

「なぜ中東欧危機は顕在化しなかったのか —バルト3国における多国籍銀行の動向を中心に—

高橋 和也
(中央大学大学院)

はじめに

2008年のリーマン・ショックに端を発した世界金融危機は、欧州先進国の金融機関だけでなく、2004/07年に、EUに新規加盟した中東欧・バルト3国(NMS: New Member States)経済も直撃した。欧州の巨大金融機関がサブプライム関連の金融商品を膨大に抱えていることが明るみに出るにつれて、欧州先進国からの資金流入に大きく依存して経済成長を遂げてきたNMS経済に対する懸念は高まっていった。08年末にハンガリーやラトビアがIMFに支援を要請したことで市場関係者の不安は頂点に達し、「中東欧危機」あるいは「中東欧リスク」といった言葉は、当時、欧州経済を語る上での一つのキーワードとなった。09年4月には、支援の当事者であるIMFのGlobal Financial Stability Report (GFSR)にまで、そのリスクについてのコラムが組まれた。

わが国においても、「中東欧危機」は、外国資本依存やIMF支援といった要因が、1997年のアジア通貨危機のような危機の伝播[伝染(contagion)]を連想させ、ドミノ的な通貨・金融危機の連鎖が欧州先進国経済へも悪影響を及ぼすのではないかと懸念が広がった。欧州先進国と中東欧諸国の密接な金融上の繋がりについて、IMFのエコノミストが、「共通の貸し手経路(common lender channel)」と呼んで発した警告も、アジア通貨危機から着想を得たものであった。だが中東欧危機はアジア通貨危機のような資本収支危機へは発展せず、2009年夏以降に沈静化していった。外国銀行が新興市場諸国に巨額の資金を貸し込むというアジア通貨危機と同じ構図であったにもかかわらず、この違いは何故に生じたのか。本稿では、最も世界金融危機の影響が深刻だったバルト3国の銀行部門を取り上げ、この問いに回答するための一つの材料を提供したい。

I. 「共通の貸し手」とIMFによる警告

1. 「共通の貸し手」仮説とは何か

当時のIMFの危惧を理解するためにも、まず「共通の貸し手」という概念が生まれてきた経緯について触れておくことにする¹⁾。

通貨危機を引き起こすような為替投機がなぜ発生するのかについては、危機発生国やその影響を受けた国々の政策対応、国際金融システムの安定性、危機の予防などの観点から、長年にわたって研究が蓄積されてきた。代表的な文献には、Krugman(1979)やObstfeld(1994)によるものがあり、それぞれ第一世代モデル、第二世代モデルと呼ばれることがある。前者は1960年代から70年代における南米の通貨危機、後者は1992年のEMS危機を対象としている²⁾。アジア通貨危機など、90年代後半以降の通貨危機を対象としたモデルの代表的なものには、バランスシー

トモデルと呼ばれる一群の理論がある。共通する特徴として、①企業または銀行部門の外貨建て債務に注目する点、②通貨価値の下落がバランスシートを悪化させ、それがさらに通貨価値を下落させるという双方向的な関係を想定する点、③その結果として第二世代モデルのように自己実現的な複数均衡の存在を指摘する点、などである。しかし、バランスシートの悪化がなぜ通貨価値を下落させるのかについては様々な仮説があり、第三世代モデルとして分類できるほど収束していないのが現状である³⁾。

1990年代以降の通貨危機は、国際的に大規模な資本移動が発生することで、危機発生国だけでなく地理的に離れた途上国へも伝播したという特徴（これを、危機の「伝染(contagion)」と言う）を持っていた。通貨危機あるいは金融危機の伝染は、為替投機の発生にかかわる理論では十分に説明できない部分があり⁴⁾、為替投機の理論とは異なる観点から伝染を説明しようとする理論や仮説が提示されるようになった。「共通の貸し手」の存在に着目した研究もこのような流れから生まれてきたもので、先進国の投資家や銀行が新興市場諸国の借り手に対して共通の貸し手として存在しており、この金融上の繋がりが通貨危機の伝染に影響しているとする立場である⁵⁾。

伝染を説明するものの中にも様々なバリエーションがあり一括りにできないが、国宗(2006)によれば、共通の貸し手という要因に着目する仮説に類似する大まかな特徴は次のようになる。①情報の非対称性を前提とする、②代表的個人のモデルではないこと(具体的には、情報を多く持つ投資家とそうでない投資家の二種類の存在を想定する)、③流動性の制約などのポートフォリオ選択にかかわる何らかの特殊な制約が、情報を持った投資家の行動を制限することを想定していること、などである。例えば、危機国への投資で損失を被った投資家は、(上記③の制約によって)全体としての投資のなかで危険資産の保有を制限する必要に迫られるかもしれない。それが銀行であれば不良資産の増大に対する自己資本比率の維持などが必要となって、危機国以外への投資も制限せざるを得ない。情報を持たない投資家は情報を持った投資家のこの行動は観測できるが、危機国以外への投資を制限した理由がその国についての悪い情報に基づいているのか、情報を持った投資家に固有の要因によるものなのかは分からない。結局、情報を持たない投資家も危機国以外への投資を控えるようになる。こうして、危機国以外の国へもファンダメンタルズに基づかない通貨危機の伝染が起こりうると説明される[国宗(2006), 99-100頁]。

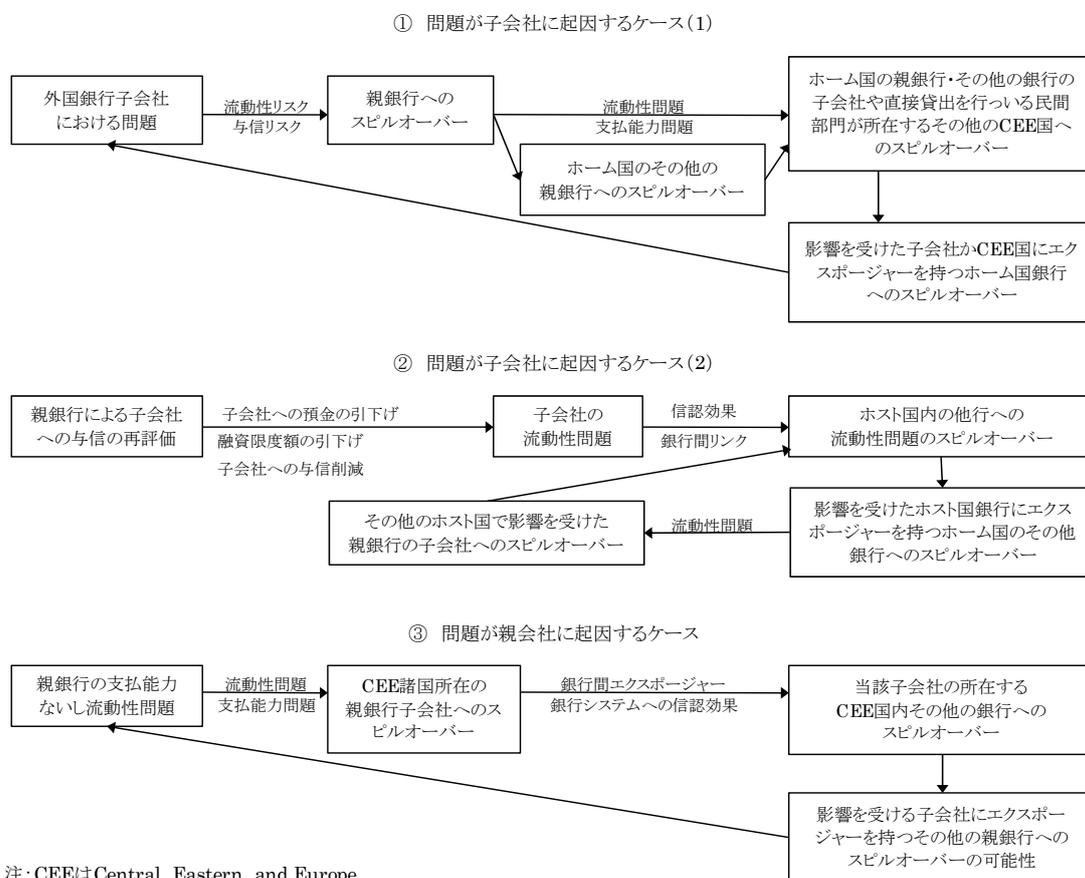
共通の貸し手に関する議論は、何らかの市場の不完全性、特に共通の貸し手側にある不完全性を問題にしている。これとは別に、借り手側の不完全性に注目する目覚ましコール(wake-up call)仮説[Goldstein(1998)]と呼ばれるものもある。危機の発生によってその国が抱えていた問題点に投資家が気付く(目覚ましコール)ようになると、類似した問題を抱えている国々への投資家の評価を変化させることで通貨危機が伝染するというものである。貸し手側の行動に影響する要因を扱う点では広く「共通の貸し手」にも関連のある仮説とすることができる。

