨危機の際に調整された。すなわち、カレンシーボード制は経済を安定させて発展の基盤を提供したが、その調整機能には一定の限界がある。

<sup>37</sup> こうした見方は、おおむね Sulling(2002)と同様のものである。

## 2.1 独立からロシア危機まで

ここでは、独立からロシア危機までの時期についての経緯をまとめるとともに、カレンシーボード制の果たした役割について述べる。そして、この時期カレンシーボード制が金融システムと経済全体に安定をもたらしたことを述べる。また、こうしたカレンシーボード制の機能には一定の限界があり、それは経常収支赤字の拡大、産業構造の調整の遅れによって露呈した。

旧ソ連から分離独立したエストニアは通貨制度を構築し、自国通貨を導入しなくてはならなかった(併せて「通貨改革」と呼ばれる)<sup>38</sup>。1992年時点では依然としてロシアとの経済関係が深かったため、同国で発生していた高インフレ率の影響を受けやすかった。91年末に独立を果たしたエストニアは、92年6月に通貨改革を実施して自国通貨クルーン(kroon)を導入した<sup>39</sup>。このタイミングで通貨改革を行ったことは重要であった<sup>40</sup>。それはカレンシ

---

<sup>38</sup> 制度構築にどのくらいの時間をかけられるかは当該国の置かれた環境による。適切なタイミングでこれを行わないと、その後の展開に大きな違いが出てしまうことがある。エストニアは比較的短期間に通貨制度を構築した。ラトビアとリトアニアは当初フロート制を採用し、後に固定相場制度に移行した。93年に入ってから通貨改革を行ったラトヴィアとリトアニアはロシアの高インフレ率の影響を大きく受け、その後の政策運営に悪影響を受けてしまった。全体的には、制度構築はできるだけ早く時間行う必要がある。時間をかければかけるほど、外的要因による影響で政策運営に困難をきたす可能性が高くなる。

<sup>39</sup> 1980年代末から90年代のバルト諸国の通貨・金融政策についてはKukk(1997)が最も詳しい。

<sup>40</sup> エストニアが時宜を得た通貨改革を行い得たのは、早い段階から自国通貨導入を目指して準備を進めていたからである。1989年12月に中央銀行法を制定し、90年1月には中央銀行を(再)設立した。Kukk(1997)によると、エストニアが1990年10月に他のCIS諸国よりも早く価格自由化を実施し、「隠れたインフレ」(hidden inflation)を法律化して、自国に流通している通貨(通称ローカル・ソヴィエト・ルーブル)の購買力減少を認めた。これは、他のCIS諸国に対する通貨の実質的な切下げに相当する。同文献からはその実施時期と切下げ幅は明らかではないが、初期の切下げは経済に一定の影響を及ぼしたと考えられるため、ここに記しておく。なお、同文献ではこの切下げ以降の時期をエストニアにおける中間的な通貨段階と呼んで、他のCIS諸国で中間通貨(並行通貨とも呼ばれる)が流通した時期と同様の段階と位置づけている。中間通貨とは、ロシアを除くCIS諸国が現金不足に対処するために発行した、自国領内でのみ流通する通貨である。

また、自国通貨導入を目指す準備として、2つの政策が採られた。1つは1991年3月ソヴィエト・ルーブルの値付けを始めて同通貨のローカルな減価を促したことである。もう1つは、非公式ではあるがドル化の推進を行い、ソヴィエト・ルーブルの流通量を減らした

一ボード制を導入してクルーンを独マルクに釘付けしたため、為替相場をこの時期以降激化するロシアの高インフレ率から切り離すことが可能になったためである<sup>41</sup>。当時依然としてロシアとの貿易関係が強かったにもかかわらず、EU 諸国との貿易拡大を見越して独マルクをペッグ通貨として選択したことも重要であった。もし貿易関係を重視してルーブルをペッグ通貨(ないしはバスケット通貨の一部)として選択していたならば、金融・為替政策の運営はロシアの高インフレ率に悩まされることになったであろう。なお、通貨改革の際に中央銀行をソ連に合併される前の中央銀行の継承機関としたことにより、外国などから準備資産の返還を受けられたこともまた、重要であった<sup>42</sup>。もしこれがなければ、準備資産の不足からカレンシーボード制の安定した運営は困難なものであったと思われるからである。

また、旧 CIS 諸国との貿易・金融上のリンクである CMEA(Council for Mutual Economic Assistance : 相互経済援助会議)の崩壊によって貿易財の価格調整(特にロシアから輸入していたエネルギーと天然資源の価格上昇)、輸出市場の喪失、貿易決済機構の機能不全が生じた。これらの問題に対処するために、様々な対策が矢継ぎ早に行われた。その結果、カレンシーボード制導入以降の安定化プログラムの効果は急速に効果を現した。価格の自由化、国営企業の民営化(1994 年には中小企業、96 年には大半の大企業)、通貨の交換性回復と資本の自由化が実施された。その結果、ハイパーインフレーションを 92~93 年に克服し、独立に伴う経済活動の停滞を 93~94 年には抜け出すことができた(図表 1 参照)。

カレンシーボード制は其中で要の役割を果たした。政府の財政赤字ファイナンスの禁止と価格安定に支えられた固定相場制度は、政府と実物部門、そして金融部門に市場経済への対応を促すものであったためである。財政政策においては慎重な財政運営が追求され、財政赤字は 1997 年までの時期対 GDP 比率で±2%の範囲に収められた。また、独立時に公的債務がなかったことも財政の運営に有利に働いた。健全な財政政策と並んで重要なのが、価格と賃金の柔軟性である。賃金の引上げは生産性上昇に密接に追随する慎重なものであり、1990 年代には賃金の引上げ幅は生産性上昇率の範囲に止まっていた。一方インフレ率は 97 年まで 2 桁で推移した。これは、1 つ目には(家賃、交通、公共料金など)サービス業に対する補助金が段階的に廃止されていったためである。その間これら管理価格の上昇率は高い水準で維持された。2 つ目には、過小評価された水準でカレンシーボード制を導入し

---

ことである。なお、こうした独断専攻とも取れる措置に対してソ連中央政府からの反応はなかった。Kukk(1997)は、エストニアはこれ以降通貨改革まで他の CIS 諸国に対するルーブル・ベースの変動相場制を採ったと見なしている。

<sup>41</sup> この点に関しては、Shulling(2002),p.473 が詳しい。それによると、エストニアが EU 諸国との貿易拡大を想定していた背景には、両大戦間期の貿易構造があった。

<sup>42</sup> 1992~93 年に西側諸国と BIS(Bank for International Settlements : 国際決済銀行)から戦前の金準備を 11.3 トン分の金ないしは金銭的補償の形で返却を受けて、これを準備資産に編入をした。

たためである<sup>43</sup>。3つ目には、当初インフラに関係する資本コストは低く設定されたが、社会資本の代替が進むとそのコストが料金に反映されるようになっていったためである。最後に、バラッサ＝サミュエルソン効果によって部門間の生産性格差がインフレ率に反映したためである<sup>44</sup>。

高水準、かつ比較的緩慢にしか低下しないインフレ率は、実質実効為替相場の増価につながった(図表 6 参照)。その影響は貿易に顕著に現れた。1996 年までの時期輸出はある程度のペースで増えたが、輸入は一貫してそれよりも速いテンポで増加した。経常収支赤字が拡大したが、カレンシーボード制の下では調整が進まなかった。

名目為替相場の安定は産業構造の変化の遅れを生んだ。ここで図表 7 によってマクロ経済全体に占める付加価値のシェアからこの点を見ていく。全体としては、農林水産業と鉱工業の縮小とサービス産業の拡大という経済のサービス化が進展した。農業は 1995 年時点ですでに 5%程度とウェイトは低く、その後のサービス産業のウェイト上昇は主に鉱工業のウェイト低下との関係で見られる<sup>45</sup>。全体としては鉱工業のウェイト低下は段階的に進んでおり、固定相場制度のもたらす影響と考えられる。

一方銀行部門は急激な経済構造の変動の中でなかなか安定しなかった。1992 年には銀行危機が発生した。カレンシーボード制が市場の信認を得たため短期金利はドイツ並みの水準になった。しかし、国内の金融市場は狭隘で外的影響を受けやすかった。その後も銀行部門の健全性は決して高いものとはいえなかった。

こうした問題の調整の機会は、エストニア政府や民間部門の動きによってではなく、ロシア危機によってもたらされた。調整は、1つ目には生産調整と価格調整の形をもって行われた。その最も大きな影響を受けたのは、食品部門と繊維部門である<sup>46</sup>。これらの部門では、

---

<sup>43</sup> Knöbl, Sutt and Zavoico(1996), p.18 は、その結果実質生産高の調整が不十分なものになったとしている。

<sup>44</sup> Knöbl, Sutt and Zavoico(1996), *ibid.*, pp.18-19 による。

<sup>45</sup> 雇用の観点から見ても、付加価値と様相はおおよそそのところ同じである。長期的には農林水産業と鉱工業のシェア低下とサービス産業のシェア増加が見られるため、全体としては経済のサービス化が進んでいる。鉱工業については、ロシア危機による雇用減少の影響は軽微である。ただし、製造業の部門別雇用の統計は入手できていないため、この内部の変化には言及できない。一方農業は 1990 年代半ばにはシェアは横ばいであったが、ロシア危機を契機として長期的な退潮に入ってしまった。サービス産業の部門別では、建設業の増加と低下、技術・管理の長期的なシェア上昇、近年の公共管理・教育・医療のシェア増加が見られる。しかし、サービス産業は付加価値ほど部門別のデータが細かく区分されていないため以下で述べるサービス産業の多様化という現象が雇用にも当てはまるのか判断はできない。

<sup>46</sup> ただし、打撃を受けたのは、繊維部門のうち綿糸や綿布といった部門である。これら部門はロシアに対する輸出が主であった。しかし、衣服部門は北欧・西欧諸国との取引が主であり大きな影響を被っていない。



ロシアに対する輸出が大きく減少したため、生産調整と賃金引下げが実施された<sup>47</sup>。結果として、両部門はロシア危機を契機として縮小を余儀なくされていった<sup>48</sup>。2つ目の調整ルートは、貿易相手国の変更に伴う産業構造の変化である。伝統的に主要な貿易相手国であったロシアのシェアが低下したとともに、貿易相手国が北欧諸国(ないしはバルト海・北海沿岸諸国)へと大きく切り替わった(図表 2 参照)。貿易相手国ごとの部門別統計は公表されていないが、図表 9 からは北欧諸国との貿易は機械・機械用具、木材加工、家具などが主体であると見られる。工業部門の生産は以前よりも北欧諸国との分業関係に起因する木材加工、家具、機械部品に傾斜するようになったといえる。また、ロシアへの輸出減少とともに不況による輸入減少が起きたため、経常収支赤字は一時的に縮小したものの、解消されることはなかった。

続いて産業構造の調整とそのタイミングについて考える。先ほどみたとおり、マクロ経済全体に占める付加価値のシェアでは、農業と鉱工業のシェアが低下し、サービス産業のシェアが上昇している(図表 7 参照)。農林水産業のシェアは 1990 年代半ばには下げ止まりの観を呈していたが、ロシア危機の影響が現れた 1999 年以降本格的に下げていった。鉱工業に関しては、90 年代半ばには横ばいで推移したものの、97 年に大きくシェアを減らしたのち、2000 年代前半は横ばい、半ばから後半は緩慢な低下を経験した後、世界金融危機以降建設・不動産部門の縮小からやや回復している。サービス産業については、図表 7 に主要なサービス部門の内訳を加えた図表 10 によって見ていく。95 年から 2012 年まで見ると、ここで上げた比較的シェアの高いサービス部門の業種のシェアそれほど大きくは変わっていない。目立った特徴は、00 年代の建設部門拡大と世界金融危機以降の縮小ぐらいである。サービス部門の顕著な特徴は、その他サービス業の拡大にある。そのため、サービス産業拡大の特徴は多様化にあるといえよう。その他サービス産業の傾向は、教育の低減、管理・サポートサービスの増加(特に 00 年代半ばまで)、科学・技術などの増加に見られるため、教育の低減と外資系企業の直接投資にともなうサービス産業のシェア増加が特徴となる。ただし、こうした影響は主に 00 年代に見られるため、ロシア危機がどの程度の影響をもたらしたのかは明確とは言えない。全体としては、20 年近くの長期間にもかかわらず、エストニアの産業構造の変化は思いの外に大きくない。しかし、その中で農業と鉱工業の調整タイミングとしてロシア危機は見逃すことができない。

