



通貨同盟の理論と欧州通貨統合

山上, 宏人

(Degree)

博士 (経済学)

(Date of Degree)

2003-02-10

(Date of Publication)

2008-03-17

(Resource Type)

doctoral thesis

(Report Number)

乙2660

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/D2002660>

※ 当コンテンツは神戸大学の学術成果です。無断複製・不正使用等を禁じます。著作権法で認められている範囲内で、適切にご利用ください。



通貨同盟の理論と欧州通貨統合

山 上 宏 人

まえがき

ヨーロッパ統合は、ヨーロッパの復権と平和を実現するために、経済統合を通じて政治統合に到達する「運動」として推進されてきた。ヨーロッパにおける経済統合は、関税同盟の完成（1958）、欧州通貨制度の創設（1979）、域内単一市場の完成（1993）をへて、いまや欧州単一通貨ユーロの創設（1999）にまで発展している。それとともに、欧州連合（EU）の創設（1993）によって、共通外交・安全保障政策などの分野での政治統合へと踏み出している。いよいよ、2002年1月1日からのユーロ紙幣・硬貨の流通の開始によって、ヨーロッパ統合のシンボルが目に見える形で登場することになる。欧州通貨統合はヨーロッパ統合のかなめであり、国際的・地域的（ヨーロッパ）・国家的レベルでの政治的・経済的要因が複雑にからみあう複合的現象として、国際政治経済学の格好の研究テーマを提供するのである。

欧州通貨統合の発展には2つの側面がある。1つの側面は経済統合過程に固有の問題であり、ヨーロッパにおける経済統合の発展段階に対応した通貨統合の発展が求められるのである。これは、ヨーロッパ域内における各国政府間の関係、およびこれに対する各国内の諸グループの対応の問題である。もう1つの側面は国際通貨システムの問題であり、ドル覇権レジームの不安定化に対応してヨーロッパに「通貨安定圏」の形成を図るものである。これは、国際システムにおけるアメリカとEUの関係、およびこれに対するEU各国政府の対応の問題なのである。したがって、欧州通貨統合の国際政治経済学では、通貨統合をめぐるヨーロッパ域内での対立と協調だけでなく、ヨーロッパとアメリカの対立と協調の分析が重要である。

本書は欧州通貨同盟（ユーロ圏）の国際政治経済学的分析を目指すものであり、通貨同盟の理論の政治経済学的分析（第1章）と、欧州通貨同盟の国際政治経済学的分析（第2章）をベースにして、欧州通貨同盟の形成の政治経済的要因を分析（第3～5章）して、欧州通貨同盟の展望を行う。その構成は次のとおりである。第1章「通貨同盟の理論：展望」では、通貨同盟の理論の検討を通じて、セカンド・ベスト政策としての通貨同盟形成の政治経済的要因を分析する。第2章「欧州通貨同盟の理論」では、欧州通貨同盟の推進力としての域内市場統合と通貨安定圏形成における政治経済的要因を分

析する。第3章「欧州通貨制度と金融政策のコンバージェンス」では、欧州通貨制度（EMS）から欧州通貨同盟への転換を促す要因としてのEMSレジームの「信頼性と対称性」のジレンマを分析する。第4章「経済通貨同盟と金融・財政規律」では、欧州通貨同盟への移行にあたっての金融・財政規律問題（欧州中央銀行の独立性と各国財政規制）の政治経済的連関を分析する。第5章「ユーロの国際化と国際通貨システム」では、欧州通貨同盟の創設によって誕生した単一通貨ユーロの国際化が導くドル・ユーロ2極レジームの安定性の政治経済的要因を分析する。

なお本書は以下の既発表論文をベースに加筆・修正を行ったものである。

- 「最適通貨圏と変動為替相場（1）」『神戸外大論叢』第41巻第5号（1990年10月）。
「最適通貨圏と変動為替相場（2）」『神戸外大論叢』第41巻第7号（1990年12月）。
「EMS（欧州通貨制度）レジームの非対称性について」『神戸外大論叢』第43巻第3号（1992年9月）。
「EC—EMU に向けた金融政策のコンバージェンス」三木谷良一・石垣健一編『金融政策と金融自由化』東洋経済新報社（1993年）所収。
「ヨーロッパ経済・通貨同盟とヨーロッパ新秩序」家正治（ほか）『冷戦終結後の新国際秩序の研究』外国学研究所研究，第32号，神戸市外国語大学外国学研究所（1995年）所収。
「欧州中央銀行の独立性と非救済ルール」『神戸外大論叢』第48巻第6号（1997年11月）。
「EU 通貨統合と財政規律」同志社大学人文科学研究部編『世界経済の構造的変化とマクロ経済政策』嵯峨野書院（1998年）所収。
「EU 通貨統合とユーロの国際化」『神戸外大論叢』第50巻第6号（1999年9月）。
「ユーロの国際政治経済学」『神戸外大論叢』第51巻第7号（2000年12月）。

目 次

まえがき	i
第1章 通貨同盟の理論：展望	1
はじめに	1
I 通貨統合と経済統合	2
II 通貨同盟の理論	8
III 通貨同盟の政治経済学	28
IV 金融・財政統合機構	33
おわりに	39
第2章 欧州通貨同盟の理論	41
はじめに	41
I 欧州通貨同盟の推進力	42
II 欧州通貨同盟の国際政治経済学	55
III 欧州通貨同盟は最適通貨圏か	65
IV 欧州通貨同盟のコミットメント機構	75
おわりに	82
第3章 欧州通貨制度と金融政策のコンバージェンス	84
はじめに	84
I EMS レジームの経済的コンバージェンス	85
II EMS レジームの信頼性と対称性	95
III EMS レジームの非対称性	101

IV EMS レジームのリーダーシップ	112
おわりに	119
第4章 経済通貨同盟と金融・財政規律	121
はじめに	121
I EMU と金融・財政規律	122
II 欧州中央銀行の独立性	134
III EMUの非救済ルールと拘束ルール	142
IV EMUの財政レジーム	147
おわりに	154
第5章 ユーロの国際化と国際通貨システム	156
はじめに	156
I ユーロと多極的国際通貨システム	157
II ドル・ユーロ2極レジーム	165
III EU金融・資本市場統合とユーロ	176
IV ユーロ通貨圏の拡大	184
おわりに	190
参考文献	192

第1章 通貨同盟の理論：展望

はじめに

第2次世界大戦後に成立した国際通貨・貿易システムはIMF・ガット体制と呼ばれており、超大国アメリカがつくり上げてきた自由・無差別主義に基づくグローバルな資本主義市場経済体制であった。このアメリカがリードするグローバリズムに基づく国際秩序に対抗する1つの流れが、地域主義（リージョナリズム）に基づく地域秩序の形成である。これは地域的・文化的・政治的親近性をベースに、独自の地域的協力機関を組織して、共通の目的（経済統合ないし経済協力の利益）を追求するものである。その典型がヨーロッパにおける欧州経済共同体（EEC）の創設（1958.1.1）であり、関税同盟の完成（1968.7.1）、共同市場（域内単一市場）の完成（1993.1.1）を経て、通貨同盟の創設（1999.1.1）にまで発展してきた。

通貨同盟の創設は、変動為替相場レジームの導入と同じ意味でセカンド・ベストの政策であり、レジーム選択にかかわる政治的決定の問題である。通貨同盟の費用・便益にはさまざまなマクロ経済的およびミクロ経済的要因があるが、その評価はイデオロギー的・政治的要因に依存していることから、通貨同盟の理論には政治経済学的な分析が求められている。また、通貨同盟の形成を促す経済・社会的機構としての金融・財政統合機構の創設が重要となるのである。

本章では、通貨同盟の経済理論を展望して、通貨同盟の費用・便益分析の政治経済学的な特性を考察する。まず、第I節では、通貨同盟を経済統合の最終段階と定義する。第II節では、通貨同盟の費用・便益の経済的要因を分析する。第III節では、通貨同盟の形成における政治経済的要因を検討する。第IV節では、通貨同盟の形成を推進するための経済・社会的機構としての金融・財政統合機構を検討する。

I 通貨統合と経済統合

1. 通貨同盟、通貨統合、通貨圏

「通貨同盟」(monetary union) という用語には明確で一般的に認められた定義は与えられておらず、「通貨統合」(monetary integration) という用語もしばしば同じ意味で用いられている。ここでは両者を区別して、「通貨統合」は広い意味で通貨面での国際的な経済統合を表わしており、「通貨同盟」はその完成した形態であるとしておく。

「通貨統合」の2つの特性としてあげられるのは、①域内固定為替相場制、および、②域内通貨の完全交換性、である。域内各国間の為替相場は相互に恒久的に固定され、域外通貨に対して共同して変動する。交換性に関しては、域内での商品および資本の移動は自由であり、経常取引および資本取引のいずれでも為替管理がないという意味での完全な交換性が存在しなければならない。この2つの特性に、域内中央銀行による統一的な金融政策と為替相場政策および外貨準備管理の機構が加われば、完全な通貨統合、つまり「通貨同盟」である。この条件が満たされていれば、域内で名目的に異なる通貨が共存する場合にも、事実上、単一通貨が存在するといえる。もっとも、単一通貨の導入は、通貨同盟の強固さを保障するうえで、経済的にはもちろんのこと、心理的、政治的に重要な要因と考えられるのである。¹⁾

1) Robson (1998, pp.190-191); Gandolfo (1992, pp.765-766) 参照。通貨同盟を通貨統合の完成形態として区別する考えは、例えば、改版を続けている De Grauwe (2000) のテキストのタイトルが、欧州連合 (EU) の欧州通貨同盟 (ユーロ圏) 発足を契機に、第3版 (1997) までの *The Economics of Monetary Integration* から、第4版 (2000) で *Economics of Monetary Union* に改められている点に見られる。通貨同盟における単一通貨の存在の重要性については、「ウェルナー報告」では、「通貨同盟において加盟国の国民通貨シンボルを残すか、域内の単一の共同体通貨を創設するかは、技術的には重要な問題ではない。しかし、心理的、政治的要因からは、その企てを撤回できない単一通貨の採用が有利である」としている (Werner Committee 1970, p10)。「ドローール報告」でも、「単一通貨の採用は、通貨同盟の形成にとって不可欠ではないが、経済的にはもちろん、心理的、政治的な理由でも、通貨同盟の発展の自然で望ましいいっそうの発展と考えられる。単一通貨は、通貨同盟への移行の不可逆性を明らかに証明するものであり、共同体の通貨管理をおおいに促進して、通貨交換の取引費用を回避するものである。単一通貨はまた、その安定性が保証されているとすれば、他の主要通貨に比較したウエイトが他の個別の共同体通貨よりもいっそう大きなものとなる。したがって、単一通貨による諸国民通貨の取り替えは、パリティ固定後、できるだけ速やかに行うべきである」としている (Delors Committee 1989, par.23)。

コーデン (Corden 1994) は、端的に、「通貨同盟」を「単一中央銀行によって管理された単一通貨と（域外通貨に対する）単一為替相場（したがって、単一金融政策と単一為替相場政策）が存在し、また、同盟内での完全に自由な資本移動が存在する地域」と定義している。「通貨統合」の要件である域内固定為替相場制（コーデンはこれを「為替相場同盟」(exchange-rate union) と呼んでいる）は、加盟国による恒久的な (permanent) 固定為替相場へのコミットメントの信頼性から、「疑似 (pseudo-) 為替相場同盟」と「完全 (complete) 為替相場同盟」に区別される。「疑似為替相場同盟」では、加盟国による変更不可能な固定 (irrevocably fixed) 為替相場制の確立へのコミットメントはあるかもしれない。しかし、各加盟国ごとに分離した中央銀行によって管理される分離した通貨が存在しており、したがって、双務的な為替相場の再調整の可能性がまだ存在している。つまり、調整を意図するものではないが、「固定的だが調整可能な」(fixed-but-adjustable) 為替相場制なのである。結局、大幅な制度変更、つまり、単一中央銀行によって管理された単一通貨の創造によってはじめて変更不可能な固定為替相場へのコミットメントは完全となる。真に恒久的で有効な「完全為替相場同盟」であるためには、同盟内で唯一の貨幣創造権をもつ域内中央銀行の創設が必要である。つまり、域内固定為替相場制から域内単一中央銀行・単一通貨への転換が文字通りの通貨統合であり、通貨同盟の必須の構成要件なのである。²⁾

「通貨圏」(currency area) という用語は「通貨統合」や「通貨同盟」よりも広い意味で用いられる。「通貨圏」とは、緊密な通貨リンクをもつ2つ以上の主権国家グループと定義される。これには「為替レート統合」, 「金融市場統合」, 「政策統合」の3つの統合形態があり、そのいずれか1つあるい

2) Corden (1994, pp.125-127; 1972, pp.2-7). Ingram (1973) も、変更不可能な固定相場制に信頼性を付与するにはすべての加盟国通貨がすべての国で法貨として通用するのが望ましいとしている (p.11)。Padoa-Schioppa (1988) は、通貨同盟の不可欠の条件は単一ベースマネー総量を管理する単一金融政策（したがって単一通貨当局）であって、これが可能なかぎり、単一通貨も為替相場の恒久的な固定性も不可欠ではないとしている (pp.377-379)。

はその組合せによって、いろいろなタイプが存在する。つまり、「通貨圏」は、通貨および金融面での統合度から見て、為替相場や金融市場、あるいは金融・為替政策における部分的な統合から、「通貨統合」の要件としての固定相場制を含むもの、さらに「通貨同盟」の要件としての単一通貨や単一金融・為替政策に及ぶものまで、国際的な通貨・金融統合のさまざまな形態を含んでいるのである (Cohen 1992, pp.765-770)。

2. 経済統合の発展と通貨統合

通貨同盟の理論は、当初の経済統合アプローチから、最適通貨圏 (optimum currency area) アプローチへと展開してきた。経済統合アプローチはバラッサ (Balassa 1961a, b) の「経済統合の理論」に見られるように、経済統合の発展段階に対応した域内収支の調整機構と金融・財政政策統合の問題として議論されていた。通貨同盟の理論を大きく発展させたのは、マンデル (Mundell 1961) の「最適通貨圏の理論」である。この最適通貨圏アプローチは変動為替相場制論争から生まれたものであり、固定相場制 (ないし共通通貨) の費用・便益分析によって為替相場同盟 (ないし通貨同盟) の形成あるいは参加の条件が議論されてきた。

バラッサによると、経済統合とは、異なる国民国家に属する経済単位間に存在する差別の撤廃のプロセスであり、それによって達成された地域内の国民経済間での各種形態の差別が存在しない状況を意味している。経済統合は、その統合の程度の変化に応じて、①自由貿易地域 (free trade area), ②関税同盟 (customs union), ③共同市場 (common market), ④経済同盟 (economic union), ⑤完全な経済統合 (total economic integration), がある。「自由貿易地域」ないし「関税同盟」では、域内各国間での貿易制限・関税などの商品移動に関する差別待遇が排除され、「共同市場」ではさらに生産要素の移動に対する制限も撤廃される。「経済同盟」は、「共同市場」の要件である商品および生産要素の移動制限の撤廃に加えて、各国の経済政策におけるある程度の調和あるいは調整を実現するものである。最後の「完

「完全な経済統合」にあつては、金融政策、財政政策、および景気政策の統一が前提となり、その決定が加盟国に対して拘束力を持つような超国家機関（当局）の設置が必要となる。この経済統合の諸形態を通貨面での統合から見ると、通貨統合は「経済同盟」の段階での資本市場統合と固定為替相場制による同盟内各国の金融政策の調整によって実現し、通貨同盟は「完全な経済統合」の段階での域内中央銀行（および域内単一通貨）の設置によって実現するものである（Balassa 1961a, pp.1-6; 1961b, pp.1-3）。

通貨同盟理論の経済統合アプローチは、シトフスキー（Scitovsky 1957）、ミード（Meade 1957）、イングラム（Ingram 1959）、バラッサ（Balassa 1961a, b）などによって、欧州経済共同体（EEC）の設立（1958）によるヨーロッパでの自由貿易地域ないし関税同盟に向けての、実物面での経済統合が開始されたのに対応して、通貨面での経済統合、つまり欧州通貨同盟の問題の検討が始まったのである。そこでの議論の中心は、通貨同盟加盟国間での国際収支調整機構の問題であり、国民経済統合によって形成されている国民国家内の地域間収支調整機構に対応した機構を通貨同盟レベルで創設することである。そこで、シトフスキーが欧州共通通貨の創設の必要条件としてあげたことは、統合欧州資本市場の創設と全ヨーロッパ・レベルの超国家機関による統合欧州雇用および公共事業政策であった。

通貨同盟理論の最適通貨圏アプローチは、マンデル（Mundell 1961）、マッキノン（McKinnon 1963）、ケネン（Kenen 1969）などによって、変動相場制と固定相場制の為替相場レジーム選択の問題として展開されたものである。最適通貨圏の理論は、要素（労働および資本）市場統合、ないし商品市場統合が高度に進んだ地域をコアとして、これを固定相場（ないし共通通貨）で連結した通貨圏の拡大による限界便益と限界費用が均等化するように、全世界をいくつかの独立した通貨圏に分割するものである。通貨圏形成の便益は固定相場制（ないし共通通貨）の導入による国際取引での貨幣の使用の有用性であり、その費用は固定相場制（ないし共通通貨）の導入によるマクロ経済政策手段としての為替相場変更手段の喪失なのである。

1968年における欧州共同体の関税同盟の完成とともに、次の段階としての市場統合ないし通貨統合に向けて、実際に、通貨同盟ないし為替相場同盟を創設したときにヨーロッパ各国がこれに参加できる条件の検討が必要になってきた。最適通貨圏アプローチは、このような具体的な条件の検討に答えようとするものである。当初は（70年代まで）、固定相場制（ないし共通通貨）の導入による為替相場変更手段の喪失のマクロ経済的費用の面に議論が集中しており、この費用を軽減できる条件（労働移動性、資本移動性、経済多様化など）、あるいはこの費用を無視できる条件（経済開放性）が検討されてきた。当初の議論がマクロ経済的費用に集中していたのは、為替相場変更手段による内外均衡政策が有効であるというケインズ主義の経済思潮があったからである。³⁾

固定相場制ないし共通通貨導入の便益についての議論が展開されるのは、欧州通貨制度（EMS）が創設され、域内市場統合計画が始まって、通貨同盟の形成が現実の問題となってきた1980年代になってからのことである。1つの展開は金融政策のルール対裁量モデルの欧州通貨統合への適用であり、固定相場制（ないし共通通貨）の導入は同盟参加国にとって金融政策の信頼性の獲得による物価安定というマクロ経済的便益が期待できるのである。⁴⁾もう1つの議論は、欧州委員会（European Commission 1990）によって積極的に展開された取引費用モデルであり、共通通貨（ないし固定相場制）の導入による取引費用節約のミクロ経済的便益の直接的、および間接的な効果が期待されるのである。このようなマクロ経済的・ミクロ経済的便益に議論が移ってきた背景には、市場効率性を主張するマネタリズムの経済思潮の台頭に加えて、欧州共同体が経済統合の最終段階に向けて通貨同盟の利益を積極的に評価する必要が出てきたことがあると考えることができる。

3) 1970年代までの最適通貨圏の理論の展望については、小宮（1975）；小山（1972）；Ishiyama（1975）；Tower and Willett（1976）参照。最適通貨圏の理論の最近までの発展と実証研究の展望については、Bayoumi（1997）；Bofinger（1994）参照。

4) Giavazzi and Pagano（1988）；Giavazzi and Giovannini（1989）。展望論文として、Tavlas（1993, 1994）参照。

通貨同盟の参加国にとっては、金融政策および為替政策の域内中央レベルでの共同使用のために通貨主権を放棄して、それを域内中央機構に委譲することを意味している。また通貨同盟への参加には経済構造や金融・財政政策における一定の収斂（コンバージェンス）が達成されなければならない。この国家主権の放棄という象徴的な費用や経済的収斂を達成すべき移行時の費用の負担も含めて、通貨同盟の形成に伴う費用はその便益によって十分に補填されなければならない。欧州通貨同盟への移行をめぐる「マネタリスト」と「エコノミスト」の論争は、イデオロギー的要素を含むものであるが、この通貨同盟の費用と便益の評価の違いに基づく政策選択の問題であるといえる。「マネタリスト」は、域内固定為替相場制の設立と金融政策の適切な実行によって、共通政策と経済発展の収斂を誘導し、したがって早期に共通通貨の導入を可能とすると考える（「制度主義アプローチ」と呼ばれる）。これは通貨同盟の費用を低く評価し、その便益を高く評価するものである。「エコノミスト」の議論では通貨同盟の費用が高く評価されており、金融政策だけでなく、財政政策および賃金政策のような他の経済政策の領域でも、政策の緊密な協調と収斂をまず実現すべきである。そして最後に、共通金融政策と共通通貨が最後を飾る事業として目指されるべきなのである（「戴冠理論」（coronation theory）と呼ばれる）。⁵⁾

最適通貨圏アプローチにおける為替相場変更手段放棄のマクロ経済的費用の議論は、経済統合アプローチにおける通貨同盟参加国間の国際収支調整機構の条件を検討する段階論的アプローチが発展したものである。通貨同盟のマクロ経済的費用の面を重視すれば、域内各国の経済統合がすでに「共同市場」ないし「経済同盟」の段階にあつて、通貨同盟形成の費用が小さくなるような経済構造や政策協調機構がすでに備わっていることが重要である。このような段階論的アプローチは「エコノミスト」の立場と共通のものである

5) 「マネタリスト」と「エコノミスト」の論争については、島崎（1987,163-174頁）；ロルフ・H・ハッセ（1992, 74-83頁）；田中（1996, 36-46頁）；Kruse（1980, pp.58-75）；Kaufmann（1985, pp.56-61）；Ungerer（1997, pp.84-85, 98-114）参照。

といえる。一方で、最適通貨圏アプローチにおける固定相場制ないし共通通貨のマクロ経済的およびミクロ経済的便益は、経済統合アプローチにおいては経済統合の最終段階で期待される共通通貨の利益として想定されていたものである。この通貨同盟のマクロ経済的およびミクロ経済的便益の面を重視する議論は、通貨同盟の制度的要件を導入することでその経済的便益を実現しようとするものである。このような立場は「マネタリスト」の制度主義アプローチに通じるものであるといえる。

II 通貨同盟の理論

1. 最適通貨圏の理論

マンデルの最適通貨圏の理論による変動為替相場制批判の要点は2つある。その第1は、領域内での要素移動性の存在しない現実の国家領域を基礎とした「国民通貨」(national currencies)ではなく、完全な要素移動性の存在する区域としての「地域」(region)を基礎にした「地域通貨」(regional currencies)によってはじめて変動相場制が有効に機能するというものである。もし「地域」が国境と交錯したり、諸国家が多数の「地域」から構成されているならば、通貨が「地域」を基礎に再編成されないうざり、変動相場制は国内の雇用・物価の安定という意味での最適性を保証するものではない。変動相場制が十分に安定化機能を果たすためには、それは国家領域内の地域間で要素移動性のないような国民通貨に適用するのではなく、その区域内の要素移動が完全な「地域」を基礎にした「地域通貨」に適用されなければならない。その意味で、最適通貨圏は「地域」でなければならない。

その第2は、国際取引における貨幣の有用性を考えると、変動相場制を適用すべき「地域」(最適通貨圏)の数には上限があることである。為替相場が固定されている複数通貨を含む区域あるいは共通通貨を持つ区域を「通貨圏」と定義するとして、要素移動性を基準にした最適通貨圏は「地域」であ

り、きわめて小さい区域になる可能性がある。このことはきわめて多数の「地域」がそれぞれの通貨を持つことによって、経済取引での貨幣使用の費用を高めて、その有用性・便宜性を著しく損なうことを意味している。1つの共通通貨が使用される場合には、為替相場の変動あるいは外国為替取引の制限に伴う不確実性は存在しない。したがって、貨幣の計算尺度、交換手段、価値貯蔵手段としての機能が十分に発揮される。ところが、地域通貨の数の増加とともに、評価（valuation）および通貨交換の費用は増加するのである。つまり、貨幣の有用性という意味での最適性を保証する最適通貨圏は世界全体なのであり、「地域通貨」に基礎をおいた最適通貨圏は世界全体ではありえないとしても、変動相場制を適用すべき「地域」の数にはおのずと上限があるのである。「要素移動性」の基準からは最適通貨圏はきわめて小さい「地域」に分割されるが、一方で「貨幣の有用性」の基準からは最適通貨圏は世界全体であるというジレンマがあり、固定相場制を適用すべき通貨圏の便益と費用からその最適通貨圏の区域は相対的に決定すべき問題なのである。

固定為替相場ないし共通通貨で連結した通貨圏の形成に伴う費用要因は、国際収支調整における為替相場変更手段の放棄によるものであり、直接的には、①内外均衡目標を達成するためのマクロ経済政策への制約の拡大、間接的には、②代替的な国内支出調整手段による国際収支赤字是正の結果として生じる失業のもたらす損失である。便益要因としては、国際取引における為替相場の固定ないし共通通貨使用の有用性であり、直接的には、①為替相場の固定ないし共通通貨使用による為替リスク・ヘッジ費用の節約、および共通通貨の使用による通貨交換費用の節約、②投機的資本移動の排除、および外貨準備の節約、間接的には、③為替リスクの解消から期待される生産性の改善、および資源配分の効率化などである。⁶⁾

一般に世界の多数の地域通貨をいくつかの通貨圏に統合していくと、通貨

6) 固定相場制ないし共通通貨の費用・便益要因については、De Grauwe (2000); Gros and Thygesen (1998); Robson (1998); Gandolfo (1992) 参照。

圏の形成の限界費用は増加する。なぜなら、世界が多数の小さくて開放的な通貨地域（貿易可能財に比べて非貿易財のウェイトが小さく、通貨価値が不安定で、労働者の貨幣錯覚は小さい）に分割されている場合に、為替相場の変更は対外均衡手段としての有効性を失っており、通貨圏形成の費用はゼロである。それが少数の大きな通貨圏に統合されていくとともに、為替相場変更手段の放棄の費用は通増するからである。一方で、その限界便益は減少するであろう。なぜなら、多数の通貨地域が少数の通貨圏に統合されていくとともに為替相場の固定ないし共通通貨使用の有用性が増加することで、通貨圏形成の便益は増加する。しかし、世界が1つの通貨圏に統合されていくにつれてその便益の増加は通減して、最終的にはゼロとなるからである。したがって、最適通貨圏は、世界がいくつかの通貨圏に統合されていくとともに、その限界費用が増加し、限界便益が減少して、限界費用が限界便益に一致する規模（および数）に決定される。

このような最適通貨圏の理論は、世界全体の厚生極大化のために世界をいくつかの最適通貨圏に分割し、これらの通貨圏の間には変動相場制を導入することによって、固定為替相場制と変動為替相場制の折衷の問題を地理的空間において解決する国際通貨システムの存在を提示している。これは為替相場レジームとしての通貨同盟（ないし為替相場同盟）の理論的基礎づけを与えるものとしておおいに評価できるものである。しかし、この理論にしたがって最適通貨圏を厳密に決定する一般的なフレームワークを提供する理論的基礎を持ち合わせているわけではない。実際に、世界を最適通貨圏に分けるのはきわめて困難なことであり、たとえそれが可能になったとしても、世界の最適通貨圏への再編成は現実的な問題ではない。マンデル（Mundell 1961）自身が認めているように、「地域は経済単位であるのに対して、通貨領域は部分的には国家主権の表現である。国家主権が放棄されようとしている地域は別として、通貨の再編成を提案しても、実行不可能である」（pp.663-664）。したがって、この理論は現実の国民国家を前提にして、特定の国が共同して通貨同盟（ないし為替相場同盟）を形成するときの費用・便益分析に限定し

て適用すべきことになる。⁷⁾

2. 通貨同盟の費用・便益分析

通貨同盟の費用・便益分析は、同盟内での単一通貨（ないし共通通貨）の使用に伴う費用と便益を分析するものである。通貨同盟への参加によって、加盟国間の為替相場の変更は不可能となる。通貨同盟参加の便益は域内での単一通貨の使用の便益であり、その費用は他の加盟国に対して為替相場変更政策を使用できないことによる費用である。1970年代までの伝統的な最適通貨圏の理論は主に為替相場変更手段の放棄のマクロ経済的費用要因を検討するものであった。1980年代以降に現われる新しい理論は、伝統的な最適通貨圏理論では無視されてきた通貨同盟の便益要因に積極的な検討を加えるものである。通貨同盟への参加の便益は同盟内での単一通貨の使用の有用性に基づくものであり、為替相場変更手段の放棄のマクロ経済的便益要因、および為替相場変動の解消のミクロ経済的便益要因が検討されることになる。

通貨同盟のマクロ経済的費用は、国際収支調整手段としての為替相場変更政策の放棄によって被る国際収支調整に伴う費用（雇用・生産の喪失）である。この調整費用は、国際収支不均衡の規模と強度に基づく「総費用」と、この国際収支不均衡の調整効率に基づく「単位当り費用」に分けて考えることができる。前者の国際収支調整の「総費用」は、通貨同盟参加国がいかなる為替相場制度を選択するにしても被るであろう国際収支不均衡の規模と強度に左右される。それに対して、後者の国際収支調整の「単位当り費用」は、

7) Grubel (1970) は、「各国の住民の厚生を表わす既知の世界厚生関数の存在が仮定されるならば、原理的には世界の総厚生水準の推定が可能であり、世界の厚生を極大化する通貨圏の世界的なネットワークが存在する。論理的には、最適通貨圏という用語はこのような世界の厚生極大化ネットワークによって生まれる通貨圏に当てはめるのが望ましい。しかし、現在の目的では、最適通貨圏の用語を、多数の地域あるいは国の同盟で、これら領域の住民の厚生がそれぞれの個別の通貨圏で享受していた水準以上に改善されるものを表わすことに限定して用いる」(p.319)として、一般的な世界の厚生極大化の最適通貨圏ネットワーク（最適通貨圏の境界決定）の原理を求めると、通貨同盟（ないし為替相場同盟）参加の費用・便益分析のほうに議論を転換している。

為替相場変更手段に代替する国際収支調整機構の相対的な調整効率に依存している。この代替的な国際収支調整機構として、次のようなものを考えることができる。①国際間の相対賃金・価格の伸縮性ないし労働移動性：国際収支赤字（需要シフトによる）に直面して、外国と比べて相対的に賃金・価格が下落するか、また賃金下落圧力に促されて外国移住がおこれば、輸出競争力が回復して赤字は解消する。②民間資本の高度の国際的移動性：民間資本の国際間移動は、国際収支の不均衡を一時的にファイナンスして、長期的調整の負担を軽減することができる。③高度の経済開放性（economic openness）：開放的経済は国内消費での貿易財比率および限界輸入性向が高いと期待されるが、このような経済では為替相場変更による国際収支調整の有効性は小さく、また一定の国際収支不均衡の是正に必要な国内総需要の変化も小さい。これらの代替的調整機構は、いずれも需要変化などによって生じる国内失業を軽減し、為替相場変更手段の放棄に伴う調整費用を小さくすると期待される。したがって通貨同盟のマクロ経済的費用に関する国際収支調整の「単位当り費用」要因として、①労働移動性、②資本移動性、③経済開放性、をあげることができるのである。⁸⁾

(1) 労働移動性

まずマンデルがとりあげた要因が「労働移動性」であった。通貨同盟内の労働市場の統合によって同盟内での労働移動性が高まると、各国の雇用および経常収支の調整が促されることで、為替相場変更手段の放棄の費用は小さくなる。したがって、同盟内の労働市場の統合によって同盟内での労働移住が容易になると、通貨同盟参加の費用は減少するのである。

労働移動性はマンデルの最適通貨圏の理論を説明するには好都合の要因であったが、実際の調整機構としては厄介な問題を伴うものである。労働移動性に関して現代の先進国で問題となっていることは、「地域間」よりも「産業間」の移動障害である。産業間の労働移動性が制限されている結果、地域

8) 従来、さまざまに指摘されていた通貨同盟のマクロ経済的費用要因を「総費用」要因と「単位当り費用」要因に分けて分析したのは、Willett and Tower (1970) である。

間での労働移動性は短期・中期的には有効な調整機構とはならないのである。移住よりも賃金引下げの方が受け入れやすい現実では、移住者地域に大幅な低賃金と大量失業が存在しなければ労働移住はおこらないだろう。外国人労働者の移住は存在するが、これらの移住者は非熟練部門の限界的労働を提供するものにすぎず、多様な労働にはまったく対応できるものではない。また、文化的・言語的環境の異なる地域への労働移住は非常な社会的困難を伴うものであり、民族問題に発展するケースもあるのである。労働流出は必要な調整費用のすべてを少数の限界的な移住労働者に転嫁するものであり、労働移住の社会的経済的費用を考慮すると、労働の移動性は為替相場変更の適切な代替的調整手段とはいえないのである。⁹⁾

このように労働移動性はきわめて限られた役割しか期待できない。労働移住は、文化的・言語的共通性のある地域での構造的・慢性的不況地域から繁栄地域への労働者の移住による長期的調整においてのみ重要な調整機能を果たすと期待される。伝統的産業での技術変化の消滅、あるいは産業間での資源配置の不適合が原因で生産的投資が制限され、雇用創出が不可能な地域において慢性的失業が発生している場合には、この不況地域の賃金は他の地域に比較してすでに低水準の状態にあり、為替切下げによる移住抑制よりも労働移住の方が望ましい解決策となるだろう (Ingram 1973, pp.15-16)。

(2) 資本移動性

「資本移動性」はシトフスキーやイングラムが取り上げた要因である。通貨同盟内の資本市場の統合によって同盟内での資本移動性が高まると、経常収支の赤字を自動的にファイナンスすることで国際収支調整の必要がなくなることから、為替相場変更手段の放棄の費用は小さくなる。したがって、同盟内の資本市場の統合によって同盟内での資本移動性が高まると、通貨同盟参加の費用は減少するのである。

資本移動性に関して問題となるのは、国際資本移動が均衡的かどうかとい

9) Lanyi (1969, p.20); Corden (1972, pp.15-16) 参照。

う点である。一般的には、経常収支赤字国での投資超過、証券価格下落（利子率上昇）、黒字国での貯蓄超過、証券価格上昇（利子率下落）で、黒字国から赤字国への均衡的資本移動が誘引されて、経常収支の不均衡をファイナンスすると考えられる。しかし、投資誘因の変化が大きい場合には、赤字国での貯蓄縮小以上の投資減退による利子率の下落、黒字国での貯蓄拡大以上の投資増加による利子率の上昇が生じて、赤字国から黒字国への不均衡的資本移動が生じる可能性がある。これは投資が経済活動の変化に対して感応的かどうかによって依存している。短期的には投資は産出量の変化に非感応的であろうが、中期的には大きな誘発的投資変化が予想されるから、赤字国から黒字国への不均衡的資本移動が生じるケースが考えられる。これは通貨同盟の形成によって排除できるものではないのである。¹⁰⁾

この資本移動の国際収支調整機構では、利子率に及ぼす効果は、証券および貯蓄ストックの累積過程で長期的に支配的になる「真の均衡要因」であり、その作用は緩慢で累積的なものである。これは投機的な短期資本移動によって一時的に不明確になったり、あるいは逆転する可能性がある。このような不安定な短期資本移動は、固定為替相場制のもとでは有効に排除できるであろう。為替相場の完全かつ恒久的な固定と通貨交換性を確実に保証して為替リスクを排除することで、不安定な短期資本移動は消滅する。資本移動は利子率格差に敏感に反応するようになり、長期資本移動による国際収支の均衡化が期待できる。もっとも論争のあるところであるが、変動為替相場制のもとでも、通貨交換性が恒久的に保証されているかぎり、短期資本移動による変動為替相場の安定化機能がうまく作用して、長期資本移動を促進することは可能である。したがって、資本移動の国際収支調整機構が安定的に作用するためには、資本移動の制限および障害の除去、および経常勘定・資本勘定取引に関する通貨交換性の保証が必要であるが、固定為替相場制は必ずしも

10) 統一化された資本市場のもとでの均衡的資本移動メカニズムについては、Scitovsky (1957, pp.26-29) 参照。不均衡的資本移動の可能性については、Fleming (1971, pp.473-474) 参照。

必要な条件ではないのである。¹¹⁾

(3) 経済開放性

「経済開放性」に注目したのはマッキノン (McKinnon 1963) である。一般に、経済開放性を測る尺度として、①生産・消費における貿易財の非貿易財に対する比率 (貿易財比率)、および、②輸入依存度ないし国内自給率によって与えられる。開放的経済では、限界輸入性向が高いことから固定為替相場のもとでの代替的な国際収支調整機構である国内支出調整の規模は小さくてよい。一方で、国内コストが外国価格あるいは輸入コストに強く依存することから、為替相場の変更によって外国財と国内財の価格差に影響を及ぼすことは困難である。つまり、高度に開放的な経済では為替相場変更の国際収支調整効果はほとんどゼロとなり、支出変更政策が唯一の国際収支調整手段となるが、国内支出変更の国際収支調整効果はきわめて大きくなる。したがって、経済開放性が高まるとともに為替相場変更手段の放棄の費用は小さくなる。経済開放性は商品市場の統合を意味しているから、通貨同盟内での商品市場統合によって経済開放性が高まると通貨同盟参加の費用は減少するのである。¹²⁾

しかし、経済開放性は、国際収支攪乱の原因が国内にあるか国外にあるかでまったく異なる効果をもたらす。国際収支不均衡の原因が外国のマクロ経済的な攪乱にある場合には、外国の物価変動は適切な為替相場の変動によっ

11) Corden (1972, pp.28-30) 参照。変動相場制のもとでの投機的資本移動の安定化機能については、Friedman (1953a, pp.174-177) 参照。Ingram (1969) は、むしろ固定相場制のもとでの完全な短期資本移動の存在によって、ポートフォリオ調整による長期的な均衡的資本移動による国際収支調整機構が有効に作用することを指摘している。すなわち、国際収支の赤字国での金融資産売却、黒字国での金融資産蓄積は、まず両国での短期流動資産の保有を変化させて、ポートフォリオ・バランスの調整を誘発する。赤字国では長期資産から短期資産へのシフト、黒字国では短期資産から長期資産へのシフトが生じて、黒字国から赤字国への均衡的な長期資本移動が期待できるのである (p.99)。

12) McKinnon (1963, pp.719-720); Corden (1972, p.18, 20); Tower and Willett (1976, pp.18-19) 参照。きわめて開放的な経済では為替相場変更手段は無効であり、通貨同盟参加の費用はゼロになることについて、McKinnon (1963) は次のように述べている。「極限ケースである完全な開放的経済では、生産・消費されるすべての財が貿易可能であり、外部世界で決定される価格で取引されており、貿易収支が改善できる唯一の方法は、産出水準を維持する一方で国内支出を引き下げることだ。為替相場の変化は必ず国内価格水準に跳ね返って完全に相殺され、貿易収支の改善はない」(p.719)

て遮断され、国内経済は外国の物価水準の不安定性から隔離される。開放的経済ほど、外国からの輸入インフレの国内経済への波及効果は大きく、変動為替相場の隔離機能による為替相場変更の利益は大きい。一方、国際収支の攪乱の原因が構造的あるいはミクロ的で国内にある場合には、開放的な経済では、為替相場の変動によっては国際収支調整は困難なのである。攪乱の原因がマクロ的で外国にある場合、すなわち外国での価格水準の変動と国内での相対的安定がある場合には、変動為替相場の隔離効果は開放的な経済ほど重要となり、それだけ為替相場変更手段の放棄の費用は高くなる。したがって、経済開放性は通貨同盟への加盟を一般的に支持するものではないのである (Corden 1972, pp.18-19)。

通貨同盟のマクロ経済的費用を左右するのは、以上のような国際収支調整の「単位当り費用」要因だけでなく「総費用」要因も重要である。この国際収支調整の総費用は、当該国がいかなる為替相場制度を選択するにしても被るであろう国際収支調整の負担であり、国際収支不均衡の規模および強度に依存している。このような総費用が小さくなれば、国際収支調整手段としての為替相場変更政策の放棄を伴う通貨同盟参加はそれだけ容易になるのである。一般的には、国際収支の攪乱の原因が外国にある場合には、変動為替相場を適用する根拠は強いが、その原因が国内にある場合にはその根拠は弱い。それは、変動為替相場制のもとでは外国の攪乱から一国を隔離するが、国内に原因する攪乱の効果は完全に国内に閉じ込める傾向を持ち、固定為替相場制のもとでは外国の攪乱によってはるかに動かされやすいが、国内での攪乱の効果は広範に外国に拡散するからである。したがって、外国の攪乱によって被る国際収支調整の総費用が小さいほど、通貨同盟参加による為替相場変更手段の放棄の費用も小さくなるといえる。通貨同盟のマクロ経済的費用に関する国際収支調整の「総費用」要因としては、このような外国からの攪乱による国際収支不均衡に影響を及ぼすところの、①経済多様化、②政策統合度、をあげることができる。

(4) 経済多様化

ケネン (Kenen 1969) は、ある国が通貨同盟に参加する条件として、「経済多様化」(economic diversification)、その結果としての「輸出多様化」(export diversification)、あるいは「生産物ミックスの多様性」(diversity in a nation's product mix)をあげている。それは、経済多様化が、事前的には、①対外的ショックの平準化、②国内資本形成の安定化、事後的には、③対外的ショックによって国内経済が被る損害の軽減、によって、外国からの攪乱の国際収支調整費用を軽減する機能を持つからである。

ケネン (Kenen 1969) によると、経済多様化は、第1に「対外的ショックの平準化」に役立つ。それは、多様化した経済ではその輸出生産物も多様化しており、個々の輸出品は外国の需要や技術の変化の影響を被るが、その攪乱が独立(ランダム)であり、全輸出品に影響するマクロ経済的変動よりもその需要構成をシフトさせるミクロ経済的変動を伴う場合には、大数の法則が作用するからである。対外均衡の点から見ると、個々の輸出の変動が相殺されて総輸出は比較的安定であり、交易条件の頻繁な変更、したがって為替相場の頻繁な変更の必要性を省くのに役立つのである。第2に、経済多様化は「国内資本形成の安定化」に役立つ。それは、多様化した経済では輸出と投資の間のリンクが弱く、それゆえに、国内均衡の点から見て、投資が輸出需要の増加と同時に拡大して需要に二重の圧力を加えることで複合的な不安定性を導入することはないからである。これらの点から、多様化した経済は、単一生産物地域に比べて、外国からの攪乱による国際収支調整の必要性、したがって、その負担が減少するのである。

一方では、経済多様化は「対外的ショックの損害軽減」に役立つ。多様化した経済では、外国品と代替的な国内品が存在し、外国貿易部門での超過需給の価格弾力性は高い。主要輸出品の需要減少によって発生する失業は相対的に小さく、したがって国内均衡に必要な為替相場の変更の規模は小さくてよい。輸出需要のシフトで遊休化した労働に対しては、経済多様化による国民経済活動の連続性によって、特殊化した多様な労働に対する雇用機会も最大限に提供することで、再雇用を容易にすることができ

る。¹³⁾ つまり、多様化した経済では国際収支調整の必要性がそれだけ小さく、為替相場変更手段の放棄の費用はそれだけ小さいのである。したがって、経済多様化が進んでいるほど、通貨同盟参加の費用は減少するのである。

マッキノン¹⁴⁾は、多様化した経済は一般的に大国経済で貿易部門の比率が小さい閉鎖的経済であり、固定為替相場制のもとで支出調整政策（金融財政政策）を対外均衡維持手段として用いることは「尾が犬を振り回す」ようなものだとして批判している。¹⁴⁾ しかし、それは先の「経済開放性」のところで問題としたマクロ経済的変動にあてはまることであり、ここで問題としているような個々の部門に生じるランダムなミクロ経済的変動とは別の問題である。ケネン自身も認めているように、経済多様化は外国に原因する独立のミクロ経済的な攪乱の平準化によって、国際収支調整負担の軽減には役立つ。しかし、それは外国からのマクロ経済的な攪乱すなわち景気変動やインフレ率の国際的乖離から引き起こされる国際収支不均衡の調整の負担軽減には役立たないのである（Kenen 1969, pp.53-54）。したがって、「経済多様化」した「閉鎖的経済」の大国が通貨同盟に参加する場合には、①多様化した経済での国際収支調整の負担の減少、②閉鎖的経済での為替相場変更政策の国際収支調整効率の上昇、および低い限界輸入性向による国内支出調整効率の低下、の諸要因のバランスをとった考慮が必要なのである（Willett and Tower 1970, pp.411-412）。

(5) 政策統合度

外国からのマクロ経済的な攪乱の原因となるものは、通貨同盟参加国間でのインフレ率、成長率、技術進歩率の格差や、輸入需要の所得弾力性の相違などである。参加国間でこれらのマクロ経済的要因の合成した結果に重大な格差が存在するかぎり、国際収支調整負担はきわめて大きく、通貨同盟参加による為替相場変更の放棄の費用はきわめて高くなる。したがって、通貨同盟参加の費用は、インフレ、成長、失業に対する加盟国政府の政策態度（ス

13) Kenen (1969, pp.50-51, 54); Willett and Tower (1970, pp.411-412) 参照。

14) Mundell and Swoboda (eds.) (1969, p.112); McKinnon (1963, p.720)。

タンス)の類似性(similarity)・適合性(compatibility)が存在するほど小さい。これを石山(Ishiyama 1975, pp.357-358)にしたがって「政策統合度」(degree of policy integration)と呼んでおくと、同盟内での政策統合度が高いほど、通貨同盟参加の費用は減少するのである。

失業への耐久力に乏しく、労働組合の賃金プッシュと独占産業からの価格引上げ圧力の強い国と、インフレへの耐久力に乏しく、生産性上昇率の高いきわめて良好なインフレ・失業ポジションにある国とが通貨同盟を形成することは、相互の国内マクロ経済目標の犠牲なしには困難である。¹⁵⁾ 一般に、通貨同盟参加国間で生産物および要素市場での完全競争がないかぎり、参加国間の相対価格・費用の不一致が拡大し、各国の国際収支ポジションに乖離が生じる。参加国間での為替相場の調整が行われなにかぎり、相対的に国際収支ポジションの悪い国(赤字国)は、その失業・インフレ選好点より高い失業率と低いインフレ率を強いられる。逆に、相対的に国際収支ポジションの良い国(黒字国)は失業・インフレ選好点よりも高いインフレ率と低い失業率を強いられる。¹⁶⁾ 赤字国と黒字国の間に高度の政策統合がないかぎり、通貨同盟の形成は困難である。

このような外国からのマクロ経済的な攪乱による国際収支調整の負担を軽減する1つの方法は、フレミング(Fleming 1971)が指摘しているように、通貨同盟参加の条件として、各国間での「インフレ率の類似性」(各国での適正雇用水準の維持が前提)の基準を設けることである。これには、①国民的雇用目標、②生産性成長率、③労働組合の戦闘性などにおける類似性の存在があげられる。これは、参加国間でのマクロ経済的要因の類似性によって、相互に国外からのマクロ経済的な攪乱の発生を排除しようとするものである。また、積極的に、参加国間での「経済政策の協調、集中、あるいは調和」によって国際収支不均衡の縮小を図ることが重要である。たとえば、財政政策において、単に財政取決めの調和だけでなく、①好況国と不況国の課税の調

15) Willett and Tower (1970, p.411); Tower and Willett (1976, pp.15-16) 参照。

16) Fleming (1971, pp.468-471); Corden (1972, pp.8-9) 参照。

整を通じた公共サービスの提供の集権化、②所得に応じた支払・受取によって好況国から不況国への所得移転が生じるような社会保障制度の集権化、③経済不況にある加盟国ないし各国内地域に対する中央融資計画による特別援助、が有利な要件となるのである。¹⁷⁾

以上のように、伝統的な最適通貨圏の理論は通貨同盟のマクロ経済的費用要因をさまざまにわたって議論してきたが、その便益要因についてはほとんど検討してこなかったのである。1980年代以降に現われる新しい理論は、これまで無視されてきた通貨同盟の便益要因に積極的な検討を加えるものである。通貨同盟への参加の便益は同盟内での単一通貨の使用の有用性に基づくものであり、そのマクロ経済的便益は金融政策の信頼性による物価安定にあり、ミクロ経済的便益は同盟内での国際取引における取引費用の節約にある。つまり、通貨同盟の便益要因として、①金融政策の信頼性、②取引費用の節約、をあげることができるのである。

(6) 金融政策の信頼性

通貨同盟のマクロ経済的便益は、同盟内での単一通貨の使用、したがって加盟国間での為替相場変更政策の放棄が、国内の物価安定の維持、つまり金融政策の有効性を高めることにある。変動相場制論争では、固定相場制の金融節度 (monetary discipline) 機能をめぐって議論が分かれるところであり、通貨同盟のマクロ経済的便益は伝統的な最適通貨圏の理論ではあまり取り上げられてこなかった問題である。¹⁸⁾ 唯一、マッキノンが通貨同盟のマクロ経済的便益として「流動性価値」(liquidity value) の安定に言及しているだけである。貨幣価値の維持・安定が貨幣に「流動性価値」を付与するものである。大国は貿易財に比較して非貿易財のシェアが大きい閉鎖的経済であり、その通貨の価値をこの非貿易財グループに釘付け (ペッグ) すること

17) Fleming (1971, p.476, 478). 各国をベースとする労働組合の資金交渉は、通貨同盟参加によって、①各国間の資金比較の容易さ (透明性)、②政治的・社会的接触の拡大、③同盟全体にまたがる経済機構・企業の設立、によって資金均等化を促進する。これは、通貨同盟全体をベースにした集団的資金交渉の結果として、労働組合の強い国では費用抑圧効果を持つが、低賃金国にとっては費用増加効果を持つことになる (Corden 1972, p.14)。

18) 変動相場制論争については、拙稿 (山上 1988, 1989) 参照。

で、その国民に対して十分に貨幣の「流動性価値」を付与できる。しかし、小国は貿易財比率の高い開放的経済であり、非貿易財よりも輸入可能財の部類がその国の代表的な財となるから、その通貨の価値をこの輸入可能財に釘付けすることで、非貿易財（小国の代表的な財ではない）に釘付けした場合よりも高い「流動性価値」を獲得する。それにはこの小国通貨の為替相場をその貿易財の価格がうまく安定しているような外部の大国の通貨に固定することによって可能となるのである（McKinnon 1963, pp.721-722）。

マッキノンの議論は、小国開放経済では、前節で検討したように為替相場変更の有効性は小さく、むしろ通貨価値の安定した大国の通貨に釘付け（ペッグ）することで国内の物価安定、つまり自国通貨の「流動性価値」を確保できるというものである。これは「小国開放経済」に限定した固定相場制擁護論であった。ところが、フリードマンのマネタリズムの思想潮流にしたがった新しい通貨同盟の理論では、これまでのケインジアンの為替相場変更の利益を否定し、信頼性のある通貨への釘付けによるインフレ抑制の利益を評価する一般的な固定相場制擁護論として展開されることになる。

フリードマンの「自然失業率仮説」（Friedman 1969）によれば、長期的なフィリップス曲線は垂直であり、為替相場変更の生産・雇用拡大効果も一時的なものにすぎない。ある国が為替相場切下げによって生産および雇用に拡大しても、その誘発的なインフレーションによって適応的にインフレ期待が高まって、初期の生産・雇用拡大効果は消滅するのである。新古典派マクロ経済理論の「合理的期待仮説」によれば、通貨当局の拡張的な政策スタンスを予測することでインフレ期待は高まり、その結果、拡張的な政策効果は産出よりも価格の調整に現われて、初期の雇用拡大効果も失われる。したがって、このようなマネタリズムの理論に従うと、伝統的な最適通貨圏理論とは対照的に、通貨同盟参加による為替相場変更手段の放棄の費用は生じないか、あるいはきわめて小さいのである。¹⁹⁾

19) マネタリズム・アプローチについては、Robson (1998, pp.202-207) 参照。このような為替相場変更効果の否定は、従来のフリードマンの変動相場制擁護論 (Friedman 1953a) と矛盾するものである。

高インフレ国がインフレ抑制のための緊縮政策をとるとすれば、「自然失業率仮説」のもとでは、期待インフレ率が下がって低インフレ水準に移行するまで一時的に失業率が高まることで、短期的な移行費用が発生する。「合理的期待仮説」のもとでは、期待インフレ率が直ちに下がることで、この移行費用はゼロとなる。しかし、通貨当局の金融政策に「時間非整合性」(time-inconsistency)があり、インフレ抑制政策をとった通貨当局がたえず公衆の期待を裏切って拡張政策に転じるというのであれば、公衆の方もそれを予測して期待インフレ率は下がらないままであり、インフレ抑制政策は失敗する。通貨当局がインフレ抑制的な金融政策の信頼性を獲得するには、時間整合的なインフレ抑制の政策ルールに従わなければならない。その1つの方法が、厳密な(変更不可能な)固定相場制へのコミットメントか、あるいは通貨同盟への参加によって、国民通貨主権を放棄して国外の通貨機関(当局)の金融政策に従うことで通貨当局の「手を縛る」ことである。高インフレ国は、インフレ抑制的な金融政策の名声のある国の通貨に厳密に釘付けすることで、あるいは、低インフレを追求する通貨同盟に参加することで、外国の通貨機関(当局)の低インフレの名声を譲り受けて直ちに信頼性を獲得(輸入)できるのである。²⁰⁾ ここでも、通貨同盟におけるインフレ率の収斂をめぐる伝統的な議論との逆転が見られる。つまり、伝統的な最適通貨圏の理論では「インフレ率の類似性」(Fleming 1971)が通貨同盟参加の前提条件であったが、マネタリズムの理論に従うと、いまや低インフレ率への収斂が通貨同盟参加の有益な効果となるのである(Gandolfo 1992, p.766)。

名目変数である物価(および賃金)を安定水準に維持するために固定させるべきアンカー(錨)を「名目アンカー」と呼べば、マネタリズムの理論では、開放経済システムでの名目アンカーを国内貨幣ストックとするか為替相場とするかの2つの方式がある。フリードマンが主唱した「X%ルール」(Friedman 1953b)は国内貨幣ストックを名目アンカーとするものであり、

20) 「名声輸入説」として、Giavazzi and Pagano (1988); Giavazzi and Giovannini (1989); Giavazzi (1990) 参照。

一定の貨幣成長率の維持によってインフレーション抑制の信頼性を直接に生み出す政策ルールであり、為替相場は変動相場制にしたがってフロートさせるものである。これに対して、固定相場制へのコミットメントは為替相場を名目アンカーとするものであり、国内貨幣供給量をコントロールする金融政策はこれに追随することで、釘付け通貨国の金融政策の名声によって間接的に信頼性を獲得しようとするものである。この為替相場を名目アンカーとする「為替相場ターゲット方式」は、フリードマン・タイプの「貨幣供給量ターゲット方式」に比べてその操作性の優位性が指摘されている。貨幣供給量ターゲット方式は、貨幣集計量の定義が明確でないこと、また、各種の貨幣集計量とインフレーションの関係はきわめて複雑で一義的でないこと、貨幣集計量のデータの情報にラグがあることなどの点で、明確なルールとシグナルを提供できないという欠点がある。為替相場ターゲット方式の利点はその透明性にある。為替相場は、定義が明確であり、いつでもすぐに観察できるものである。政府は名目為替相場ターゲットへのコミットメントの公表と実行によって明確なルールとシグナルを提供して、信頼性の獲得に必要な政策を直ちに実施できる。これは貨幣供給量ターゲットへのコミットメントよりもはるかに明白で信頼の置けるものであり、公衆はこれに応じてすばやく調整可能であり、それだけ通貨当局の金融節度に対して厳しくその「手を縛る」ことができるのである。²¹⁾

21) システム全体の名目変数を安定した水準に維持するためには、いずれか1つの名目変数を「名目アンカー」として選んで固定してやればよい。Bruno (1991, pp.9-13) にしたがって、開放経済における労働市場、財市場、および外国為替市場の超過需要関数を次のように定義しよう。

$$L(W/P, E/P; A_l) = 0 \quad (\text{労働市場})$$

$$Y(W/P, M/P, E/P; A_y) = 0 \quad (\text{財市場})$$

$$F(W/P, E/P; A_f) = 0 \quad (\text{外国為替市場})$$

ここで、W: 名目賃金、M: 名目貨幣ストック、P: 名目価格水準、E: 名目為替相場、 A_l , A_y , A_f : 各市場の外生的シフト・ファクター。

このシステムでは、3つの市場均衡方程式が、実質賃金 (W/P)、実質貨幣残高 (M/P)、実質為替相場 (E/P) の3つの実質変数の均衡解を決定する。4つの名目変数 (W , M , P , E) のうちのいずれか1つの名目変数の値を与えてやれば、他の3つの名目変数の均衡解を決定することができる。したがって、このシステムの安定性を仮定すると、いずれか1つの名目変数を安定した水準に固定してやれば、他の3つの名目変数も安定した水準に維持できることになる。市場経済のもとでは、物価や賃金を直接的に固定することはできないから、実際に名目アンカーとして選択できるのは、貨幣ストック (貨幣供給量ターゲット方式) か為替相場 (為替相場ターゲット方式) である。「為替相場ターゲット方式」の優位性については、Bruno (1991); Corden (1991); Edwards (1993) 参照。

為替相場を名目アンカーとする「為替相場ターゲット方式」は、欧州通貨制度（EMS）だけではなく、広く途上国でも導入されたものである。しかし、単独で主要通貨に釘付けする固定相場制へのコミットメントのケースはいうまでもなく、EMSのような為替相場同盟への参加のケースでも、その信頼性の獲得は困難なものであり、その物価安定効果には一定の限界がある。第1に、高インフレ国がそのインフレ的な金融政策の評価を払拭するには、長期で費用のかかるインフレ抑制過程が不可避である。長期的フィリップス曲線が垂直であるとしても、インフレ期待の調整が進まないことで、短期的なインフレと失業のトレードオフが現われる。したがって、高インフレ国が固定為替相場にコミットしてインフレ抑制的な金融政策を受け入れるとすると、短期的に失業増大という形での調整費用が生じることになる。第2に、通貨同盟による単一通貨の導入で同盟内の為替相場を撤廃しないかぎり、為替相場同盟で厳密に固定された為替相場にコミットするとしても、その為替相場が変更不可能とはいえない。通貨当局が釘付け通貨の公定売買レートを保証して、公衆に対する無制限な売買を容認するとしても、当局が公定売買レートを維持できるとの公衆の確信が崩れると、投機的な通貨取付けがおこって、為替管理の導入、あるいは変動相場制への移行が不可避となる。したがって、固定為替相場コミットメントは、金融政策だけでなく財政政策も含む厳しい政策節度の導入によって保障されなければならないのである。²²⁾

