

ロシアの為替政策

～ロシアの経験から学ぶもの～

2001年3月

荒木 信義

- 目 次 -

はじめに - 要約と結論 -

I . ロシアの為替政策とルーブル

1 . 1992 - 94 年のルーブルと為替政策.....	2
(1) 市場経済移行直後のインフレとルーブル.....	2
(2) 物価安定と為替政策.....	3
(3) ルーブル暴落.....	4
2 . コリドール制導入.....	5
(1) コリドール制下のルーブル.....	5
(2) 高い水準での為替安定の功罪.....	6
(3) ルーブル固定.....	7

II . ロシア通貨危機とその影響

1 . ルーブル大暴落.....	8
2 . 影響.....	9
(1) 物価.....	9
(2) ルーブル下落と輸入代替.....	9
(3) 輸出増加と経常収支.....	9
(4) ロシアの例外的要素.....	10

III . 中欧 3 カ国為替政策と外資政策

1 . ハンガリー.....	11
(1) 為替政策.....	11

(2) 外資導入政策.....	12
2 . チェコ.....	12
3 . ポーランド.....	14

IV . ルーブルの変動とロシア経済

1 . ルーブル下落の貿易に及ぼす影響.....	14
(1) 平価引き下げと貿易.....	14
(2) デフレ政策か平価切り下げか.....	15
(3) 平価切り下げの効果.....	16
(4) マーシャル・ラーナー条件.....	16
(5) 資源小国は国際競争力強化が必要.....	17
(6) ルーブル暴落とロシア貿易.....	17
2 . ルーブル高・高金利の悪影響.....	18
(1) 高金利・財政赤字・為替安定.....	18
(2) 高金利と投資資金不足.....	19
(3) 高い国債金利の財政負担.....	20
(4) ホットマネー流出.....	20
(5) ルーブル大暴落.....	21
(6) ロシアの経験からの教訓.....	22

はじめに - 要約と結論 -

高いルーブルは、インフレとの戦いに勝利した後、ロシア経済にとって望ましからざる存在となった。

体制移行直後のインフレを抑えるために、為替安定を優先させる政策は必要悪として是認される。しかし、長い間続けることは避けるべきである。市場経済下では、企業が利益を上げられるような環境づくりという見地からも為替政策を見直す必要がある。企業の利益増加は、良い品質の商品をより安くつくる努力と生産性向上によって実現される。計画経済下の企業経営者には、このようなマインドが希薄である。希薄でないとしても不十分であった。西ドイツの経営者は利益追求努力において東ドイツに勝っており、これが西ドイツ経済が東ドイツ経済に対して優位にたった理由の一つであった。

高すぎる為替相場は、経済成長にマイナスの影響を及ぼす。ロシアはルーブルを無理に高い水準に維持していたため、ロシアの工業製品輸出は伸び悩み、生産は減った。他方、貿易自由化と高すぎるルーブル相場が原因で、加工食品・軽工業品の輸入が増加して、競合する国内産業が打撃を受けた。高いルーブルがロシア経済の成長を妨げていた証拠に、1998年ルーブルが暴落した後、ロシア経済は成長を開始した。ルーブルが競争力を持ちうる水準になったので、ロシアの経営者もやる気を起こし、鉱工業生産や投資も増加に転じた。最近のロシア経済の好転は、石油の国際価格上昇によるところが大きいことは否定できないが、ルーブルの下落も生産増加の要因として重要である。

多くの体制移行国は資源大国ではないので、為替レートをいかにして貿易収支改善や国内産業の発展と結びつけるかは、極めて重要な政策課題といえる。

高すぎるルーブルの第2の問題点は、投資を停滞させたことである。それは次のような過程をたどって、投資資金の不足を招いたからである。為替相場は、長い間市場に逆らっていることはできない。高いルーブルの維持が困難となり、ルーブル急落のおそれが出てきたので、おそるべき資金のルーブル離れが起き、ルーブルは急落した。ルーブル高政策の行き詰まりを予感して、ロシア政府は現状の打開を図るべく、金利の大幅引き上げを実施した（とどまるところを知らないルーブル離れを抑えるには、そうする外に道はなかったからである）。ロシアの公定歩合が非常に高くなったので、国債金利も高くなった。ロシアの銀行は、企業に融資するよりも高い、しかも、確実に利益を得るべく国債を購入することに資金を集中させた。このため、企業は銀行から資金を借りられなくなり、投資資金

不足が生じ投資が停滞した。投資の重要性を考えると、金利は適正な水準を保つべきであり、そのためにも適正な為替水準が望ましいことになる。

投資の活発化に関連して、ハンガリーなどの一部の国が積極的に行っている外国直接投資がクローズアップされてきている。投資は経済発展のための必須の条件であるが、その主体は企業である。若々しい移行国が、その経済の基礎を確実に築くには、企業投資の活発化が要求される。移行国の企業が、市場経済国企業とを隔てる根本的なものにぶつかった場合、頼りになるのは外国直接投資である。移行国の企業は、若さの故に学ぶことも多くあり、資金とともに入ってくる外国の経営資源が有効な働きをする。それは、「経営管理上の知識と経験、パテントやノウハウをはじめマーケティングの方法を含めた広い技術的・専門的知識、販売・原料購入、資金調達などの市場における地位、トレード・マークあるいは信用、情報収集、研究開発のための組織」などである。¹

外国直接投資の導入には、貿易収支赤字を補う役割もある。ポーランド、チェコ、ハンガリーは、ロシアよりも早い機会に為替相場の固定をやめ、自国通貨のレートを適度なスローダウン（インフレ率とほぼ見合って下落）によって、成長パターンに入っている。これらの国の政策は妥当なものとして評価されるが、他方貿易収支は赤字になる傾向がある。このため、外国直接投資の導入は、国際収支を均衡させる意味を持っている。

為替レートの引き下げや外国直接投資導入も度を越すと弊害が生じるという限度がある。

為替レートの引き下げによる国際競争力向上よりも、企業の自助努力と政府の支援によって、企業が生産性を向上させ、これによって国際競争力を高めて輸出を増やすことが必要である。その好例を、50年代から60年代にかけての日本、西ドイツに見ることができる。

ロシアの経験から教訓を得ることにとどまらず、移行国が更に一歩進めて、日本やドイツに近づけることを希望する。

I . ロシアの為替政策とルール

1 . 1992 - 94年のルールと為替政策

(1) 市場経済移行直後のインフレとルール

¹ 金森久雄・荒木信義編『国際金融論』第9章「国際資本移動」(関口末夫著)(1976年、青林書院新社)

最初に、市場経済移行直後のルーブルとロシア経済について扱う。

ロシアは、改革派エコノミストでもあるガイダル首相代行が指揮をとって、市場経済移行を断行した。1992年初頭に思い切って価格の全面自由化を執行し、ルーブルについても市場の実勢を反映した価格での取引が行われるようになった（ルーブルが市場の実勢レートを反映した単一為替レートとして公表されるようになったのは、1992年7月1日以降のことで、ルーブルは、1ドル=125ルーブルでスタートした）。

価格自由化を始めるやいなや価格は急上昇を開始し、1992年末までに消費者物価は25.1倍にはね上がった。

ルーブルの購買力は激減し、1992年初めには100ルーブル紙幣で25個買えた品物は、年末には1個しか買えなくなった。ルーブルの購買力の急低下にともない、ルーブルの対ドル交換レート（以下ルーブル相場）は、1月の1ドル=100ルーブルから、年末には415ルーブルに下がった。それでも、ロシアの消費者物価の値上がりと比べると、ルーブルの相場下落は小幅にとどまっていた。