2. IMF が指摘する「共通の貸し手経路」の危険性

GFSR の警告は、IMF のワーキング・ペーパーである、Árvai, Driessen and Ötker-Robe (2009)による実証分析を基にしたものである。同論文の主張する「共通の貸し手経路」という概念も、基本的な特徴は「共通の貸し手」仮説を受け継いでいる。Árvai et al. は伝染を媒介する経路を、欧州先進国親銀行とそれらが中東欧・バルト 3 国に持つ現地支店・子会社のネットワークにあると考えた⁶⁾。この点については、1990 年代後半以降における多国籍銀行の現地化（進出先でのリテール業務の展開）という現実を踏まえている。具体的な伝染の経路（共通の貸し手経路）として、以下の三つを例示している（図 1）。

ある地域の二つの国の民間部門、A と B が、第三国 C（共通の貸し手）の銀行部門から主として借り入れていると想定した上で、①A 国現地支店・子会社の流動性あるいは与信リスクが C 国親銀行の流動性やソルベンシー問題へと発展し、C 国内の他の親銀行へとスピルオーバー（spillover）する。その結果、他の親銀行が進出する B 国支店・子会社へと危機が伝染するケース、②C 国親銀行による子会社への与信の再評価（reassessment）が、A 国子会社の流動性問題を引き起こして、現地のインターバンク市場を通じて、他行の現地子会社、そしてその C 国親銀行へスピルオーバーするケース、③C 国親銀行の流動性、ソルベンシー問題が A 国現地子会社に影響を与えることで、A 国の他行、そしてその銀行にエクスポージャーを持つ他の C 国親銀行へとスピルオーバー

図1 地域内で伝染を起こす可能性のある経路



注: CEEはCentral, Eastern, and Europe.

出所: Árvai, Driessen and Ötker-Robe(2009), p.13 より加筆, 引用.

するケース、である⁷⁾。

起こりうる伝染経路を以上のように考えて、地域的な伝染にさらされる可能性のあるエクスポート国について、代表的な共通の貸し手（オーストリア、イタリア、スウェーデン、ドイツ）を取り上げて二つの指標で表した⁸⁾。それが以下の二つである。

$$(1) \quad I_i^1 = ad_{CL}^i AE_j^{CL}$$

$$(2) \quad I_i^2 = ad_{CL}^i AE_j^{CL} REB_i^{CL}$$

ただし、

$$REB_i^{CL} = \frac{A_i^{CL}}{\sum_{h \in DC} A_h^{CL} - \max_{j \neq i} A_j^{CL}}$$

(1)式で求める指標1(I_i^1)は、「absolute dependence: ad_{CL}^i 」と呼ぶ共通の貸し手(CL)がi国に持つ対外債権(foreign claims)⁹⁾の対i国GDP比と、「absolute exposure: AE_j^{CL} 」と呼ぶ共通の貸し手国銀行部門の総資産に対する共通の貸し手がトリガー国jに持つ債権の比の積で定義される¹⁰⁾。

(2)式で求める指標2(I_i^2)は、共通の貸し手がトリガー国jにエクスポート国を持っていたために、i国から削減せざるを得なくなる債権を表す「再調整(rebalancing: REB_i^{CL})」と呼ぶ指標を、上記の(1)式に掛けたものである。「再調整」の指標は、i国へのエクスポート国を分子、共通の貸し手が持つ全途上国(Developing Country)へのエクスポート国の総計からj国へのエクスポート国の総計を減じたものを分母として定義する。

指標1は、伝染先として懸念される借り手(i国)経済が共通の貸し手(CL)からの資金供給に依存する程度(第1項)と、CL銀行部門がトリガー国jに対して持つエクスポート国の相対的な重要度(第2項)に応じて、指標1の値が高くなる。さらに指標2には、CLがi国とj国に持つ債権の増加関数である第3項が加わる。言い換えれば、CLの貸付先国が多様であり、全貸付先に占めるi国あるいはj国の重要度が低いほど指標2の値は低くなる。このように定義した(1)式と(2)式に共通の貸し手それぞれとその主要な貸付先国の数値を用いて測定する。

結果は、スウェーデン(共通の貸し手)・エストニア(トリガー国)の組み合わせで最も一つの国ごとの伝染にさらされる(可能性のある)エクスポート国の値が高くなり、エストニアで危機が発生した場合(指標1)、それにとまって親銀行による他国への与信の調整が発生した場合(指標2)いずれのケースにおいてもエクスポート国の大きな変動にさらされるという結果を導き出している¹¹⁾。さらにこの結果で特徴的なことは、スウェーデンが共通の貸し手として地域内に影響を与える国はバルト3国にほぼ限定されるということである。これは、スウェーデン国籍銀行がバルト3国を含めたスーパー・リージョナル・バンクを形成していることが反映された結果と考えられる(詳細は後述)。

この分析の功績は、簡便な手法によって、「共通の貸し手経路」を通じて伝染にさらされる可能性のあるエクスポート国を推定できることと、そうした関係の大きい先進国・新興市場諸国の組み合わせを把握できることにあるが、以下の点に注意する必要がある。第1に、同じ「common

lender」という言葉を用いているものの、伝染発生時における影響の推定が中心であり、元来の共通の貸し手仮説のように、伝染の発生原因については必ずしも明示的でない。第2に、欧州の銀行部門を対象とした分析にもかかわらず、個別の国や銀行の状況あるいはEUという枠組みの独自性は全く考慮されていない。Árvai et al. 自身が述べているように、現実の伝染の危険性や影響は様々な要素も含めて決まるものであって、その結果のEU加盟国への現実適用性には一定の留保が必要である。

