

大野成樹著

『ロシアにおける金融と経済成長』  
—政策効果と金融市場に関する実証分析—

北海道大学出版会 2022.5 ix + 257 ページ

上垣 彰

(西南学院大学名誉教授)

E-mail: uegaki@seinan-gakuin.jp

本書は「ロシアにおける金融と経済成長に関する諸問題を、政策効果と金融市場に関する実証分析の側面から論じ」た (p. 1)、本格的な研究書である。ここで「実証分析」とは、高度な計量手法を用いて、政策が効果を得るまでの因果の系列を明快に読者に提示することを指す。

近年ではロシア経済の現状分析においても、国際学術誌に投稿する場合は、計量分析はほとんど「マスト」であり、その意味では、本書はその国際的潮流に倣刺す著作であるとは言えよう。しかし、本書のようにテーマをある程度絞って、そのテーマを分析するにあたって、一著作全体を計量手法で貫いているものは、国際的に見ても珍しいのではないだろうか。地域研究者なら、一書をまとめるにあたって、制度論的説明や、歴史的経緯の叙述、また政治経済学的解釈を行う誘惑に逆らうことは困難である。ところが、本書の叙述を見ると、著者はそれらを意識的に禁欲しているように感じられる。もちろん制度や歴史や政治に触れていないわけではないが、それらも巧みに計量分析の枠内に落とし込んでいる。このような意味で、評者は、本書を強固な方法意識に支えられた著作であると評価したい。

さて、本書は、短い「序論」から始まり、それに9つの章が続き、最後に「結びにかえて」がおかれている。9つの章は、3章ずつにまとめられ、順に「第I部 金融政策の効果」、「第II部 金融の発展と経済成長」、「第III部 国際原油価格と金融市場・経済成長」と名付けられている。以下では、各箇所の主張を評者なりにまとめ、次に、本書のロシア経済研究上の意義を挙げる。最後に、今後の研究の進展を促す意味で、評者が感じた若干の違和感を示す。

「序論」は、基本的には第1章以下での分析の要約に割かれているが、それに先立って、「ロシア経済に関する重要な論点」が提示されている。まず、筆者は(2014年の油価暴落期までは)「ロシア中銀は国際金融のトリレンマから為替レートの安定と自由な資本移動を選び、独立した金融政策よりも優先させた」と主張する(第1の論点;ただし、著者自身がこれを「第1の論点」と表現しているわけではない)。次に著者は「重要な論点」として、金融政策指標を、通貨供給量とするのか、短期金利とするのかという問題を取り上げる(第2の論点)。さらに著者は、金融と経済成長の間の関係に関して、M2の対GDP比と経済成長との因果性が銀行貸出の対GDP比と経済成長との因果性かという論点を示す(第3の論点)。最後に、著者は豊富な原油の存在が経済成長にプラスのみならずマイナスの影響を与え得るとする(第4の論点)(p. 2)。どの論点も、ロシア経済の特殊性と一般性を見極める際に念頭におくべき論点である。では著者が、具体的にこれらの論点をどう処理しているのか、各章ごとに見ていこう。

本書第1章は、「金融政策手段および政策運営」と題されている。ここで著者は、金融政策の効果を考察する前段階として、ロシアにおける金融政策の手段を論じている。金融政策指標の確定に際しては、通貨供給量を指標とするMルールと、短期金融市場の金利を指標とするRルールがあるが、2000年から2013年8月においては、ロシア中銀はMルールに従って行動していたとする。2013年9月以降には、ナビウリナ新中央銀行総裁のもとで政策金利が変更され、2014年には変動相場制に移行したことから、ロシア中銀はRルールに従って

行動していたとしている (p. 37).

