

「非ユーロ圏の中央銀行と金融政策運営
—チェコのユーロ導入をめぐる—」

The Monetary Policy of Central Banks in Non-euro States:
The Case of the Czech Republic

松澤 祐介
Yuusuke MATSUZAWA

サービス経営学部研究紀要 第30号

2017年(平成29年)7月31日抜刷

西武文理大学

「非ユーロ圏の中央銀行と金融政策運営 —チェコのユーロ導入をめぐる—」

The Monetary Policy of Central Banks in Non-euro States: The Case of the Czech Republic

松澤 祐介
Yuusuke MATSUZAWA

要旨

EU加盟から13年を経たが、オプトアウトが認められていないにもかかわらずチェコではユーロ導入が実現していない。EU加盟前後はチェコ国立銀行が通貨統合への参加に積極的だったが、その後の国立銀行の政策運営への批判と政治的介入、世界金融危機を受けた景気後退で、消極的対応に変化した。マクロ指標の収斂基準を満たしたものの、ユーロへの懐疑的な世論や政治的スタンスもあってユーロ導入の見通しはなお不透明である。

Abstract

Thirteen years have passed since the Czech Republic became a member of the European Union (EU). However, the country has neither adopted the euro, which is the common currency of the EU, nor has it agreed to “opt-out” of adoption. The Czech National Bank was active till the Czech Republic joined the EU; however, it has gradually become reluctant to join the euro zone due to the political interference in its independence and Czech recession with the Global Financial Crisis of 2008. Although the Czech Republic fulfills the euro convergence criteria, the schedule for the adoption of the euro is still uncertain as it is influenced by a Eurosceptic public opinion and political hesitation.

[キーワード]

チェコ、ユーロ、金融政策、中央銀行、インフレターゲット

Keywords : Czech Republic, euro, monetary policy, central bank, inflation targeting

1. はじめに

いわゆる「リーマンショック」に端を発した2008年の世界金融危機は、南欧諸国をはじめとしてユーロ圏の危機へと波及したが、のみならずユーロ導入を目指さず中東欧各国の金融政策運営の影響を齎した。2004年にEU加盟した国々のうち、スロバキア、エストニア、ラトビアは危機およびその影響を克服しつつユーロ導入を果たし、リトアニアも事態が落ち着いた2015年にユーロ圏入りした一方、ハンガリー、チェコ、ポーランドの3カ国はEU加盟13年が経過したにもかかわらず、公式の導入時期の見通しも定まっていない。

これら3カ国は英国、デンマークのような「オプトアウト」は認められておらず、ユーロの速やかな導入が求められる。世界金融危機、その直後は、収斂基準から乖離していた各国のマクロ経済指標がユーロ導入の障害となっていたが、現在はハンガリーを除いて基準を満たしている。中でもチェコに焦点を当てると、同国も国立銀行はユーロ圏の危機の影響等による自国の景気後退・デフレ懸念に対し、事実上のゼロ金利政策・為替切り下げといった非伝統的政策手段を採用し、ユーロ圏外であることによって維持された金融政策の自律性を積極的に活用しているようにすら窺われる。そうした状況下、2014年

に発足した政権も早期導入に否定的であり、ユーロ導入に対する国民の支持率も低い。

そこで本稿では、世界金融危機後の中東欧諸国の金融政策運営について、ユーロ未導入のチェコを事例として、ユーロ導入へ向けた課題と見通しを論じることとする。

2. 世界金融危機後の中東欧諸国のユーロ参加を巡って

2007年のパリバショック、2008年のリーマンショックに起因する世界金融危機は、ラトビア、ハンガリー、ルーマニアがIMF等の支援を受ける事態に至ったように、EU新規加盟国にも影響を及ぼした。

バルト諸国をはじめ、金融危機が中東欧に及ぶにしたがって、金融システム不安の解消から「最後の貸し手」としてのECBの役割が注目される中、非加盟国には「倒れ込みのユーロ参加」といった議論も生じるなど、金融危機とその対応への観点からのユーロ加盟も話題となった。

ここでEU加盟から本稿執筆時点までの、中東欧諸国のユーロ導入を巡る展開を概観する。世界金融危機の起きた2008年時点でユーロを導入していない新規加盟国は、エストニア、ラトビア、リトアニア、ポーランド、チェコ、スロバキア、ハンガリー、ルーマニア、ブルガリア

