



Title	Exchange Rate and Monetary Policy Management in Moldova
Author(s)	Ciubotaru, Vitalie
Citation	大阪大学, 2012, 博士論文
Version Type	
URL	https://hdl.handle.net/11094/59872
rights	
Note	著者からインターネット公開の許諾が得られていないため、論文の要旨のみを公開しています。全文のご利用をご希望の場合は、大阪大学の博士論文についてをご参照ください。

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

The University of Osaka

【2】

氏 名	チュボタル ヴィタリエ Ciubotaru Vitalie
博士の専攻分野の名称	博 士（経済学）
学 位 記 番 号	第 2 5 5 9 4 号
学 位 授 与 年 月 日	平成 24 年 7 月 25 日
学 位 授 与 の 要 件	学位規則第4条第1項該当 経済学研究科経済学専攻
学 位 論 文 名	Exchange Rate and Monetary Policy Management in Moldova (モルドバにおける為替相場政策および金融政策の運営)
論 文 審 査 委 員	(主査) 教 授 高 木 信二 (副査) 教 授 伴 金美 教 授 山 田 浩之

論 文 内 容 の 要 旨

旧ソビエト連邦からの独立後、1993年、モルドバ共和国は固有の通貨（レウ、leu）を有することになった。通貨当局は、その後の市場経済移行過程において、通貨の対外価値を安定させることに特別の配慮を払ってきた。予測性や信頼を高めることにより、対外経済活動を活性化させ、経済成長につながると期待したからである。一方で、モルドバのような小国にとって、為替レートは対外ショックに対処するための政策手段でもある。また開放経済では、為替レートの動きは物価変動に密接な影響を与える。このように、為替相場政策は、モルドバにおける経済政策上の最重要テーマである。しかし、このテーマを近代的手法によって分析した文献は皆無だと言ってよい。

こうした認識に立ち、本論文はモルドバの為替相場政策に焦点を置くが、本来、為替相場政策は金融政策と別途に議論することはできない。「不可能定理」（impossibility theorem or impossible trinity）によれば、資本取引が自由である限り、為替レートの安定と金融政策の独立性を同時に達成することはできない。本論文の主要な目的は、モルドバの為替相場政策を金融政策と一体的に分析し、マクロ諸変数と政策調整の関係を明らかにすることによって、モルドバの為替金融政策を評価することである。加えて、最新の手法をモルドバのデータに応用することにより、為替金融政策に関する実証文献に貢献する。

本論文は、5章より構成される。第1章は、第2-5章でおこなう実証分析に制度的背景を提供するため、モルドバにおける為替相場政策および金融政策の枠組みを概観する。国際通貨基金（IMF）はモルドバの為替制度を「管理フロート」と呼び、モルドバ国立銀行は、2008年より、インフレターゲットによって金融政策を運営していると述べている。本章は、こうした認識を踏まえ、為替金融政策の変遷とその法的、制度的枠組みを説明すると同時に、政策環境を規定する要因として、モルドバの対外経済関係の特徴をまとめる。

第2章は、Frankel-Weiの手法を使い、2005年12月から2010年11月までの期間、レウの対外価値が、露ルーブルの影響を受けた初期を除き、米ドル以外の通貨の影響を受けなかったことを示す。これは、

モルドバの実質上の為替制度が「米ドルへのソフトベッグ」であったことを意味する。さらに、カルマンフィルターにより、米ドルの影響力の変遷を測ると、対米ドル相場は定期的に調整されたものの、米ドルのウエイトは1の値から大きく離れることはなかった。モンテカルロ・シミュレーションによれば、仮にレウがユーロにベッグされていたとしたら、（他のすべての条件を一定とすれば）実効為替レートのボラティリティーは低下していたであろうことが示される。

第3章は、対米ドル相場を安定的にする通貨当局が、金融政策の独立性を有するか否かを検証する。モルドバの短期金利を米国短期金利に回帰させると、前者は後者の影響を受けない。すなわち、為替レートの安定化にかかわらず、金融政策の独立性が享受されているのである。「不可能定理」によれば、資本移動を規制していることが示唆されるが、事実、本章の分析は、金融政策の独立性が資本管理に起因することを示す。リスクプレミアムや、両国の金融商品が同質ではない影響も排除できないが、資本管理を数値化することによって、近年自由化が進みつつあるものの、モルドバが近隣諸国と比較しても厳格な資本管理をおこなってきたことが明らかにされる。