第2章は「為替・金融政策の効果」と題されている。ここでは Sims のリカーシブ識別アプローチによる構造 VAR モデルを利用して推計が行われている (p. 39)。基本モデルでは、国際原油価格、通貨供給量 M0、翌日ものコールレート、実質 GDP の4つを変数とし、1999～2011年の為替・金融政策が生産や金融市場に与えた影響が分析されている (pp. 41-42)。通貨供給量ショックを金融政策ショックとして識別してインパルス応答分析を行ったところ、金融政策ショックは実質 GDP に持続的に正の影響を与えたとしつつ、分散分解およびヒストリカル分解により、通貨供給量ショックは実質 GDP の変動に重要な役割を果たしているが、金利ショックの影響力は相対的に小さいことを明らかにしている (p. 64)。以上のようにして、著者は第1章と第2章で「序論」で示された第2の論点に回答を与えている。

「第3章 FAVAR による金融政策の効果分析」は、第2章よりさらに高度な計量手法が採用されている。FAVAR がそれである。FAVAR とは、観察不可能な要素の存在を想定して、それと観察可能な変数とをモデルに組み込むことによって、多数の変数の動きを把握することを可能にしたものようである。本章で重要なことは、著者が、モデル分析によって明らかになった諸事実を「国際金融のトリレンマ」の観点から解釈していることである。すなわち、第1期 (2004年1月～2008年6月)、第2期 (2008年7月～2013年8月) および第3A期 (2013年9月～2019年12月) のうちの2014年の原油価格暴落までの時期においては、著者は「ロシア中銀は為替レートの乱高下に直面して、為替レートの変動を緩和させるための措置を採らざるを得なくなった」、「それゆえ、ロシア中銀は国際金融のトリレンマから為替レートの安定と自由な資本移動を選び、一時的に独立した金融政策よりも優先させた」と主張するのである (p. 93)。他方、第3B期 (2014年11月～2019年12月：第3A期と重複しているが誤植ではないようだ) に関して著者は「ロシア中銀は、ループルレートの水準に影響を与えるような介入を実施していない」、「このことは為替レートの安定よりも、独立した金融政策と自由な資本移動を優先させたことを意味しており、ロシア中銀の政策は物価の安定を志向していることが窺える」 (pp. 93-94) という。このようにして、著者は「序論」での第1の論点を回収している。

「第II部 金融の発展と経済成長」を成す第4章～第6章のうち第4章は「金融の発展と経済成長の関係」と名付けられている。ここでは、「金融の発展が経済成長を促進するのか、それとも経済成長が金融の発展に寄与するのか」という問題が取り上げられている。特に著者が注目するのは、「(ロシアにおける) 豊富な天然資源が賦存することで、金融と成長の因果性が影響を受ける可能性があること」である (pp. 99-100)。この問題は、それ自体としては、「序論」で詳しく触れられていないが、「序論」における第3の論点、すなわち「M2か銀行貸出か」の問題に答えること (それは第5章、第6章で行われる) で、「金融と成長」の問題に答えるという論理構成になっているようだ。第4章の方法としては、VAR モデルを利用し、Toda and Yamamoto のグレンジャー因果性検定を実施している (p. 100)。分析結果は複雑で簡単には要約できないが、興味深い発見を二つ取り上げておこう。① 1999年第2四半期から2008年第3四半期においては、実質 GDP と通貨供給量の間には双方向の因果性が見られたのに、実質 GDP と銀行貸出の間には、実質 GDP から銀行貸出への一方向の因果性しか見出せなかった (pp. 106-107)、② 2014年第1四半期から2019年第4四半期においては、銀行貸出から実質 GDP への因果性が検出された (p. 112)。

第5章「通貨供給量の増減と信用面での対応」では、著者は「マネタリーサーベイ総括表」(p. 113)を利用して、「ロシアの広義流動性」を資産側から見て、その増減の要因を「対外資産の寄与度」、「政府向け信用の寄与度」、「企業・個人向け信用の寄与度」に分割して調べている (p. 215)。この準備的考察をうけて、「第6章 金融政策の効果波及経路としての銀行貸出チャンネル」に続く。著者はここで、ロシアにおいて金融政策の効果波及経路としての銀行貸出チャンネルが存在することを明らかにした (p. 144)。第5章、第6章の分析は「序論」での第3の論点と関係している。