---

<sup>47</sup> 工業各部門の賃金内訳は公表されていないので、ロシア危機の時期の産業構造の調整を検討する。すでに農業については上で見たため、続いて工業について見る。工業については部門別の賃金統計などが出されていないため、代替的に生産者価格指数(ただし、1999 年までしか公表されていない)を用いると、97 年から製造業の価格調整がはじまり、99 年には大半の部門で価格の引下げが行われた。とくに、食肉・製品の製造・加工・保存、乳製品といった食品、繊維、化学の諸部門での価格下落が大きかった(図表 8 参照)。

<sup>48</sup> Shulling, Anne, 2002, *ibid.*, pp.745-746 による。

さらに、工業生産の内訳を検討して調整タイミングにおけるロシア危機の重要性を考える(図表 11 参照)。1992～2005 年にはシェアが大きく変化したことがわかる。家具、通信機器、金属・加工、印刷、木材加工の各部門がシェアを増やし、化学、繊維、食料・飲料、鉱業が減らした。シェアを増加させた部門の多くは主に外国企業の直接投資に関する部門であり、エストニア経済が欧州の国際分業に取り込まれたことを知ることができる。また、産業調整は 1990 年代前半には大規模に進んだが、90 年代半ばには一時的な下げ渋りが見られる。しかし、これはロシア危機の時期を契機として再度調整が進んだ。

外国為替市場ではクルーン売り投機が発生し、その取引相手となった銀行部門が流動性困難に直面したため、国内金融市場は機能麻痺に陥った<sup>49</sup>。金利が上昇して経済活動を圧迫したため、企業業績回復が遅延した。しかし、1998-99 年に主要行がスウェーデンとフィンランドの銀行に買収されて海外市場へのアクセスが大きく改善された結果、銀行部門の健全性の問題は解消した。その結果、大手行の大半が外国保有となり、金融システム上の転機を迎えたという意味でも、ロシア危機は大きな調整をもたらした。

1999 年にユーロが導入されると、エストニアのカレンシーボード制は基準通貨をユーロに変更した。それとともに金融政策は ECB によるユーロ圏のそれに追随するようになった。その結果、ユーロ圏との景気循環の同調性が向上した。また、銀行部門の流動性管理も狭隘な国内部門ではなく、ヨーロッパの金融市場を通じて行われるようになった、したがってこの時点でカレンシーボード制はユーロ導入後の金融政策とさして変わるところがなくなった。インフレ率は 99 年以降 3～6%の範囲で安定した。これ以降エストニアのマクロ経済は相対的に安定性を増したといえる。

ここで 1990 年代のまとめをすると、カレンシーボード制はロシア危機以前の時期には、エストニアが市場経済化に必要な諸改革を行い、ソ連崩壊後の経済的混乱から脱却して経済成長を追及するに必要な安定的なマクロ経済運営の要の役割を果たした。しかし、その一方では、高インフレ率と固定相場制度の組み合わせから実質実効為替相場の増価による経常収支赤字の拡大を生み、また名目為替相場の安定から産業構造の変革の遅れを招いた<sup>50</sup>。また、こうした事柄は基準相場の設定水準とも関係があると考えられる。これらの問題はロシア危機で部分的に解決された。特に産業構造と銀行部門の調整の影響は大きかった。しかし、経常収支赤字については一時的な調整にとどまった。

---

<sup>49</sup> 先物相場の統計が入手できないため、エストニアの銀行間市場金利とドイツのそれを比較すると、両者の格差はアジア通貨危機の激化とともに 1997 年夏場に急速に拡大し、通貨危機が緩和するとともにいったん縮小したものの、98 年夏場から秋にロシア危機が激化、その後収集されるとそれに合わせて再び拡大、縮小した。

<sup>50</sup> 産業構造の変革の遅れは、その他にも貿易相手による取引規制の相違(食品の安全基準が国によって大きく異なり、自国の対応できる範囲の相手とだけしか貿易しにくい。また、調整には時間と費用を要するため、貿易相手国の変更には数年の時間が必要であること)の存在も影響を及ぼしていると思われる。

## 2.2. 2000年代の経済成長

2000年代に入ると、エストニア経済は新たな局面を迎える。それまでの市場経済化を追求、そしてロシア危機を契機として貿易相手国が EU 諸国に大きく傾斜した結果、欧州諸国との経済的収斂は大きく進んでいた。加えて、この時期になると EU 加盟が見えてきた。EU 加盟交渉においては社会構造の改革を推し進めることが加盟実現につながる道であるため、エストニアもこれに取り組んだ<sup>51</sup>。その結果 2004 年に加盟を果たしたのだが、これは EU 諸国とのさらなる経済的収斂を生むものという予想につながったため、海外からの資本流入が増加することとなった<sup>52</sup>。この時期の資本流入の特徴は、1990 年代の直接投資に加えて、銀行部門を通じた資本流入が多いことであった。取り入れられたこうした資本は、エストニア国内での銀行貸付の原資として用いられた。

これまでの急速な経済成長と近い将来の成長予想によって引き付けられた資本は、さらなる経済成長を生んだ。購買力ベースでの 1 人当たり GDP は、1990 年代に引き続いて 1995 年時点の EU 加盟国(EU15)の平均に向けて収斂を見せた。95 年ではエストニアの GDP は EU15 平均の 30%を超える程度であったが、2007 年には 60%を超えた。カレンシーボード制は、経済成長を支える安定的な環境の柱であり、また海外の投資家にとってはユーロベースの資産価値を保全してくれる存在であった。

2008 年までの時期の経済成長を特徴づける要素は、資本流入を起点とする信用拡張が主要因となる内需拡大が原動力であったという点である。このような動きは最終的には景気過熱につながったのだが、それは不動産価格、インフレ率、賃金の上昇に顕著に現れた<sup>53</sup>。欧州委員会は、この時期のエストニアを信用拡張、内需拡大、財政政策の点での不均衡が蓄積して信用ブームの崩壊に至ったとしている<sup>54</sup>。以下では、これら 3 点に、固定相場制度の維持に重要な経常収支の不均衡を加えた 4 つの点を、カレンシーボード制との関係性で考えていく。

まず、この時期の経済成長は、資本流入を起点とする信用拡張が非常に重要な役割を果たした<sup>55</sup>。資本流入が拡大した目的は、依然として投資機会が多く存在したこと、EU 加盟と早期のユーロ導入によってさらなる経済的収斂の進展が見込まれること(ユーロ導入を果たした場合には為替変動リスクが消滅することも一因)、カレンシーボード制によって為替相場が安定していることによるリスク・プレミアムの減少といった諸要因を上げることができる。こうしたことから、カレンシーボード制が長期に維持されることが、正の側面

<sup>51</sup> こうした社会制度には、私有財政の保護、法と契約の強制力向上、官僚主義によるコストの削減、ビジネスのしやすい課税システムが含まれる。

<sup>52</sup> 資本流入の背景としては、この他にも一人当たり所得が依然として低かったこと、所得の面から考えると相対的に良質の労働力に恵まれていたこと、国内貯蓄が不足していたことがある。

<sup>53</sup> ここでの理解は、European Commission(2010b), pp.25-27 を基に筆者が整理したものである。

<sup>54</sup> European Commission(2010b), *op.cit.*による。

<sup>55</sup> 資本流入の背景には、ECB による金融緩和と政策の存在がある。

のみならず負の側面をも持ちうることで見て取れる。資本流入は非金融企業部門と家計部門に対する信用拡張に使われた(図表 12 参照)。銀行部門から借入れを受けた非金融企業部門や家計部門はそれを投資、消費などに使用した。その結果、消費ブーム、住宅ブームが発生して内需の急激な成長が見られた。内需の成長は国内の製造業やサービス産業を活気づけた。それとともに、欧州諸国の好況を受けて外需も好調に推移し、これも経済成長を押し上げた。

資本流入と信用拡張が続く中で、カレンシーボード制を採るエストニア中央銀行は、市場を通じた裁量的な金融政策を行わなかった。仮に公開市場操作などを大規模に行ったとすると、それは固定相場制度に対する信認を損なう恐れがあった。エストニア中央銀行は、固定相場制度維持のためにはルールに基づいた政策を遵守すべきだが、資本流入を抑制するためには裁量的な政策を実施する必要があるというジレンマに直面した。しかし、たとえ市場に介入して金利引上げを図ったとしても、それはさらなる資本の流入を招くことになったであろう。また、国内銀行の大半が外国保有であるエストニアの場合には、これらの銀行に対して何らかの措置を採ったとしても、親銀行を含めたグループ全体をコントロールできるわけではないため、資本流入を止めることにはならない。資本流入を抑制するためには、親銀行とその監督当局とのクロスボーダーの金融監督における協力が必要だった。しかし、この時点ではそうした動きは鈍く、あっても効果は見られなかった。

この時期には、1990年代に続いて経常収支の不均衡が再び拡大した。流入した資本に基づく信用拡張は内需を拡大させたため、外国財への需要が高まった。また、インフレ率上昇と賃金の上昇はエストニア製品の価格競争力を削いだため、2000年代半ば以降エストニア製品の世界市場に占めるシェアは頭打ちとなった。インフレ率の上昇は狭隘な国内労働市場に加えて、エネルギー資源をはじめとする天然資源と農作物の価格が上昇によるものである。これは、新興国の経済成長を背景とする世界的な需要の盛り上がりとこれに乗った投機的資金の2つを原因とした。

財政はこの時期均衡か黒字を記録するというルールに基づいて運営されていた。こうしたスタンスの財政政策は、1990年代には急激な構造変化の中でカレンシーボード制とともに安定をもたらす働きをしたが、2000年代には景気過熱を防ぐことができなかった。財政均衡はカレンシーボード制の信認を維持するための必須条件である。しかし、このようなルールに基づく財政運営を行うと、カレンシーボード制のサポートができればそれで十分であるとの固定観念に囚われる可能性がある。00年代のエストニア政府は経済成長によって収入が大きく増える中で、それに合わせて支出を増やしていったが、これは景気過熱を助長する結果となった。こうした財政の動きは、政府と財政当局が上記のような固定観念に囚われていたものと解釈することができる。

こうした事態に対処するための財政政策は、カレンシーボード制採用国にありがちな均衡ルールの遵守からは外れて、支出を収入に合わせるのではなく、マクロ経済の状況に合わせて変更するようなルールを作り、必要な場合には支出をアドホックに削減する必要が

ある。一般的にはこうしたルールの実行は困難だが、エストニアの場合には世界金融危機の際にマーストリヒト条約の収斂基準達成のために数度にわたって財政支出の削減を行った経験があるため、この経験を発展させてプログラムを作ることが望ましい。

上で挙げた4つの問題点の調整にカレンシーボード制が果たした役割は限定的であった。固定相場制度は資本流入を助長したため、信用拡張を抑えることができなかった。金融市場に介入しないエストニア中銀の金融政策は、ルールに基づく政策運営の弱点をさらけ出した。そのため、信用拡張に基づく内需拡大に対しては、無力であった。カレンシーボード制を支える均衡財政政策は、マクロ経済の安定化という面からは硬直的なものであったため、景気過熱を許した。景気過熱による生産性を上回る賃金上昇とインフレ率上昇、その結果としての実質実効為替相場の増価は経常収支赤字の拡大を招いた。固定相場制度はこの望ましくない競争条件の悪化を維持する役割を果たした。景気過熱と経済のサービス化によって経済の価格調整機能が低下したともこれに拍車をかけた。

ここでこのパートをまとめると、2000年代の資本流入を起点とした信用拡張と景気過熱の発生に対してエストニア中央銀行と政府は、カレンシーボード制の下で金融政策のジレンマと財政政策の硬直化から手詰まりとなってしまう事態に適切に対応できなかった。特にカレンシーボード制は、財政を含めた4つの問題点に対して調整機能の限界に直面した。こうした不均衡の一部は、世界金融危機を契機として調整されることになる。

2000年代に発生した資本流入を起点とする信用拡張を抑制するためには、ノルディック諸国と金融監督において協力を押し進めなくてはならない。また、仮にそれが実現したとして、実際の金融監督協力が動き出すまでには多少の時間を要するであろうから、国内銀行に対するマクロprudential・ポリシーによって問題が発生するまでの時間を稼ぐ必要がある。さらにこうした事態に対処するための財政政策は、カレンシーボード制採用国にありがちな均衡ルールの厳守からは外れて、必要な場合にはマクロ経済の状況に合わせて支出をアドホックに削減する必要がある。一般的にはこうしたルールの実行は困難だが、エストニアの場合には世界金融危機の際にマーストリヒト条約の収斂基準達成のために数度にわたって財政支出の削減を行った経験があるため、この経験を発展させてプログラムを作るとは非現実的とはいえないだろう。

