

# 最適通貨圏の理論とユーロ危機 － OCA 理論は生き残れるのか－

田 中 素 香

## 1 はじめに

統一通貨圏の適格性を判定する理論として最適通貨圏の理論 (Theory of Optimum Currency Areas: 以下 OCA 理論と呼ぶ) があげられる。1960 年代に初めて提示された OCA 理論はヨーロッパ通貨統合という現実からの刺激を受け、その後多くの研究者が参加して理論、実証の両面で 20 世紀いっぱい発展を遂げた。

1960 年代のいわゆる古典理論は、OCA の判定に、労働力の移動性、経済の開放性、生産の多様性などの要件を掲げて、その要件が満たされれば OCA である (満たされなければ OCA ではない) としていた。それら個別理論の判定要件を「古典的経済的基準」とカテゴライズしてフローチャートにまとめ、さらにそれを超える諸基準を「政治的基準」に一括したのが、Baldwin/Wyplosz であり、これによって、OCA 理論を一つの流れにとりまとめるのに成功した (フローチャート化は 2006 年)。

ユーロ圏は 2008 年に始まったリーマン危機、2010 年から 12 年まで持続したユーロ危機によって統一通貨圏としての適格性を問われることになったが、判定の理論である OCA 理論の有効性が同時に問われたのである。ところが、「古典的経済的基準」はいずれも生産側の要因であり、貨幣金融側の要因が主要な原因となったユーロ危機を的確に評価できない事態となった。

2014 年アイケングリーンは OCA の古典理論を全面的に否定した。だが、統一通貨圏の適格性を判定する唯一の体系的な理論を否定すれば、アイケングリーン自身が行っているように、具体的にユーロ危機を分析する方法しか残されない。ユーロ危機だけでなくポスト・ユーロ危機の分析方法論として OCA 理論を再生する道が問われている。

そのような問題意識から本稿はデグラウエの OCA 理論に注目する。デグラウエは OCA 理論を独自に再構成し、コスト分析、ベネフィット分析を別々に行い、両方の分析を総合して「最適性」を判定するのであるが、この方法をとれば、コスト分析、ベネフィット分析に貨幣側の諸要因を取り込んで拡充することができる。本稿では Baldwin/Wyplosz による OCA 理論

を紹介して、その意義と限界を示し、次にデグラウエを参考にコスト分析において貨幣側の諸要因を取り上げ、そのような OCA 理論が今日一定の有効性を維持できるかどうかを考察する。

## II 最適通貨圏理論の体系化による総括的理解

### 1. 最適通貨圏の理論とその体系化

最適通貨圏の理論とは、通貨統合によって発生するベネフィットとコストとを考察・比較することによって、統一通貨圏の適格性を判定する理論である、とひとまずいうことができる。

1960年代にアメリカは慢性的なドル危機に揺さぶられ、その中で変動相場制の主張が強まった。それに対して、固定相場制あるいは共通通貨制（複数国が単一通貨を保有する）の方が適切なケースがあることを示すことにより、変動相場制支持論を批判したのである。したがって、OCA 理論とは、名目為替レートの変更がなにゆえに有効な政策オプションであるのか、逆に言えば、名目為替レートの変更を選択しない方が合理的なケースがあるのか、を示す伝統的理論である、ということもできる。

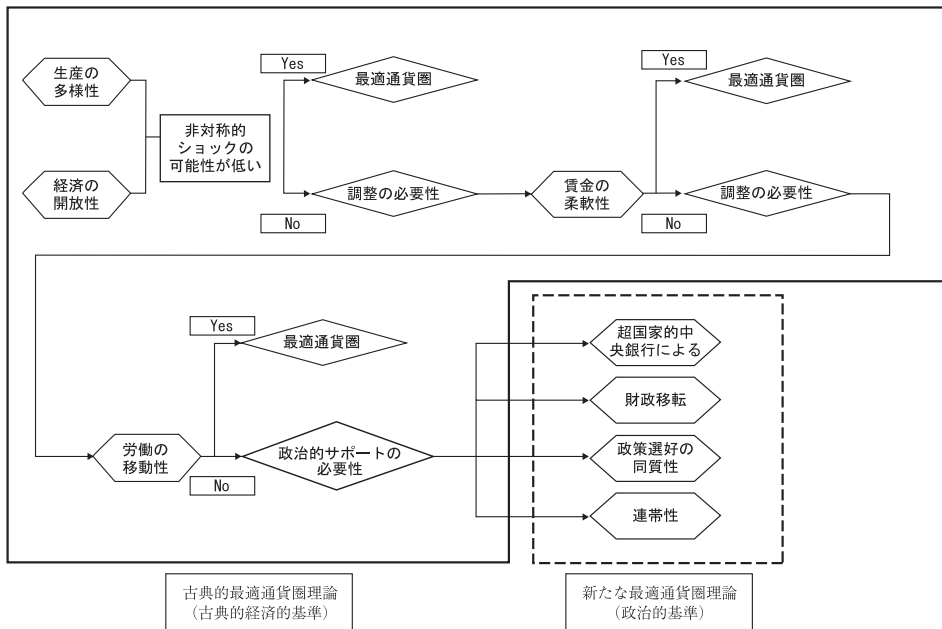
このような経過から、1960年代に OCA 理論に関わったのはアメリカとカナダの経済学者であった。ところが、1970年代の変動相場制への移行、EC（欧州共同体。EU の前身）の通貨協力、さらに通貨統合などに適用されて欧米双方を中心に議論が進められ、理論、実証、計量分析など、きわめて多数かつ広範な文献を付け加えた<sup>1)</sup>。

したがって、それらの OCA 理論を取捨選択し、統合して、体系化する必要が生じる。Baldwin/ Wyplosz (2012) はそのような業績の一つであって、OCA 理論を一つのフローチャートにまとめた (図1)。

---

1) OCA 理論の1970年代前半までのサーベイは、Ishiyama (1975) がまとめている。かれはOCA理論を「現存するすべての国民通貨が変動相場制をもつことの妥当性についての疑い」を提出したとみなし、その視角から整理している。結論は、OCA理論は学究的 (scholastic) な議論であって、為替相場政策や通貨改革といった現実の問題にはほとんど役立たない、というのであり、執筆された時代を反映している。その後OCA理論の発展に現実味を与えたのはヨーロッパ通貨統合であった。ユーロ導入にまで至るOCA理論の発展についてはMongelli (2002)に詳しい。

図1 OCA 理論のフローチャート (Baldwin/Wyplosz による)



[出所]Baldwin/Wyplosz (2012), p.429.