(7) 取引費用の節約

通貨同盟のミクロ経済的便益は、同盟内での単一通貨の使用によって生じる同盟内での国際取引における取引費用の節約にある。キンドルバーガー（Kindleberger 1972）は変動相場制論争の中で国際取引における国際公共財としての貨幣の使用の有用性、つまり国際通貨の有用性に基づくユニークな固定相場制擁護論を展開した。ニューメレール（価値尺度財）、交換手段、および価値貯蔵手段としての貨幣の標準化は、商品交換の世界における取引費用を節約するものである。ニューメレールとしての貨幣単位で支払いを行

22) 「為替相場ターゲット方式」の限界については、Dornbusch (1986); Svensson (1994) 参照。

い、交換・支払手段として使用される貨幣単位で価値貯蔵を行うことで、いっそう取引費用は削減される。国際取引での貨幣の有用性も明らかであり、各国通貨間の換算比率がたえず変動して国際間での固定換算比率を持たない変動為替相場制は、国際的採算性を計算するための計算単位としての貨幣を使用しないことを意味している。国際決済および価値貯蔵手段としての貨幣がないとすると、常に2国間国際収支均衡を必要とする国際的バーター・システムとなり、2国間通貨の為替相場がその均衡を維持するように調整される変動相場制に従うことになる。つまり、国際通貨を持たない変動為替相場レジームは国際取引での貨幣が不在の非効率なシステムである。このようなシステムの非効率性を排除するために、為替市場において1つの国際通貨の在庫を保有して為替相場を安定化することで取引費用を削減しようとする傾向が生まれる。これは通貨当局が外貨準備を保有して為替相場を一定の水準に維持する為替平衡操作を行うような固定為替相場レジームにおいてはじめて完成するのである。

通貨同盟内での単一通貨の使用は、通貨交換と為替リスクの排除による取引費用の削減によって同盟内での生産性の改善、資源配分の効率化を促進する。伝統的な最適通貨圏理論の議論でも、①通貨交換および先物カバーの費用の節約、②為替リスクの排除による生産性の改善；企業の販売領域の拡大による「規模の経済」の享受、③資源配分の効率化；貿易を通じた効率的資源配分の促進、資本移動による国際的な資本の効率的配分の促進、などが指摘されている。²³⁾

通貨同盟のミクロ経済的便益が体系的に検討されたのは欧州委員会報告書【One Market, One Money】(European Commission 1990)においてである。同盟内での単一通貨の使用は、ミクロ経済的な効率性を高めることで、直接・間接の取引費用の削減の利益と、潜在的には、投資拡大による動的な成長の利益をもたらすと期待されるのである。つまり、①直接的な取引費用削減利益；同盟内取引決済での為替取引費用、為替リスク・ヘッジ費用、

23) Grubel (1970); Sohmen (1971); Corden (1972); Tower and Willett (1976) 参照。

および国際準備保有費用の節約、②間接的な取引費用削減利益；同盟内の為替相場障壁（その変動性と不確実性）の消失が域内の貿易，対外投資，および資本移動に与えるインパクト，たとえば，価格透明性（同一通貨での価格付け）による欧州単一市場の競争促進，欧州金融市場統合による規模の利益（市場の深度・厚みと効率性の利益），域内利子率格差の解消，③潜在的な成長利益；国内投資決定に対する全体的な（為替相場および賃金・物価の）不確実性の減少による投資拡大のインパクト，である。しかし，直接的な取引費用の削減の利益は明白であるが，為替相場の不確実性（為替リスク）の排除による間接的な取引費用削減および潜在的成長の利益は明確な結論の出ない問題でもある。

単一通貨の導入による為替リスクの排除はリスク回避的な企業の将来収入の不確実性の原因を減らしてその厚生を高めるであろう。ところで，価格の確実なケース（価格が一定で予想可能）と不確実なケース（価格のランダムな変動）について企業の平均利潤を比較すると，不確実なケースの方が企業利潤は大きくなる。これは高価格になったときの利潤増加が低価格になったときの利潤減少を相殺して余りあるからである（ただし，大幅な価格下落による損失で企業閉鎖が必要になるとときには，その企業が雇用する生産要素の再配置の費用が相当に大きくなる）。つまり，価格の不確実なケースの厚生を価格の確実なケースと比較すると，価格の不確実なケースでは，企業の平均利潤は高くなってその厚生は高まるが（生産要素の再配置費用を考慮すべきだが），一方では，その利潤の不確実性が大きくなってリスク回避的な企業の厚生は減少する。したがって，単一通貨の導入による為替相場障壁（その変動性と不確実性）の排除で企業の厚生が増加するかどうかは明確ではないのである（De Grauwe 2000, pp.61-63）。

単一通貨の導入による為替相場障壁（その変動性と不確実性）の解消は，欧州金融市場統合による規模の利益と域内利子率格差の解消によって同盟内の実質利子率を引き下げる。それによって投資が高まり，成長を促進すると期待される。しかし，ここでも為替相場の変動性の減少と為替リスクの低下

は二重の効果を持つ。つまり、それは実質利子率を下げても成長効果を持つとともに、投資の期待収益率を下げるのである。その結果、このリスク低下は投資活動に対して不明確な効果を持ち、したがってまた成長効果もまた不明確である。したがって、理論的には為替相場障壁（その変動性と不確実性）の解消が投資活動を高めるとはいえないのである。実証的にも、為替相場障壁（その変動性と不確実性）と国際貿易の有意な関係が見つからないように、為替相場障壁（その変動性と不確実性）と投資・成長の関係も統計的にはきわめて弱いものである（De Grauwe 2000, pp.66-68）。

ところで、ダウド＝グリーンナウェイ（Dowd and Greenaway 1993）のネットワーク外部性の理論によると、通貨同盟の形成によって新しい単一通貨を導入するとしても、実際に、これらの同盟参加国の国際取引にはすでに特定の国際通貨が使用されている。したがって、新しい単一通貨を導入する場合には、既存の国際通貨から新しい域内単一通貨への転換費用（たとえば、計算の学習、値付けの単位の変更、記録の変更、現金引出機の取替えなど）とともに、既存の国際通貨のネットワーク効果（外部性）を放棄する費用を考慮しなければならない。通貨の便益には、その通貨を多数のものが使用することによって支払手段としての便益性が高まるというネットワーク効果（外部性）と、ネットワークとは独立にその通貨自体が持つ便益性（たとえば価値貯蔵手段としての通貨価値の安定性、流動性など）とがある。したがって、たとえネットワークとは独立の新しい通貨の便益性が既存の通貨のそれより優れているとしても、新しい通貨のネットワーク効果が既存の通貨のそれをすぐに上回ることが期待できないことから、その転換費用も考慮した場合に、新しい単一通貨の導入の便益があるかどうかは自明ではないのである。また、すでに同盟内で域内通貨が国際通貨として使用されている場合には（たとえば、EMSでのドイツ・マルク）、転換費用を考えると、まったく新しい単一通貨（ユーロ）を創設するよりも、既存の通貨（ドイツ・マルク）を共通通貨とする方が効率的であるといえるのである（その政治的効果は別にして）。

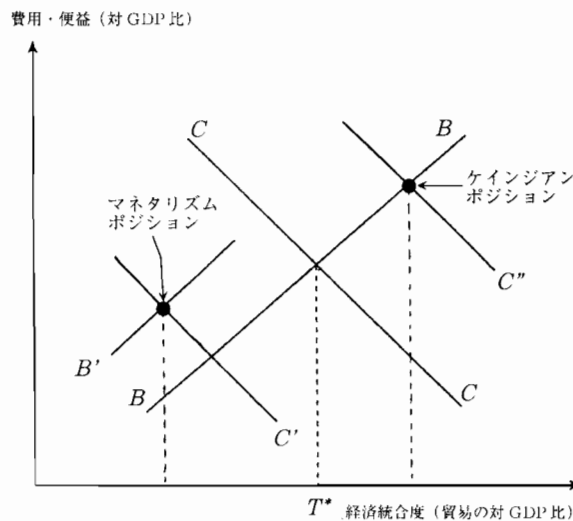
Ⅲ 通貨同盟の政治経済学

1. 通貨同盟の形成

通貨同盟の形成によって、同盟内で単一通貨（共通通貨）が使用され、加盟国間の為替相場の変更は不可能となる。通貨同盟への参加は、同盟内での単一通貨の使用の便益を享受するとともに、他の加盟国に対して為替相場の変更ができないことの費用を負担することを意味している。前節の議論から、一般には、加盟国間での経済統合（商品市場、金融市場、労働市場の統合など）の程度が高まるにつれて、為替相場変更手段に代替する国際収支調整機構（「経済開放性」、 「資本移動性」、 および「労働移動性」）の調整効率が増加することでこの通貨同盟参加の費用は減少し、同盟内での単一通貨の使用によって生じる同盟内での国際取引における「取引費用の節約」の効果が高まることで通貨同盟参加の便益は増加する傾向にある。また、経済統合度とは無関係に、加盟国での「経済多様化」、 「政策統合度」が高いほど通貨同盟参加の費用は小さく、「金融政策の信頼性」が高まるほど通貨同盟参加の便益は大きい。

図1—1 通貨同盟の費用・便益（クルーグマン図）

そこで、通貨同盟の費用・便益図（クルーグマン図）を描くと図1—1のようになる。縦軸には通貨同盟参加の費用および便益（対GDP比）をとり、横軸にはその同盟の経済統合度（ここでは同盟内貿易の対GDP比）をとっている。右下



（出所）Krugman (1990), Fig.3.1 (p.53) をもとに作成。

がりのCC線は通貨同盟の費用線であり、統合度とともに減少する。右上りのBB線は通貨同盟の便益線であり、統合度とともに増加する。いまある通貨同盟の経済統合度が両線の交差するT*点の右にあるとすれば、この通貨同盟の形成の便益が費用よりも上回っており、通貨同盟形成の純利益が存在する。もしT*点の左にあれば、この通貨同盟の費用が便益を上回っており、通貨同盟形成の純利益は存在しない（マイナス）。

通貨同盟の費用・便益分析から見ると、費用線と便益線の形状と位置を決定するさまざまな経済要因が存在しており、また、その影響についても確定的な結論を導くのは困難である。それだけでなく、通貨同盟の費用と便益の評価に関するイデオロギー的、および政治的な見解の相違が、費用線と便益線の形状と位置をおおいに左右するのである。費用線の形状と位置にかかわる為替相場手段の有効性について、一方の極にはマネタリズムの見解がある。マネタリズムは、為替相場変更手段の生産・雇用効果がほとんど存在しないで、むしろ為替相場変更手段の放棄が物価安定の効果を持つと考えている。したがって、費用線C'は原点に近いところに位置し、便益線B'は上方に位置することで、通貨同盟の形成にはいっそう有利な状況である。他の極には、ケインジアンの見解がある。ケインジアンは、世界は硬直的であり（賃金・価格は硬直的で、労働の移動性はない）、為替相場の変更は不均衡是正の強力な手段であると考えている。この見解はマンデル以来の伝統的な最適通貨圏の理論が前提にしていたことである。したがって、これは為替相場変更手段の放棄がきわめて高い費用を伴うものであり、費用線C''は原点からはるかに離れたところに位置しており、通貨同盟の形成にとってきわめて不利な状況なのである（De Grauwe 2000, pp.78-79）。つまり、ケインジアンの見解にもとづく伝統的な通貨同盟の理論は通貨同盟の形成について批判的な立場をとるものであった。これに対して、マネタリズムの見解にもとづく新しい通貨同盟の理論は通貨同盟の形成を支持するものであり、1980年代初めからマネタリズムが支持を得るようになった経済思潮の変化が、欧州通貨同盟の形成に与って力があつたと考えられるのである。

欧州通貨同盟移行をめぐる「マネタリスト」(フリードマンのマネタリズムの思潮とは無関係のものである)と「エコノミスト」との立場の違いも、通貨同盟参加の費用・便益の評価とおおに関係がある。「マネタリスト」は、欧州通貨制度(EMS)のような為替相場同盟の創設によって加盟国の金融政策に金融節度を導入して経済発展の収斂を誘導することで、早期に共通通貨の導入が可能となると考える。このような「マネタリスト」の立場は、厳密な固定為替相場制によるマクロ経済的便益とミクロ経済的便益を重視して、積極的に通貨統合を推進しようとするものである。したがって、「マネタリスト」の便益線は、新しい通貨同盟の理論におけるマネタリズムや欧州委員会報告書(1990)の立場と同様に、より上方に位置しているのである。これに対して、「エコノミスト」は、金融政策だけでなく、財政政策や賃金政策を含めて、政策の緊密な協調によって高度の経済的コンバージェンスをまず実現すべきであると考えている。このような「エコノミスト」の立場は、通貨同盟参加のマクロ経済的費用の負担を重視して、域内の経済統合を進め、政策協調機構を備えようとするものである。したがって、「エコノミスト」の費用線は、ケインジアン立場に立つ伝統的な最適通貨圏理論と同様に、原点からより離れた位置にあるのである。

2. 通貨同盟の政治経済学

変動相場制と固定相場制(ないし共通通貨)のレジーム選択の問題は、国民経済による生産物市場および生産要素(労働および資本)市場の分断と国内での生産物価格・賃金の硬直性によって、国際収支調整機構が損なわれている現実の世界経済におけるセカンド・ベスト政策の選択の問題である。もし生産物市場および生産要素(労働および資本)市場が世界的規模で完全に統合されており、相対価格や実質賃金が完全に伸縮的であり、そして経済ナショナリズムによって国民経済を隔離する障壁が存在しないとすれば、最適通貨圏は世界全体となる。変動為替相場制の採用は、まさに調整機構の損なわれた世界における内外均衡の同時達成のためのセカンド・ベスト政策とし

て主張されている。最適通貨圏の理論は、これと同じ意味で、市場統合ないし通貨統合を通じた通貨同盟の形成がセカンド・ベスト政策として有効であることを示している。変動相場制には過剰な浮動性（volatility）と持続的なミスアラインメント（misalignment）が伴うことが明らかになっており、セカンド・ベストとしての変動相場制と域内固定相場制のレジーム選択の問題が存在するのである。²⁴⁾ レジーム選択の問題は政策決定機構の創設という政治的意思決定の問題であり、通貨同盟の創設における市場統合ないし政策統合手段の採用をめぐる政治的要因の分析が重要となる。通貨同盟の経済的な費用・便益については確定的な結論がなく、また、経済思潮に見られるイデオロギー的要因が存在しており、加盟国間でのイデオロギー的、政治的な立場の違いがある状況では、通貨同盟レジームの選択にあたって政治的要因がきわめて重要となるのである。

通貨同盟ないし為替相場同盟の参加国は、金融政策および為替政策を同盟レベルでの共同使用に委譲することで、国家主権放棄の政治コストも含めてきわめて高い費用を負担することになる。その結果、その便益の享受よりも費用の負担を過大に評価することで、費用負担の問題にきわめてバイアスのかかったレジーム選択が行われる可能性がある。コーエン（Cohen 1991）は、このような費用負担のバイアスが存在する要因として、①短期的費用と長期的便益の乖離、および、②公共財としての欧州通貨統合の費用負担、の2点を指摘している。

まず第1に、その調整の負担と利益の獲得の間には時間的なギャップがあり、主要行為者がその純利益を合理的に計算する場合に、調整の負担が突出して現われる。さらに、費用は即時的であるがゆえに、はるか先の潜在的な利益に比べてより高い確実性でもって計算できるから、短期の損失に比べると、将来の利益の現在価値を推定するに当たってきわめて高い割引率が用いられることで、その利益はきわめて低く評価される。その結果、その費用は

24) セカンド・ベストとしての通貨同盟の議論については、Kawai (1992, pp.78-81); Bayoumi (1997, pp.113-114) 参照。

相対的にきわめて高く評価されることになる。したがって、費用と便益の比較によるレジーム選択は、費用の負担にきわめてバイアスのかかったものになるのである。第2に、欧州通貨統合のような問題には外部性があり、公共財の要素をもつことから、個別的利益と集合的利益には乖離があり、その費用を負担せずに便益を獲得しようとするフリーライダーが存在することである。欧州通貨統合によって広範な集合的利益が期待されており、各国がこの目的を達成するために協力して費用負担する動機は存在する。しかし、各国政府が合理的な便益・費用計算にもとづき、利己主義（利己的利益）にしたがって政策を選択するとき、協力が期待できるのは、各国によって個別に予想される利益が将来起こるかもしれないいかなる損失をも超過することを間違いなく想定できるかぎりにおいてである。他の政策目的とのトレードオフが存在すれば、その費用負担はさらに大きくなり、公共財としての欧州通貨統合に協力してその費用を負担しようとはしないのである。

そこでコーエンは、各国の費用・便益計算に基づく政策選択の協調に導く機構として、次のような3つの機構をあげている。第1は、便益サイドに副次的支払（side payment）を補充してその便益を高めることで、費用の負担への抵抗を軽減する機構である（通貨同盟参加の便益線の上方シフト）。第2は、費用サイドに非協力者への制裁のための罰則を加えることで、フリーライダーによる不参加の利益を相殺する機構である（通貨同盟参加の費用線の下方シフト）。第3は、将来の利益の評価に関する高い割引率を引き下げ、将来利得の価値評価を引き上げるために、将来利得の不確実性を軽減するような健全で信頼できる情報を提供する機構である（通貨同盟参加の便益線の上方シフトと費用線の下方シフト）。実際の通貨同盟の形成にあたっては、通貨同盟の費用線および便益線に影響を与える経済・社会的機構を導入することで、参加国の政治的決定に影響を与えて参加を促すことが重要になるのである。

Ⅳ 金融・財政統合機構

ここでは、初期の通貨同盟の理論である「経済統合アプローチ」によって、通貨同盟形成を促す経済・社会的機構としての金融・財政統合機構の創設の問題を考えてみよう。一般に、国際収支調整と比較して一国内の地域間収支調整を容易にしている調整機構として、ミード（Meade 1957）は次のような5つの要因をあげている。つまり、①財・労働・資本の地域間での自由移動：価格格差・賃金格差による財・労働の移動誘因、および金利上昇による新規資本の移動の誘因が大きいこと、②単一の共通通貨と銀行制度：地域間収支の不均衡はある地域の通貨・銀行預金の他の地域への所有の移転を意味するにすぎないこと、③単一の国民政府による金融財政政策：一国全体の国内経済安定を目標にした国内総需要の調整、④統一的な対外経済政策：輸入統制および為替相場政策の実行、⑤中央政府による特別地域救済活動：不況地域・後進地域の投資・開発援助。これらの要因のうちで商品市場の統合が進んだヨーロッパ経済においては、域内の国際収支調整機構として、第1の要因のうちの資本移動の自由化、第2の単一通貨および銀行制度の創設による金融的統合、第3、第4、第5の統一的な金融財政政策、対外政策、および特別地域政策における政策統合を、全ヨーロッパ・レベルで促進することが重要になる。つまり、国際収支不均衡の調整プロセスでのショック・アブソーバーの役割を果たす金融的（民間）・財政的（公的）資金供与の機構の創設である。シトフスキー（Scitovsky 1957）が欧州通貨同盟創設において必要となる機構としてとりあげたのは、欧州統合資本市場の創設と全ヨーロッパ・レベルでの超国家機関による統合欧州雇用・公共事業政策であった。

1. 金融資本市場統合

通貨同盟の実現にとっては、要素移動性、経済開放性、あるいは経済多様化のような実物経済的な要素だけでは不十分である。むしろ、域内の政策統合度のように、参加国政府の政策態度と公衆のその政策への対応、また、

「金融的統合度」(degree of financial integration)に現われる金融制度の発展が重要な影響を持つと考えられる。金融的統合とは、統合された金融資本市場の形成を意味しているが、これは通貨同盟の発展の要因であり、また結果でもある。イングラム (Ingram 1959, 1962, 1973) やシトフスキー (Scitovsky 1957) が通貨同盟形成の条件として重視している「金融的統合度」は、通貨同盟と密接に関連したものであり、その盾の一面なのである。

一国内での地域間収支調整に比べて、国際間での国際収支調整を明確に区別し、その調整過程を困難にしている通貨制度上の要因は、両者における通貨準備の性格の相違にある。第1に、通貨交換性に関して、国内通貨制度では、いかなる銀行もその通貨債務と準備貨幣の間に1対1の交換性を維持する義務がある。そのための法定必要準備があり、中央銀行は最後の貸し手としての準備供給を義務づけられている。一方で、国際通貨制度では、次のような諸要因の存在が為替相場変更の期待に基づく為替投機と国際収支危機を容認することで国際収支調整を困難にしている。つまり、①為替相場に関する国民的自律性；各国通貨当局によるその国民通貨と国際準備貨幣の間の交換比率（為替相場）の変更の最終的な権利と権力の保持、②国際準備に関する行動ルールの欠如；国際準備に関する法的義務あるいは国際的行動規準の不在、③最後の貸し手機能の不確実性；国際的な最後の貸し手としての国際準備供給のIMFあるいは各国通貨当局間の国際協力への依存、である (Johnson 1963, p.116)。

第2に、民間銀行の準備・預金に関しては、一国内の支払いでは、銀行支店網を通じた資金移転、あるいは「一般的」請求権 (“generalized” claims) の販売による準備減少のカバーがあって、各地域での貨幣供給量の乗数的な縮小・拡大は生じない。イングラム (Ingram 1959) は、アメリカ国内での地域間収支圧力の消滅の原因として、①銀行による「一般的」請求権の大量保有の発展、②それに伴う統合された資本市場の発展、を指摘している。アメリカ国内での地域間収支の支払いでは、銀行の支店間での資金移転、あるいは銀行保有の「一般的」請求権の売却による資産償還によって、その支払

いによる準備減少はカバーされる。このように、国内での地域間収支ポジションは、銀行によってその準備・預金変化を相殺するような資金移転が行われることで、地域間での貨幣供給量の乗数的縮小・拡大は生じないのである。一方で、国際間の支払いでは、赤字国での準備・預金の減少が貨幣供給量の乗数的縮小を誘発して、調整過程の困難を拡大する。これは、赤字国資産が黒字国で即時に販売できないか、あるいは赤字国政府による自国資産の対外販売の制限、黒字国銀行での外国証券保有の不許可によって、国際間では各国の金融請求権は「地方的」請求権（“localized” claims）にすぎない点に原因があるのである。²⁵⁾

金融的統合の進展は、このような国内の通貨準備と国際準備の区別を解消して、国際収支調整過程の困難を除去することが期待される。イングラムが指摘するように、通貨同盟のもとで加盟国の金融資本市場の統合によって各国金融資本市場間を連結する多数の「接触点」が創出されて、国際的に売却可能な請求権が大規模に保有されるようになると、均衡的資本移動によって国際収支問題の発生を防ぐような国際収支調整機構が形成されてくる（Ingram 1962, pp.88-89, 101）。このような調整機構として、①短期金融市場での資本移動、②長期資本市場の統合、③広範な支店銀行制度の発達、があげられる。第1に、短期金融市場について、完全な通貨統合のもとでは、通貨交換性、固定平価、為替相場変動マージンの排除によって、利子率にきわめて感応的な完全資本移動性が存在するから、同盟内での国際収支不均衡は、短期金融市場を通じて容易にファイナンス可能である。第2に、長期証券についても、資本取引の自由化と為替相場の恒久的な固定によって、質お

25) Scitovsky (1957) は、同一国内の資本市場では、地域間の資本移動に対して法的・物理的障害がなく、組織化・統一化が進んでおり、地域間の予想収益率格差に反応する資本移動を促進して、地域間の金利格差を解消し、統一的資本市場を形成していることを指摘している。統一的資本市場では、①事業の性質と危険度、②資産規模、③過去の金融的記録、などの要素に応じて借入者を差別するだけであり、地域的差別は存在しないから、貯蓄過剰地域から貯蓄不足地域へ向けて、利潤機会を求める自律的資本移動がおり、総合的な資本市場での貯蓄再配分機能が存在するのである（pp.26-27）。ヨーロッパにおいて各国間の資本市場統合を阻害している地域差別化要因としては、①政治的経済的組織・イデオロギー・安定性、②過激派の力・気質、③社会主義東欧への近接度、に関する各国間の異質性からくる国内投資優先傾向という「政治的」要因を指摘している（p.33）。

よび満期の匹敵する証券は表示通貨とは無関係に加盟国間で同一価格・収益で売却可能になる。同盟内では、国際的に受領可能な証券に対する需要の価格弾力性は無限大であり、わずかの金利変化で大規模の資本移動を誘発することができる。第3に、同盟内での銀行の行動を見ると、通貨統一によって加盟国のすべての通貨が法貨となるならば、銀行保有の加盟国通貨預金残高は準備資金としてより良い機能を果たすことができる。また、通貨同盟での広範な銀行支店網およびコルレス網の発達は、銀行内勘定移転を通じて、簡単に資金移転を実行できる。また銀行は、国際的に売却可能な請求権での資産保有を促進することで、幅広い証券への交換性を発展させて、外国為替（加盟国通貨）の潜在的供給を拡大する（Ingram 1973, pp.10-13）。

伝統的に、金融請求権は「国内」請求権と「国際」請求権（外国為替準備および国際間で移動可能な短期証券）の2つに明確に区分されている。このような一国の金融資本市場を外国市場から分離して、「国内」請求権の大集団の存続を可能にしている原因は、為替相場変動のリスクの存在にある。為替相場の不確実性があるかぎり、「国内」請求権が存続する制度的理由が存在する。すなわち、①変動為替相場のもとでは通貨当局が金融機関による外貨表示証券の保有を許可しないこと、②機関投資家は変動為替相場よりも固定為替相場の国の証券保有を選好すること、③先物市場の発達が実際に困難なために資本移動が制限されること、である。つまり、金融的統合は固定為替相場制のもとで初めて有効な国際収支調整機構となるのであり、その有効性は通貨同盟によって確実に保証されるのである。

2. 統一的財政・公共政策

通貨同盟の形成によって為替相場変動リスクが解消し加盟国の金融資本市場が統合されると、銀行を含む民間部門での資本移動はほぼ完全（わずかの金利格差にも反応）であり、調整を必要としない銀行間での預金移転システムも発展する。同盟内でのわずかの金利格差にも反応して資本移動が誘引されるから、加盟国の利子率構造は相互に連結して類似のものとなる。各国で

独立の利子率構造を選択するのは不可能となり、各国の金融政策の自律性は失われる。しかし、各国通貨当局は、通貨供給と財政操作に関する一定のコントロールを保持しており、政府財政赤字は外国資本市場において現行の利子率での証券発行によって資金調達可能である。通貨同盟内に域内中央銀行が設立されるとしても、その機能は、①域内の完全資本移動（金融資本市場統合）の促進、②域内全体の総需要管理にあり、各国の需要水準は各国政府の責任において操作されなければならない。したがって、通貨同盟加盟国の金融財政システムは次のようなものとなる。①域内中央銀行は通貨同盟全体の総貨幣供給量と金利水準を決定して域内全体の総需要管理を行う。②各国中央銀行は金利自主権を放棄するが、均衡的な資本移動の促進、民間銀行の決済システムの設立支援、公開市場操作による国内利子率の限界的操作を通じた資金フローの誘導など、地域的通貨機関としての決済および安定機能を遂行する。③各国の財政政策の独立性は確保され、財政赤字を通じた総需要および通貨供給量の操作によって地域的な安定・構造政策を実行する。²⁶⁾

各国の財政政策のマクロ経済的安定化機能は、通貨同盟参加によって金利政策の自律性が失われることから、いっそう重要になる。財政政策における制度的制約が大きい国にとっては、これは通貨同盟参加の障害となる。また各国の財政政策の自律性が留保されるとすれば、各国の財政政策が他の同盟内各国へ及ぼすスピルオーバー効果が大きいことから、近隣窮乏化政策となるような各国の財政政策の国民的操作を制限する必要がある。これらの点を考慮すると、財政的統合（fiscal integration）によって、域内中央政府レベルでの域内経済安定化政策を任務とする域内中央財政当局を設置して、①各国の税率および歳出政策の統一、および、②域内中央政府自身の財政確立（税収確保および歳出責任）を通じた各国予算総額（あるいは赤字・黒字）の統制、を実施することが望ましいのである。域内中央政府による各国政府

26) Fleming (1971, p.479); Ingram (1962, pp.130-132) 参照。Corden (1972) によると、域内中央銀行による域内総需要管理は、①参加国政府の財政政策全体への影響、②公開市場操作を通じた域内全体の支出水準の管理、③参加国政府の信用の利用可能性と費用、およびその政府債券の価格決定を通じた財政赤字規模への影響、④参加国の国民財政への直接融資、などを通じて可能である (p.36)。

予算の統制が適当な税金・補助金制度を用いることで域内所得移転による所得再分配効果を持つならば、それは為替相場変更政策に期待される実質賃金の調整による地域的完全雇用および対外均衡を達成するための安定化政策の代替策となる。もし財政的統合が所得再分配効果および政治的效果から見て適切であれば、通貨同盟への参加は容易になるであろう。したがって、通貨同盟は財政的統合によってはじめてその有効性を高めるのである。²⁷⁾

ハートランド (Hartland 1949) によると、国際間の国際収支調整に比べて国内の地域間収支調整を容易にしている機構は中央 (連邦) 政府による財政移転である。1930年代の世界恐慌において、アメリカの連邦政府による工業地域から農業地域への大規模の財政移転があり、これが農業地域での深刻な不況による所得下落と雇用喪失の回避を可能にした。この連邦政府の財政移転を可能にしたのが、工業地域からの連邦借入を通じた不況農業地域への連邦支出の拡大と、累進税制を通じた工業地域から農業地域への所得再分配 (平等化) による購買力の移転の機構なのである (財政連邦主義)。通貨同盟における国際収支調整を容易にするには、通貨同盟の財政的統合を通じて域内の購買力移転機構を創設しなければならない。

通貨同盟の形成が域内商品市場および資本市場のいっそうの統合を促進することによって、同盟内の各国間の価格および利率格差は解消し、各国経済のコンバージェンスはいっそう進展する。しかし、この統一経済圏のもとでは、利潤機会を求めて移動する投資資金は、投資・雇用・成長率が高水準の地域へ誘引される傾向にある。したがって、一国内での不況地域問題と同じ問題が同盟内の加盟国間で発生する可能性がある。これに対処するには、域内中央政府による統一的な雇用・公共事業政策による公益事業、運輸、その他の社会的間接資本への公共投資の組織化によって、利潤動機による民間資本移動を誘導する必要がある (ミードの特別地域政策)。各国政府と域内中央政府との政策対立を排除するためには、その事業計画の策定、資金調達、および公衆への課税権など、財政上の全責任は国民当局から域内中央当局に

27) Corden (1972, pp.34-39); Tower and Willett (1976, pp.23-25) 参照。

委譲されなければならない。²⁸⁾

この地域的失業問題が同盟内の民間資本移動による「自由市場融資」によって解決できるかどうかは議論のあるところである。コーデンによると、この失業問題に対処するための政府財政赤字が域内資本市場において政府証券を売却することで容易に調達できるようになるとしても、これは生産的投資に融資する以外には持続困難であり、無期限の借入は不可能である。中長期的には、対外均衡にとって高すぎる不況地域の実質賃金の引き下げが不可避であり、硬直的な実質賃金のもとでは、雇用・産出量の下落の犠牲によってはじめて対外均衡は回復可能である。すなわち、民間資本移動は短期的なファイナンスによるバッファー機能を持つにすぎず、それは長期的な実質的調整のための時間稼ぎによる調整費用削減効果が重要なのである（Corden 1972, pp.33-34）。したがって、通貨同盟内での加盟国間の経済的格差の現在あるいは将来における発生を考慮すると、域内中央政府による特別地域救済活動（Meade 1957）が必要であり、特別地域政策が通貨同盟の形成にとって重要な条件となるのである。

おわりに

欧州通貨統合の発展との関連で通貨同盟の経済理論を検討してきたが、ここにその総括を述べておこう。

1. マンデルの「最適通貨圏の理論」は、変動相場制の国際収支調整機能が完全な要素移動性をもつ「地域」の地域通貨に適用してはじめて有効であること、国際取引における貨幣の有用性は変動相場制の適用地域とその数をおのずと制限すること、したがって、世界は固定相場ないし共通通貨で連結された地域通貨で構成されるいくつかの「最適通貨圏」に分割されることを示すことで、通貨同盟レジームの理論的基礎づけを行っている。
2. 通貨同盟参加の費用・便益要因として、伝統的な最適通貨圏の理論は、

28) Scitovsky (1957, pp.33-36). Scitovsky (1957) は、好況地域に系統的に資本流入がおこる要因として、①所得上昇に伴う利子率の上昇、②移住者の保有する流動資金流入、③企業投資の拡大に伴う流動資本需要の増加、を指摘している (pp.27-28)。

①労働移動性, ②資本移動性, ③経済開放性, ④経済多様化, ⑤政策統合度などのマクロ経済的費用要因に注目してきたが, 新しい理論は, 便益要因として, ⑥信頼性 (マクロ経済的便益要因), および, ⑦取引費用 (ミクロ経済的便益要因) を重視するようになっている。しかし, これらのさまざまな経済的費用・便益要因を考慮して, 通貨同盟の形成にかかわる確定的な結論を導くことは困難である。

3. 通貨同盟の費用・便益の評価は, ケインジアンとマネタリズム, 「エコノミスト」と「マネタリスト」の間で対照的であり, それはイデオロギー的, 政治的判断を反映したものである。通貨同盟の形成は変動相場制の採用と同じくセカンド・ベストの政策であり, 域内固定相場制と変動相場制の間のレジーム選択にかかわる政治的意思決定の問題である。通貨同盟の費用・便益の経済的評価が確定せず, イデオロギー的, 政治的判断に左右されることから, 通貨同盟の形成には政治的意思決定が重要となる。
4. 通貨同盟の費用負担は過大に評価される傾向にあり, 通貨同盟の形成の政治的意思決定を誘導する是正機構が必要である。そのためには域内中央レベルでの通貨同盟を推進する機構が必要であり, 通貨同盟における金融資本市場統合による国際収支調整問題の解消, および, 統一的財政・公共政策による所得再分配と特別地域救済が重要になる。

第2章 欧州通貨同盟の理論

はじめに

第2次世界大戦後に成立した国際通貨システムはブレトンウッズ体制と呼ばれており、米ドルを基軸通貨（key currency）とする固定為替相場レジームのドル覇権体制であった。この国際通貨システムは、東西冷戦体制のもとで旧ソ連ブロック（コメコン）とは分離していたが、アメリカ（米ドル）を中心にしたグローバルな通貨統合を推進するものであった。しかし、1970年代におこった変動為替相場レジームへの転換は、欧州連合（EU）によるヨーロッパでのリージョナルな通貨統合を促進して、1999年1月1日にはついに欧州単一通貨ユーロの創設による欧州通貨同盟の成立に導いたのである。

ヨーロッパの統合は、国家主権の共有と共同使用に基づき、経済統合を通じて政治統合に到達し、ヨーロッパの復権と平和を実現するという思想によって推進されてきた「運動」である。欧州通貨同盟の成立は、経済通貨同盟（EMU）の形成を求めて続けられてきた経済統合の1つの到達点であると同時に、共通外交・安全保障政策などの政治同盟の発展に向けての重要な転換点でもある。単一通貨ユーロの導入は、ミクロ・マクロ経済的效果によってEU経済の飛躍をもたらすだけでなく、貨幣という目に見える形でヨーロッパ統一のシンボルを獲得することで、政治同盟としてのいっそう強固な基盤を提供するものなのである。

欧州通貨同盟は、グローバリゼーションと地域統合が相互作用する複合的過程であり、政治と経済が相互作用する問題領域を形成するものである。ここでは、政治・経済の両面において、国際的、地域的（ヨーロッパ）、および国家的レベルでの発展を含む複合的現象として、国際政治経済学的な分析が求められている。

本章では欧州通貨同盟の国際政治経済学的な分析を行う。まず、第I節では、欧州通貨同盟の推進力としての域内市場統合の政治経済的要因を分析する。次に、第II節では、欧州通貨安定圏の形成を中心に国際政治経済学の展

望を行う。そして、第Ⅲ節では、欧州通貨同盟が「最適通貨圏」の条件を満たしているのかどうかを検討する。最後に、第Ⅳ節では、欧州通貨同盟へのコミットメントを保障する機構の重要性を検討する。

I 欧州通貨同盟の推進力

1. 欧州通貨統合の発展

欧州通貨統合は欧州経済統合のプロセスの中で発展してきたものである。欧州経済統合は、パリ条約（1951.4）による欧州石炭鉄鋼共同体（ECSC）設立（1952.8）に始まり、ローマ条約（1957.3）による欧州経済共同体（EEC）および欧州原子力共同体（EURATOM）設立（1958.1）—のちに3共同体の執行機関を統一した欧州共同体（EC）設立（1967.7）—によって「共同市場」の創設に乗り出して以降、市場統合と通貨統合とに交互に重点を移しながら並行して発展してきた。その第1期は自由貿易と共通政策の草創期であり、60年代後半にはEEC加盟6カ国の域内関税を撤廃して「関税同盟」が完成した（1968.7）。そして第2期が通貨統合の時期となり、経済通貨同盟（EMU）の第1段階として域内固定為替相場制の確立へと向かった。1972年4月に発足した域内為替相場の縮小変動幅制度（スネーク）は、世界経済の混乱の中で加盟国間の経済政策の不協調のために失敗に終わったが、1979年3月によりやうく欧州通貨制度（EMS）の設立にこぎつけた。だがEMSが加盟国間の金融政策協調によって安定した域内固定為替相場制を実現できたのは、やうと80年代後半になってのことであった。第3期は市場統合の時期であり、EMSの安定化とともに、1986年2月の単一欧州議定書（SEA）調印によって1992年域内市場統合へと踏み出した。これは、人、物、資本、サービスの域内移動障壁を撤廃して、EEC設立以来の夢であった「国境なきヨーロッパ」（単一市場）を実現しようとするものであり、1993年1月1日をもって一応の完成を見たのである。ふたたび第4期が通貨統合の時期であり、マーストリヒト条約（1992.2）による欧州連合（EU）— EC、

共通外交・安全保障政策（CFSP）、司法・内務協力（CJHA）の3分野で構成－創設とともに、欧州中央銀行（ECB）設立と単一通貨導入による欧州通貨同盟の創設をめざす移行期である。いまや、1999年1月1日の単一通貨ユーロの発足で欧州通貨統合は完成して、欧州経済統合はEMU最終段階に到達している。EUは新たに統一的な財政政策などを含む経済同盟としての完成に向かうとともに、アムステルダム条約（1997.10）によるCFSPの強化と「人の自由移動および警察・刑事司法協力」の確立によって政治同盟としての発展が加速している。

欧州経済統合の並行的発展戦略は通貨統合をめぐるイデオロギーと国益の対立の妥協を図るものであった。ローマ条約で予定していたよりも1年半ほど早く関税同盟を完成したECは、ハーグ首脳会議（1969.12）で次の新しい経済統合目標を経済通貨同盟（EMU）の創設に置くことを決定した。しかし、EMUに到達する道筋をめぐっては、通貨統合を優先する「マネタリスト」と経済政策の調和を優先して経済不均衡が解消した後に通貨統合に移行するという「エコノミスト」の対立があり、「ウェルナー報告」（Werner Committee 1970）によって、経済同盟と通貨同盟の「並行的発展」（並行主義）を目指すという妥協的な指針が提示された。そこにあげられたEMUの特徴は次のようなものである。①為替相場変動の排除と不変のパリティ・レートのもとでの加盟国通貨の全面的で不可逆的な相互交換性の保証、あるいは、単一通貨の創設、②域内の流動性の創出、および金融・信用政策の集権化、③域外との関係での金融政策の権限の共同体への移行、④加盟国の資本市場政策の統一、⑤公的予算全体の基本的特徴、特にその総額の変動、差額の規模、資金調達あるいは用途の方法に関する共同体レベルでの決定、⑥地域的・構造的政策に関する加盟国の権限の制限、⑦社会的協力者間の系統的で継続的な協議の共同体レベルでの保証。つまり、EMUでは、厳密で恒久的な域内固定為替相場制あるいは単一通貨のもとに、域内中央銀行と域内経済政策中央決定機構、および加盟国財政政策に対する域内中央レベルでの規制が行われるのである。EMUへの移行にあたっては、経済政策と通貨協

力の協調の強化による「漸進的發展」が必要であり、通貨統合の發展は經濟政策のコンバージェンス（収斂）ないし統一の十分な發達に基づかなければならない。つまり、「通貨統合の發展は、經濟政策の調和、最終的にはその統一に向けた並行的進行と結合しなければならない」（p.26）のである。

欧州通貨統合は、ウェルナー報告の EMU の第 1 段階である域内為替相場の縮小変動幅制度（スネーク）の実施に始まるものである。当初は1971年6月15日に実施予定となっていたが、独マルクのプロート（1971.5.5）、米ドルの金交換停止（1971.8.15）と続く国際通貨危機によって、これはいったん中止された。スネークが発足するのは1972年4月であり、EC 原加盟 6 カ国（フランス、ドイツ、イタリア、ベルギー、オランダ、ルクセンブルク）と、1973年 EC 加盟予定の3カ国（イギリス、アイルランド、デンマーク）がこれに加盟した（ノルウェー、スウェーデンが準加盟）。しかし、発足後も不安定な国際通貨・經濟情勢を反映して、イギリス、アイルランド、そしてイタリアがこれをすぐに離脱し、共同フロート開始（1973.3）後にも、フランス、そしてスウェーデン、ノルウェーの離脱が続いて、スネークはドイツとその周辺 3 カ国（ベルギー、オランダ、ルクセンブルク）で構成する「マルク圏」になってしまった。1979年3月に再建された域内固定為替相場制である欧州通貨制度（EMS）は改めて EC 加盟 9 カ国で再出発したが、これは順調に發展を続けて、ギリシャ、スペイン、ポルトガルの EC 加盟とともに EMS 加盟国は12カ国に拡大した。マーストリヒト条約による EMU 移行期の1995年には、新たに EU 加盟したオーストリア、フィンランド、スウェーデンを加えて、EMS 加盟国は15カ国に拡大する。この EU 加盟15カ国のうちで、1999年1月の単一通貨ユーロ創設に参加したのは、ギリシャ、イギリス、デンマーク、スウェーデンを除く11カ国であった。2001年1月には新たにギリシャがこれに参加して、ユーロ圏構成国は12カ国となっている。2003年以降には、中東欧7カ国（ポーランド、ハンガリー、チェコ、スロベニア、ブルガリア、ルーマニア、スロバキア）、バルト3国（エストニア、ラトビア、リトアニア）、および地中海諸国（キプロス、マルタ、トルコ）の13カ

国（トルコは政治的条件付き）の EU 加盟が順次認められることになっている。これらの国が、残るユーロ未参加の EU 加盟 3 カ国（イギリス、デンマーク、スウェーデン）ともにユーロ圏に参加すると、将来のユーロ圏はアメリカをはるかにしのぐ単一通貨圏を形成することになるのである。¹⁾

2. 欧州単一通貨ユーロのインパクト

欧州単一通貨ユーロの導入は EU 経済に大きな変化をもたらすと期待されている。単一通貨ユーロの導入は域内市場統合の総仕上げのプロセスであり、域内単一市場における「一物一価の法則」の貫徹によって競争的市場を実現するものである。域内市場統合の完成によって、EU 各国における賃金・価格の伸縮性および労働移動性（域内労働市場統合）、資本移動性（域内資本市場統合）、経済開放性（域内商品市場統合）、経済多様化（域内産業内分業）などの「最適通貨圏」の条件がいっそう満たされることで、より強固なユーロ圏が形成されるのである。²⁾

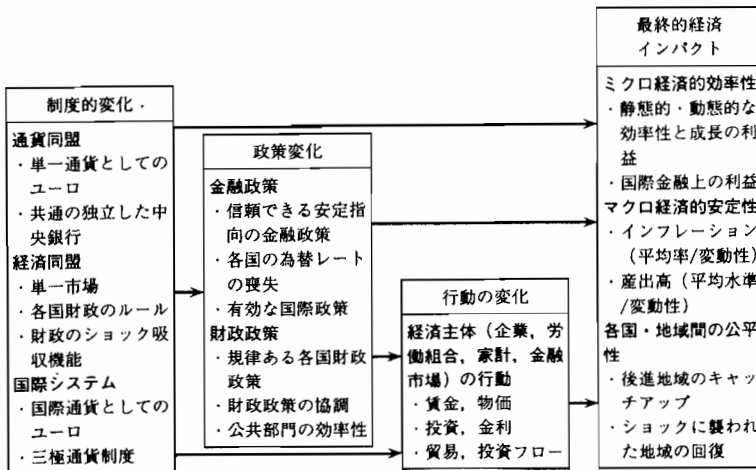
欧州委員会報告書『One Market, One Money』（European Commission 1990）によると、EMU の効果は、その「制度上の変化」に、これに誘発された公的当局の「政策の変化」、さらに経済主体の「行動の変化」が加わって、連続的な直接的・間接的な因果連鎖を通じて、「最終的経済インパクト」に現われると期待されている。制度上の一連の変化は、通貨同盟における ECB の創設と単一通貨ユーロの導入、これと連関して、経済同盟における完全な単一市場の実現と各国財政ルール of 導入、および、国際システムにおけるユーロの国際通貨ポジションの強化とドル・ユーロ・円の三極通貨レジムの形成である。この制度上の変化が、ECB の物価安定指向の金融政策に対する信頼性、各国財政政策の規律と責任、および国際的な金融・財政政策協調という政策変化を導く。行動主体（企業、労働組合、家計、および金融

1) 欧州通貨統合の発展については、Gros and Thygesen (1998); Ungerer (1997); Tsoukalis (1997); Kruse (1980); 島崎 (1987, 1997); 田中 (1996); 相沢 (1992, 1997); 島野 (1996) 参照。

2) 欧州単一通貨の導入によって域内市場統合が完成するという欧州委員会の見解について、European Commission (1990, 1996) 参照。星野 (1998a, b) も参照。

市場)の行動上の変化は、単一通貨・単一市場という制度上の変化を通じて直接的に影響を受けるだけでなく、金融・財政政策当局がもはや非競争的コスト・価格に対する適応的対応を行わないとの期待の変化によって間接的にも影響を受ける。最終的な経済インパクトは、これらの制度、政策、および行動の変化のすべてが直接的・間接的な経路を通じて、3つの経済政策目的である①資源配分およびマイクロ経済的効率性、②インフレおよび産出・雇用に関するマクロ経済的安定性、③加盟国・地域間でのインパクトの配分に関する公平性、に現われるのである(図2-1参照)。

図2-1 EMUの効果の図式



(出所) European Commission (1990), Graph 1.3 (p.12), Graph 1.4 (p.19) より作成
(なお原文の ecu はユーロに改めた)。

図2-1のEMUの効果の図式によると、EUにおける単一通貨ユーロ導入の利益はまず第一にマイクロ経済的な効率性と成長の潜在的利益の達成にあると期待されている。つまり、①域内取引決済での為替取引費用、為替リスク・ヘッジ費用、および国際準備保有の節約で生まれる直接利益(対GDP比で0.5%であり、域内市場統合での貿易障壁除去の利益に匹敵する。小国では1%)、②域内の貿易、対外直接投資、および資本移動に対する為替相場障壁(その変動性および不確実性)の消失のインパクトによる間接利益、

たとえば、価格透明性（同一通貨での価格付け）による単一市場の競争促進、域内金融市場統合による規模の利益（市場の深度と効率性の利益）、域内利子率格差の解消など、③国内投資決定に対する全体的な（為替相場および賃金・物価の）不確実性の減少による投資拡大のインパクトによる動態的（成長）利益、である。次に、ユーロ導入のマクロ経済的安定性の利益も期待されている。つまり、ユーロ導入に伴ってEUの金融政策、財政政策は大幅に変化する。ユーロ圏の単一金融政策を遂行するECBに物価安定を第一任務として、高い政治的独立性を付与することで、物価安定はより確実に保証される。各国財政には自律性と伸縮性を認めると同時に、過剰赤字に対する厳格な規律と、EU全体の適切な金融・財政政策のポリシー・ミックスを保証する協調が求められる。さらに、経済主体の行動における賃金・価格節度の変化が物価安定に貢献するのである。

しかし、一方では、為替相場変更というマクロ経済調整手段を失うことで雇用安定に及ぼす費用は重大である。この点では、欧州通貨制度（EMS）以来、すでにEU域内では為替相場調整手段は放棄してきたものであり、過大視すべきものではないと考えられている。実際に、名目為替相場の調整は実質為替相場の調整（国際競争力の調整）をめざすものではなく、インフレ率格差の相殺（つまり実質為替相場の維持）に役立つものであった。また、実質為替相場の切下げ（国際競争力の拡大）が成長に結びつかないこと、実質為替相場の調整が必要となる域内での特定の国へのショックは減少していること、域内での国際収支制約は消失して民間市場および各国財政がショックを吸収すること、が指摘されている。

対外的には、ユーロの導入が域内単一市場の完成を促進することで、ユーロ圏はアメリカに匹敵する「最適通貨圏」となり、国際システムにおける制度上の変化を通じて世界にインパクトを及ぼすことになる。まず第1に、ユーロの国際化（国際的な使用）に関して、EU居住者の域外取引だけでなく非EU居住者間の国際取引においても使用されることで、ドルと円とともに、主要な基軸通貨ポジションを獲得する。これが取引費用の追加的な節約、為

替リスクの減少、EU銀行の営業機会の拡大、公的部門の国際シニョリッジの利益、外貨準備の節約などのミクロ経済的効率に貢献する。また、EU金融市場統合に安定的マクロ経済政策が加わって、ユーロ建て金融資産へのポートフォリオ需要シフトを引き起こして、短期的にはユーロの為替相場の増価を誘発し、長期的にはユーロ建て金融資産の供給に対応したユーロ圏の経常収支赤字を誘発することで、マクロ経済的安定に関して不安定なインパクトを及ぼす。第2に、国際政策協調の分野で、EUは一致して効率的に対応することで国際協調プロセスでの自己の利益を確保し、マクロ経済的安定にインパクトを与えることができる。第3に、国際通貨システムの分野で、不安定化したドル覇権レジームに替わる対称的な3極通貨レジームの安定を通じてミクロ的・マクロ的利益が期待できるのである。

3. 単一市場と単一通貨

欧州通貨制度（EMS）による域内固定為替相場制の成功と1992年域内市場統合を果たしたEUにとっては、単一通貨・単一金融政策の通貨同盟と単一市場で加盟国の財政主権を制限する経済同盟からなるEMUへの移行は必然的な過程であった。欧州委員会パンフレット（European Commission 1996）によると、「EMUの擁護論は、1985年に採択された財、サービス、人、資本の自由移動に対するすべての非関税障壁の撤廃計画である単一市場の完成にとって必要であることにかかっていた。域内市場の完全な利益は、通貨交換に伴う相当に高い取引費用、および、不安定な為替相場が引き起こす不確実性がある、達成困難であることが明らかであった。それに加えて、多くのエコノミスト、中央銀行家は、国民的な金融的自律性がECの目的である自由貿易、自由資本移動、および固定為替相場と矛盾するという見解をもっていた」（p.8）。欧州委員会報告書『One Market, One Money』（European Commission 1990）でも次のように述べている。

「1992年（域内市場統合）の経済的利益は、確かに、単一通貨なしには完全には達成できないし、特に、金融市場統合の分野ではそうである。それに加えて、現

在の発展段階の EMS は、1992年（域内市場統合）で必要とされる資本市場の完全自由化とは両立しないかもしれない。したがって、現状は安定したものではないかもしれない。もし EMU への移行が起こらなければ、EMS はやや安定性を欠く取決めになるか、資本市場の自由化が完全には達成あるいは維持できなくなる可能性がきわめて高いのである。……（EMU への）発展に替わるものは現状維持というよりも後退である。このことから、EMU へ向けて前進すべき経済的理由は論理的に強化される」（pp.17-18. カッコ内は、筆者のもの）

つまり、欧州通貨同盟（単一通貨・単一金融政策）の推進力となったのは1992年域内市場統合（単一市場）であり、①域内市場統合（単一市場）の利益を完全に実現するには通貨同盟（単一通貨）が必要であること、②域内固定相場制のもとでは域内市場統合（単一市場）によって加盟各国の金融政策の自律性は不可能となること、の2つの要因が作用したのである。しかし、域内市場統合は欧州通貨同盟を自動的に実現するものではない。したがって、このような欧州通貨同盟の形成の原因を域内市場統合に求める「市場統合アプローチ」は、域内市場統合のインパクトが通貨同盟の選択に及ぶ政治的要因を明らかにする政治経済学的アプローチによって補強されなければならない（Henning 1998）。つまり、市場統合による通貨同盟の経済的な費用・便益の変化を反映した通貨同盟の政治的支持のシフトの分析が必要なのである。

(1) 商品市場統合

まず第1に「市場統合アプローチ」があげている域内市場統合のインパクトは、域内商品市場統合（財・サービス市場）によって、通貨同盟（単一通貨）による取引費用削減、および為替相場不確実性の排除のミクロ経済的利益を実現しようとする要求がいつそう強くなることである。EU 域内貿易の相互依存性は高く、域内の為替相場の安定性の利益は大きいことが期待される。歴史的にも、共通農業政策（CAP）が通貨統合の推進要因となったように、EU での域内固定相場制への選好が大きいことも事実である。しかし、商品市場統合と通貨同盟の間には一見するほど明確な機能的連関があるわけではない。為替相場の変動による通貨取引費用および不確実性が貿易フロー

を阻害することの経験的証拠は十分ではない (IMF 1984)。また、変動相場制論争に見られたように、固定相場制のもとで国際収支均衡を維持するために導入されている貿易制限を撤廃するというのが、変動相場制導入の1つの根拠として主張されていたのである (山上 1988)。今日ではむしろ、為替相場の変動性が保護主義を導入するという主張がある (Grilli 1988)。つまり、保護主義 (市場統合反対) と為替相場制 (固定相場か変動相場か) の関係は一義的ではないのである。いずれにしても、商品市場統合と通貨同盟 (単一通貨) の連関を明らかにするためには、域内市場統合によって影響を受ける国内利益グループにおける通貨同盟の費用・便益の変化による通貨同盟の政治的支持のシフトの分析が必要となる。

アイケングリーン (Eichengreen 1996) が述べているように、「為替相場のミスアラインメントが保護主義の炎をあおるのであり、固定相場でも変動相場でもミスアラインメントは起こるのである。ここで問題となるのは、通貨統一が実質 (為替相場の) ミスアラインメントを防げるのかということである」 (p.9)。彼は2点をあげて、欧州通貨同盟は政治的支持を維持できる安定した長期的解決であるとしている。第1に、為替相場がひとたび固定され、調整手段としての為替相場が排除されると、賃金伸縮性と労働移動性を高めるような労働市場構造とパフォーマンスの変化を誘導するから、通貨同盟への政治的抵抗を促進するような失業を生み出すほどのミスアラインメントは生じない。特に、EUでは労働組合もEMUに備えて労働市場改革が必要であるとの認識を共有しているのである。第2に、域内での為替相場変動は、競争的切下げと為替ダンピングに関する不満を持続させるのである (ibid., pp.11-12)。したがって、商品市場統合による欧州通貨同盟のミクロ経済的便益の拡大に比べてマクロ経済的費用は小さく、通貨同盟の政治的支持は拡大するであろう。

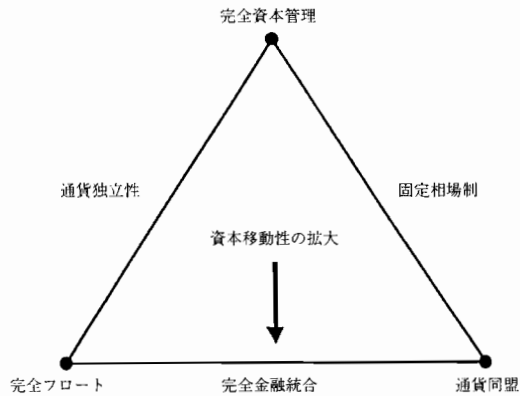
(2) 資本市場統合

「市場統合アプローチ」があげている域内市場統合の第2にインパクトは、域内資本市場統合 (資本移動の自由化) がEMS加盟国の金融政策の自律性

を損なうことから、加盟国が金融政策の自律性を放棄して通貨同盟（単一金融政策）を要求するようになることである。これはマンデル＝フレミング・モデルによる有名な政策矛盾の問題である。①固定相場制（為替相場の安定性）、②通貨独立性（金融政策の自律性）、③完全な金融統合（資本の自由移動）、の3つの政策は同時には達成できない。固定相場制のもとで自由な資本移動があれば、独立の金融政策の追求は直ちに資本流出入を誘発してその政策効果が相殺されることから、事実上、加盟国は通貨独立性（金融政策の自律性）を放棄して統一した1つの金融政策に従わなければならない。したがって、固定相場制と完全な金融統合の政策の組合せは単一金融政策の「通貨同盟」によってはじめて可能である。固定相場制と通貨独立性の政策の組合せは資本移動を制限する「完全な資本管理」を、完全な金融統合と通貨独立性の政策の組合せは為替相場を自由に変動させる「完全フロート」を必要としている（図2-2

参照）。³⁾ つまり、欧州委員会報告書「One Market, One Money」(European Commission 1990)が述べているように、「域内単一市場（1992年域内市場統合）と域内固定為替相場制（EMS）」のシステムは、もし単一市場・単一通貨（EMU）に移

図2-2 政策矛盾の三角形



(出所) Frankel (1999), Fig.1 (p.7)より作成。

3) 「政策矛盾の三角形」について、Frankel (1999, pp.5-7) 参照。Cohen (1993)はこの3つの政策の矛盾を「三位不一体」(Unholy Trinity)と呼んでいる。国際資本移動が新しい国際システム(国際マクロ政策協調レジーム)の決定因となとする国際政治経済学の分析(資本移動仮説)については、Webb (1991); Frieden (1991); Andrews (1994) 参照。Frieden (1996)によると、域内商品・資本市場統合(域内貿易・投資の拡大による域内企業の為替相場安定圧力の拡大)が欧州通貨統合の決定因である。

行しなければ、「不完全な域内単一市場（資本移動制限）と完成した EMS（恒久的な固定相場制）」、あるいは「完全な域内単一市場（完全な金融統合）と未完成の EMS（為替相場の伸縮性）」という、EMU よりも明らかに純利益の劣るシステムに転換する恐れがあるのである。したがって、EMU への移行が求められるのである（pp.17-18）。

パドア・スキオッパ（Padoa-Schioppa 1988）も同様の主張を行っている。彼は、EU における、①財・サービスの単一市場、②完全な資本自由化、③固定為替相場、④国民的な金融政策の自律性、の 4 つの政策の矛盾を「不協和のカルテット」（inconsistent quartet）と呼んでいる。最初の 3 つの政策が効率性と取引費用の節約の利益をもたらすから、第 4 の国民的な金融政策の自律性を放棄して、通貨同盟（単一通貨ではなく単一金融政策が基本要件である）によって域内市場統合を補完することが、長期的にこのシステムの矛盾を解決する唯一の方法であるとしている（pp.373-376）。