では、いくつかのデータを用いて、この「共通の貸し手経路」による影響を検証してみよう。Árvai et al. の議論に当てはめれば、現実にバルト3国銀行部門で懸念されていた事態は次のようになる。つまり、(1) バルト3国に進出しているスウェーデン国籍銀行の現地支店・子会社が、多額の貸倒損失を計上し、ホーム国の親銀行および銀行部門全体にスピルオーバーするケース[子会社に起因するケース(図1の①)], (2) 親銀行の経営状態の悪化や、子会社への与信の再評価がトリガー国以外のバルト3国向けエクスポージャーの削減(「再調整」)にまでおよび、流動性不足に陥った子会社による銀行危機、あるいはそれが資本逃避を招いて通貨危機にまで発展するケース[親会社に起因するケース(図1の②, ③)¹²⁾], のどちらか、あるいは両方である。実際には、中東欧・バルト3国において通貨あるいは銀行危機は発生していないが、以降でこの二つの経路を通じた与信の大規模な変動は起こっていたのかを検証することで、08/09年の世界金融危機におけるEU多国籍銀行の活動の一端を明らかにしたい。

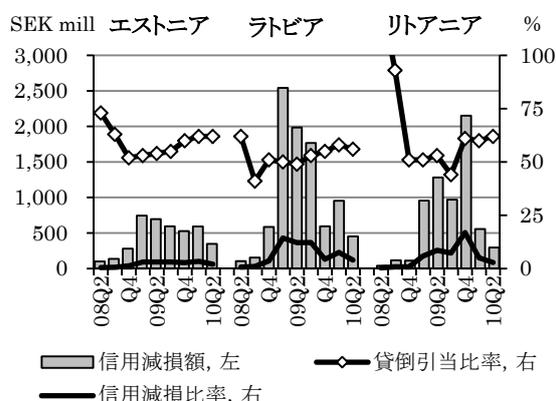
II. バルト3国・スウェーデン間における「共通の貸し手経路」の検証

1. 子会社に起因する伝染の検証 — Swedbank の進出過程と現状

バルト3国に進出した北欧系銀行の中でも、特にスウェーデンを母国市場とする Swedbank, SEB のシェアが大きく、次いでシェアを持つのが Nordea である。スウェーデンでは、上記3行と国内第2位の Handelsbanken の4行が4大銀行であり、スウェーデン国内シェアの75%を占める。ただし Handelsbanken はバルト3国には展開していない。ここでは、バルト3国銀行部門の最大手行である Swedbank を例に、子会社に起因する伝染について検証を行う。

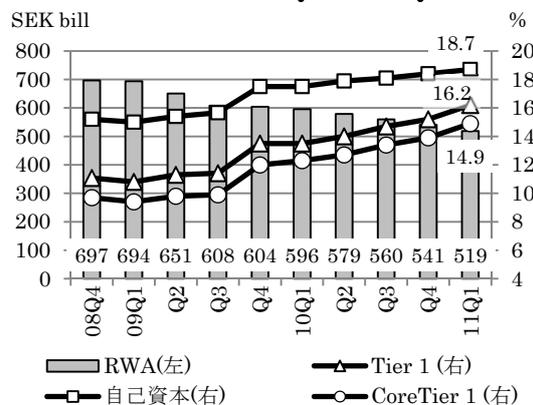
Swedbank はバルト3国に子会社を、北欧諸国やロシア、ウクライナに支店を展開している。2010年Q2末のグループ全体の総民間向け貸出残高(1兆1,590億SEK, 1,252億ユーロ)に占めるシェアはスウェーデン国内が82%, バルト3国が12%だが、エストニアとラトビアの貸出市場では最大手行である。エストニアにおけるシェアの高さは、同国での業務が地場銀行であった Hansabank(当時、05年に完全子会社化、08年秋から Swedbank に名称を統一)を基礎としているためである。Hansabank は完全子会社化前からバルト3国へ展開しており、Swedbank のバルト3国向け業務のハブとなっている。09年の減損繰入前利益(profit before impairments)はグループで169億SEK(16.5億ユーロ)で、うちバルト3国のシェアは27%とかなり大きい。信用減損(credit impairments)などを差し引いたグループの営業損益(operating profit)は、95億SEK(9.2億ユーロ)の赤字であった。10年に入ってから黒字に転換している¹³⁾。

図2 Swedbankの国別信用減損額の推移
(2008年Q2-10年Q2)



注:貸倒引当率は一般貸倒引当金を含む。リトアニアの08年Q2の引当率は127%。
出所:Swedbank, *Facts Q2 2010* より作成。

図3 SwedbankのRWAと自己資本比率の推移
(2008年Q4-11年Q1)



注: RWA (risk-weighted assets) .
出所: Swedbank, *Facts* 各号より筆者作成。

図2はSwedbankの08年Q2から10年Q2までの営業国別の信用減損額と不良債権に対する引当率(provision ratio for impaired loans)の推移である。信用減損額は概ね09年Q1に急増した後、減少に転じている。リトアニアは労働市場改革の遅れや、不動産バブルの崩壊がリーマン・ショックと重なり、不況が長期化していることを反映して09年Q4によくピークを迎えている。信用減損額が09年Q1に著増した理由は貸倒引当率と併せて見ると分かりやすい。バルト3国の信用減損額は08年中は比較的低いが貸倒引当率は急減している。Basel IIでは引当率が50%以上であれば非保全部分のリスク・ウェイトが50%に軽減される。図中からも、明らかにこれを維持しようとする動きがあり、引当金の積み増しや損金処理を組み合わせながら不良債権処理を進めていることが分かる。グループ全体の不良債権残高と信用減損額を表した表1を見ると、信用減損額は09年Q1の68.5億SEKから、10年Q2には10億SEKを切った。不良債権残高も増加のペースは落ち着いてきている。

グループ全体の危機以降の大きな動きとして、08年11月にスウェーデン政府の保証プログラムに参加した。年末までに1,260億SEKの保証を受け、09年秋には151億SEKの株主割当発行増資を行った¹⁴⁾。一連の資本増強策などを通じて、自己資本比率は08年末の11.6%から、11年Q1末に18.7%(Basel II基準)まで上昇している(図3)。

表1 Swedbankの不良債権残高と与信毀損額の推移(2008年Q2-10年Q2)

	08Q2	Q3	Q4	09Q1	Q2	Q3	Q4	10Q1	Q2
不良債権残高	4,392	6,538	10,578	19,921	29,657	35,770	40,132	40,328	42,719
一非保全不良債権	(403)	(1,797)	(4,224)	(7,154)	(10,879)	(13,266)	(14,115)	(13,755)	(15,587)
信用減損額	423	812	1,633	6,845	6,672	6,121	5,003	2,210	963
一純損金	(143)	(97)	(224)	(293)	(534)	(783)	(1,237)	(429)	(117)

注:単位は100万SEK。不良債権残高(Impaired loans)は、非保全不良債権と貸倒引当金の合計。信用減損額(Credit impairments)は、純引当額と純損金処理額の合計。
出所:Swedbank, *Facts Q2 2010*, pp.56-57.

