

## 中・東欧諸国における金融政策の効果波及経路（要旨）

神戸大学大学院

井上 武

はじめに

第五次拡大により欧州連合（EU）加盟を実現した中・東欧 8ヶ国にとって今後の主要な課題は、経済・通貨同盟（EMU）に参加し、単一通貨ユーロを導入することである。実際、エストニア、リトアニア、スロベニアは 2004 年 6 月、ラトビアは 2005 年 4 月、そしてスロバキアは同年 11 月に、為替相場メカニズム II に参加しており、さらにインフレ率、長期利子率、財政収支、そして政府債務に関する「マーストリヒト条約の収斂基準」の履行を通じて、2007 年から 2009 年にかけての EMU 加盟を目指している。またその他のチェコ、ハンガリー、ポーランドも数年以内に同様の過程を辿ることが予想されている。

このように中・東欧の EU 新規加盟国はユーロ圏参加に向けた動きを本格化させているが、収斂基準の達成はユーロ導入の前提条件に過ぎず、EMU 加盟後の経済的な安定と成長を必ずしも保証するものではない。なぜならユーロ圏加盟により各国中央銀行は金融政策の自律性を放棄し、代わりに欧州中央銀行が域内共通の金融政策を担うことになるが、共通金融政策に対する国内経済の調整速度や反応規模が既加盟国と大幅に異なる場合、比較的経済規模の小さい中・東欧諸国が犠牲にされることが考えられるからである。EMU 設立時にも同様の問題が懸念され、欧州連合条約の締結により通貨統合が現実味を帯びた 1990 年代中葉以降、EMU 現加盟国を中心に金融政策が实体经济にどのような影響を及ぼすかについて多くの研究が行われてきた。本稿ではこのような先行研究に基づき、近い将来、ユーロを導入することが見込まれる中・東欧 8ヶ国について金融政策の効果波及メカニズムを定量的に分析し、その特徴を比較することにより、中・東欧各国がどの程度までユーロ圏に収斂しているかを明らかにしている。

### 1 中・東欧諸国における金融システム

#### 1. 1 金融部門の発展段階と金融仲介機能の役割

計量分析に先立ち、金融システムの特徴を検証している。国内信用の対 GDP 比は、中・東欧諸国の金融深化がユーロ圏の水準には大きく及ばないものの、民間信用を中心として着実に進展していることを示している。また銀行総資産と株式時価総額からは、近年、銀

行部門と株式市場はその規模を拡大させているが、依然ユーロ圏の半分以下の水準に留まっていることが分かる。最後に、銀行部門と株式市場の外部金融としての重要性を比較したところ、中・東欧諸国では銀行部門が主導的な役割を果たしていることが確認された。

## 1. 2 銀行部門の動向

中・東欧諸国の銀行数は 1990 年代前半、急速に増加したが、銀行監督制度の確立に伴い国内資本系の不健全な中小銀行が淘汰された結果、全体数はピーク時の半数程度まで減少し、外国資本が国内資本行の買収や新規参入を通じてその割合を高めている。国内 5 大銀行と外国銀行の市場シェアはいずれもユーロ圏より高く、平均して約 7 割の銀行資産が 5 大銀行に集中し、また外国資本に所有されていることが分かる。さらに、国内主要行の所有構成を見ると、バルト諸国ではスウェーデンの銀行による進出が顕著である一方、スロベニアを除く中欧諸国では国内主要行はユーロ圏に拠点を置く銀行グループの傘下に入っていることが分かった。

## 2 金融政策の効果波及メカニズム

### 2. 1 先行研究と本稿における分析の特徴

欧州連合条約の締結により EMU が現実味を帯びた 1990 年代中葉以降、EU 原加盟国やユーロ圏諸国における金融波及の相違を評価するためにベクトル値自己回帰 (VAR) モデルを用いた研究が盛んに行われてきた。中・東欧諸国についても近年、分析が進められているが、本稿は金融システムにおける銀行部門の主導的な役割を考慮して「銀行貸出」を VAR モデルに追加し、銀行部門に大きな影響力を持つ外国の変数を外生的にモデルに取り入れている点で先行研究と異なっている。

### 2. 2 モデル

先行研究では国家間の比較を容易にするために、多くの場合、同一のモデルが複数の対象国に適用されている。しかし分析対象の特徴を考慮せず、モデルを均一に特定化するアプローチは推定結果の信頼性を大きく損なう恐れがある。そこで本稿では Peersman and Smets (2001) や EFN (2004) などに基づき、国家間の比較検証が可能な程度に為替制度や経済規模などの特徴を考慮して、中欧 5 ヶ国、バルト 3 ヶ国、そしてユーロ圏に分けて VAR モデルを特定化している。

### 2. 3 データの定義, 出所及び特性

VAR モデルを構成する鉱工業生産, 消費者物価, 貨幣量, 銀行貸出, 名目実効為替レート, そして短期名目利子率に関するデータは IMF International Financial Statistics と各国中央銀行から月次データを入手した。またサンプル期間については中欧 5 ヶ国とユーロ圏では 1998 年 1 月から 2005 年 4 月まで, バルト 3 ヶ国については 1998 年 1 月から 2005 年 1 月までとしている。なお各変数の系列について単位根検定を通じて特性を検証したところ, ADF 検定と KPSS 検定からほとんどの系列は 1 次和分されていることが分かった。