しかしここでも域内資本市場統合（自由な資本移動）と通貨同盟（単一金融政策）の間に機能的連関があるわけではない。この政策矛盾のフレームワークは、為替相場の安定を達成しようとする EU 加盟国政府が直面する国民的な金融政策の策定に対する「資本移動制約」を理解するのに役立つ。しかしそれは政府が行う政策決定の構造的条件を設定するだけであり、域内資本市場統合によって EU 各国が金融政策の自律性を放棄して通貨同盟を選択する政治的決定を行うことを意味するわけではない。たとえ便益が小さいように見えても、EMS での為替相場の伸縮性（実際に、イギリスなどのユーロ未参加国はこのような選択をした）、あるいは資本移動規制の導入によって、加盟各国の金融政策の自律性を保持する政策の組合せを選択するかもしれない。いずれにしても、資本市場統合と通貨同盟の連関を明らかにするためには、域内資本市場統合によって経済的な費用・便益計算に影響を受ける EU 加盟国における通貨同盟の政治的支持へのシフトの分析が必要である（McNamara 1998, pp.55-56）。

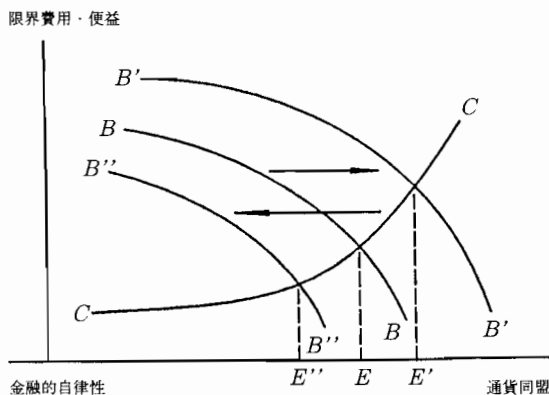
(3) 政策協調レジーム

コーエン（Cohen 1991）の金融政策協調のサイクルの図式は、域内資本市場統合（資本移動の自由化）が金融政策協調のパターンに及ぼすインパクトを考えるうえで有用である。図2—3の横軸には金融政策の政策協調度をとっている。原点には完全な金融的自律性があり、右に行くほど政策協調度が高まって、その極には通貨同盟（単一通貨）がある。縦軸には金融政策協調の限界便益と限界費用をとっている。自由な資本移動のもとでは、金融政策の自律性と為替相場の安定性の間にはトレード・オフがあり、金融政策の政策協調が高まるほど為替相場の安定性も高まるのである。右下がりのBB曲線は各国における政策協調の限界便益線であり、政策協調へのコミットメントによる為替相場の安定の便益（貨幣の有用性）の増加が通貨同盟に近づくほど減少することを意味している。右上りのCC曲線は各国の政策協調の限界費用線であり、政策協調へのコミットメントによる為替相場の安定の費用（為替相場変更手段の放棄）の増加が通貨同盟に近づくほど増加することを意味している。したがって、各国の最適政策協調度は両曲線の交差するE点で与えられる。

ところで、限界費用線は政府の政策選好を反映して外生的に固定されているのに対して、限界便益線は市場の期待を反映して大幅にシフトする。いま、為替相場の安定性に関する市場の信認を

動揺させるようなショックがおこると、限界便益線は上方にシフトする（ $B'B'$ 曲線）。それによって政策協調へのコミットメントが推進されて政策協調度は高まる（ E' 点へ）。しかし、政策

図2—3 政策協調の費用・便益（コーエン図）



（出所）Cohen（1993），Fig.7.2（p.151）。

協調の努力によってひとたび市場の信認が回復すると、限界便益線は下方にシフトする（B”B” 曲線）。その結果、政策協調へのコミットメントへの誘引が低下して、ふたたび政策協調度は低下する（E” 点へ）。一般には、このような外生的な、あるいは政策誘発の信認動揺ショックによって引き起こされる政策協調のサイクルが存在する。しかし、EU には国家主権の共同使用によるネットワーク型組織と問題領域間のリンク、そしてそのベースにある運命共同体としての連帯が制度的拘束機構となつて、この政策協調コミットメントの上昇をつなぎ留めている。それによって、欧州通貨統合は、外生的な、あるいは政策誘発の信認動揺ショックに対応して、1970年代の共同フロート（スネーク）から欧州通貨制度（EMS）へ、さらに90年代における欧州通貨同盟（単一通貨ユーロ）へと域内の金融政策協調のパターンを発展させてきたのである。

EU にとっての金融政策協調の限界便益線を上方シフトさせるような信認動揺ショックとしては、対外的にはドル覇権レジームの国際通貨システムの不安定化が重要である。1970年代後半のアメリカの「機関車戦略」とドル減価がEMS創設に導き、1980年代末から90年代初期にかけてのアメリカの「ビナイン・ニグレクト」（benign neglect）とドル弱体化がマーストリヒト条約でのEMU創設に導いたのである（Henning 1998）。域内での信認動揺ショックに関係しては、金融政策の「信頼性」（credibility）と「非対称性」（asymmetry）の問題がある。⁴⁾ 1980年代におけるEU加盟国政府のリーダーたちは、伝統的なケインジアンインフレと失業のトレード・オフという考えを放棄して、マクロ経済的規律（インフレ抑制）を第1とするマネタリズムの考えに転換した。このような政策パラダイムの転換は、第1次石油危機後のマクロ経済政策の失敗、特に、フランスのミッテラン社会党政権の拡張政策の失敗によって促されたものである。物価安定を追求するEU加盟国政府にとっては、金融政策の「信頼性」の確立が必要であり、EMSの域内固

4) EMSの信頼性と対称性のジレンマについて、田中（1996, 128-129頁）；Winkler（1996）；Ungerer（1997, pp.188-192）参照。藤田（1996, 1998）も参照。

定相場制のもとでアンカー国ドイツの物価安定コミットの金融政策への追従によって「信頼性」を輸入するという政策協調コミットメントが受容される。このような EU 加盟国政府の拡張的金融政策の失敗によるリーダーたちのマクロ経済規律への政策理念の収斂が、金融政策協調の限界便益線を上方シフトさせるものであり、EMS の確立と欧州通貨同盟へのコミットメントに必要な前提となるのである (McNamara 1998, pp.61-65)。ところで、この独マルクをアンカー通貨とする EMS は、域内資本市場統合による金融政策の自律性の喪失の費用の配分の「非対称性」を生み出す。つまり、EMS 加盟各国がドイツの金融政策に追従することで域内為替相場が安定するから、EMS 加盟各国は金融政策の自律性を喪失するが、それだけドイツの金融政策の自律性は拡大するのである (Andrews 1994)。欧州通貨同盟はこの金融政策の「信頼性」と「対称性」の対立を調和するシステムである。それによって、金融政策の権限を ECB に移転して、ドイツ連邦銀行のアンカー機能を排除すると同時に、加盟各国に残っていた金融政策の「手を完全に縛る」のである。つまり、欧州通貨同盟はドイツ以外の加盟国にとっては利益のあることだが、ドイツにとってはむしろ利益を失うものである。したがって、ドイツの欧州通貨同盟へのコミットメントの要因は別に求めなければならない。

II 欧州通貨同盟の国際政治経済学

1. 国際政治経済学の 3 つの分析レベル

欧州通貨同盟の形成をめぐる EU 各国の対外政策の決定は、EU を構成する各国の対外政策の選択行動の相互作用の結果であり、また EU 各国政府の政策選択に影響力を持つ国内の主要なグループの利益や負担の配分をめぐる対外政策選択の国内プロセスの反映でもある。しかし、欧州通貨同盟の形成の問題は EU 域内で完結する問題ではない。それはまた、ブレトンウッズ体制によって形成された米ドルを基軸通貨とする国際通貨システム（これを「ドル覇権レジーム」と呼んでおく）におけるアメリカの対外政策の EU に

対するインパクトと、これに対する EU 側の対応の結果でもある。したがって、欧州通貨同盟の形成の原因を分析する国際政治経済学的アプローチとして、①欧州通貨同盟の形成をめぐる EU 各国間での対外政策の協調や対立が生み出す各国の政策選択行動の相互作用を分析する「共同体 (EU) レベル」のもの、②欧州通貨同盟参加に関する各国の対外政策の決定に対して影響力を持つ主要な国内グループの選択行動を通じて国家の対外政策が決定される国内プロセスを分析する「国民 (加盟国) レベル」のもの、③欧州通貨同盟の形成におけるドル覇権レジームでのアメリカと EU の対外政策の選択行動の相互作用を分析する「国際システム・レベル」のものがある。⁵⁾

(1) 共同体 (EU) レベル

「共同体 (EU) レベル」のアプローチは、EU を構成する国民国家を基礎単位として、欧州通貨同盟の形成をめぐる各国政府の政策選択行動の相互作用を分析するものである。各国中央政府は合理的な費用・便益計算に基づいて、利己的利益 (利己主義) にしたがって一元的に対外政策を決定するものと想定する。EU 各国政府は、通貨同盟参加の経済的な費用・便益の純利益マージンの不足 (マイナス) をカバーする追加的な経済的・政治的な費用・便益の供与によって、通貨同盟参加を促されるのである。欧州通貨同盟の形成の原因をこのような EU 各国政府間で提供される追加的な経済的・政治的な費用・便益要因を分析するアプローチには次の 2 つのタイプがある。⁶⁾

まず第 1 の「国家間交渉」アプローチは、国際政治の成果が各国政府間の交渉における戦略的相互作用の結果として現われることに注目する。政府間の交渉過程において強い関心を持つ国は他国に対してパワーや強制 (coercion) を行使して交渉の影響力を保持しようとする。このパワーや強制は、

5) 「共同体レベル」と「国民レベル」の分析レベルの区別については、Cohen (1991) 参照。「国際システム・レベル」の分析の重要性については、Henning (1998) 参照。欧州通貨同盟の国際政治経済学の展望と分析は、McNamara (1998) 参照。佐々木・中村 (編著) (1994) も参照。

6) 「国家間交渉」と「問題領域リネージュ」の 2 つの分析の区分については、Eichengreen and Frieden (1994); Frieden and Jones (1998) 参照。欧州通貨同盟形成の要因を EU 各国政府間の交渉やリネージュに求める国際政治経済学の分析は多いが、Sandholtz (1993); Frieden (1994); Garrett (1994); Woolley (1994) 参照。星野 (1990, 1998a) も参照。

明確な罰則を伴うものもあれば暗黙のものもあるが、いずれにしても当該交渉領域内あるいは別の問題領域での負担を課することによって行使されるのである。つまり、コーエンの政策協力機構（第1章）でいえば、費用サイドの「制裁」の機構であり、明確な罰則を伴うものもあれば、暗黙のものもある。したがって、通貨同盟の費用・便益のクルーグマン図（図1-1）では、非協力（未参加）の場合の利益（参加したときの純費用）を相殺する負担を課することで通貨同盟参加を促す。金融政策協調のコーエン図（図2-3）では、限界便益線が上方シフトして政策協調（通貨同盟）のコミットメントを高めるのである。

マーストリヒト条約の交渉において、フランスとドイツは互いに EMU の利益を認めて会議をリードして、イタリアをはじめとして EMU 形成に積極的な利益を感じない他の EU 加盟国に無理やりその計画を承認させることになる（イギリスはこれに抵抗してオプトアウト条件を獲得したが）。他の EU 加盟国の政治指導者にとっては、EMU 計画からの排除はその国を二級国家に格下げすることを意味している。彼らにとっては、まず国民的プライドと影響力の確保のために「テーブルの席を確保する」ことが必要であり、その政治的費用を恐れて計画には反対しないのである。マーストリヒト条約に EMU 参加のコンバージェンス基準が規定されたのも、強固なユーロ圏の形成を求めるドイツ連邦銀行の要求を入れたドイツ政府の強い要請によるものであった。他の EU 加盟国は、コンバージェンス基準の達成に多大の政治的・経済的費用を負担しなければならないが、ドイツの EMU 参加を担保するためには（ドイツの不参加は計画の破綻を意味する）ドイツの提案を受け入れざるをえないのである。

第2の「問題領域リンケージ」アプローチは、各国政府間で異なる次元の目的をトレード・オフする「リンケージ政治」(linkage politics) のフレーム・ワークによるものである。「リンケージ」が意味するところは、本来は無関係な2つの問題領域を結び付けることであり、ある問題領域で譲歩した国が他の国から別の問題領域で譲歩を獲得するとの合意に基づくものである。

これは各国が異なる問題領域に異なる価値を置いている場合にのみ有効である。たとえば、ある国が自らは望んでいない通貨同盟への参加に同意して、その見返りに自らが望んでいる政治同盟の強化を実現することで、前者の費用を上回る後者の利益を獲得しようとするのである。つまり、コーエンの政策協力機構でいえば、便益サイドの「副次支払」の機構である。したがって、通貨同盟の費用・便益のクルーグマン図（図1—1）では、通貨同盟参加の利益が増加することで通貨同盟参加を促す。金融政策協調のコーエン図（図2—3）では、限界便益線が上方シフトして政策協調（通貨同盟）のコミットメントを高めるのである。

欧州通貨同盟の形成における問題領域リンケージの典型的な例としてあげられるのは、ドイツ統一（1990.10）とEMUのリンケージである。早期のドイツ統一計画を持つドイツ（コール首相）がフランス（ミッテラン大統領）のEMU移行提案とドイツ統一の同意にリンクしてEMUを支持したのである。ドイツはアンカー国としてEMSレジームに満足しており、経済的にはEMU参加にあまり関心を示さなかった。しかし、ドイツの指導者たちは、西欧との紐帯強化という長期的な外交政策上の理由で、EMUがヨーロッパ統合の新しい段階であることに興味を持っていた。そこでドイツはEMUに同意して自らの望むドイツ統一と西欧への忠誠の証しを獲得したのである。一方で、フランスはドイツ統一（ドイツの勢力拡大）に同意して自らの望むEMU移行（金融政策の発言権の回復）とドイツの西欧（EU）への拘束を獲得したのである（Sandholz 1993）。

（2）国民（加盟国）レベル

「共同体（EU）レベル」のアプローチは、国民国家の対外政策の決定において最も主要な行為主体である中央政府の選択行動に注目する点で重要である。しかし、このような国民国家全体の（1つの）費用と便益の存在を仮定することは、各国の中央政府の政策決定者が国内のさまざまなグループの費用・便益評価を代表しているということを意味している。これは国内の主要な階層ないし利益集団の政策選好が中央政府の政策決定に強く反映される

国内政治プロセスを無視するものである。国家の対外政策の決定を分析するには、一国の中央政府の政策決定者に一定の影響を与えることのできるさまざまな社会・経済グループを基礎単位とした「国民（加盟国）レベル」の分析が必要である。

欧州通貨同盟の「国民（加盟国）レベル」のアプローチの1つのタイプは、各国の金融政策の自律性の放棄に伴ってその権力、名声、特権を喪失する各国中央銀行および大蔵省の意向が全体の政府の政策の策定に当たって専門家としての影響力を持つ「政府モデル（官僚的政策パラダイム）」である。欧州通貨同盟に強く反対するドイツ連邦銀行の例はこの典型である。マーストリヒト条約にEMU参加のコンバージェンス基準、欧州中央銀行の独立性が盛り込まれたのは、ドイツ連邦銀行の強い要求の現われである。「国民（加盟国）レベル」のアプローチのもう1つのタイプは、欧州通貨同盟に利益のある広く国際業務を営む大銀行や多国籍企業、これに無関心ないし敵対する国内指向の小銀行や企業など、国内分配に影響力をもつ民間部門の利益集団の行動を分析する「社会モデル（利益集団アプローチ）」である。中央政府の対外政策の選択行動に関して自らの利益および負担（費用）に関心を持つ特定の利益集団が存在しており、彼らが政府を説得あるいは圧迫して自らの望む政策を追求させるのである。彼らの利益および負担への関心は、通貨同盟の長期的利益の享受よりも移行期を含む短期的費用の負担の配分に偏っており、政治的な争点となりやすいものである。⁷⁾

欧州通貨同盟における利益集団の配置は、一般に次のように考えることができるであろう。EU域内の貿易あるいは投資に利益を持つ国際指向の多国籍企業は、為替相場の安定による国際取引費用の節約の便益が大きく、為替相場政策の放棄には無関心であって、通貨同盟を支持する。EU域内の国際銀行も、為替業務の利益は失うが、域内資本市場統合によって国際投資業務の利益が拡大することから通貨同盟を支持する。これに対して、各国の国内

7) 「国民レベル」の分析における「政府モデル」と「社会モデル」の区別はコーエンのものである (Cohen 1991, pp.223-226)。利益集団の「国内分配」分析については、Eichengreen and Frieden (1994, pp.11-12); Frieden and Jones (1998, pp.178-179) 参照。

経済をベースに活動する企業および労働者は通貨同盟には反対する傾向にある。輸出企業は国際取引費用の節約の便益があるが、国際競争力維持のために為替相場政策を選好するから、必ずしも通貨同盟を支持するものではない。域内企業と競合する輸入競争企業は国際取引費用の節約によってむしろ不利となるだけであり、為替相場政策は必要であるから、通貨同盟には反対である。国際取引と無関係な企業（非貿易財部門）は、国際取引費用の節約や為替相場政策の放棄には無関心であるが、金融政策の自律性の放棄によって不利益を被るから、通貨同盟にはむしろ反対である。労働者は、購買力の安定を保証する金融政策の信頼性の確保のためには通貨同盟に利益があるが、国際取引費用の節約には無関心であり、雇用の安定のために国際競争力を維持するような為替相場の変動を望んでおり、金融政策の自律性の放棄によって不利益を被るから、むしろ通貨同盟には反対である。政党のレベルで見ると、労働者の支持を仰ぐ左派政党は通貨同盟には消極的である。つまり、一方には、安定した強い単一通貨を持つ通貨同盟を支持する国際指向の多国籍企業や国際銀行が存在し、他方には、安定した強い単一通貨の通貨同盟は不支持であり、金融緩和と為替減価を求める国内ベースの企業や銀行、そして労働者が存在するのである。⁸⁾

しかし、欧州通貨同盟に対する利益集団の利害関係にはさまざまな要因が影響しており、必ずしも明確な利益集団の配置を想定できないのである。ジョヴァンニーニ（Giovannini 1995a）は、為替相場レジームの選択（通貨同盟か変動相場制か）が国によっても異なるさまざまな要因に依存しており、明確な利益配置を確定できないとしている。変動為替相場のマクロ経済効果は金融的ショックと実物的ショックの場合に異なるものであり、国内ベースの企業や労働者も、為替相場の変更によって利益を受ける場合（実物的ショック）と、為替相場の固定によって利益を受ける場合（金融的ショック）がある。つまり、国内ベースの企業および労働者は為替相場の変更によって常に

8) 利益集団の配置については、Eichengreen and Frieden (1994); Frieden and Jones (1998) のほかに、Giovannini (1995a); Friden (1998) 参照。

利益を受けるとは限らないのである。したがって、通貨同盟に対する利益配置は曖昧となり、そのことが通貨同盟参加をめぐる国内レベルでの利益集団の対立と利益交渉の問題があまり起こらない原因であるとしている (p. 312)。利益集団の影響によって通貨同盟の選択の政治的決定が行われるという利益集団アプローチは魅力的な分析フレームワークであるが、通貨同盟の議論においては一定の限界を認めざるを得ない。⁹⁾

(3) 国際システム・レベル

欧州通貨同盟の形成の問題は EU 域内で完結する問題ではない。むしろ欧州通貨統合の歴史的な展開は、米ドルを基軸通貨とするドル覇権レジームのもとでのアメリカの対外政策の影響を強く受けたものである。したがって、欧州通貨同盟の形成の原因を明らかにするには、ドル覇権レジームにおけるアメリカと EU の対外政策の選択行動の相互作用を分析する「国際システム・レベル」のアプローチが不可欠である。ところが、欧州通貨同盟の国際政治経済学の議論では、国際通貨システムのインパクトはほとんど無視されている。まさにグローバルな国際システムにおける基軸通貨国(覇権国)のパワーや影響力に基づく「国際通貨アプローチ」が求められているのである。¹⁰⁾

ヘニング (Henning 1998) によれば、グローバルな通貨取決めとリージョナルな通貨取決めの間に強い連関があり、ドル覇権レジームの動揺や崩壊が EU での地域的通貨協力を導くという基本的な因果連関がある。EU には、グローバルな国際システムのもとでの覇権国アメリカの経済政策ショックの

9) 貿易業者・労働者にとって為替相場の変動は貿易を損なって不利であるという議論と、生産・雇用の安定のためには為替相場の変動が有利であるという議論は相いれないものだが、いずれの議論もそれほど自明のものではない。前者に関しては、為替相場の変動によって貿易が損なわれるという実証的証拠は乏しい。後者に関しては、実質為替相場の調整と為替相場レジーム(通貨同盟か変動相場制か)の関係はあまりない。変動相場制のもとでも、為替減価が賃金上昇をひきおこすようになって、実質賃金が硬直的となり、国際競争力の改善には役立たなくなる。一方で、通貨同盟のもとでは、大量失業の発生を回避するように、賃金・価格の伸縮性が拡大するのである (Eichengreen 1996)。また、国際銀行や多国籍企業が欧州通貨同盟を推進したという証拠はないし、彼らは為替リスクに対してはヘッジなどの個別手段ですでに適応済みである (McNamara 1998, pp.37-41)。

10) 「国際システム・レベル」の国際通貨アプローチとして、田中 (1996); Henning (1996, 1998); Loedel (1998) 参照。国際政治アプローチとして、Pauly (1991-92); Andrews (1993) 参照。

インパクトやマクロ経済的パワーの行使に対抗してリージョナルな通貨協力機構を強化して、アメリカの攪乱と圧力を遮断した域内通貨の安定と、国際システムにおけるEUの影響力の向上を図る強い誘因が存在する。したがって、アメリカがグローバル経済の不安定性を引き起こすとき、すでに域内市場統合を達成しているEUは域内通貨統合に乗り出すのである。アメリカの経済政策は、国際通貨システム上の制約が弱く、国内的な関心に向いており、グローバル経済への影響を無視する傾向にある。したがって、ドル覇権レジームの動揺によって覇権国アメリカによるグローバル経済の攪乱が拡大すると、これに対応するEUでのリージョナルな通貨協力機構はますます強化されていくのである。そして、EUにおける共同体的な連帯機構の存在は、ドル覇権レジームの相対的な安定期にも制度化された域内通貨協力機構の逆戻りを阻止して、ドル覇権レジームの動揺のたびに域内通貨統合を高度化していく。その結果、欧州通貨統合に累積的な「上方ラチェット」(p.568)が生みだされるのである。¹¹⁾

2. 通貨安定圏の形成

ブレトンウッズ体制における米ドルを基軸通貨としたドル覇権レジームの不安定性がEUでの通貨統合の発展に支配的な影響を与えている。1960年代後半から1970年代初期におけるアメリカの「ビナイン・ニグレクト」(Benign Neglect)とドル危機が、「ウェルナー報告」(1970)の経済通貨同盟

11) Henning (1998) は、為替政策および金融政策の協力の強化によって地域的な「通貨安定の島」(island of monetary stability)を創設する利点として、次の5点をあげている。①域内での商品・資本市場が統合した小国では、大国通貨の変動によって域内の為替相場が変動して、貿易フローの方向転換、労働および資本の配置転換がおり、それに伴う摩擦のコストが拡大するのを回避するために、域内為替相場の安定によって実効為替相場の安定を求める。②地域統合の強化によって、小国は大国の政策ショックが域内各国に与える非対称的効果を相殺できる。③小国はマクロ経済政策とその目的を協調し調和させることで、域内のある国が大国から政策変更の圧力を受ける機会を減らし、大国が分断し支配する機会を減らすことができる。④大国が域内のある一国を選んで政策調整を求めるとき、地域的な通貨協力によってその標的をより広い通貨圏にわたる経済的・政治的圧力に拡散することができる。⑤比較的発展した通貨地域では、小国は連合することで、国際通貨制度の運営や政策調整の割当の交渉において、彼ら自身の対抗的影響力を及ぼし、大国に対して自らをより対称的な関係に置くことで、国際通貨システムでの小国の地位を高めることができる(pp.545-546)。

(EMU) 提案を引き出した。その「ウェルナー報告」が1971年から73年にかけてのブレトンウッズ体制の崩壊に対応して「スネーク」の創設に導いた。それが次に1977年から78年の米欧の機関車論争とドル減価の圧力に対応して、欧州通貨制度 (EMS) の創設の基礎を提供した。EMS の運営の成功は、1980年代末期から1990年代初期のアメリカの「ピナイン・ニグレクト」の復活とドルの弱体化に対応して、マーストリヒト条約での EMU 創設の合意に導いたのである。¹²⁾

覇権国アメリカによる国際通貨システムの攪乱に対応した欧州通貨統合のプロセスは、EU にリージョナルな通貨安定圏を創設するという経済的目ととともに、国際通貨問題でのヨーロッパの発言力を拡大してアメリカの通貨パワーに対抗するヨーロッパの対極を発展させるという政治的目的を達成するという両面をもっている。ローデル (Loedel 1998) が指摘しているように、この両面性が EU 各国の対立を生み出すと同時に妥協を促す要因でもあり、その中軸は米ドルの変動を仲介する独マルクにある。アメリカと EU の関係はドイツを介した「三角関係」にあり、ドル・EMS 関係はドル・マルク関係とマルク・EMS 関係によって間接的に決定されるものである。この EMS における独マルクの中軸機能 (あるいはアンカー機能) は、EMS の非対称的運営とドル変動に対する調整の不均等性を生み出す。EMS の対ドル政策はドイツがリードし、通貨安定圏としての EMS を利用して独マルクの単独の高騰を回避しようとする。これに対して、他の EMS 参加国は独マルクと連動して対ドル・レートを調整することで、国際競争力の喪失によって不相応の対外調整の負担をすることになる。EMS のアンカー通貨としての独マルクの経済的機能を通じた通貨安定圏形成という経済的目と、国際通貨問題でのヨーロッパの発言力を高めてアメリカの通貨パワーに対するヨーロッパの対極を発展させるという政治的目的の mismatch が、欧州通

12) Henning (1998) は、アメリカによる国際通貨システムの攪乱と、これに対する EU の通貨統合の反応の関連を 7 つの混乱期と 4 つの安定期について展望している。Bayoumi and Eichengreen (1997) は、ヨーロッパ諸国の為替相場の安定性に関して、国際的および地域的通貨取決めの影響が重要であるとの実証研究の結果を得ている。

貨統合におけるドイツと他の EU 各国との対立を生みだすと同時に妥協を促すのである (pp.245-248)。

1978年の EMS 創設は、アメリカのカーター政権による機関車戦略によって引き起こされたドルの対マルク・レートの記録的な下落に対して、マルクに集中する増価圧力を拡散できるヨーロッパ大の通貨安定圏を求めるドイツのシュミット首相がフランスのジスカール・デスタン大統領との協議によって生まれたものである。ドル下落はドイツにとっては国際競争力の悪化によって調整の負担を集中的に被るものとなる。ドイツにとっては、EMS 創設による欧州通貨安定圏の創設が決定的に重要な課題となった。しかし、フランスやイタリア、イギリスはむしろドイツの景気回復には利益があり、カーター政権の機関車戦略には反対ではなかった。したがって、EMS 創設の決定的動機は、欧州通貨安定圏の建設よりもむしろ、国際通貨問題での共通のヨーロッパの発言力の強化にあったといえる (Henning 1998, pp.557-559)。

1992年のマーストリヒト条約締結による EMU 移行計画の合意の背景として、通貨同盟合意に向けてのドロール委員会 (1989) からマーストリヒト・サミット (1991. 12) の間に、アメリカの財政赤字の持続、プラザ合意 (1985. 9. 22) からルーブル合意 (1987. 2. 22)、ブラック・マンデー (1987. 10. 19) に至るドル暴落時における参照レンジによる国際政策協調スタンスが後退して「ビナイン・ニグレクト」が復活したこと、そして欧日に対する政策調整の圧力とドル不安定化によって、EU 各国政府が「非対称的な国際通貨システムにおけるアメリカの非協力的な政策選択」を阻止するために、国際通貨問題におけるヨーロッパの発言力の強化の緊急性を確認したことをあげることができる。¹³⁾

13) 欧州委員会報告書『One Market, One Money』(European Commission 1990) では、「アメリカは非協力的な形で政策選択を行い、ヨーロッパ諸国からの同様の行動によって悩まされることなく、その非対称性を利用できる。EMU の効果は12の経済を単一の大ブロックに統合することであり、そのアメリカ、日本、その他の世界との相互依存度は意味のあるものである」(p.191) としている。

Ⅲ 欧州通貨同盟は最適通貨圏か

欧州通貨同盟の形成は広域の単一市場の完成を促進することによって EU 加盟国間での要素移動性、実質為替相場の伸縮性（賃金・価格伸縮性）、産業構造の類似性を拡大することで、「最適通貨圏」としての条件をいっそう充足していくことが期待される。しかし、まず欧州通貨同盟の形成にあたっては、果たして EU 加盟国が通貨同盟の費用・便益から見て、通貨同盟に参加できるのか（あるいは望ましいのか）という問題が存在することも事実である。「ドロール報告」（1989）による経済通貨同盟（EMU）計画とマーストリヒト条約（1992）によるその道筋の決定によって欧州通貨同盟の形成が現実的になるとともに、通貨同盟参加のマクロ経済的費用要因を中心とした欧州通貨同盟形成の条件の実証的研究が多数報告されてきた。

伝統的な最適通貨圏の理論で取り上げられた通貨同盟参加のマクロ経済的費用要因としては、①労働移動性、②資本移動性、③経済開放性、④経済多様化、⑤政策統合度、などがある。これらの条件を満たす国は、通貨同盟参加によって為替相場変更手段を放棄するマクロ経済的費用は小さく、それだけ通貨同盟の形成を促されるのである。これらの要因は大きく2つのタイプに分類できる。第1のタイプは、為替相場の変更による実質為替相場の調整に代替するべきもの（労働移動性、資本移動性、経済開放性）である。第2のタイプは、為替相場の変更が必要となる国際収支不均衡を発生させるような非対称的ショックの原因となるもの（経済多様化、政策統合度）である。欧州通貨同盟形成の条件の実証的研究の多くは、EU 諸国におけるこれらの個別要因、ないし実質為替相場の調整、非対称的ショックの存在を通貨同盟としてのアメリカ、カナダ、オーストラリアなどと比較することで、EU が通貨同盟としての条件を満たしているかどうかを検討するものである。¹⁴⁾

14) Bayoumi (1997) 参照。Bayoumi and Eichengreen (1997, 1998) は、為替相場の安定性が最適通貨圏理論タイプの諸変数、および非対称性ショック、通貨取決めなどの要因に関連しているとの実証研究の結果を報告している。久保 (1999) も参照。

1. 実質為替相場の調整と労働移動性

国際収支不均衡の調整プロセスは、国内支出および実質為替相場（邦貨建ての名目為替相場×外国の物価／自国の物価）の調整、ないし生産要素の移動を必要とする。実質為替相場の伸縮性や生産要素の移動性がないときには、国際収支不均衡是正のための国内支出調整によって赤字国での失業の発生は不可避となる。もし賃金および価格が伸縮的であれば、名目為替相場が固定されていても実質為替相場の調整は可能である。しかし、賃金・価格の硬直的な経済では、名目為替相場が固定されると実質為替相場の調整は困難である。このような経済では、国際収支不均衡の是正は生産要素の移動を伴わなければならない。国際間での労働の移動性が高ければ、赤字国で発生する失業は黒字国への移住（移民）を通じて解消する（「労働移動性」条件）。資本の移動性が高いと、赤字国への資本流入によって一時的ファイナンス、あるいは調整がおこる（「資本移動性」条件）。経済規模が小さい開放的経済では、国内価格は輸入価格および賃金の変化を通じて為替相場の変動とともに変化して対外価格に一致する傾向にある。したがって、為替相場の変更による実質為替相場の変更そのものがほとんど不可能である。しかしこのような開放的経済は国内支出調整によって容易に国際収支不均衡を解消可能でもある（「経済開放性」条件）。つまり、賃金・価格が伸縮的な国、要素移動性の高い国、あるいは開放的な小国であれば、国際収支不均衡の調整の負担（費用）は小さくなり、通貨同盟の形成はそれだけ容易である。

実際の不均衡調整プロセスを見ると、国際間と国内地域間とは対照的である。同一国内の諸地域間では、それは実質為替相場（名目為替相場は固定しているから、地域間の物価格差（他地域の物価／当該地域の物価）で定義する）の調整よりも労働の移動にいっそう大きく依存している。それに対して、それぞれの国民通貨が存在する国際間では、それは労働の移動よりも実質為替相場の変化（国際間での物価格差変動よりも名目為替相場の変更による）によってほとんど調整される傾向にあるのである。

まず EU 諸国の実質為替相場の変動を見てみよう。表 2—1 によると、

表 2-1 EU 諸国の実質為替相場の変動性

(年変化率: %)

	長期変動率	短期変動率 (MA)	短期変動率 (SD)
(域内諸国間)			
EMS (1977-85年)	1.99	3.3	3.6
(国内諸地域間)			
西ドイツ (1977-88年)	0.4	0.8	0.9
スペイン (1980-85年)	1.0	1.8	1.9
オランダ (1977-88年)	0.7	2.2	1.5
イギリス (1980-85年)	0.7	1.6	1.6

- (注) 1. EMS は、ベルギー、デンマーク、フランス、ドイツ、ギリシャ、イタリア、オランダ、ポルトガル、スペイン、イギリスの10カ国である。
2. 各国および各地域の実質為替相場は実質実効為替相場で定義する。物価指数として単位労働コストを用いる。国内の各地域の実質実効為替相場の計算では名目為替相場は1である。
3. 長期変動率は当該期間の期首と期末の値を用いた単利計算の年変化率で、短期変動率 (MA) は当該期間の年間変化率の絶対値の平均で、短期変動率 (SD) は当該期間の年間変化率の標準偏差でそれぞれ定義する。

(出所) De Grauwe and Vanhaverbeke (1993), Table 5.1 (p.114).

表 2-2 EU・アメリカの域内実質為替相場の変動性

EU (対ドイツ) (1971年1月=100)	1971年1月—1979年4月		1980年1月—1987年4月	
	レンジ	標準偏差	レンジ	標準偏差
ベルギー	18.91	5.55	15.30	4.88
フランス	22.44	5.40	24.40	3.64
ギリシャ	22.28	5.40	28.47	9.57
アイルランド	38.39	10.75	26.92	6.28
イタリア	45.40	14.02	21.40	5.67
オランダ	15.55	4.62	4.04	1.05
ポルトガル	31.92	9.46	25.27	5.95
スペイン	33.91	7.42	16.74	4.62
イギリス	50.94	13.74	33.64	9.22
アメリカ (対北東部) (1977年12月=100)	1973年12月—1979年12月		1980年1月—1987年12月	
	レンジ	標準偏差	レンジ	標準偏差
北中部	6.477	2.06	5.909	1.54
南部	6.637	2.02	5.249	1.32
西部	9.707	2.74	5.369	1.30

- (注) 1. 実質為替相場の変動性は、当該期間における実質為替相場のレンジ (最大値と最小値の差) および標準偏差で定義する。
2. EU 各国の実質為替相場は対ドイツで、米国内各地域の実質為替相場は対北東部で、定義する。物価指数としては月間消費者物価指数の4半期アータを用いる。基準時 (実質為替相場=100) は、EU の場合は1971年1月、米国の場合は1977年12月である。

(出所) Eichengreen (1992a), Table 8.1 (p.142) より作成。

EU 各国間の実質為替相場の変動性は、各国内の地域間レベルで観察されるものと比べてほぼ2倍の大きさにある。表2-2によって、EU 域内での各国間の実質為替相場の変動性をアメリカ国内での地域間のそれと比較して見ると、EU 域内の方がアメリカ国内よりも2倍以上の大きさにある。つまり、EU レベルでの不均衡調整の現状を見ると、実質為替相場の変動、したがって名目為替相場の変動が明らかに重要な役割を果たしているのである。

これに対して、EU 諸国の労働移動性を見てみよう。表2-3によると、EU 各国内での地域間の労働移動性は、南部の国（スペイン、イタリア）では北部の国（ドイツ、フランス、イギリス）と比べても明らかに小さい。EU 各国内の労働移動に比べると、EU 各国間の労働移動は文化や言語、社会保障の違いを反映してきわめて小さく、ほとんど調整機構としては存在しないといえる。表2-4によって欧米諸国内での地域間労働移動性を比較しても、ヨーロッパよりもアメリカの方が2～3倍のオーダーにある。EU とアメリカの労働市場の調整メカニズムの比較研究によると、労働需要の拡大ショックがあると、EU では主に労働力参加（labor participation）の上昇によって充足されるが、アメリカでは労働移動が重要な調整の役割を果たしている。EU では、労働移動よりも、早期引退、女子労働およびパートタイム雇用などの労働力参加率の変動が主な労働市場調整の役割を果たしているのである。¹⁵⁾ つまり、EU 諸国での労働移動性の現状はきわめて低い水準にあり、EU 内での不均衡調整機構として有効に機能するとは期待できないのである。

以上のような実証研究からは、EU 内での名目為替相場の変動はなお重要な調整手段であり、EU 内での労働市場は国境によって分断されており、労働移動性は小さいのである。したがって、アメリカを通貨同盟のベンチマークとしてEU の通貨同盟形成の条件を考えると、EU での通貨同盟形成

15) Decressin and Fatás (1995, pp.1644-1650). Eichengreen (1993a) も、ヨーロッパ（イギリス、イタリア）においてアメリカと同程度の労働市場の地域的攪乱を受けて同じようなスピードで労働市場の調整が行われているが、アメリカの方が国内労働移動性ははるかに高いことから、ヨーロッパでは別の労働市場調整（労働参加率の調整、不況地域への財政移転）が作用していることを指摘している。

表2-3 EU諸国の労働移動性

(対地域・国人口比：%)

	国内諸地域間労働フロー				域内諸国間移民者ストック
	1975年	1980年	1987年	1975-87年(年平均)	1984年
ベルギー	0.92	0.89	0.84	0.87	1.59
デンマーク	1.29	1.12	1.17	1.17	—
西ドイツ	1.32	1.33	1.07	1.21	0.57
スペイン	—	0.40	0.46	0.36	—
フランス	1.24	1.15	—	1.20	0.41
イタリア	0.78	0.68	0.53	0.66	0.72
オランダ	2.02	1.63	1.66	1.68	0.70
イギリス	—	1.51	1.81	1.54	—
EC-6 (EC 原加盟国)	平均				0.64

(注) 1. 国内諸地域間労働フロー：EU諸国内の各地域の他地域との間の人口流出・流入の対当該地域人口比の平均である。

2. 域内諸国間移民者ストック：EU各国の他のEU諸国との間の移出・移入者のストック（過去の移出・移入者累積フロー）の対当該諸国人口比である。

(出所) De Grauwe and Vanhaverbeke (1993), Table 5.4 (p.116), Table 5.5 (p.117).

表2-4 米欧各国内の地域間の労働移動性

(居住地域変更者対総人口比：%)

単位地域(数)	1965-70年	1970-75年	1975-80年	1970年	1975年	1980年
アメリカ州 (51)	8.6		9.7			
郡	17.1		19.5			
イングランド /ウェールズ 地域 (8)				1.5		1.1
フィンランド 郡 (12)				2.5	1.7	
					(1976年)	
フランス 地域 (21)	6.5	8.7	7.9			
	(1962-68年)(1968-75年)(1975-82年)					
ドイツ州 (11)				1.8	1.3	1.3
ノルウェー 郡 (19)				3.0	2.5	2.3
スウェーデン 郡 (24)				2.4	2.4	2.1
				(1973年)		
スイス州 (26)	7.6	6.3				

(出所) Eichengreen (1992a), Table 8.3 (p.147) より抜粋。

の費用はきわめて高く、早急な単一通貨の導入はひかえるべきだということになる。しかし、欧州委員会報告書『One Market, One Money』(European Commission 1990)は、これらの要因がEMUにとって重大な障害で

はないとの楽観的立場をとっている。EU 諸国は域内貿易比率が高い開放的経済であって、アメリカや日本に比べると、名目為替相場の変更は有効な調整手段ではない。長期的には、名目為替相場の変更はインフレ追認的であり、実質為替相場の減価も成長促進効果はないのである。EMU による為替相場変更の可能性の排除、財政規律の導入、社会的結集の配慮によって、各国での賃金節度は高まる。域内諸国の実質賃金は伸縮的となり、実質為替相場の調整のために名目為替相場を変更する必要もなくなるのである。確かに EU での域内労働移動の障壁（文化、言語、および社会保障）は高く、したがって、大規模な労働移動による実質賃金調整の代替は不可能であるだけでなく、望ましいことでもないとしている（pp.149-152）。

2. 非対称的ショックと経済多様化

経済主体の行動パターン（特に賃金決定パターン）、および政府の政策スタンスが類似した国々が同じ攪乱（対称的ショック）に直面するときには、これらの国の中で実質為替相場の変動によって調整すべき国際収支不均衡は発生しないであろう（「政策統合度」条件）。類似した生産構造を持つ経済が対称的ショックを被ることは言うまでもない。多様化した経済も国内商品構成の分散化によって各種の攪乱から比較的容易に隔離されており、特異な攪乱（非対称的ショック）を集中して被ることはない。また、国際間での産業内特化が進むことで、経済の多様化によって類似した生産構造が生み出されることになる。したがって、多様化した類似の生産構造を持つ国々は対称的なショックを被ることから、国際収支不均衡の調整の負担（費用）はそれだけ小さいものであり、これらの国々による通貨同盟の形成は容易である（「経済多様化」条件）。特定の産業部門に集中した生産構造を持つ国々は特異な攪乱（非対称的ショック）を被りやすいことから、これらの国々が通貨同盟を形成するのは困難なのである。¹⁶⁾

16) Eichengreen (1990) は、非対称的ショックの発生する理由として、①労働・資本市場の調整の遅れ、②地域固有の攪乱、の2つの要因を指摘している（p.160）。

EU 諸国における産出、雇用、物価などのマクロ経済指標に関する非対称的ショックの実証研究から、いくつかの結論が得られている。まず、EU 各国間（ドイツとフランス）では非対称的ショックよりも対称的ショックを被る方が大きいのと対照的に、EU と域外の国（アメリカ）との間では対称的ショックと非対称的ショックのいずれが支配的ともいえないのである（Cohen and Wyplosz 1989）。EU 域内を見ると、対称的ショックを被るコア諸国（ドイツ、フランス、オランダ、ベルギー、デンマーク）と、特異な非対称的ショックを被る周辺諸国に分かれる。これらのコア諸国に限定すると、EU 諸国の被る攪乱はアメリカ国内の諸地域が被る攪乱と類似したものである。世界的に見ても、EU コア諸国に匹敵する地域は、東アジア（日本、韓国、台湾）と東南アジア（シンガポール、マレーシア、インドネシア）のみであり、EU コア諸国での通貨同盟への関心の高さをよく説明するものである（Weber 1991b; Bayoumi and Eichengreen 1993, 1994）。

これらの実証研究が示唆することは、ドイツを中心とした EU コア諸国が先行して通貨同盟を形成し、周辺諸国は経済統合の進んだ段階でこれに参加していくという 2 スピード方式による EMU 移行の有効性である。EU 諸国が被るショックは、アメリカ（国内諸地域）と比べて大きく、かつ非対称的である。アメリカをベンチマークとして通貨同盟の費用・便益を考えると、なお特異なショックを受ける周辺諸国が通貨同盟に参加する場合に、政策の自律性を犠牲にする費用は相当に大きいであろう。しかし、コア諸国だけを見ると、そのショックの規模は小さく、対称的であり、アメリカのレベルにある。したがって、通貨同盟をうまく運営できるコア諸国が先行して EMU に移行して、周辺諸国がこれに続くという 2 スピード方式による EMU 移行が望ましいのである。

ところで、EU 諸国が被る非対称的ショック（国民的レベル）が、EU 諸国内の諸地域が被る非対称的ショック（地方的レベル）よりも大きいというわけではない。むしろ国民的レベルよりも地方的レベルの非対称的ショック（生産および雇用の成長率格差）の方が大きいのである（表 2—5 参照）。こ

表 2—5 EU 諸国の産出量および雇用の成長率格差

(年変化率：%)

		産 出 量 (長期格差) (短期格差)		雇 用 (長期格差) (短期格差)	
(域内諸国間)					
EMS	(1976-90年)	0.48		(1976-90年)	0.26
(国内諸地域間)					
フランス	(1976-86年)	0.78	2.04	(1976-87年)	0.38 0.70
西ドイツ	(1976-86年)	0.51	1.09	(1976-87年)	0.38 0.63
オランダ	(1976-86年)	0.71	3.85		
スペイン	(1981-86年)	1.45	3.59	(1981-86年)	2.00 2.88
イギリス	(1976-88年)	0.72	1.40	(1982-86年)	0.96 1.11
イタリア				(1984-87年)	0.89 2.18

① EMS は、ベルギー、デンマーク、フランス、ドイツ、ギリシャ、イタリア、オランダ、ポルトガル、スペイン、イギリスの10ヶ国である。

② 国内諸地域の成長率の「長期格差」は、諸地域の当該期間における年平均成長率の標準偏差で定義する。「短期格差」は、各年の諸地域の成長率の標準偏差の当該期間における平均で定義する。域内諸国の成長率格差についても同様に定義する。

(出所) De Grauwe and Vanhaverbeke (1993), Table 5.6 (p.119), Table 5.7 (p.121).

のように地方的レベルで被る非対称的ショックが大きいのは、地域的な生産の集中・集積の効果を求める結果、国内の諸地域はそれぞれ生産特化した商品構成となり、多様化した類似の生産構造をもつ地域ではなくなるからである。このことが意味していることは、EUの域内市場統合が進むとともに、EUレベルでの生産の集中・集積が進んでいき、現在のEU各国の多様化した類似の経済構造が失われて、国民レベルでの非対称的ショックが拡大するということである。アメリカではEU以上に市場統合が進んでいるが、同時に繊維や自動車のように産業分野別の地域的集中もいっそう進んでいる。その結果、産業分野別のショックが地域的なショックを拡大し、大きな地域的調整を必要としているのである。¹⁷⁾

市場統合と地域的生産特化の促進によって通貨同盟加盟国が被る非対称的ショックは拡大するのか、あるいは減少するのか。この問題に対しては対立

17) Eichengreen (1990) は、アメリカでの失業率の構造的な地域格差の存在を指摘している (p. 161)。Bayoumi and Eichengreen (1993) では、EU諸国間の需要ショックよりもアメリカの諸地域間での需要ショックの方が非対称性が大きいのは、アメリカ国内の地域特化のせいであるとしている (pp.216-217)。

する2つの見解がある。欧州委員会報告書『One Market, One Money』（European Commission 1990）は、経済統合によって生産特化よりも生産差別化が支配的となる傾向にあり、各国特有のショックの発生は小さくなるとの考えに立っている。EU内の工業品貿易は、規模の経済と不完全競争による生産差別化に基づいて産業内貿易が支配的となる。各国の商品構成は、産業間特化（inter-industry specialization）に替わる産業内特化（intra-industry specialization）によって、同一カテゴリーのものとなっている。したがって、EU域内市場の完成によって、部門特有のショックの効果はEU加盟国に対していっそう対称的なものとなるのである（p.142）。

このような欧州委員会の見解に対して異議を唱えたのはクルーグマン（Krugman 1993）である。クルーグマンは、市場統合がいっそう進んだアメリカで繊維・アパレル産業や機械・自動車産業などに地域的集中が見られることに注目する。アメリカの地域間の産業シェアの格差はEU各国間のそれよりも大きくなっており、単一市場・単一通貨のアメリカで地域的集中が見られるのである（表2-6参照）。つまり、通貨同盟によって市場統合が

表2-6 米欧の産業特化

（製造業雇用比率、1985年：％）

	ドイツ	イタリア	アメリカ・中西部	アメリカ・南部
織 維	3.7	9.1	0.3	11.7
ア パ レ ル	2.6	5.6	2.4	10.6
機 械	15.8	12.9	15.0	7.1
輸 送 機 器	13.2	10.4	12.8	5.9
シェア差の合計	35.2		62.6	

注「シェア差の合計」は、各産業でのドイツとイタリア、アメリカの中西部と南部のシェアの格差の絶対値の全産業での合計である。

（出所）Krugman（1993），Table 8.2（p.251）。

いっそう進むと同盟内での地域的な生産特化もいっそう進んで、地域的な非対称的ショックは減少するよりもむしろ増加するのである。したがって、EUにおける域内市場統合とEMUの形成は、EU域内での地域的産業集中を促進することで（例えば、自動車産業がドイツに集中し、繊維産業がイタリアに集中する）、EU諸国間の非対称的ショックを拡大する恐れがある。

EUがこのようなアメリカ・タイプの地域的スランプに対応するためには、アメリカ・タイプの財政連邦主義によって、EUレベルでの財政移転による地域的安定機構が必要となるのである。¹⁸⁾

このようなクルーグマン命題に対しては理論的および実証的な反論がある。理論的には、市場統合に産業の集中・集積効果があるという事実は否定できないことだが、同時に、EU諸国間で市場統合が進むと、国境が経済活動の配置を決定する要因としてますます重要でなくなるのも事実である。その結果、産業の集中・集積は国境をまたいで進むこともあり、その効果は国境に関係なくなるのである。この場合には、確かに現在の国境（国民国家）を前提にした地域的安定機構（加盟国間での財政移転）では対応できないことも考えられる（De Grauwe 2000, p.26）。フランケル＝ローズ（Frankel and Rose 1998）の実証研究によると、両国間での貿易関連が強くなるほど両国間の所得相関は高くなる。彼らは、この結果に基づいて、EU諸国のうちで当初は（事前的には）EMU参加の条件を充足していなかった国も、EMU参加によって加盟国間での貿易拡大が促進され、加盟国間での景気循環の連動が高まることで（非対称的ショックの減少）、事後的にEMU参加の条件を充足することになると主張している。しかし、この研究は既存の国民国家間の貿易データをもとにしたものであり、あくまでも国境によって仕切られた各国民経済（個別市場・個別通貨）の間の関係である。その結果を、EMU（単一市場・単一通貨）形成後の問題にそのまま適用することはできないのではないか。¹⁹⁾

EMU移行後にEU諸国間での地域的な産業集中がおこって、加盟国に地

18) Eichengreen (1992b, pp.14-15); Masson and Taylor (1993, pp.30-31) も同様の指摘をしている。

19) Artis and Zhang (1995) も、1980-90年代のEMSのもとでのEU諸国の景気循環の同時化を検証している。しかし、これらの分析はいずれも国家間の非対称的ショックの減少を示すものであり、それは国境（および通貨）で仕切られた国際間での商品・金融市場統合が各国間の産業内分業を促進して産業構造が類似化する結果であるかもしれない。Bayoumi and Prasard (1995) によると、アメリカ国内の地域間の非対称性ショックが大きいのは非貿易財部門（サービスおよび建設）だが、EU各国間の非対称的ショックは貿易財部門（製造業）において重要である。つまり、EUではまだ対外的攪乱の影響が大きいのが、通貨同盟としてのアメリカでは各地域のショックは域内の原因に限定されている。

域的な非対称的ショックの影響が現われる恐れは否定できないことである。その場合には、アメリカ・タイプの財政連邦主義による EU レベルでの域内財政移転機構の整備が重要な課題となると考えられる。

IV 欧州通貨同盟のコミットメント機構

1. ヨーロッパ統合の政治的意志

実証研究の結果は必ずしも一致しているわけではないが、暫定的な結論としては、EU は「最適通貨圏」の基準から見て準最適の状態にあり、通貨同盟形成の経済的条件を十分に整えているとはいえない。アメリカの著名な学者には、EU がこのような「最適通貨圏」の条件を備えていないという理由で、EU の経済通貨同盟 (EMU) 創設に対して悲観的な見方をするものが多い。ドーンブッシュ (Dornbusch 1996) は、「EMU が万能薬だとのユーロ幻想が振りまかれている。…福祉国家の廃止という困難な現実に立ち向かうべきときに単一通貨の導入を図るのはまずい考えである」として、次のように述べている。

「伸縮的な賃金体系の国では、為替相場レジームはほとんど問題ではない。しかし、多くのヨーロッパ諸国のように硬直的な労働市場の国では、伸縮的な為替相場こそが重要である。EMU に対するもっとも手厳しい批判とは、為替相場調整を放棄して、競争力と相対価格を考慮した調整の任務を労働市場に押しつけることだ。賃金体系の伸縮性なしでは、調整プロセスは行きづまる。生産と雇用の損失と欧州中央銀行への通貨供給増大圧力が支配的となる。単一通貨に統合された地域が負担するもっとも重要な費用は、調整機構としての名目為替相場が消滅することなのだ」(pp.119-120)

フェルドシュタイン (Feldstein 1992, 1997a, b) は、「EMU の意義は政治的なもの (政治同盟の形成) であって、経済的なもの (単一通貨導入の利益) ではない」といっそう踏み込んだ見方をしている。「EMU の純経済効果はマイナスであり、単一通貨の導入が失業やインフレに与えるマイナスの

効果は、EMU 加盟国間の貿易や資本の流れ加速することで得られる利益を上回るであろう」。したがって、「単一通貨導入の政治的利益（政治同盟の形成）が経済的不利益を上回るかどうか」が問題なのである。そして、EMU の政治的な重要性を次のように述べている。

「単一通貨の採用に伴う、より抜本的で長期的な効果は、政治同盟の創設、つまり、現在の各国政府が実施している国内経済・社会政策だけでなく、ヨーロッパ全域にわたる外交・安全保障政策に対して責任を負うヨーロッパ連邦の創設である。……単一通貨への移行は、政治同盟という目標に向けた劇的で引き返すことのできない第一歩なのである。ある程度の規模の国で自国通貨を持たない国など、世界に一つとして存在しない。国民通貨は、国家主権のシンボルであるとともに、独立した金融・財政政策を遂行するためのかぎである。したがって、マーストリヒト条約で、EU 加盟国（デンマークとイギリスを除いて）がその国民通貨を放棄してユーロを採用する暫定的な決定を下したことは、政治的意義を持つ重要な決定なのである」（Feldstein 1997b, pp.60-61）

そして、フェルドシュタインは、「EMU がより広範な政治同盟に進化していくにしたがって、権力の共有をめぐる相いれない期待によって対立と紛争が起きる」と警告している。フランスは、「ヨーロッパの共同管理者」としてドイツと対等の地位を獲得するための機会として EMU（およびその帰結としての政治同盟）を熱望している。これに対して、ドイツはその経済力、軍事力、地理的位置から、EU の生来のリーダーとして EMU での覇権を期待している（ドイツの指導者はそうではないのだが）。両者のビジョンが国民を EMU 遂行の支持に駆り立てているが、それがかなわぬことと分かれば、EMU は対立と紛争に導くのである。自国の発言権を確保したい他の小国も、加盟国の東欧への拡大と加重特定多数決方式によって影響力を制限されて、自らの主権委譲の犠牲に不満を覚えるようになるのである（Feldstein 1997b, pp.68-69）。

フェルドシュタインの EMU 分裂の予言が当たっているかどうかは別にして、EMU を持続可能なものとするために、EU 加盟国の通貨協力コミットメントを保障する機構の制度化が重要となる。コーエン（Cohen 1994）は、

通貨同盟の歴史的事例の研究から、通貨同盟における通貨協力コミットメントにとって決定的に重要な国際政治上の特性が2つあるとしている。その1つは、地域的な支配国家（ローカル・ヘゲモン）が存在し、通貨協力の維持のためにその影響力を行使する意欲と能力を持っていることである。もう1つは、文化的・政治的共通性に基づく協力の伝統によって同族的きずなど広範な制度的ネットワークが存在しており、真の意味での連帯感あるいは制度化された共同体感から参加メンバーが金融主権の委譲を受容できることである。この2つの政治的要素、つまり、①ローカル・ヘゲモンの動機づけ、および、②共同体の連帯機構の構築の共同努力、に示される「統合の政治的意志」が、通貨同盟の持続可能性にとって最も重要な要素なのである。²⁰⁾

(1) ローカル・ヘゲモン

まずEUにおける「ローカル・ヘゲモン」の統合の動機づけはどこからきたものであるのかを考えてみよう。第2次大戦後のヨーロッパ統合の試みは、戦争で分断されたヨーロッパ諸国を糾合して「不戦の共同体」を実現するために、経済統合による国家主権の共有・共同使用を通じて政治統合に向かおうとする思想に導かれた「運動」であった。²¹⁾ フランス外相ロベール・シューマンは、EUの母体となった欧州石炭鉄鋼共同体（ECSC）の創設を次のように呼びかけている。「フランス政府は、フランスとドイツの石炭・鉄鋼生産全体を、他のヨーロッパ諸国も自由に参加できる共同最高機関の管理下におくことを提案する。…基幹生産物を共同管理下におき、フランス、ドイツおよび他の加盟国を拘束する決定権をもつ新たな最高機関を設立するというこの提案こそ、平和維持に不可欠なヨーロッパ連邦への最初の現実的基盤を築くものである」（シューマン宣言、1950年5月）。これは、対立を繰り返し、ヨーロッパ激動の主因となってきたフランとドイツの関係を和解に導き、ヨーロッパに安定をもたらすためには「ヨーロッパ連邦」のような全欧的な枠組みが必要であるという、フランスのジャン・モネの構想を政策化したもので

20) Cohen (1994, pp.159-163). 加盟国の通貨協力のコミットメントの破棄を抑制する機構を、コーエンは順守機構 (compliance mechanism) と呼んでいる (Cohen 1994, p.151)。

21) ヨーロッパ統合の思想と理論については、鴨 (1985, 1992) 参照。嘉治 (2000) も参照。

あった。これに西ドイツ首相アデナウアーが呼応し、1951年4月に ECSC 設立条約（パリ条約）が調印されたのである。

ヨーロッパ統合は、ローカル・ヘゲモンとしてのフランスとドイツのリーダーシップのもとに、国家主権の共有・共同使用を通じたフランスとドイツの「恒久和解」とヨーロッパの「戦争の非制度化」の政策の試みとして推進されてきたのである。東西冷戦の終結は、東西ドイツの統一とともに仏独枢軸の結集力を弱め分断する要因であるとの危惧もある。しかし成功裏に進んだ東西ドイツ統一自体が「不戦の共同体」のきずなのあかしであり、「不戦の共同体」に行きづまりが生じているとは考えられないのである。