## 2. OCAの「古典的経済的基準」

OCA 理論の提唱者は周知のようにロバート・マンデル (1961 年) である。63 年には دونالد・マッキノンが別の理論を示し、69 年にはピーター・ケネンがマンデルを批判的に検討してさらに別の理論を提唱した<sup>2)</sup>。この 1960 年代の 3 つの理論が OCA 理論の古典であり、理論的基礎を提出したという点で研究者の意見は一致している。

最適通貨圏を判別するにあたり、フローチャートはまず「生産の多様性」(ケネン) と「経済の開放性」(マッキノン) という 2 つの基準を適用する (図 1 を参照)。多様な生産物を生産し、かつ経済が開放的である諸国が集合して通貨統合圏を形成するのであれば、非対称的ショック (統合圏の参加国の一部を捉えるショック) が発生する可能性は低いし、ショックが発生しても比較的容易に吸収できると考えられる。したがって、その通貨圏は OCA とみなすことができる<sup>3)</sup>。

2) Mundell, R. A. (1961)、McKinnon, R. I. (1963)、Kenen, P. B. (1969)。なおこれら 3 つの文献と石山などを含めた OCA 文献は、Jovanovic(1998) にまとめて掲載されている。

3) 圏域全体を捉えるショックは対称的ショックであり、この場合は、すべての国に同じ方向のショックが加わるので、共通通貨圏の中央銀行の金融政策 (および/または財政政策) で対応できるであろう。対称的ショックであっても国毎にダメージが食い違えば非対称になり、非対称的ショックの議論があてはまる。

なぜそのように言えるのだろうか。多様な財を生産する国は国内の個々の生産物（生産部門）にショックが発生したとしても、影響は関連部門に局限され、国内産業全体への影響は小さい。たとえば、鉄鋼業でショックが起き生産縮小や失業が起きても、局所的であるかもしれないし、また他の多様な部門が失業者を吸収することができる。この場合、一国内部の部門間あるいは地方間の労働力移動が失業を解消するのである。そのような多様な産業構造をもつ国の集合であれば、ショックを吸収するために名目為替レートを調整する必要性は低くなる。

経済の開放度は  $[(\text{輸出} + \text{輸入}) / \text{GDP}]$  で表示できるが、ロナルド・マッキノン は開放度の高い経済をもつ諸国の集合であれば、OCA となりうると主張した。経済開放度の高い国が貿易収支赤字になって為替相場を切り下げても、輸入価格の上昇によって短期間に物価上昇となり、為替相場切り下げの効果はごく短期間しか続かない。そのような諸国は為替相場を切り下げるよりも、固定相場制あるいは共通通貨制を採用し、金融・財政政策によって経済安定をはかる方が合理的であると問題提起したのである。マッキノンは当時の EC6 カ国を念頭に置いていたと思われる。

フローチャートではケネンとマッキノンの2つの基準を満たせばOCAテストに合格となる。しかし、それを満たさなければ、フローチャートの第2段階に進む。非対称的ショックを受けて国内需要が落ち込んだとすれば、その国（あるいは国の集合）は為替相場切り下げにより調整して、競争力を高め、輸出を増やして、需要減退をもとに戻さなければならない。しかし、「賃金と物価の伸縮性」が十分であれば、為替相場を使わなくても共通通貨圏に留まることができる。需要減退による不況と失業が賃金と物価を引き下げて、為替相場の下落と同じ効果を発揮するからである。すなわち、「賃金と物価の伸縮性」が十分であれば、OCAテストに合格である。

しかし、伸縮性が不十分であれば、別の調整メカニズムが必要になり、フローチャートの第3段階、つまりマンデルの「労働力移動」へと移る。マンデルの理論のエッセンスだけを述べよう。A、Bという2つの国があって、ともに完全雇用・物価安定・対外均衡（経常収支均衡）の要請を満たしていたが、A国である製品への需要がB国からの輸入から自国へとシフトしたとする。B国の輸出は減少し（A国の輸入は減少し）対外不均衡が生じるとともに、A国はインフレ、B国は不況に直面して、調整が必要となる。両国の間に生産要素（資本と労働力）の移動がない場合には、変動相場制をとるのがよい。貿易収支不均衡によってA国通貨は切り上がり対外均衡が回復されると共に、A国はインフレ抑制の金融・財政政策を採用し、B国はやはり金融・財政政策によって不況対策をとることができる。しかし、両国間に生産要素の移動があれば、共通通貨を採用するのがよい。B国からA国へ資本と労働力が移動し、A国の

インフレを抑制し、B 国の不況を是正することになるからである。この場合、通貨の使用圏域が大きくなるので、両替費用の節約や価格の透明性の向上など、貨幣使用の「規模の経済」を享受することができ、通貨統合のベネフィットを得ることができる。

Baldwin/Wyplosz (2012) が体系化した「古典的経済的基準」は以上のとおりである。1960 年代に提出されたケネン、マッキノン、マンデルの基準を適切に配置し、フローチャートに整序した手腕は評価できる。

### 3. OCA 理論の「政治的基準」

マンデルはカナダの東部（工業圏）と西部（農業圏）よりはむしろカナダ東部とアメリカ東部の方が OCA に適しているというような議論によって、地域の見方に新風を吹き込んだ。同じ視角でアメリカを見ると、特定産業が特定の州に集中する度合い（産業特化度）がヨーロッパよりはるかに高い。たとえば、テキサス州の石油産業、中西部諸州の農業、ミシガン州の自動車産業、ニューヨーク州の金融業などである。たとえば、原油価格急騰というショックに対して、テキサス州は潤うがミシガン州の自動車産業はネガティブ・ショックを受ける（非対称的ショック）。農産物価格の変動や国際金融の好不調なども非対称的ショックとなるであろう。賃金・物価の柔軟性や州間の労働力移動でショックを吸収できるかどうか疑問である。つまり、アメリカ諸州は共通通貨ドルを使用しているが、本当は最適通貨圏ではない。6 つの OCA に別れる方が良いという研究が発表され、また Ghosh/Wolf [1994] はアメリカ 50 州について計算し、州毎に別れる方が調整コストは小さくなるとしている<sup>4)</sup>。それでも、ドル通貨圏を離脱したいという願望はどの州からも出ていないとすれば、「古典的経済的基準」を超える基準を考慮しなければならない。