Swedbank の危機以後の動向を見ると、表 1 のように多額の損失を計上しているが、戦略的な減損処理という側面もある。中東欧危機が懸念された時期を通じて、貸倒引当金や自己資本比率は増強され続けた。子会社における問題の発生や、親銀行、ホーム国銀行部門への伝染を未然に防ぐような取り組みが観察できる。

2. 親銀行に起因する伝染の検証 — スウェーデン国籍銀行の対外エクスポージャー動向

親銀行に起因する伝染の検証を行う前に、まず、推計のサンプルにも用いられた BIS の国際与信統計を用いて、スウェーデン国籍銀行の対外エクスポージャー全体の構成と推移を概観しておこう¹⁵⁾。2010 年 Q1 末の債権残高は、欧州先進国向け（主に北欧・デンマーク）が 75%と圧倒的で、欧州途上国のシェアは 12%でしかない。ただし、その中ではバルト 3 国向けが 74%と突出しており、3 国の合計（616 億ドル）はドイツへのエクスポージャー（700 億ドル）と遜色のない水準である。全エクスポージャーの合計は 08 年 Q2 に 7,973 億ドルを記録した後、09 年 Q1 に 6,468 億ドルまで減少した。共通の貸し手経路を通じた伝染が懸念されたのがこの時期である。なお、10 年 Q1 には 6,974 億ドルと 07 年末の水準まで回復している。

次に、危機下において欧州先進国に比べバルト 3 国向け債権を優先して回収するような行動をとっていないか確認しよう（表 2）。07 年に米国におけるサブプライム・ローン問題が取りざたされた後も、バルト 3 国向け、欧州先進国向けともに 08 年 Q2 までは、ほぼ 5%から 10%前後で上昇し続けており類似したトレンドを持っていた。しかし、リーマン・ショック後、欧州先進国向け与信は 08 年 Q4 まで大幅な減少（前期比-12.3%）を続けた一方で、バルト 3 国向けは 08 年 Q3 に-8.3%下落した後、Q4 には-1.3%に下げ幅が縮小し、同地域への与信を維持していたことがわかる。

では、親会社に起因する共通の貸し手経路を検証するために、バルト 3 国向け国別債権残高の推移に目を移そう。この時期、失速し始めたバルト 3 国経済と世界金融危機の煽りを受けて、スウェーデン本国で親銀行 3 行の株価が、07 年の年初から年央を頂点に 09 年 3 月まで断続的に下

表 2 スウェーデン国籍銀行のバルト 3 国向け対外債権残高の推移（2007 年 Q1—09 年 Q2）

	07Q1	Q2	Q3	Q4	08Q1	Q2	Q3	Q4	09Q1	Q2
欧州先進国	477,273 6.6	500,849 4.9	508,635 1.6	525,877 3.4	588,545 11.9	602,904 2.4	556,357 -7.7	487,841 -12.3	476,829 -2.3	520,042 9.1
バルト 3 国	55,482 -6.5	60,845 9.7	62,604 2.9	67,057 7.1	74,026 10.4	77,600 4.8	71,173 -8.3	70,229 -1.3	66,333 -5.5	69,278 4.4
エストニア	20,986 -4.3	22,844 8.9	24,989 9.4	26,295 5.2	29,125 10.8	30,366 4.1	27,711 -8.6	26,795 -3.3	24,905 -7.1	26,283 5.5
ラトビア	18,793 -5.6	20,573 9.5	18,462 -10.3	19,694 6.7	21,808 10.7	22,428 2.8	20,484 -8.7	20,614 0.6	19,072 -7.5	19,818 3.9
リトアニア	15,703 -10.5	17,428 11.0	19,153 9.9	21,068 10.0	23,093 9.6	24,856 7.6	22,978 -7.6	22,820 -0.7	22,356 -2.0	23,177 3.7

注：上段は債権残高（100 万 USD）、下段は前期比伸び率（%）。
出所：BIS, Consolidated Banking Statistics より筆者作成。

落し、株式時価総額は半分から3分の1にまで減少していた。さらに、前述の通り、Swedbankは09年Q1に信用減損額がピークに達した時期でもある。ラトビアでは07年上半期の住宅バブルの崩壊時に債権残高が減少し、エストニアとリトアニアでは増加が続いた。08年Q4末は、ラトビア国内2位のシェアを持っていたParex銀行（国内資本）が政府に接收され銀行危機が懸念された時期であるが、ラトビアのみ増加に転じた。

以上から過去について見る限り、①スウェーデン国籍銀行はバルト3国の共通の貸し手として存在していた、②個別国の問題では相関は弱い、③親銀行の経営悪化による与信の大規模な削減は確認できない、という三点が指摘でき、親会社に起因する伝染も観察されなかった。

Ⅲ. なぜ危機の伝染は発生しなかったのか

以降では、子会社、親会社それぞれに起因する伝染が顕在化しなかった要因を、特に外国銀行（多国籍銀行）に関係の深い部分に焦点を当てて検討する。これによって、アジア通貨危機時の先進国・新興国間の銀行部門の関係（すなわち、共通の貸し手経路の前提条件）と、近年のEUにおける多国籍銀行活動の違いを指摘したい。

1. 多国籍銀行による支配とその便益

危機直前にはGDP比10%以上に及んだバルト3国の経常収支赤字を、EU加盟前後から埋め合わせたのが、欧州先進国からの対外直接投資（FDI）である。21世紀に入って、バルト3国は他の新規加盟国（NMS）と同様に、まさに「FDI成長サイクル」と言えるような高度成長を謳歌し、一人当たりGDPも急速にEU平均へとキャッチアップした¹⁶⁾。NMSは1980年代末から資本主義経済への移行を開始したが、この時期に欧州先進国の銀行も金融FDIを通じて進出した。外資への開放手法や過程に違いはあるものの、多くのNMSで多国籍銀行が圧倒的なプレゼンスを持つようになった¹⁷⁾。

こうした多国籍銀行の進出が、ホスト国に与えたプラスの効果を二つ挙げることができる。第1に、バルト3国銀行部門の効率が大幅に改善したことである。競争の激化や大規模な合併を通じて非効率な銀行の退出を促進し、多国籍銀行が持ち込んだ先進的なリスク管理や企業統治慣行は、社会主義時代の遺産とも言うべき不良債権処理を加速させて、銀行部門の収益性を大幅に上昇させた¹⁸⁾。

第2に、多国籍銀行の現地支店・子会社が親銀行からの資金流入チャンネルを持っていたことも、脆弱だった銀行部門の資本基盤と流動性を強化し安定した銀行システムの構築に貢献した¹⁹⁾。この点は、特に共通の貸し手経路を通じた伝染を未然に防いだ要因として重要である。アジア通貨危機時は、先進国銀行から現地銀行への莫大な貸し付けと突然の流出が発生し、しかも、それが類似した問題を抱えていた国々へ伝染した。先進国銀行と地場銀行間の情報の非対称性は危機を深刻化させた要因の一つであるが、バルト3国の現地支店・子会社の場合には資本関係があり情報の非対称性も低く、安定的な親銀行からの資金供給チャンネルが形成されている。スウェー