（2）物価安定と為替政策

その理由は、ロシア政府がルーブル相場を高め維持する政策をとったからである。その目的は、激しいインフレを抑制することであり、ルーブル相場下落がロシアの物価上昇率よりも低かったことで、外国品は安く買うことができた。1992年にロシア製品が平均して25倍に値上がりした一方、外国品は4.2倍の値上がりにとどまった。

安い外国品は、物価上昇のわりに賃金その他の収入の伸びが低かった市民の生活困難をある程度緩和するのに役立った。また、同時に貿易の自由化が行われたので、消費財購入の選択の範囲が広がり、値段も安いので、消費生活を豊かにすることになった。

ルーブル相場の高位安定には、マイナス面もある。外国品と競合する部門では、輸入品の増加で、販売が減った。また、輸出産業は、国際競争力を失い、輸出が減った。輸出入ともに、ロシアの生産を減らす作用があり、ロシアの経済成長率がマイナスになる要因の一つとなった。

1993年もルーブル高位維持政策を続けた。この年も年率840%というインフレが進行したので、金融引締め政策とともにルーブル相場を高く維持しようと努めた結果、ルーブル相場下落を200%にとどめた。

(3) ルーブル暴落

ルーブルの高位維持政策は、インフレの沈静化に一役買ったが、あまりにも長く続け過ぎた。

ドルの購買力よりもルーブルの購買力の低下が大きいため、ルーブルを持っているよりも、ドルを持っている方が有利になりドル買いが増えた。

ルーブルでドルを買う勢いが増すと、ルーブル相場は下がり、大量のドル買いが起きれば暴落する。特に政情不安などで、将来ルーブルが下がりそうになると、ドル買いが増え、ルーブル相場の維持ができなくなる。ルーブル相場維持のためには、中央銀行が外貨準備として保有しているドルを使って、外国為替市場でルーブルを買わなければならない。ルーブルの売りが大きくなると、外貨が底をつく心配がでてきて、ルーブル相場が維持できなくなる。

1993年9月下旬、ルーブル暴落は現実となった。この時エリツィン大統領と議会との対立が深刻となり、ルーブルの先行不安が高まった。激しいルーブル売りが起き、1週間に28%という大幅なルーブル相場の下落が起きた。

それから1年余りの後、前回にも増して大きなルーブルの暴落が起こった。1993年9月の暴落の後、ロシア政府は、金利を高くして資金をロシアに引き寄せると同時に、ルーブル相場が下がりそうになると中央銀行によるルーブル買い(ドル売り)介入を行った。このため、ルーブル相場は、秋まで維持されていた。

しかし、季節が秋になるとドル買いが増え、ルーブルの安定をおびやかし始め、その勢いは次第に高まっていった。中央銀行もこれに対抗して、手持ちのドルでルーブルを買い支えた。ドル売りを続けたので、1993年に45億ドルあったロシアの外貨準備は、10月11日までに18億ドルに急減した。残りがわずか18億ドルになったのを見て、ロシア中央銀行はドル売りを中止せざるをえなくなった。

中央銀行からのドル売りの支援が断たれると、ルーブルは下落し、坂道を転げ落ちるように急落することとなった。ルーブル相場は、1994年10月11日(暗黒の火曜日)に10月10日の1ドル=3,081ルーブルから3,929ルーブルへ、27.5%という大暴落となった。

1993年と1994年の2回の暴落は、ルーブル相場を無理に高く維持するのは困難であることを意味し、暴落を避けるために、インフレ率に見合っ、ルーブル相場を緩やかに下落させる政策に転換する必要性を暗示していた。

ところが、ロシア政府は為替安定政策を続行した。その背景には、物価上昇率が目立っ

て下がり始めたという事情があった。また、IMF から借款を受ける条件として、ルーブルの安定を要請されたことも為替安定政策を続行した理由にあげられている。

ルーブル安定のために、ロシア政府は、公定歩合を 1994 年 10 月の 130%から 1995 年初めに 200%へと大幅に引き上げた。1995 年のロシアのインフレ率は 230%だったが、年末のルーブル相場は、1 ドル=4,640 ルーブルと前年同期比 130%の下落にとどまった。インフレ率と対比すると、ルーブル相場は実質上 175%の切上げとなる。

2 . コリドール制導入

(1) コリドール制下のルーブル

7 月 6 日に導入されたコリドール制が、1995 年年央以降のルーブルの安定に役立っていた。ロシア政府は、為替安定を確実なものとする目的で、ルーブルの固定を目指し、その準備段階の第一歩としてコリドール制を導入した。

コリドール制とは、ルーブル相場の上限と下限を決め、狭い範囲に相場の変動をとどめようとするやり方である。

具体的には、1995 年 7 月 6 日から 10 月 1 日 (後に 11 月 30 日に変更) までの期間、ルーブル相場を 1 ドル=4,300ルーブルから 4,900ルーブルの間にとどめるとロシア政府は発表した。当初の目標では、10 月 1 日にルーブルを固定する予定だったが、実際のルーブル固定は、1998 年初めまでもちこされた。

この制度の目的について、当時経済政策の責任者であったチュバイス第一副首相は、「我々が達成しようと欲する主要な目的は、予見できること及び安定であり、これらは今日全ての人々が必要としている」と説明し、ロシア政府とロシア中央銀行は、100 億ドルの外貨準備の裏付けで、目標圏の維持を保証するであろうとチュバイスは付け加えた。ロシア政府は、1993 年 9 月や 1994 年 10 月に起きたようなルーブルの暴落が再び起きるのではないかとの懸念を拭い去ることを目指していたのである。

ニューヨーク・タイムズ紙(7月6日付)は、「6月に6.7%であった月間インフレ率が今後も低下し続けるならば、10月1日以降ロシア政府は、IMFがずっと以前に約束したルーブル安定基金 60 億ドルを要求して、ルーブル相場を固定する試みを決定できるであろう。あるいは、ルーブルの非常にゆっくりとした漸進的な平価切下げを認めつつ、一層狭いルーブル変動幅に抑えることができるであろう」とコメントした。結果的にみて、ロシア政

府は後者を選ぶことになる。

10月になってもルーブルの固定は実施されず、11月30日まで、1ドル=4,300ルーブルから4,900ルーブルというレンジは延長された。

1995年12月1日からは、1ドル=4,550ルーブルから5,150ルーブルという目標相場圏に移行した。インフレ率に見合っテルーブル相場を漸進的に引下げるべく、レンジを下方に移行するやり方を採用したのである。

この方針は、1996年7月1日から12月31日のレンジを決める際にも適用された。この期間のレンジは、1ドル=5,000ルーブルから5,600ルーブルに決められた。

(2) 高い水準での為替安定の功罪

コリドール制が導入された時、改革派エコノミストで政党リーダーであるヤプリンスキーは、「新しい目標圏が予見性をビルトインしている」と評価したが、ロシア政府が決めたレンジは高すぎるという見解を示した。事実、ロシア政府は、ルーブル相場を無理に高い水準で安定させる政策をとった。

ルーブル相場の高位安定の効果は、その主たる目的であった物価上昇率の鈍化に最も大きな影響を与えた。1993年に840%であった消費者物価は、1994年に215%に下がり、1995年には131%にまで下がった。そして、1996年には21.8%とついに2ケタの上昇率が記録された。

ルーブルの高位安定は、外国資本の導入を促した。ルーブルが将来下がるおそれがあると、ロシアに投資した資金が目減りするのでは、外国資本はロシアへの投資をひかえるが、安定していれば、安心して投資ができる。ロシアに対する外国投資は、1995年には20億ドルと極めて低い水準であったが、1996年には123億ドル、1997年には182億ドルに増えている。

高いルーブルのマイナス効果は、生産・投資を抑制したことである。高いルーブルは、ロシアの輸出に打撃を与え、また安い輸入品の流入増加で、外国品と競合するロシアの国内生産は減らざるをえなくなった。