(2) 共同体の連帯機構

次に「共同体の連帯機構」を構築する共同の努力はどこに向けられたのかを考えてみよう。シューマン宣言に見られるように、ヨーロッパ統合の戦略は、その出発点から、ECSCのような「超国家主義」に従う超国家レジームの創造を究極の目標としながら、他方では、その手段として、まず経済の問題領域（例えば石炭・鉄鋼）での各国の政策協調を進めるという経済優先の方法をとるものであった。つまり、経済統合による国家主権の委譲を通じて、経済統合から政治統合へと漸進的な政策の組み替えを進めて、主権国家システムを乗り越えて超国家レジームを実現するという統合戦略なのである。国家主権システムでは、国益の擁護を優先し正当な暴力（軍事力）行使を容認する国家観が一般の人々には受け入れられてきた。このような国家主権の至高性の思想を相対化する1つの方法は、領土や威信、パワーには直接かわらない専門技術的領域で国家主権の共有・共同使用を進めることで、国益や国家威信にこだわらない国家観へと変革していくことだったといえるだろう。

世論調査（Eurobarometer）によると、ヨーロッパ統合についての市民の意識も高まってきている。自国がEUのメンバーであることを良しとするものはピークには（1991年）加盟12カ国平均で72%に達した（2000年のEU 15カ国平均では50%）。単一通貨の支持は64%に達した（1998年のEU 15カ国

平均。2000年では55%)。共通防衛政策の支持は73%、共通外交政策の支持は65%に高まっている(2000年のEU 15カ国平均。1990年の加盟12カ国平均ではそれぞれ61%、51%)。このように市民の半数以上がヨーロッパ統合に賛成であるという事実は重要であり、「ヨーロッパ市民」意識の拡大を評価できるのである。

ヨーロッパ統合における「共同体の連帯機構」の構築の努力は、国家主権システムに代替する超国家レジームの創造に向けられた。それは現在の国民国家を廃止して、新たに全欧レベルでの国民国家を再編しようというものではない。国家主権はEUレベルの超国家機構への委譲によって縮小するであろうが、EUは「共同体の権限の及ばない分野では、補完性(subsidiarity)の原理に従い、加盟国自身では提案された行動の目標を十分に達成できず、また提案された行動の大きさや影響を考慮して、共同体として成し遂げた方がよいと判断した場合にのみ、共同体として行動する」と規定して、EUレベルへの権力・権限の集中を制限しようとしている。それと同時に、国家主権の縮小は、多民族・多言語・多文化のヨーロッパの現実にあった形で、地域・少数民族の権限の拡大をもたらすものである。人々の共同体意識(帰属意識)は、国民国家が唯一の帰属集団である従来のパターンから、EUレベル、国家レベル、地域レベルの3つの帰属集団が並存するパターンに移行することになるのである(梶田 1993)。

2. 欧州通貨同盟の組織化

ヨーロッパ統合の「政治的意志」から見ると、EMUにおける「統合の政治的意志」はヨーロッパ大で強固なものが存在するといつてよいであろう。この通貨同盟の政治的要素を補強する組織的要素も重要である。EU加盟国によるEMUへのコミットメントを保障する組織上の機構はマーストリヒト条約によって与えられている。それは、①EMU参加のコンバージェンス(収斂)基準、および、②欧州中央銀行(ECB)の独立性、である。EU加盟国は、EMU参加にあたってコンバージェンス基準を満たす政治的・経済

的努力を行い、その EU 加盟国への忠誠心を示すことによって連帯感をいっそう深めることになる。また、金融主権を完全に ECB に委譲することで EU 加盟国の運命共同体としてのきずなはいっそう強固となるのである。

(1) EMU 参加のコンバージェンス基準

マーストリヒト条約では、EMU 参加の 5 つのコンバージェンス基準（物価および金利の安定、為替の安定、財政赤字および公的債務残高の縮小）を設定して、それをクリアした国が EMU に移行すると規定した。このようなコンバージェンス基準は経済的理由よりも政治的理由で設定されたものであり、ドイツの EMU 参加の担保にある。低インフレ国のドイツにとっては高インフレ国と通貨同盟を形成しても何の利益もない。通貨同盟では加盟国のインフレ率は同一になるが、それがドイツの低インフレ水準に収斂しない限り、ドイツには損失が生じるだけである。ドイツは、EMU を安定した通貨圏にするために、EMU 参加国に対して物価や金利の低水準への収斂だけでなく、財政赤字の削減をも求めたのである。ところで、通貨同盟の均衡インフレ水準は、加盟国の選好を反映するかぎり、加盟国の数が多くなればなるほど高くなる恐れがあり、ドイツの損失も大きくなる。ドイツの利益は通貨同盟の規模を小さくすることにあり、コンバージェンス基準を満たした国だけで EMU に移行するというドイツの主張にもつながるものである。コンバージェンス基準の設定は、EMU 移行を躊躇して同盟の規模を小さくしようとするドイツの EMU 参加を担保するものなのである。

(2) 欧州中央銀行のコミットメント機構

ECB の創設と単一通貨の導入は、EMU 加盟国間での通貨協力のコミットメントを保障する 1 つの強力な機構を提供するものである。これは、独立の国民通貨と中央銀行を残したままで不可逆的な固定為替相場制と統一の金融政策を導入する通貨同盟に比べて、加盟国の退出障壁が高いという点で優れている。加盟国の中央銀行が自国の通貨をコントロールしようとするかぎり、加盟国の為替相場コミットメントの保障は弱くなる。その意味で、加盟国の独立の中央銀行で構成される通貨同盟では、加盟国が通貨同盟を離脱するり

スクは大きく、潜在的に不安定なのである。²²⁾

ところで、ECBの創設は、国家主権の経済面での核心的な機能である通貨発行権と金融政策の権限の加盟国からECBへの委譲を意味しており、加盟国のコミットメントを保障するようなECBのデザインを提供することがきわめて重要な課題であった。とりわけローカル・ヘゲモンであるドイツのEMU参加動機を引き出すようなデザインが求められたのである。マーストリヒト条約に描かれたECBの特徴は、ドイツ連邦銀行と同様の独立性の確保であり、一方での各国政府の影響力が残る加盟国中央銀行の連邦型機構である。ECBは、金融政策の基本的目的を物価の安定として、その遂行に当たっての独立性を保証（政府の指示の禁止）されるとともに、理事会メンバーの任期や政府赤字ファイナンスの禁止など、独立性の保障機構を完備している。このようなECBの独立性の規定はドイツのEMU参加を担保するために必要だったのである。

一方では、ECBは各国中央銀行の連邦型組織であり、EMU加盟国の中央銀行総裁が金融政策を決定する政策委員会のメンバーである。加盟国政府は自国の中央銀行総裁を自らを選ぶことでECBの金融政策の決定へ参加する機会を持つことになる。また、政策委員会のメンバーであるECB総裁をはじめとする理事会メンバーは、閣僚理事会の推薦に基づき、国家首脳レベルでの加盟国政府の満場一致で任命されるものであり、かならずしもドイツが望むようにインフレ抑制的な立場をとる人が選ばれるとは限らないのである。このような政策委員会の機構は、ECBを通じて金融政策の発言権を回復しようとするフランスなどのコミットメントを保障するものなのである。

EUのコア諸国との所得相関も低く、所得変動も大きい周辺諸国（ギリシャ、ポルトガル、アイルランドなど）にとっては、金融主権の委譲（金融・為替

22) 歴史的事例としては、独立の中央銀行の集まりに基礎を置いたもの（スカンジナビア通貨同盟）や共通通貨や単一の中央銀行をもたないもの（ベルギー＝ルクセンブルグ経済同盟）も存在する。したがって、単一通貨と単一中央銀行という集権的組織・制度は、それが潜在的に退出費用に影響するかぎりでは、通貨同盟の持続可能性を保障する重要な組織的要素ではあるが、しかしこれが不可欠な要素とはいえないのである（Cohen 1994, pp.153-154）。

政策の自律性だけでなくシニョリッジも放棄)の費用は大きい、ECBを通じて金融政策の信頼性を獲得する利益も大きい (Giavazzi 1989; Alesina and Grilli 1992)。これら周辺諸国を ECB につなぎ留めておくためには、ECB のアカウントビリティの機構が重要である。

おわりに

1. 欧州通貨同盟の形成は、域内市場統合の経済的な利益を完全に実現するために必要なプロセスである。それと同時に、域内市場統合による経済環境の変化 (域内の財・サービス市場の統合と資本移動の自由化) によって促される必然的なプロセスでもある。しかし、欧州通貨同盟結成の政治的決定は、経済的な費用・便益計算によっては十分に説明できるものではなく、政治経済的な諸要因の分析が必要である。
2. 欧州通貨同盟の形成は、「共同体 (EU) レベル」、「国民 (加盟国) レベル」、「国際システム・レベル」の3つのレベルで分析可能である。EU 各国間の交渉における強制とリンケージ (共同体レベル)、EU 各国内での官僚機構や利益集団の圧力 (国民レベル) の分析は重要だが、欧州通貨同盟形成の問題は EU 域内で完結するものではない。そこにはドル覇権レジームの不安定化 (国際システム・レベル) の分析が不可欠である。
3. 現在の EU における国際不均衡の調整機構 (賃金・価格の伸縮性、および労働移動性)、および国際不均衡の規模 (非対称的ショック) のいずれで見ても、通貨同盟形成の経済的条件は十分ではない。つまり、欧州通貨同盟は「最適通貨圏」の基準から見て準最適の状態にある。したがって、域内単一市場の完成によって、賃金伸縮性および域内労働移動の拡大と財政連邦主義の促進が必要である。
4. 欧州通貨同盟の形成にはさまざまな政治経済的要因がかかわっている。このような組織は加盟国をつなぎ留めておく機構が重要である。欧州通貨同盟には、「統合の政治的意志」(ローカル・ヘゲモンであるフランス=ドイツのリーダーシップ、共同体の連帯機構強化の努力)、および、組織上

のコミットメント機構（EMU 参加国に対する収斂努力の要求, ECB における独立性と連邦型機構）が慎重に用意されている。

第3章 欧州通貨制度と金融政策の コンバージェンス

はじめに

1991年12月のマーストリヒト（オランダ）欧州理事会で合意に達し、92年2月に調印されたマーストリヒト条約（欧州連合条約）において、欧州通貨同盟に向けた3段階移行スケジュールが決定された。欧州通貨統合の発展は「ウェルナー報告」（1970.10）による経済通貨同盟（EMU）創設計画に始まるものであり、域内為替相場の縮小変動幅制度（スネーク）が発足する（1972.4）。スネークは世界経済の混乱の中で失敗に終わったが、ヨーロッパにおける通貨安定圏の形成を目指した欧州通貨制度（EMS）によって域内固定為替相場制が再建された（1979.3）。EMSは、当初の基準レートの頻繁な変更に見られるような不安定な時期を経て、1980年代後半には、加盟国の金融政策のコンバージェンス（収斂）と経済的コンバージェンスを実現する。欧州連合（EU）はこのようなEMSの成功を背景にして、マーストリヒト条約において欧州単一通貨と欧州中央銀行（ECB）を持つ欧州通貨同盟を実現するEMU最終段階への移行の道筋を展望するまでに至ったのである。

欧州通貨統合はEU加盟国の通貨主権の制限をめぐる政治的発展のプロセスであり、金融政策のコンバージェンスにおけるEU各国の対立と協調を生みだす。EMSレジームは、ドイツ・マルクをアンカー通貨とする非対称的運営によって、ドイツが利益とするEMSレジームの信頼性を確保するものである。他の加盟国が利益とするEMSレジームの対称性を確保しようとするれば、その信頼性が損なわれる恐れがある。欧州通貨同盟はこのEMSレジームの「信頼性」と「対称性」のジレンマを解消する機構なのである。

本章では、1980年代におけるEUの金融政策のコンバージェンスをめぐって、EMSから欧州通貨同盟への転換に至る政治経済的な要因を検討する。まず、第I節では、EMSのもとでの経済的コンバージェンスの発展と金融

政策のコンバージェンスの要因を分析する。次に、第Ⅱ節では、ドイツ・マクセルをアンカー通貨とする EMS レジームの信頼性と対称性のジレンマを検討する。第Ⅲ節では、EMS レジームの非対称的運営の機構として、ドイツの不胎化政策と他の加盟国の資本移動規制の問題を検討する。最後に、第Ⅳ節では、EMS から欧州通貨同盟への転換に対応した EU のリーダーシップの問題を検討する。

I EMS レジームの経済的コンバージェンス

1. EMS レジームの為替安定化

(1) スネークから EMS レジームへ

EU の通貨統合計画は、域内での経済通貨同盟 (EMU) 創設の段階的達成を示した「ウェルナー報告」(1970) にまでさかのぼることができる。EU は、「ウェルナー報告」の勧告にしたがって、まず第 1 段階として経済・金融政策協調の強化と為替相場の縮小変動幅の導入を計る。そこで、域内通貨間の変動幅の縮小変動幅制度 (当時のブレトンウッズ体制下での許容変動幅であるパリティーの $\pm 1.5\%$ を $\pm 1.2\%$ に縮小) を発足させる予定であったが、国際通貨危機に巻き込まれて、その実施には至らなかった。しかし、ブレトンウッズ体制崩壊後に成立したスミソニアン協定 (1971.12) では、域内為替相場の許容変動幅が $\pm 4.5\%$ と、従来の 3 倍に拡大してしまった。このような域内通貨間の変動を最大 9% まで可能とするワイド・バンド制に対抗する形で、1972 年 4 月のバーゼル協定によって、域内通貨間の変動幅の縮小変動幅制度 (通称「スネーク」) が発足することとなった。

「スネーク」には、欧州共同体 (EC) 9 カ国が参加 (ノルウェー、スウェーデンが準参加) したが、各国の離脱が相次ぎ、1976 年には、オランダ、ベルギー、ルクセンブルク、デンマークなど、小国の通貨が独マルクにリンクする「マルク通貨圏」に縮小してしまった。こうして、域内通貨はマルク通貨圏と単独フロート通貨グループに分裂してしまった。「スネーク」による欧

州通貨統合の試みが失敗に終わった原因は、1973年の共同フロート移行（1973.3）と第一次石油危機（1973.10）によって生じた世界経済の激変に対処する各国の政策スタンスのギャップと、共通の通貨安定目標への政策コミットメントを望まない態度にあった。その結果、各国の費用・価格、需要のトレンドがあまりにも乖離して、単独フロートへの移行やスネーク内の為替再調整の繰り返しが生じたのである。

しかし、EU諸国にとって、1970年代の為替相場の変動は、各国間のインフレ率格差を相殺する以外に、雇用や国際収支などのマクロ経済調整にはほとんど役立たなかった。共通農業政策（CAP）の農業共同市場は、為替相場の変動と再調整に対処するための国境調整措置によって分断され、域内の貿易および資本移動も、為替管理の導入によって大幅な制約を免れなかった。このような状況のもとで、1970年代後半には、EU諸国の優先的な政策課題がインフレ抑制となり、各国の政策スタンスに歩み寄りが見られるようになる。そして、域内固定為替相場制の復活の機運が高まり、1978年7月にブレーメン欧州理事会で欧州通貨制度（EMS）創設の基本合意があり、1979年3月に「スネーク」を発展させた形でEMSの発足を見たのである。

(2) EMS レジームの為替安定化

欧州通貨制度（EMS）は、1979年3月に発足したEC12カ国が参加する域内通貨協力機構であり、経済通貨同盟（EMU）の第1段階として、「欧州通貨安定圏」（zone of monetary stability in Europe）の形成、すなわち域内の物価と為替相場の安定に向けて加盟国の金融政策を収斂させることが最も重要な課題である。その中心的機構が、域内固定為替相場システムとしての「為替相場メカニズム」（ERM）である。ERM参加国は、参加国通貨間の為替相場の基準レート（中心レート）を設定し、その為替相場を基準レートの $\pm 2.25\%$ の許容変動幅に抑える義務があり、為替相場が許容限界点に達したときには、当該国の双方が域内通貨による市場介入を行わなければならない。ERMの為替市場介入方式には、このような2通貨間の為替相場の「パリティー・グリッド」（基準レートの格子）を設定するパリティー・グリッ

ド方式のほかに、早期警戒情報装置として欧州通貨単位（ECU）乖離指標方式（各国通貨の ECU 基準レートからの最大乖離率の 75% の乖離限度で介入などの措置をとる）があるが、これは義務的なものではない。¹⁾

EMS は域内為替相場の安定機構であり、名目価格水準をつなぎ留めておくための「名目アンカー」を提供する域内の物価安定機構を備えているわけではない。EMS は、本来、ECU がその機構の中心にあって加盟国通貨の基準レートを与えるものであるが、ECU が EMS 加盟国通貨のバスケットとして定義されることを考えると、ECU 自体が加盟国通貨の価値の基準を提供するものではない。EMS は、ERM 参加国に対して市場介入義務を課することで、ERM 参加国の平均インフレ率から乖離した国内インフレ水準を持続するような金融政策を抑制するものである。これによって、ERM 参加国がいわゆる為替相場の安定を達成するために、国内通貨安定に向けた金融政策を実施することで、域内でのいわゆる物価安定の達成が期待されるのである。

EMS 発足当初は、加盟国間での金融政策の協調が得られず、各国間の費用・価格格差を補整するための為替再調整が繰り返された。表 3—1 に見るように、1979 年 9 月から 92 年 9 月までの 13 回の基準レートの再調整のうち 7 回までが、1979 年から 83 年までの最初の 5 年間に集中している。しかし、1983 年を境にして為替再調整は減少し、EMS は制度として安定化に向かう。特に、1987 年 1 月から 92 年 9 月までの 5 年 8 カ月間は、90 年のイタリアの単

1) バリティー・グリッド方式での介入の上限（売り）および下限（買い）レートは、厳密には 2 通貨の基準レートの +2.275% および -2.225% である。ECU 乖離指標方式での各通貨の ECU レートの ECU 中心レートからの最大乖離率は、 $\pm 2.25\% \times (1 - \text{当該通貨のウェイト})$ である。ERM の為替市場介入方式には、2 通貨の介入上限・下限レートでの双方の当該国に介入義務のあるバリティー・グリッド方式と、各国通貨の ECU レートの乖離限度での当該国の介入、金融政策、基準レートの変更などを促す ECU 乖離指標方式の 2 つの仕組みがあるが、実際の為替市場介入に利用されたのはバリティー・グリッド方式である。ERM 参加国はギリシャを除く EC 11 カ国（スペインは 1989 年 6 月、イギリスは 90 年 10 月、ポルトガルは 92 年 4 月、他の 8 カ国は発足時に参加。イギリスは 92 年 9 月、イタリアは 92 年 9 月に離脱）である。ナロー・バンドの適用は、 $\pm 6\%$ のワイド・バンド適用のイギリス、スペイン、ポルトガルを除く EC 8 カ国であり、イタリアは 90 年 1 月まで $\pm 6\%$ のワイド・バンドを適用していた。ERM の仕組みについては、島崎（1987）；高木（1989）；田中（1996）；Minikin（1993）参照。

表3-1 EMSの為替再調整（2国間基準レートの変化率）（単位：％）

実施日	ベルギー ・フラン	デンマーク ・クローネ	ドイツ ・マルク	フランス ・フラン	イタリア ・リラ	アイルランド ・ポンド	オランダ ・ギルダー
(1) 1979. 9. 24		-3.0	+2.0				
(2) 1979. 11. 30		-4.8					
(3) 1981. 3. 23					-6.0		
(4) 1981. 10. 5			+5.5	-3.0	-3.0		+5.5
(5) 1982. 2. 22	-8.5	-3.0					
(6) 1982. 6. 14			+4.25	-5.75	-2.75		+4.25
(7) 1983. 3. 21	+1.5	+2.5	+5.5	-2.5	-2.5	-3.5	+3.5
(8) 1985. 7. 22	+2.0	+2.0	+2.0	+2.0	-6.0	+2.0	+2.0
(9) 1986. 4. 7	+1.0	+1.0	+3.0	-3.0			+3.0
(10) 1986. 8. 4						-8.0	
(11) 1987. 1. 12	+2.0		+3.0				+3.0
(12) 1990. 1. 8					-3.7		
(13) 1992. 9. 14	+3.5	+3.5	+3.5	+3.5	-3.5	+3.5	+3.5

(注)1. すべての通貨の再調整が行われた1983年3月、85年7月、および92年9月を除いて、2国間パリティーが変更されなかった通貨グループに対するパーセンテージ変化率を計算。正の値は切上げ、負の値は切下げを示す。

2. ルクセンブルク・フランとベルギー・フランは等価。

3. 1992年9月14日には、英ポンド、スペイン・ペセタ、ポルトガル・エスクードも3.5%切上げ。92年9月17日には、①英ポンドのERM離脱、②イタリア・リラの介入義務の一時停止、③スペイン・ペセタの5%切下げを実施。

(出所) Ungerer (1997), Table 15. 1 (p.174).

独再調整を除いて、全般的な為替再調整は行われなかった。このようなEMSの為替安定化が実現した原因として、①87年9月から、VSTF（超短期融資）が許容変動幅内での市場介入資金として利用可能になったこと、②各国の金融政策スタンスがインフレ抑制的となり、国内通貨安定に向けた金融政策と、費用・価格格差の部分的調整に限定した為替再調整が実施されたこと、を指摘できる。²⁾

2. 経済的コンバージェンス

2) EMSには、ERMを安定して運営するための市場介入資金融資の機構として、①VSTF（超短期融資）、②STMS（短期金融支援）、③MTFA（中期金融支援）、の3種類の信用供与期間の異なる相互援助制度が用意された。EMSの発展については、Ungerer (1997); Ungerer et al. (1983, 1986, 1990); 田中 (1996); ロルフ・H・ハッセ (1992) 参照。

「経済的コンバージェンス」(economic convergence)とは「経済格差の縮小(経済目標・政策変数の発展の格差の縮小)」と定義される。欧州経済統合の最終目的としての経済的コンバージェンスは「加盟国の生活・労働条件の改善と収斂」である(これを「実質的コンバージェンス」と呼ぶ)。EMSの目的は、この欧州経済統合の最終到達点に至るまでの中間目標である安定的為替相場の達成である。したがって、EMSにおける経済的コンバージェンスとは、加盟国間の安定的為替相場の基礎を確立するために必要な条件としての、加盟国間での費用および価格変数の収斂である(これを「名目的コンバージェンス」と呼ぶ)(Ungerer et al. 1990, p.22)。

一般的には、2国間でのインフレ率の収斂が為替相場の安定の必要条件であるが、しかしそれは十分条件ではない。たとえ2国間のインフレ率が一時的に収斂するとしても、各国間でのマクロ経済政策スタンスの相違があれば、費用・価格および需要の発展に乖離が生じるから、為替相場変化の期待を生み出すであろう。将来のインフレ率格差の拡大によって為替減価が予想される場合には、企業および労働組合の価格・賃金設定者は輸入品価格上昇に対するヘッジを促進し、国内インフレ率を高めて為替切下げに導くことになる(あるいは為替投機が為替切下げを実現して輸入インフレを導く)。このような為替相場と物価の悪循環による為替切下げとインフレ率格差の恒久化を回避して、安定的な為替相場を実現するためには、費用・価格発展の期待が収斂するようなマクロ経済政策スタンスの収斂が必要なのである。³⁾

(1) 物価コンバージェンス

EMS加盟国が域内の為替相場の安定を実現するには、各国間のインフレ率の持続的な乖離を解消しなければならない。EMS内での各国のインフレ率はある一定の水準に収斂すべきであるが、しかしそれは低水準への収斂を何ら保証するものではない。ところが、実際には、1980年代の初めには平均で10%以上の水準にあり、しかも大幅に乖離していた各国のインフレ率が、

3) 政策スタンスの収斂の重要性については、Ungerer et al. (1990, p.23); Giovannini (1990a, pp.8-9) 参照。

80年代後半には平均で5%以下の水準に下落し、相当の収斂を示している。1980年代末からインフレ率がやや高まっているが、域内の物価と為替相場の安定した「欧州通貨安定圏」を形成するというEMSの目的はかなりの程度に達成されたのである。

表3—2 EMS加盟国の消費者物価上昇率の推移

(単位: %)

	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
(EUR 7)									
ドイツ	5.8	1.8	-0.6	0.5	1.3	2.9	2.7	3.7	4.4
オランダ	6.8	2.4	0.3	-0.2	0.5	1.2	2.2	3.2	3.1
フランス	13.4	5.9	2.4	3.3	2.9	3.7	3.0	3.5	2.5
ベルギー	6.7	5.7	1.1	2.3	1.2	3.9	2.8	2.6	1.9
ルクセンブルク	7.5	4.3	0.5	1.5	2.8	3.6	3.8	2.8	3.4
デンマーク	10.7	4.3	2.9	4.6	4.0	4.7	2.9	2.8	1.9
アイルランド	18.6	5.1	3.7	2.4	4.4	4.4	2.1	2.7	2.9
(EUR 5)									
イタリア	20.6	9.1	6.4	5.2	5.9	6.7	6.4	7.0	5.5
イギリス	16.1	5.2	4.0	4.2	5.0	6.2	7.7	7.9	4.7
スペイン	15.7	7.1	9.4	5.7	5.0	6.6	6.5	6.4	6.4
ポルトガル	21.6	19.4	13.8	9.9	11.5	13.1	12.4	12.2	9.7
ギリシャ	22.5	19.6	22.4	17.2	15.1	13.6	19.9	19.7	15.6

(資料) *European Economy*.

表3—2によってEMS加盟国のインフレ率の推移を見れば、このような物価コンバージェンスが実現したのは、EUR7（イタリアを除く、EMS発足当初からのERMナロー・バンド参加7カ国）のインフレ率が、1980年にはほぼ6～19%の範囲にあったものが86年には-0.6～3.7%にまで収斂し、91年には2.6～3.7%に収斂したからである。これは、高インフレ国のアイルランド、フランス、デンマークでのインフレ抑制の努力が、低インフレ国のオランダ、ベルギー、ルクセンブルクとともに、ドイツの低インフレ水準（1980年代後半で0～3%の範囲にある）への収斂を促した結果である。これに対して、EUR5（EUR7を除くEC5カ国）のうちのイギリス、イタリア、スペインのインフレ率は、80年にはほぼ16～21%の範囲にあったものが、86年には4.0～9.4%、92年には4.7～6.4%の範囲に収斂したにすぎない（ギリ

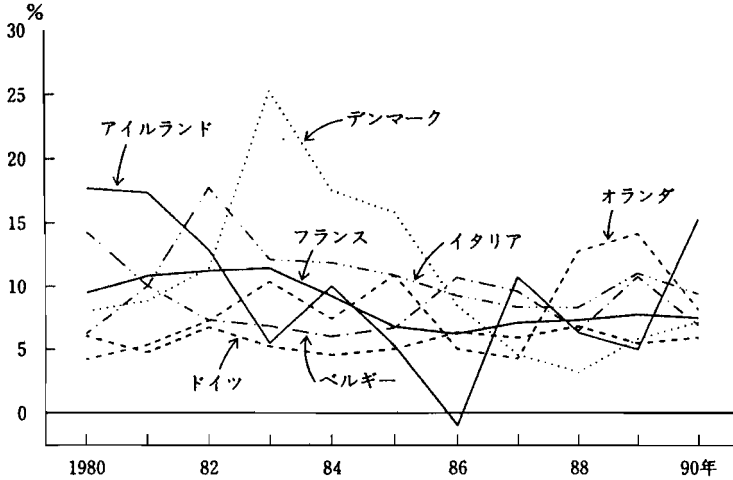
シャ、ポルトガルは92年においてもそれぞれ15.6%、9.7%であった)。EUR5諸国のインフレ率の収斂があまり進まなかったのは、これらの国が採用しているERMのワイド・バンド(±6%)あるいは管理フロート制の伸縮的な為替相場制度のもとでは、EUR7諸国のナロー・バンドと比べて、金融政策スタンスの乖離の余地が大きいことを反映しているのである。

もしERMの為替再調整によって相殺されないほどのインフレ率の乖離が存続すれば、実質為替相場の増価による国際競争力の喪失と経常収支の悪化が起こるだろう。実際に、1987年のERMの為替安定以降、イタリア、スペインの経常収支は持続的に悪化している(イタリアの経常収支の対GDP比率は、1987年の0.2%から91年の1.3%に上昇、スペインの経常収支赤字は1987年の0%から91年の3.1%に上昇)。アイルランド、フランス、イタリアなど、1980年代初めには高インフレにあった国では、86年ころまでに急速にインフレが抑制された半面で、比較的高水準の失業が継続している(1986年以降、アイルランドでは15~18%の範囲にあり、フランス、イタリアでは9~10%の範囲にある)。変動為替相場制のもとでの金融引締め政策には為替相場の増価のショックも加わって、速やかなインフレ抑制効果が期待される。ところが、固定為替相場制では金融引締め政策のインフレ抑制効果は急速には現われないから、高インフレ国では、国内のインフレ期待を打破するために長期間にわたって金融の引き締めを実施しなければならないのである。

(2) 金融政策コンバージェンス

1980年代にEMS加盟国のインフレ率が低水準に収斂したのは、各国の金融政策のスタンスがインフレ抑制的な方向に収斂したからである(図3-1の通貨供給量の変化を参照)。このような金融政策のコンバージェンスの要因として考えられることは、ERMのシステム自体が高インフレ国の通貨当局に金融引締め政策を強制することである。ERM参加国で平均水準以上のインフレを引き起こした国は、実質為替相場の増価による国際競争力の悪化を被る。通貨当局は、この予想外のインフレ発生の費用を回避しようとして、常にインフレ抑制的な金融政策を採用することになるのである。もっとも、

図3—1 EMS諸国の通貨供給量の変化(年変化率%)



- (注) 1. 各国の広義の通貨供給量 (M_2/M_1) の年末値の変化率。
 2. それぞれの貨幣集計量は、ベルギー(ルクセンブルクを含む)、イタリア、オランダについては M_{2N} 、デンマークについては M_2 、ドイツ、アイルランドについては M_2 、フランスについては M_{2R} である。
 (資料) *European Economy*.

1980年代のインフレ率下落傾向は世界的なものであり、ERM 未参加のイギリスでもインフレ率の顕著な下落が見られる。したがって、ERM のデフレ・バイアス機構が EMS の金融政策のコンバージェンスの決定的な要因であったとはいえない。むしろその要因は、欧州通貨安定圏を求める EMS 各国政府のインフレ抑制の意欲の高まり自体に求めなければならないのである。

フランスなどの高インフレ国がドイツの金融政策に追随したのは、インフレ・ファイターであるドイツの金融政策の「名声」(reputation) を借りて、自国の金融政策の信頼性を回復しようとしたためだと考えられる。高インフレ国では、インフレ率を引き下げるためにまず国内のインフレ期待を抑制しなければならない。独マルクにリンクした為替相場ターゲットに厳密にコミットした金融政策を堅持することで、インフレ期待シフト(抑制)の効果を求めたのである。オランダ、ベルギーなど、比較的低インフレの国でも、対マルク・レートの安定を最優先するハード・カレンシー政策が採用され、自国

のインフレ率をドイツの低インフレ水準に調整するような金融政策が推進された。EMSの為替再調整にあたっては、価格・費用格差の完全な補整は求めないで、むしろ実質為替相場の増価を利用して、国内の財政赤字、あるいは賃金引上げからくる価格プッシュに対する厳格な抑制が図られたのである。

(3) 金利コンバージェンス

EMS加盟国において、1980年代の後半には物価安定と為替安定が促進されたにもかかわらず、各国の金利はそれほど収斂しなかった(表3—3参照)。

ERMナロー・バンド参加のEUR7のうちで、ドイツとオランダのように自由な資本移動を容認する開放的な金融市場を持つ国の間では、金利差はほとんど存在しない。フランス、ベルギー、ルクセンブルク、デンマーク、アイルランドのように、一定の資本移動規制によって国内金融市場の分離を図ってきた国では、ドイツとのインフレ率格差の縮小(1986年には1.1~4.3%、88年には-0.1~3.1%の範囲に縮小)ほどには金利格差は縮小しなかった(1986年には3.1~7.8%、88年には2.4~4%の範囲にある)。資本移動規制のほかに、為替相場の伸縮的変動が許されていたEUR5では、ドイツとの金利差はインフレ率格差とともに非常に大きくなっている(1988年のインフレ率

表3—3 EMS加盟国の国内短期金利の推移

(単位: %)

	1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
(EUR7)									
ドイツ	9.5	5.4	4.6	4.0	4.3	7.1	8.4	9.2	9.5
オランダ	10.6	6.3	5.7	5.4	4.8	7.4	8.7	9.3	9.4
フランス	12.0	10.0	7.7	8.3	7.9	9.4	10.3	9.6	10.4
ベルギー	14.2	9.6	8.1	7.1	6.7	8.7	9.8	9.4	9.4
デンマーク	16.8	10.0	9.1	9.9	8.3	9.6	10.9	9.7	11.0
アイルランド	16.2	12.0	12.4	11.1	8.1	9.8	11.4	10.4	12.4
(EUR5)									
イタリア	16.9	15.0	12.8	11.4	11.3	12.7	12.3	12.2	14.0
イギリス	16.8	12.2	10.9	9.7	10.3	13.9	14.8	11.5	9.6
スペイン	16.5	12.2	11.7	15.8	11.6	15.0	15.2	13.2	13.3
ポルトガル	16.3	21.0	15.6	13.9	13.0	15.1	16.9	17.7	16.2
ギリシャ	16.4	17.0	19.8	14.9	15.9	18.7	19.9	22.7	23.5

(資料) *European Economy*.

格差は3.7～13.8%の範囲に、金利格差は6～11.6%の範囲にある)。

EUR7において、物価コンバージェンスにもかかわらず金利コンバージェンスが進まなかったのは、これらの国で資本移動制限によって国内金利が自主的に操作されたことが主な原因ではない。たとえば、フランスやイタリアの資本移動規制は、EMSの為替再調整が予想されるときに投機的資本移動によって生じる国内金利の攪乱(為替減価の期待から金利上昇圧力が生じる)を防止する役割を果たしており、系統的に国内金融市場の分離を図るものではなかった。国内金利と自由金利であるオフショア市場金利を比較した結果では、国内市場金利のオフショア市場金利からの乖離は為替再調整の前に集中しており(弱い通貨の減価を予想してオフショア市場金利は急騰するが、国内市場金利への影響は完全に遮断されている)、他の時期には国内市場金利はオフショア市場金利とほぼ一致しているのである。つまり、通常するときには自由な資本移動が許容されており、資本移動規制による国民的な金融政策の自主的な運営は限定されたものだったのである。

欧州通貨統合をめぐる「エコノミスト」と「マネタリスト」の対立はあらゆる面に現われるが、自由な資本移動と金融政策協調に関する「エコノミスト」の慎重な態度と「マネタリスト」の楽観的な態度は対照的である。「エコノミスト」は、金融政策協調が不十分な段階での資本移動規制の撤廃は、投機的資本移動に対する安全弁を失って、EMSの安定性を損なうと考えている。資本移動の自由化は、金融政策の収斂によって為替相場の安定が達成されてはじめて可能となるのである。一方の「マネタリスト」は、自由な資本移動の存在が、投機的資本移動の誘発を恐れた通貨当局の金融節度(インフレ抑制)の強化に導き、固定為替相場制の信頼性を高めると考えている。資本移動規制は、通貨当局に自主的な金融政策手段の操作の余地を与えて、為替相場の固定性に対する公衆の信認を損ない、投機的な通貨危機を促進することになるのである。⁴⁾

4) De grauwe (1990, pp.160-161); Giavazzi and Spaventa (1990, pp.69-74) 参照。1980年代におけるEU諸国での資本移動規制の撤廃については、Goodman and Pauly (1993) 参照。

資本移動が自由な場合には、各国間の金利格差は為替相場の期待減価率とリスク・プレミアムの和に等しくなる。EUR7での金利格差の持続は、「マネタリスト」が言うように、資本移動規制の存在自体が為替相場の固定性に対する公衆の信頼を損ない、為替相場変動の期待およびリスク・プレミアムの存続をもたらした結果だと考えられる。実際に、1990年の資本移動自由化後の91年には、アイルランドを除くEUR7の金利格差は0.5%以内に縮小した。

II EMS レジームの信頼性と対称性

1. 名目アンカーとしてのマルク

域内通貨協力機構としての欧州通貨制度（EMS）の中心的課題は、名目価格水準をつなぎ留めておくための「名目アンカー」の選択である。EMS レジームは域内為替相場の安定機構であり、ERM（ナロー・バンド）の市場介入義務が加盟国間の金融政策スタンスの収斂を促すものである。EMS 加盟国、対 ERM 参加国通貨の基準レートを維持するために、為替相場メカニズム（ERM）参加国の平均インフレ率から乖離した国内インフレ率を継続できない。したがって、EMS 加盟国は拡張的な金融政策スタンスの変更を強いられるのである。しかし、EMS レジームには域内物価を固定する「名目アンカー」は存在しない。つまり、EMS レジームは物価安定機構を欠いているのである。いくつかの加盟国の拡張的な金融政策によって EMS 加盟国の平均的インフレ率が引き上げられることから、ドイツ連邦銀行には、EMS レジームがインフレ・バイアスを持ち込むことにならないかという不安を引き起こしたのである（Ungerer et al. 1990, p.6）。

EMS レジームには、域内インフレ率の標準を与えて、加盟国の金融政策を収斂させるべき「名目アンカー」の導入方式について、加盟国間での合意が必要である。名目アンカー導入の1つの方式は、EMS 加盟国が域内の共通インフレ率に合意し、共通貨幣ターゲットを設定して、このターゲットに

従って各国の金融政策の国民的ターゲットを誘導することである。他の方式は、1つの国がアンカー国となって物価安定を実現するような金融政策を独立に追求し、他の加盟国がこれに追随することである。アンカー国のインフレ率がEMSのインフレ率の標準となり、これをターゲットにして他の加盟国が自国の金融政策を収斂させるのである。当初は、前者の方式に従って高インフレ国と低インフレ国との間に、ある共通インフレ率を設定して、すべての加盟国がこの水準に収斂するという対称的な金融政策の運営が構想されていた。しかし、結局、後者の方式に従って、最低インフレ率の国（つまりドイツ）がアンカー国として標準を設定し、他の加盟国がこれに収斂するという非対称的な金融政策の運営の考えが優勢となるのである（ibid., p.23）。

現実には、EMS レジームは、ドイツがその「名目アンカー」を提供し、独マルクをアンカー通貨とするマルク通貨圏となる（EMS＝マルク圏仮説）。ドイツは物価安定を目指した金融政策を独立に運営することで、域内のインフレ率の標準となる低インフレを実現する。他の加盟国は、ERM において自国通貨の対マルク・レートの基準レートを維持するように国際収支調整を図る。そのためにドイツのインフレ率に収斂するように、自国の金融政策をドイツの金融政策に追随する形で運営することになる。つまり、EMS レジームは、アンカー通貨国ドイツとこのアンカー通貨マルクにリンクする他の加盟国との間で、国際収支調整プロセスが非対称的に運営されるシステムなのである。これによって、ドイツはEMS への加盟によってマルクの信頼性を損なう危険を回避できたのである（ibid., p.6）。

2. 金融政策コンバージェンスの誘因

EMS レジームの非対称性は加盟国の対立と協調を生み出す。そこには加盟国の金融政策のコンバージェンスに対する非対称的な誘因が存在しており、加盟国相互の利益を保証する機構が組み込まれているものと考えられる。

ドイツの中央銀行であるドイツ連邦銀行は、国内物価安定を達成するために貨幣集計量ターゲット重視の金融政策に集中した。他の EMS 加盟国のう

ちで、オランダ、ベルギー、デンマーク、アイルランドなどの小国開放経済では、明確な国内貨幣供給ターゲットは放棄され、自国通貨の対マルク・レート
の切下げの規模と頻度を最小化するような為替相場ターゲット重視の金融
政策が実施された。フランス、イタリアのように比較的経済規模の大きい国
では、国内集計量（貨幣集計量および信用集計量）と為替相場の両方のター
ゲットを勘案した金融政策が実施された。このように、EMS レジームの金
融政策は、アンカー通貨である独マルクに引き付けられる形で非対称的に運
営された（Thygesen 1984, pp.275-283）。その結果、加盟国のインフレ率
は域内最低のドイツのインフレ率水準に収斂したのである。

このような EMS レジームにおける金融政策の非対称的な運営とインフレ
抑制方向での収斂は、ERM のシステム自体の帰結ではなく、加盟国の利益
の調整の結果なのである。ドイツにとっては自主的な金融政策の運営によっ
てマルクの信頼性を確保できる。他の加盟国にとっては、高インフレを抑制
し、国際競争力を強化するテコとして有効に利用できるものであった。

(1) 金融節度機能

EMS レジームの非対称的な金融政策運営の誘因としてまず考えられる要
因は、ERM のシステム自体が高インフレ国の通貨当局に金融節度（インフ
レ抑制）を強制する制度的装置である点が指摘できる（EMS＝節度説）。
EMS の域内固定為替相場システムであるERM のもとでは、ERM 参加国の
平均水準以上のインフレを引き起こした国は、実質為替相場の増価による経
常収支の悪化によって所得・雇用の低下を被る。通貨当局は、この予想外の
インフレ創出の費用を回避しようとして、常にインフレ抑制的な金融政策を
採用することになるのである。つまり、EMS にはデフレ・バイアスが存在
しており、そのインフレ率の収斂は EMS 加盟国の平均インフレ率の水準に
おいて実現するものではなく、インフレ抑制的な方向に非対称に実現される
のである（De Grauwe 1989, pp.27-28）。

しかし、1980年代のインフレ率下落傾向は世界的なものであり、ERM 不
参加のイギリスでもインフレ率は下落していった。したがって、「マネタリ

スト」の主張のように、EMSの域内固定為替相場システムのデフレ・バイアス機構が参加国のインフレ抑制に決定的な誘因を与えたという実証的な証拠は十分ではない。ただ、ERMナロー・バンド参加国のインフレ率の急速な下落と低水準への安定は注目に値するものである。したがって、EMS加盟国の金融政策のコンバージェンスの誘因は別の要因に求められるべきである。それはむしろ欧州通貨安定圏を求める域内各国政府のインフレ抑制と金融政策協調の意欲の高まりに求められるべきである。

(2) 欧州通貨安定圏

欧州通貨安定圏を求めるEMS加盟国にとっては、為替相場安定と物価安定は金融政策の双子の目的である。フランス、イタリアなどの高インフレ国が、独マルクとの緊密なリンクによってドイツの金融政策に追随してドイツとのインフレ率格差の縮小を図ったのは、インフレ・ファイターであるドイツの金融政策の「名声」を借りて、自国の金融政策の信頼性を回復しようとしたためと考えられる（EMS=名声輸入説）。高インフレ国では、国内通貨安定のためにインフレ率を引き下げのみに、まず国内のインフレ期待を抑制しなければならない。高インフレ国はそれを通貨価値の安定したマルクへのリンクが与えるインフレ期待シフト（抑制）効果に求めたのである。しかし、そのインフレ期待シフト効果は即時的ではなく、効果が現われるまでには相当の時間的なズレが見られるのである。独マルクにリンクした為替相場ターゲットに厳密にコミットしたインフレ抑制的な金融政策は長期間にわたって堅持しなければならない（Giavazzi and Giovannini 1990, pp.255-260; 1989 chap.5）。その結果は、きわめて高い失業率の持続という代償を払うことになるが、これらの国はそれを受容する用意があったのである。

高インフレ国がこのような緊縮政策を採用した背景には、政策スタンスとその政策理念に大きな転換があったとされている。もっとも注目すべきは、フランスで政権の座についたミッテラン社会党政府による当初の単独での思い切った景気拡大政策が、資本流出と通貨危機を招いて失敗に終わったことである（1981-83年）。EMSの加盟国であることが政治的に最優先されるフ

ランスにとっては、EMS内に留まって緊縮政策を進めながら経済拡張を計るという政策転換が求められたのである。イタリアの場合も、社会主義者を首班とする政府によって、賃金インデクセーション（スカラモビーレ）の程度を引き上げてインフレ抑制を図り、労働組合の反対を断固拒否したのである（1983-84年）。⁵⁾

オランダ、ベルギーなど、比較的低インフレの国でも、対マルク・レート of 安定を最優先するハード・カレンシー政策が採用され、自国のインフレ率をドイツの低インフレ水準へ調整するような金融政策が推進されたのである。EMSの為替再調整にあたっては、価格・費用格差の拡大を完全に相殺するような為替切下げは追求されなかった。為替切下げによって価格・費用格差の乖離を相殺しないかぎり、実質為替相場の増価によって輸出産業は困難に陥る。ところが、むしろこの実質為替相場の増価を利用して、国内の財政赤字あるいは賃金引上げからくる価格プッシュを抑制する政策が採られたのである（Ungerer et al. 1990; Jones et al. (eds.) 1998）。

3. EMS レジームの信頼性と対称性

EMS レジームは、元来、EMS 加盟国の国際収支調整プロセスの対称性を目指して計画されたものである。これはERM の為替市場介入システムにおけるパリティー・グリッド方式での当事国双方の介入義務の規定や、ECU レートの乖離限度を超える国（強い通貨、弱い通貨を問わず）には介入などの措置を求める ECU 乖離方式の導入に現われている。しかし、実際には、独マルクがEMS レジームのアンカー通貨となることで、その調整プロセスに非対称性が導入されることになった。域内の黒字国であり、アンカー通貨国であるドイツには国際収支調整の制約が解除され、域内の安定的な物価の基準を提供する役割が課されることになる。EMS レジームでの国際収支調

5) Weber (1991a) は、EMS の安定化の原因がその制度的節度機能にあるのではなく、ドイツ以外の加盟国（特に、フランス、イタリア）の政策スタンスのソフトカレンシー・オプションからハードカレンシー・オプションへの転換にあるとする。Spaventa (1990); Woolley (1992); Rieke (1990) も参照。

整の負担は、域内の他の加盟国、特に赤字国（弱い通貨の国）に課されることになる。ERMの対称的な為替市場介入ルールは、それ自体ではまったく対称的な国際収支調整プロセスを保証するものではなかったのである。

EMSレジームの非対称性をめぐる基本的問題は、国際収支不均衡の調整（あるいはファイナンス）とその負担において、インフレ的方向で解決するか（雇用・成長重視）、デフレ的方向で解決するか（物価安定重視）という政治的決定の問題である。EMSレジームの「信頼性」（credibility）を確保するためには、アンカー通貨国ドイツがインフレ抑制的な金融政策でリードし、他の加盟国がこれに追随することで、EMS加盟国全体の金融政策を物価安定重視のデフレ的方向に決定しなければならない。このようなEMSレジームの非対称的運営は、EMSの共同体的な（民主制の）特性に反する覇権的システムとなる恐れがある。ところが、EMSレジームの運営の「対称性」（symmetry）と民主制を確保しようとすれば、国際収支赤字国（弱い通貨）の通貨の切下げ（あるいは域内基金による赤字ファイナンス）による調整を図ることで、加盟国の金融政策を雇用・成長重視のインフレ的方向に決定しなければならない。それによってEMSレジームの「信頼性」は損なわれる恐れがある。⁶⁾

EMSレジームの非対称性論争は、アンカー通貨国ドイツの覇権的な金融政策の運営に批判的な他の加盟国（弱い通貨の国）のジレンマの反映である。弱い通貨の国にとっては、アンカー通貨マルクに対する基準レートの切下げによって金融政策の自律性の範囲は拡大するが、それはまた、自国通貨をアンカー通貨マルクに厳密にリンクすることによって達成される金融政策の信頼性を損なう結果になるかもしれないのである（Ungerer et al. 1990, p.10）。欧州通貨同盟はEMSレジームにおける「信頼性」と「対称性」のジレンマの解消の試みである（Winkler 1996, p.14）。欧州中央銀行（ECB）への加盟国中央銀行の金融主権の集中と委譲によって、ドイツ連邦銀行に替わって

6) Ungerer et al. (1990, pp.9-11) 参照。EMSレジームの「信頼性」と「対称性」のジレンマは民主制のジレンマであることについては、Winkler (1996, pp.11-14) 参照。

金融政策の「信頼性」を確保すると同時に、ドイツ連邦銀行の名目アンカー機能を制限することで「対称性」を回復することができるのである。

Ⅲ EMS レジームの非対称性

1. 為替市場介入の非対称性

(1) 非対称的な市場介入ルール

EMS レジームの非対称性はまず為替市場に現れる。元来、EMS の市場介入ルールは、域内通貨の為替相場が ERM の許容変動限界点に達したときに、その当該国双方によって、域内通貨を用いて為替市場介入が義務的に実施されるのが原則であった。この限界点介入 (marginal intervention) では、双方の国で対称的に市場介入が行われ、それぞれの国で反対方向の国内貨幣ストックの変化が生じるから、EMS 内では対称的な調整が誘発されるのである。しかし、この場合でも、弱い通貨の国の側では、自国通貨の買い支え介入によって通貨当局が保有する外貨準備が失われて、いっそう強い調整圧力が生じるから、非対称的な調整が強制されることになる。このような ERM の義務的な限界点介入方式は、1983年3月の EMS の包括的な為替再調整と加盟国のインフレ抑制政策への転換のころから減少して、独マルクを用いた自発的な限界内介入 (intra-marginal intervention) 方式が優勢になってくる。この場合には、マルクが EMS レジームのアンカー通貨として域内の準備通貨機能を果たすことで、EMS の為替市場介入は実際に非対称的に実施されるようになるのである (Ungerer et al. 1990, p.12)。

欧州通貨制度 (EMS) 加盟国が外貨準備保有の独マルクによる自発的な限界内介入をする場合には、介入国の国際準備および国内貨幣ストックは変化するが、ドイツの国内貨幣ストックは変化しない。したがって、このタイプの市場介入方式では、市場介入に伴う調整圧力がアンカー通貨国ドイツ以外の加盟国で生じるから、EMS 内で非対称的な調整が誘発される。しかし、この限界内介入がドイツ連邦銀行からの直接借入 (あるいは VSTF 融資)

によって実施される場合には、介入国の側で国内貨幣ストックが減少すると同時に、貸付国ドイツの側では国内貨幣ストックが増加する。したがって、このタイプの限界内介入は対称的な調整に導くことになる。米ドルでの介入が行われる場合には、介入国ではドル準備および国内貨幣ストックが変化するが、他の加盟国の国際準備および国内貨幣ストックは影響を受けないから、この米ドルでの介入の効果は非対称的である。⁷⁾

表 3—4 ERM 参加国の為替市場介入

(単位: %)

	1979—82年	1983—85年	1986—87年	1988—89年
A)形態別;				
米ドル介入	72.8	53.5	27.8	45.1
ERM 通貨介入				
限界点介入	10.7	10.5	11.6	1.4
限界内介入	15.2	33.2	59.0	59.5
その他	1.3	2.8	1.6	4.0
B)通貨別;				
米ドル	71.5	53.7	26.3	
EMS 通貨	27.2	43.5	71.7	
(ドイツ・マルク)	(23.7)	(39.4)	(59.0)	
その他	1.3	2.8	2.0	

(注) すべての介入は買い介入と売り介入の合計である。

(出所) A) Bini-Smaghi and Micossi (1990), Table 6.2 (p.125).

B) Tavlas (1991), Table 11 (p.29).

表 3—5 ドイツ・マルクによる ERM 市場介入の形態別構成

(単位: %)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989年
限界点介入	25	46	48	12	44	11	1	17	12	0	26
限界内介入	75	54	52	88	56	89	99	83	88	100	74

(注) すべての介入は買い介入と売り介入の合計である。

(出所) Tavlas (1991), Table 10 (p.28) より作成。

7) Russo and Tullio (1988, pp.318-320); Mastropasqua et al. (1988, pp.270-272) 参照。市場介入の対象となる通貨にかかわる当該国の国内貨幣ストックへの影響が対称的か非対称的かで、介入方式を「対称的介入」と「非対称的介入」に区別することの重要性については、藤田 (1992, 17頁); Masera (1987, p.4) 参照。EMS におけるマルクの基軸通貨化については、Tavlas (1991); 井上 (1994); 山本 (1994); 上川 (1992a,b) 参照。

表3-4によって為替相場メカニズム（ERM）参加国の市場介入形態の推移を見れば、EMS発足当初（1979-82年）には米ドル介入が70%以上を占めており、加盟国通貨での介入は4分の1程度にすぎなかった。80年代後半には、これが逆転して、加盟国通貨での介入が半分以上を占めるようになっていく。加盟国通貨での介入の場合に、79-82年には限界点介入と限界内介入の比率はあまり違いがなかったが、83年以降は限界点介入の比率は急減している。加盟国通貨での介入の大部分は独マルクによるものであり、マルクでの介入のほとんどは限界内介入によるものである（表3-4, 3-5参照）。国別に見れば、ERMワイド・バンド（±6%）採用のイタリアでは加盟国通貨での限界点介入はゼロであり、もっぱら限界内介入を行っている。ドイツは、加盟国通貨での限界内介入はゼロであり、もっぱら限界点での義務的介入を果たしているだけである。フランス、ベルギーは限界点および限界内介入のいずれもおおきな比率を占めている。米ドルでの介入はほとんどドイツ、フランス、イタリアに限られており、83-85年のドル高期にはドイツの介入が65%を占めている（表3-6参照）。

表3-6 ERM参加国の為替市場介入の国別構成

(単位: %)

	EMS通貨・限界点介入		EMS通貨・限界内介入		米ドル介入	
	1983.1-85.3	85.4-86.4	1983.1-85.3	85.4-86.4	1983.1-85.3	85.4-86.4
ドイツ	(-) 9.3	(-) 3.1	0.0	0.0	(-) 64.5	(-) 7.6
オランダ	(-) 3.9	(-) 10.8	0.6	5.1	(-) 0.9	9.2
フランス	31.3	86.1	63.7	(-) 64.7	(-) 30.3	14.2
イタリア	0.0	0.0	7.3	(-) 7.9	1.2	(-) 59.2
ベルギー	(-) 55.4	0.0	28.3	(-) 22.4	(-) 3.0	(-) 9.7

注1. 1983年1月～1985年3月の期間と、1985年4月～1986年4月の期間における各介入形態の国別構成を示す。

2. 各介入形態の買い介入と売り介入の合計における各国の買い介入あるいは売り介入の比率を示す（マイナスは売り介入）。

(出所) Giavazzi and Giovannini (1989), Table 4.1 (p.65).

以上のように、ERMの限界点介入の減少と独マルクによる限界内介入の増加、および米ドルに替わる独マルク介入の増加があり、EMS内でのマルクの基軸通貨化と、ドイツと他の加盟国との間での非対称的な市場介入ルー

ルの定着が見られるのである。

(2) 非対称的な不胎化操作

為替市場介入が国内貨幣ストックに及ぼす影響は、不胎化操作によって完全に除去することができる。たとえば、仏フランに対する投機的アタックがあり、フランスとドイツの両国でフラン買い・マルク売りの対称的な介入が行われたとする。フランスでは国内貨幣ストックが減少し、ドイツでは国内貨幣ストックが増加する。しかし、ドイツの通貨当局がその国内貨幣ストックの増加の影響を不胎化すれば、ドイツの金融市場では市場介入を導いた投機的攪乱の影響は相殺され、その影響はもっぱらフランス側で生じる。つまり、両国で対称的な市場介入が行われても、一方の国で介入に伴う国内貨幣ストックの変動の不胎化操作が行われるならば、その結果は、両国での非対称的な国内貨幣ストックの調整となるのである。

不胎化政策は、為替市場介入が国内貨幣ストックに及ぼす影響を完全に除去することで、域内通貨の市場介入に関して、国内貨幣ストックの調整の非対称性を導く。国内信用量と国内貨幣ストックの関連は、市場介入ルールおよび不胎化政策のパラメーターの関数となる。ある一定の介入ルールのもとで、もしドイツがすべての国際準備フローを不胎化すれば、ドイツの国内貨幣ストックは完全にドイツの国内信用量のみ依存することになる（両者の完全相関）。この場合に、他の加盟国の国内貨幣ストックもまた、ドイツの国内信用量によって影響を受けるだけであり、自国の国内信用量とはまったく独立となるのである（両者の相関はゼロ）。⁸⁾

8) 次のようなモデルによって、ドイツおよび他の ERM 参加国における為替市場介入および不胎化操作が両国の国内貨幣供給量および利率に及ぼす効果を考えることができる（ドイツと他の参加国の 2 国モデルであり、*印は他の参加国のものである）。Giavazzi and Giovannini (1989, pp.67-69) 参照。

$$[\text{モデル}] \quad M = -v - ai, \quad M^* = -v^* - ai^* \quad \dots(1)$$

$$M = \bar{D} + R, \quad M^* = \bar{D}^* + R^* \quad \dots(2)$$

$$D = \bar{D} - bR, \quad D^* = \bar{D}^* - b^*R^* \quad \dots(3)$$

$$i = i^* + x \quad \dots(4)$$

$$R = g(R - R^*), \quad 0 \leq g \leq 1 \quad \dots(5)$$

M:貨幣需要量, D:国内信用量 (バー付きは外生部分), R:外国為替準備, v:流通速度ショック, i:利率, b:不胎化係数 ($0 \leq b \leq 1$), x:内外投資選好の外生的攪乱 (期待為替相場の変化、あるいはリスク・プレミアム), g:介入ルール・パラメーター (g=1のときにはドイツのみが準備フロー調整, g=0 のときには他の参加国がすべて準備フロー調整)。メ

つまり、ドイツがすべての国際準備フローを不胎化するとすれば、他の加盟国はドイツの金融政策に完全に同調する必要があり、自国の国内貨幣ストックをまったく管理できないのである。ここに域内での国内通貨供給量の管理をめぐる非対称性が生じるのである。対称的な市場介入ルールは対称的な為替相場システムの必要条件ではあるが、十分条件ではないのである。

EMS加盟国が完全に同等の国であれば、適当な介入ルールないし不胎化政策の選択によって、どの国でもシステムを中心に位置することができる。現実には、不利な国際ポートフォリオ攪乱に直面しがちな国は、大規模の国際準備喪失を恐れて不胎化政策には従わないだろう。国際準備不足や借入制限のある弱い通貨の国が非不胎化政策を選択することによって、拘束的な借入制約に直面しない強い通貨の国に国内通貨供給量管理の選択権が残されることになる。したがって、EMS内での非対称的な攪乱の影響と国際準備の規模の制約によって、不胎化政策を実行できる強い通貨の国の中央銀行が、他の中央銀行よりもいっそうEMS内の通貨供給量に影響を及ぼすことになる (Giavazzi and Giovannini 1989, pp.69-71)。

EMS レジームの基本的な非対称性は、ドイツの不胎化政策の実施にある。第3-7表に見るように、EMS内での独マルクによる介入がドイツの中央銀行の純対外ポジション、したがって国内銀行への中央銀行貨幣の供給に及ぼす効果は、1980年までは限界点介入および限界内介入のインパクトがそのまま現われていた。しかし、それ以降はほぼ限界点介入のインパクトの部分が現われており、それもほとんど不胎化されるようになっていく。為替相場の下方圧力に直面した弱い通貨の国は、介入のファイナンスがいかなる方法で行われようとも、不胎化政策を長期的に実施することは不可能であり、ド

\\ [モデルの解] (1)~(5)式を解くと、

$$M = (1-\Phi)\bar{D} + \Phi\bar{D}^* - \Phi[(v-v^*) + ax],$$

$$M^* = (1-\Phi)\bar{D} + \Phi\bar{D}^* + (1-\Phi)[(v-v^*) + ax],$$

$$i = -[(1-\Phi)(\bar{D}+v) + \Phi(\bar{D}^*+v^*)] / a + \Phi x,$$

$$i^* = -[(1-\Phi)(\bar{D}+v) + \Phi(\bar{D}^*+v^*)] / a - (1-\Phi)x,$$

$$\text{ただし、 } \Phi = g(1-b) / [g(1-b) + (1-g)(1-b^*)], 0 \leq \Phi \leq 1.$$

もし他の参加国において為替相場介入に伴うすべての調整が行われるか ($g=0$)、あるいはドイツにおいて完全な不胎化政策が実施されると ($b=1$)、

$$M = \bar{D}, M^* = \bar{D} + (v-v^*) + ax, i = -(\bar{D}+v) / a, i^* = -(\bar{D}+v) / a - x.$$

表3—7 EMSにおけるドイツ・マルク介入とドイツの国内流動性へのインパクト
(単位:10億ドイツ・マルク)

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989年
マルク介入											
限界点介入	+3.6	+5.9	+15.0	+3.0	-8.4	+4.7	+0.4	-14.8	+15.0	—	+5.0
限界内介入	+5.4	-4.9	+4.7	+3.4	-6.2	-21.4	+1.6	+40.4	+13.9	-10.5	-11.8
合計	+9	-10.8	+19.7	+6.4	-14.5	-16.6	+2.0	+25.5	+28.9	-10.5	-6.8
ドイツ国内											
流動性増減	+9.2	-10.5	+13.7	+3.6	-7.8	+1.4	-0.2	-8.4	+18.1	-6.1	0.0

- (注)1. ERM参加国におけるドイツ・マルク介入(売り介入と買い介入の差額)が、ドイツ連邦銀行の純対外ポジション、およびその中央銀行貨幣供給に及ぼすインパクトを示すものである。
 2. プラス(+)はドイツ・マルク売り超過、あるいはドイツの国内流動性拡大インパクト、マイナス(-)はドイツ・マルク買い超過、あるいはドイツの国内流動性縮小インパクトを示す。
 3. 1979年の値は、1979年3月13日からの集計額。

(出所) Ungerer et al. (1990), Table 6 (p.60).

