

〈論 文〉

ハンガリーにおける「成長のための資金計画」(FGS) について

高 橋 智 彦*

I はじめに

ハンガリーでは金融機関の民営化や外国資本の参入を経て、2004年のEU加盟を挟み信用ブームとなっていた。特に外貨建ての住宅ローンの寄与などは大きかった。その後、2007年の米国のサブプライム・ローン問題に端を発する、2008年以降の世界金融危機でIMFの金融支援を受けるなど危機に陥った。

そうした中で先進各国は米国の一連の量的緩和（QE）に代表される金融緩和措置を打ち出した。欧州でも政策金利引き下げや国債などの購入による量的緩和措置に加えて様々な政策が行われた。欧州中央銀行（ECB）による2011年12月からの長期資金供給オペレーション（LTRO）、2012年7月に始まった英国の証券貸出スキーム（FLS）といった特有の金融緩和措置がなされた。EU加盟国で非ユーロ圏のハンガリーではFLSを参考に2013年4月に「成長のための資金計画」(FGS)を導入した。

本稿ではハンガリーのFGSという新しい金融政策を検証することにより、ハンガリーのような小国での独自の金融の緩和措置が功を奏したかを検証したい。同国はEUの非ユーロ圏、体制移行国であり、外貨建てローンが隆盛したという特殊性を踏まえた措置を行った点で特徴がある。

FGSの研究としては同国金融当局者や欧州中央銀行関係者を中心に出始めており、その効果を好意的に捉えているものの、外部からの客観性があり、金融サービスの国内通貨、国内資本回帰の分析を目にしない。FGSの有効性を客観的かつ多面的に分析するというのが本論文の目的である。

ここでは、定量的な分析方法として先行研究でも非伝統的金融政策の効果を分析する際の標準的な手法であるVARモデル（ベクトル自己回帰モデル）を用いた。実体経済を代表する変数、金融諸変数を用いて計測し、FGSの意図した金利ルートと量的なルートは有効なルートかを検証する。さらに本研究独自の試みとして通貨などの自国建て化の影響を検証する。以下、FGSの導入の周辺環境、有効性について検証していく。

II ハンガリーの金融環境

1 EU加盟と信用拡張、その終焉

ハンガリーでは1990年代にインセンティブなど外資誘致を進め¹⁾、銀行も旧貯蓄銀行でトップの

* 拓殖大学政経学部教授

1) 例えば岩崎・佐藤 [2004]

OTP 銀行に関しては、ほとんどの上位銀行が資本の過半を外資が占める銀行となった。その後、2004年5月のEU加盟を経て信用ブームとなった。企業向け及び個人向けに外貨建てローンも寄与し、大きく信用が膨張した。この時期の中東欧の個人ローンの隆盛については Backe and Wojcik [2008] は消費が促進される中、将来の期待賃金も増え、信用ブームに寄与している面があるとしている。その中でもハンガリーにおける外貨建て住宅ローンの隆盛については、Molnar [2010] は同国の住宅ローンが寡占状態にあるために従前からのフォリント建て住宅ローン金利が高く、金利が低い外貨建てローンが集まりやすいとしている。

実際に短期金利ベースでもフォリント建て金利に比較し、スイスフラン建て、ユーロ建ての金利は比較にならないほど低かった。ハンガリーの早期ユーロ導入期待もあって、外貨建て住宅ローンは普及していった。外国資本の銀行、特にオーストリア系の銀行は外貨建てローンの提供で市場シェアを拡大した。

こうした動きは世界金融危機の中で大きく後退した。

フォリント安が対外債務や外貨建てローンの返済を困難にし、通貨防衛のための金融引き締めがさらにローンの返済を困難にした。この時のハンガリーの経済危機の特徴は経常収支のGDP比で2桁に近い赤字とその裏にある国内の投資超過、インターバンク市場の麻痺などであった。2008年11月にIMFの金融支援を受け、銀行危機に対応する資本注入などがなされる中で、住宅ローン困窮者への対策も打たれた。外国資本の銀行はこの時点で撤退も予想されたが、2009年1月のウィーン・イニシアティブにより世界金融危機で影響を受けた中東欧、南東欧へのエクスポージャーを維持することとなり、急激な資本引き揚げはなかった（高橋 [2010a], Jungmann 他 [2011]）。