デン国籍銀行が、バルト3国各国を母国市場(home market)と呼んでいることに表れているように、中長期的な戦略に基づいて進出しているのである。

2. 地域的な金融支援の枠組み — EU加盟国であることの特殊性

ラトビアに対して地域的な金融支援の枠組みが迅速に設置されたことも、危機の発生や連鎖を防止するために役立った。IMF, EU, ECBなど関係当局は2008年12月、ラトビアの包括的なマクロ経済政策改革プログラムを支援する75億ユーロの国際金融支援パッケージに合意した。この支援の画期的な部分は、「民間部門の関与」および「ステークホルダー間の協調」と呼ばれる手法が採られたことであった²⁰⁾。「ステークホルダー間の協調」とは融資プログラムの策定過程に関係当局(デンマーク, フィンランド, ノルウェー, スウェーデン)も加わったことである。アジア通貨危機の際にはIMFと当事国以外は策定過程に関与できなかった。アジア通貨危機からのIMF自身の変貌もあるが、EU加盟国であることはバルト3国のような小国にとって、交渉力を強め、近隣各国を巻き込んだ支援を迅速に受ける助けとなった。こうした取り組みは、各国の自主性を重視するASEAN(+3)では難しい²¹⁾。さらに、EUでは2008年10月に複数の加盟国間で業務を展開する巨大銀行グループにホーム・ホスト国監督当局共同の協議機関設置が義務化されるなど監督当局間の協調についても取り組まれている²²⁾。

「民間部門の関与」としては、スウェーデン国籍銀行のNordea, SEB および Swedbank が、ラトビアへの各行の全エクスポージャーを維持し、かつ支店・子会社が必要な流動性と資本を供給するという協定声明が発表された。さらに各行は緊密な協調や監督当局との定期会合の継続にも同意した。これらは、国際投資家からの信認を取り付けることで資本流出を防止し、かつホーム国親銀行同士の情報の非対称性を埋める効果も持つ。アジア通貨危機時には、韓国で試され、事態の収束に効果を発揮した。

以上で指摘したように、アジア通貨危機と世界金融危機時における先進国・新興国銀行部門の関係には、質的な変化が起こっている。このことが、アジア通貨危機の状況を前提とした「共通の貸し手経路」による伝染が顕在化した要因と考えられる。

IV. 中東欧危機の教訓 — バルト3国の事例から

ここまでは、多国籍銀行進出効果のプラスの側面に注目してきたが、金融危機の影響が最も深刻だったラトビア、11年からユーロが導入されたエストニア、そして両国の中間にあるリトアニアと、バルト3国内でも危機以後の状況には違いが出ている。FDIと金融の深化はNMSの成長の源泉となった。しかし、危機に先立ち、それが急速な信用膨張にまで発展したことが、バルト3国経済の落ち込みを他のNMSに比べて一層深刻なものとしてしまった点も指摘しておく必要がある。

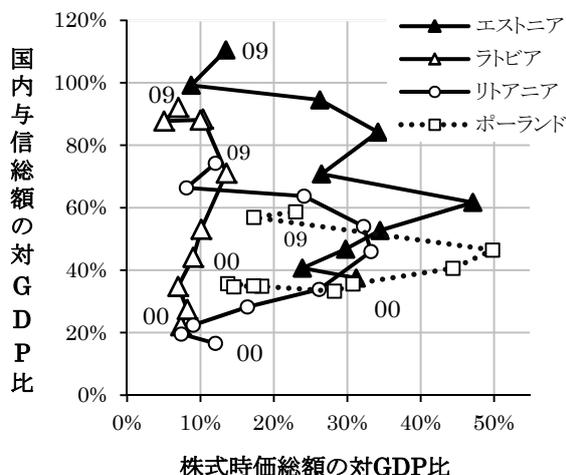
1. 多国籍銀行を通じた急速な信用膨張

バルト3国における信用膨張を、国内与信総額および株式時価総額の対GDP比の推移で確認してみよう(図4)。図中で上にいくほど銀行与信中心の間接金融型、右にいくほど株式の発行を

通じた直接金融型の金融システムであると考えられる。世界金融危機後の09年もプラス成長を維持したポーランドと比べると、バルト3国の縦軸方向への伸びは著しく、バブル経済化していったことがわかる。エストニアはNASDAQ OMX Baltic市場の上位企業を擁していることもあり、ラトビア、リトアニアと比較すると株式時価総額の対GDP比は高い。当時のバルト3国における信用膨張については、バニンコバ(2009)があるので詳細は譲るが、危機時には、子会社にとって重要な資金調達源となった親会社からの資金供給が、危機以前にはバルト3国の住宅バブルを助長してしまった。

この本支店勘定を通じる資金の流れは国際収支統計上で「金融機関向けその他投資」に分類される(表3)。フローで見ると、バルト3国は04年頃から経常収支赤字が増大したが、エストニアはストックで見ればその他投資の上昇はあるもののFDIの方が大きい。それに比べ、ラトビアは将来の外貨獲得能力となるようなFDI流入に見合わない外貨建て債務を拡大していった。経常収支差額のファイナンスの仕方にこのような違いがあったことが、危機後の様相に差が出た原因の一つとして指摘できる。

図4 バルト3国・ポーランドの国内与信と株式時価総額の推移（2000-09年）



出所: 各国中央銀行統計(国内与信総額), NASDAQ OMX及びWarsaw SE(株式時価総額), IMF(名目GDP)より加工・作成。

表3 「金融機関向けその他投資」流入ストックと経常収支フローの推移（2005-09年）

		2005	2006	2007	2008	2009
エストニア	直接投資	9,561	9,644	11,406	11,870	11,283
	証券投資	2,857	2,960	3,124	2,092	1,284
	金融機関向けその他投資	3,465	4,681	7,111	9,755	9,265
	経常収支	-1,115	-2,237	-2,783	-1,504	637
ラトビア	直接投資	4,159	5,170	7,466	8,126	8,159
	証券投資	944	1,187	1,231	1,222	1,213
	金融機関向けその他投資	4,894	7,028	11,965	14,285	12,151
	経常収支	-1,626	-3,603	-4,710	-3,014	1,770
リトアニア	直接投資	6,921	8,377	10,283	9,149	9,639
	証券投資	2,513	3,483	3,895	2,930	4,999
	金融機関向けその他投資	3,603	5,427	8,807	11,613	9,614
	経常収支	-1,482	-2,551	-4,149	-3,840	1,022

注: 単位は100万EUR.

出所: 各国中央銀行公表の対外資産負債残高表より筆者作成。

2. 政策対応の違い

こうした「金融機関向けその他投資」の増加は、民間からの外貨建て借入需要に合わせて流入してきたことを考慮すれば、需要側の要因を反映していた。急速なバルト3国のキャッチ・アップと人々の所得の増加によって、消費や借入れが将来所得の予想に基づいて行われるようになった²³⁾。「いま買って後で返す」という行動様式への変化は、その他投資の流入と経常収支の赤字の動きに対応している。「いま買う」という消費・住宅ブームによる輸入の増大が経常収支を赤字にし²⁴⁾、「後で返す」ためのユーロ建ての借入需要に合わせて「金融機関向けその他投資」が増加したのである²⁵⁾。

ただし、こうした急速な信用膨張には各国の政策対応の差があった。危機前までの財政政策が景気循環にどのように影響したかを分析した Darvas (2009a) によれば、ラトビアは高度に景気循環促進型、リトアニアはいくぶん景気循環促進型、エストニアは反景気循環型であった²⁶⁾。各国の景気過熱に対する政策対応のスタンスの違いが、対外資金への依存度に違いをもたらし、危機後の影響に差を与えた。ラトビアではバブルを抑制するための政策対応が遅く、²⁷⁾ 図3からもわかるように国内の資金調達も与信に偏っている点は、今後改善が必要となる。リトアニアでは、イギリスなどへの移民労働者が金融危機後に職を失って国内へ還流しているため失業率の上昇に苦しんでいるが、輸出型製造業が立地して外貨獲得能力を備えており、GDP比の経常収支赤字は3国の中で最も低い。エストニアはラトビアと同じような特徴を持つFDI流入を経験したが、02年以降、財政黒字を維持し景気後退局面の財政支出に余裕を持たせていた(表4)。このおかげで、景気後退に陥っても、ユーロ導入基準の財政赤字3%を守る財政支出で乗り切るといった選択肢を採りえた。危機以前のエストニアとラトビアの財政運営・政策の違いが、その後のユーロ導入に関する明暗を分けた。

