

# 超国家的中央銀行による危機対策と OCA 理論の不完全性

——歴史的観点からの考察——

中 尾 将 人

1. はじめに
2. 最適通貨圏理論の概要とユーロ圏の評価
3. 欧州中央銀行による金融政策
4. 欧州中央銀行による金融不安定性対策と最適通貨圏理論の再構築の可能性
5. おわりに

## 1. はじめに

2007年以降の世界金融危機やギリシャ危機に端を発するユーロ危機によって、ユーロ圏の経済は長期にわたり低迷している。特に、2009年末以降のギリシャ危機のピーク時には、ユーロ圏の崩壊論や南欧のユーロ圏脱退といった予測もされた。危機に瀕したギリシャやアイルランド、ポルトガル、イタリア、スペインといった国々だけでなく、他のユーロ圏の国々もその影響を大きく受けた。これらの危機に対して、ユーロ圏は様々な対策をとってきた。

こうした危機に対するユーロ圏の様々な対策のなかで、本稿において注目する対策が ECB (European Central Bank: 欧州中央銀行) による危機対応政策である。2011年12月と2012年2月の LTRO (Long Term Refinancing Operations: 長期リファイナンスオペ) の拡大や2012年9月の OMT (Outright Monetary Transaction: 新国債買い切りプログラム) の発表により、ユーロ危機は収束の方向へ向かった。

危機を乗り越える中心的な役割を果たした ECB は他の中央銀行とは異なる性質をもつ。それは「超国家的中央銀行」としての性質である。ECB はユーロ圏各国の中央銀行とともにユーロシステムを構成している。ユーロシステムにおいて ECB と各国中央銀行との間に主従関係はなく、機能も分権的ではある。しかしながら、ECB はユーロ圏を代表する中央銀行であり、欧州議会や欧州委員会と同様の超国家的な機関である。

この「超国家的中央銀行」についての言及は Keynes (1930) に遡る。Keynes (1930) は金本位制維持のための金の価値の超国家的管理制度に関して、「理想的な制度は、疑いもなく、一つの超国家的銀行を設立することであり、そして世界の各中央銀行が、これに対して、その加盟銀行の

中央銀行に対する関係とほとんど同じ関係に立つことであろう<sup>1)</sup>と述べており、「超国家的銀行」に関する特徴を考察している。この「超国家的銀行」こそ、現在の「超国家的中央銀行」としてのECBに相当する。Keynesの時代は金本位制の時代であるため、現在の経済環境にはそぐわない指摘も一部存在するが、そうした指摘を除いたとしてもなお、ユーロ危機に対処するECBの金融政策への重要なインプリケーションが存在する。それは、Keynes(1930)が挙げる12点の超国家的銀行の特徴のうちの以下の3点である。

「(九) 超国家的銀行はまた、それ自身の発意による長期証券あるいは短期証券の売買によって、公開市場操作を行う自由裁量の権限を与えられるべきであって、この証券売買については、売却の場合には必ずしもそうでなくてもよいが、買入れの場合には、問題の証券が満期に支払われることになっているその国民的貨幣の発行者である加盟中央銀行の、同意をえて行うことにする。しかしながら、SBM<sup>2)</sup>表示の国際的公債の発行を妨げるものは何もないであろうし、またそれは、時がたつにつれて次第に通例となっていく傾向があるかもしれない。その場合には、超国家的銀行は、全面的にそれ自身の裁量にしたがって、自由に売買できることになる。」

「(十一) 銀行の組織は、細目にわたる事柄であり、ここではそれに立ち入る必要はない。しかし、恐らくその運営は独立的なものであって、その日々の運営には、加盟(中央)銀行の代表者からなる管理委員会の最終的な支配にしたがうことを前提としてではあるが、高度の権威と裁量の自由とが与えられるべきである。」

「(十二) (中略) 主要な国際的貿易品に基づく計表標準で測った金(あるいはSBM)の価値の安定を、できるかぎり維持することは、超国家的銀行の管理の第一の任務となるであろう。第二の任務は、国際的性格をもつ一般的利潤インフレーション、および利潤デフレーションを、できるだけ回避することであるべきである。これらの目的を達するための銀行の方法は、一部はその銀行利率、その割引枠割当額、およびその公開市場政策によることになるが、しかし大部分は、その加盟(中央)銀行との間および加盟銀行相互の間で行われるような、協議と共同行動とによるものであり、そして各(中央)銀行は、超国家的銀行の委員会の月例の会議において、各行自身の信用政策を論議し、できうるかぎりこの協定された線にそって行動するように、期待されることになる。」<sup>3)</sup>