ロシアの国内総生産は1995年に4.1%減り、1996年もマイナス成長だった。1997年はプラス成長にはなったが、0.9%という低い増加にとどまっている。生産の停滞は雇用にも悪影響を及ぼし、1995年に8.8%であった失業率は、1996年に9.3%に上昇し、1997年も9.0%という高い失業率のままであった。

ここで注目すべきは、ルーブルが無理に高い水準を維持していた時期に投資が減ったことである。高いルーブルを維持するには、金利を高くする必要がある。高い金利は企業の投資に悪影響を及ぼすが、そればかりではない。国債の金利が高いので、ロシアの金融機関は、確実に高い収益が得られる国債の購入に多くの資金を投資した。企業に融資するのが金融機関の本来の役目だが、融資に使うべき資金を国債購入にあてた。企業サイドからみれば、投資のための資金の供給が受けられなくなり、そこで、投資が行われにくい状態となったのである。

高い国債金利は、財政破綻の要因ともなった。ロシアの財政は赤字続きであったので、国債発行残高は急速に増加し、1994 年末の 10 兆ルーブルから、1997 年末の 385 兆ルーブルに急増した。対 GDP 比で見ると、1.7%から 14.3%となっている。国債発行残高が大きいくに加えて、金利が非常に高かったので、その相乗効果で金利負担は莫大なものとなり、ロシアの財政に重くのしかかってきた。国債を償還するために、また新たな国債を発行しなければならず、これがまた国債発行増加につながるという痛ましい悪循環が進行した。行き着くところは財政破綻である。その時期は、予想を上回って早くやってきた。

(3) ルーブル固定

財政破綻は、金利を高くする政策が限界にきたことを意味する。ところが、ロシアは為替政策を転換せず、かえってルーブルの高値安定政策を強化する方針を打ち出すことになった。

ロシア政府は、1998 年初頭に、ルーブル相場を 1 ドル=6.2 ルーブルに固定する政策を採用した。この目的は、インフレ率の低下の実績を基にして、物価安定を強固なものとすることにあり、同時に 1998 年 1 月 1 日デノミネーションを実施した。

デノミネーションは通貨呼称の変更（切下げ）であり、ロシアの場合、1000 分の 1 に切下げた。このため旧 1,000 ルーブルが新 1 ルーブルとなった。

ルーブル相場も、1 ドル=6.2 ルーブルとドルに対して 1 ケタのレートに変わり、これを中心として上下 15%の範囲に変動をとどめるという固定制となった。一定の枠内にルーブルの変動をとどめるコリドール制という点では、従前のシステムと同じである。しかし、1998 年以降は、中心レートを固定していることでより固定制の性格が強いといえる。しかも、1998 年中は中心レートを 6.2 ルーブルよりも高い 6.1 ルーブルに維持することを目標とする意向を発表している。

ルーブル相場維持に対して、ロシア政府は強い決意を持って臨んだが、ルーブルをめぐる情勢は厳しさを増していた。

第1に、原油の国際価格が1997年の1バーレル当たり19.30ドルから、1998年には13.22ドルに下がった。石油に依存するところ大きいロシアの輸出は打撃を受け、貿易黒字が減った。石油輸出収入減は財政収支の悪化を助長した。

第2に、アジア通貨危機のあとで、次はルーブル危機だという方向へ市場が動きだした。アジアの通貨は事実上ドルに固定していて急落したが、高すぎる相場で固定している点でルーブルと共通した性格を持っていた。ロシアに流入していた資金が海外に戻りだし、5月末ロシアの株式・債券ともにルーブルが下がった。これに対応してロシアは公定歩合を50%から一気に150%に引き上げた。

II．ロシア通貨危機とその影響

1．ルーブル大暴落

大幅な金利引上げによって、5月のルーブル売りはやっとのことで切り抜けたが、8月に押し寄せた激しいルーブル売りは、通貨危機に発展することになった。

ロシア政府は危機対策として、8月17日対策を発表した。その中核は、ルーブル相場の下限を7.15ルーブルから9.5ルーブルへと32.8%切下げる措置だった。これによっても、ルーブル売りの勢いは衰えず、ロシアの通貨当局は、外貨準備を使ってドル売り・ルーブル買いで対抗した。しかし、ルーブル売りの勢いがまさっており、ロシア政府は、9.5ルーブルという下限を持ちこたえることができなくなり、9月9日目標相場圏廃止のやむなきに至った。この日からルーブルは変動相場制に移行した。

9月9日変動制となったルーブル相場は、9.5ルーブルから一時20.85ルーブルにまで急落した後、9月末には16.06ルーブルに戻った。その後のルーブル相場は下落傾向が続き、1999年になると再び20ルーブル台に下がり、なお下落を続けた。そして、1999年4月に25ルーブル台に下がった。その後25ルーブルをこえる水準に戻るが、1999年末頃からルーブルは再び下落傾向をたどり、2000年になると28ルーブル前後となった。この水準になると、ルーブルは安定し、1年以上にわたって28ルーブル前後で推移した（1998～2000年のルーブル相場の動向は第1図参照）。

2. 影響

(1) 物価

ルーブルの急落は、物価上昇の要因となった。第2図のインフレ率（消費者物価上昇率）をみると、ルーブルを高い水準で安定させる政策をとった1995年に急降下し、1998年年央まで低い水準だったが、1998年後半から1999年中頃まで急上昇している。

年別にみると、1997年には11.0%にまで下がっていた消費者物価は、1998年に84.4%に急上昇した。1999年も36.5%の上昇となっている。卸売物価も1997年の7.5%から1998年に23.2%となり、更に1999年に67.4%へと高くなっている。ルーブルの下落で輸入品の価格が上がったことが、次第に物価全体を押し上げるよう作用した。

(2) ルーブル下落と輸入代替

ルーブル急落によって、外国品の輸入価格が大幅に上昇したため、ロシア市場でも不振であったロシア産の商品の販売が増加した。食料品、日用品の分野で、特に目立っている。

「Chudo ヨーグルトやKompomosソーセージといったロシア国産ブランドの食品が輸入品にとって代って商店の棚におかれるようになった」とフィナンシャル・タイムズ紙（2000年9月22日付）の現地報告記事を掲載している。ルーブル暴落は、輸入を抑えるように作用する。加工食品に加えて、縫製品、家電製品などのロシア製品が外国製品と比べて、価格面で優位にたった。言い換えると、輸入代替効果が顕著に見られる。

このように、ルーブル下落によりロシア・ブランドの食品が市場を拡大しているのを見て、外国資本は食品加工分野に対する直接投資を増やした。市場経済移行国にとって望ましい外国資本の直接投資が他の国と比べて低い水準にあるロシアにおいて、外国資本の投資が増えだしたことは注目すべき現象である。

(3) 輸出増加と経常収支

ロシアの輸出が増えた最大の要因は、原油価格の上昇である。原油価格は1998年に急落したが、1999年3月のOPEC総会での減産をきっかけに上昇に転じ、2000年3月には1バレル=30ドルを上回る勢いを示した。

原油価格の上昇に加えて、ルーブル下落にともなう国際競争力の回復も、ロシアの輸出増加に重要な意味を持っている。外国製品と競争できるようになると、ロシアの企業家が

やる気を出し、生産の増加に発展したからである。その証拠に、1998年に5.2%減った鉱工業生産は、1999年に8.1%という大幅な増加に転じ、2000年に入っても、これを上回る勢いで鉱工業生産は伸びている。

輸入が抑えられ、輸出が伸びたので、1999年にロシアの貿易収支は362億ドルの黒字となり、経常黒字も飛躍的に増えて、250億ドル近くに増えた。第3図に示されたロシアの経常収支動向をみると、ルーブルが高かった時期と比べて、ルーブル暴落後に、経常黒字がいかに大きくなったかを読みとることができる。