### 2.3. 世界金融危機とユーロ導入

ここでは世界金融危機からユーロ導入に至る時期を見ていく。そして、これまでカレンシーボード制が調整できなかった不均衡の一部が世界金融危機を契機として調整されたことを述べる。世界金融危機を契機とする資本の流出は、それまでの過度な負債の蓄積と、グローバルなリスク回避志向の高まりを直接的な理由とする<sup>56</sup>。銀行部門の親銀行所在国で

---

<sup>56</sup> Hansson and Randveer(2013), pp.9-11 は、エストニアを含むバルト諸国の景気後退をリーマンショック以前と以降で2段階に分けている。それによると、第1段階は過度の負債の積み上がりからバルト諸国に対する信用評価が引き下げられたことから、建設・不動

あるノルディック諸国はエストニアに流入する資本の出し手であったが、流動性問題に見舞われて資金を引き揚げるものが続出した。その結果、エストニアでは大規模な資本流出が発生した。資本流出は切下げやシステミック・リスクの発現の恐れを高めたため、カレンシーボード制に対する信認が低下し、それは先物市場でのクルーン売り圧力の高まりに現れた。先物相場のデータが入手できないためエストニアの短期金融市場金利と Eurior の格差を見ると、両者の格差は 2007 年 4 月頃からじわじわと大きくなっていき、同年 12 月、そして 08 年 11 月にさらに拡大した。その後も大きな格差は続き、目に見えて縮小するのは 09 年 12 月以降のことであった。しかし、問題が発生しているのは外国の金融機関であるため、エストニアの金融当局はこれに対処できなかった。

世界金融危機はそれまで景気を支えていた輸出に打撃を与えた。これは、資本流出とともに内需の大幅な縮小をもたらした。内需縮小は、資産価格下落、貸付金額の減少、経済活動の縮小という「金融の負の連鎖」により進んだ。

景気の深刻な後退は、財政収支の悪化懸念、失業の増加を生んだ。財政収支の悪化はカレンシーボード制の信認悪化に拍車をかけた。エストニア中央銀行はカレンシーボード制の基準平価を維持し続けたが、財政悪化懸念と深刻な不況が続いた。上述した先物市場での持続的なクルーン売り圧力はこれらの点とも関係しているものと見られる。景気の深刻な不振に対して、賃金の引下げなどによるマクロ経済の調整、産業構造の調整(建設・不動産部門の縮小と製造業の拡大)、緊縮財政といった調整策が採られた<sup>57</sup>。

こうした調整策は、世界金融危機による天然資源・エネルギー価格下落にともないそれまで問題の一つであったインフレ率を引下げることにつながった。これは、競争条件の改善につながったため、2009 年には懸案であった経常収支の不均衡を改善することにつなが

---

産部門の内需が減退したが、好調な輸出が景気後退を防いだため、依然として景気の拡張傾向が続き、インフレ率、労働市場でもこれまでの傾向が続いた。しかし、2008 年 9 月のリーマンショックを境に、グローバルなリスク回避志向の高まりと親銀行の銀行間市場における流動性枯渇から資本が大規模に流出し、これが内需の急激な縮小を生んだ。また、それまで景気を支えていた輸出も、世界的に広まった深刻な景気後退から失速した。これは、すでに減退していた内需に深刻な打撃を加えた。内外需ともに急激に縮小したバルト諸国の経済は、これ以降全面的な不況に突入していった。筆者もこうした考え方に賛同するが、ここでは本論の流れとは異なるため、割愛した。

<sup>57</sup> 財政緊縮については、Dabusinskas and Randveer(2011), *ibid.*, pp.124,217-218 が詳しい。ここではそれに基づいて概略を述べておく。前年に景気のピークを迎えたエストニアでは 2008 年のうちに調整策を開始しており、09 年にも GDP 比率 9%に及ぶ調整の取組みが行われた。同年最初の数カ月に主に支出削減が実施された後、第 2 次補正予算で VAT と物品税が引上げられた。支出面では、公務員給与の賃金引上げと社会福祉給付の引上げの撤回(08 年秋に決定、翌年実施)、失業給付に関する代替率(replacement rate)の引下げ、収入面では VAT と物品税の恒久的な引上げ、一時的な収入源の確保(国有企業からの一度限りの配当、資産売却、2 年にわたる民間年金基金への財政拠出の流用)を行った。

った。また、急激な上昇を見せていた賃金が引下げられ、生産性上昇率以下の水準に設定された(図表 5 参照)。調整策の進展と経済収支の改善は、09 年後半からの輸出主導の景気回復につながった。

上に示したような広範な調整が 2008～09 年に進んだが、非金融企業部門と家計部門が多額の外貨建て借入れにともなう為替相場変動リスクを抱えていることに対する問題に対しては、それらとは異なるアプローチが採られた。それは、ユーロの導入による為替相場変動リスクの消滅である(外貨建て借入の太宗はユーロ建て)。財政の調整の進展、インフレ率の低下、07 年に上昇した金利が 09 年に低下したことによって、同年の途中からマーストリヒト条約収斂基準達成が視野に入った。エストニア政府は、同条件達成の焦点となっていた財政収支目標達成のために、複数回わたる財政支出の削減を行った。このようにして、10 年に入るころには、翌年からのユーロ導入が現実視されるようになり、10 年 3 月のコンヴァージェンス・レポートでこれが事実上決定した<sup>58</sup>。

すでに述べたように、エストニアでは実質実効為替相場を背景とする経常収支の不均衡や、景気の過熱による生産性を超えた賃金の上昇が進んだが、これらは世界金融危機を契機として調整が行われた。経常収支赤字は解消され、2009 年には黒字を記録した。しかしその一方で、構造問題は積み残された。なお、過大な貸付を抱える銀行部門の調整は、この後述べるように 09～11 年に実施された。

## 2.4. まとめ

カレンシーボード制は、エストニアに為替相場の安定によってマクロ経済運営の基盤を提供した。それによって、1990 年代には価格改革、金融制度改革など市場経済を機能させるのに必要な改革の円滑な実施が可能となった。また、2000 年代に入ってから、資本流入を促進する要因となった。それによって EU 諸国との経済収斂が進んでいった。しかし、資本流入は急激な金融深化を進めたため、景気過熱を引き起こす要因ともなった。固定相場制度はマイルドな調整を許容するものであったため、1990 年代の産業構造の遅れ、2000 年代には資本流入による景気過熱、そして両方の年代に共通する経常収支赤字の拡大といったひずみが生ずるようになっていき、それは通貨危機の際に調整された。ここから、カレンシーボード制の調整機能には一定の限界があることがわかる。それとともにこの制度を長期にわたって維持するためには、何らかの形で調整を受け入れる必要がある。カレンシーボード制は安定的な経済環境とそれに基づく経済成長、マイルドな調整からくるひず

---

<sup>58</sup> European Commission(2010a), Chapter 4 を参照のこと。なお、エストニアは 2002～07 年の財政黒字の結果公的債務は対 GDP 比で 1 桁台であり、マーストリヒト条約で従来行われてきた 10 年物国債の流通市場における取引金利を用いた長期金利の収斂状況の判断は不可能であったため、これを拡大解釈して、家計・企業向けクルーン建て貸付、クルーン建て短期金融市場金利、ソブリン債の格付け、CDS 市場の状況など多様な金融指標からの総合的な判断が行われた。マーストリヒト条約収斂基準達成の詳細については、Bank of Estonia(2010b)が詳しい。

みの蓄積をもたらし、エストニアは通貨危機を契機としてこれを部分的に調整しながらこの制度を維持し、EU 諸国との経済収斂を続けた。しかし、ユーロ導入後には通貨危機による調整の機会が訪れることは考えにくいと、自主的な調整の手段を持つ必要がある。

### 第3章 ユーロ導入後のエストニア経済

ここでは、2011年のユーロ導入以降2012年いっぱいエストニア経済の動向について見ていく。その際、世界金融危機までの時期に問題になった点がどのようになっているのかを中心的な観点とする。そしてこれまでのところ、エストニア経済は相対的に順調ではあるが、ユーロ導入に関する評価を下すのは時期尚早であることを示す。また、世界金融危機までの時期に問題となった点では、問題の修正は金融面で進んだものの、それ以外の面では部分的にしか進んでいないことを見たい。

#### 3.1. ユーロ導入後のエストニア経済

エストニアがユーロを導入した2011年から13年上半期にかけては、ユーロ圏全体としては景気の低迷が続いた。そのため、11年4・7月の政策金利上げの後、ECBは12年半から13年5月にかけて断続的にこれを引き上げた。南欧諸国は欧州ソブリン危機に喘いでおり、非伝統的金融政策が採られた。特に12年2月の3年を期限とする長期リファイナンス・オペは有効であり、これによって南欧諸国は一息ついた(13年8月にはさらに、アウトライト金融取引(Outright Monetary Transactions : OMT)が発表され、借入に対する受入れ担保の適格条件緩和が実施された)。エストニアでは10年の外需主導の成長はユーロ圏諸国の不振から頭打ちとなり、一方11年から投資主導の内需回復が見られる。そのため、11年ころから内外需バランスのとれた成長を見せ、12年には3.2%成長となった。インフレ率はユーロ圏全体と同様にエネルギーなど天然資源価格回復の影響を受けて一時的に上昇がみられたが、13年に入ってからはやや落ち着きを取り戻した。また、近年再び生産性を超えた賃金の上昇が発生しており、インフレ率上昇を起点とする経常収支赤字の拡大につながる懸念がある(図表13参照)。

資本流入は、2008年に減少した後11年まで伸び悩んでいたが、12年に回復の兆しを見せた(図表14)。直接投資は依然として持続的な流入を見せており、これが世界金融危機後の資本流入を支えている。また、ポートフォリオ投資とその他投資は11年まで伸び悩み、12年によりやうく流入増加に転じた。エストニアでは06~09年に貸付金利が上昇したため(預金金利は06~08年に上昇した)、主要な親銀行所在国であるスウェーデンとの金利格差も拡大した。にもかかわらず、資本流入は11年まで増加していない。リスク資産への需要はそれほど高まっておらず、リスク・プレミアムは以前ほどの縮小を見ていない。またエストニア国内で集められる預金が近年増えていることから、親銀行からの資本流入への依存度は次の銀行部門で詳しく述べる様に低下している。

2000年代に過度の信用拡張となった銀行部門では、調整は時間をかけて実施された。景気過熱を招いた非金融企業部門と家計部門に対する貸付は2009年に伸びが止まり、回復は



12年を待たねばならなかった(図表 15 参照)<sup>59</sup>。貸付金利と預金金利は世界金融危機の後上昇してリスク・プレミアムは拡大した。10年ころから貸付・預金金利ともに低下しているが、これまでのところ、過去に見られた過度のスプレット縮小は見られていない(図表 3-2 参照)。非金融企業部門向け貸付は07~11年に76億台ユーロ台から60億ユーロ台に減少した後、12年ころから緩やかに回復している。住宅貸付残高は08年のピーク時は62億ユーロを超えたが12~13年には58億ユーロ台程で推移している(その他家計向け貸付は残高が15億ユーロ台強から10億ユーロ台強に減少)(図表 15 参照)<sup>60</sup>。

また、銀行負債は08~11年に減少し、負債に占める預金の割合が上昇した(図表 16 参照)<sup>61</sup>。00年代に過剰な信用拡張の原資となった親銀行からの資金は減少し、市場資金への依存度は低下しつつある(図表 16 参照)<sup>62</sup>。これは1つには国内の信用需要が力強さを欠いているためであり、もう1つには11年途中から、国内で集められる預金が増えたためである<sup>63</sup>。預金が増えたため、民間銀行は中央銀行からの流動性供給を受けなくても十分な流動性資産を確保できるようになった<sup>64</sup>。

非金融企業部門の資産ポジションに目を転じると、2008~09年に純資産対GDP比率は大幅に悪化した後、10~12年前半にかけて預金の積み上がりと借入れ返済の結果、10%程改善した(図表 17・18 参照)。負債に対する預金の比率は08年~11年に上昇した後、50%近くと高い水準を保っている<sup>65</sup>。12年第3四半期の流動性資産・短期負債比率は2を上回っておりEU諸国の中では、ルクセンブルグとオランダに次ぐ高水準を示している<sup>66</sup>。借入れの状況を負債・自己資本比率から見ると、世界金融危機以前の平均とほぼ同じ水準である。企業は不況期に負債を削減する一方で、自己資本は増加したため、負債・自己資本比率は低下している(08年の0.6台半ばから09~10年には0.7強、11~12年には0.6を下回る水準)<sup>67</sup>。