2010年の総選挙でフィデスが圧勝し政権を握ると、住宅ローン困窮者への対策を強めると同時に金融機関への課税を強め、さらに中央銀行への金融緩和圧力を強めていった（高橋 [2010b]）。

2001年の中央銀行法改正でインフレ・ターゲティングを導入した中央銀行は一定の抑制的な政策をとらざるを得なかったが、2007年に左派政権から任命された当時のシモル総裁にはフィデス政権から強い圧力が加かった。特に2011年末には中央銀行の独立性を弱める法改正を可決し、副総裁を増員するとともに、総裁、副総裁人事への首相の関与度を強めた。これによりその当時のシモル総裁や金融緩和慎重派のキーライ副総裁の立場が弱まった。この法改正にはECB、IMFが懸念を示すなど政権と中央銀行の対立は厳しくなった（高橋 [2012]）。なお、この改正により金融監督庁が中央銀行に吸収され、プルーデンス政策に中央銀行が大きく関与するようになった。この他にもECBは何度も注意喚起を促したものの、ハンガリー中央銀行の法改正も含む業容拡大等の様々な変化は止まらなかった。

2 成長のための資金計画（FGS）の遂行

2013年3月のシモル総裁の任期満了に伴い首相側近のマトルチ前国家経済相が中央銀行総裁に任命されると4月には「成長のための資金計画」（Funding for Growth Scheme, 略称FGS）という新たな金融政策が始まった（下記内容）。

①景気低迷の背景にある中小企業貸出の低迷に向けて、中央銀行の資金を、中小企業向け貸出を行う銀行に低利（ゼロ金利を含む）で供給する。

（当初2500億フォリント）

②中小企業の外貨建て融資をフォリント建てに変える金融機関への低利融資

(当初 2500 億フォリント)

FGS は総計 5000 億フォリントでスタートし、直後に 7500 億フォリントに増額された。さらに、その後も増額され利用条件も農業関係融資も認めるなど緩和された。

表 1 FGS関連の経緯

2013年 3 月	マトルチ国家経済相がハンガリー中央銀行総裁に
2013年 4 月	FGS発表(融資枠総額5000億フォリント)
2013年 5 月	融資枠総額7500億フォリントに拡大
2013年12月	中小企業貸付限度枠拡大、リース目的や農業従事者向け認める
2014年 9 月	融資枠総額 1 兆フォリントに拡大
2015年 1 月	対象を大企業にも拡大
2015年 2 月	FGS+発表(中央銀行が民間銀行の潜在的な貸し倒れ損失の半分を保証)
2015年 4 月	省エネ建築についてもスキームの対象に

(出所) ハンガリー中央銀行HP、在ハンガリー日本大使館政治経済月報から筆者作成

2015 年には FGS + という中央銀行の保証も組み合わせたスキームも並行して始まった。これは金利低下以外のルートでも新規投資を促したものである。

ハンガリー中央銀行によれば 2015 年 7 月末までに FGS によって約 2 万 4000 社に対して 1.5 兆フォリントが貸し出されたとされる。また新規投資が増えた。

FGS には民間対外債務の圧縮、外貨建てローンを推進した外資系に偏った銀行を国内資本銀行へ戻そうという政策意図もあった。リーマン・ショックの前に、ハンガリーは既に外資系銀行が総資産の大半を占めており、収益も高い水準にあった。その収益に大きく貢献したのがスイスフラン、ユーロ建てなどの外貨建てローンであった。しかし、世界金融危機と欧州危機による本国銀行の資産の毀損、フィデス政権成立後の銀行税の賦課と外貨建てローン困窮者の救済策、さらに FGS の際の選別的扱い²⁾ などから外資系資本が過半を占める銀行には逆風となっていた。