ECBは(十二)で指摘されるように、SBMの価値、つまりユーロの価値の安定を維持し、過度

1) Keynes(1930) p. 358 (邦訳書419ページ)。

2) (筆者注) SBMとは超国家的銀行紙幣(Supernational Bank Money)を指す。

3) Keynes(1930) pp. 360-361 (邦訳書421-422ページ)。

なインフレとデフレを避けるために、あらゆる手段を用いる必要がある。そしてそのためには、(九)で指摘されるように、ユーロ建ての国債を自由に買入れ、そして売却できることが必要である。これは、OMTや、量的緩和にもかかわる示唆である。そして、ユーロ圏を支えるために、各国の思惑に左右されることなく、(十一)のように裁量の自由が与えられるべきである。このように、Keynesの時代から超国家的中央銀行に関する考察が存在し、そしてそれはユーロ危機に対処するECBに通じるものがあった。しかし、この超国家的中央銀行に関する示唆は現在のユーロ圏の考察においてあまり活かされていない。

それは、OCA (Optimum Currency Area: 最適通貨圏) 理論を用いたユーロ圏考察において顕著である。OCA理論が1960年代に考察され始めて以降、OCAとなるための条件がいくつも示された。そして、危機下にあるユーロ圏を評価する指針として、OCA理論が度々使われている。しかし、多数あるOCA条件の中には、ECBの危機対応政策のような「超国家的中央銀行による金融政策」に関する条件は存在していない。一方で、危機に関してECBの金融政策は大きな効果を発揮している。なぜ既存のOCA理論ではECBのような超国家的中央銀行による金融政策に関する考察が欠如しているのか。その背景には、(1)OCA理論の前提と現実との差異、(2)LLR (Lender of Last Resort: 最後の貸し手) 機能に関する考察の欠如、(3)ECBの金融安定性に対する消極的姿勢、の3点による相互的な関係性が存在している。

既存のOCA理論は通貨統合の際のコストベネフィットに関する考察であり、そしてショックによる域内格差をどのように調整、縮小するかを考察するものである。しかし、ユーロ危機によって拡大したユーロ圏各国間の長期利子率格差を縮小させたECBのような超国家的中央銀行による危機対応的金融政策の働きについては考察されていない。

このような背景のもと、本稿はユーロ危機中のECBの危機対策に注目し、OCA理論では考慮されていない超国家的中央銀行の役割とその重要性について歴史的・制度的観点から考察することで、OCA理論の再構築の必要性を提起する。2章では、既存のOCA理論の概要について触れ、そしてOCA理論によるユーロ圏の評価の現状について述べる。3章では、ECBの金融政策を取り扱う。ECBが行った危機対策の重要性と意義について述べ、さらに、なぜOCA理論では超国家的中央銀行による危機対応的金融政策が考察されていないのかということについて、その歴史的、理論的背景から考察する。4章では、ECBによる危機対策の結果から、超国家的中央銀行による金融政策とOCA理論の再構築の必要性を述べる。