図表1 中東欧諸国のユーロ導入状況

| | EU加盟時点の金融政策 | ERM II 参加 | ユーロ導入 |
|-------|-------------|-----------|-------|
| エストニア | カレンシーボード | 2004 | 2011 |
| ラトビア | 固定相場制（対SDR） | 2005 | 2014 |
| リトアニア | カレンシーボード | 2004 | 2015 |
| ポーランド | インフレターゲット | — | — |
| チェコ | インフレターゲット | — | — |
| スロバキア | （フロート） | 2005 | 2009 |
| ハンガリー | インフレターゲット | — | — |
| スロベニア | （フロート） | 2004 | 2007 |

出所：ECB（2016）より筆者作成。

であったが、そのうち、エストニア、ラトビア、スロバキアはERM IIに参加しており、うち、スロバキアは危機発生直後の2009年にユーロ圏入りした(図表1)。

エストニアは景気が大きく後退する中で財政基準を維持して2012年にユーロを導入した。ラトビアではIMF支援の下、通貨切り下げを回避してERM IIに留まり、国内の実質賃金の低下などの改革の痛みを甘受して、2014年にユーロ圏入りした。リトアニアも2015年のユーロ導入が実現した。

もっとも、上記4か国は世界金融危機以前にERM IIに参加していた。他の中東欧諸国で危機後にERM IIへ参加した国はない。マクロ指標をみると、世界金融危機後はいずれの国も収斂基準を満たすことが困難な状況になっていたが、ハンガリーを除き現時点では基準を満たしており、EU東方拡大13年を経ても未だユーロ加盟の見通しが立たない要因を、マクロ指標の収斂基準には求められない状況にある。

3. 世界金融危機後のチェコの金融政策とユーロ参加を巡って

以上のように、世界金融危機の発生後、中東欧諸国の新たなユーロ参加へ向けた進展が見られない中、マクロ指標から見るともっとも参加の可能性が高い国としてチェコが挙げられよう。チェコは、外資系銀行が金融セクターで支配的であるものの、世界金融危機の中東欧への波及の原因となった外貨建て借入れの比率が低く、危機による金融セクターの直接の影響は軽微で

あった。

収斂基準でみると、「危機」の実体経済への波及に対する財政政策等から、フローの財政赤字が対GDP比で悪化したほか、財政改革として付加価値税や統制価格の引き上げ等によりインフレ率が上昇した年もあったが、2012年からはむしろ物価動向からはデフレが懸念される状況となり、他方財政状況は改善傾向にあって、収斂基準を満たす状況となっている(図表2)。

チェコはEU加盟から13年が経ち、速やかなユーロ導入が義務付けられている中であって、このようなマクロ指標においては、ユーロ導入への時期やその方向性が示されてもよいはずである。しかし、2014年に発足した新政権はユーロ導入に慎重であり、他方チェコ中銀はデフレ懸念の中でゼロ金利政策と通貨切り下げを通じた金融緩和といった非伝統的金融政策を採用して、金融政策の自律性を重視する姿勢が窺われる。ユーロ導入の時期を定めたとしても、実際にはERM IIに最短2年間参加する必要があり、未だ公式の見通しは示されていない。

そこで以下では、チェコの金融政策とユーロ参加を巡って、EU加盟時点からの動向も触れつつ、世界金融危機後のチェコ経済の展開からユーロ導入に慎重となる背景と課題を提示することとする。

(1)チェコの金融政策運営の枠組み

チェコでのユーロ導入の議論を見る前に、チェコでのユーロ導入に向けた金融政策運営について概観する。

図表2 チェコのマクロ経済指標

| (%) | 2012年 | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| CPI上昇率(年末値、前年比) | 2.4 | 1.4 | 0.1 | 0.0 | 2.0 |
| 財政収支対GDP比 | -3.9 | -1.2 | -1.9 | -0.6 | 0.6 |
| 一般政府債務対GDP比 | 44.5 | 44.9 | 42.2 | 40.3 | 37.1 |