第7章から第9章までの3章は「第III部 国際原油価格と金融市場・経済成長」としてまとめられている。ここでは第6章までは十分に考慮されてこなかった国際経済の条件が分析に組み入れられている。そのうち第7章は「原油価格、株価、為替レート間の因果関係」である。この章での分析の結果は以下のとおりである。① 2002年のはじめから2019年6月末まで原油価格から為替レートの因果性が示された、② 1998年のロシア金融危機に際しては為替レートから株価への因果性が見られたが、2008年の世界金融危機に際しては株価から為替レートへの因果性が検出された。この結果は、両危機の性質が異なるものである可能性を示している (p.

173).

「第8章 原油価格がBRICsの株価に与える影響」は分析対象をロシア1国に限定せずに、BRICs諸国に拡大した分析である。本章の結論は、「ブラジル、ロシア、インド、中国のいずれの国においても、実質株式収益率は何らかの原油価格指標の正のショックに対して有意に正の反応を示した」というものである (p. 191)。「第9章 米国経済および原油価格がロシアを含む国際金融市場に与える影響」はさらにグローバルに分析対象を広げている。ここで著者は「反事実分析」を実施している。すなわち為替レートを経路として米国の金融政策が他国に影響を与える度合いを調べるために、すべての変数が為替レートに与える影響を、事実に対してゼロと設定した上で、この反事実インパルス応答を、元の数値と比較するのである。第9章全体の結論として著者は「ロシアの株価、為替レート、金利は原油価格のみならず、原油価格にも影響を及ぼす米国経済の影響を受けている」(p. 224)とする。このようにして著者は、ロシア経済が世界経済の一環として、そのグローバルな動向の影響を受けながら運営されている姿を巧妙に示しているのである。第7章～第9章の分析は「序論」の第4の論点に対する回答の準備作業であるとみなせる。

本書は「結びにかえて 資源の恵み・資源の呪い」をもって閉じられる。ここでは、第9章までに著者が主張してきたことを、要約・確認した後、いわゆる「資源の恵み・資源の呪い」論に叙述が進む。すなわち「序論」における第4の論点がここで検討されるわけである。著者は、丁寧に当該問題の先行研究をレビューした上で、著者自身の主張を対置する。著者は「資源の呪いは、資源が存在することで経済成長が阻害される現象等を意味する」(p.227, 注92)と定義づけた上で、原油価格上昇期には、「製造業の寄与もありGDPが大きく成長した。こうしてロシア経済は「資源の恵み」を一定程度享受することができた」と主張する (pp. 228-229)。他方、原油価格の急落期には、「資源の呪い」が現出したとする。例えば、2014～2015年の時期に関しては、「ロシアの金融政策は...制約を受け、国際金融のトリレンマから為替レートの安定と自由な資本移動を選び、独立した金融政策よりも優先させてきた。この意味で2014～2015年の原油価格暴落によるルーブルレートの下落や物価上昇は「資源の呪い」となった」とする (pp. 233-234)。著者は、このように「呪い」の内容を狭く限定した上で、短期的反応を評価する。このような視角は、良くも悪くも、本書全体を貫く著者の方法を象徴している。

以下、本書のロシア経済研究への貢献について述べる。まず、著者は「序論」で提起した4つの「重要な論点」のどれに対しても明快に回答を与えていることは当該研究分野への大きな貢献であるとみなせる。すなわち著者は、①「国際金融のトリレンマ」の枠組みでロシア中銀の政策を評価すること、②中銀の金融政策指標として短期金利(Rルール)と通貨供給量(Mルール)のどちらが重視されていたのかを時間的推移の中で判断すること、③「M2の経済成長との因果性」か「銀行貸出の経済成長との因果性」のどちらが顕著であったかを明らかにすること、④ロシアは「資源の恵み」を享受したのか「資源の呪い」を被ったのかという諸問題全てに、ありきたりではなく、オリジナリティのある答えを提示している。著者は今後ロシア経済研究者の間で討議されるべきフォーラムを提示してくれているのである。