表4 一般政府財政収支および公的債務残高の推移(2005-10年)

	一般政府財政収支(対GDP比, %)						公的債務(対GDP, %)					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2005	2006	2007	2008	2009	2010
エストニア	1.6	2.4	2.5	-2.8	-1.7	0.1	4.6	4.4	3.7	4.6	7.2	6.6
ラトビア	-0.4	-0.5	-0.3	-4.2	-9.7	-7.7	12.4	10.7	9.0	19.7	36.7	44.7
リトアニア	-0.5	-0.4	-1.0	-3.3	-9.5	-7.1	18.4	18.0	16.9	15.6	29.5	38.2
ブルガリア	1.0	1.9	1.1	1.7	-4.7	-3.2	27.5	21.6	17.2	13.7	14.6	16.2
チェコ	-3.6	-2.6	-0.7	-2.7	-5.9	-4.7	29.7	29.4	29.0	30.0	35.3	38.5
ハンガリー	-7.9	-9.3	-5.0	-3.7	-4.5	-4.2	61.8	65.7	66.1	72.3	78.4	80.2
ポーランド	-4.1	-3.6	-1.9	-3.7	-7.3	-7.9	47.1	47.7	45.0	47.1	50.9	55.0
ルーマニア	-1.2	-2.2	-2.6	-5.7	-8.5	-6.4	15.8	12.4	12.6	13.4	23.6	30.8
スロヴェニア	-1.5	-1.4	-0.1	-1.8	-6.0	-5.6	26.7	26.4	23.1	21.9	35.2	38.0
スロヴァキア	-2.8	-3.2	-1.8	-2.1	-8.0	-7.9	34.2	30.5	29.6	27.8	35.4	41.0
EU 27カ国	-2.5	-1.5	-0.9	-2.4	-6.8	-6.4	62.8	61.5	59.0	62.3	74.4	80.0
ユーロ圏	-2.5	-1.4	-0.7	-2.0	-6.3	-6.0	70.0	68.4	66.2	69.9	79.3	85.1

注: 影付き部分は財政収支がプラス、公的債務が60%以上の部分。

出所: Eurostat.

おわりに

IMF や Árvai et al. (2009) が、欧州先進国銀行が新規加盟国(NMS)の銀行部門を支配する構造と、経済悪化の激しい NMS という現状を踏まえて、指摘したのが「共通の貸し手経路」による金融的(問題の)伝染の可能性である。「共通の貸し手経路」を用いた推計は、金融危機の伝染経路として多国籍銀行と現地支店・子会社間の資金移動に注目したものであった。しかし、本稿で得られた知見からは、バルト3国においてこうした経路による伝染は観察できなかった。

この原因として、国際与信統計にあらわれる「国籍別」の債権に足場を作り、不特定多数の債権者を想定している点を指摘した。これは、そもそもアジア通貨危機の中から生まれてきた「共通の貸し手」仮説の特徴の一つである。同危機では、債権者同士の情報の非対称性が予想の変化を招いて、群集行動的な資本流出と伝染を引き起こした。しかしながら、バルト3国向け債権の大部分を保有しているのは、本稿で見たように資本関係のあるスウェーデンの親銀行数行であり、埋没費用やレピュテーション・リスクといった点を考えても、与信の引き揚げや現地からの撤退を行うより、与信を維持しホーム・ホスト国や EU からの支援を受けるほうがメリットは大きい。

21世紀に入って顕著となった多国籍銀行による「現地化」は、アジア通貨危機時までの先進国銀行と新興国銀行部門間の関係を根本から変えてしまった。体制転換後から世界金融危機を経て10年以上、バルト3国の銀行部門でスウェーデン国籍銀行が果たしてきた役割は大きい。転換後間もない同地域の銀行部門を短期間にシステミック・リスクに対して強固なものとした。さらに金融の深化がもたらす便益を地域の人々にもたらした。高度成長と競争の過熱による信用膨張の一翼を担ったことは事実であるが、本来は銀行監督の枠組みや膨張する信用への財政政策に係わる問題であろう。

以上のように、従来の伝染がモデルとする状況と、EUにおける先進国・新興国間の多国籍銀行活動には質的な違いが存在している。また、EUの単一市場や規制監督制度、EU内での北欧・バルト海沿岸諸国の結びつきといった分析視点が必要となるが、これらは今後の研究課題としなければならない。本稿で取り上げた先進国・新興国銀行間の新しい関係は、アジア通貨危機時までの関係とは逆に、危機時の安定化要因として作用する可能性を示唆している。

1) 通貨危機およびその伝染に関する研究の経過については、主に河西(2001)、国宗(2006)、竹田(2007)を参照した。

2) 第一世代モデルによれば、政府の政策が長期的な為替相場の維持と矛盾するような時に、将来の為替相場制度の崩壊を予想した投資家による売り圧力が増すことで為替投機が発生するとされる。その特徴は、固定相場制度を採用する国が財政赤字を通貨発行でファイナンスし続けているなど、趨勢的な経済ファンダメンタルズの悪化が予想されるような国で、為替投機が発生するタイミングを解明しようとする点にある。第二世代モデルの特徴としては、①通貨危機は経済ファンダメンタルズの状況にかかわらず市場心理の変化によって発生するという点〔自己実現的危機 (self-fulfilling crisis)〕、②そのような予想の変化は、当該国の当局が固定的為替相場を維持する費用がその便益を上回っており、固定的為替相場制が崩壊すると市場が予想するようになった時に生じるという点、③固定相場制度を放棄することに對し当局が責任を免れるような状況にあるとすれば市場の予想は変化しやすいという点〔免責条項