経常黒字増加という要因は、ロシアの国民総生産を増やす上で大きな役割を果たすことになった。経常黒字の国民総生産に対する比率でみると、1996年に2.8%であったが、1997年と1998年は0.5%と0.3%という低い比率に下がっている。ところが、1999年この比率は一挙に13.8%に上昇し、経済成長に大きく寄与した。この比率は、2000年前半も続き、第1・4半期は25.0%、第2・4半期は19.7%である。

原油価格の上昇にも後押しされて、ルーブルの暴落は、高いルーブル期に減り続けていた国民総生産をプラスに転ずる要因となり、その後も拡大基調が続いている(第4図参照)。

しかしながら、石油価格は外的要因であり、ロシア経済が健全な発展を遂げるには、投資の増加が必要であり、そのための環境づくりが今後の課題となっている。

(4) ロシアの例外的要素

企業利益増加のための環境の一つが、競争的為替レートである。ロシアの場合、無理に高い為替レートを維持して失敗し、それが原因で起きた通貨危機が図らずも競争的為替レートを実現させることとなった。

繰り返しているが、投資資金の増加は企業利益の増加によってもたらされる。ロシアの2000年(1月~9月)における固定投資の資金源の5割近くが自己資金であり、利益が源泉となっている(ちなみに、財政からの資金が4分の1を占め、銀行からの融資は3.3%にすぎない)。業種別にみると、大きな利益を上げたエネルギー関連企業の投資が大半を占めており、利益の増加が投資の増加につながることを裏付けている。

これまでロシアをモデルとしてトレースしてきたが、ロシアは国土が大きく、天然資源(特にエネルギー資源)に富み、エネルギー輸出が経済全体に大きな意味を持っている例外的な国であって、国情の違う国の採用すべき政策と必ずしも一致しない点がある。また、適切な政策ばかりでもない。そこで、他の国の成功した政策の実例をより多く学ぶ必要が

ある。

次の節では、為替政策、外資導入政策に焦点を絞り、ハンガリー・チェコ・ポーランドの3カ国の実例を紹介する。

III．中欧3カ国為替政策と外資政策

1．ハンガリー

(1) 為替政策

ハンガリーは、市場経済移行の初期(1990 - 1993年)に不況に陥り、マイナス成長であった。1993年後半から生産は上向き、1994年には鉱工業生産が9.5%も増え、国内総生産は2.9%のプラス成長に転じた。他方、1993年から経常収支が大幅赤字に転じ、同年の経常赤字の対GDP比はマイナス9.0%に達した。1994年における経常赤字の対GDP比は9.8%に悪化した。

経常収支とともに財政赤字も増えたので、ハンガリー政府はIMFと借款交渉を行い、新規融資の受入れとともに、IMFの勧告をおりこんだ緊縮政策をとることになった。

ポクロシェ(大蔵大臣名)・パッケージと呼ばれる政策は、1995年3月に発表され、実行に移された。財政赤字には支出削減で対処し、経常赤字に対しては2つの政策がとられた。第1が、輸入税の導入である。そして為替政策では、クローリング・ベッグ制を導入した。

クローリング・ベッグは、非常に頻繁に、かつ非常に小幅に平価を切下げていく為替政策である。インフレ率に見合って為替レートを下げていけば競争力を失わないで済む。また、ロシアで起きたような暴落を避けることができる。ルーブルの暴落は、ロシアばかりでなく、国際的に悪影響を及ぼした。暴落を避け、当該国のファンダメンタルズを反映した水準の近辺に、為替レートを維持する方向に政策転換したことは賢明な選択と評価される。

ハンガリー政府は、クローリング・ベッグ制の導入によって価格競争力が弱くなったために起きる輸出不振や輸入急増に対応する政策を採用したわけである。その背景には、1992年から1994年におけるハンガリーの経常収支悪化の一つの要因に高い為替レートを維持する政策をとったという事情がある。1992年にハンガリーの消費者物価は、23.0%上がっているのに、フォリントのレートは1991年の1ドル=74.7フォリントから、1992年の79.0フォリ

ントへと7.1%しか下がっていない。また、1993年も、インフレ率の22.5%に対して、フォリントの下落率は16.3%にとどまった。1994年も、18.8%に対して14.5%と物価上昇にともなう価格競争条件の悪化を為替レートの下落で十分に補っていない。このことが、前述した1993年と1994年の大幅な経常赤字の要因の一つとなった。

90年代の後半は経常収支の改善が進み、経常赤字の対GDP比も、1993-1994年のマイナス9.2%から1996-1999年のマイナス3.8%へと大きく低下した。輸出増加は経常収支改善とともにハンガリーの生産増加を促進し、1997年以降ハンガリー経済は4%を上回る高い成長を続けている。

経常収支改善は、フォリントがインフレ率に見合っただがり、競争力が維持できたことが一役買っている。インフレ率とフォリント下落率をみると、1996年に23.6%と21.4%、1997年に18.3%と22.5%であり、両年を通じてインフレによる価格競争力の低下をフォリントの下落でカバーしている。1998年はインフレ率が14.4%で、フォリントの下落率は14.3%とほとんど同じであり、1999年はインフレ率が10.0%で、フォリント下落率が10.6%とほぼ同率であった。

(2) 外資導入政策

為替政策もハンガリーの輸出主導型成長に役立ったが、外資導入政策はより重要な要素である。

企業が品質の良い、より安い商品を作ることが最も重要なことであり、そのためには外資導入が有効な手段である。外資は、新しい技術や経営ノウハウをともなってくるので、投資資金の増加以上の意味を持っている。

ハンガリーはEU(フィリップス、シーメンス)ばかりでなく、米国(IBM)、日本(スズキ)の大会社をはじめとして多くの国から直接投資を受け入れており、ここ一两年はIT関連といった付加価値が高く、成長の見込みがある分野での直接投資も活発になっている。1999年末の対内直接投資・累計は、164億5,200万ユーロに達し、ハンガリーの生産や投資において大きな比重を占めている。

2. チェコ

チェコも市場経済移行直後の時期に激しいインフレに見舞われたので、安定を優先させ

る政策を採用した。1991年価格自由化を断行し、この年にインフレが起きたことで、インフレに配慮した政策をとり、1995年にインフレ率は9.1%と1ケタに下がった。

他方、為替政策では、1991年にチェコ・コルナの平価を50%切り下げた後は、為替安定を意図し、これによって物価安定を補完する政策がとられていた。チェコ・コルナは、ドルとマルクにリンクさせ、安定させる政策を採用していた。多くの移行国通貨の対ドル・レートが下落するなかにあつて、チェコ・コルナの対ドル・レートは、1993年の1ドル=29.2コルナから1996年には27.1コルナへと上昇し、コルナは安定を誇っていた。

コルナ安定は物価安定に役立つ半面、チェコ製品の国際競争力を弱め、輸出不振と輸入増加によって経常赤字が急速に増え、1996年には、経常赤字の対GDP比が前年の2.6%から7.4%になった。1997年(1月-3月)には、経常赤字が対GDP比で12%にまで拡大し、通貨危機に発展した。ここに至って、チェコ政府は1997年5月コルナの変動制採用へと為替政策を転換した。

変動制になったコルナは急落し、コルナ相場は1996年の1ドル=27.1コルナから、1997年に31.7コルナに下がった。その後もコルナの下落は続き、1999年には34.6コルナと、1997年と比べて9.2%低い水準となった。この間に消費者物価は、10.9%上昇したので、インフレ率に見合って下落したことになる。

長い間為替相場を固定しておき、自国経済のファンダメンタルズとの乖離が大きくなって通貨危機が起き、その結果変動制となりレートが急落するという点で、チェコの通貨危機は1998年のロシアのそれと同じ性格を持っている。このことは、通貨レートはインフレ率に見合って調整した方が賢明であるとの教訓ともいえる。