Baldwin/Wyplosz (2012) のフローチャートでは「政治的基準」がそれにあたる。「古典的経済的基準」を満たさなくても、財政移転、選好の同質性、連帯性の 3 つを基準を満たされればなお OCA でありうる（図 1 参照）。古典的理論でもケネンはマンデルを批判して、連邦政府による地域間の財政移転は地域のリセッションに対抗する措置であり、労働力の移動と同じ効果をもつのであり、OCA に財政システムを考慮しないわけにはいかないと指摘した。同じく 69 年にジェイムズ・イングラムは「通貨圏の効率性、参加国政府の政策態度、政策実

4) Ghosh/Wolf [1994] はアメリカ 50 州について、通貨同盟が 3 つ、12、州毎などについて計算し、同盟の数が多くなるほど損失は少なくなるとしている。雇用や賃金へのショックに対する為替相場の調整能力を高く評価する計算方法（アルゴリズムを使用）に強く影響されている。

施の際の決意の固さ、調整過程に対する住民の姿勢」などに依存すると指摘した<sup>5)</sup>。これは、Baldwin/Wyplosz (2012) のフローチャートの「政治的基準」の3項目と共通する。

### III ユーロ圏と OCA 理論

#### 1. ユーロ制度と OCA 理論

EU は 1991 年末に合意したマーストリヒト条約によって統一通貨制度を導入した。制度の導入において注目すべき点が3つある。

第1に、その制度はまったく新たに案出されたのではなく、1979年に創設され EC 諸国間の為替相場の安定を支えてきた欧州通貨制度 (EMS) の経験とその制度の運営における EMS 諸国の相互信頼が前提となっていた。「EMS から EMU (経済通貨同盟) へ」あるいは「『EMS + 1992』を『EMU + 1992』へ」という認識が共有されていた。ちなみに、「1992」とは EC 単一市場を指している (1992 年は単一市場の完成の年であった)。

第2に古典的 OCA 理論が EC の統一通貨制度の設計図のベースであった。その制度の大枠を決めた経済・通貨同盟検討委員会 (通称ドロール委員会) の『EC 経済・通貨同盟に関する報告書』(1989 年 4 月発表) およびそれを受けて欧州委員会の卓越した 5 名の経済学者が執筆した大部の報告書 (European Commission (1992), "One Market, One Money". 通称『エマソン報告』) などにより明らかである<sup>6)</sup>。

第3に EMS の安定を導いたのは物価安定を基軸とする西ドイツの通貨制度であり、その制度の導入が統一通貨制度の信認を獲得する上でとてもと不可欠と認識されていたが、90 年のドイツ統一によるマルク放棄と引き換えに、ドイツの連邦銀行制度の影響が決定的になったことである。

---

5) Ingram, James C., Comment: The Currency Area Problem, Mundell, R.A./A.K. Swoboda (ed.) (1969), p.97.

6) ドロール委員会は 1988 年 6 月 EC 首脳会議において設立が決められ、当時の EC 委員会委員長ジャック・ドロールを座長に当時の EC12 カ国の中央銀行総裁と専門家の合計 17 名の委員、欧州委員会から 2 名の事務局 (そのうち一人は ECB 発足時に同専務理事となったトマソ・パドア＝スキオッパである) の 19 名で構成され、統一通貨制度の基本設計と統一通貨導入へ至る道筋の提案を委ねられた。同報告の全訳は東北 EC 研究会 (1990) を参照。なお、ドロール委員会は指名から一年足らずの間に EU の将来を決する報告書をまとめあげたのであるが、それは、1960 年代から継続する EC 中央銀行総裁評議会の活動があったからである。これについては、Harold James (2012)、とりわけ 7 章と 8 章を参照。なお、『エマソン報告』は編集担当の Michel Emerson の名をとっているが、他にダニエル・グロス、ジャン・ピサニ＝フェリー、アレクサンダー・イタリアナーが参加している。欧州委員会による公式の通貨統合報告書である。



OCA 理論との関連について述べておこう。『エマソン報告』の副題は“An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union”であって、若干の新手法を取り入れているものの、基本は統一通貨圏形成のベネフィットとコストを評価するOCA 理論を継承する。通貨統合参加国は金融政策および為替相場変更の権限を喪失する。双方共に通貨統合参加のコストとされるが、EC 通貨統合においては事情が特別であった。資本移動自由化が進んだ1980年代末以降EMSにおいて金利設定の自由はドイツに独占されており、他の参加国にその自由はなかったからである。

マクロ経済政策における「不可能の3角形 impossible trinity」から分かるように、EMSの基軸通貨国西ドイツは資本移動自由化・自律的金融政策の2つを選び、対ドル変動相場制をとったが、EMS周辺国は資本移動自由化・対マルク固定相場制を選ばざるを得なかった。したがって、周辺国は自律的金融政策は採用できなかった（固定相場制を維持するために西ドイツの金利政策に追随）。その独占的権限を一国一票制のECB（欧州中央銀行）において西ドイツから奪うために、フランスは88年通貨統合を提案したのである。したがって、通貨統合参加によって金融政策の自由を喪失するという認識はあまり強くなかった。またイタリアなど南欧諸国は高インフレにより市場の信頼は失われていたので、西ドイツ連銀への市場の信認を受け継ぐ欧州中央銀行に参加することで信頼を取得する（つまり「信認の輸入」）と考えており、統合参加を切望していたのである。

為替相場については別であった。EMSで繰り返しマルクの切り上げと仏フランなどその他通貨の切り下げが実施された。インフレ格差から生じる国際競争力格差の是正のための為替平価（中心レート）変更である。通貨統合によって為替平価変更はできなくなるが、インフレ格差は生じるであろう。それは非対称的ショックとなって統一通貨圏を不安定化する。名目為替レートを変更することなしに、いかにして非対称的ショックを吸収するのか。これが『ドロール委員会報告』と『エマソン報告』の主要なテーマであった。結論として、地域的不均衡には「生産要素の可動性」と「物価の柔軟性」を強めるという方策があげられており、まさに「古典的経済的基準」そのものであった<sup>7)</sup>。EC通貨統合とOCA理論の「古典的経済的基準」の問題意識はぴったりと重なっていたのである。

他方、Baldwin/Wyplosz (2012) の「政治的基準」のうち、「連帯性」と「選好の同質性」は10年に及んだEMSでの固定為替相場圏維持の協力によってある程度前提することができた。しかし、「財政移転」については『ドロール委員会報告』でも『エマソン報告』でも明確