## 2. 最適通貨圏理論の概要とユーロ圏の評価

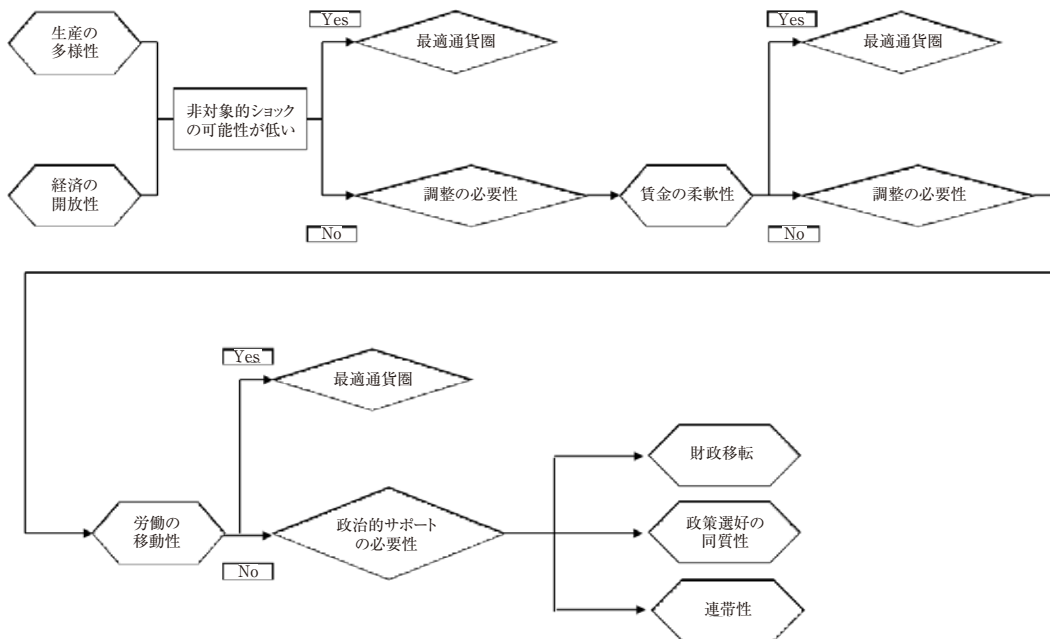
OCA理論とは、通貨統合によって発生するコストとベネフィットとを比較し、統合通貨圏が最適な規模であるかを考察する理論である。通貨にも「規模の経済」が作用し、通貨圏の規模が大

きいほど両替費用の節約、価格の透明性、統一市場の経済的ベネフィットは大きくなる。しかし、規模が大きくなると、構造的不均衡や不均衡調整コストも拡大する。したがって、最適の規模が通貨にも存在すると考えるのである。OCA 理論は Mundell, McKinnon, Kenen らによる1960年代の考察が基礎となっている。しかし、この段階から種々の OCA となるための条件が並列しており、以降も多くの経済学者によって様々な OCA 条件が考案された。そのため、OCA 理論全体をどのように捉えるかが1つの重要な課題である。この点については, Baldwin and Wyplosz (2012), De Grauwe (2014), Dellas and Harris (2009), Mongelli (2002) が既存の OCA 条件を整理しており、これらの見解が現段階での到達点であろう。本稿では主に Baldwin and Wyplosz (2012) による図1のフローチャート形成による整理をベースとして議論を進める。

図1によって示された条件は大きく3つの段階に分けて考えることができる。第1段階は通貨統合を行う前に満たすことが望ましい条件であり、条件を満たすことで非対称的ショックの発生を抑えることができる条件である。「生産の多様性」と「経済の開放性」がその条件に該当する。

「生産の多様性」条件は Kenen (1969) が示した条件である。多様な生産物をもつ国は国内の個々の生産物にショックが発生したとしても、国内産業全体への影響は少なくなる。それによりショックに対する名目為替レート調整の必要性は低くなる。そのため、通貨統合によるコストが小さくなる。

図1 OCA 条件のフローチャート



出所) Baldwin and Wyplosz (2012).

「経済の開放性」条件は McKinnon (1963) が示した。経済の開放度は、貿易統合の度合い、生産と消費における非貿易財と非貿易サービスに対する貿易財の割合、輸入の限界性向、国際的な資本の移動性、といった観点から測られる。開放度の高い経済は国内のコストが輸入価格の影響を強く受けるため、国際的な価格変化によって国内価格に影響が出やすい。また、為替レート変動にも影響を受けやすくなっている。そのため、通貨切り下げによる名目為替レート調整手段は、国内価格の混乱を招くためあまり有用ではない。こうした点から開放度の高い経済が通貨統合を行う際のコストは小さくなる。

第2段階は、1段階目の条件を満たしていないことによって非対称的ショックが発生したとしても、非対称的ショックを調整することで通貨圏を維持することが可能となるような条件である。「賃金の伸縮性」と「労働の移動性」が該当する。

「賃金の伸縮性」条件は Mongelli (2002) によれば、Friedman (1953) に由来する。次のような非対称的ショックの発生例を考える。A国製品からB国製品へと需要がシフトした場合、A国では生産量の減少と失業の増加が発生し、一方のB国では好景気とともにインフレ圧力が高まる。このときA国とB国が通貨統合を行っている場合、為替レートによる調整は不可能である。しかし、これらの国で賃金が伸縮的である場合、A国の賃金が低下し、B国の賃金が上昇することで、A国では製品の生産価格の低下によって競争力が高まり、生産量が増加する一方で、B国では競争力が低下し、加熱した景気は抑制される。