出所：IMF(2017)より筆者作成。

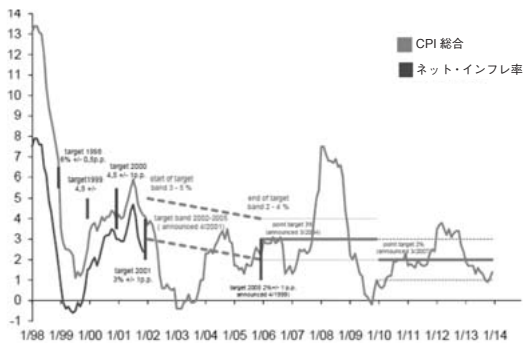
①インフレターゲット

チェコは、1997年の通貨危機を経て、金融政策運営は、従前の為替目標（固定相場制）から、インフレターゲットへと転換し、現在に至っている。インフレターゲットの採用には、当時 EU 加盟交渉入りが確実となる中でユーロ圏より高めに推移していた国内インフレ率を収斂基準へ低下させていく狙いも含まれていた。

目標とするインフレ率の指標は、当時は消費者物価指数における統制価格のウェイトが高く、また EU 加盟へ向けてこれらが段階的に市場価格に改訂されていくことがインフレの上方バイアスになることから、統制価格を控除した「ネット・インフレ」が用いられた。その後、指標は CPI 総合に変更されて、2010年以降目標インフレ率を2%として現在に至っている。

この間のインフレターゲットの達成度をみると、1998年から99年にかけての逸脱があったが、インフレは傾向的に低下し、チェコ国立銀行は政策への信認として自身を高く評価している（図表3）。

図表3 チェコのインフレ率と目標達成度



出所：CNB（2014）。

②政策決定のプロセス

チェコ国立銀行は政策目標として物価の安定を置き、政府からの独立性が示されている。最高意思決定機関は政策理事会（Board）で、議

長である総裁以下、7人の合議制となっている。また、総裁、理事会メンバーはチェコ国立銀行法で大統領により任命される。

インフレターゲット採用後は、四半期ごとのインフレーション・レポートを公刊し、いわゆるファンチャートを通じたインフレ見通しの公表や、議事要旨の公開によって政策運営の透明性を担保している。

(2)ユーロ参加へ向けた国立銀行の取組と問題点

インフレターゲットの採用にも表れていたように、チェコ国立銀行は EU 加盟後の早期のユーロ導入に前向きであった。2002年、EU 加盟交渉が進む中でチェコ国立銀行はユーロ導入戦略を発表して、2007年を目標年として公表した。当時の副総裁がとりわけ迅速なユーロ導入を表明し、当時の総裁も、近隣諸国よりユーロ導入が遅れると金融市場が不安定化するとしていた。

その背景には、チェコ国立銀行が早期のユーロ導入への道筋を示すことで政府に財政規律をもたらす期待があった。国立銀行のサイト上でも、マーストリヒト基準の一つをのこしてクリアしており、財政赤字の削減が残された課題、としていた。

しかし、2000年代に入ると、景気後退等の影響で財政赤字基準を満たすことができず、政治との緊張が高まるⁱ。2007年を目標とした上記「戦略」の策定過程では、政府と国立銀行が数か月に渡る議論を行ったが、政府は財政赤字目標を逸脱した。当時の大統領クラウスは国立銀行のインフレターゲットを虚構として批判し、ユーロ参加は賢明ではないとした。2003年9月、国立銀行は政府と最終的にユーロ参加戦略を修正し、そこでは、チェコ政府とチェコ国立銀行で、ユーロ参加へのチェコ共和国の戦略が共同

ⁱ インフレターゲット採用後の政策運営と政府・クラウス大統領（当時）との対立とチェコ国立銀行の独立性を減じる法改正の展開については拙稿（2008）を参照。

で発表され、条件が整い次第ユーロ参加を表明するとし、具体的な目標として2009年から2010年が目処として示された。この参加見通しの後退と政府の介入は、国立銀行の大きな失点となった。

当時政府がユーロ参加に消極姿勢をとったのは、クラウス大統領が「欧州懐疑論」者であったことに加え、当時のシュピドゥラ首相も2009-2010年が現実的と表明したが、背景には景気後退期にあって政府が成長のために財政手段を用いたかったためではないかと考えられている。