ハンガリー中央銀行の統計によれば、FGS が開始される直前の 2012 年 3 月末の時点で外国の直接投資による保有銀行はハンガリーで展開する銀行の総資産の 90% 以上を占めていた。しかし、低利の資金を自国資本の銀行を中心に供給したことに加え、フィデス政権成立後の銀行税の重税感もあり、2014 年には資産第 2 位のオーストリア資本のエルステ銀行は支店網を縮小する旨発表し、上位行の MKB 銀行をドイツのバイエルン州立銀行が 5500 万ユーロでハンガリー政府に売却した。そのため、2014 年末の総資産ベースの上記シェアは 60% 台となり、大幅に低下した。さらに 2015 年には国営の投資ファンドが大手のブダペスト銀行を GE キャピタルが 100% 買収した他、オーストリア資本のライファイゼン銀行も支店を縮小することになった。政府は MKB 銀行を一度国有化した後に国内資本の銀行との合併を検討するなど、国内資本による銀行業務拡大とエルステ銀行の一部の株を保有するなど外資の国内資本化を促進している。また中小金融機関による融資拡大も促している。そのような中、外貨建てローンは急激にフォリント建てとなり、2015 年 2 月には基本的にフォリント建てとなった。国内金融機関回帰の側面支援ともなっている。

2) 二層銀行システムの中で貯蓄銀行であった OTP 銀行、信用銀行だった K & H 銀行、旧外国貿易銀行だった MKB 銀行経由での資金供給が FGS の実施当初半年で 3 分の 1 以上に及んでいた。

こうした国内金融機関、自国通貨取引回帰というのが FGS が他の欧州の金融緩和措置と異なる大きな特徴である。中央銀行は通貨スワップ協定の強化などで通貨変換対応力を強めた。

表2 ハンガリー上位行の融資額

単位：10億フォリント

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
OTP銀行	2,189	2,715	2,623	2,724	2,742	2,356	2,134	1,902
K&H銀行	1,546	1,765	1,604	1,562	1,458	1,206	1,177	1,283
エルステ銀行	1,494	1,979	2,001	2,016	1,886	1,584	1,361	1,151
MKB銀行	1,906	2,293	2,271	2,178	1,995	1,658	1,260	1,144
ライフアイゼン銀行	1,564	1,856	1,584	1,615	1,526	1,286	1,224	1,124
CIB銀行	2,027	2,512	2,315	2,143	1,902	1,518	1,253	1,061
ウニクレジット銀行	1,033	1,239	1,074	1,089	1,142	965	911	983
ブダペスト銀行	637	767	666	652	646	587	567	581

(出所) 各行年次報告, Bankscope

また過剰な外貨建てローンの返済困難をなくし、有利な条件でフォリント建てに借り換えさせることによる景気浮揚を狙っている。なお、ハンガリーでは直接金融の発達が不完全で、ブダペスト証券取引所もオーストリア資本傘下³⁾にあり、株価上昇による資産効果は狙いにくいと一般に考えられる。

Ⅲ 超金融緩和と FGS を巡る研究

2008年9月のリーマン・ショック以降の一連の先進国を中心とする非伝統的金融政策に関する研究は日本の2000年代初期の量的緩和(QE)、米国の一連の量的緩和(QE1～3)を中心に出ている。日本については本多、黒木、立花[2010]は実体変数に、金融政策変数を加えてVARモデル検証を行うとともにさらに資産価格である株価を加えてその影響が实体经济にあったことを分散分解やグレンジャーの因果性テストで示した。

近年では日本の量的質的緩和(QQE)に関する研究もあるが、欧州のユニークな超金融緩和策に関連する研究も出始めている。

欧州中央銀行(ECB)は利下げや流動性供給、カバードボンド購入などを行っていたが、それに加えて2011年12月、2012年2月に長期資金供給オペレーション(LTRO)を導入し、ECBに担保を入れ、期間3年、無制限供給という金融調節を行った。

Bijsterbosch and Falagiarda [2015]ではユーロ圏各国のECBの政策の影響をTVP-VARモデルのインパルス応答を用いて調べ、信用ショックのGDP成長率への影響が大きく、景気循環を大きくしているとしている。特に2012-2013年の欧州危機の際の影響を指摘しており、供給側の貸出態度を和らげる一連の政策の必要性を暗示している。

3) 執筆時点。ハンガリー中央銀行が買収交渉をしている。

Darracq-Paries and De Santis [2015] では融資のサーベイデータも用いて VAR モデルで実証し、LTRO が GDP の見通しや、対事業会社貸出の引当てやインフレ率を引き上げ、結果としてクレジットクランチを防いだとしている。