「労働の移動性」条件は Mundell (1961) が提示した。上述の「賃金の伸縮性」の場合と同様にA国とB国との間で非対称的ショックが発生した場合、労働の移動性が高ければ、つまりA国からB国へと労働者が移動することで、ショックを調整することが可能である。A国では失業問題が解決し、B国では労働者の増加によって賃金の上昇圧力が軽減され、インフレ圧力も弱まることになる。

第3段階は、非対称的ショックが発生しても上述のような非対称的ショックを調整する手段を保有していない状態で通貨圏を維持するために、政治的なサポートによって補うために必要とされる条件である。「政策選好の同質性」、「連帯性」、「財政移転」が該当する。

「政策選好の同質性」条件は Tower and Willett (1976) が述べている。彼らは、成長やインフレ、失業に対する選好、および目標間のトレードオフにおける政策立案者による重要な能力において、ある程度の融和性が必要となると指摘している。

「連帯性」条件は、Baldwin and Wyplosz (2012) によれば、単一の金融政策によって生じる各国の金利の相反が生じる際に、通貨圏を形成する国々が共通の運命の名において通貨統合のコストを受け入れる必要がある、ということを示す。運命共同体として通貨同盟は結成されなければならない。ナショナリズムは非対称的ショックを生み出す要因になってしまうのである。

「財政移転」条件は Kenen (1969) が述べている。これは非対称的ショックにより負のショック

を受けた国に対して資金を再分配することでショック調整を行うことができるという考えである。ただし、財政移転の問題点は、モラルハザードの問題を引き起こす可能性があるということである。移転によって低成長地域に対する調整圧力が弱まり、移転が恒久的になる。こうした点から、財政統合には高度な政治統合とリスク共有に対する意欲が必要となる。そのため、「政策選好の同質性」や「連帯性」は財政移転システムを確立するのに必要な条件となる。

このように、1960年代以降 OCA 理論に関して多くの考察が進められてきた。この OCA 理論の進展はユーロの導入に向けた進展とともにあった。しかしながら、1999年に創設されたユーロ圏は OCA だったのだろうか。ユーロ危機においてその疑念が強まり、OCA 理論を用いてユーロ圏を再評価する流れが強まった。Baldwin and Wyplosz (2012) による評価は、ユーロ圏は「経済の開放度」と「生産の多様性」に関しては OCA 条件を満たしているが、「政策選好の同質性」に関しては部分的に満たしているに留まり、一方で「労働の移動性」と「財政移転」に関しては、条件を満たしておらず、「連帯性」に関しては、あまり基準を満たしてはいないが、悪い状態でもないといった曖昧な状態である、といったものである。これらの評価を基に、ユーロ圏が厳密には OCA ではないという結論に至っている。そして、ユーロ圏で労働市場と財政移転について再考えられない限りコストが発生し続けると指摘する。このような指摘は既存の OCA 理論を用いてユーロ圏を評価する論文において多く見られ、広く一般的な考えである。Krugman (2012) はユーロ圏における労働の移動性は制限され、財政統合はなされていないことから、アメリカよりも最適通貨圏の条件を満たしていないにもかかわらず、ヨーロッパの指導者達の心が単一通貨に向き続けていたことを指摘している。

しかし、労働市場や財政移転に関してはユーロ創設前から考察されてきたが、それらを即座に達成することは困難である。労働市場に関しては制度面での違いが未だに存在し、労働移動においても言語や文化といった障壁が存在している。財政移転に関しても、本格的な財政移転を実現する財政同盟は各国の財政主権の喪失に関わるため、実現には長期の議論が必要となる。

しかしながらこのような評価がなされる一方で、OCA ではないためにユーロ圏が崩壊するという事態は今のところ窺えない。では、現在のユーロ圏を支えているものは何か。その疑問を解決するために、既存の OCA 理論では超国家的中央銀行による金融政策が考察されていないということに注目する。既存の OCA 理論はコストとベネフィットを比較することでユーロ圏創設を考察していた。しかしながら、基本的に通貨圏の拡大に関しての考察であり、通貨圏の解体を中心とした考察ではない。そのため、通貨圏の解体のコストは考察されていないのである。通貨圏の解体のコストとは、通貨統合によるベネフィットとは逆方向に働くもの、つまり、両替費用の発生や、価格の透明性の低下といったものもあるが、とりわけ大きなコストは政治的、経済的混乱である。2016年6月23日に行われたイギリスの EU 離脱の是非に関する国民投票の結果、イギリスは EU を離脱することを決定したが、その影響はヨーロッパだけでなく、世界中に広がった。ユーロは