- (escape clause)], ④市場予想に変化が生じない時には固定相場制度は維持されるという均衡が、他方では予想に変化が生じた場合には実際に固定相場制度を崩壊させる投機が発生し新しい均衡に至るといふ複数均衡 (multiple equilibria) の性格を持つ、などである。
- 3) 国宗(2006), 96-98 頁.
- 4) 第二世代モデルでは複数均衡と関連付けて伝染を説明しようとしている。つまり、一カ国の危機の発生が他国に対する市場の予想を変化させるというものである。しかしこれに対しては、第二世代モデルはそもそも「良い均衡」から「悪い均衡」へと移動する要因である市場の予想が決定されるメカニズムが十分に説明されておらず、したがって伝染に関してもそのメカニズムが十分に説明されていないという指摘もある。例えば、国宗(2006), 98 頁や、竹田(2007), 14-17 頁.
- 5) 伝染に関する仮説には、輸出入を通じた密接な経済関係が影響するという「貿易リンク」、世界全体の資金フローに影響を与えるショックが原因とする「共通のマクロ経済ショック」、輸出入で競合関係にある諸国による「競争的切り下げ」といった説明もある。「共通の貸し手」は貿易リンクと対比して「金融リンク」の仮説と呼ばれる場合もある。
- 6) 中東欧危機は、当初、ラトビアなど固定相場制採用国の流動性リスクに起因した通貨危機の連鎖を危惧したものであったが、次第に与信リスクに起因する銀行危機の伝染に関心が移っていった。例えば、ECB(2009), *EU Banking Sector Stability*, August 2009, p.16.
- 7) 上記の経路による伝染の発生を考慮する際には、以下の条件を満たす必要があると指摘している。(ア) ある問題によって最初に影響を受ける国に対して共通の貸し手国の持つエクスポージャーは、大きくなってはならず、巨額の損失とそれに伴う資本の回復を必要とする、(イ) 貸し手はその他の国々にとって重要な資金調達源でなければならない、(ウ) 潜在的に影響を受ける国々はすぐに利用可能なほかの資金調達源を持たない、の三つである。
- 8) 借り手としては中東欧・バルト3国の20カ国(Central, Eastern, and Southeastern Europe: CESE)を対象にしている。トリガー国には最もエクスポージャーの大きい国が選ばれ、オーストリアはチェコ、イタリアはポーランド、スウェーデンはエストニア、ドイツはロシアである。
- 9) 債権は BIS の国際与信統計を用いており、国際与信(クロスボーダー与信+現地向け外貨建て与信)と対外与信(国際与信+現地向け現地通貨建て与信)、CESE 国銀行向け国際与信の3通りで計測している。
- 10) 「absolute dependence」と「absolute exposure」はともにパーセンテージで表している。
- 11) トリガー国をラトビア、リトアニアにした場合も値はかなり高い。ただし、影響を与える NMS の範囲や伝染にさらされる可能性のあるエクスポージャーの総量ではオーストリアが最も大きい。詳細な数値は Árvai et al. (2009)を参照。
- 12) Árvai et al. (2009)は、図1中の②を子会社に起因する経路に分類している。筆者は、子会社への与信の再評価は本質的に親銀行に影響されるものと考え、(2)の親銀行に起因するケースに含めた。
- 13) Swedbank, *Facts Q2, 2010*, p.2, p.7, p.13, *Annual Report 2009*, p.71. 2010年6月末の為替レートは SEK/EUR=9.254, 09年12月末は SEK/EUR=10.283 で計算した。Hansabank については、Swedbank ホームページを参照した。
- 14) Swedbank, *Year-end report for 2008*, p.7, および, *Annal Report 2009*, p.13.
- 15) 国際与信統計上でスウェーデン国籍銀行が同地域に持つ債権残高は、そのシェアの高さから、ほぼ Swedbank, SEB, Nordea3 行の動向を反映するものと推定できる。数値はいずれも、所在地ベースを用いた。
- 16) 田中(2007)は、NMS10の経常収支と FDI の関係が GDP 成長率に与えた関係を指摘し、「毎年の FDI 流入が経済成長を回転させるパターン」を「FDI 成長サイクル」と名付けている[田中(2007), 69-71 頁]。購買力平価で測った一人当たり GDP (EU 平均=100) は、2000年から08年までにエストニア 45.0→67.4, ラトビア 38.7→57.3, リトアニア 39.3→61.9 に伸び、中東欧3カ国中(ポーランド, チェコ, ハンガリー)ではほぼ中程度の推移を示しているハンガリー(55.3→64.4)よりも急速に EU 平均に近づいた[数値は Eurostat]。また、Grigonytė(2010)は、バルト3国の一連の改革が FDI 流入に与えた影響を分析し、エストニアが最も FDI を引きつけることに成功したと指摘している[Grigonytė(2010), p.6.]。
- 17) 金融機関の総資産に占める外国資本のシェア(2008年末)はスロヴァキア 99%, エストニア 98%, チェコ 97%, ルーマニア 88%, リトアニア 88%, ブルガリア 84%, ハンガリー 82%, ポーランド 72%, ラトビア 68%, スロヴェニア 41%, である[BSCEE, *BSCEE Review 2008*]。20世紀後半から EU の銀行は、大別すると「投資銀行」化するものと「東方拡大」を目指すものに分かれた。前者は巨大銀行、後者は中堅銀行に顕著に見られる動きである[岩田(2010), 44-46 頁]ただし、バルト3国向け FDI の産業別受入構成には違いがある。リトアニアでは、製造業等の受け入れが多いが、ラトビア・エストニアは金融業、不動産・実務サービス業の受け入れが圧倒的に多かった。詳しくはバニンコバ(2008)を参照されたい。
- 18) 例えばエストニア金融監督機関の創設に携わった Liive (2005), p.232. 中東欧の銀行部門私有化と効率性の変化については邦語の文献も数多くある。しかし、外国銀行の進出が必ずしも効率性の改善に結びつかない

たという研究もある[秋葉, Lissowska (2006)].

- 19) 例えば, 田中(2007)第5章を参照. 田中は, 中東欧の外銀支配はEUという枠組みの中では不可避であり, 信用膨張などの懸念はあるもののシステミック・リスクに対する耐性は増した, と肯定的な立場である. 岩田(2010)も「互恵的性格」と呼び外銀支配自体には肯定的な評価を行っている[44-46頁].
- 20) 高木(2009), 126頁および134頁.
- 21) アジアにもチュンマイ・イニシアティブ(CMI)を拡張して危機への対応能力を高めようとする取り組みがある. しかし, 韓国のFRBとのスワップ締結に現れているように, バイラテラルな交渉が依然として主流である.
- 22) 監督当局の協力体制や, その金融危機後の改革については, 太田(2010)が詳しい.
- 23) Kutos and Vogelmann (2005), p.2.
- 24) バニコバ(2009)はバルト3国で住宅需要が高まった要因として, (1)住宅の所有権に関わる法整備が進み, 2000年以降, 新規住宅開発が本格化したこと, (2)社会主義時代の建物が老朽化し新築への需要が増大したこと, (3)住宅ローン借入に一定の保証が付与されたり, ローン返済に対する課税優遇措置があったこと, 等を指摘している[バニコバ(2009), 107-108頁]. さらに, 北欧の退職層や中東欧からの出稼ぎ労働者, 国際的な不動産企業からの需要の増大といった外的な要因も挙げられる[Lamine (2009), p.3.].
- 25) 貸出が増加した別の要因としては, バルト3国が, 固定相場を採用しており, ユーロ建て貸出の実質金利は, 物価と名目賃金の上昇によってマイナスとなっていたことがある. また, 固定相場制度を維持してきた実績や, 早期のユーロ導入見込みもユーロ建ての借り入れを促進した[Darvas (2009b), p.4.]. さらに, 一連の銀行部門の改革を通じて家計の銀行に対する信認が増大したことも指摘されている[Backé and Zumer (2005), p.95.].
- 26) 2001-07年における実質GDPと実質政府消費成長率の相関に関わる推計より. 詳細はDarvas(2009a), pp.10-12.を参照.
- 27) 小山(2009), 15-22頁. 同報告論文をもとにした, 小山洋司(2010), 「中東欧新規EU加盟国の経済危機: バルト3国を中心に」, 『比較経済研究』, 第47巻第2号, 比較経済体制学会, も併せて参照されたい. バルト3国と同様に固定的な為替相場を採用していたブルガリアでは, 2004年以降, 銀行の与信ポートフォリオの増加率に閾値を設け, 超過した場合には与信額の倍の準備金を積みさせる行政措置を行い信用膨張の抑制に一定程度成功している[Wunner (2006), pp.4-6.].