---

7) 東北EU研究会（1990）14ページ。

に否定されている。EMSにおいて財政政策は各国政府の権限であり、その協調が課題であった。通貨統合においてもその限界は越えられていない。『エマソン報告』は「通貨同盟の財政モデルは政治的選択であり」「ECはマクロ経済政策を行わないことを前提する」とし、財政政策は参加国の行動であると明確に述べている<sup>8)</sup>。通貨統合参加国の毎年の財政赤字3%以下を定めた「安定・成長協定」はEMS時代より財政協調の度合いを強めるものであって、当時はそれが限度と認識されていた。またその程度の政策協力でも統一通貨圏の安定は確保できるとの認識があった<sup>9)</sup>。

## 2. ユーロ危機とOCA理論の批判

ユーロ危機は「ユーロ圏がOCAではないから起きた」という意見が多い。ユーロ危機の中で失業率が25%を超えたギリシャ経済の惨状を見て、「このような経済力の弱い国をユーロ圏に参加させたのは、OCA理論を無視しており、そもそもの間違いだった」という意見はその典型であろう。

OCAのフローチャート第1段階の「経済の開放度」をEUへの輸出のGDP比で見ると、ベルギー・オランダの60%台、ドイツの25%に対して、イタリアとスペインは14%、フランス12%、ギリシャはわずか6%とひときわ低い(2012年)。輸出品も農産物や、部品をEU諸国から輸入して加工した製品が多く、「生産の多様性」にも問題がある。通貨統合の制度作りにはOCA理論(古典的基準)を適用していながら、ギリシャのユーロ加盟は政治的に決定された。したがって、OCA理論を用いた上述のようなユーロ圏への批判は的を射ている。

とはいえ、ユーロ危機をそのようなOCA理論の適用で説明できるというわけではない。OCA理論の「古典的経済的基準」は生産構造と労働市場を見ているだけで、貨幣・金融側の諸要因を無視している。簡単のために、経済の「実物側」と「貨幣側」という2分法を用いると、OCA理論は実物側の理論である。ところが、ユーロ危機は貨幣側の要因から生じた。し

---

8) European Commission (1992), p.101.

9) 単一市場統合から通貨統合へとECをリードした経済学者ジャック・ペルクマンズは財政移転なしでもEMS(経済・通貨同盟)は安定できると次のように述べている。「EUが、アメリカと比較しても同程度にやっつけられる、という限定された意味において最適通貨圏であるためには、その分権化された財政政策が同様の結果を達成することが可能であるか、ということが問題である。・・・(中略)・・・結論は、集権化された財政による安定化政策がない、あるいは計画されていないということだけを理由に、EUがひとつの通貨圏として適当でないとはいえない、ということである。」「結論として、中央レベルでは多くの再分配を行わず、また一切の(財政的)安定化も行わないようなEMUは可能であるし、十分安定的であるように思われる。」[ペルクマンズ(2004) pp.647-648]。リーマン危機・ユーロ危機以前にはこうした認識が支配的だったのである。



たがって、フローチャートでユーロ危機を判定することはできない、そういう仕組みになっているのである。

Baldwin/Wyplosz (2012) のユーロ危機に関する評価は曖昧である。ユーロ圏は「経済の開放性」と「生産の多様性」に関しては最適通貨圏条件を満たしているが、「選好の同質性」に関しては部分的に満たしているに留まり、「労働の移動性」と「財政移転」に関しては条件を満たしておらず、「連帯性」に関してはあまり基準を満たしてはいないが悪い状態でもないといった曖昧な評価となっている。その上で、結論は、ユーロ圏はOCA基準を部分的にしか満たしていない。そのため、労働市場と財政移転について再考されない限り、将来的にもコストが生じる。<sup>10)</sup>。かれらは「OCA諸基準は白か黒か、全面的に満足か完全に実現されないかということにはならない」としているが、この曖昧さはフローチャート方式の限界を物語っている。

上述したように、ギリシャ経済の開放性は低く、また賃金・物価の伸縮性も作用しなかった。スペイン、イタリア、アイルランド、ポルトガルは開放性の程度はやや高いが、ギリシャに準じる。ギリシャを加えたいわゆるPIIGS諸国において賃金・物価の伸縮性は作用しなかった。作用を麻痺させたのは、南欧諸国への巨額の資本流入であり、それが引き起こしたバブル・プロセスであった。西欧の大銀行が巨額の与信（貸出、投資など）を南欧諸国に対して行い、長期金利のドイツ並みへの収斂をもたらした。低金利に刺激されたギリシャの好況は高インフレ（+好況）→輸出減・輸入増（経常収支赤字増大）となり、経常収支は急激に悪化、07年には、イタリア以外の南欧諸国でGDP比2桁（ギリシャは18%）という未曾有の水準にまで増加したのだが、資本流入によって経常収支赤字はファイナンスされ、財政バブルを含むバブル景気が続いた。だから次の、→低成長・失業増加、という調整プロセスは作用しなかった。貨幣側の要因が賃金・物価の伸縮性による調整を麻痺させたのである。ここが問題のポイントである。

このプロセスはリーマン・ショック（アイルランドはサブプライム危機）による突然のバブル崩壊＝バスト（bust）によって終了し、ユーロ危機によって激しい金融パニックに晒されることになった。南欧諸国はその後長期にわたる調整プロセスへと入っていった<sup>11)</sup>。例外的に深刻で長期にわたって作用するショックを経験したのである。ギリシャのGDPは08年から15年にかけて約25%も下落し、失業率はスペインと共に14年25%を超えていた。

---

10) Baldwin/Wyplosz (2012), p.425.