続いて2000年代に過剰な銀行借入れに陥った家計部門の資産動向を見る。家計部門の銀

<sup>59</sup> Bank of Estonia (2013b), pp.40-41 を参照のこと。

<sup>60</sup> Bank of Estonia (2013b), *ibid.*, p.21, Figure 2.1.1. を参照のこと。

<sup>61</sup> Bank of Estonia (2013b), *ibid.*, pp.42-43, Figure 3.1.3.を参照のこと。

<sup>62</sup> Bank of Estonia (2013b), *ibid.*, pp.43-44 は、貸付・預金比率の低下から、預金増加によって親銀行からの借入れ返済が可能になったことを説明している。Figure 3.1.4.および 3.1.5.も参照のこと。

<sup>63</sup> エストニア銀行部門の居住者預金総額は、2008年末79億ユーロ、9年末84億ユーロ、10年末87億ユーロ、11年末92億ユーロ、12年末100億ユーロとなっている。Bank of Estonia, <http://statistika.eestipank.ee/?lng=en#listMenu/135/treeMenu/FINANTSSEKTOR/147/64> による。あわせて、Bank of Estonia (2013b), *ibid.*, p.43, 特に Figure 3.1.4.および 3.1.5 も参照のこと。

<sup>64</sup> Bank of Estonia (2013b), *ibid.*, p.42 を参照のこと。

<sup>65</sup> 預金・負債比率についてはともに Bank of Estonia (2013b), *ibid.*, p.24, Figure 2.2.7 を参照のこと。

<sup>66</sup> Bank of Estonia (2013b), *ibid.*, pp.24-25, Figure 2.2.8 を参照のこと。

<sup>67</sup> Bank of Estonia (2013b), *ibid.*, pp.24-25, Figure 2.2.9 を参照のこと。

行借入は暫減し、預金の増加により家計部門の資産ポジションは改善を見せている（図表 19・20 参照）<sup>68</sup>。可処分所得に対する金利負担も 2008 年の 6%台から 12 年第 3 四半期には 2.9%へと減少した<sup>69</sup>。

以上から判断すると、独自の金融政策がなくなった後にも、ユーロ圏と同じ金利水準でマクロ経済の運営に支障を来す条件は現状では存在していないと見られる。

経常収支は 2009 年に黒字を記録した。これは、投資の減速などによって財・サービスの輸入が輸出以上に減速したためである。インフレ率の低下によって 09 年に減価した実質実効為替相場は、10 年に減価した水準を 11~12 年も維持した。10 年には欧州諸国の景気回復によって輸出が回復したため輸出が拡大し、景気回復の牽引車となった。10~11 年も黒字を保った。12 年には主要貿易相手国の需要減速の中でも製造業部門の輸出が好調にもかかわらず、前年に始まった投資回復が続いたため機械・輸送機器の輸入増加が主要因になって 3 度経常収支赤字となった<sup>70</sup>。13 年前半には、フィンランドやロシアといった主要貿易国の需要が復活したため、輸出部門に相対的に活気が戻っている<sup>71</sup>。全体としては、2000 年代に見せた構造的な不均衡は依然として是正されておらず、近年の黒字は景気後退を反映しての一時的なものであった。今後さらなる経済収斂の進行が見込まれる中で、赤字拡大の懸念がある。

財政収支は表面上では回復を見せている。しかし、実情は見かけよりも厳しい。財政収支はカレンシーボード制を採用していた時期にはその信認を左右する指標であったため、世界金融危機の際の悪化に対して間髪入れずこれを改善する必要があった。また、ユーロ導入を目指す上でも、それは欠かすことのできないものであった。しかし、世界金融危機への対応によって収入が大幅に減少した一方で、支出の削減には限度があった。そうした不均衡には、さらなる支出削減と並んで一時的・例外的な措置によって対処された。かつ本来であれば行われるべき民間年金基金への財政拠出を 2009~10 年には取りやめた<sup>72</sup>。11 年には年金基金への財政繰り入れが復活したため支出が増加した。一方で財政収入は予算の見込み程には増加しなかったが、二酸化炭素排出権の売却によってこの穴を埋めることができた。しかし、これは一度限りのものである。12 年には支出が増加したが、好調な税収と支出削減により通常年の収支ならば対 GDP 比 0.2%の黒字だが、この年は EFSF/ESF(欧州金融安定ファシリティ/欧州安定メカニズム)への拠出金が含まれることもあって、3 年ぶりの赤字となった。13 年には公務員給与凍結解除、年金の引上げ(5%)に

---

<sup>68</sup> Bank of Estonia (2013b), *ibid.*, pp. 26-27, Figure 2.3.3.,2.3.4.および 2.3.5 を参照のこと。

<sup>69</sup> Bank of Estonia (2013b), *ibid.*, p.28, 特に Figure 2.3.6 を参照のこと。

<sup>70</sup> これには、非ユーロ圏諸国の主要貿易相手国への輸出が好調だったことによる。Bank of Estonia (2013a), pp.12,20 を参照のこと。

<sup>71</sup> European Commission(2013), “Estonia,” *European Economic Forecast Spring 2013, European Economy 2/2013*, p.52 を参照のこと。

<sup>72</sup> 国家年金基金への財政拠出は一般財政収支に含まれるが、民間年金基金への拠出は含まれない。

より、支出拡大が見込まれる。世界金融危機のための緊急措置の大半が本年で解除される中で黒字を出すことが常態となることが望ましい。当面は困難だが財政収支は黒字への復帰が望まれる。

雇用の回復は必ずしも順調とは言えない。労働需要の増加は主に国内の製造業とサービス業で見られる。他方で 2000 年代に大きく成長した建設・不動産部門では雇用が減少した後、回復の足取りは重い。建設業の職業を失った失業者の大半は低学歴、低労働スキルを特徴としている。そのような特徴を持つ労働者の需要は伸びておらず、これら失業者は長期失業に陥っている。また、労働参加率が上昇していることもあり、失業率の低下は緩慢である。

### 3.2. まとめ

最後にここでの内容をまとめると、2011 年のユーロ導入以降これまでのところ、エストニア経済の動向は相対的に順調である。欧州全体の景気は停滞を抜け出せておらず、ECB による単一金融政策から大きな悪影響を受ける局面にいるわけではない。そのため、エストニアのユーロ導入に関する評価を下すのは時期尚早であろう。

続いて世界金融危機までの時期に問題となった点について見たところをまとめると、問題解決は道半ばといったところであろう。資本流入、各部門の資産ポジションといった金融面の問題は調整が進んでいる。経常収支赤字とインフレに関して事態は一時的に改善したが、景気回復とともに問題が再発しつつある。財政、雇用では調整は順調とは言い難い。

資本流入は伸び悩んでいたが、2012 年によりやく回復の兆しを見せた。信用拡張をもたらした銀行部門は、調整は 11 年ころまで時間をかけて行われた。問題となった非金融企業・家計部門向け貸付の調整も 11 年ころではほぼ終了した。リスクの過小評価によるリスク・プレミアムの極端な縮小も解消された。資金調達面では預金による比率が増えたため、親銀行からの借入れを縮小している。非金融企業部門と家計部門も銀行からの借入れを削減して資産ポジションを回復させつつある。加えて、ユーロ導入によって為替相場変動リスクをほぼ解消した。

しかし、投資の回復とともに、経済収支は再び赤字になった。また、生産性を超えた賃金の上昇と世界的なエネルギー価格の再上昇とともにインフレ率が上昇している。労働供給が豊富とはいえないこともあり、今後再び実質実効為替相場の増価から経常収支不均衡が拡大する懸念がある。今後、特に資本移動の拡大による信用拡張が発生しないよう、ノルディック諸国との金融監督協力を強化していく必要がある。さらに、世界金融危機でダメージを負った財政の改善は喫緊のものである。なぜなら、問題は年金基金に関係しているためだ。エストニアでも高齢化が進展し、社会保障費用が増大している。年金への懸念は、マクロ経済の安定的な運営にとって大きな障害となり得る。雇用については、2000 年代の建設・不動産業の肥大化は調整されたが、失業者の吸収には産業構造調整の必要性があり、長期的な視野からの取組みが必要とされる。

## 結論

まず、大まかな結論を述べた上で、各章のまとめと展望を示したい。エストニアのカレンシーボード制はオーソドックスなものに近く、特に為替相場安定を通じた金融市場の調整がオートマティックに行われる特徴を持つ。カレンシーボード制はエストニアに為替と物価の安定という経済発展の基盤をもたらしたが、この制度が持つ経済調整機能には限りがある。そのため、長期にわたってこの制度を維持した場合のマクロ経済の発展経路と現実のそれとの間には乖離が生じることとなった。そうした乖離は通貨危機を契機とした調整によって一部解消されたが、ユーロ導入後の現在もすべての調整が終わったわけではない。また、エストニアがカレンシーボード制の下で直面した問題はユーロを導入したからといって自然に解消されるものではないため、経済の柔軟性を高める構造改革や北欧諸国とのクロスボーダーの金融監督協力を進めていくことが重要である。エストニア経済はこれまでのところ相対的に順調であるが、ユーロ導入に関する評価を下すのは時期尚早と思われる。

各章を簡単にまとめると、第1章ではエストニアのカレンシーボード制の概要を検討し、これを特徴づけた。エストニアのカレンシーボード制は金融市場における日々の金融調節を排するなど、第二世代のカレンシーボード制としては、オーソドックスなタイプのものに近いと見られる。しかし、金融政策手段を行使する可能性、準備資産の運用の面では、オーソドックスなタイプのものとは異なっている。エストニアのカレンシーボード制は厳格なルールに基づくオーソドックスなタイプのそれと裁量性を持つ中央銀行制度との中間的な性格を持つものであるといえよう。

第2章では、エストニアの経験から、カレンシーボード制がマクロ経済において果たした役割を考えた。カレンシーボード制は為替相場と物価の安定という経済発展の基盤を提供した。しかし、経済のマイルドな調整を許容する性質ゆえに、経常収支赤字の拡大と経済の調整の遅れが発生することとなった。エストニアは通貨危機に際して部分的な調整を受け入れたためこの制度を維持することができた。ここから、カレンシーボード制の調整機能には一定の限界があるといえよう。また、この制度を長期にわたって維持するためには、何らかの形で調整を受け入れる必要がある。しかし、ユーロ導入後には通貨危機による調整の機会が訪れることは考えにくいいため、自主的な調整の手段を持たなければならない。

第3章では、ユーロ導入以降これまでのエストニア経済の動向を、世界金融危機までの時期に問題になった点を中心に見た。エストニア経済はこれまでのところ相対的に順調であるが、ECBによる単一金融政策から大きな悪影響を受ける局面にいるわけではない。そのため、ユーロ導入に関する評価を下すのは時期尚早と思われる。また、世界金融危機までの時期に問題になった点では、金融面では問題修正に成功したが、経常収支とインフレ率では問題再発の懸念が発生しており、財政、雇用の調整は遅いため、全体では問題解決

は道半ばといえる。

最後に展望を示したい。エストニアで問題になったのは、経済のサービス化などの構造変化の中で、市場メカニズムだけでは固定相場制度維持に必要とされる経済的条件を満たすことができない場面が出てくるということであった。エストニアがカレンシーボード制を採り続けるのであれば、従来通り通貨危機の度に対処するという方法を採用する。しかし、ユーロを導入した後は同じような機会はほとんど訪れないといってよい。そうした状況の中で他のユーロ圏諸国との経済的収斂を進めるためには、必要となる経済的調整を自らの手で行い、さらにクロスボーダーの金融協力を進めることが重要である。前者では、財政政策をプロシクリカルなものではなくするための中期財政計画の導入、中小企業に対する輸出市場開拓支援(複数企業による共同マーケティングの推進など)、企業に対する R&D 支援、低学歴・低スキル労働者に対する職業訓練、エストニア語プログラムの強化や生涯教育参加強化(ただし、焦点となっている低学歴・低スキル労働者に関してはあまり機能していない)、公共雇用サービス局の機能向上による失業者と企業とのマッチング追求、破産法の強化、など個別の問題点を克服するための様々な政策が進行している。ただし賃金上昇率を生産性上昇率以下に抑制する動きは見られていない。また、後者に関しては、今後も EU 諸国との経済収斂が進むと見られる中で、資本流入による景気過熱を防止する目的から極めて重要であるが、近年の動きを見る限りエストニアにとって実りあるものになるのかは見えていない。この点に関しては別稿を期したい。

## 参 考 文 献

### 日本語文献

河西宏之(1998)「カレンシーボード制について」 亜細亜大学『国際関係紀要』 第8巻 第1号 pp.1-32.