その後、国立銀行と政府の緊張は2004年に悪化し、クラウス大統領は2005年に任期を迎える理事会メンバー3人を、ユーロ懐疑論者に置き換えたⁱⁱ。その後クラウス大統領の任期の間に、理事会メンバーが全て入れ替わり、クラウスの主張に近い者で占められた。結局、チェコ国立銀行はユーロ導入へ向けた積極さとその挫折から評判を落とし、また大統領に近い考えのメンバーに理事会が置き換わったことで独立性を間接的に害することとなった (Johnson 2006)。

(3)2008年以降の金融政策運営

①マクロ経済の動向と金融政策

ハンガリー等と比べ、チェコは外貨建て借り入れが相対的に小さかったこともあり、金融危機は回避された。しかし、その後のユーロ圏全体の景気低迷の影響を受け、マイナス成長に陥った。

すなわち、チェコはドイツをはじめとしてEU域内への貿易依存度が高く、国内景気はEUの景気動向とほぼ一致する。EUの景気が低迷する中で、国立銀行はこの状況に対応して、

政策金利を引き下げていき、2012年11月には、「事実上のゼロ金利政策」となる0.05%まで引き下げた。

この間、物価は付加価値税増税や統制価格の引き上げの影響で大きく上昇したが、増税の影響などから個人消費が落ち込むなど内需が低迷し、一転して物価は下落傾向となった。

「ゼロ金利政策」にも拘らず、景気、物価見通しとも改善しない中、次の金融政策の手段を検討した結果、マイナス金利の実施は技術的に困難と判断される中で、2013年11月、為替介入による「緩和」が決定された。目標相場として、1ユーロ=27コルナが示されこれへ向けて無制限のコルナ売り介入が実施され、約4.5%の切り下げとなったⁱⁱⁱ。

②「為替介入」政策にみるチェコ国立銀行のスタンス

チェコ国立銀行は、政策運営の透明性の観点から、ゼロ制約に直面した後の政策手段として為替介入による「金融緩和」の可能性を2012年からアナウンスしてきた。また、これを受けてIMFもCPIが目標値から継続的かつ大幅にかい離する可能性があれば、為替介入は採りうる政策手段として認めていた (IMF 2013)。

一方で、インフレターゲット下での為替介入は政策的な矛盾を孕んでいる。チェコ国立銀行は為替介入政策をどのように「正当化」しているだろうか。

チェコ国立銀行のエコノミストである Lizal and Schwarz (2013) によれば、名目金利のゼロ制約の下で、インフレ期待に金融政策が効果的ではない場合は、為替介入が効果的な選択

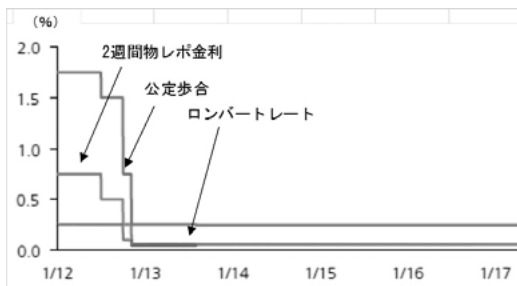
ⁱⁱ この間、ユーロ導入に向けた実務的な動きは継続しており、2005年、ユーロ導入に関する国家調整局を設置して財務省をその中心役に据えたほか、2006年、政府によって、チェコでのユーロ導入に向けたシナリオ（ユーロ導入と現金の切り替えのタイミングなど）の選択が承認されている。また、2005年、政府は「チェコ共和国のユーロ転換国家プラン」の制定を決め、2007年に国家調整局によって制定されて以降、毎年修正が加えられて公表されている。

ⁱⁱⁱ 2017年4月6日、金融緩和政策手段としての為替介入を廃止した(チェコ国立銀行同日付プレスリリース)。

肢となりうるとし、その政策面での効果として、第1のチャンネルとして輸入物価の上昇を通じたインフレ、2つめのチャンネルとしてゼロ金利政策下でのインフレによる実質金利の低下を通じた、実体経済の回復を挙げている。また、自国通貨売り介入は外貨準備を増やす一方、その評価替えて損失計上につながるものが政策面でのコストとなるが、自国通貨売り介入なので外貨準備の問題は生じないこと、ゼロ金利政策下では通常の場合と比べて波及効果が大きいと考えられること、チェコ通貨の減価が純輸出の増加につながり、ゼロ金利政策で貸出が伸びないチェコでは量的緩和政策として効果的な政策手段である、説明している。