他方、英国は証券貸出スキーム (FLS) を 2012 年 7 月に開始している。貸出を増加させた銀行に TB を 0.25% の低利で貸し出した。2012 年 6 月末の貸出残高の 5 % 相当額を限度に TB の借り受け枠を持つ。Bank of England [2012] によれば、この制度は国債購入などの政策と相互補完となる政策で貸し手のコスト削減と流動性を向上させ、借り手のコスト削減と流動性向上をもたらすとしている⁴⁾。FGS はその導入時の総裁発言によればこの FLS をモデルとしている。

Darvas [2013] では FGS は基本的には FLS と原則を同じにしているものの、より中小企業貸出に促進的になっているとしている。

ハンガリーの FGS の歴史も浅いためにその研究も端緒についたばかりだが、Balog, et al. [2014] は構造 VAR も用いて計測を行い、FGS が雇用を創出し、GDP を押し上げたことを示している。FGS が貸し渋りのスパイラルから救ったとしている。

Endresz, et al. [2014] でも簡単な重回帰分析を行い FGS は投資を増加させ、中小企業景況感の改善に効いたとしている。

このように通常の誘導系 VAR か構造 VAR か時間に関して可変的な TVP—VAR かの違いはあるが、多くが VAR モデルを用いてこの超金融緩和の問題を扱っている。

Ⅳ 実証分析

1 実証分析の内容と考え方

本稿では他の多くの非伝統的政策の分析のように VAR (ベクトル自己回帰) モデルを用いた。

実証データに関しては ISI EMERGING MARKETS 社の CEIC グローバルデータを用いた。

データは経済変数として鉱工業生産指数季節調整済、消費者物価コア指数季節調整済、金融変数としては貸出金利 (IMF まとめ)、マネタリーベース季節調整済を用いた。

表 3 記述統計量

	鉱工業生産	消費者物価	貸出金利	マネタリーベース	外貨建比率
平均	94.5	104.6	9.3	2598.2	33.1
中央値	96.4	104.6	9.2	2671.4	39.8
最大値	117.1	110.4	14.8	4403.6	65.7
最小値	64.8	100.6	3.6	1361.7	0.5
標準偏差	14.2	2.2	2.4	809.8	25.6
単位・基準	2010=100	前年=100	%	10億フォリント	%

(出所) ハンガリー中央銀行, ハンガリー中央統計局, CEIC

4) FLS の効果については斉藤 [2014] は 2014 年半ば現在で効果は見られていないとしている。

ADFテストで単位根検定を行うとレベルのままだと非定常であり、1階の階差をとると定常になるI(1)の状態であり、この場合は単位根を持つという帰無仮説が1%有意水準で棄却できる⁵⁾。

表4 ADFテストの結果（定数項のみ考慮，レベル）

	統計量	p値	5%臨界値
鉱工業生産	-1.654	0.453	-2.878
消費者物価	-2.007	0.284	
貸出金利	-1.409	0.577	
マネタリーベース	-1.108	0.713	

変数間の共和分検定⁶⁾やGrangerの因果性テスト（表7）を見た結果，選択した変数は相互に影響を与えており，VARモデルを用いることとした。構造変化があると特定できる場合にはTVP—VARを用いることも考えられ，ここでは構造VARのように識別制約もかけずに一般的な誘導系のVARを用いることにした。そして4変数の計測を行った後にFGSの特徴である自国通貨，自国金融機関の奨励の変数として住宅ローン残高における外貨建ての占率を用いて5変数の計測も行った。なお4変数の際の生産指数，物価指数，金利要因，金融変数という順番は多くの先行研究⁷⁾とも同様である。

1階階差のデータを用いてラグはAIC（赤池情報基準）を中心とする基準を見て，月次データの影響を見るのに問題がないと思われる2期分を用いて計測した。

t期のi変数（4変数なのでここではa-d）をXitとすると以下のような計測になる。 a_{11} ， a_{12} ， $\dots$ ， a_{44} ， b_{11} ， b_{12} ， $\dots$ ， b_{44} は係数 c_a ， $\dots$ ， c_d は定数項である。誤差項は e_{it} で表す。