イツの不胎化政策の影響は他の加盟国に比べてはるかに大きいのである。

2. 金利調整の非対称性

(1) 金利調整の非対称性と資本移動規制

EMSの市場介入が対称的に行われて、当該両国の国内貨幣ストックに反対方向の対称的な変化が生じる場合でも、市場介入の効果がドイツ国内において不胎化されると、その全体の調整は他の加盟国における貨幣ストックと利子率の変化を通じて行われなければならない。このようなEMSレジームの非対称的な金利調整は、予想為替相場の変化、あるいはリスク・プレミアムの変化に原因するような両国間での国際的なポートフォリオ攪乱によるオフショア市場(ユーロ)金利の変動に典型的に現われる。

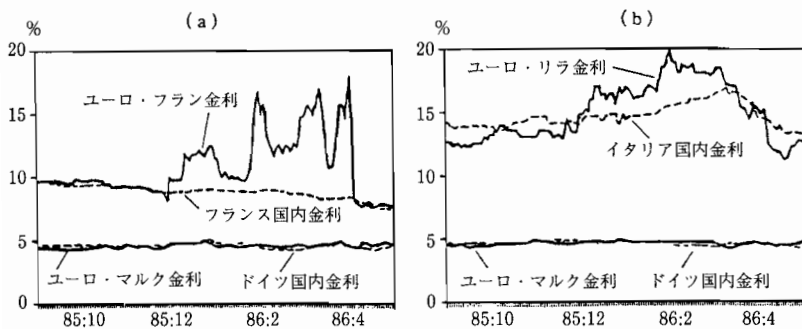
EMS内のドイツおよび他の加盟国の利子率の変動は、両国における貨幣需給の攪乱を反映した共通の調整部分と、国際的ポートフォリオ攪乱を反映した両国での反対方向への調整部分の2つの部分で構成されている。市場介入ルール、あるいは不胎化政策によって、ドイツがEMSのアンカー通貨国のポジションを獲得するときには、利子率の共通調整部分はドイツの貨幣需給の攪乱だけを反映し、利子率の国際的ポートフォリオ調整部分はドイツの

利子率には影響しないで、他の加盟国の利子率に反映されるだけである。つまり、EMS レジームの非対称的調整システムのもとでは利子率の非対称的調整が生じるのである。アンカー通貨国ドイツの利子率は自国の金融市場によって影響を受けるだけであるが、他の加盟国はドイツの金融市場の状況によって自国の利子率が左右されるだけでなく、国際的ポートフォリオ攪乱の影響による利子率の調整をすべて転嫁されることになる (Giavazzi and Giovannini 1989, pp.71-72)。

図3-2によってEMSの為替再調整前のオフショア市場(ユーロ)金利の動きを見ると、金利調整の非対称性は明らかである。1986年4月の為替再調整前に仏フランや伊リラのユーロ金利は高騰しているが、独マルクのユーロ金利はまったく変動しておらず、国際的なポートフォリオ攪乱の影響はもっぱらフランやリラの側に現れている。将来の為替再調整の期待は、マルク以外のEMS加盟国通貨のユーロ金利の上昇によって完全に吸収されており、ユーロ・マルクの金利はそれらの期待による攪乱の影響をまったく受けていない。

EMS加盟国の多くでは、国内市場はオフショア市場から隔離され、国内金利がユーロ金利と乖離する傾向にある。国際的ポートフォリオ攪乱によっ

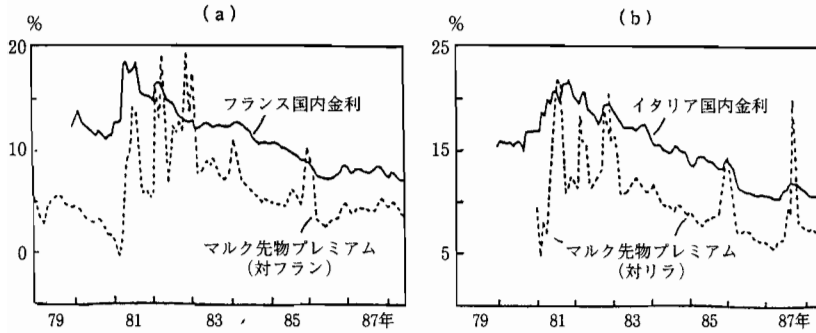
図3-2 ユーロ金利と国内金利



(注) (a)図のフランスおよびドイツのユーロ金利と国内金利は1カ月の預金利子率、(b)図のイタリアおよびドイツのユーロ金利と国内金利は3カ月の預金利子率である。

(出所) Giavazzi and Giovannini (1989), Fig.4.1 (p.72), Fig.4.2 (p.73).

図3-3 国内金利（3ヵ月）と先物プレミアム



(注) フランスの国内金利はCPレート、イタリアの国内金利はTBレートである。

(出所) De Grauwe (1991), Fig.14.5, 14.6 (p.214).

て、弱い通貨に対する投機的圧力が高まる時期には、その対マルク・レート切下げの期待から、弱い通貨の国のユーロ金利はマルクの先物プレミアムを反映して高騰する。しかし、資本移動規制が存在する国では、国内金利はユーロ金利から大幅に乖離することになる。図3-2に見るように、投機的危機の時期においては、ユーロ・フラン金利、ユーロ・リラ金利の変動は、ユーロ・マルク金利のそれと比べてはるかに大きいですが、しかし、国内金利は投機的攪乱からほぼ完全に隔離されているのである。⁹⁾

もしフランスが資本移動規制を導入して、予想されるフランの対マルク・レートの減価が国内金利に及ぼす上昇圧力を遮断するとすれば、フランスの国内金利は投機的攪乱からは隔離されて不変である（マルクの先物プレミアムの変動はユーロ金利の変動に吸収される）。したがって、ドイツおよびフランスの国内金利、およびマルクの先物プレミアムを比較すると、金利平価（金利裁定均衡）はまったく成立しないことになる。つまり、EMS レジームの非対称的な金利調整システムのもとでは、フランスにおいて資本移動規制が完全であれば、フランスの通貨当局もドイツと同様に、国内貨幣ストック

9) Giavazzi and Giovannini (1989, pp.71-75) 参照。De Grauwe (1990, 1991) も同様の分析を行っている。

および金利を自主的に管理し、金融政策の独立性を保つことができるのである（De Grauwe 1990, p.171; 1991, pp.217-219）。図3—3に見るように、投機的危機の時期には、マルクの先物プレミアム（対フラン、リラ）が急騰しているが、フランスおよびイタリアの国内金利は、1981年10月の為替再調整のフランスを除いて、ほとんどその影響を受けていない。

資本移動規制導入の根拠としては、①為替相場変動の期待が存在する場合の国内金利の安定性、②中央銀行保有の国際準備に対する投機的アタックの回避、が考えられる。前者に関しては、為替切下げが予想される場合に、その国の短期金利はほとんど通貨当局の容認できない水準にまで急騰するから、投機的アタックから国内金利を防衛するために、資本移動規制が導入される。後者に関しては、国際準備保有の費用が存在するかぎり、投機的アタックに対抗して自国通貨の買い支えを続けたときの国際準備枯渇の危険を考慮して、資本移動規制が導入される（Giavazzi and Giovannini 1989, pp.161-163）。このように、弱い通貨の国が投機的攪乱に対して資本移動規制を導入するのは、EMS レジームの非対称的な金利調整システムのもとでは、投機的危機における大規模の金利調整圧力が自国に全面的に転嫁されることへの対抗措置と考えられる。

(2) 資本移動規制と金融政策の独立性

資本移動規制の導入は、EMS レジームの非対称的な金利調整システムのもとでも、弱い通貨の国の側に生じる調整圧力を相殺し、その対称的な運営を許容することによって EMS レジームの政治的安定を提供する機構である。実際には、厳格な資本移動規制によって国内金融市場を完全に隔離することは困難であるが、投機的な攪乱による通貨危機を回避するという意味で重要な役割を果たしているのである。

国内金利とオフショア市場（ユーロ）金利（自由金利）の格差のデータから、資本流出、資本流入の利益機会が存在する時期を明らかにすることで、資本移動規制が国内金利とユーロ金利の間に一定のクサビを打ち込むものではないことを確認できる。国内金利とユーロ金利の格差が存在する期間は、

資本移動規制が資本流出防止に有効であったのであり、格差が存在しない期間は、資本流出、資本流入のいずれの方向での移動制限も存在しなかったことを示唆している。ジャヴァッツィ＝ジョヴァンニーニ (Giavazzi and Giovannini 1989) によると、1980年11月～87年12月の期間において、資本流出、資本流入の利益機会の存在する週は、フランスでは85%、イタリアでは50%あるが、EMSの為替再調整前の時期(1982年10月～83年3月)には、フランスで100%、イタリアで96%となっている。85年7月の為替再調整を含む比較的平静であった時期(1983年4月～85年11月)には、フランスで83%、イタリアで43%と、ほぼ全期間の比率と同じである。資本流出、資本流入の利益機会の存在するような国内金利とユーロ金利の格差が発生するのは投機的攪乱の時期に集中しており、平常時には資本流出、資本流入のいずれの方向での利益機会も存在しない期間(国内金利とユーロ金利が一致する)が多いのである。つまり、フランス、イタリアでは、EMSの為替再調整が予想されるときに投機的資本移動によって生じる国内金利の攪乱を防止するために、資本移動規制が導入されたのであり、系統的に国内金融市場の分離を図るのが目的ではなかったのである(pp.174-176)。

EMSが平静なときにはこれらの国の国内金利とオフショア市場(ユーロ)金利が一致していたということは、平常時には、資本移動規制によって国内金融市場を分離し、金融政策の自主的運営を図ることは限定されたものだったと予想される。表3-3のEMS加盟国の国内金利の推移を見れば、自由な資本移動を容認する開放的な金融市場を持ち、ドイツの金融政策に追随する政策を採用していたオランダでは、ドイツとの金利格差はほとんど存在しない。一定の資本移動規制の存在したフランス、ベルギーなどでも、ドイツの金利との連動性(相関)は相当に高いが、それはこれらの国の金融政策もドイツの金融政策に追随していたことを示唆している。

しかし、デ・グラウウェ(De Grauwe 1991)によると、EMS加盟国の国内金利の相互依存の非対称性は検証できなかった。短期金利に関しては、相互依存的なものもあり、まったく関係ないものもあるが、ドイツの金利の

一方的な影響は見られない。長期金利に関しては、その相互依存性はきわめて対称的であり、他の国の金利によって一方的に影響を受けることはほとんど見られない。つまり、EMS レジームの金利調整がドイツと他の加盟国の間で非対称的であり、ドイツが金融政策の自主的運営によって金利の独立性を維持し、他の加盟国がこれに追随する形で自国の金融政策を従属的に運営することで金利の独立性を失っているという見解は、実証的には確認できないのである (pp.219-23)。

EMS レジームの非対称的な金利調整システムは、資本移動規制によって比較的対称的に運営されてきた (少なくとも EMS の投機的危機においては)。1992年域内市場統合計画に基づく資本移動の自由化は、すでに1990年までに主要加盟国において実現されている。このような資本移動規制の撤廃は、域内通貨の金利格差をきわめて小さくして、その連動性をいっそう強化している (表3—3 参照)。その結果、EMS レジームの非対称的な金利調整システムの作用が表面化することになるのであろうか。

従来の EMS レジームが比較的対称的に機能してきたのは、ドイツの不胎化政策と他の弱い通貨の国の資本移動規制の両方が相補って、EMS の投機的攪乱から両国の国内金融市場を隔離するのに役立ってきたからである。資本移動規制の撤廃によってその一つの手段が利用できなくなると、ドイツに対する調整圧力もそれだけ強くなり、不胎化操作も困難になるであろう。大規模の投機的資本移動が生じる場合には、弱い通貨の国内金利に対していっそう大きな上昇圧力が生じると予想される。それはまた、同時に、ドイツの貨幣ストックへの増加圧力、そしてドイツの金利への引き下げ圧力も、弱い通貨の国での資本移動規制が実施できた場合よりもいっそう強まると予想される。つまり、資本移動自由化は、ドイツの不胎化政策の実施を困難にし、それだけ EMS レジームの非対称性を弱めると考えられるのである。¹⁰⁾ したがって、資本移動自由化によって EU 金融・資本市場統合が進んだ新しい

10) De Grauwe (1990, pp.174-175; 1991, p.219); Giovannini (1990a, pp.4-5); Russo and Tullio (1988, p.317); Artis (1987, pp.194-195); Mastropasqua et al. (1988, pp.283-284) 参照。

EMS レジームにおいては、ドイツをアンカー通貨国とする非対称的システムによる信頼性の確保という安定した機構が失われることになる。そこに EMS レジームから欧州通貨同盟に転換する経済的要因が存在するのである。

Ⅳ EMS レジームのリーダーシップ

1. ドイツのリーダーシップ

(1) アンカー国ドイツの利益

EMS レジームにおけるドイツの役割は、ブレトンウッズ体制におけるアメリカの役割に類似するものがある。EMS レジームの非対称的調整システムの安定性は、ドイツが欧州通貨安定圏としての欧州通貨制度（EMS）の名目アンカーの安定性を保証するような金融政策を実施し、他の加盟国がこれに追従してその金融政策を調整して国際収支均衡を図ることによって達成される。つまり、ドイツが安定的な金融政策によって低インフレ率を保証し、一方で、他の加盟国はその金融政策をこれに調整するのである。ブレトンウッズ体制においては、アメリカが物価安定のアンカーとなり、他の加盟国がその金融政策をこれに整合させようとするかぎり、ドルの安定と固定為替相場システムが存続可能であった。これと同じように、EMS レジームにおいてもドイツの安定的な金融政策の追求と他の加盟国の金融政策の協調があつてはじめて EMS の非対称的レジームが存続するのである（覇権安定説）。¹¹⁾

しかし、国際通貨システムにおける基軸通貨としてのドルと EMS レジームの名目アンカーとしてのマルクのパワーから見ると、ドイツとアメリカの地位には重大な違いがある。まず第1に、EMS レジームにおけるドイツの

11) 為替相場レジームにはいわゆる「N-1問題」を解決すべき国際収支調整ルールが必要である。Nカ国の世界では(N-1)個の国際収支調整手段だけが独立に決定できる。もしNカ国がそれぞれ調整手段として為替相場手段(固定相場制では国内支出調整手段)を独立に使用しようとすれば、その手段は過剰になる。つまり、Nカ国すべてが対外調整手段として為替相場の変更を図ることはできない。逆にいうと、国際収支調整に関して為替相場手段の自由度が1だけ存在しており、この為替相場手段の1つの自由度の利用方式を決定するシステムが必要になる(固定相場制では国内支出調整手段の自由度が存在)。「覇権レジーム」では、支配通貨(アンカー通貨)国がこのシステムの物価安定のアンカーとなり、残りの(N-1)カ国が為替相場(あるいは国内支出)の調整を行うのである。

経済規模が相対的に小さいことである。アメリカはブレトンウッズ体制において圧倒的な大国であったが、EMS内でのドイツの経済規模は、フランス、イギリス、イタリアと比較的接近している（ドイツ、フランス、イギリス、イタリアの経済規模（1999年）は、人口で、1.4:1:1:1、GDPで1.5:1:1:0.8である）。またドイツはアメリカよりもはるかに開放的な経済であり、対外的攪乱に対していっそう脆弱である。第2に、アメリカの金融市場の規模と洗練度に比べるとドイツの金融市場は未成熟であり、また、EU域内においてその強力な競争相手としてロンドン市場やパリ市場が存在している。第3に、ドイツのアンカー通貨ポジションは、EMSレジームの名目アンカーの提供国としてのドイツの物価安定優先の金融政策に対する信頼性に基づいていることである（Russo and Tullio 1988, pp.309-310）。

EU加盟国のなかで経済規模や金融市場において圧倒的に優位な地位にないドイツにとっては、EMSレジームの名目アンカーの地位に立つことで他の加盟国から攪乱的な影響を被る恐れがある。高インフレの加盟国がマルクにペッグすることで直ちにインフレ期待シフトによってインフレ抑制に成功するわけではないから、ドイツの交易条件（実質為替相場）はむしろ悪化（減価）するかもしれない。これが当初ドイツがEMSの創設を渋った理由である。しかし、ブレトンウッズ体制の崩壊のもとで、米ドルの不安定に応じて生じるマルクの対ドル・レートの増価に対して他のEMS諸国が追随できないと、EMSの為替再調整（域内通貨の対マルク・レートの切下げ）によって域内でのドイツの国際競争力には大きな打撃となるだけでなく、ドイツ経済にとって重要な域内共通農業政策と関税同盟の制度を破壊する恐れがあったのである。EMSの域内固定為替相場システムは、米ドルの不安定化のインパクトに対抗してドイツの交易条件の安定化に寄与して、EUの政治的分裂を回避するという利益があるのである（EMS＝欧州同盟説）。¹²⁾

実際に、ドイツの交易条件（実質実効為替相場）はEMSの発足によって安定している。ドイツの世界的な競争力指標とEMS加盟国に対する競争力

12) Giavazzi and Giovannini (1990, pp.260-262). Artis (1987, pp.184-186) も参照。

指標となるそれぞれの交易条件を比較すると、1950-70年代においては両者の相関が高いことから、他のEMS加盟国が独マルクの切り上げには追随しなかったことが示される。ところが、EMS発足の79年以降は逆転現象が見られ、両者の相関は負になっている。これはマルク・レートの変動がドイツの国際競争力に及ぼすインパクトが、EMSによって緩和されたことを示している (Giavazzi and Giovannini 1990, pp.61-62)。このドイツの交易条件の証拠からは、EMSが米ドルの不安定化によるマルクの対ドル・レートの変動からくる国際競争力の変動からドイツを防衛したといえるのである。1985年のドル暴落にあたって、EMS加盟国通貨はマルクに追随して対ドル・レートを切り上げることで、ドイツの交易条件に及ぼすインパクトは弱められた。EMSは域内におけるドイツの競争的地位を安定化する装置であり、ここにドイツがEMSに参加して名目アンカー提供国を引き受ける誘因が存在するのである。

(2) 相互依存システムにおけるパートナーシップ

ブレトンウッズ体制におけるアメリカのリーダーシップは、その経済規模と金融市場の優越性に基づく基軸通貨としてのドルのパワーにある。それに対して、EMSレジームにおけるドイツのリーダーシップは、物価安定優先の金融政策に基づくEMSのアンカー通貨としてのマルクの信頼性が認められたところにある。したがって、もしEMSレジームの目的が「欧州通貨安定圏」の形成ではなく雇用・成長重視の政策に転換して、他の加盟国がマルクのアンカー通貨としての機能の重要性を認めなくなれば、ドイツはEMSレジームのリーダーシップを失うことになる。

EMSレジームは、典型的な意味での覇権システムではない。これはほぼ同じ程度の経済規模の国からなる相互依存性の高いシステムであり、ドイツを含めての利益享受システムである。そこにはドイツの他の加盟国に対する一方的な支配関係（優越性）は想定できない。「ドイツの優越性」(German dominance) の条件として、①世界的隔離性 (world insularity) ; 域外諸国の金融政策はドイツの金融政策への影響を通じてのみ他のEMS加盟国の

金融政策に影響を及ぼすこと、②EMS内隔離性 (EMS insularity) ; EMS加盟各国の金融政策はドイツ以外の加盟国の金融施策に対して反応しないこと、③ドイツの政策への従属性 ; EMS加盟各国の金融政策はドイツの金融政策とは独立ではないこと、④ドイツの政策の独立性 ; ドイツの金融政策は他の加盟国の金融政策の影響を受けないこと、の4つの仮説を検証した結果では、このような意味での典型的なマルク圏 (ドイツの優越性) の存在は否定されている (Fратиanni and von Hagen 1990, pp.93-100)。このような結果が意味することは、EMSが厳密な意味でのマルク圏として運営されており、他の加盟国がドイツの金融政策への追随を強制されているという見解 (EMS=マルク圏説) は支持できないということである。つまり、EMS加盟国間の相互依存性は高く、ドイツの優越性は圧倒的ではないのである。したがって、将来のEMSの強固な基礎はドイツのリーダーシップにかかっているという考えには疑問が残るのである。¹³⁾

従来、ドイツとオランダの間に見られたようなドイツのリーダーシップに基づく非対称的關係が、例えばドイツとフランスの間を誘導する原理になるとは考えられない。フランス経済はドイツ経済と規模的に匹敵するものであり、フランスがオランダと同様に、ドイツに対して従属的な地位を容認するとは考えられない。つまり、ドイツと比較したフランスの相対的経済力の大きさと両国経済の相互依存性から考えると、EMSレジームの非対称性は両者の経済的利益をめぐる政治的な対立によってシステム全体を損なう恐れがあり、基本的には望ましいシステムではないのである。EMSレジームは、パートナーシップに基づく対称的な調整システムと政策決定ルールを導入することで政策協調を促進しなければならない。ここにEMSレジームが欧州通貨同盟に転換する政治的な要因が存在するのである。¹⁴⁾

ドイツのリーダーシップは、その金融政策に対する信頼性からくるマルク

13) Kindleberger (1988) は、ECの成功がドイツのリーダーシップにかかっているにもかかわらず、国際政治上の問題でその見通しは小さいとしている (pp.163-165)。

14) De Grauwe (1990, pp.175-176) 参照。相互依存的なドイツとフランスにおける経済協調の必要性和ドイツ中央銀行の信頼性への依存というEMSのパラドックスの存在については、Cohen et al. (1988) 参照。

のアンカー通貨機能の反映である。これは EMS 加盟国がインフレ抑制的な金融政策を追求した1980年代には有効であった。しかし、物価安定が達成され、インフレ抑制へのコミットメントによる信頼性が獲得されたときに、加盟国の政策スタンスに乖離が生じると、加盟国の間で公然たる対立が生じる恐れがある。1993年の欧州通貨危機はまさに EMS レジームの非対称的運営をめぐる対立によって生じた混乱であった。東西ドイツ統一後の財政赤字の拡大に応じたドイツのインフレ抑制的な金融引締め政策とマルク高がイギリスやイタリアの拡大政策（低金利、通貨切下げ）と対立したのである。域内金融市場統合による資本移動の自由化と域内通貨代替の拡大は、ますます加盟国間の金融政策の相互依存性を高めて、各国の自主的な金融政策の有効性を制限することになる。これはドイツの自主的な金融政策の追求をも困難にするだろう。したがって、EMS は、加盟国全体の金融政策の共通ターゲットの設定方式による名目アンカーの導入によって加盟国全体の通貨管理を行うことが急務となる。ここに、EMS レジームが欧州通貨同盟に転換する経済的な要因が存在しており、欧州単一通貨の導入と ECB の創設が求められるのである。¹⁵⁾

2. EMU のパートナーシップ

(1) EMS から欧州中央銀行へ

欧州通貨統合はドロール報告からマーストリヒト条約を経て、EMS から経済通貨同盟 (EMU) へと発展する。欧州通貨安定圏の形成に一応の成功を収めた EMS レジームでは、域内金融市場統合によって統一金融政策の重要性がますます高まることになる。次の段階としては、欧州通貨安定圏の発展のための中心的機構として、欧州単一通貨を導入する欧州通貨同盟において物価安定にコミットする欧州中央銀行 (ECB) の創設が重要課題となるの

15) ドイツの金融政策スタンスについては、Henning (1994); 羽森 (1998); 岩見 (1999) 参照。EMS の金融政策の共通ターゲット方式については、Russo and Tullio (1988, pp.320-331) 参照。EC 通貨代替の拡大によって、EC 各国の貨幣需要の安定性よりも EC 通貨全体に対する EC 居住者全体の安定性のほうが高くなっており、EC 各国での通貨管理よりも EC 全体での管理のほうが望ましいことについては、Kremers and Lane (1990) 参照。

である。EMS レジームにおける ERM 参加国の独マルクにリンクした金融政策の運営は、物価安定にコミットするドイツ連邦銀行の「名声」の輸入によって自国通貨の信頼性を獲得する機構であった。この EMS に替わって公衆の信頼性を獲得するためには、欧州単一通貨を発行する ECB の新しい物価安定コミットメントの機構が必要である。その機構が ECB の「物価安定」目的の設定と「独立性」の保証である。ECB は、物価安定をターゲットとする通貨ルールにコミットする形で直接に物価安定という目的に制約された金融政策を運営する一方で、そのコミットメントを確実にするために政治的介入からの独立性が保証されることになるのである。

新しい欧州通貨安定圏の機構としての ECB の構築は、EU におけるパートナーシップの新しい課題となる。ECB の創設においても、ドイツのリーダーシップが決定的に重要であると同時に、EMS 加盟国による通貨協力が不可欠である。まさに、ECB の創設をめぐる EMS 加盟国間の交渉は、各国の政治経済的要因を反映した対立と協調のプロセスであり、その機構をめぐるリンケージによって加盟国間での利益の交換が見られるのである。EMS 加盟国にとって単一通貨導入による EMU の完成（欧州通貨同盟の形成）は重要な政治課題となっており、そのためにはドイツの参加が不可欠な条件である。EMS 加盟国は、ドイツの欧州通貨同盟参加を担保するために、ドイツの通貨同盟参加の代償として、ドイツの要求する ECB の物価安定コミットメント機構を承認したということである。物価安定を金融政策の最優先課題としてきたドイツにとって、安定通貨・マルクを放棄し、よりインフレ的になると予想される欧州単一通貨を導入することは無条件には同意できないところである。そこでドイツは、EMS 諸国のインフレ率がドイツの低水準に収斂するように作用する ERM の節度メカニズムの代替機構として、物価安定を最優先の任務とする ECB の創設を望んだのである。

一方で、EMS 加盟国の中央銀行は、各国政府から独立した ECB の創設には意欲的であった。各国中央銀行は、ドイツの金融政策に従属する立場に置かれていた EMS に替えて、ドイツ連邦銀行の影響力から独立した ECB を

創設して、EUの金融政策におけるその発言力の回復を図ったのである。また、EMS加盟国にとってもドイツの要求するECBの独立性と物価安定目的を受け入れる余地があったと考えられる。EMS諸国はすでにERMの節度メカニズムを受け入れることで物価安定優先の政策運営の費用を払っており、ECBの物価安定へのコミットメントが実物経済に及ぼす追加的費用はすでに小さなものである。むしろ、なお残存するインフレ期待を吸収することによる追加的利益（特に、名目金利の引下げ、為替リスクの排除）が大きいと期待できるのである。

(2) 欧州中央銀行の独立性

ECBの統治機構（ガバナンス）をめぐるでも、ドイツと他のEMS加盟国との間に対立と協調が見られる。ECBは政策委員会（Governing Council）・理事会（Executive Board）・各国中央銀行（NCB）の分権的な三層構造となっているが、理事会はそのメンバーが同時に政策委員会のメンバーであることからガバナンス機能を担うものであり、同時に、マネジメント機能においてもNCBにその指示を与えるという主導的な立場にある。つまり、ECBは理事会に権限を集中する形でそのガバナンスの強化が計られているのである。このようなECBの諸機関の責任の範囲を決定するに際して、EMS加盟国間での意見の相違があった。ドイツは、NCBからは分離した機関である理事会の権限を強化して、これにECBの金融政策の実施の全面的な責任を与えようとした。これによってそのオペレーションの独立性と効率性を確保し、物価安定の目的の達成を強力に推進しようとしたのである。他の加盟国には、理事会への権限委任は限定的とし、できるかぎり全面的にNCBに権限を留保するという分権化の要求があった。これは各国政府の政策意思や権限が反映される形で、政策委員会やNCBの責任分担を大きくしようとするものである（Gros and Thygesen 1998, p.469）。結局、マーストリヒト条約ではドイツの意見が受け入れられた形になっており、NCBへの全面的な分権化の要求は退けられて、理事会を中心にした集権的で独立性の高い運営形態が選択されたのである。しかし、ECBのガバナンスの中核を担う政策

委員会はNCB総裁をメンバーに含むものであり、またNCBにはマネジメントの責任の分担を認めることで、理事会への全面的な権限集中は退けられている。これによって、他のEMS加盟国のNCBの利益が考慮されているのである。

ドイツにとっては政策委員会での1人1票原理の単純多数決の表決方式の採用も他のEMS加盟国に対する重大な譲歩であった(*ibid.*, p.468)。ECBの金融政策の決定の権限をもつ政策委員会ではNCB総裁が多数派であり、加盟各国の利益からは中立的な立場にある理事会のメンバーは少数派である。したがって、政策委員会が各国の利害調整の場となれば、雇用・成長重視の各国の政策選好を反映してECBの政策スタンスにはインフレ・バイアスが存在することになり、ドイツが望むような欧州通貨安定圏の実現は期待できないことになるからである。

おわりに

欧州通貨統合はEU加盟国の通貨主権の制限をめぐる政治的発展のプロセスであり、EMSレジームにおける金融政策のコンバージェンスを通じて「欧州通貨安定圏」の形成に成功した。しかし、EMSレジームはドイツ・マルクをアンカー通貨とする非対称的なシステム運営の結果であり、ドイツが利益とするEMSレジームの「信頼性」(経済的安定性)とフランスなどが利益とするEMSレジームの「対称性」(政治的民主制)のジレンマが存在するのである。このジレンマは、フランスなどの他の加盟国が、ヨーロッパ統合における欧州通貨統合の政治的優先を考慮して、インフレ抑制的な金融政策スタンスに転換してEMSレジームの「信頼性」にコミットする方向で妥協して、その非対称性を受け入れる形で現われていたのである。EMSレジームはドイツの利益を確保する機構となり、自主的な金融政策の運営を可能とするとともに、物価と為替相場の安定を保証するものである。これに対して、フランスなどの他の加盟国は自主的な金融政策の運営を失うことになる。しかし、市場統合の進むEU域内においてはすでに拡張的な金融政策に

よる単独の政策効果は期待できない。むしろ、国内のインフレを抑えて国際競争力を回復するために、インフレ期待抑制のためのマルク・コミットメントの「名声」効果の考えを受け入れることになるのである。

ところで、EMS レジームは金融政策の非対称的な運営に従うものであったが、ドイツによる覇権的なシステム運営によるものではない。そこには、共同体としての一定の利益の調和が計られていた。EMS レジームにおける金融政策の非対称的な運営の根幹はドイツの不胎化政策にあり、これによってドイツは自主的な金融政策の運営を可能としていた。これに対応する形で、フランスなど、他の加盟国は、資本移動規制によって一方的な金融政策調整の負担を緩和（危機時には遮断）することで、自主的な金融政策の運営を確保していたのである。1992年域内市場統合による域内資本移動の自由化は、このような EMS レジームの金融政策の非対称的な運営を不可能とする。ドイツも含めた EU 全体の金融政策の協調的（対称的）運営が必要であり、欧州通貨同盟への転換が求められるのである。欧州通貨同盟は、EMS レジームの「信頼性」と「対称性」のジレンマを解消する機構である。EMS レジームにおけるドイツのリーダーシップの根拠は、金融政策の信頼性のアンカーを提供することにあった。そのようなドイツの役割が必要でなくなれば、元来の共同体的なパートナーシップによる欧州通貨同盟の運営機構が求められるのである。ECB の独立性をめぐる加盟国間の交渉は、EMS レジームの信頼性機構を ECB に求めるドイツと、ECB における対称的機構を確保しながらドイツの欧州通貨同盟への参加を担保しようとするフランスなどの他の加盟国の政治的妥協のプロセスだったのである。

第4章 経済通貨同盟と金融・財政規律

はじめに

欧州連合（EU）は、マーストリヒト条約（1992.2）において、経済通貨同盟（EMU）創設に向けての3段階移行スケジュールに従って、早ければ1997年1月1日に（過半数の国が移行条件を満たす場合）、遅くとも1999年1月1日には（条件を達成できた国だけで）、最終段階のEMU第3段階に移行して、欧州中央銀行（ECB）と欧州単一通貨を持つ欧州通貨同盟を創設することを決定した。そして、欧州通貨同盟（EMU第3段階）参加の条件として、4つのコンバージェンス（収斂）基準（物価、金利、財政赤字、為替相場）の達成が求められる。当初は条約批准過程の混乱にはじまる欧州通貨危機（1992.9, 1993.8）もあって1997年移行には失敗するが、1996年12月に開催されたダブリン欧州理事会で、1999年1月1日をもってEMU第3段階に移行することを正式に決定した。欧州通貨同盟参加を希望する各国の懸命の基準達成の努力とEUの連帯を重視した政治的判断の結果、1998年5月のEU特別首脳会議（首脳理事会）において、EU15カ国のうち11カ国（基準未達成のギリシャと、参加を希望しないイギリス、デンマーク、スウェーデンの4カ国を除く）の参加を決定したのである。

このEMU第3段階移行過程でのEU加盟国の最大の関心は財政的コンバージェンス基準（財政赤字および政府債務）のクリアーにあった。財政的コンバージェンス基準の設定は加盟国の財政主権の制限をめぐる政治的決定の問題であり、単一通貨ユーロの価値安定を優先するドイツの欧州通貨同盟参加を担保する重要な要件だったのである。それはまた欧州通貨同盟においても財政赤字制限を求める「安定成長協定」の締結につながるものである。

この章では、欧州通貨同盟（EMU第3段階）への移行過程での財政的コンバージェンスをめぐる、欧州通貨同盟における金融・財政規律の導入の政治経済的な要因を検討する。まず、第I節では、コンバージェンス基準の

金融・財政規律が欧州通貨同盟の経済的信頼性と政治的信頼性を獲得する機構であることを政治経済学的に分析する。次に、第Ⅱ節では、ドイツの欧州通貨同盟参加を担保するものとして、単一通貨ユーロの安定保障機構としての欧州中央銀行（ECB）の独立性の問題を検討する。第Ⅲ節では、欧州通貨同盟参加国に財政規律を課する非救済ルールと拘束ルールの2つのルールの必要性を検討する。最後に、第Ⅳ節では、EUの財政レジームにおける財政連邦主義の限界と加盟国の財政規制の有効性について検討する。

I EMU と金融・財政規律

1. EMU 移行戦略とコンバージェンス基準

マーストリヒト条約に規定された経済通貨同盟（EMU）創設計画の特徴は、3段階を経てEMUを完成するという3段階移行アプローチの漸進主義にある。第1段階（1990年7月開始）では、資本移動の完全自由化と域内市場統合の完成、すべての加盟国通貨による欧州通貨制度（EMS）の為替相場メカニズム（ERM）への参加、そして、加盟国の経済的コンバージェンス（収斂）に努力する。第2段階（1994年1月1日移行）では、欧州中央銀行（ECB）の前身となる欧州通貨機構（EMI）を設立して、加盟国の金融政策の調整を強化し、第3段階の単一金融政策の実施を準備する。最終の第3段階では、為替相場を恒久的に固定して欧州単一通貨を導入するとともに、ECBによる単一金融政策を実施するのである。

このEMU3段階移行アプローチは、基本的には、1989年4月に発表された「経済通貨同盟検討委員会」（いわゆる「ドロール委員会」）の報告書（いわゆる「ドロール報告」）に基づくものである。この「ドロール報告」（Delors Committee 1989）は、①通貨の全体的・不可逆的な交換性、②完全な資本移動自由化と全面的な金融市場統合、③為替相場の許容変動幅の廃止と平価の恒久的固定、を要件とする「通貨同盟」と、①人・財・サービス・資本の自由移動可能な単一市場、②共通競争政策、共通構造・地域政策など

の共通政策, ③マクロ経済政策の協調, を要件とする「経済同盟」とが「ひとつの全体のふたつの構成部分であり, 並行して遂行すべきものである」(par.21) という EMU の並行的発展戦略によるものである。

欧州通貨統合をめぐるのは、いわゆる「エコノミスト」と「マネタリスト」が鋭く対立してきた。「エコノミスト」の立場は、強固な経済同盟が存在してはじめて通貨同盟は実現可能であり、通貨同盟の形成に先だつてまず加盟国の経済政策の協調を通じて経済的コンバージェンスを達成すべきであるというものである。「マネタリスト」の立場は、まずはじめに通貨同盟を形成することで経済同盟の実現を図るものであり、単一通貨・単一金融政策（完全な金融政策協調）によって経済的コンバージェンスを達成しようとするものである。これに対して、「ドロール報告」は、固定為替相場の制度的取決めの実現と政策協調の強化とが相互依存的に動的に影響することで、通貨同盟と経済同盟の並行的発展があるという、折衷的な立場をとるものである。このような考えは、経済同盟の面では、EMU 移行の第 1 段階および第 2 段階を通じて域内市場統合の完成と経済政策および財政政策の協調を強化していくとともに、通貨同盟の面では、第 1 段階で EMS および金融政策協調の強化を図り、早くも第 2 段階において「欧州中央銀行制度 (ESCB)」を設立して、第 3 段階での共通金融政策の実施への移行を開始するという計画によく現われている。

ところが、マーストリヒト条約に規定された EMU 第 3 段階移行にあつての 4 つのコンバージェンス基準（物価、金利、財政赤字、為替相場）の設定¹⁾は、むしろ政策協調による経済的コンバージェンスを通貨同盟形成の前提条件と考える「エコノミスト」の立場の具体化であり、欧州通貨同盟の金融政策の信頼性を優先するドイツの意図を反映したものである。このような

1) コンバージェンス基準は次のとおりである（条約109条および付属議定書）。①消費者物価指数で見たインフレ率が、過去1年間の平均において加盟国のなかで最も物価の安定している3カ国のインフレ率から1.5%以内にあること、②財政赤字の対GDP比3%、政府債務の対GDP比60%の基準に基づいて過剰赤字国と決定された国でないこと、③少なくとも2年間、他のどの加盟国通貨に対しても自国通貨の切り下げを行わず、EMSの為替相場メカニズムの標準変動幅を遵守すること、④長期国債の利率が、過去1年間の平均において加盟国のなかで最も物価の安定している3カ国の利率から2%以内にあること。

コンバージェンス基準の達成に重点をおいた EMU 移行戦略は、従来の最適通貨圏の理論の考えとは異質のものである。最適通貨圏の理論は、通貨同盟参加によって共通通貨（単一通貨）を採用するミクロ経済的およびマクロ経済的便益と、マクロ経済政策手段としての金融政策および為替相場政策を放棄するマクロ経済的費用とを比較衡量して、通貨同盟参加の利益が認められるような経済的条件を充足しているかどうかを分析するものである。このような経済的条件としてあげられたものは、労働移動性、資本移動性、経済開放性、経済多様化、政策統合度などの条件であった（第 1 章第 2 節参照）。なるほど欧州通貨同盟参加のコンバージェンス基準である物価・金利の収斂と為替相場の安定、および財政赤字・債務残高の削減は、このような通貨同盟の経済的条件である市場統合と経済構造および経済政策の調和の結果として実現するものである。しかし、このコンバージェンス基準と通貨同盟の経済的条件の間に明確な関連があるわけではない。したがって、マーストリヒト条約に規定された欧州通貨同盟参加のコンバージェンス基準が参加国選択の適切な経済的基準であるかどうかは明らかではない。ではなぜコンバージェンス基準の設定による EMU 移行戦略がとられることになったのか。

EU 諸国の現状を見ると、域内市場統合がいつそう推進されるとしても、短期間に通貨同盟の経済的条件が満たされるとは考えられない（第 2 章第 3 節参照）。むしろ欧州通貨同盟の創設は、通貨同盟の直接的な便益（為替費用の節約など）、域内市場統合の完成の利益、さらに政治的統合の利益（国民のアイデンティティと統合のシンボルとしての統一貨幣の創設）を獲得するための戦略であって、そのための経済的費用をかけた政治的決定なのである。したがって、通貨同盟の経済的条件の達成は欧州通貨同盟参加の第一条件とはならないのである。しかしなぜ経済的コンバージェンスなのか。

「マネタリスト」の立場からすると、EMU 第 2 段階でコンバージェンス基準を達成して EMU 第 3 段階に移行するというマーストリヒト条約の漸進主義的で「エコノミスト」的な EMU 移行戦略は経済的根拠のないものである。通貨同盟は経済的コンバージェンスがなくても実現可能であり（例えば

東西ドイツ統一)、通貨同盟のもとでは物価および金利の収斂はほとんど自動的に達成される。しかし、為替相場同盟(固定為替相場レジーム)のもとでは、高インフレ国はインフレ期待を抑制するための金融引締政策を継続しなければならないし、為替投機による不安定化のリスクもあるから、物価および金利の収斂はきわめて困難なのである。マーストリヒト条約のEMU移行戦略は、物価および金利の収斂のために欧州通貨同盟の形成が必要であるにもかかわらず、その欧州通貨同盟参加のコンバージェンス基準を設定して加盟国に物価および金利の収斂のための負担を課することで、欧州通貨同盟の形成の障害になるというパラドックスなのである。したがって、コンバージェンス基準の設定は経済的理由によるものではなく、欧州通貨同盟参加国の数を制限し、金融政策の決定における支配的地位を維持しようとするドイツの政治的目的に従うものだけということになる。²⁾

確かに欧州通貨同盟参加のコンバージェンス基準の設定は参加国の「排除の機構」ではあるのだが、それはドイツにとっては参加国の数を少数に制限することを意図したものではないであろう。なぜなら、もし欧州通貨同盟の参加国が少数となれば、EMSによって欧州通貨安定圏を形成しようとしてきたドイツの意図と矛盾することになるからである。むしろドイツにとってはできるだけ多数の国が欧州通貨同盟に参加してくることが望ましいのだが、しかし、そのことで欧州通貨同盟の信頼性が損なわれるような事態は避けなければならない。もし高インフレ・高債務残高の国(例えばイタリア)が欧州通貨同盟に参加してくると、ECBの金融政策がインフレ的となる恐れがある。しかし、これらの国は欧州通貨同盟に参加することで、自国のインフレ抑制と政府債務残高削減が容易となる。それと同時にEU分裂のリスクも排除できる。この欧州通貨同盟の信頼性と参加国の信頼性のパラドックスから逃れる折衷的方法が、時間(デッドライン)と段階(コンバージェンス基準)の条件付きで欧州通貨同盟をスタートさせることである。つまり、期限

2) De Grauwe (1993a, pp.9-10; 1993b, pp.659-661). Winkler (1996) はコンバージェンス基準の設定を「信頼性のパラドックス」(credibility paradox)と呼んでいる (p.18)。Giovannini (1990, pp.262-273); 田中 (1992,1998b) も参照。

を限って（EMU 第 2 段階である 1994 年から 1996 年ないし 1998 年まで）、コンバージェンス基準を達成するためのインフレ抑制・緊縮財政政策による経済的および政治的費用の負担が求められる。そして、その努力を怠った加盟国は欧州通貨同盟への参加を拒否されるのである。コンバージェンス基準の設定は、安定性指向の金融・財政政策にコミットする加盟国の選別機構であり、インフレ抑制・緊縮財政政策へのコミットメントを怠った加盟国に対して参加拒否の制裁を加えると同時に、参加拒否された場合の名声と信頼性の喪失を脅威に感ずる加盟国に対して、インフレ抑制・緊縮財政政策へのコミットメントを刺激するものである。これによってはじめて、欧州通貨同盟は参加国の安定性指向の金融・財政政策へのコミットメントによって、経済的信頼性と同時に政治的信頼性を獲得できるのである。³⁾

欧州通貨同盟参加のコンバージェンス基準の設定は、インフレ抑制的な金融政策を求めるドイツの国家利益が、市場の番人として EU レベルでの単一通貨ユーロの価値安定を達成すべき EU 諸国の中央銀行家たちの要請と合致した結果である。ドイツは、欧州通貨同盟によって通貨安定最優先のドイツ連邦銀行と信認の高い通貨・マルクを失うことになるから、拙速な欧州通貨同盟の形成には消極的である。そこでドイツが求めたことが、ECB に物価安定の目的を課してその独立性を保証することであり、コンバージェンス基準を達成した加盟国だけが欧州通貨同盟に参加することで ECB の独立性をいっそう強固に保障することであった。これによって欧州単一通貨ユーロの安定を達成すべき ECB の単一金融政策の自主性を保障しようとしたと考えられるのである。EU 諸国の中央銀行家たちにとっては、インフレ的な金融政策を追求する各国政府の能力を制限する方法として ECB の独立性を望む点ではドイツと同じであるが、一方では EMS のもとでのドイツのインフレ抑制的な金融政策に従属した地位から脱却するために ECB の設立を望んでおり、そのためにはドイツの要求を受け入れる用意があったのである。コンバージェンス基準の設定は、良好なパフォーマンスを達成した加盟国が欧州

3) Winkler (1996, pp.19-21), Giovannini and Spaventa (1995, pp.255-256) 参照。

通貨同盟に参加することで、ECBが物価安定の目的を達成するうえでの金融政策の運営の障害を少なくしようとする措置であると考えられる。コンバージェンス基準は、ECBの独立性とワンセットでもってドイツの欧州通貨同盟への参加を担保するものであり、欧州通貨同盟参加国の「統合の政治的意志」の確認の手段とも考えられるのである。

2. コンバージェンス基準の達成

マーストリヒト条約に規定された欧州通貨同盟参加のコンバージェンス基準は、各国の物価、金利、および為替相場の名目的コンバージェンスと、財政赤字および政府債務残高の財政的コンバージェンスの2本の柱からなっている。EU加盟国における各種指標のコンバージェンスの状況を見ると、名目的コンバージェンス基準（物価、金利、為替相場）はほぼ達成されたが、多くの国が財政的コンバージェンス基準（財政赤字、政府債務）の達成には難渋して、最終的には種々の手段を講じてどうにかクリアする国もでてきたのである（1998年5月のEU特別首脳会議提出の資料として、表4-1参照）。⁴⁾ 結局、財政的コンバージェンス基準、特に財政赤字基準が通貨同盟参加の可否を決定するような扱いを受けるようになり、財政赤字および政府債務の対GDP比率の基準値である3%、60%という数字が独り歩きする状況が生まれた。しかし、財政赤字および政府債務の対GDP比率をそれぞれ3%、60%以下にするという財政的コンバージェンス基準はかならずしも根拠のある数字ではないし、各国に一律に適用すべきものでもないとの批判がある。政府債務の対GDP比率を一定に維持するような長期的な財政赤字と政府債務のガイドラインは、ある特定の名目GDP成長率に対してのみコンシステントである。当時のEU諸国の平均的な長期実質成長率を3%、インフレ率を2%、したがって名目GDP成長率を5%とし、公的融資のゴール

4) 1996年12月の欧州委員会の調査では、15加盟国のうちで、物価基準を満たした国は10カ国、財政基準を満たした国（過剰赤字国とされなかった国）は3カ国、為替相場基準を満たした国は11カ国、利子率基準を満たした国は11カ国である。いずれの基準も満たしているのは、デンマーク、アイルランド、ルクセンブルクの3カ国のみであった。European Commission, *European Economy, Supplement A, Economic Trends*, No.1, January 1997.

表 4-1 EU 諸国のコンバージェンス基準達成状況 (1998年)

	インフレ率	政府財政ポジション						為替相場	長期金利		
		消費者物価(97.2-98.1平均)前年比上昇率	過剰赤字の存在	財政赤字(対GDP比)1997年	政府債務(対GDP比)					ERM参加1998.3	10年物国債利回り(97.2-98.1平均)
					1997年	前年からの変化					
基準値	2.7%		3%	60%	1997	1996	1995		7.8%		
ベルギー	1.4	yes	2.1	122.2	-4.7	-4.3	-2.2	yes	5.7		
デンマーク	1.9	no	-0.7	65.1	-5.5	-2.7	-4.9	yes	6.2		
ドイツ	1.4	yes	2.7	61.3	0.8	2.4	7.8	yes	5.6		
ギリシャ	5.2	yes	4.0	108.7	-2.9	1.5	0.7	yes(98.3)	9.8		
スペイン	1.8	yes	2.6	68.8	-1.3	4.6	2.9	yes	6.3		
フランス	1.2	yes	3.0	58.0	2.4	2.9	4.2	yes	5.5		
アイルランド	1.2	no	-0.9	66.3	-6.4	-9.6	-6.8	yes	6.2		
イタリア	1.8	yes	2.7	121.6	-2.4	-0.2	-0.7	yes(96.11)	6.7		
ルクセンブルク	1.4	no	-1.7	6.7	0.1	0.7	0.2	yes	5.6		
オランダ	1.8	no	1.4	72.1	-5.0	-1.9	1.2	yes	5.5		
オーストリア	1.1	yes	2.5	66.1	-3.4	0.3	3.8	yes	5.6		
ポルトガル	1.8	yes	2.5	62.0	-3.0	-0.9	2.1	yes	6.2		
フィンランド	1.3	no	0.9	55.8	-1.8	-0.4	-1.5	yes(96.10)	5.9		
スウェーデン	1.9	yes	0.8	76.6	-0.1	-0.9	-1.4	no	6.5		
イギリス	1.8	yes	1.9	53.4	-1.3	0.8	3.5	no	7.0		
EU	1.6		2.4	72.1	-0.9	2.0	3.0		6.1		

(出所) European Commission, *Convergence Report* 1998. 25 March 1998, Table1.1 (p.16) より作成。

デンルールに従って公的投資率3%、したがって財政赤字比率が3%とすると、これとコンシステントな政府債務比率は60%であり、当時(1991年)の現実の値とほぼ一致するのである。このような財政ガイドラインは名目成長率見通しを低く設定すると厳しすぎる財政規制を課するものであり、また成長率や債務残高の異なる国々に一律に適用すべきものでもないのである。⁵⁾

この財政的コンバージェンス基準は、マーストリヒト条約に規定された「過剰赤字手続き」(excessive deficit procedure)による「過剰赤字国」の決定に従うものであり、基準値である3%、60%という数字には、通常理解

5) 財政ガイドラインは、 $D_t = [(1 + \phi_t) / \phi_t] B_t$ である。ただし、 D_t は政府債務比率、 B_t は財政赤字比率、 ϕ_t はGDP成長率である (Buiter et al. 1993, pp.62-63)。Bini-Smaghi et al. (1994, pp.27-31) も参照。

されているような絶対的な意味があるわけではない。いずれの数字もそれを越える場合に「過剰赤字国」と認定する基準値ではあるが、それには「ただし書き」がついており、財政赤字の対 GDP 比が「実質的かつ継続して基準値（3%）に近いレベルに達している場合、あるいは基準値（3%）を越える事態が例外的かつ一時的であり、基準値に近い状態を維持している場合」を除くものであり、また、政府債務の対 GDP 比が「十分に減少しつつあり、かつ満足のいく進捗度で基準値（60%）に接近している場合」を除くものである。つまり、実質的な「過剰赤字国」の認定はEU理事会の判断に任されているのであり、それはさわめて政治的な判断になると考えられる。⁶⁾ 欧州通貨同盟の創設は政治統合を進めるヨーロッパ統合の重要な転換点であり、EUの分裂は避けなければならない。したがって、欧州通貨同盟参加国の決定はコンバージェンス基準の機械的な適用によって行われるのではなく、特に財政基準のクリアーに関して政治的判断が必要なことは「ただし書き」によって織り込み済みのことなのである。

それだけに、EU加盟国の財政規律は欧州通貨同盟における各国の「統合の政治的意志」を確認するための重要な要件となっている。マーストリヒト条約の「過剰赤字手続き」は加盟国に過剰財政赤字の是正を求めるものであるが強制力を持たないものである。そこで、ドイツは過剰財政赤字国に対する制裁規定を伴う「安定成長協定」の締結を欧州通貨同盟参加国に求めることになった。1996年12月のダブリン欧州理事会において、単一通貨ユーロの安定を求めるドイツと各国の財政自主権の侵害を恐れるフランスの間で調整

6) 「過剰赤字手続き」は次のとおりである（条約104c条および付属議定書）。①欧州委員会は、財政状況および政府債務ストックを監視し、次の2つの基準に基づいて加盟国の財政規律が守られているかどうかを検討する。つまり、(a)財政赤字の対 GDP 比が基準値（3%）を越えているかどうか（実質的かつ継続して基準値に近いレベルに達している場合、あるいは基準値を越える事態が例外的かつ一時的であり、基準値に近い状態を維持している場合を除く）、(b)政府債務の対 GDP 比が基準値（60%）を越えているかどうか（その値が十分に減少しつつあり、かつ満足のいく進捗度で基準値に接近している場合を除く）。②EU理事会が、欧州委員会の勧告に基づいて、当該国の希望するあらゆる所見を考慮し、総括的な評価の後に、特定多数決で、過剰な赤字が存在するかどうかを決定する。③EU理事会は過剰赤字が存在すると決定された国に対して、一定期間内にその状況を終了させるための勧告を行う。④加盟国がこの勧告を実施できないとき、EU理事会は事態是正のために必要と判断した赤字削減措置を、特定期間内に実施するよう加盟国に警告することを決定できる。

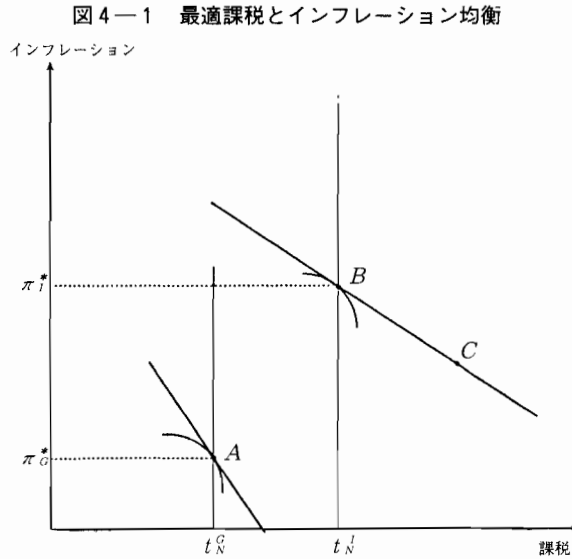
が難航した。しかし、両者は欧州通貨同盟形成の強い政治意思によって歩みより、「安定成長協定」の合意が成立したのである。1997年6月のアムステルダム欧州理事会では、発足したばかりのジョスバン社会党新内閣のフランスはあらためて雇用・成長への配慮を求めたが、新たな雇用対策を盛り込んだ別の文書を採択することで、先に合意した「安定成長協定」の正式の採択に応じたのである。

3. 欧州中央銀行の独立性と財政規律

ECBはEU諸国間での通貨協力のコミットメントを保障する基軸的な機構であり、欧州通貨同盟参加国の財政規律は単一通貨ユーロの安定のためにECBの独立性を確保する重要な要因の1つである。欧州委員会報告書『One Market, One Money』（European Commission 1990）では、加盟国の財政規律の欠如がECBの金融政策の自主性を損なう要因として次の3つの経路をあげている。つまり、①重政府債務国によるECBの金融政策スタンスの緩和圧力、②財政破綻国の債務不履行（デフォルト）宣言あるいは国債貨幣化実施のための通貨同盟離脱によって生じる他の加盟国国債の代替性の市場評価の下落、③財政破綻国政府救済の圧力、ないしECBによる当該国債購入あるいは明確な資金移転を通じた金融的連帯、である（p.107）。したがって、大規模の財政赤字と政府債務累積は物価安定にとっての脅威であり、欧州通貨同盟参加国の財政赤字と政府債務の削減は単一通貨ユーロの安定のための必要条件なのである。

第1の経路は、政府が政府債務の実質金利負担の軽減を図って中央銀行に対してインフレ圧力を加えるものである。いま、図4-1によって政府の支払能力を維持するような課税率（対GDP）とインフレ率の関係を考えると、短期的には、BC線のように、課税率とインフレ率の間にトレードオフの関係がある。つまり、予期しなかったインフレ率の上昇は、政府の支払能力を損なわずに課税率の引き下げを可能にするのである。長期的には、tN線のように、課税率はインフレ率とは独立に決定される（長期的な政府

の支払能力を維持する課税率を「自然課税率」と呼ぶ。政府債務比率（対 GDP）の高い国では「自然課税率」が高く、短期のトレードオフ関数の傾きは緩やかである。したがって、政府債務比率の低い国の長期均衡点 A と政府債務比率の高い国の長期均衡点 B を



(出所) De Grauwe (1995), Fig.6 (p.15).