また、為替介入にあたって、一時的な政策対応であり、6四半期後のタイムホライズンでインフレへの効果を見定めつつ、目標にインフレ率が到達する見通しとなれば、「出口」を探るとしている。

図表4 チェコの政策金利



出所：CNB（2017）。

③ユーロ参加へ向けた政策対応

上記のように、2005年まではチェコは新規加盟国でもっともユーロ参加の可能性が高いと思われたが、2010年とされていたユーロ導入は、2006年までに非現実的となった。

金融危機後のユーロ参加へ向けた対応をみると、2008年のインフレは高く、財政赤字は基準を超えて、2013もしくは2014年まで達成できないと思われた。2009年1月、トポラネク内閣は2009年11月までに参加の期日を決めるとしたが、

その退陣と政治的不安定化もあって、この公約は実現されず、選挙管理内閣を経て誕生したネチャシュ政権は、財政改革に重点を置き、税制、社会保障の改革を通じて、2012年に財政赤字はGDP比3%以下、財政収支均衡は2016年が示されたものの、ユーロ導入時期に関しては示されなかった。

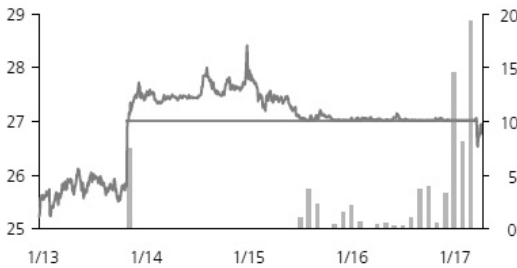
また、国立銀行は早期のユーロ導入が挫折した後、次第に政策スタンスを早期のユーロ導入から、財務省との協調へと転換した。その結果政府、国立銀行とも慎重なスタンスを維持した。2010年、チェコ政府は、マーストリヒト基準への到達状況に対するアセスメントの過程で財政赤字基準の超過が続いていることから、2011年までにはERM IIには参加しないと表明した。さらに2014年に発足した新政権も、下院の任期終了（2017年）まではユーロ参加を表明しないとしており、ERM IIでの2年分を加味すると、チェコのユーロ参加は政治的スタンスからは2020年以降となる。

加えて国立銀行サイドからは、2010年に就任したジンガー総裁は、2020年以前のユーロ導入はなく、またERM IIに参加しいつの時点でユーロを導入するかは政府の判断による、としている（Assem and Verdun 2016）。また当時の副総裁は、ユーロ危機の深刻化を踏まえて2011年、チェコのユーロ参加の可能性はユーロ圏のガバナンスの解決にかかる旨表明した。これに関連して、2015年4月、政府が公刊した「チェコ共和国収斂プログラム2015」において、ユーロ導入には、高齢化社会に対応した長期的に持続可能な財政の必要性に言及している。

なお、2011年4月の世論調査でも74%が早期のユーロ導入に反対で、ギリシャ危機が、ユーロ導入に向けた世論に影響を与えた可能性が高い（Indruchova 2012）。2013年にチェコ科学アカデミーが実施した世論調査でも、早期ユーロ導入の反対が表明されている。このような国民の慎重姿勢も、政府の消極的姿勢を導いてい

るといえよう^{iv}。

図表5 為替介入とチェコ通貨の対ユーロ相場



(注)左軸：チェコ・コルナ対ユーロレート
右軸：介入額（10億ユーロ）

出所：CNB（2017）。

4 小括

以上、2008年の世界金融危機以後の中東欧の金融政策運営を、チェコを事例として概観した。東方拡大から13年を経て、中東欧の5か国がユーロ圏入りしたが、未だ3か国はその見通しが立っていない。ハンガリーは収斂基準に抵触しているため、今後の展開はマクロ指標の改善にもかかっているが、チェコ政府は、ユーロ参加への唯一の課題であったフローの財政赤字を改革の結果改善させており、その結果すべての収斂基準を満している。

一方、国立銀行は、インフレ目標の達成のため、為替介入というインフレターゲット政策下では「非伝統的」な「金融緩和」政策を採用した。その効果について評価するには尚早だが、ユーロ圏外であることによって維持された金融政策の自律性を積極的に活用しているようにも窺われる。