変動制採用と同時に、歳出削減、公務員賃金凍結などの緊急政策を採用したので、チェコ経済は1997年から3年間マイナス成長になった。緊縮政策による需要抑制とコルナ相場の下落によって経常赤字は減り、1998年の対GDP比は2.4%、1999年は2.0%と通貨危機以前の水準に戻った。2000年に入ると、チェコ経済は力強く成長を開始した。

輸出を増やし生産を拡大するには、投資を活発化し良い品を安く生産する設備を近代化・合理化することが王道である。ハンガリーは前述のとおり、外資導入で先端技術を使い生産を増やす政策をとっているが、チェコも1998年、積極的な外資導入政策をとり入れた。2000年には機械、設備の輸入関税を免除し、チェコ産業の設備の近代化・合理化を促す政策をすすめている。

3 . ポーランド

ポーランドは 1990 年 1 月 1 日より、「バルツェロヴィチ計画」を実行に移した。市場経済システムへの思い切った改革を内容とした計画であるが、1990 年に 985.8%というハイパー・インフレを劇的に低下させる安定化政策を断行した。強力な安定化政策は 1991 年にインフレ率を 70.3%に下げること成功した反面、大きな副作用をともなった。1990 年にポーランド経済は 11.6%のマイナス成長となった。1991 年も 7.0%のマイナス成長になり失業者が急増した。国民生活に打撃を与えたために政策への反発が強まり、バルツェロヴィチ副首相兼蔵相は 1991 年 12 月辞任し、その後は成長を志向した経済政策がとられるようになった。

政策転換後、1992 年に 2.6%のプラス成長に転じ、1993 年に 3.8%、1994 年に 5.2%と次第に成長が加速していき、90 年代後半の 5 年間も平均 5.7%と成長が続いた。

為替政策も大転換した。1990 年 1,000%近いインフレの年にズロチの対ドル相場は、1989 年の 1 ドル=0.1439 ズロチから 0.9500 ズロチへと、8 分の 1 にしか下がっていなかったが、インフレ率 31.8%になった 1993 年にはズロチの相場は 33%下がっている。クローリング・ペック制を採用し、インフレ率に見合っただズロチの相場を漸進的に下げる為替政策がとられた。2000 年 4 月、ポーランドは国際通貨市場における通貨ズロチの為替自由化を決定すると同時に、クローリング・ペック制を廃止して変動相場制に移行した。

ポーランドは積極的に外資を導入しており、1999 年末の外国直接投資残高は、351 億 7,100 万ドルに達した。ポーランドの外資導入を業種別にみると、金融部門が多いのが特徴で、全体の 22.4%を占めている。

外資は金融改革に一役買っていて、ポーランドは、他の体制移行国と比べて一歩先に進んでいる。このため、企業に対する融資という銀行本来の業務も増え、投資資金の増加に寄与している。

IV . ルーブルの変動とロシア経済

1 . ルーブル下落の貿易に及ぼす影響

(1) 平価引き下げと貿易

1998年のルーブル暴落は、為替相場の変化が貿易・経済に大きな影響力を持つことを改めて証明した。1998年にGDP比0.3%にすぎなかったロシアの経常黒字は、1999年に13.8%へと飛躍的に増した。ルーブル暴落をきっかけとして、ロシア経済はプラス成長に転じ、成長軌道をたどりつつある。石油価格上昇の恩恵が大きいことは否定できないとしても、ルーブル下落によって輸出が伸びて輸入が減り、生産を刺激し、それがロシア経済の活性化に役立ったこともまた事実である。鉱工業生産指数が、1999年8.1%という高い伸びを示したことは注目に値する。

為替安定が物価安定をもたらすことにも関わらず、多くの国が為替相場の引き下げを選ぶ理由は、それが輸入を減らし、輸出を増やす効果が期待されるからである。貿易収支の改善は生産の増加につながり、貿易収支改善は多くの国の政策課題となっている。

資源大国であるロシアは、エネルギーの輸出によって、ルーブルが競争的レートでなかった1993 - 98年においてさえも経常収支は黒字を続けていた。しかし、多くの資源小国は貿易収支均衡を政策目標の一つとしている。第1表に見られるように代表的移行国のポーランド、チェコ、ハンガリーの経常収支は赤字傾向が続いている。

(2) デフレ政策か平価切り下げか

貿易収支改善の政策には、金利引き上げを中心としたデフレ政策もある。50年代と60年代に日本は何回かデフレ政策によって、国際収支困難を克服してきた。しかし、デフレ政策は雇用を減らしたり、また、金利を高くすると、企業の投資が減るといった副作用がある。

投資が減ることは、投資を増やす必要のある国にとっては致命的である。投資が減ると、生産が減るばかりでなく、生産性向上を鈍らせるからである。

生産性向上のためには、近代化や合理化投資が必要である。新しい、優れた技術を取り入れた設備を造ることが、生産能率向上に役立つ、つまり投資の増加が生産性上昇に直結する。

要するに、引き締め政策は生産性向上を妨げるので、国際競争に勝てる安くて品質の良い製品を作れなくなる。50年代から60年代にかけての英国に、この典型的な例があった。投資の低迷で国際競争力が弱まり、それが貿易収支悪化を招き、また引き締め政策を行うという政策を繰り返していた。

したがって、成長が必要な国は平価切り下げを選ぶべきである。平価切り下げで国際競

競争力を強化し、輸出を増やせば、生産の増加につながる。その過程は、次のようなコースをたどって実現される。

(3) 平価切り下げの効果

平価が切り下げられると、その国の商品の外国市場での販売価格は下がり、輸入品の国内市場での価格は上昇する。この結果、輸出は増え、輸入が減ることになる。

日本と米国との貿易を例として具体的に見ると、次のようになる。円の対ドル相場が1ドル=100円から200円に切り下げられたとする。1ドル=100円の時は、1台が100万円の乗用車を、米国人は1万ドルで買うが、200円になると5,000ドルで買えるので、米国人は日本車を安く買えることになる。同じ商品が安くなれば、米国の購入（日本からの輸出）が増える。これとは反対に、1ドル=100円の時、日本において1万円で売られていたパーカーの万年筆は、1ドルが200円になると日本人は2万円出さねば買えなくなる。このため、平価切り下げを行えば、輸出数量の増加と輸入数量の減少が生ずることになる。

問題は、平価切り下げによる価格の変化に、どの程度貿易が反応するかである。価格の変化に対する反応は、商品や購入者によってまちまちである。例えば、日本製オートバイの価格が平価切り下げで10%下がったことになると、米国人の購入が30%増えることもあれば、ドイツ車を愛用しているドイツ人は日本車の価格が10%下がっても、ドイツ人の購入が1%しか増えないこともある。また、洋服はフランス製と決めている日本女性は、円切り下げでフランスの服が値上がりしても、日本製を買わずにフランス製を買うだろう。

(4) マーシャル・ラーナー条件

価格の変化に対する反応度を価格弾力性という。輸出入需要の価格弾力性によって平価切り下げの効果が決定される。

これを数式で表すと次のようになる。いま、価格をP、需要をDとすると、弾力性()は、

$$= \frac{\frac{D}{D}}{\frac{P}{P}} = \frac{P}{D} \cdot \frac{D}{P}$$

輸出価格の弾力性がマイナス1.0であることは、輸出価格の下落率と、輸出数量の増加率が等しいことを意味する。いいかえると、平価を10%切り下げたときに、輸出数量は10%

増加し、弾力性はマイナス 1.0 となる。

輸出需要の価格弾力性がマイナス 1.0 よりも大きいと、輸出額は減る。平価切り下げが効果を発揮するには、価格弾力性が十分に小さくなければならない。輸入の場合も、同じことで、輸入価格の上昇を敏感に反映せず、価格上昇率が輸入数量の増加率を上回るときは輸入は減らない。