比較すれば、最適インフレ率は政府債務比率の高い国の方が高くなるのである ($\pi_1^* > \pi_0^*$)。このような政府債務比率の高い国のインフレ・バイアスの存在は同じ程度のインフレ選好の政府についていえることである。したがって、同程度のインフレ抑制スタンスの政府をもつ国が通貨同盟に参加するとしても、政府債務比率の高い国の政府にはサプライズ・インフレを引き起こす誘因が存在するのである。ECBには加盟国中央銀行の総裁が参加して金融政策を決定することになるから、政府債務比率の高い国の通貨同盟への参加はその政府のインフレ・バイアスを反映して ECB の金融政策の物価安定目標の達成を損なう恐れがあるのである。⁷⁾

欧州通貨同盟参加の財政的コンバージェンス基準は、政府債務比率の高い国の通貨同盟参加を阻止することで ECB の金融政策のインフレ・バイアスを排除するのに直接に貢献するものである。一方、名目的コンバージェンス基準は ECB の金融政策のインフレ・バイアスの排除に直接に貢献するもの

7) 「短期」の政府の支払能力制約は、政府債務の対 GDP 比率が安定するための必要条件 ($b=0$) から求められる。つまり、

$$b = g - t + (r + \pi^* - \pi)b = 0 \quad (1)$$

ではない。なぜなら、たとえ高インフレ国がインフレ抑制に成功して名目的コンバージェンスを達成したとしても、その国の政府が通貨同盟参加後にインフレ抑制努力を続けるとは限らないからである。しかし、名目的コンバージェンスによって、物価安定国の水準にインフレ率が収斂し、為替相場が安定すると、それによって名目利子率が物価安定国の低水準に収斂することになる。この金利低下が政府債務比率の高い国にとって財政赤字の削減と政府債務残高の引き下げを通じて財政的コンバージェンスに貢献することで、名目的コンバージェンスは間接的にインフレ・バイアスを軽減するのである。

このように第1の経路によって加盟国に対する財政制限がインフレ抑制的に作用するには、ECBの金融政策の決定に参加する加盟国中央銀行総裁たちが、物価安定の維持の使命よりも最適課税の理論に従うものと仮定しなければならない。もし彼らが物価安定の金融政策スタンスをとるとすれば、加盟国の財政制限を行う根拠はないのである。しかし、第2ないし第3の経路によってECBの独立性が侵害されるのを防止するために、加盟国に対する財政制限が必要となる場合があると考えられる。その1つは、通貨同盟によって域内の為替相場が撤廃されると、加盟国政府のデフォルト・リスクが為替

ここで、 b :政府債務対GDP比率（ドットは変化率）、 g :一般政府支出対GDP比率、 t :税収の対GDP比率、 r :実質利子率、 π^* :期待インフレ率、 π :インフレ率。ただし、シニョリッジ収入は無視しており、実質産出成長率はゼロと仮定しておく。

短期的には、政府支出水準(g)、累積政府債務(b)、および実質利子率(r)が所与であれば、課税率(t)とインフレ率(π)の間にはトレードオフの関係がある。つまり、予期しないインフレ率の増加があれば、政府の支払能力の制約を維持したままで税の削減を可能とする。

「長期」の政府の支払能力制約は、(1)式において合理的期待が成立する条件($\pi^* - \pi = 0$)から求められる。つまり、

$$t_N = g + rb \quad (2)$$

ここで、 t_N :自然課税率。

長期的には、期待インフレ率(π^*)と実際のインフレ率(π)の系統的な乖離は存在しないから、課税率(t)とインフレ率(π)の間のトレードオフは解消する。したがって、この自然課税率(t_N)はインフレ率(π)とは独立である。

次に、通貨当局の損失関数を次のように定義する。

$$L = t^2 + a\pi^2 \quad (3)$$

ここで、 a :通貨当局がインフレ率目標に付したウェイトを表すパラメーター。

(3)式の最小化によって最適インフレ率(π^*)を求めると、

$$\pi^* = (b/a)t_N = (b/a)(g+rb) \quad (4)$$

つまり、インフレ選好度(a)が同じ国でも、政府債務比率(b)が大きい国ほど高い最適インフレ率をもつのである。またインフレ選好度が小さい国ほど(パラメーター a の値は大きい)均衡インフレ率は低い。De Grauwe (1995, pp.9-16) 参照。井沢 (1996, pp.54-56) も参照。

相場下落に反映されることはなくなって、過剰な借入が起こる場合である。この場合に、債務危機の兆候は国債価格の下落と発行金利の上昇、信用利用の制限に現れるから、為替相場に替わる財政規律の機構として財政制限を導入する必要はないであろう。次に、過剰借入国の資金需要がEU資本市場の金利を押し上げる場合に、このようなEU諸国間での利率のスピルオーバー効果を防止するために各国の財政制限を導入することは市場の機能を損なうものであり当局の介入すべきことではない。ところが、過剰債務累積によって当該政府救済を求める圧力が生じる場合に、ヨーロッパ統合の政治的要請からEMUの金融的な連帯が求められて、この救済圧力を有効に排除することができないかもしれない。この要因は重要であり、ECBに対する重債務国政府救済の圧力の発生を予防するために、加盟国の政府債務累積を排除するための財政制限を導入する根拠となるであろう。

加盟国に対する財政規律は、ECBの独立性を確保するために加盟国政府の財政赤字のマネタリー・ファイナンスを禁止したECBの「非救済ルール」(no-bailout rule)の信頼性を獲得するための補完機構と考えられる。なるほど、ECBが非救済ルールにしたがって債務不履行国政府の救済策を発動することがないかぎり、おのずと加盟国政府に財政規律が生まれてきて、デフォルト・リスクを排除するために各国の財政赤字を制限するという予防的措置は余分なものとなる。しかし、重債務国の政府の債務不履行が域内の通貨・金融不安へ発展するのを顧慮して、ECBの非救済ルールは破られる恐れがある。したがって、ECBの独立性を確保するためには、加盟国の財政赤字制限のような事前的な政府救済出動予防措置によって非救済ルールを補完することが重要となるのである。

II 欧州中央銀行の独立性

1. 欧州中央銀行の独立性とアカウントビリティ

欧州通貨同盟において単一通貨ユーロの安定を保障する機構として、欧州中央銀行（ECB）の独立性とアカウントビリティ（責任）が重要な位置を占めている。⁸⁾ マーストリヒト条約の EMU 3 段階移行アプローチを提示した「ドロール報告」（Delors Committee 1989）では、EMU 第 2 段階で EU の金融政策を担当する新しい機関として「欧州中央銀行制度」（ESCB）を創設し、これに自律的な共同体機関としての完全な地位を与えるべきであるとしている。そして、ESCB には物価安定の目的に専心することとして、加盟国政府や EU 諸機関の指示からの独立（independence）を認めると同時に、EU 諸機関との適切な協議、および報告書提出などを通じてその責任（accountability）を果たすことを求めている（par.32, 34）。

「ドロール報告」では、ESCB に物価安定の目的に専心することが指示されているが、この物価安定へのコミットメントを確実にするためには、政府からの独立を保障する機構が必要なのである。政府は予想外のインフレを導くような政策によって一時的にでも経済活動を刺激することができるし、あるいは累積した公的債務の実質価値を削減することができる。政府にはインフレを引き起こす潜在的な誘因が存在しているのである。したがって、この政府の金融政策への直接的な指示や介入、あるいは間接的な影響や制約を排除する必要がある。逆に、ESCB に物価安定という明確な金融政策の目的が指示されることで、ESCB は加盟国政府や EU 諸機関からのさまざまな政治的圧力を阻止することができるのである。ESCB の物価安定の目的の指示こそが、ESCB に金融政策の権限を委任し独立性を付与する根拠となる。それによってはじめて ESCB の責任も明確となり、議会と公衆による監視も可能

8) 欧州中央銀行の独立性とアカウントビリティについては、Gros and Thygesen (1998); De Grauwe (2000); Kenen (1995); Crawford (1996); Goodhart (1995a); Thygesen (1992); Giovannini (1993); Alesina and Grilli (1992); Eichengreen (1992c, 1993b); 木村 (1994); 山上 (1998); 日本銀行国際局 (1994, 1997) 参照。

になるのである。

EUの中央銀行機構は、正式には、欧州中央銀行（ECB）と各国中央銀行（NCB）で構成する「欧州中央銀行制度」（ESCB）と呼ばれる機構である（以下では必要な場合にはECBとESCBを区別して使用する）。ESCBおよびECBの定款はマーストリヒト条約の附属議定書で定められており、そこでは次のような「独立性」（independence）の条項において、EU諸機関、加盟国政府などからの指示が禁止されている。⁹⁾

「欧州中央銀行、各国中央銀行またはそれらの決定機関のいかなる構成員も、この条約およびこの定款により授けられた権限を行使し、職務および義務を遂行するに際して、欧州共同体の機関または部局、加盟国内のいかなる政府またはその他の機関からの指示を仰いだり、それらの指示を受け入れたりしてはならない。欧州共同体の機関および部局ならびに加盟国内の諸政府は、この原則を尊重しかつ欧州中央銀行または各国中央銀行の決定機関の構成員がその職務を遂行するに際して影響を及ぼそうとしてはならない義務を負う」（条約107条、定款7条）。

これによって、ESCBの金融政策の実施において各国政府、EU諸機関の指示・承認・議決権などによる政治的介入は一切排除されており、ESCBの金融政策の自主的な決定（決定権）を保証している。¹⁰⁾

金融政策の自主的決定という点からみると、ESCBの金融政策の目的が「物価安定の維持」にあるとマーストリヒト条約に明記（条約105条、定款2条）されていることは、一見すると金融政策の目的設定権にかかわる「目的

9) 中央銀行の独立性の評価基準には次のようなものがある。①総裁・理事の任免および任期、②給与・予算・収益処分などの決定権、③金融政策の決定権（政府の指示・承認・議決権の有無、中央銀行の最終決定権の有無）、④金融政策の目的設定（通貨安定義務の法的規定、政府に対する中央銀行の法的地位保障など）、⑤金融政策の手段選択（中央銀行の財政赤字ファイナンスの引受義務、公定歩合決定権、銀行監督責任など）。Grilli et al. (1991); Cukierman et al. (1992); 藤木 (1996) 参照。

10) ESCBの金融政策の決定はECB政策委員会の権限であり（定款12.1条）、EU諸機関や加盟国政府はその決定から排除されている。EU理事会議長および欧州委員会の委員1名はECB政策委員会の会合に参加できるし、EU理事会議長は政策委員会に審議のための動議を提出できるが、投票権は与えられていない（条約109b.1条）。一方で、EU理事会がESCBの目的と職務に関する事項を討議する場合には、ECB総裁はEU理事会の会合への参加を求められる（条約109b.2条）。つまり、ECBとEU諸機関との間には公式の対話の場が設定されているが、ECBの最終的な意思決定にEU諸機関の意見を反映させることは慎重に排除されている。

独立性」を損なうように見える。しかし、ESCBの第一義的な任務が物価安定にある限り、この規定はESCBの金融政策の自主的な決定を奪うことにはならない。むしろESCBが加盟国政府やEU諸機関と対立した場合に、この規定によってその政治的介入を阻止できるから、物価安定にコミットすべきESCBの金融政策の独立性はいつそう確保されることになる。ESCBの物価安定の目的は、マーストリヒト条約において定められており、この条項の改正は条約そのものの修正によってのみ可能である。条約の修正はすべての加盟国が合意し批准したときのみ可能であるから、この条項の改正はきわめて困難である。それだけESCBの憲法上の地位は高く、その独立性は制度上はいつそう強固なものなのである（Gros and Thygesen 1998, p.492）。

ESCBの独立性を確保するうえで、人事面での身分保障は重要である。ECBの政策委員会（Governing Council）を構成するECBの理事会（Executive Board）のメンバー（ECB総裁、副総裁、および理事）に対して8年の任期を保証して各国政府とのコネクションを切断しようとしている。その任命は欧州議会とECB政策委員会と協議し、EU理事会の推薦に基づいて、加盟国政府首脳レベルの全会一致で行われるものであり、このチェック・アンド・バランスによって特定の政治的介入を排除している。その罷免の判断は欧州裁判所が行うものであり、ECB政策委員会またはECB理事会の申請に基づくものである。このように、その任免の点でもECB政策委員会の自主性を尊重し、各国政府およびEU諸機関からの政治的な介入を阻止するような制度上の独立性を確保している。¹¹⁾

以上に見るように、ESCBの独立性は十全なものであるが、それに対する責任の機構は必ずしも十分ではない。中央銀行はその任務である金融政策の結果について自らの行動とその判断について国民に対して議会など公の場で弁明し、場合によっては制裁を受けなければならない。このような中央銀行の一連の責任を中央銀行の「アカウントビリティ」（accountability）と呼

11) ECB政策委員会の構成員である各国中央銀行総裁の任免の権限は各国政府にあるが、その任期は5年以上とすることを求めており、解任の決定に対しては当該総裁またはECB政策委員会による欧州裁判所への提訴を認めている（定款14.2条）。

んでいる。中央銀行にアカウントビリティを求めることはその独立性を損なうものであってはならないが、国民によって民主的に選ばれた議会を通じた適切な民主的コントロール（民主的アカウントビリティ）の機構が必要である。¹²⁾ 中央銀行に明確に指示された目的（物価安定）が課されていれば、それだけ責任も明確となり、議会や公衆による監視も可能となり、その失敗には何らかのペナルティー（減俸のような金銭的措置から公然の不名誉まで）を課することができる。したがって、中央銀行のアカウントビリティを高めることは、中央銀行にその目的（物価安定）達成の動機を与え、公衆には中央銀行の政策目的（物価安定）への理解と関心を促すことで、物価安定の維持という目的そのものの達成に寄与すると期待されるのである。

ESCBには、活動報告書と連結財務諸表の公表、および活動ならびに金融政策に関する年次報告書の欧州議会、EU理事会、欧州委員会、欧州理事会への提出、という形で報告義務が規定されている（定款15）。欧州議会では、この年次報告書をもとに一般討論を行うことができる。ECBの総裁および理事会の他のメンバーは、欧州議会の求めに応じて、あるいは自ら進んで、欧州議会の所管委員会で意見聴取を受けることができる（条約109b.3）。このように、ESCBのアカウントビリティに関しては、活動状況および財務状況の公表による透明性の確保と、年次活動報告書の提出と欧州議会での一般討論、意見聴取を通じた弁明の義務という形で、一応の形式は整っている。しかし直接選挙で選ばれた欧州議会には実際にESCBの活動を審議し、その責任を明らかにする権限はないことから、EU各国の選挙民によるESCBの民主的コントロールは限定されたものになっている（民主主義の赤字）。¹³⁾

12) イングランド銀行の独立性の強化を勧告した「ロール委員会報告」(Role et al. 1993)では、金融政策の民主的コントロールの機構として次のものをあげている。①金融政策のガイドラインとなる一般的で明確な物価安定の目的の法制化、②議会での答弁とその成果に責任をとる機構の明確化・強化（議会資料の提出、議会の特別委員会による調査）、③その成果についての情報を一般討論を通じて選挙民に提供する議会の機能の強化（議会での討論、公衆への情報公開）。田尻（1997）も参照。

13) グッドハートが批判しているように、報告義務には単なる事後的な正当化・合理化の表明に終わる危険性がある。ECBのアカウントビリティの実効性を高めるには、責任の基礎になる「物価安定」の定義をもっと明確にして、その達成に対する報償と失敗に対するペナルティのルールを明確にして、その動機づけを高める必要がある（Goodhart 1993a, pp.237-238; 1995a, pp.317-318）。

ESCBがEUの中央銀行として、周辺諸国を含めて広く加盟国の信頼と支持を獲得するためには、ESCBにおける民主的アカウンタビリティ機構の構築が不可欠である。その意味するところは、EUがいつそう強固な政治同盟となってはじめて欧州通貨同盟がいつそう強固な基盤を獲得するということがある（Eichengreen 1996, pp.22-23）。

2. 欧州中央銀行のガバナンスと単一金融政策

ESCBの独立性は制度上は強固なものであるが、その理由の1つはESCBのガバナンス（統治機構）が連邦形態をとっていることに求められる。「ドローール報告」（Delors Committee 1989）によると、各国中央銀行（NCB）の自主的な決定と活動では単一金融政策は実行できないし、日々の金融政策のオペレーションは集権的な決定によらなければ変動する市場状況に迅速に対応できないから、EUの金融政策を策定する新しい機関としてESCBが必要であること、そしてESCBは中央機構とNCBによって構成される連邦形態の組織とするのがEUの政治的多様性に対応した最善のものであるとしている（par.32）。しかし、このような連邦形態は同時に加盟国政府の介入による分権的圧力に対して脆弱であり、ESCBの独立性を損なう恐れがある。したがって、より強固な独立性の確保が求められるのである。

「ドローール報告」のESCB構想では、中央機構には政策委員会（NCB総裁と理事会メンバーで構成）と理事会が設置される。政策委員会が金融政策の重要部分を決定し、この決定にしたがってNCBがオペレーションを行う。理事会は金融情勢を監視し、共通金融政策の実施状況を監督することになる（par.32）。これは、中央機構が金融政策の決定と監督を行い、NCBが金融政策の実施にあたるという形で権限分担する連邦形態の統治機構なのである。ESCBのガバナンスには加盟国間の国益の調整とNCBの監督・誘導の役割が期待されるのであるが、このような分権的な連邦機構のもとでは、NCBの意向が金融政策の決定と実施の両面に反映される形で加盟国間の国益の調整が図られており、中央機構によるNCBのコントロールは不十分である。

その結果、政策委員会で多数派を占める NCB 総裁の意向が政策決定に反映され、また NCB による実際のオペレーションが逆に政策決定の方向を左右する恐れがあるのである。ここに ESCB のガバナンスの脆弱性があり、ESCB の単一金融政策の自主的な運営の障害となり、その独立性を損なう恐れがあるのである。

マーストリヒト条約で合意された ESCB の組織では、ECB 理事会に金融政策の実施の権限が与えられ、「補完性（サブシディアリティ）の原理」にしたがって「可能かつしかるべき範囲内で」NCB にオペレーションの実行を依頼するとされている（定款12.1）。このように金融政策の実施の権限をもつ ECB 理事会が金融政策を決定する ECB 政策委員会のメンバーでもあることから、ECB 理事会が金融政策の決定と実施の両面で実質的に中心的な役割を果たすことになり、ESCB の集権的な金融政策の運営を可能としている。これは、NCB からは分離した ECB 理事会に金融政策の実施の権限を与えてオペレーションの独立性と効率性を確保し、物価安定の目的を強力に推進しようとしたドイツの意向が受け入れられた結果である。しかし、この場合にも、ESCB のガバナンスの脆弱性が原因でその独立性を損なうケースが考えられる。その第1のケースが、金融政策の方針を決定する ECB 政策委員会において多数派を占める各国中央銀行の意向を反映して、ドイツのような物価安定最優先の国から見てややインフレ的な金融政策の方針が決定される場合である。

ESCB が具体的な「物価安定」のターゲットを決定する場合は ECB 政策委員会である。政策委員会の構成をみると、加盟国政府が任免権をもつ NCB 総裁が多数派であり、加盟各国の利益からは中立的な立場にある ECB 理事会のメンバー（総裁、副総裁、および4名の理事の計6名）は少数派である。政策委員会ではすべてのメンバーが1票の投票権をもつ一人一票原理による単純多数決方式が採用されており、NCB 総裁が自国のインフレ・失業選好表に従うとすれば、政策委員会が決定する金融政策のインフレ・ターゲットは加盟国の選好する平均的なインフレ率となり、ドイツのような物価安定選

好国から見るとインフレ・バイアスの恐れがある。たとえ政策委員会がドイツ連邦銀行と同じ程度にインフレ抑制的な政策スタンスを採用するとしても、EU加盟国の構造的格差からEU全体の自然失業率がドイツよりも高くなる場合や、重政府債務国が参加する場合には、EU全体としてはいっそう高いインフレ・パスの金融政策を強いられることになる。これらの理由から、政策委員会が各国の利害調整の場となるとESCBの政策スタンスにはインフレ・バイアスが生じることになり、ドイツが望んでいるような単一通貨ユーロの安定は達成できないのである。¹⁴⁾

もっとも、ECB政策委員会での一人一票原理の単純多数決方式の採用は、NCB総裁に国益を離れた自由な意思決定の余地を与えて、政策委員会のメンバーとして中央銀行家の使命に従ってESCBの物価安定の目的を達成するために自主的に行動することが期待できるのである。もし国の規模などによってウェイトをつけた加重投票方式を採用するとすれば、NCB総裁は第一義的に国益を代表して行動することになり、少数の大国によって政策決定が行われることは避けられない。EUレベルで指名されたECB理事会のメンバーが、中立的な立場で行動しようとしても、政策委員会の場で適切な役割を果たすことは期待できないのである（Goodhart 1995a, pp.318-319）。

ESCBのガバナンスの脆弱性が原因でESCBの独立性を損なう第2のケースは、NCBの実際のオペレーションがESCBの単一金融政策の方向を左右する場合である。ESCBの金融政策のオペレーション（公開市場操作および信用操作）の責任はECB理事会とNCBの両機関にあるが、NCBは理事会の指示にしたがって行動するという関係にある。しかし、実際にNCBのオペレーションの結果、ESCBの金融政策の手段の選択が制約を受けるかもしれない。NCBないし各国政府によるブルーデンス政策の実施はこのような問題をはらんでいる。

ESCBはEUの「銀行の銀行」として金融・決済システムの安定、つまり信用秩序の維持のためのブルーデンス政策（事前的な監督・規制機能と事後

14) Alesina and Grilli (1992, pp.58-64); De Grauwe (1995, pp.5-6; 2000, pp.131-132) 参照。

的な「最後の貸し手」機能がある）に一定の責任を担うべきである。しかし、マーストリヒト条約では、ESCBが行うべきプルーデンス政策は、「効率的で健全な清算・支払制度を保証するために、ECBおよびNBCが便宜を供与し、また、ECBが規則を設けること」に限られている（定款22）。EUのプルーデンス政策は基本的に各国の「管轄当局」の責任とされており、ECBはこれに助言したり協議を受けるだけである。ESCBによる銀行の健全性維持のための監督（prudential supervision）が慎重に制限されているのは、ESCBが「最後の貸し手」として流動性供給の責任を求められて金融政策の自主性を失うような事態を回避するためであり、これは中央銀行の独立性を重視するドイツのプルーデンス政策のシステムにしたがったものである。¹⁵⁾

ところで、ESCBのプルーデンス政策の実施の判断は、実際に各国でオペレーションを行っているNCBに依存せざるをえない。実際に、EU各国の中央銀行は銀行の規制・監督業務の「管轄当局」である場合が多く（ベルギー、ドイツ、デンマークでは中央銀行とは別の政府機関に割り当てられている）、「管轄当局」であるNCBが「最後の貸し手」として銀行支援オペレーションにかかわるとすれば、過剰流動性の供給に巻き込まれる危険は大きいであろう。したがって、NCBの規制・監督業務へのコミットメントと「最後の貸し手」としてのオペレーションの権限が拡大するほど、ESCBの単一金融政策の自主性を損なう恐れがあるのである。ECBは金融政策とプルーデンス政策の役割を峻別し、NCBのオペレーションを監督するとともに、「最後の貸し手」としてある市場（国）に流動性を供給したとすれば、それを相殺するようなオペレーションを他の市場（国）で実施して、EU全体の通貨供給量を適切にコントロールしなければならない。¹⁶⁾

15) ESCBは「信用機関の健全性維持のための監督と金融システムの安定性に関して、管轄当局が追求する政策のスムーズな実施に貢献する」（条約105.5条）ものであり、ECBは「信用機関の健全性維持のための監督と金融システムの安定性に関する欧州共同体法規の範囲と履行に関して、EU理事会、欧州委員会、および加盟国の管轄当局に助言を与えたり、協議を受けることができる」（定款25.1条）。ECBがEU全体の信用機関その他の金融機関（保険を除く）の健全性維持のための監督に関する政策にかかわる特別の職務を実施できるのは、EU理事会が全会一致で決定した場合に限られる（定款25.2条）。

16) プルーデンス政策は個別銀行への不胎化された手形割引窓口貸付であり、金融政策によってコントロールすべき総貨幣供給量に影響を及ぼすものではない（Giovannini 1993, p.222）。Goodhart (1995a, pp.326-327)も参照。

Ⅲ EMU の非救済ルールと拘束ルール

1. 欧州中央銀行の非救済ルール

欧州中央銀行制度（ESCB）の独立性にとっての重大な障害の1つが、加盟国政府ないし EU 諸機関の財政赤字のマネタリー・ファイナンスによって ESCB の金融政策の手段の自主的な選択が損なわれることである。いま、財政規律の欠如から財政破綻に陥った加盟国政府に対して、域内の金融システム・リスクへの発展を恐れた ESCB が国債の買上げなどを通じて救済融資を行うとする。この場合に、国債の貨幣化（monetization）を通じた通貨発行に歯止めがなくなり、これによって ESCB が金融政策の自主性を失うことで、ESCB の信頼性が損なわれることになる。ESCB の金融政策の手段の自主的な選択を奪うような政府の救済圧力を排除するためには、ESCB は財政破綻国の救済融資を行わないという「非救済ルール」にしたがって、ESCB による財政赤字のマネタリー・ファイナンスを禁止しなければならない。

マーストリヒト条約では、次のような ECB または NCB による EU 諸機関、加盟国政府などの財政赤字のマネタリー・ファイナンスを禁止する規定によって、ESCB の「非救済ルール」（no-bailout rule）が明示されている。¹⁷⁾

「欧州中央銀行または各国中央銀行による、欧州共同体の諸機関または部局、加盟国の中央政府、地域的・地方的・その他の当局、その他の公法上の機関、または公共企業への当座貸越、またはその他の信用便宜の供与は、それらからの欧州中央銀行または各国中央銀行による債務証券の直接購入と同様に禁止される」（条約104.1条、定款21.1条）

このような ECB または NCB による EU 諸機関や加盟国政府への貸付、あるいは公債購入という形での財政赤字の直接的なマネタリー・ファイナンスの禁止は、政府の財政支出権限を中央銀行の通貨発行権限から効果的に分離するという意味では重要である。しかし、ここで禁止されているのが「直接

17) 欧州中央銀行の非救済ルールについては、De Grauwe (2000); Kenen (1995); Crawford (1996); Eichengreen (1994); Eichengreen and von Hagen (1996); von Hagen and Eichengreen (1996) 参照。

的な」マネタリー・ファイナンスであるという点に注目しなければならない。中央銀行が発行後まもなくの国債を第2次市場で購入することで間接的に政府を金融支援するとすれば、それは発行時の直接購入とまったく同じ効果を持つからである。中央銀行が発行済みの国債の過剰供給分の吸収を強制される場合を考えると、中央銀行は政府の介入に対してなお脆弱である。実際に、ECBおよびNCBには公開市場操作の対象として公債の買い上げは禁止されていない。したがって、ESCBによる直接的な財政赤字のマネタリー・ファイナンスの禁止条項は、公開市場操作を通じて実質的に無効となる恐れがある。ESCBの事実上の独立性を確保するためには、当座貸越や新規公債引受けの禁止規定はECBおよびNCBが回避すべきオペレーションの例示規定と考へて、いかなる形態での財政赤字のマネタリー・ファイナンスも事実上禁止しなければならないであろう。この点で、ECBおよびNCBのオペレーションの対象を最高の信用格付けの公債のみに限定するような規定を設けるとか、ECBおよびNCBが保有する公債ポートフォリオの構成について一定の限度（シーリング）を設けることで、EU諸機関、加盟国政府からの公債購入の圧力に対していっそうの安全弁を提供することができる。もっと厳密には、公開市場操作の対象を民間証券に限定し、いかなる公債の購入も禁止する必要があるかもしれない（Goodhart 1995a, pp.319-320）。しかし、ECBまたはNCBに第2次市場での間接的な公債購入が義務づけられていないかぎり、このような公式の規定によってESCBの制度上の独立性を確保するよりも、むしろ、EU諸機関、加盟国政府が公債購入を強制しないという非公式のルールを確立してESCBの事実上の独立性を確保することが重要であろう。

しかし、ここで重要なことは、公債購入限度などの公式の規定によってESCBの制度上の独立性を確保することもさることながら、ESCBが非救済ルールを厳密に運用して、加盟国政府がデフォルト・リスクを予想して自らに財政規律を課するような自己責任原則のインセンティブを与えることである。非救済ルールの裁量的な適用（例外措置）によって財政規律を欠いた国の一部に救済融資を認めることは、健全な国の政府に不公平感を高め、加

盟国間でモラルハザードによる財政赤字の拡大を誘発するだけである。ESCBが非救済ルールを貫徹し、自己責任原則による財政規律を求めることによって加盟国政府からの救済圧力は解消して、ESCBの独立性は事実上確保されることになる。

それと同時に、ESCBが加盟国政府の救済融資に追い込まれることで非救済ルールの信頼が損なわれないように、加盟国政府のデフォルト・リスクを排除するような予防措置が重要となる。マーストリヒト条約では、「EU諸機関、加盟国政府などの金融機関への優先的アクセス措置の禁止」（条約104a条）、および「EUおよびその加盟国による加盟国政府などの債務の支払責任あるいは保証の禁止（相互救済の禁止）」（条約104b条）の規定によって加盟国の安易な財政赤字ファイナンスを排除し、「過剰財政赤字の回避」（条約104c条）の規定では加盟国の財政赤字の規模そのものを制限しようとしている。これらの規定によって、加盟国政府に対して持続不可能な政府債務の累積を回避すべき財政規律を求めることで、加盟国政府からの救済圧力の解消が図られているのである。

2. EMUの財政規律と拘束ルール

欧州通貨同盟の理論と現実において最も論議的になってきたのは財政赤字制限の問題であろう。すでに「ドロール報告」（Delors Committee 1989）においても、EMU最終段階での加盟国の財政政策に対する拘束ルール（binding rules）として、①財政赤字の上限設定、②マネタリー・ファイナンスの禁止、③非加盟国通貨による対外借入制限、の3つをあげている（par.30）。しかし、マーストリヒト条約（1992）では、加盟国の財政赤字の上限設定につて厳格な拘束ルールは導入せずに、加盟国に過剰財政赤字の回避を求める「過剰赤字手続き」（Excessive Deficit Procedure）が規定されているにすぎない。そこでは、欧州委員会が2つの財政基準（財政赤字の対GDP比3%、および政府債務の対GDP比60%）に基づいて加盟国の財政規律を監視し、その勧告に基づいてEU理事会が過剰赤字国の決定とその是

正勧告を行うとしている（必要な場合には警告を決定できる）（注6参照）。この「過剰赤字手続き」はその手続きが煩雑であり、また強制力がないために、単一通貨ユーロの安定を求めるドイツは、欧州通貨同盟参加国に財政規律を義務づける制裁規定を伴った「安定成長協定」(The Stability and Growth Pact)の採択を求めて、雇用・成長への配慮を求めるフランスと対立した。最終的には、原則として財政赤字が対GDP比3%を越えた国から制裁金を徴収するが、実質GDPが2%以上のマイナス成長の場合には適用除外とし、制裁免除の可否をEU理事会にゆだねるグレイ・ゾーン（実質GDP成長率がマイナス0.75%からマイナス2%の場合）を設けることで妥協が成立した。¹⁸⁾ この「安定成長協定」(1996. 12)によって、欧州通貨同盟参加国に財政赤字制限を求める拘束ルールが導入されることになった。

ではなぜ財政赤字制限のような拘束ルールが必要なのであろうか。「ドロール報告」(Delors Committee 1989)によると、経済通貨同盟(EMU)は加盟国政府の相互に整合的で健全な行動に基づいてはじめて機能するものである。非協調的で逸脱した各国財政政策は通貨安定を損なうものであり、また、集権的に管理されたEU共通予算はEU全体の総公共支出のごくわずかの部分にすぎない。したがって、各国財政政策の協調を通じてEU全体の統一的な財政政策スタンスが設定されなければならない。ところが、市場の規律は必ずしも強力で強制的なシグナルではなく、あまりにも緩慢で弱々しかったり、あるいは公共借入部門の信用の急変で市場調達の道を閉ざしたり、しばしば経済不均衡部門の融資を促進して混乱が生じたりするのである。つまり、加盟国政府には分権的な財政政策の要求がありながら、市場がこれに適切な財政規律を与えないから、市場に替わって各国の財政政策を拘束するルー

18) 「安定成長協定」の制裁規定と例外規定の骨子は次のとおりである。①制裁規定；ある参加国の財政赤字が対GDP比3%を超えた場合、対GDP比0.5%を上限にEUが制裁金を課して無利子で積み立てる。2年以内に赤字が減らない場合、制裁金は没収されEU財源の一部となり、これは参加国のために使う。②制裁の例外規定；実質成長率がマイナス2%またはそれより深刻な不況の場合、制裁は適用されない。マイナス0.75%からマイナス2%未満の場合、蔵相理事会が制裁するかどうかを決定する。それ以外は原則として制裁を適用する。自然災害、戦争などの特別な理由があると蔵相理事会が認めた場合には適用されない。「安定成長協定」をめぐる独仏の対立と妥協については、島野(1998b)参照。

ルが必要になるのである (par.30)。

欧州委員会報告書『One Market, One Money』(European Commission 1990)によると、EMUにおいて市場の財政規律が有効であるためには次のような条件が必要である。つまり、①ESCB、EU 財政当局、および加盟国政府の間に正確な役割分担があり、いかなる金融的連帯 (financial solidarity) もないこと、②ESCBの独立性と信頼性の確保、③健全性維持ルール (財政状態に関する完全な情報、超短期の政府証券の排除、民間機関に対する政府証券保有の強制やノン・リスクと思わせるような規制の排除など)、である。ここで重要なことは、EU内での金融的連帯を有効に排除できるかどうかである。もしある加盟国政府の債務不履行がEU全体の金融システム不安をもたらすとすると、金融システム全体の安定のためにその政府の支援が不可避となる。このような状況では、ESCB、加盟国政府およびEU当局の間の金融的連帯によってESCBの非救済ルールが破棄されることを市場が全く予期しないで行動するとは考えられないのである。非救済ルールへの市場の信頼性は不完全であり、加盟国政府のデフォルト・リスクの市場評価を通じた国債の適正な価格付けは期待できない。政府の方も市場評価の悪化に有効に対処するとは期待できない。したがって、リスク・プレミアムによる借入コストの上昇によって過剰な政府借入を制限することはできないのであり、市場の財政規律の喪失が借入国政府のモラル・ハザードを誘発する恐れがあるのである (pp.110-111)。

ところで、EMUが各国の財政規律に及ぼすインセンティブには次の3つのタイプのものがある。つまり、①ESCBその他のEU機関を支配するルールからくるもの、②EU資本市場の自由化によって生まれる市場規律の有効性、③財政政策のマクロ経済的役割とスタンス、である。第1の点では、ESCBの独立性と物価安定へのコミットメントが金融規律を高めて、各国政府が厳格な予算制約を受容して将来の国債貨幣化を放棄する財政規律効果を持つ。他のEU機関に関しては、ヨーロッパ統合の深化とともに加盟国間でこのいっそうの連帯の期待が高まり財政規律を弱める効果を持つ。第2の点で

は、EUの資本市場統合が各国政府の借入れのリスク評価を改善して、市場の財政規律を強める効果をもつと期待できる。しかし、上述のように、EU支援の期待ないし市場シグナルに対する政府の不適切な対応の故に、市場の規律は不十分であると考えられる。第3の点では、EMUによって財政拡大の制約となる事後的な実質金利の上昇や対外制約はほとんど解消するか、あるいはEMUレベルに移転される。しかしもともと実質金利はデフォルト・リスクを反映していないし、また財政収支と経常収支の間には明確な関連は見られないから、EMUが財政規律を弱めることにはならないのである。ところで適当な政策協調がないと、他の加盟国に不利なスピルオーバー効果を考慮せずに拡張的な財政政策を行い、その金利コストはEMU全体に波及するので、その財政赤字はすぐには是正されない恐れがある (ibid., pp.111-113)。これらの点を考えると、EMUが財政規律を損なうという強力な証拠はないが、しかし、市場による財政規律の強制を全面的に信頼することもできないのである。したがって、EMUのルールと手続きによって市場の財政規律の失敗のリスクを処理することには一定の根拠があるのである。

IV EMUの財政レジーム

1. EMUと財政連邦主義

経済通貨同盟 (EMU) の財政レジームはEUの連邦型の組織形態に従ったものであり、EU加盟国の財政自主権を基礎にして、加盟国の中央および地方政府とEU独自の予算を持つ連邦型財政システムとなっている。しかし、その規模および機能において、アメリカ型の財政連邦主義 (fiscal federalism) —連邦・州・地方政府が支出・課税・借入を決定する財政自主権を持つと同時に、連邦政府から州政府へ、州政府から地方政府へと歳入の一部が再分配される制度—の財政レジームとは大きく異なるものである。

EU財政 (1996年) は域内のGDPの1.2%ほどの一般予算規模にすぎず、歳出の半分ほど (50%) は農産物の価格支持制度による農業者の所得保障を

中心とする共通農業政策（CAP）が占めており、3分の1ほど（32％）が地域政策および社会政策のための「構造基金」に向けられている。歳入の半分ほど（49％）は付加価値税（各国の付加価値税の課税ベースの一定比率で拠出）であり、伝統的な独自財源である関税（16％）、農業課徴金および砂糖課徴金（2％）の占める比率は小さくなっている。歳入の不足分は「GDP基礎の加盟国分担金」（33％、各国のGDPに比例して拠出）で補っている。つまり、EMUの中央機構（連邦センター）予算としてのEU財政は、規模自体が小さく、資源配分および所得再分配（平等化）機能が中心であって、経済安定化機能はほとんど果たしていないのである。¹⁹⁾

このようなEMUの財政レジームに対しては、通貨同盟における財政移転による経済安定化機能を重視するアメリカの学者の批判が向けられている。通貨同盟参加によって自律的な金融・為替政策を放棄した加盟国にとっては、非対称的なショックを受けたときの代替的なマクロ経済政策（ないし調整手段）を必要としている。基本的な調整機構は実質為替相場（単一通貨の通貨同盟であれば、域内各国間の物価比）の調整であるが、加盟国に残された手段は労働市場での賃金調整ないし労働移動である。しかし、この労働市場での調整に全面的に依存できないことから、非対称的なショックを吸収してその打撃を緩和するショック・アブソーバーとしての加盟国間の財政移転が重要な機能を果たすと考えられるのである。

サライ・マーティン＝サックス（Sala-i-Martin and Sachs 1992）は、アメリカの9センサス地域のデータに基づいて、不況によって所得減少を被った地域は、1ドルのGDP減少に対して、33-37セントの連邦税支払の減少と、1-8セントの連邦移転受取の増加によって、35-44セントが相殺されると推定している。これに対して、フォン・ハーゲン（von Hagen 1992）は、

19) 総政府支出に占める連邦政府支出の比率（1991年）は、ベルギーで69％、アメリカで64％、ドイツで61％、カナダで42％、スイスで30％に対して、EU予算は加盟国の総政府支出のわずか5％ほどである（Eichengreen 1994, p.185）。財政連邦主義の機能については、Sala-i-Martin and Sachs (1992); Eichengreen (1990, 1993b, 1994); von Hagen (1992, 1993); Goodhart (1995b) 参照。EUに関しては、「マクドール報告」(European Commission 1977) および Oates (1977) 参照。

アメリカの50州のデータに基づいて、1ドルのGDP減少に対して、8セントの連邦税支払の減少と、2セントの連邦移転受取の増加によって、10セントが相殺されると推定している。いずれの推定結果でも安定化効果はおもに税サイド（累進税制）にある。サライ・マーティン＝サックスの推定結果では、連邦財政システムによるショックの吸収効果は3分の1から2分の1と相当のものであり、通貨同盟における重要な調整機構であると結論づけている。これに対して、フォン・ハーゲンの推定結果では連邦財政システムの安定効果は小さいものである。それはアメリカの連邦財政システムが長期的な州所得格差の是正のための恒久的な移転を目指したもの（平等化機能）であり、循環的な変動に対応した一時的な移転を意図したもの（安定化機能）ではないからであり、地域的なショックをバランスする機構を欠いた通貨同盟も十分に機能すると結論づけている。両者の結論は対照的であるが、その他の推計結果は両者の中間にあり、むしろ高い方の値が得られている。²⁰⁾

これらの実証研究からアメリカ型の財政連邦主義に一定の安定化機能を確認できるとして、このような財政連邦主義に従って通貨同盟の中央機構（連邦センター）に財政機能を集中する理由は2つある。²¹⁾ その第1は財政支出の外部性にある。州および地方政府の支出はその境界を越えてあふれるが（スピルオーバー効果）、州および地方政府はその外部性を内部化する動機がなく、その支出は準最適水準に止まる（たとえば、教育、環境、保健・福祉など）。連邦政府だけがこれを内部化できるのであり、課税および移転を通じて実現される。これと同様に、通貨同盟内での市場統合によって物・サービス・人・カネの移動が進むと、加盟国政府は財政政策の自律性を失うことになる。なぜなら、加盟国政府の課税ベースがきわめて流動的となり、異なる税率を適用するのが困難となるからである（特に、金融取引、企業利潤、個人所得・貯蓄への課税）。労働者への国民手当の差別化も困難である。

第2の理由は保険としての政府間移転にある。ランダムなショックによつ

20) アメリカの連邦財政の安定（短期）効果の推定値として、17%（Pisani-Ferry et al. 1993）、29%（Goodhart and Smith 1993）、30%（Bayoumi and Masson 1995）などがある。

21) Goodhart and Smith (1993, pp.423-425); Van Rompuy et al. (1991, pp.109-114) 参照。

て地域的不利益が発生するとすれば、同盟中央の財政的保険機構によって、一時的に所得上昇した加盟国から一時的に所得低下した加盟国への資金移転を通じて、すべての加盟国が利益を得ることができる。さらに、社会同盟としての通貨同盟の「連帯」(solidarity)と「団結」(cohesion)に基づいて、同盟中央予算を通じた再分配政策と一時的な救済・保護措置を実施することで政治的結束を図る必要があるのである。

しかし、欧州通貨同盟において全面的な連邦型財政システムを導入するにはさまざまな障害がある。すでに加盟国内では、既存の各国中央財政システムを通じて、広範に安定化および再分配政策が実行されている。「補完性の原理」からは、EU 機関への権限の集中は排除されている。加盟国内での地域的な経済格差(いわゆる「国内南北問題」)の方が加盟国間の経済格差よりも重大な国が存在しており、政治的結束の不足も依然として障害となっている(Goodhart 1995b, p.469)。実際に、EU 予算の拡大について負担の大きい国の反対もある。EU 当局にも、域内の労働移動に関して、文化的・言語的理由からも、急速な労働移動性の拡大は望ましくないとの判断があるように、急激な経済統合は回避して、それだけ加盟国政府の財政主権を留保した財政レジームが望まれているのである。²²⁾

2. EMU と財政規制

EMU の財政レジームは連邦型財政システムとなっているが、EU 財政はきわめて限定的であり、加盟国の財政自主権が大幅に留保された分権的システムにとどまっている。アメリカ型の財政連邦主義による連邦財政の安定化および再分配機能は各国レベルで実施されているのである。ところが、単一市場・単一通貨の欧州通貨同盟の成立によって市場統合はますます進展し、中央レベルの EU 財政の役割はますます重要になっていくであろう。現状ではまだその矛盾は顕著でなく、あるいは「補完性の原理」による EU、加盟

22) EU 各国の財政政策(財政赤字の対 GDP 比 3% 制限のもとで)を通じて財政の安定化機能を果たせるとする議論について、Buti and Sapir (eds.) (1998); 田中(2000) 参照。

国、国内地域の各レベルの政府の適切な役割分担の模索過程でもある。しかし、そこには、欧州通貨同盟への参加で放棄した金融・為替政策に代替するマクロ経済政策（ないし調整手段）としての各国財政政策の必要性和、その国民的自律性に課された EMU の財政制限の圧力との間に対立が存在するのである。

欧州通貨同盟の加盟国は、単一市場・単一通貨を通じて2つの対立するインパクトを受ける。単一通貨と統一された金融・資本市場のもとでは、各国の拡張的な財政政策は、資本流入を通じて、自国の金利上昇や為替増価を通じた抑制効果なしに実行可能である。しかし、一方では、統一された商品市場での開放性と相互依存の拡大によって、各国の財政政策の有効性は損なわれて、自律性は喪失するのである。加盟国が非対称的ショックに対して拡張的な財政政策で対応しようとするれば、その政策は容易に実行できるが、その効果は小さい。そこでますます拡張的な政策を継続するとすれば、債務累積に陥ることになる。信用リスクの拡大による金利上昇圧力を通じて市場の財政規律が作用するが、通貨同盟における救済の期待はこれを損なう恐れがある。マーストリヒト条約の前文およびA条ではEU加盟国政府および国民の「連帯」がうたわれている。欧州通貨同盟での連帯による救済の期待が高まれば、健全性を欠いた財政スタンスによる持続不可能なほどの債務累積によって救済圧力が生みだされる。ここに欧州通貨同盟において「安定成長協定」に見るような政府財政赤字の制限が導入される理由があるのである。これはまた政治統合重視のヨーロッパ統合の矛盾の現われでもある。

欧州通貨同盟において加盟国政府の財政規律が損なわれるかどうか、したがって財政赤字制限のような拘束ルールが必要かどうかは議論の分かれるところである。²³⁾ ラムファルシー (Lamfalussy 1989) がドロール委員会に提出した論文で指摘しているように、連邦国家の地方(州)政府には顕著な財政支出および赤字の拡大傾向は見られないし、また、連邦政府が地方政府に

23) EMU の財政規制については、Wyplosz (1991); von Hagen (1991); Eichengreen and Bayoumi (1994) 参照。

表 4—2 連邦国家各州および EC 加盟国の財政赤字

(対歳入比率：%)

	加重平均	単純平均
アメリカ (1985年)	+10.9	+ 4.6
オーストラリア (1986年-87年)	-10.1	- 9.1
西ドイツ (1987年)	- 6.4	- 8.2
カナダ (1982年)	- 0.4	- 1.4
スイス (1986年)	- 1.3	- 0.7
EC (1988年)	-10.1	-11.4

(注) プラスは黒字、マイナスは赤字。加重平均のウエイトには GDP 比を用いる。

(出所) De Grauwe (2000), Table 9.1 (p.206).

課した借入規制も存在しないのである。この論文では、連邦国家において地方政府に対する中央銀行融資が禁止（または厳しく制限）されていることが注目されているが、地方政府の財政支出・赤字の拡大バイアスや借入規制が存在しないことを説明する究極の原因は不明であり、これが EMU の将来指針となるかは疑わしいとしている。デ・グラウウェ (De Grauwe 2000) は、ラムファルシーの資料に基づいて連邦国家の地方政府と EU 諸国の財政赤字を比較して後者の方に赤字バイアスがあることを指摘し、その原因を「ソフトな予算制約」に求めている (表 4—2 参照)。つまり、連邦国家の地方政府は通貨発行権を失って財政赤字のマネタリー・ファイナンスの能力が低下した「ハードな予算制約」に従っているのに対して、EU 諸国は通貨発行権をもつ主権国家として財政赤字のマネタリー・ファイナンスの可能な「ソフトな予算制約」に従っているのである。したがって、欧州通貨同盟参加国も通貨発行権を失うことで財政規律が働くから、拘束的な財政赤字制限ルールを必要としないと結論づけている (pp.206-208)。しかしこれはそもそもレベルの違う政府（地方政府と中央政府）の財政赤字を比較したものであり、もともと通貨発行権のない地方政府の財政規律を分析する上での適当な方法とはいえない。したがって欧州通貨同盟参加国に通貨発行権がないことを財政赤字制限不要の根拠にはできないのである。

ところで、アイケングリーン＝フォン・ハーゲン (Eichengreen and von

表 4—3 垂直的な財政構造と財政規制の連関

	連 邦 国 家			単 一 国 家		
	財政規制 あり	財政規制 なし	合計	財政規制 あり	財政規制 なし	合計
自己税収比率						
平均以上	1	5	6	3	6	9
平均以下	3	0	3	5	2	7
合 計	4	5	9	8	8	16
助成金比率						
平均以上	3	1	4	6	3	9
平均以下	1	4	5	2	5	7
合 計	4	5	9	8	8	16

(注)1. 自己税収比率は、地方政府の支出に対する自己税収の比率である。助成金比率は、地方政府の税収と助成金受取りに対する助成金受取りの比率である。この2つの指標の平均値は連邦国家および単一国家のそれぞれのグループのものを用いている。

2. 連邦国家9カ国のうちで財政規制のあるのが4カ国、ないのが5カ国であり、単一国家16カ国のうちで財政規制のあるのが8カ国、ないのが8カ国である。単一国家の自己税収比率の集計値は掲載データをもとに一部修正した。

(出所) Eichengreen and von Hagen (1996, p.223).

Hagen 1996) が明らかにしているように、地方政府に対する借入規制は単一国家に比べてむしろ連邦国家の方が少ないという「連邦国家のパラドックス」が存在する。その理由として考えられることは、集権的な課税構造の単一国家では、地方政府は財源が小さく、小さなショックで破産する恐れがあり、中央政府はこれを救済するしかないから、地方政府の財政規律は救済見込みのない場合に比べて小さくなることである。逆に、分権的な課税構造の連邦国家では、地方政府に自己財源があり、中央政府は自己再建を求めて非救済ルールを貫徹できるから、それだけ地方政府の財政規律は厳しくなるのである。つまり、救済がおこるかどうかはその国の課税構造に依存しており、地方政府の財源の大きい国よりもむしろ小さい国にモラルハザードが起りやすいのである。したがって、モラルハザードから来る救済圧力を解消すべき財政規制は地方政府の財源の小さい国に必要な機構なのである。いま、中央政府と地方政府の間の垂直的な財政構造を、地方政府支出に対する自己税収比率と税収および助成金の合計に対する助成金比率の2つの指標にしたがっ

て見ると、連邦国家と単一国家のいずれにおいても、中央政府の財源に対する地方政府の財政的依存が大きい（低い自己税収比率，高い助成金比率）ほど地方政府に対する借入規制が強いという関係が存在している。そして、相対的には単一国家の方が連邦国家よりも財政規制の導入が多くなっている（表4—3参照）。²⁴⁾

このような「連邦国家のパラドックス」から類推すると、EU当局の課税ベースは小さく、課税ベースのほとんどが加盟国に留保されているEMUの分権的な財政レジームでは、非救済ルールの特信性は高く、財政赤字制限の導入はそのメリットに比べてその財政自主権制限のコストの方が大きくなるのである。もし財政赤字制限を厳格に適用すると、借入制限によって加盟国政府がみずからサービスを提供できない分だけ、EU当局に自動安定的なサービスの提供を求める圧力が拡大する。加盟国がEU当局の財政支出への依存を高める結果、EUの共通予算は拡大し、EU当局の課税ベースの拡大のために各国に財源規制が求められるが、このようなEUの集権化は加盟国の同意するところではない。ここにEMUの分権的な財政レジームでの単一通貨ユーロの安定には全幅の特信がおけないが、単一通貨ユーロの安定のための財政赤字制限はEU財政の集権化を導くというジレンマが存在するのである。

おわりに

マーストリヒト条約によって合意された欧州通貨同盟（EMU第3段階）への移行は、欧州単一通貨ユーロの安定を軸にして、ECBの独立性を確保するために欧州通貨同盟加盟国の金融主権の放棄だけでなく、財政主権の制限をも強く求める形で展開された。欧州通貨同盟への参加の条件としてのコンバージェンス基準のクリアーと「安定成長協定」の採択は、参加国に対して緊縮的な金融・財政政策の実行を求めるものである。このような欧州通貨同盟参加国に対する厳しい金融・財政規律の要請は、ドイツの欧州通貨同

24) Eichengreen and von Hagen (1996, pp.220-224); von Hagen and Eichengreen (1996, pp.135-137) 参照。

盟参加を担保するものであるが、加盟国政府と国民の連帯に基づく政治統合優先のヨーロッパ統合の矛盾の現われでもある。ECBの独立性は、単一通貨ユーロの価値安定のために「物価安定の維持」にコミットした単一金融政策を行ううえで、政府（政治）の介入を排除しようとするものである。ECBの非救済ルールはその独立性を確保する機構の1つであり、加盟国の財政赤字制限はその非救済ルールを補完する機構と考えられるのである。欧州通貨同盟は、ヨーロッパ統合の深化によって加盟国の連帯を強めることで、市場の非救済ルールへの信頼性を損ない、加盟国のモラル・ハザードを引き起こす恐れがある。したがって、あらかじめ財政赤字制限のような拘束ルールによって参加国に財政規律を義務づける予防的措置が要請されるのである。

ところで、欧州通貨同盟は、国家連合としてのEUの加盟国の国家主権を留保しつつ、ECBを設立して金融主権の一部をこれに委譲して共有・共同使用するものである。域内為替相場の廃止と単一金融政策の導入は、加盟国における国民経済安定化政策の手段を奪うことになる。いまだ統一市場として域内労働移動の不完全なEUでは、加盟国の雇用安定の手段として、各国の伸縮的な財政政策の容認か、あるいは財政連邦主義による域内所得移転機構の拡充が求められる。ここで、単一通貨ユーロの安定のために加盟各国の財政赤字制限のような拘束ルールが導入されると、各国の伸縮的な財政政策の規制を補填する形で、域内所得移転機構の拡充によって共同体レベルでの安定化政策が必要となるのである。したがって、いずれの面でも加盟国の財政主権は大きく制限されることになる。加盟国の財政主権の制限を最小限にしようとするれば、拘束ルールによる財政規律が損なわれて単一通貨ユーロの安定を保証できないことになる。ここに欧州通貨同盟のジレンマがある。

第5章 ユーロの国際化と国際通貨システム

はじめに

1999年1月1日をもって欧州単一通貨ユーロが誕生して、欧州連合（EU）はついに経済通貨同盟（EMU）の最終段階に到達した。単一通貨ユーロと欧州中央銀行（ECB）を持つ欧州通貨同盟（ユーロ圏）は、大方の予想に反してEU加盟国15カ国のうちで11カ国の多数の参加でもってスタートし、2001年1月1日にはギリシャの参加によって12カ国に拡大した。2002年1月1日からのユーロ紙幣・硬貨の流通は、政治同盟としてのEU統一の象徴を目に見える形で提供することになる。2003年以降には、中東欧7カ国、バルト3国、および地中海3カ国のEU加盟が順次認められることになっている。これらの国が、現在のユーロ未参加のEU加盟3カ国とともに、新たにユーロ圏に参加することで、将来のユーロ圏はアメリカをはるかにしのぐ単一通貨圏を形成することになると予想される。

第2次世界大戦後に成立した国際通貨システムは米ドルを基軸通貨（key currency）とするドル覇権レジームであり、アメリカ（米ドル）を中心にしてグローバルな通貨統合を推進するものであった。これに対して、欧州通貨統合はEUでのリージョナルな通貨協力機構の形成を推進するものであり、欧州通貨同盟の成立はドル覇権体制のグローバルな国際通貨システムにクサビを打ち込んで、ドル・ユーロ2極レジームへの展望を開くものである。

本章では、欧州通貨同盟（ユーロ圏）の発展による単一通貨ユーロの国際化と国際通貨システムの安定性に及ぼす政治経済的な帰結を検討する。まず、第I節では、単一通貨ユーロの国際化を分析する。次に、第II節では、国際通貨システムのドル・ユーロ2極レジーム化とEU域内協調システムの問題点を検討する。第III節では、ユーロの国際化におけるEUの金融・資本市場統合の重要性を検討する。第IV節では、ドル通貨圏に対抗するユーロ通貨圏の拡大の展望を行う。

I ユーロと多極的国際通貨システム

1. EU 経済通貨同盟とユーロ

EU 15カ国のうち単一通貨ユーロ導入の12カ国で構成される欧州通貨同盟（ユーロ圏）の経済規模は、日本をはるかにしのいでアメリカに迫るものであり、EU 15カ国ではアメリカに匹敵するものである（表5—1参照）。世界的には、経済規模が抜きんでたEU、アメリカ、および日本の3つの地域・国が存在することとなり、近い将来におけるイギリスのユーロ圏参加が予想されることから、現在の米ドルを基軸通貨とするドル覇権レジームの国際通貨システムに及ぼすインパクトは相当のものと予想される。米ドルの単極・覇権的国際通貨システムから、ドル、マルク、円、その他欧州通貨で構成される多極的国際通貨システムへの移行のトレンドは、すでに1970年代の変動相場制移行によって始まっていたものである。単一通貨ユーロの国際化（国際取引および国際資産保有でのユーロの使用）が進展すると、米ドルに加えてユーロを基軸通貨とするドル・ユーロ2極レジームへの移行がいつそう顕著なものとなるであろう。

バーグステン（Bergsten 1996）は基軸通貨（中心的・支配的な国際通貨）の条件として次の5つをあげている。①基礎的経済およびその世界貿易の規模；この通貨の使用による「規模の経済」の存在と他国が自国に不利な行動

表5—1 EU・アメリカ・日本の経済規模（1999年）（単位：億人、10億ドル）

	人口	国内総生産	貿易(輸出入額)	外貨準備高(年末)
EU	3.75	8,323.4	1,684.4	369.3
ユーロ圏	2.91	6,511.2	1,709.0	276.5
アメリカ	2.73	9,299.2	1,761.5	73.1
日本	1.27	4,346.8	730.6	288.1

(注)1. ユーロ圏はEU15カ国のうちで、デンマーク、ギリシャ、スウェーデン、イギリスを除く11カ国である。

2. EUおよびユーロ圏の貿易は域内貿易を除いたものである。

(出所)日本銀行国際局「国際比較統計」、IMF, *International Financial Statistics* より作成。

をとるのを妨げるパワー、②対外制約からの経済的独立性；閉鎖的経済であること、あるいは調整の負担を他国に転嫁できること、③為替管理あるいは資本移動規制の撤廃；固定価格での交換性の条件を損なわないこと、④その経済の資本市場の広さ、深さ、および流動性、⑤その経済の強さ、安定性、および対外ポジション；ハイパーインフレ、および極端な不安定性のリスクの排除、物価安定に対する信認¹⁾。基軸通貨の歴史を見ると、基軸通貨の条件として第1の経済規模の要因が重要である。ポンドやドルが支配的通貨になったのはイギリスやアメリカが世界の支配的な経済、特に貿易国であった時期である。現在の基軸通貨は世界の3つの最大の経済および貿易国・地域であるアメリカ、EU、および日本の通貨である。

バーグステン (Bergsten 1997) の経済規模に基づく推定では、公的外貨準備にしめるユーロの比率は、現在の独マルクの15%に対して、25-40% (コア諸国だけの参加ケースと EU 15カ国すべての参加のケースの中間の値で) にまで拡大するとしている。公的外貨準備のドルからユーロへのシフトがおこるとすれば、20%は円やスイス・フランなどのマイナーな通貨で保有されるとして、ユーロとドルはそれぞれ30%と50%、ないし40%と40%のシェアとなる。つまり、ユーロのシェアは最大限に見積もるとドルとほぼ同等になるのである。²⁾

EU はアメリカに匹敵する、あるいはそれ以上の経済規模をもつことで、その単一通貨ユーロもまたドルに匹敵する基軸通貨ポジションを獲得すると期待されるのである。円や非ユーロ欧州通貨の基軸通貨ポジションはドルや

1) Bergsten (1996, pp.197-202)。この初版 (1975年) では、経常収支黒字ポジションが重視されており、国際金融市場の発達には条件として上げられていなかったが、第2版 (1996年) では、前者に替わって後者が加えられている。基軸通貨の条件については、Tavlas (1991); Tavlas and Ozeki (1992); Blinder (1996) も参照。

2) バークステンの推定のベースになった Eichengreen and Frankel (1996) によると、「ドルの世界準備に占めるシェアのこの25年間の下落トレンド、および円とマルクのシェアの上昇トレンドは、世界経済に占めるアメリカのGDPシェアの下落と、日本とドイツのGDPシェアの上昇によって説明できる」。彼らの推計では、基軸通貨国の世界生産のシェアの1%ポイントの上昇は準備通貨保有での通貨シェアが1.33%ポイント (GDPの計算は購買力平価レートによる) の上昇となる。その結果、アメリカ、EU、日本のGDPシェアがほぼ等しくなるとすれば (それぞれが世界のGDPの6分の1)、ユーロのシェアは16% (マルク) から28%へと上昇 (ドルは63%から62%へとわずかに低下、円は9%から17%へ上昇) すると推定している (pp.363-365)。Masson and Turtleboom (1997) による公的準備の最適分散に基づく推計では、ユーロ、米ドル、円の比率は、45.7 : 36.3 : 18である (pp.211-213)。

ユーロに比べてマイナーな地位に留まると予想されることから、ドルとユーロの2極レジームの国際通貨システムが成立することになる。しかし、基軸通貨の歴史から見て基軸通貨には慣性（歴史性）があり、既存の基軸通貨は世界におけるその国の生産および貿易のシェアの低下にもかかわらずその地位を保持し続ける。したがって、EUとアメリカの経済規模が同等になるとしても、すぐにドルのシェアが低下して、ユーロのシェアがこれに近づいて、対称的なドル・ユーロ2極レジームが成立するとは考えられないのである（小川1998）。

2. 単一通貨ユーロの国際化

単一通貨ユーロの導入による欧州通貨同盟（ユーロ圏）の創設は、対外的にはまずユーロの国際化を促すことになる。そこで、ユーロの国際化に関して、①貿易取引におけるインボイス（契約）でのユーロの使用、②外国為替取引における銀行間市場でのユーロの使用、③金融・資本市場における民間の国際資産保有および公的な国際準備資産としてのユーロ建て資産の保有、について展望しておこう。³⁾

(1) 貿易取引におけるユーロ

貿易インボイス（契約）におけるEU各国通貨の使用を見ると、EU通貨のシェアは世界の貿易に占めるEUの貿易シェア程度であり、世界の半分以上のシェアを占めるドルに比べて大きなギャップがある。ある通貨が世界の輸出契約に使用されるシェアを当該通貨国の輸出シェアで割った値である「国際化率」で見ると、1995年では、ドルは3.9、マルクは1.4、ポンドで1.1、仏フランで1.0である（表5—2参照）。この値は、自国通貨がその国の輸出、輸入、および第三国間貿易の契約通貨（これを「貿易媒介通貨」と呼ぶ）に使用されるほど大きくなる。ドルの国際化率が高いのは、アメリカの輸出入のドル建て契約比率がきわめて高いだけでなく（1995年のアメリカの輸出の

3) ユーロの国際化について、田中（1998）；島野（1998）；富田（1999）；打込（1999）；河合（1999）；藤田（2000）；Alogoskoufis and Portes（1991, 1992, 1997）；Thygesen et al.（1995）；McCauley（1997, 2000）；Portes and Rey（1998）参照。

表5-2 世界の輸出契約に占める主要通貨のシェアと国際化率

	1980年		1995年	
	シェア (%)	国際化率(倍)	シェア (%)	国際化率(倍)
米 ド ル	56.4	4.5	52.0	3.9
ドイツ・マルク	1.6	1.4	13.2	1.4
フランス・フラン	6.2	0.9	5.5	1.0
英 ポ ンド	6.5	1.1	5.4	1.1
イタリア・リラ	2.2	0.5	3.3	0.8
オランダ・ベルギー	2.6	0.7	2.8	0.9
日 本 円	2.1	0.3	4.7	0.6

(注) 「国際化率」は、世界輸出に占める各国の輸出のシェアに対する世界輸出に占める当該国通貨表示の輸出のシェアの比率である。

(出所) Bekx (1998), Table 3 (p.8).