### 2. 4 因果性検定

VAR モデルを構成する各変数間の因果性検定に際しては, 単位根や共和分といった時系列データの特性についてほとんど注意を払うことなく因果関係が検証できる, Toda and Yamamoto (1995) の Lag - Augmented VAR (LA - VAR) モデルを適用している。LA - VAR モデルを通じて Granger 検定を行った結果, 経済変数の因果関係は中・東欧各国が採用している金融政策レジームを反映してユーロ圏に対してだけではなく, 中・東欧諸国間でも大きく異なっていることが明らかになった。

### 2. 5 インパルス応答関数による分析

金融政策ショックが経済変数間をどのように伝播していくかを示すインパルス応答の形態を通じて, ユーロ圏と中・東欧諸国の金融波及メカニズムを比較検証した結果, 金融政策ショックが実体経済に与える影響は中・東欧諸国間で異なっており, ユーロ圏との類似性については, チェコ, ハンガリー, ポーランドが比較的高く, バルト諸国がこれに続き, スロバキアとスロベニアでは多くの点でユーロ圏との間に相違が見られることが確認された。

### 2. 6 予測誤差分散分解の結果

VAR 分析の締め括りとして, 経済変数の変動に対する構造ショックの寄与度を検証した結果, ユーロ圏では金融政策の物価及び生産の変動に占める影響は 4 年先でも 9%弱と限定的であるのに対して, 多くの中・東欧諸国では金融政策ショックが生産, 物価, あるいはその両方の変動に比較的大きな影響を持っていることが分かった。例外はチェコであり, 同国では物価と生産の予測誤差分散に対する金融政策ショックの説明力はユーロ圏よりも

小さくなっている。その他の変数については、中・東欧諸国では金融政策ショックが利子率と為替レートの変動に対して大きな影響を持つ傾向にあるが、ユーロ圏とチェコではその寄与度がいずれもより低くなっていることが確認される。

### 3 本稿の結論と今後の研究課題

2004年5月にEU加盟を実現した中・東欧8ヶ国の内、バルト各国、スロベニア、そしてスロバキアの5ヶ国は2006年から2007年のユーロ導入を目指して、前提条件である「マーストリヒト条約の収斂基準」の履行に向けて動き出している。このようにこれら5ヶ国はユーロ導入という点ではチェコ、ハンガリー、ポーランドに先行しているが、金融システムの特徴を検証すると、チェコを初めとするビシェグラード4ヶ国の方がユーロ圏との金融面での統合を進展させていることが分かる。

またVARモデルを用いて、中・東欧諸国とユーロ圏の金融波及メカニズムを分析した結果、Granger検定からは変数間の因果関係は各国が採用する金融政策レジームを強く反映していること、そしてインパルス応答関数からはチェコ・ハンガリー・ポーランド、バルト諸国、そしてスロバキア及びスロベニアの順に金融政策の波及効果がユーロ圏に類似していることが明らかになった。

このように中・東欧諸国における金融政策の効果波及メカニズムは変数間の因果性とインパルス応答のいずれにおいてもユーロ圏に対してだけではなく、中・東欧諸国間でも異なっていることが分かった。因果性の相違は各国の金融政策レジームを反映したものとなっているため、ユーロ圏に加盟にすることにより各国の多様性は解消されていくことが予想されるが、波及効果の相違についてはユーロ導入後の中・東欧諸国における経済的安定を脅かす恐れがあるため、より深刻な問題であると考えられる。

以上のように、金融波及メカニズムの特徴は実際の中・東欧諸国におけるユーロ導入に向けた動きとは一致していない。従って、特に比較的早期のユーロ導入を目指しており、且つユーロ圏の金融波及との間に大きな相違が見られるスロベニアとスロバキアについては、今後より詳細な分析が必要であると思われる。またCecchetti (1999) や Ehrmann, Gambacorta, Martinez - Pages, Sevestre and Worms (2003) などはユーロ圏諸国の間で金融波及が異なる要因について、法体系や金融制度の性質という制度的な枠組みから分析を行っているが、このような観点からの分析が中・東欧諸国にも拡張され、拡大ユーロ圏における金融波及メカニズムを体系的に検証することも今後の重要な研究課題になるもの

と考えられる。

#### 参考文献

- Cecchetti, Stephen G. (1999) “Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism,” *NBER Working Paper Series*, No. 7151, June.
- Ehrmann, Michael, Leonard Gambacorta, Jorge Martinez - Pages, Patrick Sevestre and Andreas Worms (2003) “The Effects of Monetary Policy in the Euro Area,” *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 19, No. 1, pp. 58 - 72.
- European Forecasting Network (2004) “Monetary Transmission in Acceding Countries,” *EFN Report Spring 2004 The Euro Area and the Acceding Countries*, Milano: EFN, pp. 21 - 27.
- Peersman, Gert and Frank Smets (2001) “The Monetary Transmission Mechanism in the Euro Area: More Evidence from VAR Analysis,” *ECB Working Paper Series*, No. 91, December.
- Toda, Hiro Y. and Taku Yamamoto (1995) “Statistical Inference in Vector Autoregressions with Possibly Integrated Processes,” *Journal of Econometrics*, Vol. 66, pp. 225 - 250.