要するに、輸出価格弾力性と輸入価格弾力性の和がマイナス 1.0 より小さいことが、平価切り下げの効果を発揮できる条件となる。この条件をマーシャル・ラーナー条件という。

(5) 資源小国は国際競争力強化が必要

多くの国の貿易パターンを分析した結果、主として加工品を輸出している資源小国の価格弾力性は高くなっている。輸出価格競争力を強めれば、それだけ輸出の増加が期待できることを意味する。したがって、資源小国は産業の生産性を高め、良い商品を安く作って輸出を増やす努力が必要である。そうした努力が実って、ドイツや日本の輸出は高い伸びを示した。

価格弾力性を正確に計測することは困難であり、多くの計測結果を見ても、ばらつきがあるが、概して工業製品では高く、食糧や原料では低くなっている。米国について計測した価格弾力性値を見ると、主食用の食糧は 0.34、原料は 0.26 と 1.0 よりもかなり低い値となっている。²

工業製品の価格弾力性は高いが、加工度が高まるほど価格の変化に敏感に反応する傾向があり、半製品の弾力値が 1.38 であるのに対して、完成品は 3.50 となっている。

参考までに、日本の輸入価格弾力性値を見ると、食糧、原料、鉱物性燃料は、それぞれ 0.8459、0.1565 および 0.1998 と低いのに対して、工業製品は 1.5915 と高くなっている。

いずれにしても、価格の変化に対して貿易量が増減する事実から見て、現状で世界貿易はマーシャル・ラーナー条件を満たしている。したがって、平価切り下げや生産性向上によって、価格競争力を強くすれば、貿易収支は改善される。

(6) ルーブル暴落とロシア貿易

価格競争力の強化によって貿易収支が改善される場合、資源小国（加工貿易国）は、主

² 荒木信義『円・ドル・金』（1969年、毎日新聞社）

として輸出の増加により、ロシアのような資源大国は逆に主として輸入の減少によって、貿易収支が改善される。

1998年にルーブルが暴落した後の1999年にロシアの輸入は411億ドルと30.5%の大幅減で、過去6年間の最低の水準にまで落ち込んだ。

他方、エネルギー、鉱物といった一次産品の割合が多い輸出は、1999年に743億ドルとわずか0.2%の増加にとどまった。

輸出のうちでは、石油化学、鉄鋼、加工木材といった製品の輸出はルーブル切り下げの恩恵を受けて伸びた。

輸入は製品の割合が高いので、ルーブル切り下げの効果で減ったが、加工食品、軽工業品に代わってロシア産品の販売が増えたことは前述の通りである。

ロシア産の商品の販売増加は、生産の増加を促進し、ルーブル切り下げがロシアの経済成長にとってプラス要因となった。

ルーブルが下がった後から見ると、1998年までのルーブルが高すぎる水準にあったことが、ロシア経済が1995 - 98年に生産減を続けていた原因であったことが分かる。

ルーブルが高すぎた影響は、貿易ばかりでなく、経済発展に必須の投資をも妨げていたことを見落とすことができない。

2. ルーブル高・高金利の悪影響

(1) 高金利・財政赤字・為替安定

高金利は、ロシア経済に悪影響を及ぼすことになるが、これには為替安定や財政赤字が絡む。

問題はロシアの財政赤字が急増したことから始まる。ロシアの財政は大幅赤字が続き、1994年にはGDP比で4.1%に達した。この年まで財政赤字を中央銀行の信用で賄っており、1994年には赤字の66.9%が中央銀行信用であった。しかし、中央銀行信用は、インフレの原因となるので、1995年以降はロシア政府が国債を発行して財政赤字を賄うことにした。

国債を購入してもらうには、金利を高くするとともに、ルーブルの安定が必要となる。外国投資家はルーブルが下落すると損をするので、ルーブルの安定が求められた。

1995年に国債発行に踏み切ったロシア政府は、金利引き上げと為替安定を目指した政策をとった。この結果、1995年にGKO(短期国債)の年平均利回りは、132.4%と同年のイン

フレ率（消費者物価上昇率）を上回り、1996年には63%とインフレ率の22%を大幅に上回った。1997年にインフレ率は11%に下がったが、GKOの年平均利回りは26%と高止まりしている。

国債金利がインフレ率よりもはるかに高いことは、外国投資家にとっても魅力ある投資対象であることを意味する。外国投資家は1996年に85億ドルもロシア国債を購入した。外国投資家は外貨（主としてドル）でルーブル建ての国債を購入するので、外国為替市場では、ドル売り・ルーブル買いが増え、ルーブル相場を上昇させるように作用する。いいかえると、外国投資家のロシア国債購入はルーブル安定に役立つ。ルーブルが安定すると、ロシア国債の高金利は一層魅力的となる。このため、1997年に外国投資家のロシア国債購入は109億ドルに増えた。1997年7月1日現在、ロシアの国債残高の30.3%が外国投資家で占められるに至った。

（2）高金利と投資資金不足

物価安定と為替安定を実現できたが、その前提となっている高金利はロシア経済の成長を妨げ、マイナス成長を続けさせた要因の一つとなった。

高金利の悪影響は、企業の投資資金を減らし、生産活動を低迷させた。ロシア国債の金利が高いことは、外国投資家だけでなく、ロシアの銀行にとっても魅力的である。ロシアの銀行にとって、インフレ率をはるかに上回る高い金利を得られる国債は、企業に対する貸付金利よりもはるかに高く、確実な収益を得られる投資対象である。このため、企業に対する融資活動をほとんど停止してしまい、国債の購入が銀行の仕事といった状態になった。したがって、企業は投資資金が得られず、投資は減り、生産活動も低迷した。

ロシアの銀行は国債から得られる収益が非常に大きいので、資金が不足すると、外貨を借りて国債を買うようになった。ルーブル相場が下がると損をするが、ルーブルが安定していたので、この取引で大きな収益が得られた。1997年について、具体的に説明すると、次のようになる。この年のGKOの利回りは63%で、インフレ率は22%ですから、実質金利は41%になる。ルーブル相場は20%下がったので、ドルに換えて返済する時20%の為替差損が生ずるが、それを差し引いても21%の金利が得られる計算になる。この取引は、ドルを借り、外国為替市場において、ルーブルを買い、ルーブル建てのロシア国債を買うので、ルーブル相場の上昇要因となり、ルーブルの安定要因の一つとなる（第2表参照）。

(3) 高い国債金利の財政負担

国債金利が高いことは、購入者に大きな利益をもたらす反面、国債発行者であるロシア政府は多額の金利支払いの負担を負うことになる。短期国債は短期間に元利を支払う必要が生じる為、国債を償還するために新たに国債を発行しなければならない。ロシアの場合、1996年から1997年にかけて国債発行が増えたので、国債発行残高が雪だるま式に大きくなっていった。国債発行残高は、1994年末の10兆ルーブルから、1997年末までに385兆ルーブルに増え、国債発行残高のGDP比は1.7%から14.3%に急上昇した。

高すぎた国債はロシアの財政を圧迫し、財政支出を削減しなければならない事態に発展した。ここで、国債金利を下げる手段として、外国投資家のロシア国債購入を促進する措置をとった。1997年はインフレ率が低くなりルーブルが安定していたので、外国投資家にとってロシア国債は魅力ある投資対象であった。大量のロシア国債購入が行われ、この政策は一時的に高くなりすぎた国債金利の引き下げに成功し、1997年のGKOの年平均利回りは、前年の63%から26%へ下がった。インフレ率を差し引いた実質金利で見ても、42%から15%に下がっている。

(4) ホットマネー流出

国債金利引き下げに成果があった外国投資家の投資は、失敗に終わる結果となる。大量にロシアに流入した資金は、大量の流出に転じた。外資の流出は、ロシアの金融危機を大きくする要因となってしまった。