ドル建て比率は92.0%、輸入では80.7%)、それに加えて第三国間の貿易媒介通貨としての使用がきわめて高いためである。これに比べるとEU通貨の国際化率は小さい。比較的高いマルクでも、ドイツの輸出入の両面でのマルク建てのシェアが高いことがその原因であり(特にEU域内貿易において)、域内外での貿易媒介通貨としてのマルクの使用は少ないのである(1995年のドイツの輸出のマルク建て比率は74.7%、輸入では51.5%)。ユーロの国際化率にはドルとの質的なギャップが存在するのである。したがって、EU(ユーロ圏)の外国貿易(域内貿易を除く)がアメリカに匹敵するものとなっても、世界貿易に占めるユーロ建て契約のシェアは米ドルにははるかに及ばないのである(Bekx 1998, pp.8-9)。このようなユーロの貿易媒介通貨としての劣勢は、次に検討する為替媒介通貨の機能の反映でもある。

ところで、ユーロ圏内の貿易が域内取引に転化して世界貿易から脱落するから、ユーロ圏各国の通貨建ての貿易取引がすべてユーロ建てになるとして、世界貿易に占めるユーロ建て契約のシェアは低下するはずである。ハルトマン(Hartmann 1998)によると、1992年の世界輸出に占めるEU主要5通貨(独マルク、仏フラン、英ポンド、伊リラ、蘭ギルダー)建て契約のシェアは33.5%であり、そのほぼ半分にあたる17.1%はEU域内輸出である。こ

れだけの域内貿易取引が世界輸出から脱落すると、5通貨建て輸出契約のシェアは22.2%に減少し、ドルのシェアは逆に47.6%から59.4%に上昇する。これではユーロ建て輸出はせいぜい以前の独マルクのシェア（15.3%）を上回る程度に過ぎないのである（pp.100-102）。EU貿易シェアの高い欧州自由貿易地域（EFTA）諸国、中東欧諸国、アフリカ CFA フラン圏諸国、地中海諸国（中近東）では、ユーロ圏との双務的取引がドル建てからユーロ建てに振り替わることがあっても、アジア、ラテン・アメリカ、フラン圏を除くアフリカの国々ではユーロ建ての取引に振り替わることはないであろう。したがって、世界貿易に占めるユーロ建て契約のシェアがドルのシェアを脅かすとは当面期待できないのである。

（2）外国為替取引におけるユーロ

次に、実際に国際決済が実行される外国為替市場（銀行間市場）でのユーロの使用を見てみよう。各国の銀行間市場での現地通貨取引（一方に自国通貨を含む取引）と非現地通貨取引（第三国通貨間の取引）はほぼ同額であるが、いずれのタイプの取引でもドルのシェアは大きい。アメリカ市場を除く各国銀行間市場の現地通貨取引および総取引で見ると、ドルの使用は80%以上であり、ドルが通貨取引の一方となっている取引が圧倒的なものである（表5-3参照）。このドルの優勢はその市場規模に比例したいっそうの低取引コストによって説明できるものであり、実際に2通貨間での直接の双務的な取引よりもドルを媒介する間接的な取引の方が費用が小さいのである（European Commission 1990, pp.259）。こうしてドルが銀行間市場の媒介通貨（これを「為替媒介通貨」と呼ぶ）として使用されることで、ほとんどの銀行間取引は一方に必ずドルを含むことになるのである。

単一通貨ユーロの導入によってユーロ圏通貨間の為替取引は消滅するから、ユーロの外国為替取引高は以前のユーロ圏通貨の取引高合計よりも減少する。マコーリー（McCauley 1997）によると、EU 15カ国通貨の外国為替取引がすべてユーロ取引になると仮定した場合、これら EU 15カ国通貨の取引総額（1兆990億ドル）から EU 15カ国通貨対価の取引高（3,000億ドル）を差し

表5-3 外国為替市場での取引通貨別シェア（1998年4月）（単位：％）

	現地通貨取引（米国市場を除く）	非現地通貨取引	総取引	
米ドル	54.7	(83.3)	69.2	87.9
EU通貨合計（含 ECU）	27.2	(13.5)	72.0	63.9
ドイツ・マルク	15.8	(9.4)	29.3	30.4
英ポンド	4.1	(1.4)	12.9	10.7
フランス・フラン	2.0	(0.6)	6.3	5.2
日本円	9.4	(1.3)	22.1	20.5
その他通貨を含む合計	100.0	(100.0)	200.0	200.0
1日の平均取引量（億米ドル）	9,199	(6,041)	10,616	19,816

- (注) 1. データは、報告額から現地市場でのディーラー間取引の二重報告（double-counting）を調整した「ネット・グロス」取引にもとづくものである。
2. 現地通貨取引は、各国市場での一方に自国通貨を含む取引である。カッコの中には、米国市場を除く各国市場の現地通貨取引の合計である。各通貨のシェアは、各取引での自国通貨の取引相手通貨に関するものであり、その合計は100%となる。
3. 非現地通貨取引は、各国市場での第三国通貨間の取引である。各通貨のシェアの合計は、各取引での通貨の二重計算によって200%となる。
4. 総取引は、現地通貨取引と非現地通貨取引の合計である。各通貨のシェアの合計は、各取引での通貨の二重計算によって200%となる。
5. EU通貨の合計には、ECUも含まれる。

(出所) BIS, *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity, 1998*, Bank for International Settlements, May 1999 より作成。

引くことによって、ユーロの取引高は7,990億ドルとなる。これはマルクの取引高5,380億ドル（シェア37%）よりは大きいですが、EU 15カ国通貨の取引総額の7割に低下する。その結果、ユーロの取引高のシェアは56%に低下するのに引き換えて、ドルの取引高（1兆3,130億ドル）のシェアは92%に上昇するのである（pp.9-13）。

ところで、田中（1998）によると、ユーロはこれまでのマルクの為替媒介通貨機能をそのまま引き継ぐとは期待できない。従来は、円・マルクの取引コストが円・ドルの取引コストよりも大きくても、マルク・欧州通貨の取引コストがドル・欧州通貨の取引コストよりも小さいから、たとえば、円・リラ取引の全体としては、ドルではなくてマルクを媒介通貨として、円・マルク取引およびマルク・リラ取引を行うほうが有利だったのである。ユーロ導入によってユーロ圏通貨間の取引が消滅すると、従来のEU通貨のマルク媒介の有利性は大きく後退する（例えば、円—マルク—リラ取引は、円—ドル—

ユーロ取引となる)。マルクの為替媒介通貨機能によって支えられてきた世界中のマルク為替取引は、英ポンドなどのユーロ圏未参加のEU通貨、スイス・フランなどのEFTA諸国通貨、中東欧諸国通貨などのユーロ圏外の欧州通貨分を除いては、ユーロには引き継がれない(100-102頁)。当面は、ユーロの為替媒介通貨としての使用は、EU為替市場の基軸通貨であったマルクよりも劣ると考えられるのである。

(3) 金融・資本市場におけるユーロ

民間の資産保有(運転資金の保有あるいは投資資金の運用)に関しては、民間の金融ポートフォリオは米ドルに偏向している。それは、EUの金融市場が通貨ごとに分断されており、市場の規模、流動性、商品種類(広さ)、および深さ(厚み)においてアメリカ市場よりも相当に劣っているからである。しかし、1990年代においてEU通貨建ての民間金融ポートフォリオの拡大が見られ、EU通貨全体では規模において米ドルに迫る勢いである(表5-4参照)。ユーロ導入は通貨ごとに分裂していたEU金融・資本市場の統合を促進して、規模の経済と市場競争によるミクロ経済的効果を生みだして、従来のEU諸国通貨資産よりも良好なドル代替資産として、ユーロ建て資産のいっそうの需要拡大に導くであろう。しかし、制度(会計面、税制面など)や証券取引所の慣行の違い、間接金融優位の傾向など、長期的な調整を必要としており、短期間でアメリカ並みの金融・資本市場となると考えるのは問

表5-4 国際債残高の通貨別シェア(年末)

単位:(%)

	1993年	1995年	1997年	1998年	1999年
米ドル	41.1	35.7	44.5	45.7	46.8
EU通貨	31.0	33.4	31.6	33.8	38.4
(ドイツ・マルク)	(9.5)	(11.5)	(9.7)	(10.2)	(n.a.)
(Ecu/Euro)	(4.6)	(3.3)	(1.9)	(3.7)	(29.1)
日本円	13.2	16.5	13.2	11.3	10.0

(注) EU通貨は、ドイツ・マルク、フランス・フラン、イタリア・リラ、英ポンド、スペイン・ペセタ、オランダ・ギルダー、スウェーデン・クローネ、ベルギー・フラン、およびEcu/Euroの合計である。

(出所) IMF, *International Capital Markets*, September 2000, Table2. 2 (p.11) より作成。

表 5—5 公的外貨準備保有の通貨別シェア（年末）

（単位：％）

	1990年	1995年	1997年	1998年	1999年
米 ド ル	50.6	56.8	62.1	65.7	66.2
日 本 円	8.0	6.8	5.3	5.3	5.1
英 ポ ンド	3.0	3.1	3.6	3.8	4.0
ドイツ・マルク	16.8	13.5	12.6	12.1	—
フランス・フラン	2.4	2.3	1.3	1.3	—
オランダ・ギルダー	1.1	0.4	0.4	0.3	—
Ecu	9.7	6.8	5.0	0.8	—
Euro	—	—	—	—	12.5

（出所）IMF, *Annual Report 2000*. Table I. 2 (p.111).

題であろう。民間の資産保有でのユーロの使用がドルをしのぐようになるには、EU 金融・資本市場の統合促進が重要な課題となる。

公的準備資産の保有に関しては、世界各国の公的準備資産に占めるユーロのシェアは上昇するであろう。ドルの為替相場下落トレンドが継続し、ユーロの為替相場がトレンドとして上昇するとすれば、準備資産の価値の安定を求めてドル資産からユーロ資産への保有シフトがおこるからである。しかし、そのようなユーロ準備資産の保有はドル資産の価値下落から逃れるための公的準備資産の分散保有の結果にすぎない。1999年末の外貨準備に占めるドルのシェアは66.2%と、90年代を通じて円や EU 諸通貨に比べてむしろ高くなっている（表 5—5 参照）。ユーロが域外諸国の公的当局によって自国通貨の為替相場の釘付け（ペッグ）の対象となり、外国為替市場の介入に使用される通貨（これを介入通貨と呼ぶ）になったときにはじめて、ユーロ資産の保有のシェアがレベル・アップすることになる。しかしユーロが介入通貨となるのは、ユーロが外国為替市場の為替媒介通貨になったときであり、民間取引でのユーロ使用のレベル・アップを待たなければならない。

II ドル・ユーロ 2 極レジーム

欧州委員会報告書『One Market, One Money』（1990）は、経済通貨同盟（EMU）の対外的効果として、ユーロの国際化とともに、①国際通貨システムの分野において、不安定化したドル覇権レジームに替わる対称的なドル・ユーロ・円の3極通貨レジームの安定を通じたミクロ的マクロ的利益が期待できること、②国際政策協調の分野において、EUの一致した効率的対応による国際協調プロセスでの自己の利益の確保とマクロ経済的安定が期待できることを、あげている。しかし、ユーロの国際化にもかかわらず、当面はドルとユーロ、円の間には基軸通貨ポジションに大きなギャップがあり、ドル・ユーロ・円の対称的な3極通貨レジームではなく、ドルとユーロの非対称的な2極レジームが成立する見通しが大である。この新しいドル・ユーロ2極レジームでは、米欧相互のピナイン・ニグレクトによる不安定性が危惧される。また、EUが一致して自己の利益を主張して効率的な国際協調プロセスを実現するには、EUが「一致した意見で」（speak with one voice）対応すべき制度的機構に不備が存在するのである。

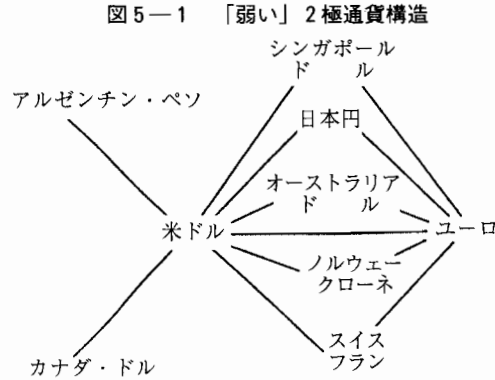
1. ドル・ユーロ 2 極レジームの安定性

ユーロの国際化はさまざまな面で進展するが、民間のポートフォリオ保有や公的な準備資産保有に関しては、ドルとユーロの違いはそのシェアの大小という意味で相対的なものである。ドルとユーロの基本的な違いは為替媒介通貨、そしてその反映でもある貿易媒介通貨としての使用にある。ドルがほとんどすべての世界の通貨との間に流動的な為替市場を形成して通貨間取引の媒介通貨（vehicle currency）となっているのに対して、ユーロは一部の通貨と直接取引市場を形成してドルに替わって媒介通貨となるにすぎない。1960年代から80年代の半ばまでは米ドルを唯一の媒介通貨とし、他の世界の通貨の間の取引はドルを媒介して間接的に行われる単極の階層的な国際通貨構造（覇権レジーム）ができあがっていた。このような国際通貨の構造は、

1990年代のはじめには、独マルクが第2の媒介通貨として登場することで、2極レジームに変化してきた。ただし、マルクの媒介通貨としての役割は欧州通貨間の取引に限定されており、欧州通貨も含めて世界のすべての通貨との間に流動的市場をもつグローバルな媒介通貨である米ドルに比べて偏りのあるものである。マルクとの間にだけ流動的な為替市場が存在して、他のすべての通貨の取引はマルクを媒介して間接的に行うような通貨は存在しない。その意味では、米ドルと独マルクがそれぞれ媒介通貨として世界の通貨を二分する状況にある対称的な「厳密な2極」レジームは存在しない。現実には、むしろ米ドルと独マルクの非対称で階層的な「弱い2極」レジームだったのである（Hartmann 1998, pp.80-85）。

単一通貨ユーロの導入によって、ユーロがマルクの地位を代替するとして、EU域内でマルクが媒介していた域内通貨との取引は消滅する。したがって、ユーロはマルクからわずかの媒介通貨の役割を継承するだけである。ハルトマン（Hartmann 1998）が与えた第1のシナリオは、アジア、オセアニアの通貨については、ユーロとの直接的取引（流動的市場）が拡大するとしても、米ドルが依然として媒介通貨の役割を果たすが、ユーロ非加盟の欧州通貨に加えて、中東欧、地中海、およびフラン圏アフリカの通貨については、ユーロが媒介通貨の役割を果たすというものである。これは、すでに独マルク（あるいは仏フラン）が果たしていた媒介通貨機能をユーロが継承するだけのことである。西半球の通貨に関しては、ユーロは直接的取引を発展させることはできない。第2のシナリオは、ユーロの役割がもっと発展して、西半球の通貨についても直接的取引が成立する。そして、アジア・オセアニアの通貨に関しても媒介通貨の役割を獲得するというものである。しかし、ネットワーク外部性によって基軸通貨ポジションには歴史性（慣性）があって、それが典型的に現われているのがドルの媒介通貨機能なのである。ユーロの媒介通貨機能は比較的低水準から出発し、近い将来でも地域的なものに留まるであろう。したがって、ユーロがドルの地位に近づき、あるいは並ぶとしても、それは相当に先のことである。円はドルのジュニア・パートナーであ

り、近い将来において第3の媒介通貨として第3極を形成する見込みはない。したがって、ユーロ導入によって成立する新しい国際通貨システムもまたドルとユーロの非対称で階層的な「弱い2極」レジームである（図5-1参照）（pp.93-97）。



（出所）Hartmann (1998), Fig.4.3 (p.94).

新しいドル・ユーロ2極レジームに関しては、ドルが依然として基軸通貨の地位を維持してドルとユーロの「弱い2極」レジームが続くと考えるものと、やがてユーロがドルに匹敵する通貨となって世界の通貨圏を二分する「厳密な2極」レジームが成立すると考えるものに分かれるところである。アメリカの著名な経済学者の多くは（たとえば、クーパー（Cooper 2000）、ブラインダー（Blinder 1996）、フランケル（Frankel 1995）など）、前者のようにドルの基軸通貨の地位は揺るがないと考えている。しかし、一方ではバーグステン（Bergsten 1997）のように、ドルからユーロへの国際的ポートフォリオの再分配は漸進的で相当に時間がかかるとしても、ユーロがドルとほぼ均等になることは不可避であると考えられるものもある。基軸通貨の歴史から見ると、大きなショックがポートフォリオ構成の急激な変化を生みだしてきた。1931年のポンド切下げはポンドの国際的な役割を永久に低下させた。アメリカの1970年代後半の2桁のインフレへの突入は、数年後にはドルの役割の急落をもたらしたのである（p.35）。このようなバーグステンの見解に対して、クーパー（Cooper 2000）は次のように反論している。歴史的に見て、支配的な国際通貨（覇権通貨）のポンドからドルへの歴史的な転換は、そのような事態が起こりうるということを示すだけであって、それが起こり

そうだとということではない。1930-40年代のポンドからドルへの転換と21世紀におけるドルからユーロへの転換の見込みとの間には重大な違いがある。第1に、イギリス経済とその対外金融ポジションは2つの世界大戦によって荒廃した。第2に、第2次世界大戦中および直後に累積した大規模の対外ポンド残高は自由に輸入に使用できなかった（イギリスからのものでも）。第3に、為替管理によって第三国貿易（イギリスあるいはスターリング地域に含まれない貿易）の金融のための使用を厳しく制限していた。つまり、ポンドはその利用性がきわめて制限されていた。今日の、あるいは近い将来におけるドルにはそのような事情は存在しないのである（pp.190-191）。

確かにこの時点でドルからユーロへの基軸通貨の交替を議論すべき明らかな徴候があるというわけではない。バグステンも認めているように、基軸通貨の交替をもたらすショックは、新しいライバルのポジションの改善よりもむしろ覇権通貨国によるまずい政策と実績から起こるものである。ユーロの基軸通貨ポジションの上昇も、1970年代後半のようなアメリカの重大な政策の失敗や、1980年代半ばのようなアメリカの対外債務ポジションの爆発の再発を待たなければならないのである（Bergsten 1997, p.35）。

欧州委員会報告書『One Market, One Money』（European Commission 1990）では、米欧日が同等のウエイトと責任を持つ対称的なドル・ユーロ・円の3極通貨レジームへの転換を求めているが、その理由として、次のような点が指摘されている。まず第1に、非対称的なドル覇権レジームの変動為替相場制のもとでは、為替相場の大幅変動と持続的なミスアラインメントの結果、価格シグナルの質が低下し、また製造業および他の貿易財部門への破壊的効果とそれに伴う厚生損失があった。第2に、いまや世界の経済的ウエイトは、アメリカとともにEUや日本にいつそう均等に配分されており、覇権レジームの根拠は薄れているのである。歴史的には覇権安定論を支持するものがあるが、この覇権レジームが有効に機能するためには覇権国の市場パワーが他の国よりも相当程度に上回る必要がある。また、動態的發展から見て「覇権は相対的衰退を加速する」ものであり、覇権の存在はそれがシス

テムのアンカーであるかぎりでは有益であるが、しかし安定性を提供しなくなるとそうではなくなる。もし覇権通貨国の国際通貨上の責任がその経済的能力に比例しなくなると、諸目的の対立が起こりがちである。これに対して、対称的な多極システムは、システムの名目アンカーを提供する単一の特定国の政策に永久に依存する必要はないのである (pp.194-196)。

このような EU の国際通貨システムに対するスタンスから考えると、EU は対称的な国際通貨システムを求めてユーロのいっそうの強化を図るだろう。長期的に見ると、ユーロがドルに対抗する強力な基軸通貨として使用されるようになると、大規模な対外赤字をファイナンスするアメリカの能力は削減されて、アメリカに対してもっと国際的に整合的な政策の採用を促すことになる。それと同時に、EU にとっては以前の為替相場制約がおおいに減少して、アメリカと同様に、拡張的な金融政策の運用能力が高まると期待される。カレオ (Calleo 1999) は、このようなユーロ強化による EU 経済の影響力の高まりと脆弱性の低下による EU の政治経済的パワーとしての登場に注目している。ユーロの強化はグローバルな為替相場の安定をもたらすが、それはドル減価によるインフレ的な帰結に無頓着な金融緩和政策と、ドル切下げ政策によって輸出を促進する重商主義的政策を実施するアメリカに対抗するパワーを獲得するからである。経済的にも、政治的にも、それに軍事面でも自給自足的で強大となったヨーロッパは、ますます多極化する世界においては、アメリカにとっても費用がかかる従属的な存在であるよりむしろ真剣な同盟者となるほうがはるかに利益があるのである (pp.9-12, 17)。

EU がアメリカに匹敵する経済規模と開放度をもつ大ブロックの政治経済的パワーとして登場すると、アメリカがこれまでのように EU への一方的なスピルオーバー効果の及ぶ非対称性を利用して、非協調的な方法でその政策選択を行うような状況は失われる。米欧双方はそれぞれの政策決定に相互に重大な影響を及ぼすような相互依存性の高い経済となり、政策協調の必要性も利益も増大する。欧州委員会報告書『One Market, One Money』(European Commission 1990)では、EMU の国際協調効果の第 1 のタイプとして

「米欧の政策協調のメリット」を次のように述べている。

「EMUの効果は、12の経済を単一の大ブロックに集合し、米日その他の世界の国々との相互依存の程度が意味を持つほどになることである。したがって、3つの主政策センター間での協調の欠如は、現在以上に厚生を損なう原因となる。そして、グローバルな、あるいは少なくとも大陸での協調の利益はそれに応じて増加するだろう。共同体内での協調の改善があると、加盟国間でその利益が得られ、一方で、グローバル協調の欠如の費用が米日で増加するから、これは特に、共同体の相手国に影響を及ぼす。欧州共同体とアメリカの規模と開放度が接近してくると、非協調的な政策の厚生費用が不平等に配分されることは少なくなる」(p.191)

また、EMUの国際協調効果の第2のタイプとして「大国間の協調の障害の減少」によってグローバルな政策協調は容易となるとしている。それは、まず第1に、協調の利益の認識によってすべてのパートナーの協力が促進されること、第2に、行為者(国)の数の減少によって協調の障害となる情報問題(相手国の経済状況、経済機構、政策選択について)が減少するからである(ibid., pp.191-192)。

しかし、このようなドル・ユーロ2極レジームにおける米欧の相互依存性の高まりによって政策協調が促進されるというシナリオとは反対に、米欧双方のピナイン・ニグレクトによって政策協調が損なわれて2極レジームの国際通貨システムは不安定化するというシナリオも考えられる。EU側では、域内市場統合によって大規模化した閉鎖的経済によって、対外的に受けるインパクトは相対的に低下する。また、国内経済政策に対する対外的な圧力に抵抗する能力は高まる。その結果、EUでの国際政策協調への関心は低下する。もともとEU側での政策協調の誘因は、不安定化したドルによる域内通貨関係(独マルクと他のEU通貨)の攪乱を防止することにある。この誘因はユーロの導入によって消滅するから、EU側の国際政策協調の主な関心の1つが解消する。したがって、EU側ではドルや円に対する自国通貨の変動とその政策反応についてあまり関心が払われなくなる。アメリカは、非対称

な「弱い2極」レジームが続くかぎり、現状のG7国際協調体制におけるアド・ホックな取決めにしたがってプラグマティックな行動を続けるであろう。その結果は、アメリカのビナイン・ニグレクト政策の継続と、EUの新たなビナイン・ニグレクト政策の登場であり、双方のビナイン・ニグレクトによるドル・ユーロ2極レジームの不安定性が危惧される場所である。⁴⁾

2. ユーロと域内協調システム

新しいドル・ユーロ2極レジームが安定かどうかは別にして、いずれにしても、EUはアメリカに匹敵する大ブロックを形成することで、アメリカからの一方的な影響力を阻止するとともに、アメリカおよびその他の世界の国々に対して一定の影響力を行使して、EUの利益配分を拡大する政治経済的パワーを獲得する。しかし、このようなパワーが発揮されるには、EUが「一致した意見で」(speak with one voice)で行動することが必要である。欧州委員会報告書『One Market, One Money』(European Commission 1990)は、EMUの国際協調効果の第3のタイプとして「政策協調の利益の配分効果」をあげている。政策協調の利益の配分は、規模、国際連関、および行動のような経済的要因と、行為者の交渉力とに影響される。EUは一致した意見を団結して表明することによって、統一したEUが全加盟国を代表して米日と対等の資格で議論に参加できるし、その影響力は高まると期待されているのである(pp.93-94)。

EUは欧州通貨同盟によって大きな交渉力を獲得することで、EUと米日との間での利益の配分に影響を与えることができる。しかし、現在のEUの機構には、加盟国およびEU機関の分散によって、合意形成と一致した政策実行が困難な面がある。EUの為替相場政策に関しても、ユーロの為替相場をめぐる対立があり、その政策決定当局の権限分散によるドル・ユーロ・レート管理の不備の可能性が指摘されている。

4) Bergsten (1997, pp.42-43). Goodhart (1993b, pp.77-79); Begg et al.(1997, pp.19-20) も参照。

ユーロの為替相場をめぐっては、ユーロ参加国のうちでもドイツを筆頭にユーロ高（強いユーロ）を望むものと、フランスのようにユーロの過大評価を警戒し、むしろユーロ安（弱いユーロ）を望むものとの対立がある。フリーデン（Frieden 1998）は、欧州中央銀行（ECB）の金融・為替政策をめぐる2つの国内グループの対立の構図を示している。一方で、強いユーロと金融引締めポリシー・ミックスを支持する国際的な大投資家、大銀行、大企業のグループがある。このグループはユーロの国際的ポジションの上昇による利益に強い関心があるが、強いユーロと金融引締めの政策はユーロの国際的な信認と低インフレが相互に作用してユーロの国際的ポジションを高めるものなのである。国際決済および投資でのユーロの広範な使用はEU内外における銀行サービスの需要拡大となるし、一方で、世界貿易のユーロ建て表示の拡大は輸出業者に競争上の優位を与えるのである。これに対して、弱いユーロと金融緩和のポリシー・ミックスを支持するグループがある。強いユーロと金融引締めのポリシー・ミックスは、輸出市場向けの生産および輸入品と競争する生産の競争ポジションと国内の雇用を犠牲にして行われるものである。外国の生産者、特にアジアのような低賃金地域の生産者と競合するEUの輸出企業と輸入競争企業、そしては雇用の確保を求めるEUの労働者は、金融緩和によって経済を刺激し、ユーロ安によってEUの生産者が外国生産者と競争するのを助けることを求めているのである（pp.28-31）。

ユーロ参加国間および各国内でのユーロの為替相場政策をめぐる対立が予想されるもとの、EMUの為替相場政策の権限の分担をめぐっては、マーストリヒト条約において一定の解決が計られた。ドイツのように中央銀行の独立性と物価安定最優先を主張する政府は、ECBが過小評価の通貨ベッグを維持するような為替相場政策にコミットして金融政策のコントロールを失うことを恐れた。ドイツの為替相場政策においては、政府が国際金融協定を締結し外国通貨に対するマルクの平価を設定する責任と権限を持つ一方で、ドイツ連邦銀行がドイツの公的国際準備のすべてを所有し為替市場介入を実施する責任を持っている。ドイツ連邦銀行は、ECBが為替市場介入の唯一の

責任者となり、金融政策に影響を及ぼすような対外的な決定には ECB は共同責任のもとに適切な時期に政府の協議に参加すべきことを要求し、ドイツ政府もこれを支持した。これに対して、フランスがリードする他の政府は、ECB の金融政策に関して国内面でハードマネー派（ECB の独立性支持派）に譲歩したが、これが対外面にも波及して為替相場政策から政府が排除されるのを防止しようとした。フランスやイギリスでは、為替相場政策に関して政府が強力な権限を持っていた。したがって、条約交渉時には、フランス政府は EU 理事会を通じた政府の強力な役割を提案した。欧州委員会の提案は、EU 理事会に為替相場政策のリード役を与えるが、ECB にはその実施において一定の融通性を残すという折衷的なものであった。マーストリヒト条約では、ECB の金融政策の目的である「物価安定の維持」が為替相場政策に優先することを明記することでドイツの立場を受入れるとともに、為替相場政策の権限の分担についてはあいまいな形で決着が図られたのである（Henning 1997, pp.32-34）。

マーストリヒト条約において、ECB には EU 加盟国の対外準備資産を集中して保有し、これを物価安定の目的で市場介入に用いる権限が与えられている。しかしその介入は「第109条と合致した外国為替操作」でなければならないとして、為替相場政策に関する ECB の裁量権が制限されている。マーストリヒト条約の第109条は、ECB に対して為替相場の基準を与える「公式の協定」（formal agreements）と「一般の方針」（general orientations）の2つのタイプを区別している。第1のタイプは、EU 理事会がユーロと非 EU 通貨の間の為替相場制度について「公式の協定」を締結する場合である。第2のタイプは、このような為替相場制度が存在しない場合に、EU 理事会が非 EU 通貨に対するユーロの為替相場政策の「一般の方針」を作成する場合である。いずれの場合にも、ECB は市場介入の為替相場の基準が与えられることで、制度上その金融政策のオペレーションの自主性を失う恐れがあり、EU 理事会にはこのような決定に際して一定の制約が課されている。つまり、為替相場制度の「公式の協定」の締結の場合、「EU 理事会は、ECB

の勧告あるいは欧州委員会の勧告に基づき、かつ、物価安定の目的に沿って、合意に達するように努力しつつ ECB と協議した後に、欧州議会と協議し、特定多数で決定した交渉および協定締結の方式に従って、全会一致によって為替相場制度に関する公式の協定を締結することができる」。このような為替相場制度が存在しない場合の為替相場政策の「一般的方針」の作成については、「EU 理事会は、欧州委員会の勧告に基づいて ECB と協議した後に、あるいは ECB の勧告に基づいて、特定多数決で為替相場政策の一般方針を作成できる。(ただし) これらの一般方針は物価安定の維持という欧州中央銀行制度 (ESCB) の主要目的を妨げてはならない」。これによって、EU の為替相場制度協定の締結および為替相場政策の「一般的方針」の決定に関して EU 理事会の権限が認められるとともに、「物価安定の維持」を最優先とし、ECB の勧告・協議を求めることで EU 理事会の裁量権を制限することで、ECB の金融政策の独立性の確保が図られているのである。

為替相場政策に関しては、EU 理事会が一定の制約のもとに為替相場制度の「公式の協定」の締結と為替相場政策の「一般的方針」の決定の権限を持ち、ECB がそこで決まった為替相場の基準に基づいて市場介入を実施する権限を持つという権限分担が成立している。この点に関して、EU 理事会と ECB の裁量に明確な制限を加えることで、ECB の独立性を支持するドイツと政府の為替相場政策の権限を確保しようとするフランスの間に妥協が成立した形になっている。しかし、為替相場政策の権限が形式的に二分されていることから、その最終的な責任者（機関）があいまいであり、為替相場政策の運営がスムーズにいかないような機構となっている。為替相場政策は政府の任務である景気・雇用にかかわる経済政策の一環であるとともに、為替相場の安定を目的とした為替市場介入を通じて、中央銀行の任務である金融政策の運営にも大きな影響を及ぼすものである（特に現在のような開放的で資本移動の自由な世界では）。したがって、政府と中央銀行は、為替相場政策の決定にあたって協力し、現在のような変動相場制のもとではその市場介入操作は中央銀行に委任しなければならない。そこで、政府と中央銀行の協力

機構を構築して、両者のバランスをいかにとるかが重要な課題なのである。⁵⁾

EUの機構では、政府の立場にあるのがEU理事会であり、中央銀行の立場にあるのがECBであるが、この両者が協力する機構はマーストリヒト条約では公式にも非公式にも創設されなかった。その結果、EU理事会は為替相場政策の「一般的方針」の決定過程でECBとの協調がうまく図れないし、ECBは金融政策の独立性が損なわれることを警戒してドル・ユーロ・レートに積極的に介入しないでそのまま放置することになる。ユーロは1999年1月の発足時に最高値をつけた後は、ドル、円などの主要通貨に対して下落を続けて、2000年1月には1ユーロ=1ドルを割り込み、10月の0.82ドルを底にやっと反転に向かっている。このユーロ安の間に(2000年7月)、ユーロ圏11カ国と2001年ユーロ参加予定のギリシャの12カ国蔵相と欧州中央銀行首脳で構成する新しい協議機関が創設されて、ユーロの通貨政策を協議して、ユーロに対する協調行動を打ち出せる措置がとられている。

為替相場制度協定の締結など、国際通貨取決めの交渉におけるEU側の交渉担当者が明確でないのも問題である。為替相場制度の「公式の協定」においては、EU理事会がその権限においてリード役を果たすとしても、109条の方式にしたがって、ECBをはじめとして欧州委員会や欧州議会との勧告および協議の手続きを進めるとすれば、これまでの米欧日の主要通貨国間での交渉に比べて、はるかに多くのEUの機関と役人がこの交渉プロセスに参加することになる。このような制度のもとでは、役人レベルでの直接交渉は不可能であり、かえって米欧日の間での微妙な通貨取決めは難しくなる。プラザ合意のような非公式の通貨合意、政策協調の交渉については、マーストリヒト条約は何も述べていない。この場合にもEU理事会が交渉権限を持つとしても、「公式の協定」の場合のように、ECB、欧州委員会、欧州議会との勧告と協議の手続きに従うとすれば、広範な政治的影響を持つ通貨取決めを緊急に処理するという要請には応じられないのである。アメリカ側から見

5) EUの為替相場政策をめぐる欧州中央銀行(ECB)と加盟国政府の協調機構の不備については、Henning(1996, 1997, 2000)参照。

ると、このような EU の意思決定機構は国際通貨取決めと政策協調を損なうものなのである (Henning 1996, pp.95-96; 2000, pp.31-33)。

Ⅲ EU 金融・資本市場統合とユーロ

1. 国際通貨競争とユーロ

一般に、国際通貨の機能は、その使用部門および使用目的から、民間部門および公的当局による支払手段、計算単位、および価値貯蔵手段としての6つのサブ機能(目的通貨)に分類される(表5-6参照)。

表5-6 国際通貨の機能

	民間部門	公的当局
支払手段	取引通貨(取引促進)	介入通貨(為替市場介入)
計算単位	表示通貨(インボイス(契約))	基準通貨(アンカー(ベッグ))
価値貯蔵手段	資産通貨(為替リスク管理)	準備通貨(外貨準備)

これらの6つのサブ機能は独立したものではなく、民間部門の国際取引を媒介して取引促進の役割を果たす「取引通貨」機能を中心とした国際通貨の諸機能の連関が存在する。民間部門での「取引通貨」機能は、インボイス(契約)に使用する「表示通貨」機能との間に相乗作用があつて相補的であるが、為替リスク管理のための流動資産保有に関する「資産通貨」機能には優先するものである。このような民間部門での「取引通貨」機能に連動して、公的当局の為替市場介入に使用する「介入通貨」機能があり、これに関連して為替市場介入のためのアンカー(ベッグ)となる「基準通貨」機能があり、為替市場介入のための外貨準備保有にかかわる「準備通貨」機能がある。⁶⁾

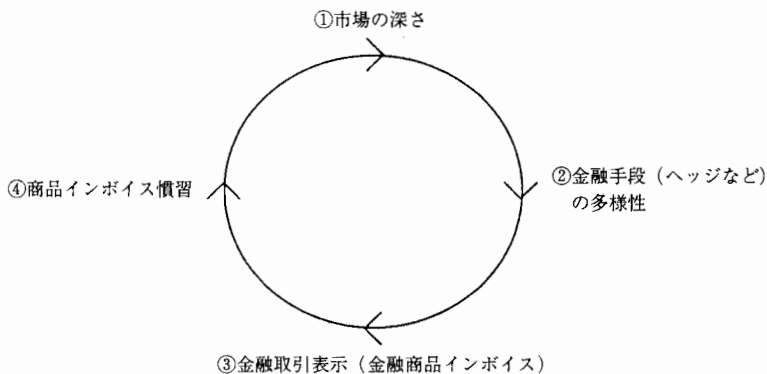
伝統的には、民間部門の国際取引における貿易目的での通貨使用がベースにあつて金融目的での通貨使用を引き起こし、これらの民間部門での国際通貨使用が公的当局の国際通貨使用を引き起こすという国際通貨機能のハイアラキーが存在した。しかし、1980年代以降における金融自由化と為替市場の

6) Cohen (1971, p.30, Fig.1-1). Krugman (1984); Thygesen et al. (1995) も参照。

不安定化によって生じた国際貿易取引と国際金融取引との乖離によって、民間部門での貿易目的と金融目的の通貨使用の連関は循環的となっている。図5-2に示すように、④の貿易取引のインボイス慣習による「表示通貨」の選択は、③の国際金融取引の金融商品インボイスに使用する「表示通貨」によって左右されるようになっている（表示通貨機能）。この金融商品インボイスの「表示通貨」の選択は、②の「資産通貨」の保有にかかわる金融市場での金融手段（ヘッジなど）の多様性と健全性に依存しており（資産通貨機能）、これはさらに①の「取引通貨」の使用にかかわる金融・為替市場の深さ（流動性と弾力性）に依存している（取引通貨機能）。このような「取引通貨」の使用の発展は③および④の国際取引および決済（インボイス機能）の実際の必要に左右されるのである。このように現代の金融グローバル化とともに国際通貨機能は循環的となっており、②の「資産通貨」の選択を起点として、民間部門での金融目的から貿易目的での通貨使用のサイクルが生まれている（Thygesen 1995, pp.19-20）。したがって、国際通貨の選択に関して、伝統的には貿易目的での取引・表示通貨の使用がベースになっていたのだが、今日では、金融目的での資産通貨の選択がベースとなって金融および貿易目的での取引・表示通貨の使用を決定しているのである。

貿易取引のインボイス（契約）慣習によると、グラスマン（Grassman）

図5-2 国際通貨の機能の循環図



（出所） Thygesen et al. (1995), Fig I -A (p.20), Fig II -A (p.108).

の法則に従って先進国間の製造品貿易においては輸出国の通貨が主として表示通貨となり、輸入国の通貨がそれに続き、第三国通貨の使用は比較的少ない。しかし先進国と途上国との間の貿易では先進国通貨あるいは米ドルが使用されている。これは途上国の輸出品に占める一次産品のウエイトの高さ、貿易取引にリンクした貿易金融や開発金融のための外資導入と関連している。石油のような国際商品（均質な品質の一次産品）や金融商品の取引になると米ドルの使用率が高まる。それは商品差別化が小さく、国際商品取引所のような競争的市場で取引されており、商品差別化の高い製造品に比べて市場の価格機能が大きい商品であり、それだけ為替取引費用にも敏感なのである。このように米ドルが表示通貨として支配的である原因として考えられることは、アメリカが工業国でありかつ大国（国内生産および輸出入の規模が大きい）であるということだけではなく、米ドルの為替取引費用の低さと連動して国際商品取引所や国際金融センターが存在しているということが重要である。貿易取引のインボイス（契約）慣習はますます金融商品のインボイスに左右されるのである（Thygesen 1995, pp.20-24）。

ところで、国際取引の決済は銀行によって仲介される。貿易および金融取引におけるインボイス（契約）は当事者間で取決められるが、最終的な決済は銀行によって実行されるのである。最終決済に必要な取引通貨の売買は銀行間市場で行われるのであるが、この銀行間取引はその売買の交換（媒介）手段として為替媒介通貨の取引を促進する。したがって、取引通貨の選択のベースになるのは為替媒介通貨の機能である。スヴォボダによると、為替媒介通貨は「為替ディーラーが営業残高として保有し、一時的なポジションをとり、非媒介通貨間の交換に用いるもの」である。為替媒介通貨の条件としては、①為替市場での広い受領性、②大きな為替市場の存在、③媒介通貨の売買の取引費用が小さい、④大幅で予測不可能な価格変動がない、⑤貿易制限や為替管理がない、⑥直物市場と先物市場の双方でこれらの条件が成立すること、が指摘されている（Swoboda 1968, p.10; 1969, p.34）。このような為替媒介通貨の要件を備えたものが国際通貨の中心的な機能である取引通

貨機能を果たすのである。それは、世界の中で大規模の貿易および決済のシェアを持つ国の通貨であり、また、広く、深く、かつ活発な金融・資本市場をもつ国の通貨である。

為替媒介通貨として国際通貨となるのは、大規模の世界の貿易シェアと金融・資本市場を持つ大国の通貨である。この国際通貨の使用に関しては、現在の米ドルのように、ある特定の通貨について累積効果が働いて自発的な集中化現象が見られる。その原因としてさまざまな点が指摘されているが、基本的な要因は「規模の経済」による為替取引費用の削減である。為替取引費用は決済機構のインフラ設置に必要な大規模の固定費が重要な部分を占めており、学習費用やノウハウの重要性の拡大は固定費をいっそう拡大する。取引量の拡大は、固定費の「卸売市場」効果によって取引費用を急速に低下させる。さらに注文処理や在庫所持の費用の低下も可能となって、差別化のプロセスを加速することになる。元来、銀行間市場での通貨売買の媒介手段としての媒介通貨機能の集中の有利性があり、基軸通貨による裁定操作の業務集中が市場効率を改善して費用およびマージンを削減することで、自然独占の形成を促すことになるのである。⁷⁾

国際通貨の選択に関して、「規模の経済」（取引費用）よりも重要な要因は「ネットワーク外部性」（network externality）、あるいは「厚み外部性」（thick externality）である。国際通貨の選択のベースは金融目的の取引にあって、保有における金融手段の多様性を保証するのが金融手段の流動性を与える「市場の深度（厚み）」である。金融・為替市場の深度（厚み）が増して金融手段の流動性と受領性が増すと、同じ通貨を金融取引に使用するものが増大する。それによって、それだけその通貨の取引がいっそう容易に、迅速になり、一定の需給の見合いを取るのに必要な通貨取引費用は少なくともよい。したがって、金融・為替市場の拡大はその通貨の流動性と受領性を拡大することで、すべての取引者にとって外部経済効果を与えるものであり、

7) Thygesen et al. (1995, pp.28-30). 基軸通貨化における取引費用の役割については、Krugman (1980); Chrystal (1984); Black (1991) 参照。

市場の維持拡大を促す要因となる。したがって、金融手段の流動性はネットワーク外部性に従うものであるが、証券を保有する主体が多いほど、彼らの取引は頻繁となり、その証券はますます流動的となる。証券化の遅れた EU や日本では、アメリカと同様に通貨・金融制度の運営に必要な技術的な「規模の経済」を達成するに十分なほど大きな国内市場をもっているが、ネットワーク外部性において劣っている。ネットワーク外部性は自己増強的であり、ネットワークへの大きなショックがないかぎり、新しいものがこれに代替することは難しい。今日では、アメリカの財務省証券 (TB) の受領性と便宜性はきわめて高く、ユーロの代替物が導入されるとしても、これを国際的役割から追放するのは困難である。⁸⁾

その他に、この国際通貨に見られる自己再生産プロセスを説明するものとして、①金融・為替市場における模倣と情報の問題、および、②集合財としての貨幣の受領性の問題、が指摘されている (Thygesen et al. 1995, pp.27-28, 31-32)。前者の説明では、金融・為替市場は集団意見に敏感であるが、情報の不確実性のもとでは、過去の経験に基づく模倣行動によるリスク最小化の期待形成が支配するのである。また、情報に不連続性があることから、強力な競争者が現われても、一度生まれた市場の支配的態度は暗黙の協定として繰り返し永続する。後者の説明では、集合財としての貨幣の受領性は他のものが受領するとの期待にのみ基づくものであり、その受領性の信認が続くかぎり貨幣はその決済システム内では完全に流動的である。もし通貨当局による現行の貨幣ルールの強制の意欲や能力について集会的な疑いが発展すると、その貨幣の流動性は完全に崩壊するのである。将来の通貨価値に対する信頼、および政治的安定はこの範囲で重要である。これらの要因が、基軸通貨ポジションの歴史性、つまり慣性 (持続性) と不連続な交替を説明するのである。

ユーロが為替媒介通貨として基軸通貨の地位につくには、為替取引コスト

8) Portes and Rey (1998, pp.314-315). ネットワーク外部性については、Dowd and Greenaway (1993); 小川 (1999) 参照。

の劇的な引き下げを実現するとともに、現行の米ドルに替わって世界のシェアの相当部分を獲得しなければならない。基軸通貨の発行国の実物的な経済ベース（国内生産および輸出入の規模など）は、金融・為替市場を創設し、その深度（厚み）と安定性を支持するのに重要な要素である。しかし、実際に、その市場の流動性を獲得するには、その金融セクターの発展によるその深度および多様性の獲得の方がはるかに重要である。基軸通貨は、為替相場の過大な変動なしに外生的ショックを吸収できるだけの十分に深度のある金融・為替市場によって支持されていなければならない。

ユーロの国際化のプロセスにおいては、EU 金融・資本市場の整備・発展がキー・ファクターとなる。外国為替市場での媒介通貨の役割と当該通貨表示の金融資産取引の間にはシナジー効果（synergy effect）が働いており、EU 金融・資本市場の統合・発展が為替媒介通貨化のかぎを握っている。域内の効率的な金融・資本市場の発達は域外からの資本流入を促進する。これは当該国通貨を含む双務的な外国為替市場の流動性を高めて、当該通貨の為替媒介通貨化を促すのである。逆に、いったん為替媒介通貨となると、外国為替市場の流動性を高めて、国際的資産代替費用を低下させ、これが外国為替市場の取引量にフィードバックすることになる。したがって、ユーロの国際化は EU 金融・資本市場の流動性に依存している。ユーロの国際化の推進力は EU 金融・資本市場サイドから加わって、為替媒介通貨としてのユーロの使用を拡大する。たとえば、国際債の発行規模と表示通貨の選択には関連があり、EU 債券市場のいっそうの流動化はいっそうのユーロ建て借入を誘引する。現状を見ると、国際債発行において、大規模取引ではドルが選好されている（表 5—7 参照）。もしユーロ建て国際債の大量発行の引受けが EU 各国政府債の売り予約でもって容易に収益変動をヘッジできるようになれば、発行コストの低下によってユーロ建て債の発行を促進して、ドルへの偏向を是正することになる。EU 金融・資本市場におけるユーロ建て証券市場の流動性が臨界値以上に高まると、ドルが金融・為替市場で独占していた基軸通貨ポジションが崩れて、ユーロがドルに代替することになる。つまり、ユー

表 5—7 国際債発行の規模別・通貨別構成（1990—95年）（単位：10億米ドル）

	途上国	工業国	国際機関	合計
10億ドル未満	141.7	1,555.7	117.1	1,874.5
米ドル	96.8	554.9	34.1	685.8
EU通貨	17.6	660.1	113.9	791.6
日本円	27.3	340.8	29.1	397.1
10億ドル以上	10.5	209.1	39.9	259.5
米ドル	7.4	119.5	15.0	141.9
EU通貨	0.0	58.9	15.3	74.3
日本円	3.2	30.6	9.5	43.3
合計	152.2	1,764.8	216.9	2,134.0
米ドル	104.2	674.4	49.1	827.7
EU通貨	17.6	719.0	129.3	865.9
日本円	30.5	371.4	38.6	440.4

（出所）McCauley (1997), Table 10 (p.43).