11) 詳細はユーロ危機に関する拙著（2016）、および同（2010）を参照。

ユーロ危機の分析手段としての OCA 理論に失格宣言をしたのはアイケングリーンであった。2014 年ドイツでの講義において、OCA 理論が「語っていなかったこと」を次のように列挙している<sup>12)</sup>。

- ① 20 世紀半ばに創設された OCA 理論は 21 世紀の重要な経済的諸問題を語っていない。
- ② EU 通貨同盟がスムーズに機能するための政治的必要条件について語っていない。
- ③ 銀行が非対称的ショックの伝搬者であることにまったく触れておらず、また通貨同盟には銀行同盟が伴わなければならないという必要性についても語っていない、なぜなら、20 世紀半ばには銀行制度は厳しく規制されていて、活動を抑制されていたから。
- ④ 南欧諸国からドイツなどへの熟練労働者の流出、頭脳流出について語っていない。
- ⑤ 中央銀行が通貨同盟において最後の貸し手 (LLR) として活動し、あるいは個々の参加国の証券市場と金融市場を補強する必要性について、何も語っていない。というのは、1930 年代型の深刻な政府債務危機や銀行危機は 20 世紀半ばには遠い過去の記憶に過ぎなかったからである。
- ⑥ 通貨同盟参加国が過剰債務を抱えながらもインフレ税に頼ることができない中で、政府債務を順序よく削減していくメカニズムが望ましいということも語っていない。
- ⑦ 通貨統合の可逆性について何も語っていない。ユーロの崩壊・解体は起こりうるのか。
- ⑧ 財政統合のために必要とされるさらなる政治統合はどれほどのものなのか、あるいは、わずかな政治統合と両立する現行の限定的な財政統合は EU 通貨同盟がスムーズに機能するのをサポートするに十分なのかどうかについて、何も語っていない。

アイケングリーンの失格宣言は、OCA 理論が生き残るには、貨幣側の要因を取り入れて議論を拡張すること、また「政治的基準」を概念化・具体化する必要を示している。21 世紀のグローバル金融資本主義が修正される兆しは見られないからである。

## IV ユーロ危機と OCA 理論の新展開

### 1. OCA のコスト分析への貨幣側の諸要因の取り入れ

デグラウエ (Paul de Grauwe、ロンドン大学教授) は OCA 理論を独自に発展させてユーロ危機を分析した。著書『通貨同盟の経済学』第 10 版 (2014 年) ではユーロ危機分析に大きく踏み込んでいる。デグラウエは基礎理論において、通貨統合のコストの分析→OCA 理論の批

---

12) Eichengreen (2014), p.3-4.

判的検証→ベネフィットの分析→コスト・ベネフィットの比較による OCA 判定、という方法  
をとり、それぞれから問題を剔出して、各論へと移る。

デグラウエのコスト分析は、需要曲線と供給曲線の交点で生産量と価格が決まる基礎的で簡  
単な図による。非対称的な需要ショックが生じると、需要曲線がシフトする。先のマンデルの  
「需要シフト」は、B 国で左へのシフト、A 国で右へのシフトとなり、B 国での生産減少（失  
業と価格下落）、A 国の生産増加とインフレが表示される。

デグラウエの方法の優位はコスト分析とベネフィット分析を自立させている点にある。「古  
典的経済的基準」では生産側の要因しか取り扱えないが、デグラウエのコスト・ベネフィット  
分析に貨幣側の諸要因を取り入れることは容易である。デグラウエによる貨幣側の諸要因の分  
析を簡単に紹介しておこう。

#### (1) ユーロ圏加盟国政府の財政赤字ファイナンス能力の弱体化

通貨同盟参加国政府の財政赤字ファイナンス能力がユーロ加盟によって決定的に弱体化する  
ことがユーロ危機によって明らかになった。ユーロ圏加盟の時期には、各国政府の財政赤字を  
ファイナンスする能力が根本的に変更されるという認識はなく、「驚くべきことに」（デグラウ  
エ）2010 年南欧諸国の政府債務危機が起きて初めて明確に認識されたのである。

ポイントは 3 点ある。ユーロ非加盟のイギリスと加盟国スペインを対比しよう。第 1 に、イ  
ギリスで投資家が国債を売り払って資金を外国に移す場合、国債を売って入手したポンド資金  
を外為市場で他の金融機関に売ってユーロと交換し、そのユーロをドイツに投資する（ドイツ  
国債を買う）。ポンド資金はイギリス所在の金融機関の預金となり、マネーサプライに影響は  
ない。ところがスペインでは、投資家がスペイン国債を売ってドイツ国債を買えば、その投資  
家はスペインで回収したユーロ資金をドイツに移すので、スペインのマネーサプライは減少、  
ドイツのマネーサプライは増加する。スペインの長期金利は上昇し、ドイツでは下落する、対  
照的な状況となる。

第 2 に、投資家が売る国債の価格暴落である。イギリスで国債が売り込まれて価格暴落・長  
期金利暴落となる予想が生じれば、経済の悪化を防ぐために、イギリス政府は中央銀行に国債  
の買い支えを依頼し、中央銀行が国債を買い支えることによって、価格暴落を防ぐことができ  
る。イギリス政府は自国国債価格への管理能力をもつ。ところが、国債価格暴落に直面するス  
페인政府はユーロの発行者である ECB（欧州中央銀行）に国債の買い支えを依頼できない。  
スペイン政府はユーロへの管理能力はなく、ユーロは「外貨」なのである。満期国債を借り換  
える（ロールオーバーする）資金を中央銀行から入手することもできない。国債価格暴落・金

利暴騰に打つ手がないのである。投資家はユーロ圏の重債務国のそうした弱みを知っており、国債を狙い撃ちしてデフォルト危機を引き起こすことができる。政府はこうして金融市場に屈服せざるを得ない<sup>13)</sup>。

この事態は、経常収支赤字により発展途上国がデフォルト危機に陥る構図と似ている。経常収支赤字が続き、外貨準備を喪失した途上国は、外貨不足から投資家に狙い撃ちされて流動性危機、そしてデフォルト危機へと追い込まれる。ユーロ圏加盟の諸政府は金融市場が不信をもてば途上国並みのデフォルト状況へと追い込まれるのである。

第3に為替相場である。投資家が外為市場で英ポンドを売れば、ポンド相場は下落し、ドイツの為替相場は上昇する（もっともユーロ圏全体への買い圧力となるので、ドイツの為替相場上昇はその分抑制される）。イギリスの輸出は増加し不況緩和的に作用する。スペインは為替相場をもたないので、イギリスのような輸出促進効果が働かない。

## (2) 非対称的ショック（勝ち組政府と負け組政府への分極化）と債務動学

ユーロ圏の重債務国政府のファイナンス能力の弱体化は勝ち組と負け組への分極化（非対称的ショック）を生み出す。上述のスペインはマネーサプライが減少し高金利となり、景気が悪化する。資金流入のドイツではマネーサプライは増え、金利が下がり、経済成長は刺激される。負け組が勝ち組を創り出すという構造である。