### 外国語文献

Baliño Thomás J.T. and Charles Enoch(1997), “Currency Board Arrangements Issues and Experiences,” *IMF Occasional Paper* 151, International Monetary Fund, Washington D.C.

Bank of Estonia(2004), *Eesti Pank Annual Report 2004*, Bank of Estonia, Tallinn.

Bank of Estonia(2008), *Eesti Pank Annual Report 2008*, Bank of Estonia, Tallinn.

Bank of Estonia(2009), *Eesti Pank Annual Report 2009*, Bank of Estonia, Tallinn.

Bank of Estonia(2010a), *Eesti Pank Annual Report 2010*, Bank of Estonia, Tallinn.

Bank of Estonia(2010b), *Report on the Adoption of the Euro*, Bank of Estonia, Tallinn.

Bank of Estonia(2013a), *Estonian Economy and Monetary Policy*, 1/2013, Bank of Estonia, Tallinn.

Bank of Estonia (2013b), *Financial Stability Review*, 1/2013, Bank of Estonia, Tallinn.

Cukierman, Alex(1992), “credibility,” Peter Newman, Murray Milgate and John Eatwell, eds., *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance*, v.1. A-E, Macmillan, London, Stockton Press, New York, pp.515-517.

Dabušinskas, Aurelijus and Martti Randveer(2011), “The financial crisis and the Baltic countries,” Miroslav Beblavý, David Cobam and L'udovit Ódor, eds., *The Euro Area and the Financial Crisis*, Cambridge University Press, Cambridge, Chapter 6.

European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs(2010a), “Convergence Report,” European Commission *European Economy* 3 | 2010.

- European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs(2010b), “European Economy Cross-country study Economic policy challenges in the Baltics,” European Commission *Occasional Paper* 58, February 2010.
- Gedeon, Shirley J.(2010), “The Political Economy of Currency Boards: Case of Bosnia and Herzegovina,” *South East European Journal of Economics and Business* , Volume 5, Number 2, pp.7-20.
- Ghosh, R. Atish, Anne-Marie Gulde and Holger C. Wolf(2000), “Currency boards: more than a quick fix?,” *Economic Policy*, October 2000, pp.271-335.
- Gulde Anne-Marie, Juha Kähkönen and Peter Keller(2000), “Pros and Cons of Currency Board Arrangements in the Lead-up to EU Accession and Participation in the Euro Zone,” *International Monetary Fund Discussion Paper*, PDP/00/1.
- Hansson, Ardo and Martti Randveer(2013), “Economic Adjustment in the Baltic Countries,” *Eesti Pank Working Paper Series* 1/2013.
- Knöbl, Adalbert, Andres Sutt and Basil Zavoico(1996), “The Estonian Currency Board: Its Introduction and Role in the Early Success of Estonia’s Transition to a Market Economy,” *International Monetary Fund Working Paper* WP/02/96.
- Kukk, Kalev(1997), “Five years in the Monetary Development of the Baltic States: Differences and Similarities” , *Eesti Pank Bulletin*, No.5(32), [http://www.eestipank.info/pub/en/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/bulletan/bylletaan97/\\_5/article/article1/index.html](http://www.eestipank.info/pub/en/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/bulletan/bylletaan97/_5/article/article1/index.html).
- Lopez-Claros, Augusto and Pietro Garibaldi(1998), “Exchange Rate Regimes in the Baltic Countries,” Julian Berengaut, Augusto Lopez-Claros, Françoise Le Gall, Dennis Jones, Richard Stern, Ann-Margaret Westin, Effie Psalida, and Pietro Garibaldi, *The Baltic Countries From Economic Stabilization to EU Accession*, International Monetary Fund *Occasional Paper* 173, Chapter III.

Mayes, Davis G. and Peik Granlund(2008), “Polar Approaches to Regulating Cross-Border Banking: Nordic and Antipodean Routes to Financial Stability,” *European Business Organization Law Review*, Volume 9 Issue 01, pp.63-95.

Nikolaynenovsky, Kalinhrstov and Mihail Mihaylov(2002), “Comparing the Institutional and Organizational Design of Currency Boards in Transition Countries,” *Eastern European Economics: selected articles from scholarly journal of Eastren Europe in English translation*, 40(1), pp.6-35.

OECD(2011), *OECD Economic Surveys Estonia 2011*, Organization for Economic Cooperation and Development, Paris.

OECD(2012), *OECD Economic Surveys Estonia 2012*, Organization for Economic Cooperation and Development, Paris.

Osband, Kent and Delano Villanueva(1993), “Independent Currency Authorities,” *IMF Staff Papers*, Vol.40, No.1, pp.202-216.

Purfield, Catriona and Christoph B. Rosenberg(2013), “Adjustment under a Currency Peg: Estonia, Latvia and Lithuania during the Global Financial Crisis 2008-09,” *International Monetary Fund Working Paper* WP/10/213.

Rosenberg, Christoph(2012), “Estonia: Making a Run for the Euro,” Bakker, Bas B. and Christoph Klingen, eds., *How Emerging Europe Came Through the 2008/09 Crisis, An Account by the Staff of the IMF's European Department*, International Monetary Fund, Chapter 18.

Sõrg, Mart(2000), “Estonian Banking Crises: Roots and Managing Experiences,” Matti Raudjiv, ed., *Effectiveness of the Economic Policy of the Republic of Estonia and the European Union*, Mattimar, Tartu, pp.401–408.

Sulling Anne(2002), “Should Estonia Euroize?,” *Economics of Transition*, Volume 10(2) 2002, pp.469-490.

Vesilind, Andres and Toivo Kuus(2005 ), “Application of Investment Models in Foreign Exchange Reserve Management in Eesti Pank, ” Working Papers of Eesti Pank No.9.



Wolf Holger C., Atish R. Ghosh, Helge Berger, and Anne-Marie Gulde (2008),  
“Estonia”, *Currency Boards in Retrospect and Prospect*, CESifo Book Series, The  
MIT Press, Cambridge, Massachusetts and London, Chapter 10.

図表 1 エストニアの主要経済指標, 1992-2012 年

	1993	1995	1997	1998	1999	2000	2005	2007	2008	2009	2012
実質 GDP 成長率(%)	-5.7	4.5	11.1	4.4	0.3	7.9	9.8	7.2	-3.6	-14.1	3.2
失業率(%)	6.5	9.7	9.6	9.8	12.2	13.7	7.9	4.7	5.7	13.8	10.2
インフレ率(年平均:%)	89.8	29.0	11.2	8.2	8.2	3.3	4.1	6.6	10.4	-0.1	3.4
広義貨幣(成長率:%)	57.8	40.4	44.6	4.2	23.7	25.7	41.9	12.2	5.3	1.9	—
広義貨幣(対 GDP:%)	24.9	24.0	29.8	27.3	32.3	34.1	47.2	48.0	49.6	59.3	—
短期市場金利(%)	—	4.9	6.4	11.7	5.4	5.7	2.4	4.9	6.7	5.9	—
一般政府収支(対 GDP:%)	-0.6	-1.2	2.1	-0.3	-4.3	-0.6	1.7	2.4	-2.9	-2.0	-0.2
財・サービス輸出(対 GDP:%)	66.2	68.1	71.7	74.6	70.4	84.6	77.7	67.1	71.0	65.1	92.5
財・サービス輸出(成長率:%)	76.2	5.4	29.2	12.0	0.8	28.4	21.3	3.7	1.0	-20.6	5.6
財・サービス輸入(対 GDP:%)	70.3	75.6	82.6	84.6	75.3	88.2	84.2	76.3	75.1	59.3	92.0
財・サービス輸入(成長率:%)	11.2	6.3	29.2	12.6	-5.4	28.1	17.4	6.3	-7.0	-32.0	9.1
経常収支(対 GDP:%)	1.2	-4.2	-11.4	-8.7	-4.4	-5.5	-10.7	-17.8	-9.4	4.6	-1.8

Sources: International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, and *International Financial Statistics*, various issues.

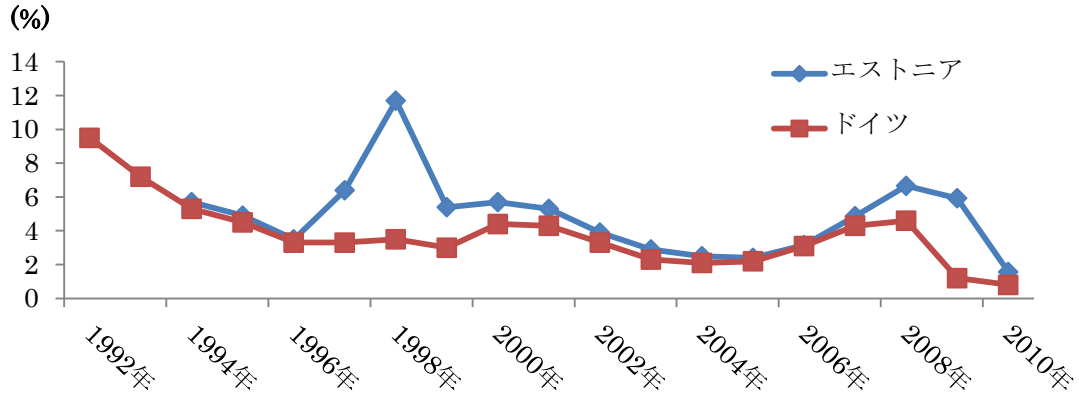
図表 2 輸出に占める国別シェア(単位:%)

	1993 年	1994 年	1995 年	1996 年	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2010 年
フィンランド	20.7	17.8	21.5	18.3	15.7	18.9	19.1	27.0	15.7
スウェーデン	9.4	10.8	10.9	11.6	13.5	16.7	18.6	17.3	17.0
ドイツ	8.0	6.8	7.2	7.1	5.6	5.5	7.4	7.7	5.7
ラトヴィア	8.6	8.2	6.9	8.2	8.6	9.4	8.7	7.2	9.7
イギリス	1.4	2.8	3.3	3.5	3.7	4.3	5.2	3.9	2.1
デンマーク	2.4	3.4	3.8	3.5	3.2	3.6	3.9	2.9	5.4
リトアニア	3.7	5.4	4.7	5.7	6.1	4.7	3.8	3.1	5.4
オランダ	4.1	3.2	4.7	2.9	3.4	2.2	3.3	4.4	2.5
ロシア	22.6	23.0	17.7	16.4	18.8	13.3	9.2	6.8	7.9
ウクライナ	0.6	0.9	0.9	1.0	0.8	0.7	1.2	1.0	1.0
その他	11.2	10.8	12.6	11.6	11.2	10.8	11.3	11.9	15.5
バルト海及び北 海沿岸諸国のシ ェア合計※	56.0	59.3	59.1	57.3	63.6	67.3	69.7	64.8	60.6

※ 合計にはポーランドを含む。

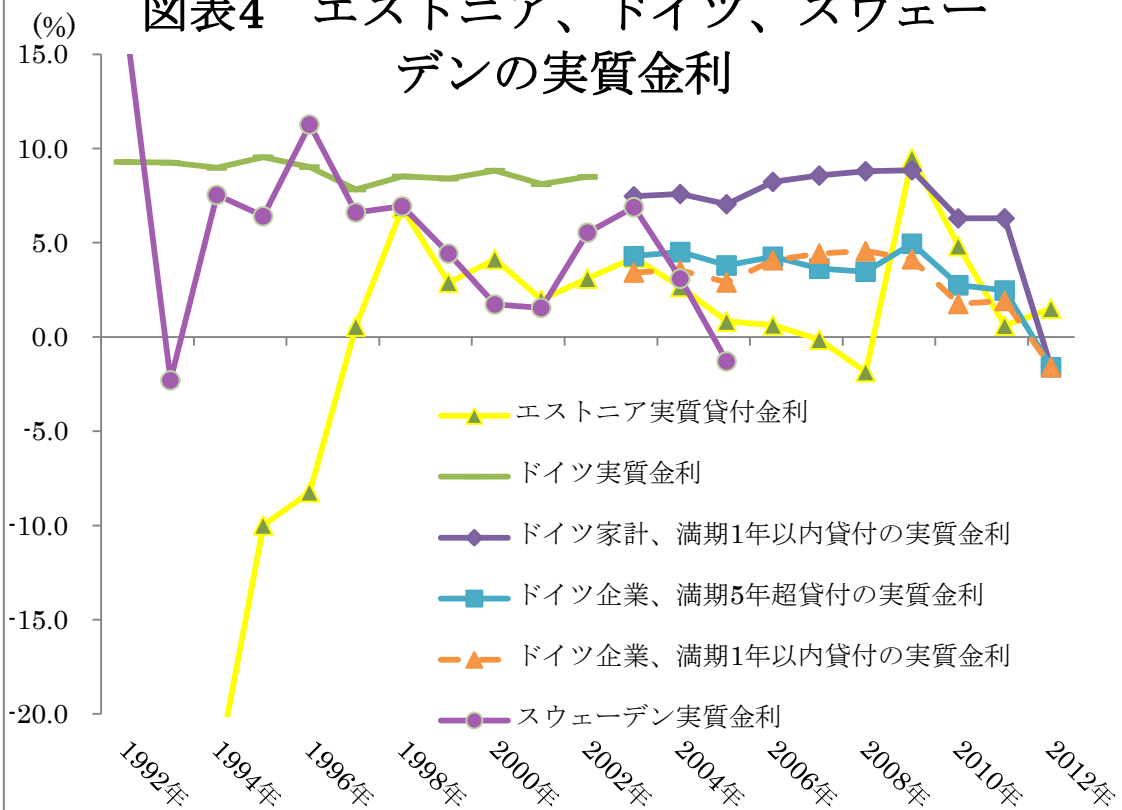
出所: International Monetary Fund, *Direction of Trade Statistics Yearbook*, various issues.