世界で2番目に流通量が多い通貨であり、その解体はイギリスのEU離脱の比ではないことが予測される。そのため、実際にユーロ圏が創設され、広く流通してしまった後では、「通貨同盟を行うためのコストベネフィットの考察」だけでは不十分であり、「通貨同盟解体のコストベネフィットの考察」もしくは「通貨同盟の維持に関する考察」がなされなければならない。Eichengreen (2014) も「OCA理論は、Mundell やその後の追随者である、McKinnon や Kenen によってもたらされて進められたように、重要な視点を含んでおり、50年間影響力を維持してきた。少なくとも21世紀の変わり目で欧州の状況に適用されているが、OCA理論は不完全であり、そして重要な点で誤解している（引用者訳）」<sup>4)</sup>と指摘している。そして、この「重要な点」とは銀行政策と共通の中央銀行によるLLRとしての行動に関する観点であると述べている。銀行政策については、危機以降、ユーロ圏で銀行同盟が構築された。銀行同盟は非常に重要なものであるが、今時の危機への対策というよりも今後の危機対策としての意味合いが強い。そのため本稿では主に、ユーロ危機に対して効果を発揮した中央銀行によるLLR機能に注目する。

### 3. 欧州中央銀行による金融政策

#### 3.1 世界金融危機以降における欧州中央銀行による危機対策

ECBの金融政策の主要な目的は、「物価の安定」と定められている（EU機能条約第105条1項）。また、物価の安定を損なわない限りで「EUの全般的な経済政策を支援する」（EU機能条約第127条1項）ことが可能である。ここでの物価安定とは、「HICP（Harmonised Index of Consumer Prices: 総合消費者物価指数）の上昇率は2%未満だが、2%近傍」であることと2003年に定義されている<sup>5)</sup>。ECBが物価安定を主要な目的としている理由は、「金融政策は物価安定を追求することによってのみ、長期的な経済成長にプラスの効果をもたらすことが可能である」<sup>6)</sup>と考えられている。これは、マネーサプライの変化は長期的には経済変数の名目値に影響を与えるだけであり、実質値には影響を与えないという新古典派の考えに起因している。

OCA理論におけるコストとして考えられた「単一金融政策によって各地域に最適な金融政策を行えない」というコストは2007年頃までは大きく表面化することはなかった。そのためECBによる金融政策は十分に機能していたように見えた。しかしながら、この間にバブルが進行していた。2000年代前半におけるECBの政策金利は2%であったが、この金利は不況であったドイツには高すぎ、一方で好況であったスペインやアイルランドには低すぎた。その結果、ドイツはさらなる

---

4) Eichengreen (2014) p. 3.

5) 1998年の時点では「年間のHICPの上昇率が2%未満」であることとECBの政策委員会によって定義されていた。

6) European Central Bank (2001) p. 41（邦訳書49ページ）。

不況に陥り、スペインやアイルランドはバブルを引き起こすことになった。EUの金融市場統合に見合った監督制度や規制が十分に整備されていなかったことが、バブル発生の原因にもなった。

EUの単一市場統合の一環として域内の資本移動が自由化され、さらに、ユーロが創設されたことで金融市場統合が進展した。金融市場統合が成された通貨同盟に関して、Ingram (1973) は、「資本市場における債券発行によって可能となる公的支出は、単に消費水準を維持するだけではなく、地域や国の生産能力を増加させるような投資を賄うために使われるはずである (引用者訳)<sup>7)</sup>」と述べている。生産能力の上昇は輸出の増加または輸入の減少を引き起こし、経常収支の改善に繋がる。この場合、対外債務の増加は債務返済の問題を引き起こすことはない。長期間の純借入国となったとしても、GDP成長率が高まることにより、GDPに対する債務割合が低下するためである。このように、ユーロ創設前は通貨統合による高いベネフィットが仮定されていた。しかし、危機発生前、スペインとアイルランドは経常収支赤字であった一方で、ドイツは大幅な経常収支黒字となっており、いわゆるリージョナルインバランスが拡大していた<sup>8)</sup>。この間、スペインやアイルランドの生産性は改善されておらず、結果として経常収支黒字国からの資本流入に依存する経済となった。経常収支黒字国から流入した資本は不動産市場へと向かった。スペインやアイルランドの名目長期金利は、ユーロ加盟によって低下しており、これに伴い、住宅ローン等の金利も下がり、企業の資金借入れコストも低下した。加熱した不動産ブームはサブプライム危機を契機に崩壊することとなった。バブル崩壊後、ユーロ圏の経済状況は悪化し、銀行危機や債務危機へと繋がった。