各々を次のように記した時に4変数ラグ2期の場合は以下ようになる。

$$X_t = \begin{pmatrix} \Delta X_{at} \\ \Delta X_{bt} \\ \Delta X_{ct} \\ \Delta X_{dt} \end{pmatrix} \quad C = \begin{pmatrix} c_a \\ c_b \\ c_c \\ c_d \end{pmatrix} \quad e_t = \begin{pmatrix} e_{at} \\ e_{bt} \\ e_{ct} \\ e_{dt} \end{pmatrix}$$

$$A = \begin{pmatrix} a_{11} & a_{12} & a_{13} & a_{14} \\ a_{21} & a_{22} & a_{23} & a_{24} \\ a_{31} & a_{32} & a_{33} & a_{34} \\ a_{41} & a_{42} & a_{43} & a_{44} \end{pmatrix} \quad B = \begin{pmatrix} b_{11} & b_{12} & b_{13} & b_{14} \\ b_{21} & b_{22} & b_{23} & b_{24} \\ b_{31} & b_{32} & b_{33} & b_{34} \\ b_{41} & b_{42} & b_{43} & b_{44} \end{pmatrix}$$

5) Sims [1980]等を踏まえ，敢えてレベルの情報を生かすケースも多い。また各々の変数の階差別ADFテストは定数項を考慮する場合としない場合について行った，なおトレンドを考慮するケースもあるが，ここでは考慮していない。上記の詳細結果はスペース上省略する。

6) Johansenの共和分検定を行った。トレース法，最大固有値法ともに各変数間には1%水準で共和分関係はないという結果となり，ECMよりもVARモデルを使うことを支持した。

7) 例えば本多・黒木・立花 [2010]

ここで検証する VAR モデルは下記のようなものとなる。

$$X_t = AX_{t-1} + BX_{t-2} + C + e_t$$

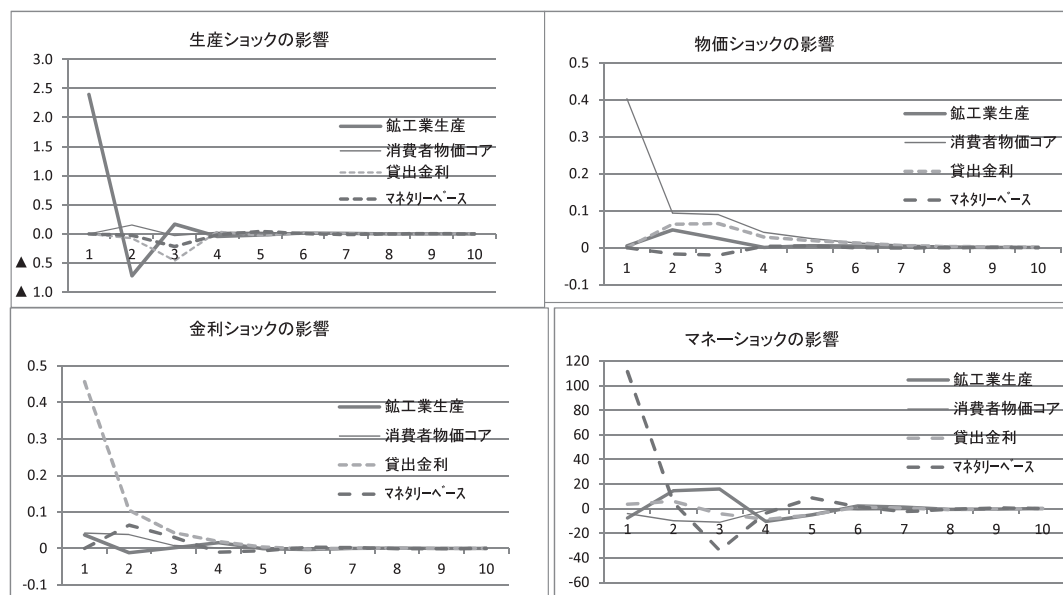
2 実証結果及び考察

ここでは FGS の始まった 2013 年 4 月以降のデータも含む 2000 年 1 月から 2014 年 12 月のデータを用いて FGS の意図する政策ルートが有効かを検証した。

(4 変数のケース)

2000 年 1 月から 2014 年 12 月の月次データで先ほどの 4 変数、鉱工業生産指数、消費者物価コア指数、貸出金利、マネタリーベースの 1 階階差をとり VAR モデルで推計をまず行った。