図表3 エストニアとドイツの短期市場金利



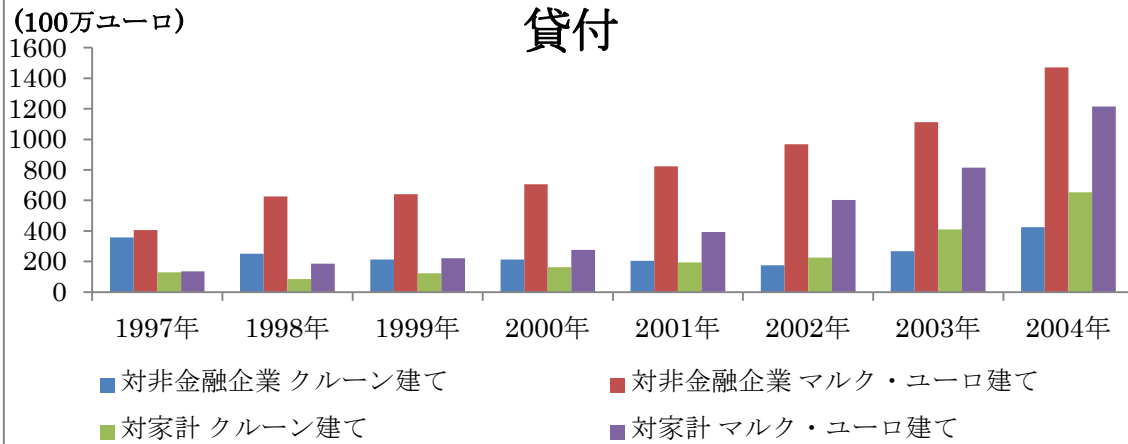
出所 : International Monetary Fund, *International Financial Statistics*, various issues.

図表4 エストニア、ドイツ、スウェーデンの実質金利



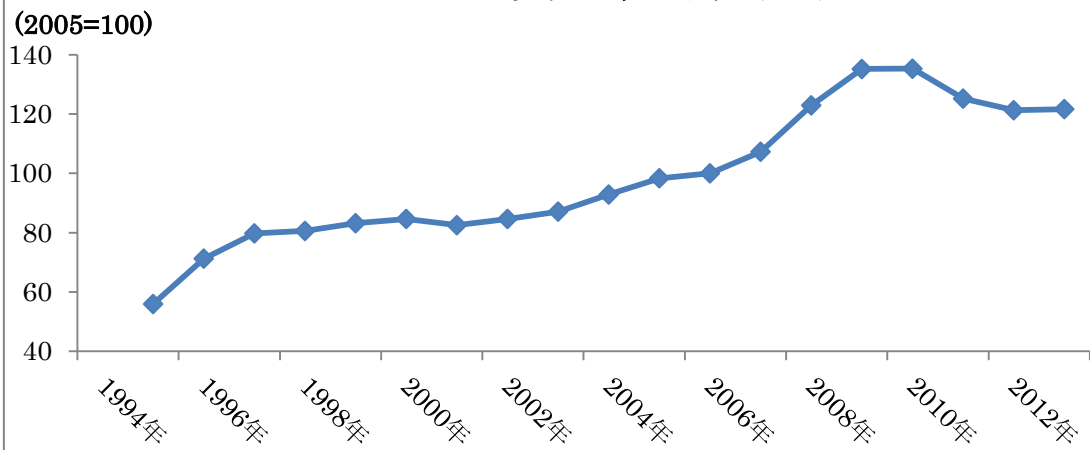
出所 : International Monetary Fund, *International Financial Statistics*, various issues.

図表5 エストニアの対企業・家計向け  
貸付



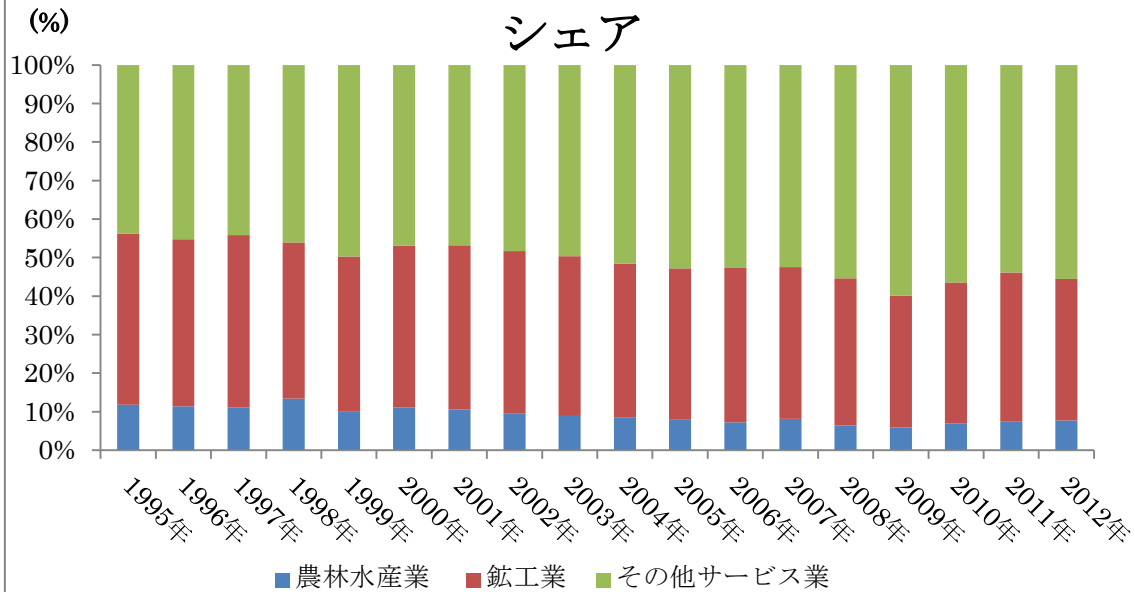
出所：Bank of Estonia, <http://statistika.eestipank.ee/Reports?id=770&date1=1997-01-01&date2=2012-12-31&step=YEAR&fa=&fb=&fc=&fd=KOKKU&lng=eng&format=xls> .

図表6 実質実効為替相場



出所：Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tsdec330>.

図表7 エストニアの業種別付加価値  
シェア



出所：Statistical Office of Estonia, <http://pub.stat.ee/px-web.2001/Dialog/Saveshow.asp>.

図表8 エストニアの部門別生産者価格指数(対前年比：%)

	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年
全体	75.2	36.3	25.6	14.8	8.8	4.2	-1.2
エネルギー供給	56.8	33.0	65.3	14.6	17.6	9.7	2.7
鉱業	78.9	42.4	34.2	17.2	5.9	8.6	6.9
製造業	77.4	35.7	18.9	14.7	7.3	3.0	-2.5
食品・飲料	88.2	34.7	15.8	19.4	4.1	1.5	-1.2
食肉製造・加工・保存	106.8	53.4	4.8	14.4	5.4	1.6	-4.9
乳製品	58.4	31.0	36.1	11.4	4.9	0.9	-2.7
繊維	83.5	41.7	25.6	1.6	7.2	6.1	-6.8
化学	54.0	34.1	22.6	8.0	11.5	2.2	-7.3
非金属加工	66.5	38.7	21.5	18.2	4.4	3.9	4.2
家具など	85.1	11.9	13.9	8.5	4.9	6.0	-0.2

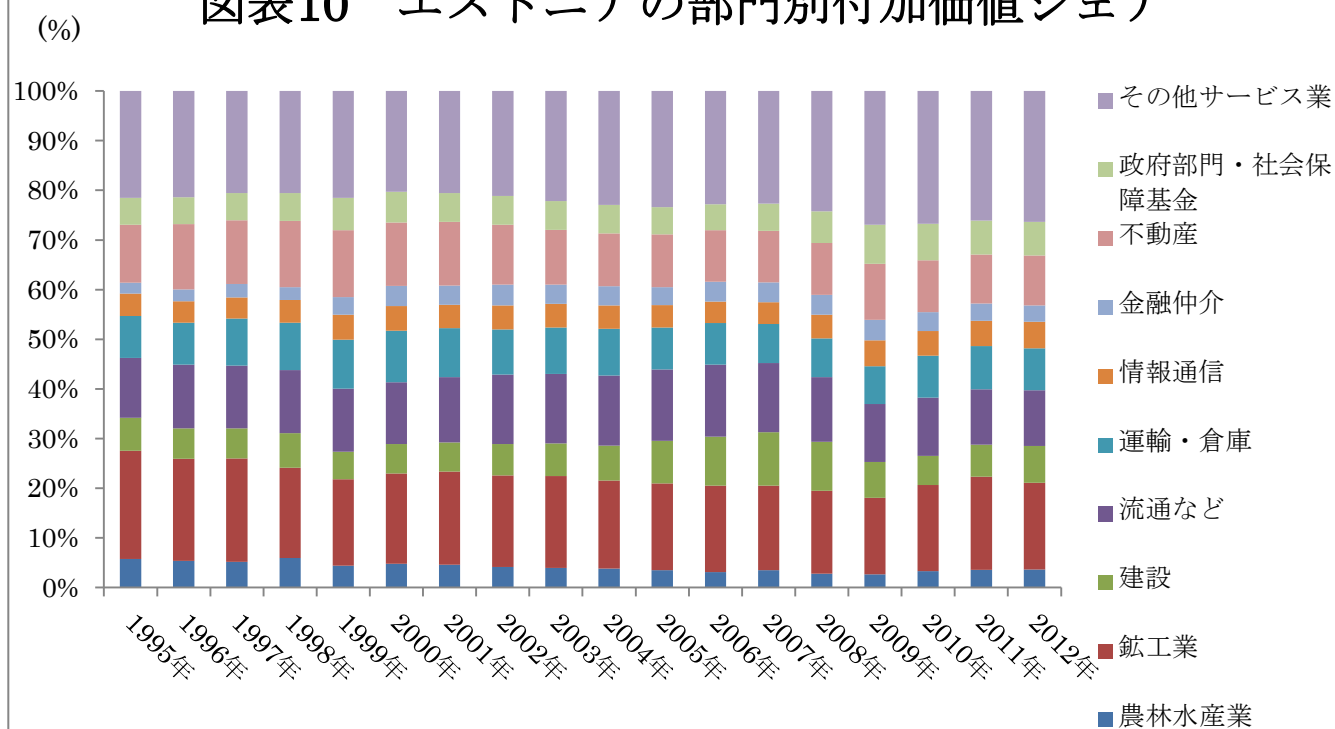
出所：Statistical Office of Estonia, *Statistical Yearbook of Estonia*, 1999, p.220 および 2000, p.257.

