

# 海外事務所作成「ディスカッション・ペーパー」の紹介

日本銀行ロンドン事務所では、その調査活動の成果を公表し、内外の有識者に議論して頂くとともに、幅広くコメントを頂戴することを目的としてディスカッション・ペーパー（英文）<sup>（注1）</sup>の作成を開始した。以下はその第2号として公表されたディスカッション・ペーパーの概要を紹介したものである。

## Experiences of Three Eastern European Countries during the Russian Crisis – An Analysis of “Contagion”<sup>（注2）</sup>

98年8月のロシアによるデフォルトは国際金融市場を震撼させ、ラテンアメリカ等の他地域にも影響を及ぼした。その一方で、ロシアと関係が深いとみられてきた東欧諸国、とりわけポーランド、ハンガリー、チェコの3か国への影響は比較的軽微に止まっている。各国のソブリン・スプレッド<sup>（注3）</sup>をみても、デフォルト後にロシア、トルコ、南ア等で急拡大をみた一方、東欧諸国の拡大はマイルドなものに止まっていた（後掲Chart）。一部には、これを単なる偶然とみる向きもあるが、民主化後の市場型資本主義経済への移行努力や、EU諸国との関係強化が、東欧経済の“contagion”に対する抵抗力を養った側面も無視し得ない。

本稿では、東欧市場と関係の深い市場関係者

やアナリストとのディスカッションを踏まえ、東欧諸国が国際的“contagion”を遮断できた原因について、①市場のセンチメントを重視する見方、②ファンダメンタルズの相違を重視する見方、③短期資本移動規制の存在を重視する見方に分類し、論点整理を試みた。

### 1. 市場のセンチメントを重視する見方

ロシア危機の直後には、「東欧諸国は、偶然、世界的な“contagion”の連鎖の外に位置したため、通貨アタックを逃れることができた」との見方がトレーダー等の間で有力であった。この背景には、「通貨アタックは、市場のセンチメントの変化が発端となり、その防衛に失敗した場合には、ファンダメンタルズとは無関係に自己実現的な市場の崩壊が発生する」との考え方がある。市場のセンチメントの変化が生じなかった背景として指摘されているのは、以下の2点。

（注1）ディスカッション・ペーパーの内容や意見は執筆者個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。

（注2）本稿はロンドン事務所の大橋一成（現信用機構室）およびCharlotte Honebonが共同で作成したものである。

（注3）ここでは各国の発行する米ドル建てユーロ債と米国債の利回りのスプレッド。

### ①東欧の資本市場の規模の小ささ

ロシア破綻で被害を受けた大手ヘッジファンド等“big players”は、ある程度の規模と流動性のある市場にのみ興味を示すが、東欧の資本市場は比較的小さかったため、ラ米市場のようにこうした市場参加者によるポジション手仕舞いの影響を受けなかった。

### ②東欧諸国がDM圏に属していること

近年、「周辺国通貨は国内ファンダメンタルズとは無関係にアンカー国通貨の変動に翻弄されやすくなっている」との指摘がある。この点、ドル／DM市場のボラティリティの低さ、外貨準備としてのDMの市場流動性の高さが東欧諸国の相対的に良好なセンチメントを下支えした。

## 2. ファンダメンタルズの相違を重視する見方

東欧諸国のマクロ・ミクロ経済政策が奏効したとの見方。注目点の置き方により、以下のような分類が可能。

### ①ロシアから欧州への中心国経済圏のシフトを重視

市場参加者の間で広く共有されている見方で、「東欧3か国とEUの政治的、経済的ファンダメンタルズの結びつきの強化が、金融危機の際のアンカーの役割を果たした」とするもの。近年の東欧諸国におけるEU諸国との貿易関係の強化、EUへの高い参加意欲に支えられた経済構造改革、欧州からの直接投資の増加による外貨建て短期借入依存度の低さ等が、比較的金融危機の影響を受けなかった背景にある。

### ②経済・構造改革の奏効を重視

国際機関や金融当局に近い立場からの見方で、東欧諸国の財政再建、産業合理化、インフレ抑制策の成功が今回の危機を乗り越えた要因とするもの。特にインフレ対策については、各国の中央銀行の独立性が尊重されていることや、自国通貨のドル・DMに対するクローリング・ペッグ制の採用により、米・独の金融政策のディシプリンを輸入できたことが奏効している。また、これら東欧3か国の金融・資本市場育成やインフラ整備の努力が、海外投資家の信認の向上に繋がったとの指摘も多い。

### ③投資家のモラル・ハザードの発生を重視する見方

一部のエコノミスト等の間では、「東欧3か国（特にポーランド、ハンガリー）では、市場において自己責任原則が貫かれたため、アジアやロシアでみられたような過剰投資が起こらなかった」との見方が存在。アジア諸国では、債券市場が未発達であることや、政府や金融機関のディスクロージャーが不十分であるため、そもそもリスク評価が困難。また、アジアに特有の政府と産業との密接な関係等が、政府の“safety net”を期待する土壌を醸成した。ロシアについては、「世界第二位の核保有国を国際社会が放置することはない」との幻想が、過剰投資の放任に繋がった。

一方、東欧3か国は、政府・中銀が市場との積極的な対話を通じて投資家の信認を確保してきた。例えば、統計整備やディスクロージャーについても積極的な取り組みがみられた。

### 3. 短期資本移動規制の存在を重視する見方

アジア危機の際、為替規制の厳格な国が通貨アタックを回避できたことに着目、「性急な短期資本移動の自由化が危機発生に繋がった」とする見方。対外借入率が高いハンガリーにおいて、1年以内の金融商品が海外投資家に解放されていないことを重視。しかしながら、ポーランドおよびチェコでは短期資本移動規制が自由化されており、東欧の経験からこう

した結論を導き出すのは困難。

通貨アタック時における短期資本移動規制の必要性について、完全に否定することはできないが、安易な資本移動規制は資本コストを増加させ、長期的に経済成長を阻害する可能性がある。また、「長期金融資本市場が成長する前提条件として、使い勝手のよい決済手段やヘッジ手段を提供する短期金融資本市場の存在が不可欠」との指摘もみられる。