この分極化は長期的にも負け組の問題を深刻化させる。金融市場の力が政府を凌ぎ、金融市場の不信が向けられた政府は支払い能力を確保しなければならなくなり、不況の中で緊縮財政を迫られ、ますます不況を深刻化させることになる。成長率が下がり金利が高止まりすると、政府は「債務動学 debt dynamics」問題に直面する。名目経済成長率が利子率より低い場合には、政府債務（GDP比）は年々悪化していく。財政緊縮が名目成長率を引き下げ、かえって長期的に政府債務を悪化させるのである<sup>14)</sup>。リーマン危機以降のPIIGS諸国の政府債務の推移にはこの債務動学が見て取れる<sup>15)</sup>。勝ち組ドイツの政府債務は低下している（図2）。ドイツの財政黒字はドイツ政府の努力によるということになっているが、金融市場の力がそのように仕向けている側面を見落としてはならない。

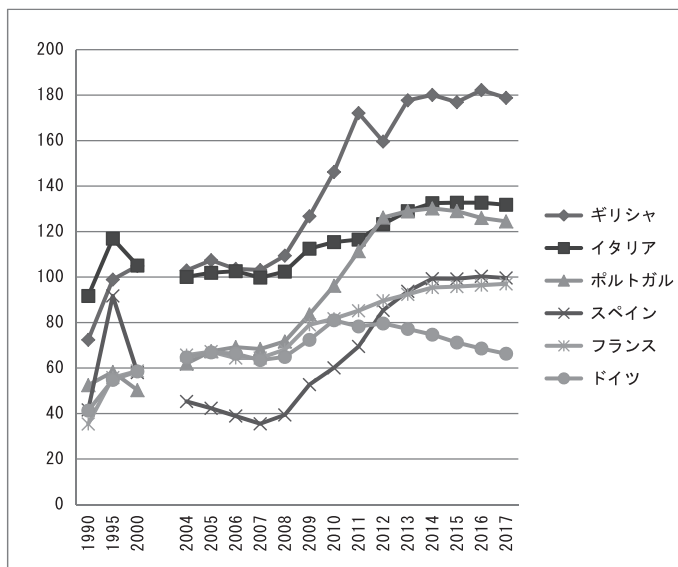
13) De Grauwe (2014), p.7-9. なお、同じ説明は邦訳（田中／山口訳、原書第8版）の「日本語版の読者へ」でも詳細に述べられている。

14) 債務動学については、De Gruwe (2014) p.10-11、計算式はp.141、邦訳190ページを参照。拙稿（2012）でも債務動学問題を取り上げている。

15) 図2で2012年ギリシャの政府債務が下落しているが、それは民間債権者に対する債務切り捨て（53.5%のヘアカット）による一時的な非常措置によるものである。

ユーロ圏の金融市場は勝ち組・負け組の不均衡を拡大し、通貨圏システムを不安定化する傾向を持っているのである。

図2 政府債務（グロス）の推移 - GDP 比、% -



[出所] European Commission, Economic Forecast, Statistical Appendix, Spring 2016 より作成。

[注] 2016 年以降は同年4 月時点の予想値。

### (3) 統一通貨圏におけるバブル&バスト・プロセス

上述したように、西欧の大銀行が南欧諸国に対して実施した巨額で加速的に増加する与信（貸出、投資など）が南欧諸国で非対称的な需要ショックを引き起こし、巨額化する南欧諸国の経常収支赤字をファイナンスし、バブル景気を持続させた。OCA の「古典的経済的基準」の作用を麻痺させ、リーマン・ショックによるバブル破裂から始まったバスト・プロセスにおいて、南欧諸国は流動性危機、ソルベンシー危機へと至った。

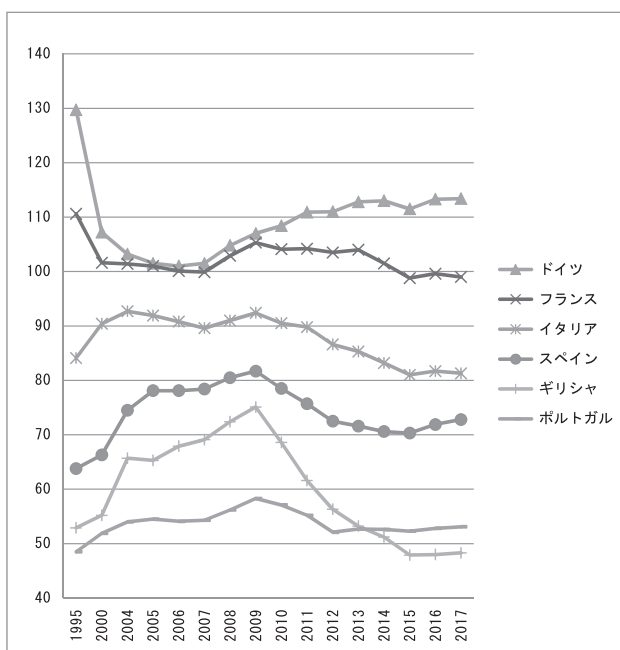
バブル&バスト・プロセスはグローバル金融資本主義において資本主義国の金融機関が新興国に巨額の資金を流入させバブル崩壊後逆流出する形をとる。ユーロ圏でも基本は同じだが、若干の特異性がある。第1に、為替リスクがないので、わずかな金利格差で南欧など相対的な高金利国へ巨額の与信が行われる。バブル・プロセスでは、好景気に沸く南欧に対してドイツの製造業などは輸出増進で儲け、銀行は与信で儲けを得る。しかし、バスト・プロセスでは上述したように、資金流出の南欧諸国と流入するドイツ（程度は小さいが、北部欧州諸国）での

分極的な展開へと一変するのである。第2に、南欧諸国が自国通貨をもっていれば（ユーロ圏に参加していなければ）、為替相場が下落し、輸出増・輸入減を通じて一定の均衡回復作用が働くが、ユーロ圏内部では為替相場はないので、バブル・プロセスにおいてドイツなど北部欧州諸国との間で開いた競争力格差を埋めるには、賃金と物価の下落という「内的調整」によるほかない。経済の開放度が高いと為替切り下げの効果は短期間で消失するが（マッキノン）、上述したように、南欧諸国経済の開放度はEUの中で低位である。ドイツが賃金抑制による事実上の近隣窮乏化政策をとったので、南欧諸国経済のバブル化と重なって、2000年比で08年単位労働コストの格差は南欧諸国とドイツとの間で約40%にも達した。この格差を賃金・物価の下落をもって埋めるには10年というような長期を要する。為替相場の切り下げができない上に、財政抑制の効果も重なって、南欧諸国経済の長期停滞がもたらされている。