図表9 輸出全体に占める部門別シェア(単位:%)

	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2005年	2010年	2012年
食品	16.2	15.0	16.2	13.2	7.5	6.8	7.2	9.5	9.4
鉱物加工品	6.5	5.8	4.4	2.6	2.6	2.4	7.5	15.7	14.9
化学製品	10.5	10.2	8.6	7.4	6.1	6.3	7.0	7.7	8.2
繊維・加工品	17.5	19.2	16.3	16.0	14.1	13.3	13.3	12.2	9.9
木材・紙・加工品	14.1	14.4	16.5	17.1	20.0	15.8	7.2	3.4	2.8
金属・加工品	6.9	6.5	6.8	8.0	8.0	7.0	9.1	9.1	8.3
機械・機械用具	14.0	14.2	18.1	22.2	26.3	36.3	30.0	24.5	30.7
輸送用機器	4.8	4.1	3.6	3.3	3.0	2.5	6.8	6.5	5.0
家具・運動着など	6.1	6.8	5.9	6.4	7.9	6.5	8.1	7.6	6.6
その他	3.4	3.8	3.8	3.7	4.5	3.4	0.3	3.7	4.1

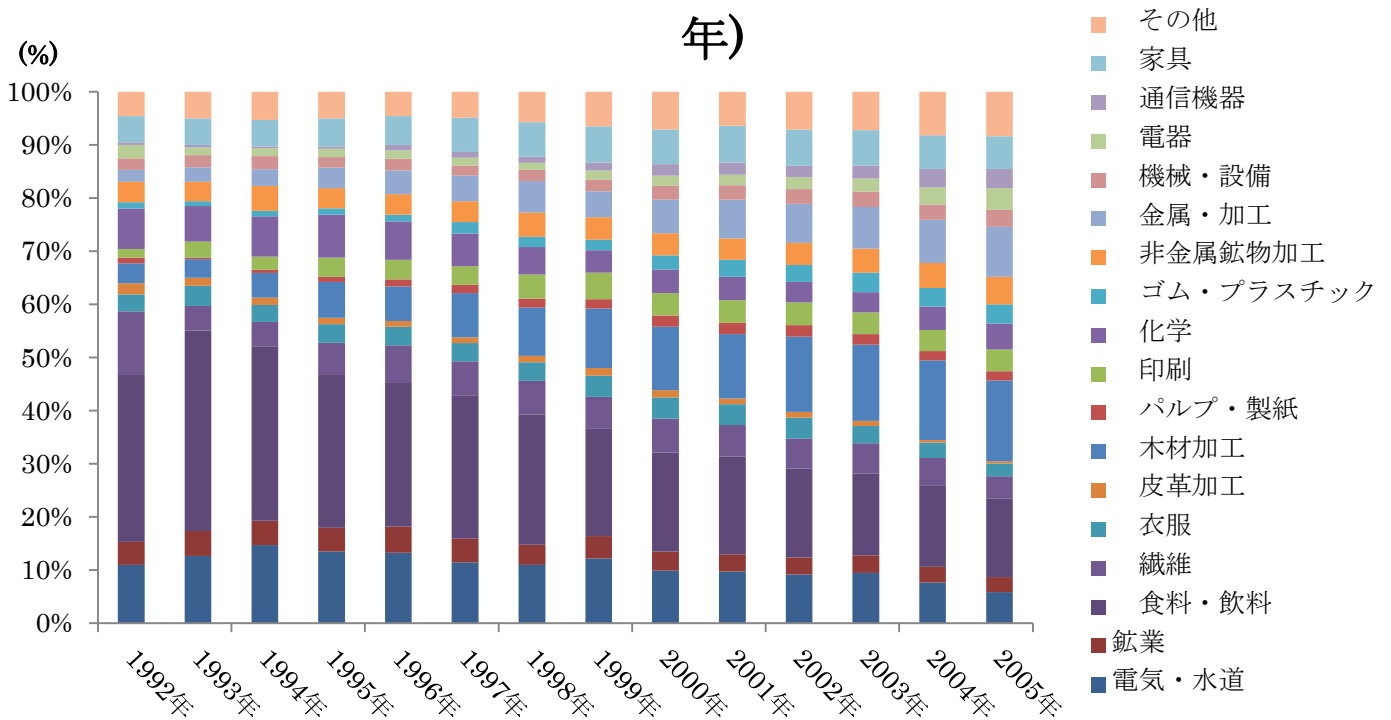
出所: Statistical Office of Estonia, *Statistical Yearbook of Estonia*, Statistical Office of Estonia, Tallinn, various issues.

図表10 エストニアの部門別付加価値シェア



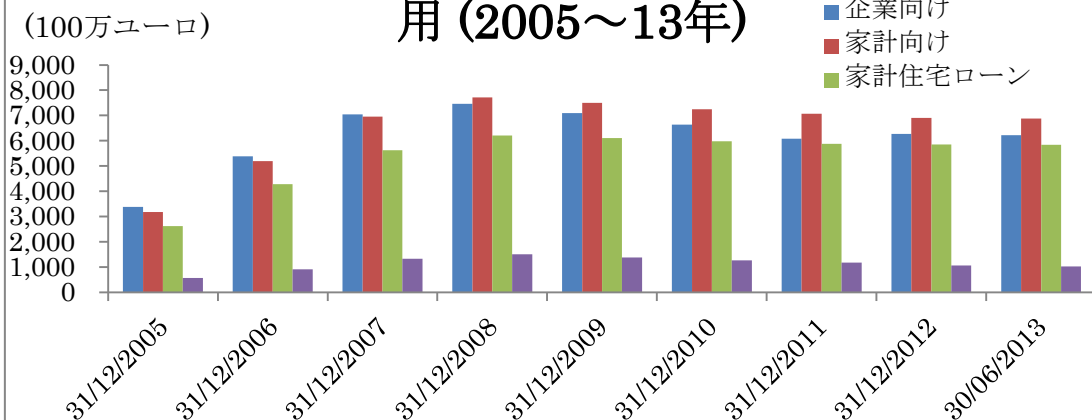
出所: Statistical Office of Estonia, <http://pub.stat.ee/px-web.2001/Dialog/Saveshow.asp>.

図表11 エストニアの工業生産シェア(1992～2005年)



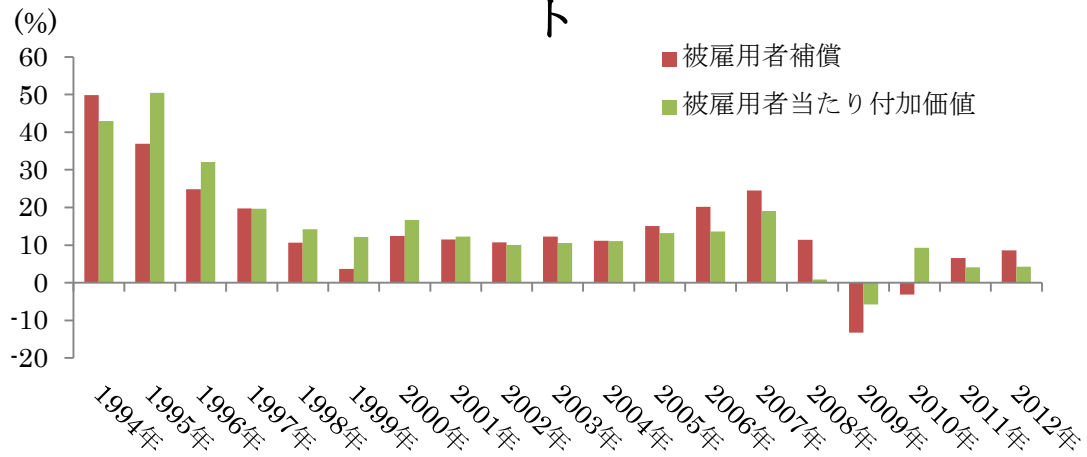
出所：Statistical Office of Estonia,(2008), *Statistical Yearbook of Estonia 2008*, CD-ROM, Statistical Office of Estonia, Tallinn.

図表12 エストニアの企業・家計向け信用(2005～13年)



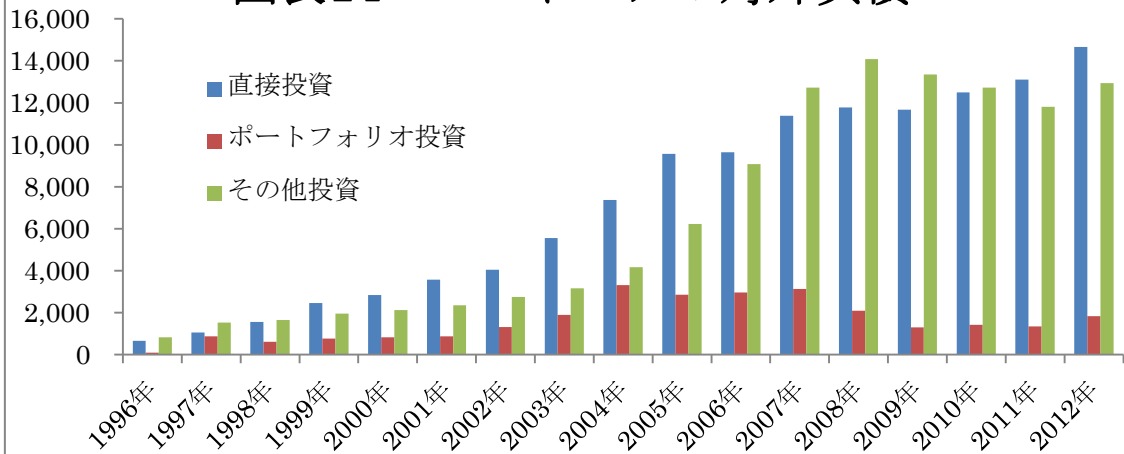
出所：Bank of Estonia, <http://statistika.eestipank.ee/Reports?id=770&date1=2005-1-01&date2=2013-6-30&step=QUARTER&fa=&fb=&fc=&fd=KOKKU&quarters=&lng=eng&format=xls> および <http://statistika.eestipank.ee/Reports?id=1021&date1=2005-1-01&date2=2013-6-30&step=QUARTER&fa=&fb=&fc=&quarters=&lng=eng&format=xls>.

図表13 エストニアの生産性と労働コスト



出所：European Cimmissionのウェブサイトからダウンロードしたデータより作成、[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/ameco/zipped\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/zipped_en.htm).

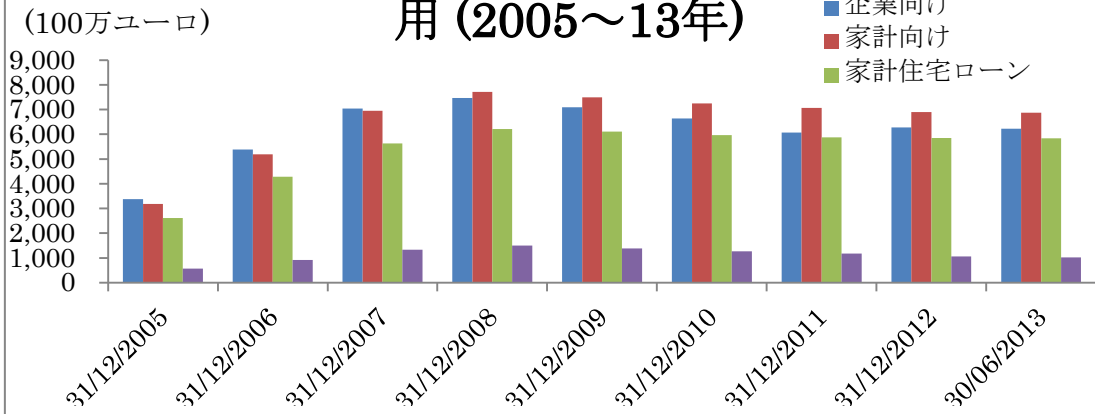
(100万ユーロ) 図表14 エストニアの対外負債



出所：Bank of Estonia, <http://statistika.eestipank.ee/Report?id=690&date=1996-01-01&date3=2012-12-31&step=YEAR&Lang=eng&format=xls>.