Minsky (1982) は、1960年代のアメリカの楽観的な期待が投資活動を活発化させたことに対して、「Euphoria (多幸症的状态)」と呼んでいるが、まさしくユーロ圏の投資ブームの状況も Euphoria であったと言える。Euphoria は金融不安定性を高めることになる。その要因として Minsky は3点挙げている。1点目は、投資ブームによる既存資本資産価値の急速な上昇である。2点目は、Euphoria 以前ではコストが高いとされた負債でも、積極的に発行しようとする意欲が増大することである。3点目は、以前には収益性が低いと見なされていた資産でも、資金の出し手によって受容されるようになるということである。

金融不安定性が高まり、そして世界金融危機を通じてバブルが崩壊したことで、ユーロ圏の経済状況は悪化した。この金融危機に対して、ECBは政策金利の引き下げ等のいわゆる伝統的金融政策を行ったが、それだけでは金融危機を抑えることができなかった。そのため新たな危機対策として、銀行への資金供給のための方策を打ち出した。

ECBは2009年7月に600億ユーロのCBPP (Covered Bond Purchase Programme: カバード・ボン

---

7) Ingram (1973) p. 17.

8) リージョナルインバランスに関する考察は中尾 (2015) を参照されたい。



ド購入プログラム）や、3000億ユーロの ECPP（Enhanced Credit Purchase Programme: 信用買い強化プログラム）によって銀行への供給を拡大した。ECPPは、（1）リファイナンスオペにおける変動金利入札手続きから固定金利割当て入札手続きへの切り替え、（2）リファイナンスオペのための適格担保資産リストの拡大、（3）最大6か月の満期での金融機関に対する追加的な長期リファイナンスオペの創設、（4）FRB（Federal Reserve Bank: 連邦準備銀行）によって与えられたスワップ枠を通じた外国通貨の流動性供給、といった内容である。

ユーロ圏はECBによる金融政策や各国毎の財政支出による銀行救済や不況対策を行うことによって世界金融危機を乗り切ろうとしていたが、その間にギリシャの債務問題が表面化し、そしてユーロ危機へと繋がることでユーロ圏はさらに混迷を極めた。ECBは危機対策として2010年5月からSMP（Securities Market Program: 証券市場政策）を通じて国債を購入することになったが、効果は一時的なものに留まり、危機国の債券のリスクプレミアムを下げることはできなかった。この理由の1つとして、2012年3月のギリシャの事実上のデフォルト時にECBの優先弁済権が認められたことが挙げられる<sup>9)</sup>。優先弁済権の保有によって、国債発行国が資金返済に行き詰まった場合に、ECBが優先的に返済されることになる。その結果、市場側は民間投資家の保有する国債の利払いや償還が行われないのではないかと不安になり、債務危機下にある国の国債を買わなくなってしまった。こうした消極的な姿勢が危機の収束に時間をかける結果となっていた。