誤差項に与えられた衝撃を見るインパルス応答反応（コレスキーの分解方法）を、各々 1 標準偏差の衝撃があった場合について見た。



(図 1) インパルス応答の結果 (4 変数)

結果はマネタリーベースの増加という量的な緩和は鉱工業生産などに影響を与える結果となった。また物価ショックは貸出金利を押し上げている。

また 10 期で見た予測誤差の分散分解（コレスキーの分解方法）の結果を見ると貸出金利が一定の実体経済変数への影響を持ち、効果を持つことがわかる。

表5 分散分解結果

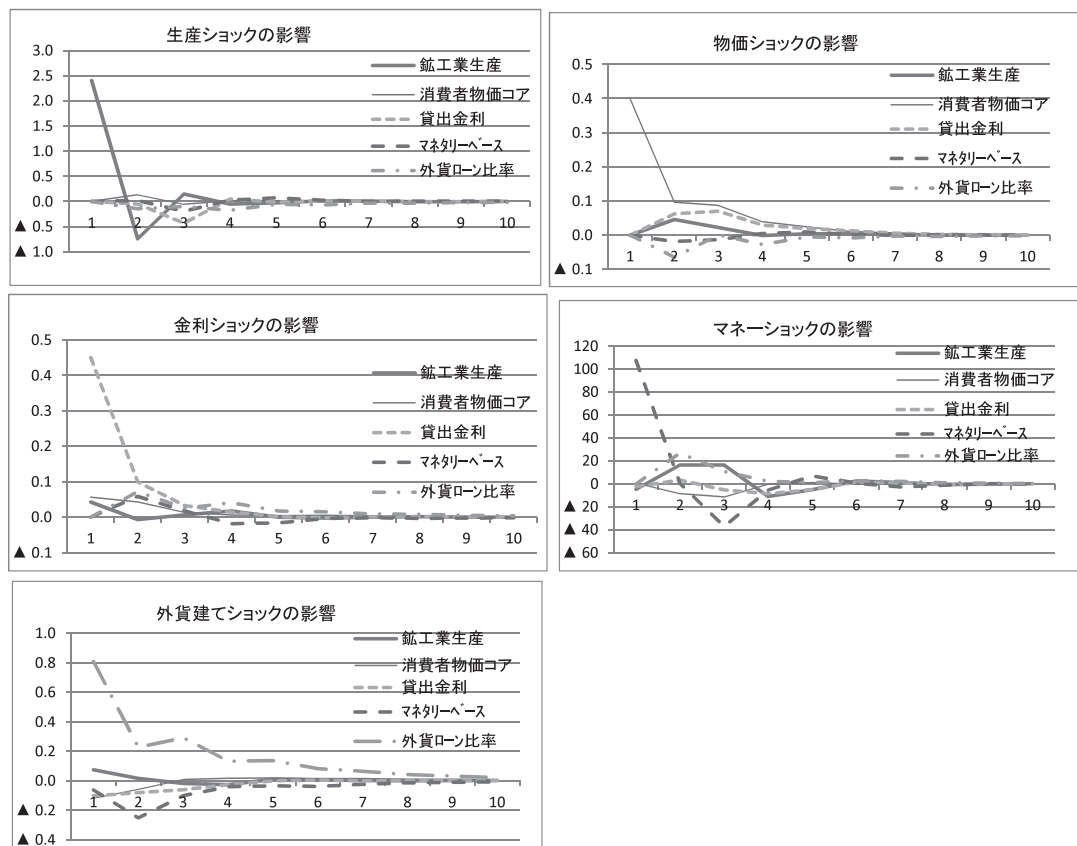
	→寄与率%			
	鉱工業生産	消費者物価	貸出金利	マネタリーベース
鉱工業生産	95.49	0.38	3.35	0.77
消費者物価	1.51	93.11	4.99	0.39
貸出金利	0.76	1.39	95.62	2.23
マネタリーベース	4.50	1.63	1.15	92.71

(5変数のケース)