外資が流入から流出に転じたきっかけは、ルーブル安定に対する不信感がつのった為であった。資金の国際移動にとって決定的に重要なことは為替動向である。為替相場が下がれば、為替差損が生じ、高い金利から得られる収益を失ってしまうからである。為替差損が金利を大幅に上回ることはしばしばあった。

ルーブル暴落で、大きな損失が生じそうな方向へ動いた。1997年にルーブル暴落を予告するアジア通貨危機が起きた。為替相場を高すぎる水準に無理に固定している点で、ルーブルはアジア通貨と共通した潜在的弱さを持っていた。一見為替相場が安定しているように見えるので、為替差損の心配をせずに外資が入ってくる。直接投資のように引き揚げられる可能性の低い投資は問題ないが、短期資金は流動的であり、為替相場の変化に応じて、投機的な通貨の売り・買いが起きる。国際間を移動する資金(ホットマネーと呼ばれることもある)の規模は急速に増えてきていて、通貨危機の際、ホットマネーの活動が目立っ

た。

ロシアの場合も、GKO といった短期国債や株式が主たる投資対象であった。アジアで起きたことはロシアでも起こりうることを暗示していた。

1997 年 11 月、ついにおそれは現実のものになった。1997 年 11 月、外国投資家はロシアの株式市場から資金の引き揚げを開始し、ルーブルの安定を脅かした。この時点で、事態を深刻に受け止め、ルーブルを現実的水準に向けてスローダウンさせるべきであった。ところが、ロシア政府はルーブル安定政策に固執し、1998 年 1 月 1 日にルーブルのデノミを実行し、インフレの沈静化を強調し、ルーブルの安定を内外に誇示した。

(5) ルーブル大暴落

しかし、ルーブルをめぐる情勢は、ロシア政府の意向とは別の方向に動いた。外国投資家はルーブルの先行に不安を感じ、資金を引き揚げ、ロシアの金融市場にその影響が次第に広まっていった。1998 年 5 月 27 日、株式、債券の価格が急落し、金融危機の様相を強めていった。金融危機の際、ロシア政府は、公定歩合を 50% から一挙に 150% に引き上げるという強硬手段で対応した。150% の公定歩合も形勢を逆転することはできずに時が経った。

8 月になると、ルーブル売りの勢いは急速に高まり、ルーブル相場は連日安値を更新した。8 月 17 日、ルーブルの目標相場圏 (コリドール) は、1 ドル = 5.25 - 7.15 ルーブルから、6.0 - 9.5 ルーブルへと引き下げられた。そればかりではなく、対外債務の支払いを 90 日間凍結 (モラトリアム) を発表した。

これでルーブルをめぐる攻防戦の勝敗は決まった。9 月 2 日、ルーブルを無理に高い水準に固定していた目標相場圏は廃止された。その直後、空前の大暴落がルーブルを襲い、一時 1 ドル = 20 ルーブルまで下がった。その後若干持ち直したが、1999 年 9 月には 25 ルーブルに下がった。1 年間で、ルーブル相場は 4 分の 1 に下がったことになる。2000 年になると、1 ドル = 28 ルーブルまで下がるが、その後 2001 年の 4 月までは横這いで推移している。

2001 年 4 月現在のルーブル相場は、29 ルーブルであり、購買力平価 (ビック・マック平価) では、52% の過小評価で、ズロチ、フォリント、チェコ・コルナより若干低くなっている (第 3 表参照) 。しかし、ロシアのインフレ率は、これらの通貨国よりも高いので、ほぼ同じ条件の競争力ポジションに近づくであろう。

(6) ロシアの経験からの教訓

ロシアの経験から得られる教訓の第1は、無理に実力以上の高い水準に為替レートを固定せず、競争的為替レートを維持すべきであるということ。

第2に、競争力を維持するための投資の重要性である。「市場経済の成功において、重要だったのは競争であり、(中略)ライバルに勝つために供給者は市場に、より安価に、そしてより効率的で、より魅力的な価格や条件を提示することによって、新しい、より良い製品やサービスを提供する方法を絶えず模索する」³。これが市場経済下での企業の理想的あり方である。

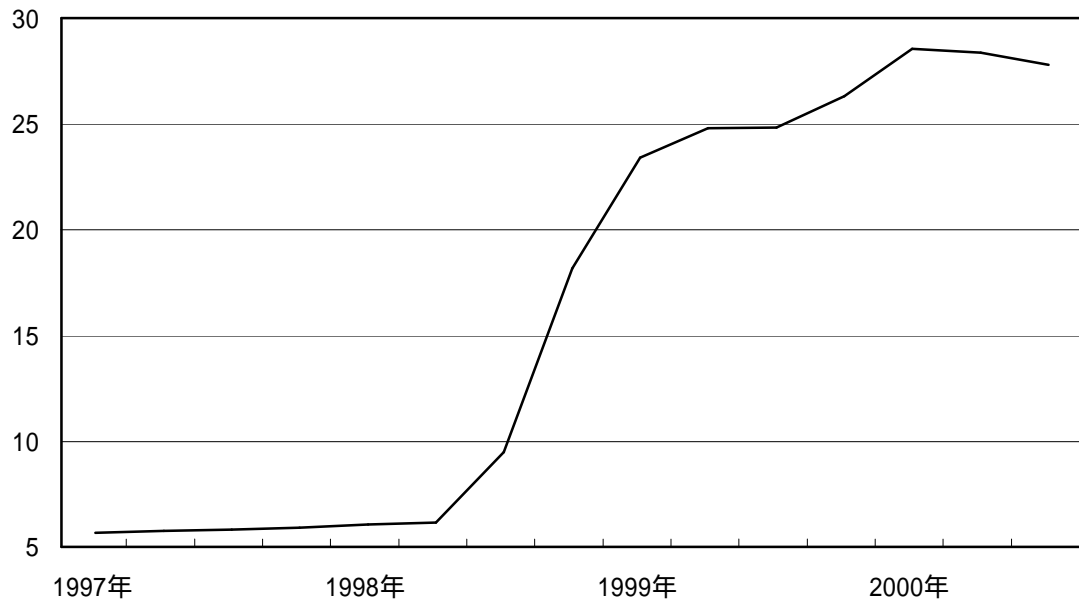
企業の投資活動を活発化する前提は、投資資金の供給であるから、金融機関の整備と資金供給の増加が必要となる。高いルールは高金利につながり、これが障害となって投資が減退したことは前述の通りである。

第3に、外国からの投資は、短期間接投資よりも長期直接投資を選ぶべきである。直接投資は、新技術の導入を伴い、効率化を促し、競争力を強める有効な手段である。

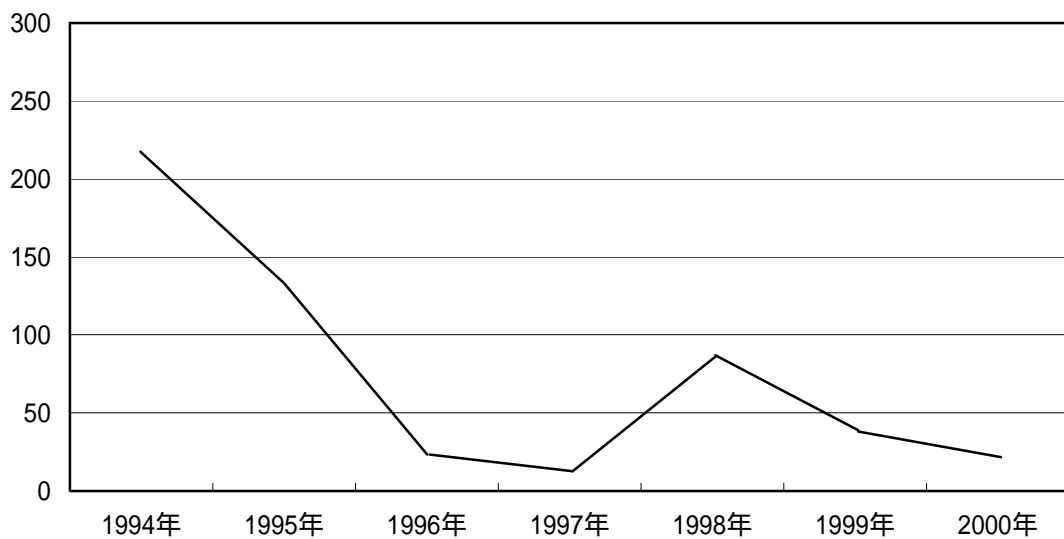
³ デービット・B・シシリア、ジェフリー・L・クルックシャンク著・伊藤洋一訳『グリーンスパンの魔術』(2000年、日本経済新聞社)