本書の第2の貢献は、計量分析を実施するにあたって、厳密な手続きを明示していることである。本書で利用される構造VAR、リカーシブ制約、FAVAR、構造安定性検定、Toda and Yamamotoのグレンジャー因果性検定、GMM、GVAR、反事実分析等の方法・技法は、単に「計量のための計量」を行うのではなく、当該問題の解決にあたってはその方法が適しているのだということを、読者が納得できるような叙述になっているのである(宮尾2006を参照のこと)。後進の研究者に、計量分析の作法の手本となっていると言える。

第3に、著者が先行研究を実に丁寧にフォローしていることに、評者は驚いた。巻末の膨大な文献目録は単なる飾りではなく、それらを深く読み込んで利用していることは、計量手法を解説した箇所や、ロシアの経済政策の内実を概観した箇所を読めばわかる。

最後に、本書を読んで評者が感じた違和感について論じたいと思う。まず第1に評者は、本書各章の分析対象時期の設定の仕方に戸惑った。いくつか抜粋すると、分析対象期間が、第2章では1999年第2四半期から2011年第2四半期まで、第3章では2004年1月から2019年12月まで、第4章では1999年第2四半期から2019年第4四半期までなどとされ、統一性に欠けるのだ。またそれぞれの章で分析期間がさらに小区分されている場合も多い。

もちろん評者は、著者がこのような執筆方針を採用した「事情」は十分に理解する。個々の章は元々内外の学術誌に単独論文として投稿されたものであり、著者はその都度、入手可能な時期のデータを最大限利用して執筆

されたのであろう。それを一冊の書物にまとめる場合も、分析対象時期をあらためて「調整」することなど、技術的にはほとんど不可能であろう。

それにもかかわらず評者がこのことに拘るのは、本書の叙述が、「ショック」の発現に対する短期的な「応答」を描き出すことに焦点が置かれているために、時期設定の微妙なズレが災いして、少なくとも 1990 年代の半ばから 2010 年代終わりにかけての 20 数年間のロシアの金融政策の変遷とその帰結の大きな流れを掴み取りにくくなっているからだ。VAR の枠組みに即して言えば、それはある程度長期を分析対象として、その中に、VAR の係数の変更を伴う政策ルールの変遷を見るような研究が求められるのである（照山 2001, VI 章）。

第 2 に、本書の主題である金融の発展と経済成長に関しては、非常に重要な発見が本書にあることは認めた上で、その枠組みが狭すぎるのではないかという感想を持った。著者は第 4 章の注 41 で「本章では、金融仲介サービスの量と質の改善は通貨供給量および経済主体への貸出額に反映されると仮定する」と言っている。またこの章のモデルでは「成長」は四半期ごとの一人当たり実質 GDP で測られる。しかし、「金融と成長」という問題設定を聞いて、一般読者は、金融サービスの制度的発展と産業構造の転換を含む長期的経済発展との関係を思い浮かべるのではないだろうか（寺西 1991）。実際、ロシアに関しても金融システムの後進性のために、エネルギー依存経済から脱却できないとか、中小企業が発達しないとかいう議論はしばしばなされている。著者自身もそのことは十分に理解した上で、そのような中長期的展望も、短期的応答関係を基礎として、明らかにできると考えておられるのかもしれないが、仮説的にも当該問題の中長期的展望を語ってほしかった。

#### 参 考 文 献

- 宮尾龍蔵（2006）『マクロ金融政策の時系列分析』日本経済新聞社  
寺西重郎（1991）『工業化と金融システム』東洋経済新報社  
照山博司（2001）「VAR による金融政策の分析」『フィナンシャル・レビュー』財務省財務総合政策研究所