さらに FGS の他国の非伝統的金融政策と最も異なる点である金融の自国化の側面の検証の変数として住宅ローンの外貨建て比率を加えた。

鉱工業生産指数、消費者物価コア指数、貸出金利、マネタリーベースの後に住宅ローンの外貨建て比率を加え、各変数の1階階差をとり、VAR モデルで推計を行った。

4変数と同様にインパルス応答反応(コレスキーの分解方法)を、各々1標準偏差の衝撃があった場合について見た。



(図2) インパルス応答の結果(5変数)

結果は4変数の際と同様に、マネタリーベースの増加という量的な緩和が鉱工業生産などに影響を与える結果となった。また物価ショックは貸出金利を押し上げている。マネタリーベースの増加という量的な緩和が鉱工業生産などに影響を与える結果も同様である。

また5番目の変数である外貨建てローンの比率の増加ショックはマネタリーベースと貸出金利へのマイナスのインパクトとなった。これは低利の外貨建て資金と国内資金の代替効果が示すと思われる。

分散分解で10期目の予測誤差を見ても結果も他の金融変数とともに外貨建て比率が諸変数に影響を与えているというものだった。

表6 分散分解結果

	→寄与率%				
	鉱工業生産	消費者物価	貸出金利	マネタリーベース	外貨建て比率
鉱工業生産	95.08	0.31	2.85	0.67	1.10
消費者物価	1.35	90.58	5.22	0.32	2.53
貸出金利	0.97	2.22	91.39	1.87	3.55
マネタリーベース	4.87	1.36	0.98	87.02	5.77
外貨建て比率	0.71	1.91	2.21	8.49	86.68

こうした結果はGrangerの因果性テストで金融変数の相手への影響がないという帰無仮説のp値を見ても概ね肯定される。

表7 Grangerの因果性テストにおけるp値

貸出金利	マネタリーベース		外貨建てローン比率		
→鉱工業生産指数	0.0246	→鉱工業生産指数	0.4041	→鉱工業生産指数	0.5394
→消費者物価指数	0.0309	→消費者物価指数	0.7078	→消費者物価指数	0.1193
→マネタリーベース	0.6778	→貸出金利	0.1369	→貸出金利	0.1492
→外貨建てローン比率	0.8264	→外貨建てローン比率	0.0006	→マネタリーベース	0.0003

(注) 5変数のVARモデルを行った際に矢印の先の数値に影響を及ぼさないという帰無仮説に対するp値

貸出金利の実体変数への影響やマネタリーベースと外貨建てローン比率の相互影響が見られる。

なお、実証結果の頑健性を見るために実体変数の順序を生産と物価で入れ替えて4変数（消費者物価コア指数、鉱工業生産指数、貸出金利、マネタリーベース）としても、金融変数面で金利を政策金利（2週間物預金金利⁸⁾）とした4変数（鉱工業生産指数、消費者物価コア指数、政策金利、マネタリーベース）、マネー変数をM3とした4変数（鉱工業生産指数、消費者物価コア指数、貸出金利、M3）としても結果に大きな変化は見られなかった。

8) 2015年9月23日から3か月物預金金利に変更されている。

さらに、5変数とした時に住宅ローンの外貨建て比率とした5変数目をブダペスト株価指数として、鉱工業生産指数、消費者物価コア指数、貸出金利、マネタリーベースの基本4変数に加えてブダペスト株価指数を加えて計測を行うとGrangerの因果性テストでは諸変数に因果関係を及ぼす他、予測分散分解やインパルス応答でも鉱工業生産に正の影響があるなど一定の影響が出ている。

表8 分散分解結果

	→寄与率%				
	鉱工業生産	消費者物価	貸出金利	マネタリーベース	株価指数
鉱工業生産	91.90	0.23	3.27	1.20	3.39
消費者物価	1.10	90.47	6.19	0.14	2.10
貸出金利	1.08	1.73	89.98	2.64	4.57
マネタリーベース	4.16	1.53	1.14	81.68	11.49
株価指数	1.37	0.17	1.46	2.55	94.44

ただし他の金融変数の株価への影響は少なく、外貨建て比率を直接のターゲットとしたFGSの方向性が間違っていないことを示した。

V 結論

FGSは貸出金利の低下を促しより直接的に中小企業を中心とする貸出を増加させることを狙いとしている。実証結果は貸出金利低下とマネタリーベースの増加などの金融変数の変化を通じて实体经济と相互作用を及ぼしている。