< 図 1 ~ 4 >

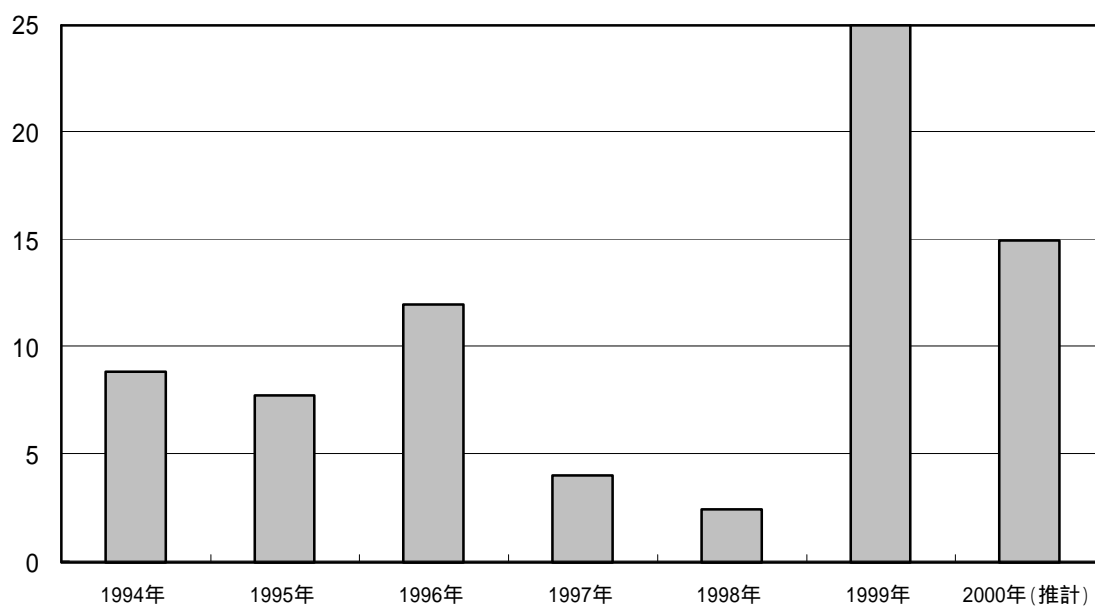
第 1 図 - 「1997 年 - 2000 年のルーブル相場 (対ドルレート)」



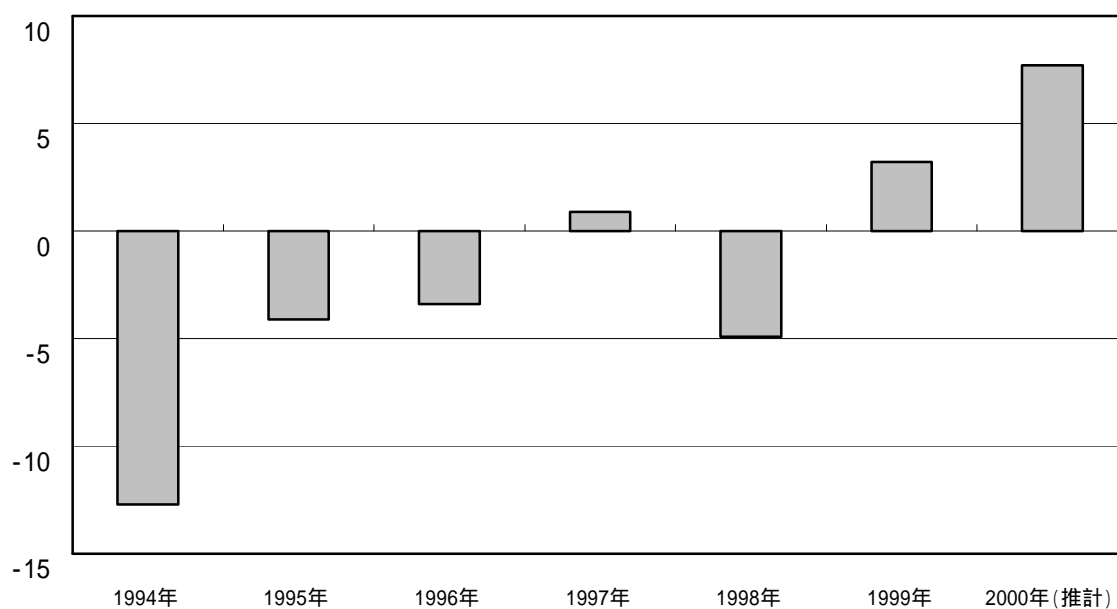
第 2 図 - 「ロシアのインフレ率 (消費者物価、対前年比%)」



第3図 - 「ロシアの経常収支の推移（単位：10億ドル）」



第4図 - 「ロシアの実質成長率 (%)」



第1表 GDP成長率と経常収支動向

	ロシア		ポーランド		ハンガリー		チェコ	
	GDP	経常収支 (対GDP比)	GDP	経常収支 (対GDP比)	GDP	経常収支 (対GDP比)	GDP	経常収支 (対GDP比)
1991	-5.0	-	-7.0	-2.8	-11.9	0.8	-	-
1992	-14.5	-	2.6	-3.7	-3.1	0.8	-	-
1993	-8.7	-	3.8	-3.3	-0.6	-9.0	0.1	1.3
1994	-12.7	3.0	5.2	0.7	2.9	-9.4	2.2	-1.9
1995	-4.1	2.2	7.0	4.2	1.5	-5.6	5.9	-2.6
1996	-3.4	2.8	6.0	-1.0	1.3	-3.8	4.8	-7.4
1997	0.9	0.5	6.8	-3.0	4.6	-2.1	-1.0	-6.0
1998	-4.9	0.3	4.8	-4.4	4.9	-4.8	-2.2	-2.4
1999	3.2	13.8	4.1	-7.4	4.5	-4.3	-0.2	-2.0

(出所)「世界経済白書」
(平成12年度版、経済企画庁)

第2表 ルーブル、物価、金利

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
ルーブル年間下落率	277	200	184.7	30.7	19.8	7.2	246.4
インフレ率(消費者物価)	2,510	840	215	131	21.8	11	84.5
短期国債年平均利回り	-	-	-	132.4	63	26	23.3
中銀金利(年末)	80	210	180	160	48	28	60

(出所) 大島梓・小川和男著「ロシア経済入門」
(2000年、日本評論社)

第3表 ビッグマック平価

	2001年4月レート	購買力平価	過大(過小)評価率
中国 (yuan)	8.28	3.90	-53
チェコ (コルナ)	39.0	22.0	-44
ユーロ圏 (ユーロ)	0.88	0.99	-11
ハンガリー (フォリント)	7.80	157	-48
日本 (円)	124	116	-6
ポーランド (ズロチ)	4.03	2.32	-42
ロシア (ルーブル)	28.9	13.8	-52

(出所) The Economist. (Apr.21th.2001)