ロの国際化の決定要因として、まず EU 金融・資本市場統合のスピードがあげられる。それには、EU のユーロ参加国の数の拡大、特にイギリスの参加が重要である。⁹⁾

2. EU 金融・資本市場の競争と協調

EU の金融・資本市場を見ると、債券、株式、銀行資産の市場価値の合計額（1995年末）はユーロ圏11カ国で21兆ドルであり、アメリカ（23兆ドル）とほぼ同規模である（対 GDP で見ると、ユーロ圏11カ国で310%、アメリカで315%）。しかし、アメリカに比べて証券化が遅れており、ユーロ圏11カ国では銀行資産のシェアが57%であり、アメリカの22%と比べて銀行貸付優位が際立っている。EU の証券市場の発達は遅れており、民間債市場の規模自体は相当に大きなものの（ユーロ圏11カ国でアメリカのほぼ4分の3）、各国ごとに市場が分断されている。大企業を除くと国内ベースの発行が中心であり、一般企業の社債発行は少なく、ほとんどが金融債である（Prati and Schinasi 1997, pp.265-268）。ユーロ導入によって通貨ごとに分断され

9) Portes and Rey (1998, pp.315-316); McCauley (1997, pp.37-38, 41-43) 参照。

ていた EU 金融・資本市場は統合されるため、その証券化の遅れから流動性において劣るものの、規模においてはアメリカに匹敵する市場が登場することになる。しかし、その統合過程において域内市場間の競争の激化と提携・統合が進展する。このプロセスを経てはじめて、EU 金融・資本市場はユーロを担う市場となる。ここでは、それに関連する市場として短期金融市場と債券（国債）市場を展望しよう。¹⁰⁾

まず、短期金融市場であるが、EU ではユーロダラー市場（米ドル建てのオフショア市場）が発達し、域内の短期金融はこの米ドル預金・貸付市場で行われていた。これが単一通貨ユーロ導入で従来のドル媒介の域内取引はすべてユーロ建てとなり、ユーロに代替されることになる。EU の短期金融市場はユーロダラー市場から単一通貨ユーロ市場へと転換することによって、ドルは排除される。単一通貨ユーロ市場の指標金利に関しては、大陸諸国の欧州銀行協会（EBF）の EURIBOR とイギリス銀行協会（BBA）の Euro LIBOR が競合しているが、前者が優勢になっている。後者はオフショア市場としてのロンドンの金融機能から一定の市場を確保できるであろう。しかし、ロンドンの金利が単一通貨ユーロの指標金利をリードするためには、イギリスが欧州通貨同盟に参加してユーロ圏内の主要市場としての地位を獲得する必要がある。このことはイギリス国内で対立するユーロ参加問題に早晩の決着を求めるものである。

EU 国債市場についても、各国通貨建て発行によって分断されたセグメントのなかで競争が制限されていた市場が、ユーロ建てに統一されることで、引受けの市場間競争が促進されることになる。ベンチマーク債をめぐっては、ドイツ国債とフランス国債が競っており、前者は債券先物の取引量において優れているが、後者の方が発行額、流動性、発行スケジュールの事前発表などの点で優れているとされている。実際には、ドイツ10年物国債の利回りがユーロ圏中の最低であり、事実上他のユーロ圏参加国の格付け基準となるべ

10) EU 金融・資本市場の動向については、岩田 (1998, 1999); 平島 (1998); 熊野 (1999); 星野 (1999); 黒川 (1999); 中島 (1999); 小川 (1999); McCauley and White (1997); Prati and Schinasi (1997) 参照。

ンチマーク債となっている。EU 各国国債の利回りの格差は、為替リスクの消滅によって信用リスクがその主な要因となる。各国政府は利払いコストの引下げのために財政・構造改革を進めて公的債務残高の圧縮に努め、信用格付けの改善による利回り低下を図るであろう。このような政府間の競争を通じてベンチマーク債が選ばれ、これに各国債の利回りが収斂することで、EU 国債市場の市場規模と流動性を高めることになる。ここには、市場を通じた競争圧力とともに、マーストリヒト条約や「安定成長協定」における各国財政規律の制度的枠組みを通じた国家（EU）の規制が、市場統合の推進圧力となって働いているのである。

しかし、EU 国債市場はユーロ建てによって通貨別のセグメントが解消したとしても、それによって単一の国債市場が登場するわけではない。政治的に完全なヨーロッパ統合が実現しないかぎり、EU 各国債は一国内の地方債（州債）の地位に留まるものである。将来的には EU（連邦）債が発行され、これがベンチマーク債となると、アメリカ型の連邦政府債として、市場規模と流動性が高まることになる。政治統合までを見通した EU にとっては、EU（連邦）予算の拡大と EU（連邦）規模での財政移転政策が求められるところである。しかし、国家連合としての EU が EU（連邦）予算を拡大し EU（連邦）債を発行することは、近い将来においては考えられないことであり、ここに EU の経済機構と政治機構との矛盾が見られるのである。

IV ユーロ通貨圏の拡大

1. ユーロ通貨圏 VS ドル通貨地域

EU は単一通貨ユーロの導入によって域内単一市場の完成を促進し、アメリカに匹敵する最適通貨圏の形成によって、将来のユーロの基軸通貨ポジションの向上が期待できるところである。しかし、当面はドルに替わってユーロが支配的な基軸通貨ポジションを獲得するとは考えにくい。EU がユーロの国際化によって期待していることは、ドル、ユーロ、円の 3 極通貨レジーム

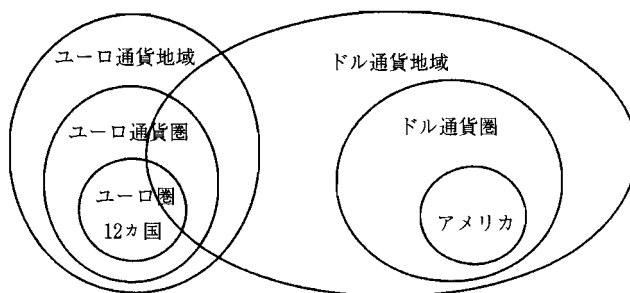
による国際通貨システムの安定である。現在の非対称的なドル覇権の変動相場レジームはアメリカの覇権の衰退によって不安定化している。為替相場の大幅変動と実質為替相場の持続的なミスアラインメントの調整の負担は周辺国に及んでいる。その運営は制度的なルールではなく、アド・ホックな取決め（たとえばG7のレファレンス・レンジ）を維持する政治的なコンセンサスに依存する脆弱なものである。これに替わるべき3極通貨レジームは、現在の世界の生産と貿易をほぼ均等に配分するアメリカ（ドル）、EU（ユーロ）、日本（円）の対称的なレジームであり、国際通貨発行権の乱用と金融節度喪失の危険を回避し、安定した名目アンカーを提供できると期待されるのである（European Commission 1990, pp.194-196）。

タプラス（Tavlas 1997）によると、最適通貨圏の条件（各国による共通通貨使用の基準）と国際通貨の条件（市場の国際通貨選択の基準）には関連性がある。今日における米ドルの支配的な基軸通貨ポジションはアメリカが最適通貨圏の条件の充足度のもっとも高い国であることによって説明可能であり、EUもこの最適通貨圏の条件を満たすことでユーロが米ドルに匹敵する基軸通貨として登場することが期待されるのである。

この場合に、最適通貨圏の条件となるのが、①対外ショックに対する調整能力（労働移動性、資本移動性、財政移転など）、②対外ショックからの隔離性（経済規模、経済開放度、商品分散度、貿易分散度など）、そして、③必要な実質為替相場調整への対応能力（実質賃金伸縮性、インフレなど）、によって示される「対外ショック吸収能力」であり、国際通貨としての使用の条件となるのが貿易インボイス通貨に関するインフレおよび為替リスク・ヘッジである。したがって、最適通貨圏の条件を満たす国の場合には、対外ショックの吸収能力が高く、それだけその通貨が被る為替相場の変動が小さいことで、同時に国際通貨としての使用を説明する基準となるのである。アメリカはこれらの最適通貨圏の条件に関して、日本、ドイツなどに比べて高い充足度を示している。アメリカ経済は為替相場にあまり大きなインパクトを与えないで対外ショックを吸収する能力をもっており、このことが外貨建

てで契約し為替リスクを回避したいアメリカ以外の国の貿易業者にとっては魅力的なことなのである。

図5-3 ユーロ通貨圏とドル通貨地域



欧州通貨同盟の創設はEUにおける最適通貨圏の条件に大きな変化をもたらすことになる。欧州通貨同盟のインパクトの基本は、現在のEU各国に比べて対外ショックに対する感受性の小さい大規模閉鎖経済となることである。EU 15カ国で見ると、現在の外国貿易の60%以上が国内取引として分類されるから、現在の個別加盟国よりもはるかに閉鎖的経済になる。EUは世界最大規模の経済（世界のGDPの30%）であり、輸出国（世界の輸出の20%）である。それは高度に分散化しており、EU金融・資本市場は広く、深く、流動的となる。なおアメリカの株式市場の優位性に及ばないし、労働の移動性、地域間の財政移転も小さいが、アメリカに匹敵する最適通貨圏の形成によって、基軸通貨としてのユーロの登場が準備されているのである。

ユーロの国際化は、すでにEU諸国をも含むグローバルな市場で支配的なドルに対抗して、欧州通貨同盟の設立とともにヨーロッパおよびその周辺で進行する。ドルは市場諸力を通じた国際通貨競争のプロセスですでに広く国際的に使用されている。これに対抗するユーロは、EU域内取引では欧州通貨制度（EMS）の域内固定相場制をベースに生まれた域内基軸通貨としての独マルクを継承し、また域内単一市場の完成による最適通貨圏の形成をベースに域外取引での使用を拡大しようとしている。コーエン（Cohen 1997）の用語を用いるならば、「ユーロ通貨圏」の拡大によってユーロによるドルの代替を推進して、グローバルに展開する「ドル通貨地域」の支配を排除しようとしているのである（図5-3参照）。

「通貨圏」(currency area)とは、通貨同盟、為替相場同盟、あるいはカレンシー・ボードのような、各国通貨の統合や為替相場のベッグに関する国家あるいは国家間の公式の制度あるいは協定によって構成される通貨領域である。これは国家主権の問題であり、構成国の主権の管轄領域を包含する厳密に領土的地理的なタームで定義されるものである。これに対して、「通貨地域」(currency region)とは、国内外を含む「各国通貨の実効的使用および権威的領域」によって境界づけられる通用区域である。それは通貨使用における機能上のもので、国内外における通貨取引の市場ネットワークによって定義されるものであり、領土的国境によって定義されるものではない。通貨圏はもともと国家主権に基づく金融・為替政策の有効な実施を目的に形成される「政治空間」であるが、通貨地域もその通貨発行権を持つ基軸通貨国が自国の金融・為替政策を通じて他国の金融・為替政策に支配力を及ぼす権威的領域という意味での「政治空間」である。基軸通貨国は、自国通貨による通貨地域内の国際収支ファイナンス機構を通じて、基軸通貨受入国に対する潜在的な強制手段を所持する有効な政治パワー(通貨覇権)に転化し、受入国は国家主権喪失のリスクを負うことになるのである。

ドルはすでに1960年代からユーロダラー市場を通じてヨーロッパをドル通貨地域に包摂し、EU諸国の金融・為替政策に影響を及ぼしてきた。これに対抗してEUは通貨圏を形成してドルの排除を図り、1980年代にはEMSによって独マルクがドルに替わってEMS加盟国の基軸通貨となり、ヨーロッパにおいてドルとマルクの通貨地域が重複することとなった。このたびのユーロ導入による欧州通貨同盟の創設は、EU域内取引でのドルの使用を完全に排除するものである。すでにEU域内取引では既存のドルのネットワーク外部性はほとんど重要性をなくしており、ドル排除によってこれまでのドル使用による通貨取引費用の節約効果を失うことは問題ではない。ただ、ユーロが域内取引でのドルの使用を排除しても、域外取引ではなおドルを使用し続けなければならない。域外取引でのドルの使用を排除してユーロの受領性を拡大するには、①ユーロの国際的な使用のネットワークの拡大促進、②ユーロ

口建て国債市場の発達の支援, ③第三国間貿易の媒介通貨としてのユーロの使用の補助, などの政府支援策が必要である (Cohen 1998, p.160)。

EUは「政治空間」としての通貨圏の拡大・強化を通じて, 国内外における欧州単一通貨ユーロの使用のレンジあるいは市場ネットワークとしての「経済空間」の強化・拡大を実現してきたのである。このようなEUの通貨圏アプローチによるユーロ拡大策はドルの権威的領域への直接の脅威であり, アメリカとの対立は不可避である。EUは, ドルの市場慣習への従順ないし忍耐か, さもなければ対米関係緊張のリスクを受け入れなければならない。その意味では, 将来予想されるドル・ユーロ2極レジームの運営も容易な問題ではない。¹¹⁾

2. ユーロのドル通貨地域への浸透

国家(政府)主導のEUの通貨圏アプローチによるユーロ拡大策は, 市場のグローバリズムに基づくアメリカの通貨地域アプローチによるドルの権威的領域の維持策と衝突する。ラテン・アメリカおよび東アジア諸国はドルにリンクする地域であり, ユーロ通貨地域としてドルと併存してユーロの使用を促すのも困難であり, ユーロの準備通貨としての保有が進む程度であろう。中東や北アフリカの産油国, 南アフリカはドルにリンクしており, ロシアもドルにリンクする傾向にある。したがって, EUが通貨圏を拡大できるのは, EU加盟申請中の中東欧7カ国(ハンガリー, ポーランド, チェコ, スロベニア, ブルガリア, ルーマニア, スロバキア), バルト三国(エストニア, ラトビア, リトアニア), 地中海諸国(トルコ, マルタ, キプロス)と, サブ・サハラ・アフリカのCFAフラン圏の西アフリカ経済通貨同盟(WAEMU)8カ国(ベニ, ブルキナ・ファッソ, コートジボアール, ギニア・ビサウ, マリ, ニジェール, セネガル, トーゴ), 中央アフリカ経済通貨同盟

11) ドル圏(アメリカ)とユーロ圏(EU)の対立の危険については, Cohen (1998, p.160); Mundell (1995, pp.31-32); Bergsten (1999, pp.26-29). Beddoes (1999) は, 世界的な金融新秩序の構築のためにドルとユーロを中心に二大通貨圏を構築すべきだとしている。

(CAEMU) 6カ国(カメルーン, 中央アフリカ, チャド, コンゴ, 赤道ギニア, ガボン)である。¹²⁾

CFAフラン圏14カ国の為替相場は, フランス当局の財政的支援のもとに仏フランにベッグしており, 間接的にEU諸国の通貨にリンクしている。したがって, ユーロの導入はそれ自体EU諸国との為替相場レジームの変更を意味するものではなく, ユーロへのベッグによってユーロ通貨圏を形成することになる。ただこれらの国々の経済規模は小さく, ユーロ通貨圏形成によるユーロ使用の拡大のインパクトには多くを期待できないであろう。¹³⁾

これに対して, 中東欧諸国は経済規模も大きく, ユーロ通貨圏形成のインパクトは大きいと期待できる。中東欧諸国はEU加盟国との貿易比率が高く, その輸出入に占めるEU加盟国のシェアが50%を優に超えている国がほとんどである(1998年の輸出では, ブルガリア50%, チェコ64%, スロバキア56%, ハンガリー73%, ポーランド68%, ルーマニア65%, スロベニア66%)。また中東欧諸国への近年の直接投資の流入は拡大傾向にあるが, 直接投資の流入に占めるEU加盟国のシェアはアメリカをはるかにしのいで圧倒的である(1997年で, チェコ61%, ハンガリー67%, ポーランド49%, ルーマニア41%, スロベニア69%)。このように中東欧諸国は資本導入と輸出入の両面でEU加盟国と緊密に結びついており, 国際取引におけるユーロ使用の有利性, 便宜性はきわめて高くなっている。しかし, すでにEU加盟交渉中の4カ国(ハンガリー, ポーランド, チェコ, スロベニア)についても, ユーロ参加の4条件(物価・金利・為替の安定と財政赤字縮小)のクリアーが困難な状況にあり, 生産性の上昇率を超える高いインフレ率から見てもユーロにベッグするのも困難な状況にある(1997年のインフレ率は, ハンガリー18.4%, ポーランド13.2%, チェコ10%, スロベニア8.8%)。その結果, これらの国々はいずれも伸縮的な為替相場制度を採用しているのである(表5-8参照)。中東欧地域はEUにとって貿易のウエイトも高く, ユーロ通貨圏拡

12) ユーロ圏の拡大については, Berrigan and Carré (1997); McCauley (1997, pp.24-32) 参照。

13) Berrigan and Carré (1997); Hadjimichael and Galy (1997) 参照。

表5—8 中東欧4カ国の為替相場制度（1998年12月現在）

	レジーム	クローラ率 (月間%)	マージン (%±)	通貨 バスケット	金融政策枠組み
チェコ	管理フロート	n.a.	n.a.	n.a.	インフレ・ターゲット
ハンガリー	公表クローリング ・ベッグ	0.7	2.25	70 % ドイツ・マルク 30 % 米ドル	明示しないインフレ ・ターゲット
ポーランド	公表クローリング ・ベッグ	0.5	12.5	35 % ドイツ・マルク 10 % 英ポンド 5 % フランス・フラン 5 % スイス・フラン 45 % 米ドル	インフレ・ターゲット
スロベニア	管理フロート	n.a.	n.a.	n.a.	M3ターゲット

(出所) Kopits (1999), Table 1 (p.10).

大の最適候補なのだが、移行経済の困難からなかなか抜け出せないでいる。市場経済への移行がまだ不完全であり、価格調整が不十分であることから、均衡為替相場の設定が困難である。しかし、生産性の上昇も顕著であり、EUは中東欧諸国との情報交換とともに為替相場のサーベイランスを実行して、EUの新しい域内固定相場制であるERM IIへの早期の参加を促す必要がある。¹⁴⁾

おわりに

EUは「不戦のヨーロッパ」を建設するために経済統合手段を通じてヨーロッパ統合を推進してきた。欧州通貨統合はこの経済統合段階に応じて通貨統合形態を高めてきたのである。このような観点にたつと、域内市場統合と域内固定相場制を実現したEUにとって、欧州通貨同盟はEMUの最終段階として当然に求められるところであった。しかし、欧州通貨統合の対外的な側面を考えると、それは米ソ覇権の国際システムにおけるヨーロッパ復権の戦略としてヨーロッパ統合を推進するというものである。このような観点か

14) 箱木 (1999); Berrigan and Carré (1997); Kopits (1999); Lopez-Claros and Garibaldi (1998) 参照。

らは、欧州通貨同盟の形成によって、EUは政治統合の象徴としての単一通貨ユーロを獲得するとともに、ドル覇権レジームの国際通貨システムにおけるドルの不安定化の影響を隔離し、国際通貨システムの運営に対して強い発言力をもってアメリカ（ドル）と対峙するという構図が浮かんでくる。つまり、国際通貨システムのドル覇権レジームからドル・ユーロ2極レジームへの転換が、欧州通貨同盟の形成の積極的な推進力となっているのである。

ところで、欧州通貨同盟の創設によって単一通貨ユーロの国際化が進展するとしても、基軸通貨の歴史性から見て、ドル覇権的な非対称で階層的なドル・ユーロ2極レジームがすぐに対称的なドル・ユーロ2極レジームに転換するわけではない。EUにとっては、EU金融・資本市場の統合を推進して、単一通貨ユーロの基軸通貨ポジションの基盤を構築するとともに、単一通貨ユーロにリンクする「ユーロ通貨圏」を中東欧諸国などに拡大することで、世界的なドルの民間使用区域（ドル通貨地域）への浸透を図ることで、ドル通貨圏に対抗するユーロ通貨圏の拡大を展望しているのである。EUにとっては、ドル・ユーロ2極レジームの建設は、欧州通貨同盟の隠された意図である。それは政府高官などの発言に現われることがあっても、公式に政府が積極的に主張するところではない。一方で、アメリカのエコノミストの多くが最適通貨圏の条件を無視した欧州通貨同盟は失敗するとの主張を繰り返し、アメリカ政府は欧州通貨統合には反対するでもなく積極的に支持するでもなく、アメリカの欧州市場接近が制限されないかぎりこれを無視する立場をとってきた。このようなドル・ユーロ2極レジームに対するEUサイドでの隠然たる態度と、アメリカ・サイドでの否定的あるいは消極的な態度は、ドル・ユーロ2極レジームが成立したのちの両サイドのビナイン・ニグレクト政策を導き、ふたたび国際通貨システムを不安定化させるおそれがある。国際通貨システムの安定を実現するためには、EUとアメリカの双方にますます政策協調システムを構築していく態度が求められるのである。

参 考 文 献

<邦語文献>

- 相沢幸悦（編著）（1992）『EC 通貨統合の展望』同文館。
 ——（1997）『ヨーロッパ単一通貨圏』東洋経済新報社。
 EU 通貨統合と証券市場研究会（編）（1999）『ユーロ導入と金融・証券市場』日本証券経済研究所。
 藤木裕（1996）「中央銀行独立性指数について」『金融研究』第15巻第1号，（3月），1-18頁。
 藤田誠一（1992）「EMSにおける非対称性」『国民経済雑誌』第166巻第2号，（8月），1-12頁。
 ——（1996）「EMSと中心国ドイツ——非対称性は有効か」『国民経済雑誌』第174巻第3号，（9月），61-74頁。
 ——（1998）「EMUと最適通貨圏」『国民経済雑誌』第178巻第2号，（8月），69-83頁。
 ——（2000）「欧州単一通貨ユーロとその対外的側面」『国民経済雑誌』第181巻第1号，（1月），19-32頁。
 箱木眞澄（1999）「EUの東方拡大とユーロ（上），（下）」『世界経済評論』第43巻第10号（10月），44-48頁；第11号（11月），34-39頁。
 羽森直子（1998）『ドイツの金融システムと金融政策』中央経済社。
 平島真一（1998）「ユーロ導入が欧州金融・資本市場に与える影響」『専修経済学論集』第33巻第2号，（11月），31-44頁。
 星野郁（1990）「EMU（経済・通貨同盟）の政治経済学」『国学院経済学』第38巻第1号，1990年，1-61頁。
 ——（1998a）『ユーロで変革進むEU経済と市場』東洋経済新報社。
 ——（1998b）「EU通貨統合の基本構造」『世界経済評論』第42巻第8号，（8月），25-34頁。
 ——（1999）「ユーロ誕生とEU金融・資本市場の変貌」『国際問題』第471号，（6月），16-36頁。
 井上伊知郎（1994）『欧州の国際通貨とアジアの国際通貨』日本経済評論社。
 井沢秀記（1996）「欧州通貨統合の展望と課題」『国民経済雑誌』第173巻第5号，（5月），45-58頁。
 岩見昭三（1999）『EU通貨統合とドイツ』晃洋書房。
 岩田健治（1998）「EU通貨統合と欧州資本市場」『世界経済評論』第42巻第9号，（9月），35-48頁。
 ——（1999）「国際的資金フローの形態変化と欧州域内取引所統合」EU通貨統合と証券市場研究会（編）（1999），第7章，115-142頁。
 嘉治佐保子（2000）「ユーロはいかにして成ったか——アジア通貨体制への示唆」『三田学会雑誌』第93巻第1号，（4月），139-159頁。
 梶田孝道（1993）『統合と分裂のヨーロッパ』岩波書店。
 上川孝夫（1992a）「EC通貨統合と国際通貨システム——ECU・マルク・ドル」『エコノミア』第42巻第3・4号，（3月），18-38頁。
 ——（1992b）「EC通貨統合と国際通貨システム—2—マルク国際化の構造をめぐっ

- て』『エコノミア』第43巻第3号, (12月), 16-32頁。
- 鴨武彦 (1985)『国際統合理論の研究』早稲田大学出版局。
- (1992)『ヨーロッパ統合』日本放送出版協会。
- 河合正弘 (1999)「ユーロの導入と国際通貨体制」内海孚 (編)『ユーロと日本経済』東洋経済新報社, 第5章, 75-97頁。
- 木村滋 (1994)「ドイツ・ブンデスバンク及び合衆国連邦準備銀行制度と比較した欧州中央銀行制度の独立性」『経済情報学研究』第4号, 1-64頁。
- 小宮隆太郎 (1975)「最適通貨地域の理論」『国際経済学研究』岩波書店, 第9章, 228-243頁。
- 小山満男 (1972)「最適通貨圏の理論: 展望」『政経論叢』(広島大学)第22巻第2号, (8月), 109-134頁。
- 久保広正 (1999)「通貨統合と最適通貨圏」EU通貨統合と証券市場研究会 (編) (1999), 第10章, 175-196頁。
- 熊野道太 (1999)「EU金融・資本市場の変化とユーロの国際化」『国際金融』第1018号, (1月), 58-70頁。
- 黒川洋行 (1999)「通貨統合と証券市場」EU通貨統合と証券市場研究会 (編) (1999), 第6章, 92-114頁。
- 中島精也 (1999)「ユーロとマネーマーケット・為替市場」EC通貨統合と証券市場研究会 (編) (1999), 第4章, 62-74頁。
- 日本銀行国際局 (1994)「経済・通貨統合に向けたEU各国の動き」『日本銀行月報』(10月号), 37-64頁
- (1997)「欧州経済通貨統合(EMS)を巡る最近の動きについて」『日本銀行月報』(3月号), 101-1494頁。
- 小川英治 (1998)『国際通貨システムの安定性』東洋経済新報社。
- (1999)「ネットワーク外部性とユーロ建て債券市場」『文研論集』(生命保険文化研究所)第128号, (9月), 157-181頁。
- 佐々木隆生・中村研一 (編著) (1994)『ヨーロッパ統合の脱神話——ポスト・マーストリヒトの政治経済学——』ミネルヴァ書房。
- 島野卓爾 (1996)『欧州通貨統合の経済分析』有斐閣。
- (1998a)「ユーロの将来: 二極基軸通貨体制の可能性」『海外事情』第46巻第11号, (11月), 30-41頁。
- (1998b)「EUの通貨統合とヨーロッパの経済」『国際問題』第458号, (5月), 2-13頁。
- 島崎久弥 (1987)『ヨーロッパ通貨統合の展開』日本経済評論社。
- (1997)『欧州通貨統合の政治経済学』日本経済評論社。
- 田尻嗣夫 (1997)『中央銀行—危機の時代』日本経済新聞社。
- 田中素香 (1992)「EC通貨統合の新しい構図」『世界経済評論』第36巻第4号, (4月), 43-58頁。
- (編著) (1996)『EMS: 欧州通貨制度』有斐閣。
- (1998a)「EU単一通貨ユーロと国際通貨体制」『世界経済評論』第42巻第12号, (12月), 20-34頁。
- (1998b)「ユーロ11 (第一陣参加国)の選定をめぐる」『海外事情』第46巻第11号, (11月), 13-29頁。
- (2000)「EU通貨統合と財政政策」『研究年報経済学』(東北大学)第62巻第3

- 号, (12月), 1-26頁。
- 富田俊基 (1999) 「ドル圏, ユーロ圏, そして緩い円圏」『知的資産創造』第7巻第3号, (5月), 58-77頁。
- 打込茂子 (1999) 「欧州単一通貨ユーロと国際通貨体制」『明大商学論叢』第81巻第3・4号, (3月), 305-322頁。
- 高木信二 (1989) 『為替レート変動と国際通貨制度』東洋経済新報社。
- 山上宏人 (1988) 「変動為替相場制度: フリードマン対ミード (1), (2)」『神戸外大論叢』第39巻第5号 (10月), 53-73頁; 第7号 (12月), 67-89頁。
- (1989) 『変動為替相場制論の再検討: 類型と系譜』外国学資料, 第41号, 神戸市外国語大学外国学研究所。
- (1998) 「欧州中央銀行制度」三木谷良一・石垣健一 (編著) 『中央銀行の独立性』東洋経済新報社, 第17章, 287-306頁。
- 山本栄治 (1994) 『「ドル本位制」下のマルクと円』日本経済評論社。
- ロルフ・H・ハッセ (田中素香・相沢幸悦監訳) (1992) 『EMS から EC 中央銀行へ』同文館。

<外国語文献>

- Alesina, A. and V. Grilli (1992), "The European Central Bank: Reshaping Monetary Politics in Europe," in Canzoneri et al. (eds.) (1992), chap.3, pp.49-77.
- Alogoskoufis, G. and R. Portes (1991), "International Costs and Benefits from EMU," *European Economy*, Special Edition, No.1, The Economics of EMU, chap.11, pp.231-245.
- (1992), "European Monetary Union and International Currencies in Tripolar World," in Canzoneri et al. (eds.) (1992), chap.9, pp.273-300.
- (1997), "The Euro, the Dollar, and the International Monetary System," in Masson et al. (eds.) (1997), chap.3, pp.58-78.
- Andrews, D.M. (1993), "The Global Origins of the Maastricht Treaty on EMU: Closing the Window of Opportunity," in A.W.Cafruny and G.G.Rosenthal (eds.), *The Maastricht Debates and Beyond*, Lynne Rienner, chap.7, pp.107-123.
- (1994), "Capital Mobility and State Autonomy: Toward a Structural Theory of International Monetary Relations," *International Studies Quarterly*, Vol.38, (June), pp.193-218.
- Artis, M.J. (1987), "European Monetary System: An Evaluation," *Journal of Policy Modeling*, Vol.9, No.1, pp.175-198.
- Artis, M.J. and W.Zhang (1995), "International Business Cycles and the ERM: Is There a European Business Cycle?" CEPR Discussion Paper, No.1191, Centre for Economic Policy Research.
- Balassa, B. (1961a), "Towards a Theory of Economic Integration," *Kyklos*, Vol.14, pp.1-17.
- (1961b), *The Theory of Economic Integration*, Richard D. Irwin (中島正信訳 (1963) 『経済統合の理論』ダイヤモンド社).
- Bayoumi, T. (1997), *Financial Integration and Real Activity*, Manchester University Press.
- Bayoumi, T. and B.Eichengreen (1993), "Shocking Aspects of European Monetary Integration," in Torres and Giavazzi (eds.) (1993), chap.7, pp. 193-240.

- (1994), *One Money or Many?: Analyzing the Prospects for Monetary Unification in Various Parts of the World*, Princeton Studies in International Finance, No.76, International Finance Section, Princeton University.
- (1997), "Optimum Currency Areas and Exchange Rate Volatility: Theory and Evidence Compared," in B.J. Cohen (ed.), *International Trade and Finance, New Frontiers for Research; Essays in Honor of Peter B. Kenen*, Cambridge University Press, chap.7, pp.184-215.
- (1998), "Exchange Rate Volatility and Intervention: Implication of the Theory of Optimum Currency Areas," CEPR Discussion Paper, No.1982, Centre for Economic Policy Research.
- Bayoumi, T. and P.M. Masson (1995), "Fiscal Flows in the United States and Canada: Lessons for Monetary Union in Europe," *European Economic Review*, Vol.39, pp.253-274.
- Bayoumi, T. and E. Prasad (1995), "Currency Unions, Economic Fluctuations and Adjustment: Some Empirical Evidence," CEPR Discussion Paper, No.1172, Centre for Economic Policy Research.
- Beddoes, Z.M. (1999), "From EMU to AMU?—The Case for Regional Currencies," *Foreign Affairs*, Vol.78, No.4, (July/Aug.), pp.8-13.
- Begg, D.K., F.Giavazzi and C.Wyplosz (1997), *Options for the Future Exchange Rate Policy of the EMU*, CEPR Occasional Paper, No.17, Centre for Economic Policy Research.
- Bekx, P. (1998), The Implications of the Introduction of the Euro for Non-EU Countries, Directorate General II for Economic and Financial Affairs, Euro Papers, No.26, European Commission.
- Bergsten, C.F. (1996), *Dilemmas of the Dollar: The Economics and Politics of United States International Monetary Policy, 2nd ed.*, Council on Foreign Relations.
- (1997), "The Impact of the Euro on Exchange Rates and International Policy Cooperation," in Masson et al. (eds.) (1997), chap.2, pp.17-48.
- (1999), "America and Europe: Clash of the Titans?" *Foreign Affairs*, Vol.78, No.2, (March/April), pp.20-34.
- Berrigan, J. and H. Carré (1997), "Exchange Arrangements between the EU and Countries in Eastern Europe, the Mediterranean, and the CFA Zone," in Masson et al. (eds.) (1997), chap.5, pp.122-135.
- Bini-Smaghi, L. and S. Micossi (1990), "Monetary and Exchange Rate Policy in the EMS with Free Capital Mobility," in De Grauwe and Papademos (eds.) (1990), chap.6, pp.120-156.
- Bini-Smaghi, L., T.Padoa-Schioppa and F.Papadia (1994), *The Transition to EMU in the Maastricht Treaty*, Essays in International Finance, No.194, International Finance Section, Princeton University.
- Black, S.W. (1991), "Transactions Costs and Vehicle Currencies," *Journal of International Money and Finance*, Vol.10, pp.512-526.
- Blinder, A.S. (1996), "The Role of the Dollar as an International Currency," *Eastern Economic Journal*, Vol.22, No.2, (Spring), pp.127-136.
- Bofinger, P. (1994), "Is Europe an Optimum Currency Area?" in A.Steinherr (ed.), *30 Years of European Monetary Integration from the Werner Plan to EMU*, Longman, chap.3, pp.38-56.
- Bruno, M. (1991), *High Inflation and the Nominal Anchors of an Open Economy*, Essays in International Finance, No.183, International Finance

- Section, Princeton University.
- Buiter, W., G. Corsetti and N. Roubini (1993), "Excessive Deficits: Sense and Nonsense in the Treaty of Maastricht," *Economic Policy*, Vol. 16, (April), pp. 58-100.
- Buti, M. and A. Sapir (eds.) (1998), *Economic Policy in EMU; A Study by the European Commission Services*, Clarendon Press.
- Calleo, D. P. (1999), "The Strategic Implications of the Euro," *Survival*, Vol. 41, No. 1, (Spring), pp. 5-19.
- Canzoneri, M. B., V. Grilli, and P. R. Masson (eds.) (1992), *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the US*, Cambridge University Press.
- Chrystal, K. A. (1984), "On the Theory of International Money," in J. Black and G. S. Dorrance (eds.), *Problems of International Finance*, St. Martin's Press, Chap. 4, pp. 77-92.
- Cohen, B. J. (1971), *The Future of Sterling as an International Currency*, Macmillan.
- (1991), "European Financial Integration and National Banking Interests," in *Crossing Frontiers: Explorations in International Political Economy*, Westview Press, chap. 8, pp. 201-232.
- (1992), "Currency Areas," in P. Newman et al. (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, Vol. I*, Macmillan, pp. 556-557.
- (1993), "The Triad and the Unholy Trinity: Lessons for the Pacific Region," in R. Higgott, R. Leaver and J. Ravenhill (eds.), *Pacific Economic Relations in the 1990s: Cooperation or Conflict?* Lynne Rienner, chap. 7, pp. 133-158.
- (1994), "Beyond EMU: The Problem of Sustainability," in Eichengreen and Frieden (eds.) (1994), chap. 8, pp. 149-165.
- (1997), "The Political Economy of Currency Regions," in E. D. Mansfield and H. V. Milner (eds.), *The Political Economy of Regionalism*, Columbia University Press, Chap. 3, pp. 50-76.
- (1998), *The Geography of Money*, Cornell University Press (本山美彦監訳・宮崎真紀訳『通貨の地理学』シュプリンガー・フェアラーク東京, 2000年).
- Cohen, D., J. Melitz and G. Oudiz (1988), "The European Monetary System and Franc-Mark Asymmetry," CEPR Discussion Paper, No. 245, Centre for Economic Policy Research.
- Cohen, D. and C. Wyplosz (1989), "The European Monetary Union: An Agnostic Evaluation," in R. C. Bryant, D. A. Curri, J. A. Frenkel, P. R. Masson and R. Portes (eds.), *Macroeconomic Policies in an Interdependent World*, International Monetary Fund, chap. 8, pp. 311-337.
- Cooper, R. N. (2000), "Key Currencies after the Euro," in R. Mundell and A. Clesse (eds.), *The Euro as A Stabilizer in the International Economic System*, Kluwer Academic Publishers, chap. 11, pp. 177-201.
- Corden, W. M. (1972), *Monetary Integration*, Essays in International Finance, No. 93, International Finance Section, Princeton University.
- (1991), "Exchange Rate Policy in Developing Countries," in J. de Melo and A. Spir (eds.), *Trade Theory and Economic Reform: North, South, and East: Essays in Honor of Bela Balassa*, Basil Blackwell, chap. 14, pp. 224-245.
- (1994), *Economic Policy, Exchange Rates, and the International System*, Oxford University Press.

- Crawford, M. (1996), *One Money for Europe? The Economics and Politics of EMU*, 2nd ed., Macmillan.
- Cukierman, A., S.B. Webb and B. Neyapti (1992), "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes," *World Bank Economic Review*, Vol.6, No.3, (Sep.), pp.353-398.
- Decressin, J. and A. Fatás (1995), "Regional Labor Market Dynamics in Europe," *European Economic Review*, Vol.39, pp.1627-1655.
- De Grauwe, P. (1989), "The Cost of Disinflation and the European Monetary System," CEPR Discussion Paper, No.326, Centre for Economic Policy Research.
- (1990), "The Liberalisation of Capital Movements and the EMS," in P. Ferri (ed.), *Prospects for the European Monetary System*, Macmillan, chap.8, pp.159-177.
- (1991), "Is the European Monetary System a DM-Zone?" in A. Steinherr and D. Weiserb (eds.), *Evolution of the International and Regional Monetary Systems; Essays in Honour of Robert Triffin*, Macmillan, chap.14, pp.207-227.
- (1993a), "The Political Economy of Monetary Union in Europe," CEPR Discussion Paper, No.842, Centre for Economic Policy Research.
- (1993b), "The Political Economy of Monetary Union in Europe," *World Economy*, Vol.16, No.6, (Nov.), pp.653-661.
- (1994), "Towards European Monetary Union without the EMS," *Economic Policy*, Vol.18, (April), pp.149-185.
- (1995), "The Economics of Convergence towards Monetary Union in Europe," CEPR Discussion Paper, No.1213, Centre for Economic Policy Research.
- (2000), *Economics of Monetary Union*, 4th ed., Oxford University Press.
- De Grauwe, P. and L. Papademos (eds.) (1990), *European Monetary System in the 1990s*, Longman.
- De Grauwe, P. and W. Vanhaverbeke (1993), "Is Europe an Optimum Currency Area? Evidence from Regional Data," in Masson and Taylor (eds.) (1993), chap.5, pp.111-129.
- Delors Committee (Committee for the Study of Economic and Monetary Union) (1989), *Report on Economic and Monetary Union in the European Community (Delors Report)*, Office for Official Publications of the European Communities.
- Dornbusch, R. (1986), "Stabilization Policies in Developing Countries: What Have We Learned?," in *Dollars, Debts, and Deficits*, MIT Press, chap.6, pp.151-165 (翁邦雄・奥村隆平・河合正弘訳『現代国際金融：ドル危機・債務危機・財政赤字』HBJ出版局，1988年，第6章)。
- (1996), "Euro Fantasies," *Foreign Affairs*, Vol.75, No.5, (Sep./Oct.), pp.110-124.
- Dowd, K. and D. Greenaway (1993), "Currency Competition, Network Externalities and Switching Costs: Towards an Alternative View of Optimum Currency Areas," *Economic Journal*, Vol. 103, (Sep.), pp.1180-1189.
- Edwards, S. (1993), "Exchange Rates as Nominal Anchors," *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol.129, No.1, pp.1-32.
- Eichengreen, B. (1990), "One Money for Europe? Lessons from the US Currency Union," *Economic Policy*, Vol.10, (April), pp.118-189. Reprinted in Eichengreen (1997), chap.2, pp.13-49.

- (1992a), "Is Europe an Optimum Currency Area?" in S.Borner and H.Grubel (eds.), *The European Community after 1992*, Macmillan, chap.8, pp.138-161. Reprinted in Eichengreen (1997), chap.3, pp.51-71.
- (1992b), *Should the Maastricht Treaty be Saved?* Princeton Studies in International Finance, No.74, International Finance Section, Princeton University.
- (1992c), "Designing a Central Bank for Europe: A Cautionary Tale for the Early Years of the Federal Reserve System," in Canzoneri et al. (eds.) (1992), chap.2, pp.13-40.
- (1993a), "Labor Markets and European Monetary Unification," in Masson and Taylor (eds.) (1993), chap.6, pp.130-162. Reprinted in Eichengreen (1997), chap.6, pp.121-151.
- (1993b), "European Monetary Unification," *Journal of Economic Literature*, Vol.31, No.3, (Sep.), pp.1321-1357.
- (1994), "Fiscal Policy and EMU," in Eichengreen and Frieden (eds.) (1994), chap.9, pp.167-190.
- (1996), *A More Perfect Union?: The Logic of Economic Integration*, Essays in International Finance, No.198, International Finance Section, Princeton University. Reprinted in Eichengreen (1997), chap.10, pp.247-269.
- (1997), *European Monetary Unification: Theory, Practice and Analysis*, The MIT Press.
- Eichengreen, B. and T. Bayoumi (1994), "The Political Economy of Fiscal Restrictions: Implications for Europe from the United States," *European Economic Review*, Vol.38, pp.783 - 791. Reprinted in Eichengreen (1997), chap.8, pp.225-234.
- Eichengreen, B. and J.A. Frankel (1996), "The SDR, Reserve Currencies, and the Future of the International Monetary System," in M.Mussa, J.M.Boughton and P. Isard (eds.), *The Future of the SDR in the Light of Changes in the International Financial System*, International Monetary Fund, pp.337-378.
- Eichengreen B. and J. Frieden (1994), "The Political Economy of European Monetary Unification: An Analytical Introduction," in Eichengreen and Frieden (eds.) (1994), chap.1, pp.1-23.
- (eds.) (1994), *The Political Economy of European Monetary Unification*, Westview Press.
- Eichengreen, B. and J. von Hagen (1996), "Fiscal Policy and Monetary Union: Federalism, Fiscal Restriction and the No-bailout Rule," in H.Siebert (ed.), *Monetary Policy in an Integrated World Economy: Symposium 1995*, Mohr, pp.211-231.
- European Commission (Commission of the European Communities) (1977), *Report of the Study Group on the Role of Public Finance in European Integration (MacDougall Report)*, Vol.1 and 2.
- (1990), "One Market, One Money; An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union," *European Economy*, No.44, (Oct.). Republished as M. Emerson et al. (1992), *One Market, One Money*, Oxford University Press.
- (1996), *Economic and Monetary Union*, Office for Official Publications of the European Communities.
- Feldstein, M. (1992), "The Case against EMU," *Economist*, (June 13th), pp.19-22.
- (1997a), "The Political Economy of the European Economic and

- Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability," *Journal of Economic Perspectives*, Vol.11, No.4, (Fall), pp.23-42.
- (1997b), "EMU and International Conflict," *Foreign Affairs*, Vol.76, No.6, (Nov./Dec.), pp.60-73.
- Fleming, J.M. (1971), "On Exchange Rate Unification," *Economic Journal*, Vol.81, (Sep.), pp.467-488.
- Frankel, J.A. (1995), "Still the Lingua Franca: The Exaggerated Death of the Dollar," *Foreign Affairs*, Vol.74, No.4, (July/Aug.), pp.9-16.
- (1999), *No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times*, Essays in International Finance, No.215, International Finance Section, Princeton University.
- Frankel, J.A. and A.K.Rose (1998), "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria," *Economic Journal*, Vol.108, (July), pp.1009-1025.
- Fratianni, M. and J. von Hagen (1990), "Asymmetries and Realignments in the EMS," in De Grauwe and Papademos (eds.) (1990), chap.5, pp.86-116.
- Frieden, J.A. (1991), "Invested Interests: the Politics in a World of Global Finance," *International Organization*, Vol.45, No.4, (Autumn), pp.425-451.
- (1994), "Making Commitments: France and Italy in the European Monetary System, 1979-1985," in Eichengreen and Frieden (eds.) (1994), chap. 2, pp.25-46.
- (1996), "The Impact of Goods and Capital Market Integration on European Monetary Politics," *Comparative Political Studies*, Vol.29, No.2, (April), pp.193-222.
- (1998), "The Euro: Who Wins? Who Loses?" *Foreign Policy*, No.112, (Fall), pp.25-40.
- Frieden, J. and E.Jones (1998), "The Political Economy of European Monetary Union: A Conceptual Overview," in J.Frieden, D.Gros and E.Jones (eds.), *The New Political Economy of EMU*, Rowman & Littlefield, chap. 6, pp.163-186.
- Friedman, M. (1953a), "The Case for Flexible Exchange Rates," in Friedman (1953c), pp.157-203.
- (1953b), "A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability," in Friedman (1953c), pp.133-156.
- (1953c), *Essays in Positive Economics*, The University of Chicago Press (佐藤隆三・長谷川啓之訳『実証的経済学の方法と展開』富士書房, 1977年).
- (1969), "The Role of Monetary Policy," in *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Aldine Publishing Company, chap.5, pp.95-110.
- Gandolfo, G. (1992), "Monetary Union," in P.Newman et al. (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Vol.2, Macmillan, pp. 765-770.
- Garrett, G. (1994), "The Politics of Maastricht," in Eichengreen and Frieden (eds.) (1994), chap.3, pp.47-65.
- Giavazzi, F. (1989), "The Exchange Rate Question in Europe," in R.C.Bryant, D.A. Curri, J.A.Frenkel, P.R.Masson and R.Portes (eds.), *Macroeconomic Policies in an Interdependent World*, International Monetary Fund, chap.7, pp.283-304.
- (1990), "The EMS Experience," in Y.Suzuki, J.Miyake and M.Okabe

- (eds.), *The Evolution of the International Monetary System*, University of Tokyo Press, chap.9, pp.249-276.
- Giavazzi, F. and A.Giovannini (1989), *Limiting Exchange Rate Flexibility: The European Monetary System*, The MIT Press.
- (1990), "Can the European System be Copied Outside Europe? Lessons from Ten Years of Monetary Policy Coordination in Europe," in W.H.Branson, F.A.Frenkel and M.Goldstein (eds.), *International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuation*, University of Chicago Press, chap.6, pp.247-269.
- Giavazzi, F., S.Micossi and M.Miller (eds.) (1988), *The European Monetary System*, Cambridge University Press.
- Giavazzi, F. and M.Pagano (1988), "The Advantage of Tying One's Hands: EMS and Central Bank Credibility," *European Economic Review*, Vol.32, No.5, (June), pp.1055-1075.
- Giavazzi, F. and L. Spaventa (1990), "The 'New' EMS," in De Grauwe and Papademos (eds.) (1990), chap.4, pp.65-85.
- Giovannini, A. (1990a), *The Transition to European Monetary Union*, Essays in International Finance, No.178, International Finance Section, Princeton University. Reprinted in Giovannini (1995b), chap.7, pp.147-165.
- (1990b), "European Monetary Reform: Progress and Prospects," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, pp.217-291. Reprinted in Giovannini (1995b), chap.8, pp.167-230.
- (1993), "Central Banking in a Monetary Union: Reflections on the Proposed Statute of the European Central Bank," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, No.38, pp.191-230. Reprinted in Giovannini (1995b), chap.14, pp.331-366.
- (1995a), "Economic and Monetary Union: What Happened? Exploring the Political Dimension of Optimum Currency Areas," in Giovannini (1995b), chap.12, pp.300-313.
- (1995b), *The Debate on Money in Europe*, The MIT Press.
- Giovannini, A. and L. Spaventa (1995), "Fiscal Rules in the European Monetary Union: A No-Entry Clause," in Giovannini (1995b), chap.9, pp.231-258.
- Goodhart, C.E.A. (1993a), "The European System of Central Banks after Maastricht," in Masson and Taylor (eds.) (1993), chap.8, pp.215-239.
- (1993b), "The External Dimension of EMU", *Recherches Economiques de Louvain*, Vol.59, No.1-2, pp.65-80.
- (1995a), "A European Central Bank," in *The Central Bank and the Financial System*, Macmillan, chap.15, pp.303-329.
- (1995b), "The Political Economy of Monetary Union," in P.B. Kenen(ed.), *Understanding Interdependence: The Macroeconomics of the Open Economy*, Princeton University Press, chap.12, pp.448-505.
- Goodhart, C.A.E. and S.Smith (1993), "Stabilization," *European Economy*, Reports and Studies, No.5, pp.417-455.
- Goodman, J.B. and L.W.Pauly (1993), "The Obsolescence of Capital Controls? Economic Management in an Age of Global Markets," *World Politics*, Vol.46, No.1, (Oct.), pp.50-82.
- Grilli, E. (1988), "Macro-economic Determinants of Trade Protection," *World Economy*, Vol.11, (Sep.), pp.313-326
- Grilli, V., D.Masciandaro and G.Tabellini (1991), "Political and

- Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries," *Economic Policy*, Vol.13, (Oct.), pp.341-392.
- Gros, D. and N.Thygesen (1998), *European Monetary Integration: From the European Monetary System to Economic and Monetary Union*, 2nd ed., Longman.
- Grubel, H.G. (1970), "The Theory of Optimum Currency Areas," *Canadian Journal of Economics*, Vol.3, No.2, (May), pp.318-324.
- Hadjimichael, M.T. and M.Galy (1997), "The CFA Franc Zone and the EMU," IMF Working Paper, WP/97/156, International Monetary Fund.
- Hartland, P.(1949), "Interregional Payments Compared with International Payments," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.63, No.3, (August), pp.392-407.
- Hartmann, P.(1998), *Currency Competition and Foreign Exchange Markets: The Dollar, the Yen and the Euro*, Cambridge University Press.
- Henning, C.R. (1994), *Currencies and Politics in the United States, Germany, and Japan*, Institute for International Economics.
- (1996), "Europe's Monetary Union and the United States," *Foreign Policy*, No.102, (Spring), pp.83-100.
- (1997), *Cooperating with Europe's Monetary Union*, Institute for International Economics.
- (1998), "Systemic Conflict and Regional Monetary Integration: The Case of Europe," *International Organization*, Vol.52, No.3, (Summer), pp.537-573.
- (2000), "U.S.-EU Relations after the Inception of the Monetary Union: Cooperation or Rivalry?" in C.R.Henning and P.C.Padoan, *Transatlantic Perspectives on the Euro*, Brookings Institution Press, chap.1, pp.5-63.
- IMF (International Monetary Fund) (1984), *Exchange Rate Volatility and World Trade*, IMF Occasional Paper, No.28, International Monetary Fund.
- Ingram, J.C. (1959), "State and Regional Payments Mechanisms," *Quarterly Journal of Economics*, Vol.73, No.4, (Nov.), pp.619-632.
- (1962), *Regional Payments Mechanisms: The Case of Puerto Rico*, University of North Carolina Press.
- (1969), "Comment: The Currency Area Problem," in Mundell and Swoboda (1969), pp.95-100.
- (1973), *The Case for European Monetary Integration*, Essays in International Finance, No.98, International Finance Section, Princeton University.
- Ishiyama, Y. (1975), "The Theory of Optimum Currency-Areas: A Survey," *IMF Staff Papers*, Vol.22, No.2, (July), pp.344-383.
- Johnson, H.G. (1963), "Equilibrium under Fixed Exchanges," *American Economic Review*, Vol.53, No.2, (May), pp.112-119.
- Jones, E., J.Frieden and F.Torres(eds.) (1998), *Joining Europe's Monetary Club: The Challenges for Smaller Member States*, Macmillan.
- Kaufmann, H.M. (1985), *Germany's International Monetary Policy and the European Monetary System*, Brooklyn College Press.
- Kawai, M. (1992), "Optimum Currency Areas," in P.Newman et al. (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Vol.3, Macmillan, pp.78-81.
- Kenen, P.B.(1969), "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic

- View," in Mundell and Swoboda (eds.) (1969), pp.41-60.
- (1995), *Economic and Monetary Union in Europe*, Cambridge University Press.
- Kindleberger, C.P. (1972), "The Benefits of International Money," *Journal of International Economics*, Vol.2, No.4, (Sep.), pp.425-442. Reprinted in *International Money: A Collection of Essays*, George Allen & Unwin, 1981, chap.1, pp.9-23.
- (1988), *The International Economic Order*, Harvester·Wheatsheaf.
- Kopits, G. (1999), "Implications of EMU for Exchange Rate Policy in Central and Eastern Europe," IMF Working Paper, WP/99/9, International Monetary Fund.
- Kremers, J.J.M. and T.D.Lane (1990), "Economic and Monetary Integration and the Aggregate Demand for Money in the EMS," *IMF Staff Papers*, Vol.37, No.4, (Dec.), pp.777-805.
- Krugman, P. (1980), "Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol.12, No.3, (August), pp.513-526.
- (1984), "The International Role of the Dollar: Theory and Prospect," in J.F.O.Bilson and R.C.Marston (eds.), *Exchange Rate Theory and Practice*, University of Chicago Press, chap.8, pp.261-278.
- (1990), "Policy Problems of a Monetary Union," in De Grauwe and Papademos (eds.) (1990), chap.3, pp.48-64.
- (1993), "Lessons of Massachusetts for EMU," in Torres and Giavazzi (eds.) (1993), chap.8, pp.241-261.
- Kruse, D.C. (1980), *Monetary Integration in Western Europe: EMU, EMS and Beyond*, Butterworths.
- Lamfalussy, A. (1989), "Macro-coordination of Fiscal Policies in an Economic Monetary Union," in Delors Committee (1989), pp.91-125.
- Lanyi, A.(1969), *The Case for Floating Exchange Rates Reconsidered*, Essays in International Finance, No.72, International Finance Section, Princeton University.
- Loedel, P.H. (1998), "Enhancing Europe's International Monetary Power: The Drive Toward a Single Currency," in L.Pierre-Henri and M.Maresceau (eds.), *Deepning and Widening*, Lynne Rienner Publishers, chap.13, pp.243-261.
- Lopez-Claros, A. and P.Garibaldi (1998), "Exchange Rate Regimes in the Baltic Countries," in J.Berengaut et al., *The Baltic Countries: From Economic Stabilization to EU Accession*, IMF Occasional Paper, No.173, International Monetary Fund, chap.3, pp.9-23.
- Masera, R.S. (1987), *An Increasing Role for the ECU: A Character in Search of a Script*, Essays in International Finance, No.167, International Finance Section, Princeton University.
- Masson, P.R., T.H.Krueger and B.G.Turtelboom (eds.) (1997), *EMS and International Monetary System*, International Monetary Fund.
- Masson, P.R. and M.P.Taylor (1993), "Currency Unions: A Survey of the Issues," in Masson and Taylor (eds.) (1993), chap. 1, pp.3-51.
- (eds.) (1993), *Policy Issues in the Operation of Currency Unions*, Cambridge University Press.
- Masson, P.R. and B.G.Turtelboom (1997), "Characteristics of the Euro, the Demand for Reserves, and Policy Coordination Under EMU," in Masson et al. (eds.) (1997), chap.8, pp.194-224.
- Mastropasqua, C., S.Micossi and R.Rinaldi (1988), "Interventions,

- Sterilisation and Monetary Policy in European Monetary System Countries, 1979-87," in Giavazzi et al. (eds.) (1988), chap.10, pp.252-287.
- McCauley, R.N. (1997), *The Euro and the Dollar*, Essays in International Finance, No.205, International Finance Section, Princeton University.
- (2000), "Prospects for the Exchange Rate of the Euro," in M.Artis A.Weber and E.Hennessy (eds.), *The Euro: A Challenge and Opportunity for Financial Markets*, Routledge, chap.16, pp.350-384.
- McCauley, R.N. and W.R.White (1997), "The Euro and European Financial Markets," in Masson et al. (1997), chap.12, pp.324-388.
- McKinnon, R.I. (1963), "Optimum Currency Areas," *American Economic Review*, Vol.53, No.4, (Sep.), pp.719-725.
- McNamara, K.R. (1998), *The Currency of Ideas: Monetary Politics in the European Union*, Cornell University Press.
- Meade, J.E. (1957), "The Balance-of-Payments Problems of a European Free-Trade Area," *Economic Journal*, Vol.67, (Sep.), pp.379-396.
- Minikin, R. (1993), *The ERM Explained*, Kogan Page.
- Mundell, R.A. (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas," *American Economic Review*, Vol.51, No.4, (Sep.), pp.657-665. Reprinted in *International Economics*, Macmillan, 1968, chap.12 (渡辺太郎・箱木真澄・井川一宏訳『新版国際経済学』ダイヤモンド社, 2000年, 第12章)。
- (1995), "Prospects for the International Monetary System and its Institution," in H.Genberg (ed.), *The International Monetary System: Its Institutions and its Future*, Springer-Verlag, pp.21-46.
- Mundell, R.A. and A.K. Swoboda (eds.) (1969), *Monetary Problems of the International Economy*, The University of Chicago Press.
- Oates, W.E. (1977), "Fiscal Federalism in Theory and Practice: Applications to the European Community," in European Commission (1977), chap.10, pp.279-318.
- Padoa-Schioppa, T. (1988), "The European Monetary System: A Long-term View," in Giavazzi et al. (eds.) (1988), chap.12, pp.369-384.
- Pauly, L.W. (1991-92), "The Politics of European Monetary Union: National Strategies, International Implications," *International Journal*, Vol.47, (Winter), pp.93-111.
- Pisani-Ferry, J., A.Italianer and R.Lescure (1993), "Stabilization Properties of Budgetary Systems: A Simulation Analysis," *European Economy*, Reports and Studies, No.5, 1993, pp.511-538.
- Portes, R. and H.Rey (1998), "The Emergence of the Euro as an International Currency," *Economic Policy*, Vol.26, (April), pp.307-343.
- Prati, A. and G.J. Schinasi (1997), "EMU and International Capital Markets: Structural Implications and Risks," in Masson et al. (eds.) (1997), chap.11, pp.263-319.
- Rieke, W. (1990), "Alternative Views on the EMS in the 1990s," in De Grauwe and Papademos (eds.) (1990), chap.2, pp.29-39.
- Robson, P. (1998), *The Economics of International Integration*, 4th ed., Routledge.
- Role, E. et al. (1993), *Independent and Accountable: A New Mandate for the Bank of England*, The Centre for Economic Policy Research.
- Russo, M. and G.Tullio (1988), "Monetary Policy Coordination with the European Monetary System: Is There a Rule?" in Giavazzi et al. (eds.) (1988), chap.11, pp.292-356.
- Sala-i-Martin, X. and J.Sachs (1992), "Fiscal Federalism and Optimum

- Currency Areas: Evidence for Europe from the United States," in Canzoneri et al. (eds.) (1992), chap.7, pp.195-219.
- Sandholtz, W. (1993), "Choosing Union: Monetary Politics and Maastricht," *International Organization*, Vol.47, No.1, (Winter), pp.1-39.
- Scitovsky, T. (1957), "The Theory of the Balance of Payments and the Problem of a Common European Currency," *Kyklos*, Vol.10, No.1, pp.18-44. Reprinted in *Economic Theory and Western European Integration*, George Allen and Unwin, 1958, Part II (中島正信訳『経済理論と西欧経済統合』ダイヤモンド社, 1961年, 第II部).
- Sohmen, E. (1971), "Currency Areas and Monetary Systems," in J.H.Bhagwati, R.W.Jones, R.A.Mundell and J.Vanek (eds.), *Trade, Balance of Payments and Growth: Papers in International Economics in Honor of Charles P. Kindleberger*, North-Holland, chap.8, pp.392-400.
- Spaventa, L. (1990), "Political Economy of European Monetary Integration," *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, No.172, 1990, pp.3-20.
- Svensson, L.E.O. (1994), "Fixed Exchange Rates as a Means to Price Stability: What Have We Learned?," CEPR Discussion Paper, No.872, Centre for Economic Policy Research.
- Swoboda, A.K. (1968), *The Euro-Dollar Market: An Interpretation*, Essays in International Finance, Vol.64, International Finance Section, Princeton University.
- (1969), "Vehicle Currencies and the Foreign Exchange Market: The Case of the Dollar," in R.Z.Aliber (ed.), *The International Market for Foreign Exchange*, Frederick A. Praeger, chap.4, pp.30-40.
- Tavlas, G.S. (1991), *On the International Use of Currencies: The Case of the Deutsche Mark*, Essays in International Finance, No.181, International Finance Section, Princeton University.
- (1993), "The 'New' Theory of Optimum Currency Areas," *World Economy*, Vol.16, No.6, (Nov.), pp.663-685.
- (1994), "The Theory of Monetary Integration." *Open Economies Review*, Vol.5, No.2, (March), pp.211-230.
- (1997), "The International Use of the US Dollar: An Optimum Currency Area Perspective," *World Economy*, Vol.20, No.6, (Sep.), pp.709-747.
- Tavlas, G.S. and Y.Ozeki (1992), *Internationalization of Currencies: An Appraisal of the Japanese Yen*, IMF Occasional Paper, No.90, International Monetary Fund.
- Thygesen, N. (1984), "Exchange-Rate Policies and Monetary Targets in the EMS Countries," in R.S.Masera and R.Triffin (eds.), *Europe's Money—Problems of European Monetary Co-ordination and Integration*, Clarendon Press, chap.7, pp.262-286.
- (1992), "European Central Bank," in P.Newman et al. (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Vol.1, Macmillan, pp.787-791.
- Thygesen, N. et al. (1995), *International Currency Competition and the Future Role of the Single European Currency, Final Report of the Working Group: "European Monetary Union—International Monetary System"*, Kluwer Law International.
- Torres F. and F.Giavazzi (eds.) (1993), *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, Cambridge University Press.

- Tower, E. and T.D.Willett (1976), *The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange-Rate Flexibility*, Special Papers in International Economics, No.11, International Finance Section, Princeton University.
- Tsoukalis, L. (1997), *The New European Economy Revisited*, 3rd ed., Oxford University Press.
- Ungerer, H. (1997), *A Concise History of European Monetary Integration: From EPU to EMU*, Quorum Books.
- Ungerer, H., O.Evans, T.Mayer and P.Young (1986), *The European Monetary System: Recent Developments*, Occasional Paper, No.48, International Monetary Fund.
- Ungerer, H., O.Evans and P.Nyberg (1983), *The European Monetary System: The Experience, 1979-82*, Occasional Paper, No.19, International Monetary Fund.
- Ungerer, H., J.J.Hauvonen, A.Lopez-Claros and T.Mayer (1990), *The European Monetary System: Developments and Perspectives*, Occasional Paper, No.73, International Monetary Fund.
- van Rompuy, P., F.Abraham and D.Heremans (1991), "Economic Federalism and the EMU," *European Economy*, Special Edition, No.1, The Economics of EMU, chap. 6, pp.109-135.
- von Hagen, J. (1991), "A Note on the Empirical Effectiveness of Fiscal Restraints," *Journal of Public Economics*, Vol.44, No.2, (March), pp.199-210.
- (1992), "Fiscal Arrangements in a Monetary Union: Evidence from the US," in D.E.Fair and C.de Boissieu (eds.), *Fiscal Policy, Taxation and the Financial System in an Increasingly Integrated Europe*, Kluwer Academic Publishers, chap.19, pp.337-359.
- (1993), "Monetary Union and Fiscal Union: A Perspective from Fiscal Federalism," in Masson and Taylor (eds.), (1993), chap. 10, pp.264-296.
- von Hagen, J. and B.Eichengreen (1996), "Federalism, Fiscal Restraints, and European Monetary Union," *American Economic Review*, Vol.86, No.2, (May), pp.134-138.
- Webb, M.C. (1991), "International Economic Structures, Government Interests, and International Coordination of Macroeconomic Adjustment Policies," *International Organization*, Vol.45, No.3, (Summer), pp.309-342.
- Weber, A.A. (1991a), "Reputation and Credibility in the European Monetary System," *Economic Policy*, Vol.12, (April), pp.58-102.
- (1991b), "EMU and Asymmetries and Adjustment Problems in the EMS—Some Empirical Evidence," *European Economy*, Special Edition, No.1, The Economics of EMU, chap.9 pp.187-207.
- Werner Committee (1970), *Report to the Council and the Commission on the Realisation by Stages of Economic and Monetary Union in the Community (Werner Report)*, Supplement to Bulletin of the European Communities, 11.
- Willett, T.D. and E.Tower (1970), "The Concept of Optimum Currency Areas and the Choice between Fixed and Flexible Exchange Rates," in G.N.Halm (ed.), *Approaches to Greater Flexibility of Exchange Rates*, Princeton University Press, pp.407-415.
- Winkler, B. (1996) "Towards a Strategic View on EMU: A Critical Survey," *Journal of Public Policy*, Vol.16, Part 1, (Jan.-Apr.), pp.1-28.

- Woolley, J.T. (1992), "Policy Credibility and European Monetary Integration," in A.M. Sbragia (ed.), *Euro-Politics: Institutions and Policymaking in the "New" European Community*, Brookings Institution, chap.5, pp.157-190.
- (1994), "Linking Political and Monetary Union: The Maastricht Agenda and German Domestic Politics," in Eichengreen and Frieden (eds.) (1994), chap.4, pp.67-86.
- Wyplosz, C. (1991), "Monetary Union and Fiscal Policy Discipline," *European Economy*, Special Edition, No.1, The Economics of EMU, chap.8, pp.165-184.