外貨建てローンの比率の影響は複雑である。外貨建てローン比率の増加は国内資金融通の減少を通じてのマネタリーベースの減少や低金利の外貨建てローン増加を通じての貸出金利の低下をもたらしている。

従ってこのところの外貨建てローン比率の低下は本来ならば貸出金利の上昇をもたらしかねないのが、FGSにより資金提供が増加し、貸出金利はむしろ低下し、中央銀行の資金提供でマネタリーベースも増加している。このことは鉱工業生産など実体変数の助けとなりハンガリー経済へも好影響を及ぼしている。

FGSはそのユニークさ故に先進各国の非伝統的金融政策と異なるルートでの働きかけが行われていると言える。様々な批判のあるFGSであるが、マネタリーベースは2年間で30%台半ばまで増加したが、その間の他国の中央銀行に比して無理なバランスシートの拡大ではない。その働きかけているルートとその影響を実証結果を含めて検証するとの外れではないと言えよう。

(付記)

本稿には京都大学大学院経営管理研究部川北英隆教授との共同研究である「日本、欧米、新興国市場での価格形成の要素：ローカル性とグローバル化、相関関係」(科学研究費No23243051)の成果が生かされている。

参考文献

- Backe, P. and Wojcik, C., "Credit Booms, Monetary Integration and the New Neoclassical synthesis," *Journal of Banking and Finance*, vol. 32, issue3, 2008, 458-470.
- Balog, A., Matolcsy Gy., Nagy, M. and Vonnak, B., "Credit crunch in Hungary between 2009 and 2013: is the creditless period over?," *Finacial and Economic Review* 2014.11".
- Bank of England, "The Funding for Lending Scheme" *Quarterly Bulletin* 2012 Q4, 2012, 306-320.
- Bijsterbosch, M. and Falagiarda, M., "The Macroeconomic Impact of Financial Fragmentation in the Euro Area: Which role for credit supply," *Journal of International Money and Finance*, 54, 2015, 93-115.
- Darracq-Paries, M. and DeSantis, R. A., "A Non-standard Monetary Policy Shock: The ECB's 3-year LTROs and the shift in credit supply," *Journal of International Money and Finance*, 54, 2015, 1-34.
- Darvas, Z., "Banking System Soundness Is the Key to More SME Financing," *Brugel Policy Contribution Working Paper*, 2013/10, 2013, 1-18.
- Endresz, M., Harasztosi, P., Lieli, R. P., "The Impact of the Magyar National Bank's Funding for Growth Program on Firm Level Investment," *MNB Discussion Paper* 2014.
- J. Jungmann and Bernd Sagemann, "Financial Crisis in Eastern Europe-Road to Recovery", GABLER(2011).
- Molnar, M., "Enhancing Financial Stability through better Regulation in Hungary," *Economics Department Working Paper* No. 786, 2010.
- Sims C., "Macroeconomics and Reality," *Econometrica*48, 1980, 1-49.
- 岩崎一郎・佐藤嘉寿子「ハンガリーのEU加盟と外国投資誘致政策」『スラヴ研究』51, 2004年, 209-239ページ。
- 斉藤美彦『イングランド銀行の金融政策』金融財政事情研究会, 2014年, 141-149ページ。
- 高橋智彦「世界金融危機と中東欧の銀行」『拓殖大学論集—政治・経済・法律研究』第13巻第1号, 2010年a, 97-116。
- 高橋智彦「ハンガリー情勢, 緊縮財政下で再建に本腰へ」『時事通信社金融財政ビジネス』2010年7月29日号, 2010年b, 16-19。
- 高橋智彦「ハンガリーの動向を分析, 政治圧力にさらされる中央銀行」『時事通信社金融財政ビジネス』2012年6月25日号, 2012年, 12-16ページ。
- 本多祐三・黒木祥弘・立花実「量的緩和政策—2001年から2006年にかけての日本の経験に基づく実証分析」『財務省財務総合研究所フィナンシャル・レビュー』99号, 2010年, 59-81ページ。
- 松浦克己, コリン・マッケンジー「Eviewsによる計量経済分析 [第2版]」東洋経済新報社, 2012年, 220-318ページ。