#### (4) 分極化の図解

ユーロ圏の勝ち組と負け組への分極化の状況を図で見ておこう（図3）。図では20世紀に

図3 ユーロ圏諸国の国民一人当たりGDP推移 - EU15 = 100、市場価格ベース -



[出所] European Commission, Economic Forecast, Statistical Annex  
Spring 2015 & Spring 2016 より作成。

[注] 2016年以降は同年4月時点の予想値。



EU加盟した15カ国（先進国主導）の国民一人当たり所得を100として、ユーロ圏6カ国の一人当たり所得の推移を見ている。水平なら15カ国平均なみ、右肩上がりにはキャッチアップ、右肩下がりには格差拡大を示す。

独仏両国は90年代後半に低下し、07年まで緩やかに低下したが、リーマン危機の2年間に上昇し、その後ドイツは上昇基調を維持、フランスは2010年から低下した。イタリア以外の南欧3カ国は90年代後半から09年までキャッチアップしたが、ユーロ危機の2010年から4カ国共に低下した。特にギリシャの落ち込みはすさまじい（09年75から15年48へ）。10年から下落傾向の5カ国すべてで極右・極左政党あるいはポピュリスト政党が台頭し、フランスの国民戦線やイタリアの五つ星運動は反EU、反ユーロを旗印にしている。イタリア以外の南欧の3カ国では反EU・反ユーロの傾向は弱いが、緊縮に反対する政党への支持が上昇している。統一通貨圏のコストの政治的現れと言える。

ユーロ離脱の可能性は低いと思われるが、ないとはいえない。経済的には圧倒的に不利と判断されるにもかかわらず、EU離脱運動が残留支持と拮抗するイギリスの現状がある。ドイツ世論がギリシャの離脱を強く支持するような状況は通貨圏の不安定性を物語っている。アメリカでは州が離脱しないように連邦が行動するが、ユーロ圏にはそうした政治的／財政的歯止めがかかっていない<sup>16)</sup>。ユーロ圏はなお長期的に持続可能とはいえない不安定な状況にあるといわざるをえない。

## 2. 統一通貨圏のベネフィットの一要素－急性の国際収支危機の防止－

東アジア通貨危機ではタイに始まったドル資金の急激な流出が他の東アジア諸国にも「伝染」し、多くの国が流動性危機からソルベンシー危機に陥り、銀行破綻など金融システムの崩壊や激的な生産の収縮へと至った。ところがユーロ圏では民間資金の急激な流出にもかかわらず、そうした急性の危機は食い止められた。その役割を果たしたのは、第1にECB（ユーロ圏の中央銀行制度）、第2にユーロ圏がIMFとともに実施した危機国への財政支援であった。

ECBは2012年の夏～秋に提案から採択へと至ったOMT（新規国債購入措置）によって、ソブリンに対する「最後の貸し手」の役割を果たし、ユーロ危機を最終的に沈静化させた。もう一つの役割は危機国中央銀行への巨額の公的資本の供与であった。南欧危機国からの民間資本流出に対抗して公的資本を流入させ、危機国の経常収支赤字の継続を可能にし、東アジア諸国におけるような急性の国際収支危機と激的な経済崩壊を防いだのである。

---

16) De Grauwe (2014), p.127.

欧州中央銀行制度の TARGET 2 バランスによる公的資金流入は、スペイン、イタリアからの民間資金流出をカバーし、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルも財政支援とともに救済した。資金を供与した債権者はドイツなどの資金流入側の中央銀行であり、この役割はベネフィット分析の構成要素となる。ただし、財政支援の利用には厳しい財政緊縮をはじめ厳しい条件が付されている。不況とデフレ（あるいはデシインフレ）を強めるというコスト効果もまた強かった<sup>17)</sup>。

ユーロ圏中央銀行制度による危機国支援、急性の国際収支危機の抑止、そして財政支援にもかかわらず、リーマン危機から 8 年弱、ユーロ危機から数えても 6 年間ユーロ圏の経済停滞が続き、ギリシャとスペインの失業率は今日なお 20% を超える。

### 3. OCA と財政移転（予算同盟、財政同盟）

ユーロ加盟国政府はユーロが自国通貨であるにもかかわらず、それを自ら管轄する能力を失っており、金融市場に不信をもたれれば、政府は流動性危機、ソルベンシー危機に直面せざるを得ない。それに対してユーロ危機克服のプロセスにおいて中央銀行の力が引き上げられ、政府が流動性危機からソルベンシー危機へと至るプロセスを遮断することができるようになった（OMT）。しかし、財政が各国の権限下に置かれていて、連邦財政になっていないために、財政面からの自動的な政府支援が行われぬ。政府が自国の財政の自律的な使用に固執し、連邦財政を組織しないために、自らの首を絞めているとも言える。

各国が予算の一部（たとえば社会保障関連）をユーロ圏（連邦）次元に移譲し、予算同盟を形成すれば、好況国の歳入を不況国へと移転でき、保険機能をもたせることができる。この制度は先進国間であれば組織しやすい。景気循環の落ち込みや非対称的ショックがいずれの国を襲うかは分からないので、相互に保険をかけあるシステムは有意義である。先進国と新興国が並存するユーロ圏では、勝ち組（基本的に豊かな国）と相対的に貧しい国（負け組）が構造的に分離しており、制度構築が難しい。

もう一つの方法として、ユーロ圏財務省を創設し、たとえば、ユーロ圏各国の政府債務の GDP 比の一定割合を財務省に移す方法が考えられる。日本の地方自治体が財政危機に陥ったときに地方債を日銀に購入させることはできないが、ユーロ圏各国政府は今日そのような地方政府の立場にある。各国国債はユーロ圏では地方債にすぎない。ユーロ圏財務省は中央政府と

---

17) TARGET 2 バランスについては拙著（2016）Ⅱ章および拙稿（2016）を参照。財政支援のコスト効果についても拙著（2016）を参照。

して ECB に対応し、連邦債を発行して ECB に事実上引き受けさせ（流通市場での購入でよい）、ユーロ流動性を獲得して危機に陥ったユーロ圏諸国政府を助けることができる。そのためには政治同盟の構築が必要であるが、現時点では政治統合への諸国民の意思に照らして実現性の可能性は薄い<sup>18)</sup>。