引用・参考文献一覧

- Árvai, Z., K. Driessen and I. Ötker-Robe (2009), “Regional Financial Interlinkages and Financial Contagion Within Europe”, *IMF Working Paper 09/6*, IMF.
(<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=22569.0>)
- Backé, P. and T. Zumer (2005), “Developments in Credit to the Private Sector in Central and Eastern Europe EU Member States: Emerging from Financial Repression — A comparative Overview”, *Focus on European Economic Integration*, 02/2005, Oesterreichische Nationalbank.
- Banincova, E. (2010), “Baltic Economies and Financial Crisis in the EU”, *EU Studies in Japan*, No.30, pp.178-198.
- Darvas, Z. (2009a), “The Impact of The Crisis in Budget Policy in Central and Eastern Europe”, *Working Paper*, 2009/5, Bruegel.
- Darvas, Z. (2009b), “The Baltic Challenge and Euro-Area Entry”, *Policy Contribution*, 2009/13, Bruegel.
- ECB (2005), *BANKING STRUCTURES IN THE NEW EU MEMBER STATE*, Frankfurt.
(<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/bankingstructuresnewmemberstatesen.pdf>)
- Goldstein, M. (1998), *The Asian Financial Crises: Causes, Cures, and Systemic Implications* (Policy Analyses in International Economics 55), Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Grigonytė, D. (2010), “FDI and structural reforms in the Baltic States”, *Country Focus*, vol.7 (5), European Commission.
(http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/country_focus/2010/pdf/cf-7-05_en.pdf)
- IMF (2009), *Global Financial Stability Report, April 2009*, Washington, DC.
- Krugman, P. (1979), “A Model of Balance of Payments Crises,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.11, August 1979, pp.311-325.

Kutos, P. and H. Vogelmann (2005), “Estonia’s External Deficit: Assign of Success or a Problem?”, *Country Focus*, vol.2 (13), European Commission.

(http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication11321_en.pdf)

Lamine, B. (2009), “Estonia: analysis of a housing boom”, *Country Focus*, Vol.6 (07), European Commission, (http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication15590_en.pdf)

Liive, L. (2005), “Estonia”, in Masciandaro, D. editor 2005, *Handbook of Central Banking and Financial Authorities in Europe: new architectures in the supervision of financial markets*, UK, Cheltenham.

Obstfeld, M (1994), “The Logic of Currency Crises”, *NBER Working Paper* No.4640.

Wunner, N. (2006), “Credit growth in Bulgaria – what are the policy challenges?”, *Country Focus*, vol.3 (11), European Commission.

(http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication1298_en.pdf)

秋葉まり子, Maria Lissowska (2006), 「ポーランドにおける商業銀行の制度化と与信行動」, 『比較経済研究』, 第43巻2号, 43–50頁, 比較経済体制学会.

岩田健治 (2010), 「世界金融危機とEU金融システム」, 『日本EU学会年報』, 第30号, 39–65頁, 日本EU学会.

太田瑞希子 (2010), 「EU金融監督システムの改革—『ドラロジュール報告』に至る背景とその試み」, 田中素香編著, 『世界経済・金融危機とヨーロッパ』, 283–308頁, 勁草書房.

河西宏之 (2001), 「通貨危機伝染の諸論点」, 『国際関係紀要』, 第11巻第1号, 亜細亜大学国際関係学部.

川本明人 (1995), 『多国籍銀行論—銀行のグローバル・ネットワーク』, ミネルヴァ書房.

国宗浩三 (2006), 「通貨危機の理論—マクロ経済学の潮流との関係を中心として—」, 梅崎創編『調査研究報告書 発展途上国のマクロ経済分析序説』, 89–114頁, アジア経済研究所.

(http://www.ide-jetro.jp/Japanese/Publish/Download/Report/pdf/2005_04_22_05.pdf)

小山洋司 (2009), 「中東欧の経済危機—バルト3国を中心に—」, 比較経済体制学会秋季大会共通論題報告論文 (<http://www.ritsumeai.ac.jp/~hirotana/koyama.pdf>).

佐藤隆文 (2009), 『バーゼルIIと銀行監督』, 東洋経済新報社.

高木信二 (2009), 「国際通貨基金(IMF)による危機管理プログラムについて—1997年アジアと2008年ヨーロッパの比較」, 『JBIC国際調査室報』第1号, 121–139頁, 国際協力銀行.

竹田憲史 (2007), 「通貨・金融危機の発生メカニズムと伝染: グローバル・ゲームによる分析」, IMES discussion paper series; no.2007-J-4, 日本銀行金融研究所.

(<http://www.imes.boj.or.jp/japanese/kinyu/2007/kk26-2-3.pdf>)

田中素香 (2007), 『拡大するユーロ経済圏—その強さとひずみを検証する—』, 日本経済新聞出版社.

田中素香 (2010), 「金融危機を経た欧州経済—統合の行方」, 『Business & Economic Review』Vol.20, No.4, 2–24頁, 日本総合研究所.

バニンコバ・エバ (2008), 「1990年代以降の中東欧・バルト3国への直接投資パターン—投資国別・産業別分析—」, 『経済論究』第131号, 67–81頁, 九州大学大学院経済学会.

バニンコバ・エバ (2009), 「世界経済危機に至るバルト3国の信用拡大」, 『経済論究』第134号, 97–112頁, 九州大学大学院経済学会.

定期刊行物

Bank of Estonia, *Financial Stability Review*, various issues.

Bank of Latvia, *Financial Stability Report*, various issues.

BSCEE, *BSCEE Review*, various years.

ECB, *EU Banking Sector Stability*, various issues.

Swedbank, *Facts*, various issues, and *Year-end report*, and, *Annual Report*, various years.

URL (引用・参考文献のURL含め2011年5月23日アクセス可能を確認)

Bank of Latvia (Latvijas Banka) <http://www.bank.lv/eng/main/all/>

Bank of Lithuania (Lietuvos Bankas) <http://www.lb.lt/home/default.asp>

Bank of Estonia (Eesti Pank) <http://www.eestipank.info/frontpage/en/>

Bank of Hungary (Magyar Nemzeti Bank) <http://english.mnb.hu/>
BIS (Bank for International Settlements) <http://www.bis.org/>
Bruegel <http://www.bruegel.org/>
Czech National Bank <http://www.cnb.cz/cs/index.html>
ECB (European Central Bank) <http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>
Eurostat <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home>
Finansinspektionen (Swedish Financial Supervisory Authority) <http://www.fi.se/>
IMF (International Monetary Fund) <http://www.imf.org/external/index.htm>
— WEOD (World Economic Outlook Database) <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=28>
NASDAQ OMX Baltic Markets <http://www.nasdaqomxbaltic.com/market/>
National Bank of Poland (Narodowy Bank Polski) <http://www.nbp.pl/Home.aspx>
Nordea <http://www.nordea.com/>
SEB (Skandinaviska Enskilda Banken) <http://www.seb.se/pow/default.asp>
Swedbank <http://www.swedbank.com/index.htm>
Warsaw Stock Exchange <http://www.gpw.pl/>