そのような状況下で、ユーロ参加への「延期」がいつまで認められるか、が焦点となろう。チェコはこれまでも、財政基準を政府の努力で改善してユーロ参加を表明するチャンスは存在し

ていた。むしろ「政治的意思の欠如」がユーロ圏入りの遅れをもたらしていたといえ、また国民のユーロ参加への世論も積極的に欠いている。オプトアウトが認められていない国でのユーロ未導入が長期にわたることに対し、今後のEU側の対応、また収斂基準を満たしたポーランドも含め、ユーロ導入を巡る新たな展開として注目ししよう。

なお、ユーロ導入については、ギリシャ危機以降のユーロ圏経済および南欧諸国への「救済スキーム」等をめぐり、ユーロおよびEUへの懐疑的（Euroscepticism）な思潮が急速に中東欧で影響力を広げている。この点からの中欧3カ国のユーロ導入の賛否については別稿に譲りたい^v。

参考文献

- 池本修一・松澤祐介（2015）「図説 チェコ・スロバキア経済」 東洋書店
- 松澤祐介（2008）「中欧3カ国のEU加盟と金融・通貨統合プロセス」（池本修一他編著『グローバル化と体制以降の経済学』文眞堂所収）
- Dandashly, Assem and Amy Verdun（2015）“Boarding the Euro Plane: Euro Adoption in the Czech Republic and Slovakia”, *Review of European and Russian Affairs*, Vol.9 (2).
- （2016）“Euro Adaptation in Central Europe: Laggards by Default and Laggards by Choice”, *Comparative European Politics*, pp. 1-28.
- Czech National Bank（2014）“Inflation Report 2014/1Q”.
- （2017）“Inflation Report 2017/1Q”
- Epstein, R.A. and Juliet Johnson（2010）“Uneven Integration: Economic and Monetary Union in Central and Eastern Europe”, *Journal of Common Market Studies*, Volume 48. Number 5. pp. 1237-1260.
- European Central Bank（2013）“Convergence

^{iv} Rusnok 総裁は2017年6月14日のインタビューで、政治的な意思の弱さから、この先5年から10年はユーロ導入はないのではないか、とコメントしている（2017年6月14日ロイター電）。

^v ポーランドでの議論については、Riedel(2017)参照。

- Report 2013”.
- (2016) “Convergence Report 2016”.
- IMF (2017) “Country Report -Czech Republic”.
- Indruchova, Eva (2012) “Czech Republic on Its (Slow) Way to the Euro”, *The Lawyer Quarterly*, 1/2012.
- Johnson, Juliet (2006) “Two-Track Diffusion and Central Bank Embeddedness: The Politics of Euro Adoption in Hungary and the Czech Republic”, *Review of International Political Economy*, 13: 3.
- Komarek, Lubos (2014) “The Czech Economy and Monetary Policy: Deflation Risks and the Exchange rate as a Monetary Policy Instrument”, Czech national Bank.
- Král, David (2014) “Czech Republic and the Eurozone: Between EU Treaty Obligations and Political. Preferences”, *Gostynska, Agata, Tokarski, Pawel., Toporowski, Patryk., and Damian Wnukowski (eds.) “Eurozone Enlargement in times of Crisis: Challenges for the V4 Countries”, The Polish Institute of International Affairs*, pp. 75–84.
- Lízal, Lubomír and Jiří Schwarz (2013) “Foreign exchange interventions as an (un)conventional monetary policy tool”, *BIS Papers* No 73.
- Matsuzawa, Yusuke (2016) “Current Financial Situation and EMU Evolution”, in *Yoji Koyama eds. “The Eurozone Enlargement - Prospect of New Member States for Euro Adoption”, Nova Science Publisher.*
- Mejstřík, Michal (2016) “Czech Republic - The Present Situation of a Prospective Eurozone Member: Current Challenges during time of Creative Destruction”, in *Yoji Koyama eds. “The Eurozone Enlargement -Prospect of New Member States for Euro Adoption”, Nova Science Publisher.*
- OECD (2014) “Economic Surveys- Czech Republic”.
- (2016) “Economic Surveys- Czech Republic”.
- Ridel, Rafał (2017) “The Evolution of the Polish Central Bank’s Views on Eurozone Membership”, *Post-Communist Economies*, 29: 1, pp. 106–116.