2015 年 EU の 5 人の President（欧州理事会、欧州委員会、欧州議会、ECB、ユーロ圏財務相会合の 5 組織の長）が「経済・通貨同盟の完成」に関する報告書を発表した。その中に、2025 年までにユーロ圏財務省創設が提唱されている<sup>19)</sup>。そこでは財務省は集合的な意志決定機構とされており、財政活動を行うとは考えられていないが、今後の展開が注目される。トリシェ ECB 前総裁が数年前に、また独仏両国の中央銀行総裁が連名で本年 2 月に両国の主要新聞に提言するなど、政治統合の必要性は認識されてきている。

ギリシャ、イタリア、ポルトガルで膨張している政府債務（図 2 参照）の削減も重要な課題である。これほどに累積した政府債務は、債務動学に照らしてそれら政府をいずれソルベンシー問題に直面させる。危機に陥った諸国の債務弁済をユーロ圏全体で引き受けるスキームの形成が将来かならず必要になる。

財政の国民主権にこだわっているのは、ユーロ圏は長期にわたって経済停滞と危機の繰り返しに悩まされるであろう。解決には統合の促進が欠かせないのである。

## V むすび

OCA の古典理論は OCA の適格性を判定するのに、労働力の移動性、経済の開放性、生産の多様性などの要件を用いていた。それら個別理論の判定基準を「古典的経済的基準」とカテゴライズしてフローチャートにまとめ、さらにそれを超える諸基準を「政治的基準」に一括したのが、Baldwin/Wyplosz (2012) であり、これによって、OCA 理論を一つの流れにとりまとめるのに成功した。

しかし、「古典的経済的基準」はいずれも生産側の要因であり、1960 年代の産業資本主義の時代を反映していた。「古典的経済的基準」が提出された 1960 年代には通貨金融は国毎に厳しく規制されており、固定相場制か変動相場制かをめぐる議論も実物側の均衡化が問題とされていたのである。

---

18) De Grauwe (2014), p.18.

19) Five Presidents' Report (2015), p.18.

今日ユーロによって統一通貨圏が実際に出現しユーロ危機が起きた世界はグローバル金融資本主義であって、ユーロ危機は貨幣金融が主要な原因となった危機であった。OCA 理論はこの時代の統一通貨圏の適切な分析用具なのかという疑問が提出されて当然であった。アイケングリーンは否定的評価を与えた。また Baldwin/Wyplosz の分析ではユーロ危機の本質に迫ることができない。分析時点が 2011 年かせいぜい 12 年初めという時期の問題が影響しているにしても、かれらのフローチャート方式が今日の OCA 理論として機能するとは思われない。

デグラウエは OCA 理論を独自に再構成し、コスト分析、ベネフィット分析を経て、その総合によって「最適性」を判定するという方法を採用しているので、貨幣側の諸要因を取り込んで拡張することができる。Baldwin/Wyplosz の「政治的基準」は概念化されていない点が問題であるが、その 3 項目を含めて、コスト・ベネフィット分析の中で概念化する方法が残されていると思われる。

ユーロ圏の諸問題を体系的に解明する方法論は OCA 理論以外には提出されていない。時代が転換したと理由を付けて、OCA 理論を全否定しユーロ危機や対策を個別に分析するアイケングリーンの方法も成り立たないわけではないが、OCA 理論を貨幣側に拡張して体系性を維持する方法の方が理論性、体系性において有効性で勝ると思われる。

本稿では Baldwin/Wyplosz の方法の意義と限界を示し、デグラウエを参考にコスト分析による貨幣側の諸要因を取り上げた。あれだけ激しくまた持続的だった危機にもかかわらずユーロ圏は崩壊せず、多くの問題を残しながらもその解決への歩みは完全には停止していないことを考慮すると、ベネフィット側の分析にも貨幣側の要因を加えて考察し、コスト側の要因と比較対照することにより、一歩進んだ危機認識とユーロ制度に対する評価を提出できる可能性があると考えられる。掘り下げは今後の課題としたい。

## 参考文献

デグラウエ、ポール著、田中素香・山口昌樹訳『通貨同盟の経済学（原書第 8 版）－ユーロの理論と現状分析－』勁草書房、2011 年。

田中素香（2016）、『ユーロ危機とギリシャ反乱』岩波新書。

－（2010）、『ユーロ危機の中の統一通貨』岩波新書。

－（2016）、「南欧ユーロ危機諸国の国際収支危機の独自性について」、経済学論纂（中

- 央大学) 第 56 卷第 3・4 合併号、所収。
- (2012)、「ソブリン・金融危機とユーロ制度の変容」、フィナンシャル・レビュー、同年第 3 号 (通巻第 110 号)、財務省財務総合研究所、所収。
- ペルクマンズ、ジャック、田中素香訳 (2004)、『EU 経済統合 - 深化と拡大の総合分析』文真堂。
- 東北 EC 研究会 (1990)、経済・通貨同盟検討委員会『EC 経済・通貨同盟に関する報告書』(岩田健治訳)、EC 経済研究第 3 号、所収。
- Baldwin, R. and Wyplosz, C. (2012), "The Economics of European Integration", 4th edn, New York: McGraw Hill.
- De Grauwe, P. (2014), "Economics of Monetary Union," Oxford University Press.
- Eichengreen, B. (2014), "The Eurozone Crisis: the Theory of Optimum Currency Areas Bites Back", *Notenstein Academy White Paper Series*.
- Five Presidents' Report (2015), "Completing Europe's Economic and Monetary Union", Report by Jean-Claude Juncker with other four Presidents.
- Ishiyama, Yoshihide (1975), The Theory of Optimum Currency Areas: A Survey, IMF Staff Papers 22.
- Ingram, J. C. (1969), Comment: The Currency Area Problem, in: Mundell, R.A./ A.K. Swoboda (ed.).
- Ghosh, Atish R. & Holger C. Wolf [1994], How Many Monies? A Genetic Approach to Finding Optimal Currency Areas, NBER Working Paper No. 4805.
- James, Harold (2012), "Making the European Monetary Union", Harvard University Press.
- Jovanovic, Miroslav N. (ed.) (1998), *International Economic Integration, Volume II Monetary, fiscal and factor mobility issues*, Routledge.
- Kenen, P. B. (1969), "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", in :R. Mundell and A. K. Swoboda, 41-60.
- McKinnon, R. I. (1963), "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 53, 719-725.
- Mongelli, F. P. (2002), "New Views on the Optimum Currency Area Theory: What Is EMU Telling Us?" *European Central Bank Working Paper Series*, 138.
- Mundell, R. A. (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 51, 657-665.
- Mundell, R.A./ A.K. Swoboda (ed.), "Monetary Problems of the International Economy", Univerisity of Chicago Press.