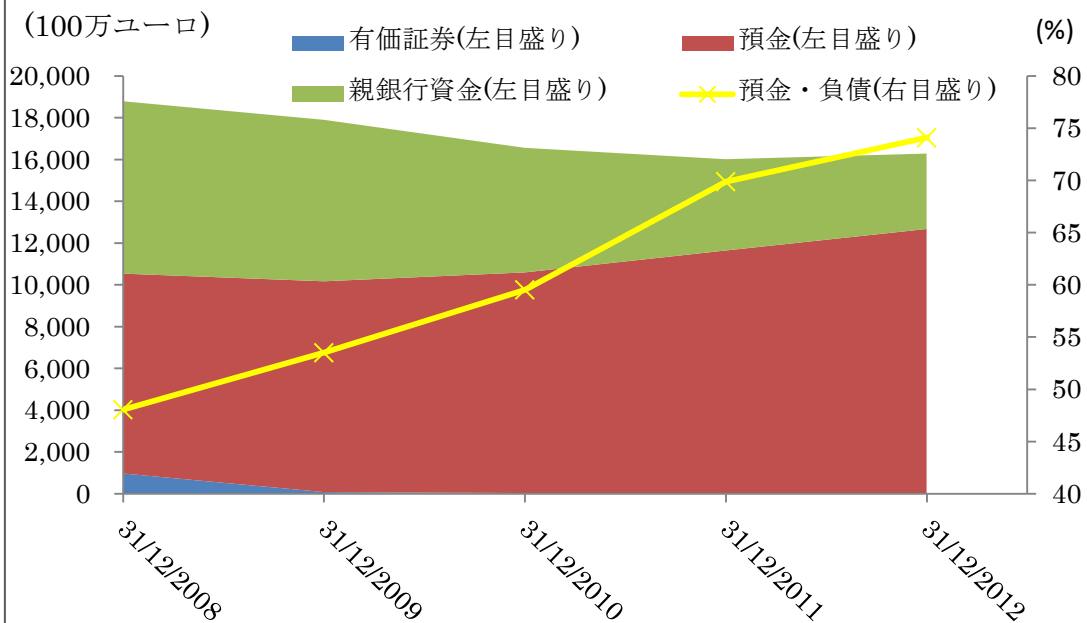


図表15 エストニアの企業・家計向け信用 (2005～13年)



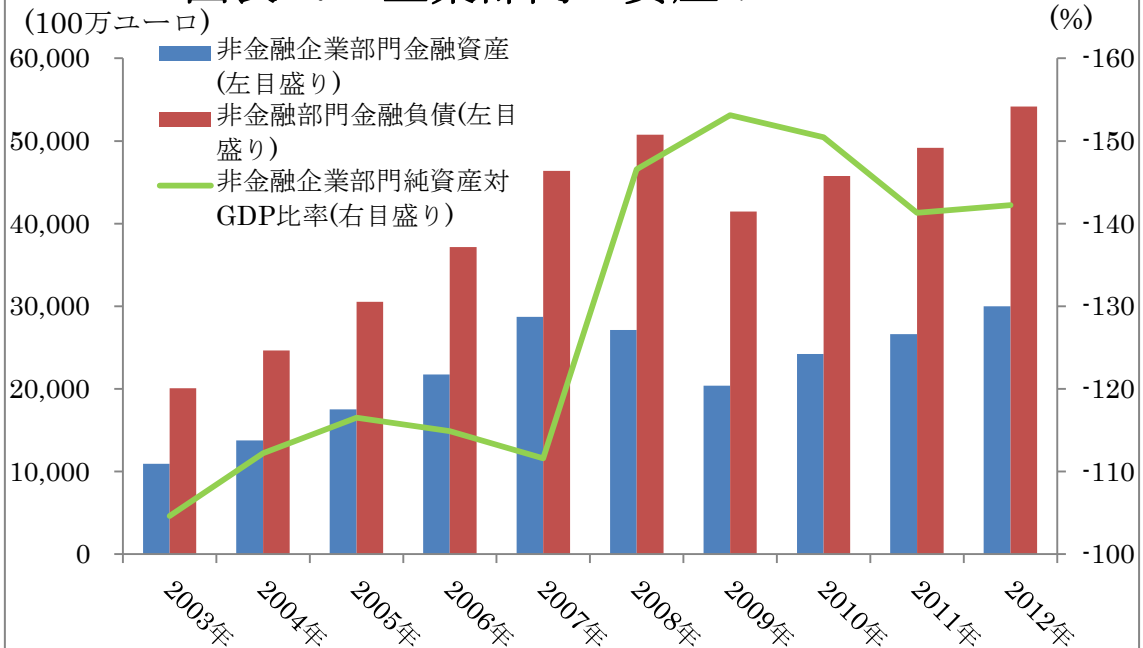
出所: Bank of Estonia, <http://statistika.eestipank.ee/Reports?id=770&date1=2005-1-01&date2=2013-6-30&step=QUARTER&fa=&fb=&fc=&fd=KOKKU&quarters=&lng=eng&format=xls> および <http://statistika.eestipank.ee/Reports?id=1021&date1=2005-1-01&date2=2013-6-30&step=QUARTER&fa=&fb=&fc=&quarters=&lng=eng&format=xls>.

図表16 銀行の負債構造



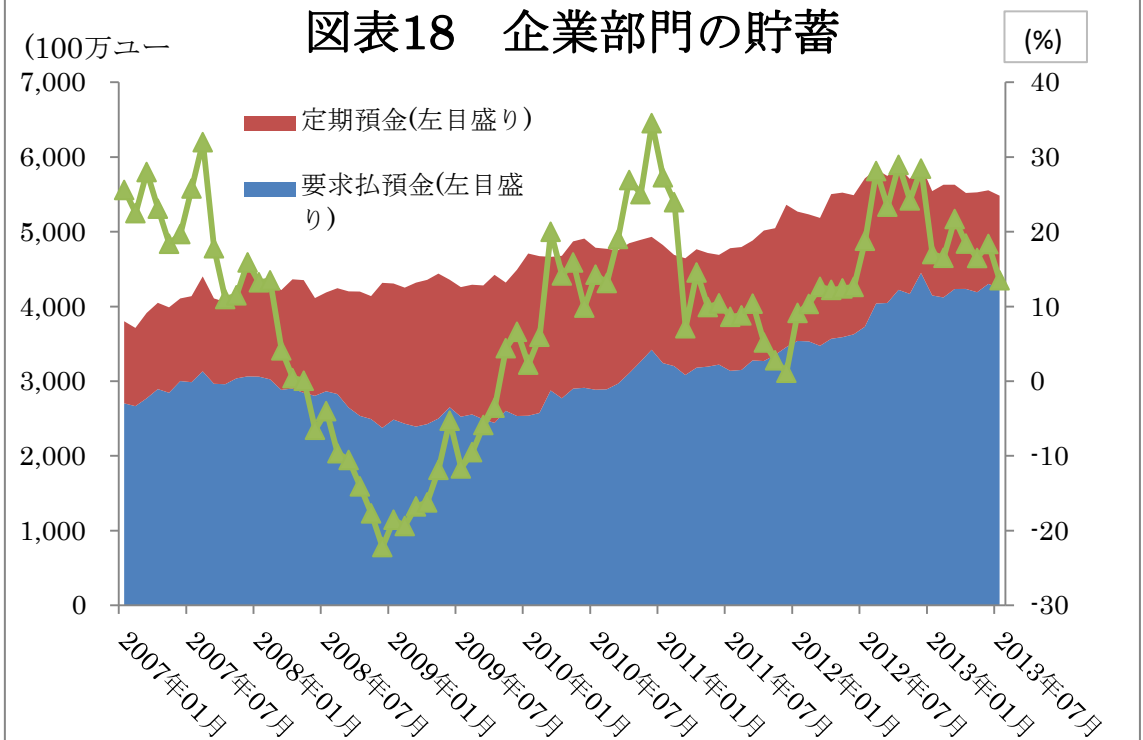
出所: Bank of Estonia, <http://statistika.eestipank.ee/Reports?id=25&date1=2008-01-01&date2=2013-12-31&step=YEAR&lng=eng&format=xls>.

### 図表17 企業部門の資産ポジション



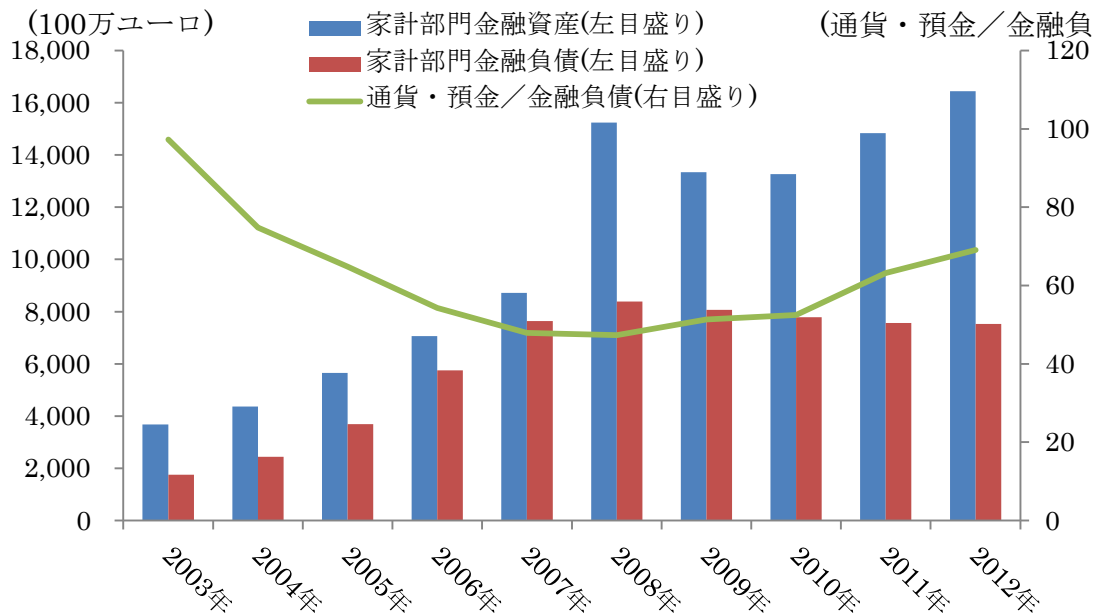
出所：Bank of Estonia, <http://statistika.eestipank.ee/?lng=en#listMenu/1252/treeMenu/FINANTSKONTO> .

### 図表18 企業部門の貯蓄



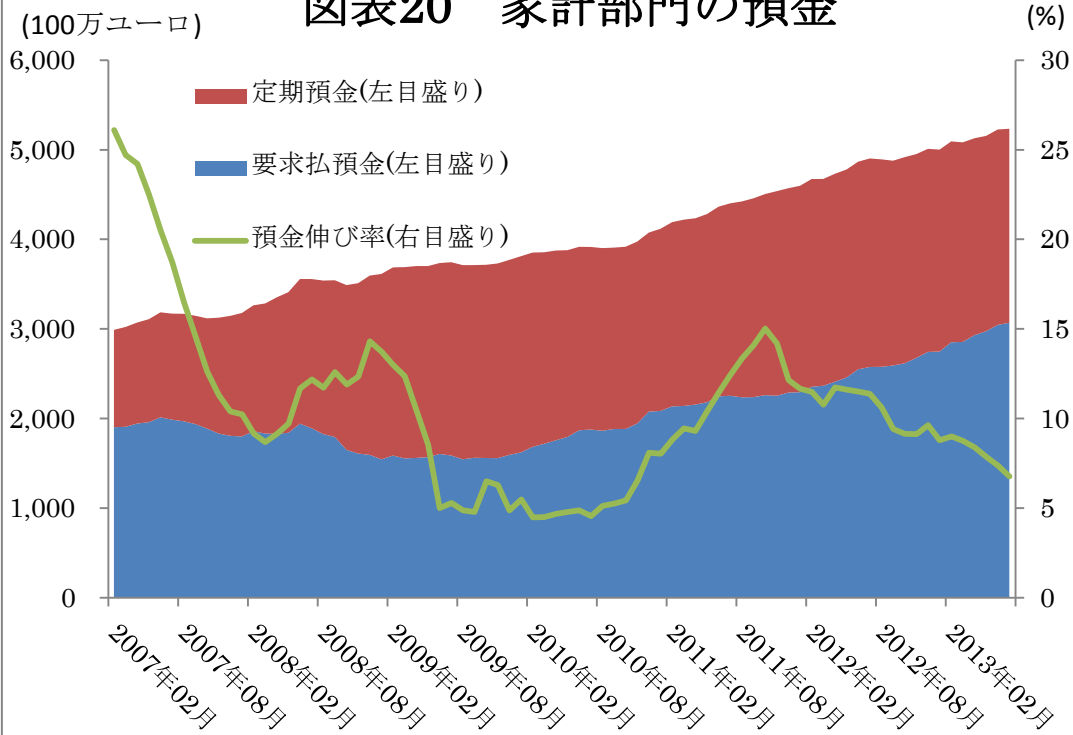
出所：Bank of Estonia, <http://statistika.eestipank.ee/?lng=en#listMenu/1252/treeMenu/FINANTSKONTO> .

### 図表19 家計部門の資産ポジション



出所：Bank of Estonia, <http://statistika.eestipank.ee/?lng=en#listMenu/1252/treeMenu/FINANTSKONTO>.

### 図表20 家計部門の預金



出所：Bank of Estonia, <http://statistika.eestipank.ee/?lng=en#listMenu/938/>