第4章は、為替レートと物価の関係を分析する。まずパススルーを推定すると、輸入物価は対ドル為替レートに有意に反応するが、（輸入ウエイトによる）実効為替レートには反応しない。一方、消費者物価は両為替レートの変動に有意に反応すると同時に、実効為替レートからのパススルーはほぼ完全である。4変数VARモデルを推定すると、両物価指数とも両為替レートに反応することが示される。また、影響はそれほど顕著ではないが、物価指数から対米ドル為替レートへの因果関係も見受けられる。消費者物価指数が上昇すると、対ドル為替レートが増価することから、この因果関係は、政策当局者の反応関数を示していると考えられる。

最後に、第5章は、為替レートが金融政策の手段として機能しているかどうかを検証する。すなわち、「通常のテイラー＝ルール」と「（政策金利の代わりに為替レートを政策操作変数とした）修正テイラー＝ルール」の推定結果を比較すると、後者の方が説明力が高いことがわかる。4変数（対米ドル為替レート、政策金利、GDPギャップ、期待インフレ率）で定義されたVARモデルを推定すれば、通貨当局が物価水準の動向に応じて、対ドル為替レートを調整してきたことが明らかにされる。この意味で、対ドル為替レートの調整は、インフレターゲットの枠組みにおいて、金融政策の手段として機能してきたと結論される。

論 文 審 査 の 結 果 の 要 旨

〔論文内容の要旨〕
本論文は、旧ソビエト連邦の構成共和国・モルドバに焦点を当て、移行経済における為替相場政策と金融政策を一体的に分析する。まず、第1章では、第2-5章の実証分析の制度的背景を提供するため、モルドバにおける為替相場政策および金融政策の枠組みを概観する。第2章は、Frankel-Wei の手法を使い、2005年12月から2010年11月までの期間、通貨レウの対外価値が、露ルーブルの影響を多少受けた一時期を除き、米ドル以外の通貨の影響を受けなかったことを示す。さらに、カルマンフィルターにより、米ドルの影響力の変遷を測ると、対米ドル相場は定期的に調整されたものの、米ドルのウエイトは1 の値から大きく離れることはなかった。第3章は、対米ドル相場を安定的にする通貨当局が、金融政策の独立性を有するか否かを検証する。モルドバの短期金利を米国短期金利に回帰させると、前者は後者の影響を受けない。すなわち、為替レートの安定化にかかわらず、金融政策の独立性が享受されているが、本章の分析は、この独立性が資本管理に起因することを示す。

第4章は、為替レートと物価の関係を分析する。まずパススルーを推定すると、輸入物価は対ドル為替レートに有意に反応するが、（輸入ウエイトによる）実効為替レートには反応しない。一方、消費者物価は両為替レートの変動に有意に反応すると同時に、実効為替レートからのパススルーはほぼ完全である。4変数VARモデルを推定すると、両物価

指数とも両為替レートに反応することが示される。最後に、第5章は、為替レートが金融政策の手段として機能しているかどうかを検証する。すなわち、「通常のテイラー＝ルール」と「（政策金利の代わりに為替レートを政策操作変数とした）修正テイラー＝ルール」の推定結果を比較すると、後者の方が説明力は高い。4変数VARモデルを推定すれば、通貨当局が物価水準の動向に応じて、対ドル為替レートを調整してきたことが明らかにされる。この意味で、対ドル為替レートの調整は、インフレターゲットの枠組みにおいて、金融政策の手段として機能してきたと結論される。

〔審査結果の要旨〕

本論文は、(1) 一般的理解に反して、モルドバの為替制度が米ドルに対するソフトベッグであること、(2) ソフトベッグであるにも関わらず、モルドバが金融政策の独立性を有し、それが資本移動規制に起因すること、(3) 米ドルへのソフトベッグは対米貿易が限定的であることを考えると非合理的に思えるが、米ドル為替レートが輸入価格、消費者物価に有意な影響を与えるという事実を反映していること、(4) インフレターゲットを達成すべく、モルドバ国立銀行が対米ドル為替レートの水準を操作していることを示している。モルドバのような開放小国経済にとって、為替相場政策は最重要テーマであるが、近代的な手法を使って分析した研究はない。本論文は、最新の手法をモルドバに応用した点において、文献への意義ある貢献である。さらに、モルドバの為替相場政策および金融政策の運営を解明した点において、為替金融政策に関する実証文献全般に寄与すると同時に、移行経済における経済政策に対して新たな見識を与えている。これらの理由で、博士（経済学）に値すると判断される。