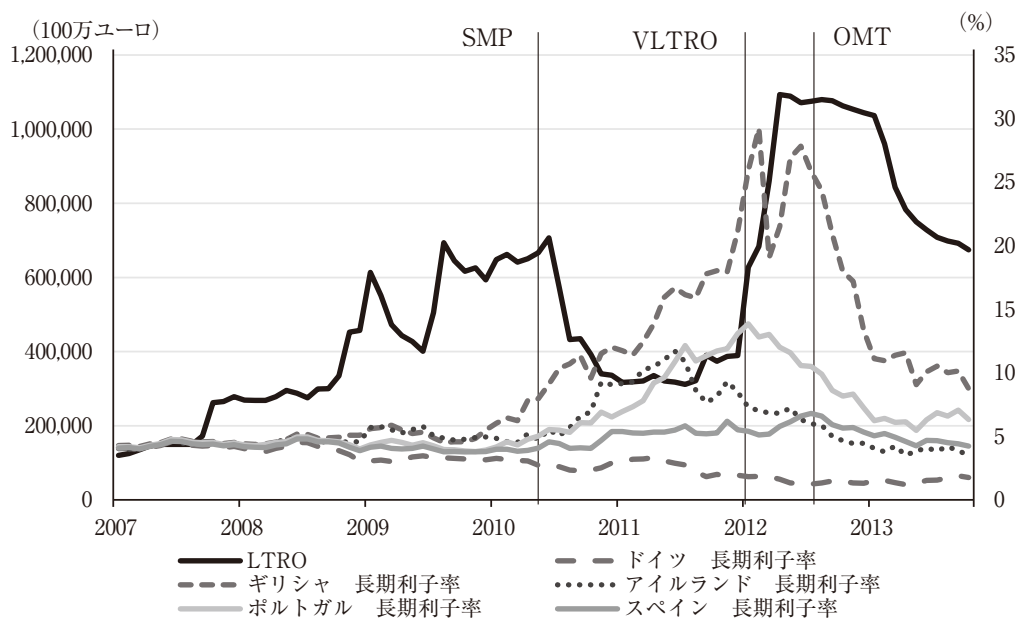
こうしたなか、ECBのDraghi 総裁は2011年秋に就任してからすぐに、銀行システムを救済するためにVLTRO<sup>10)</sup>によって大規模な資本注入を行った。それまでのECBによる流動性供給は、MRO（Main Refinancing Operation: 主要リファイナンスオペ）が1週間、補助的なLTROは3か月の満期期間であった。しかしリーマン・ショック以降、MROからLTROへと比重を移し、さらにLTROの満期期間を1年に伸ばし、2011年12月21日には3年へと大幅に拡大した。このときの供給額は523行を対象に4892億ユーロであり、2012年2月29日には800行に対して5295億ユーロを供給した。図2はLTROとユーロ圏各国の長期利子率推移を示す。LTROが急激に高まった2011年末から2012年3月にかけてのVLTROによって、アイルランドやポルトガルの長期利子率は低下した。しかし一方で、ギリシャやスペインの長期利子率に関しては一時的な低下に留まっていた。

そこで、もう1つ危機に対して効果を発揮した金融政策が、ECBが2012年9月6日に発表したOMTである。OMTの狙いとは、政府債務危機にあるような国の大きく上昇した国債金利を、ECBがその国の国債を買うことで引き下げることである。OMTは未だ実施されていないが、短期の国債を無制限に購入できる制度を整えたことで、国債購入に対するECBの姿勢を示した。こ

9) Gros, Alcidi, and Giovanni (2012) p. 9.

10) Draghi 総裁就任以前のLTROとは大きく性質が異なるため、本稿では区別するためにVLTROとしている。

図2 ユーロ危機収束までの LTRO とユーロ圏各国の長期利率推移



出所) ECB Statistical Data Warehouse.

これはユーロ危機に対する ECB の姿勢の明確化にも繋がっている。De Grauwe (2014) は「OMT はユーロ圏に存在してシステムを不安定化させている実存の懸念を取り除いた。ECB の決定前では、投資家はユーロ圏が崩壊するかもしれないと懸念していた。ECB によってとられた新たな態度はユーロ圏を崩壊させていた実存する懸念を縮小した (引用者訳)」<sup>11)</sup> と、OMT を LLR 機能として評価している。実際に図 2 で示されるように、2012 年 9 月以降、この明確化によってギリシャとスペインの長期利率の低下が継続し、ドイツとのスプレッドは急速に縮小した。Falagiarda and Reitz (2015) は、SMP や LTRO、OMT といった非標準的な金融政策の効果について検証しており、特に OMT のアナウンスメント効果が効果的であったことを実証している。

### 3.2 欧州中央銀行の金融政策と最適通貨圏理論

これまで ECB の金融政策が危機に対して効果的に働き、地域間の長期利率格差を縮小させたことを説明してきた。ECB の新たな金融政策が成功したことは、どのような意義があるのか。2 章で説明したように、OCA 理論によってユーロ圏の統合通貨圏としての正当性が評価されてきた。しかし、そこには ECB の金融政策が含まれていなかった。なぜ ECB による金融政策が OCA 理

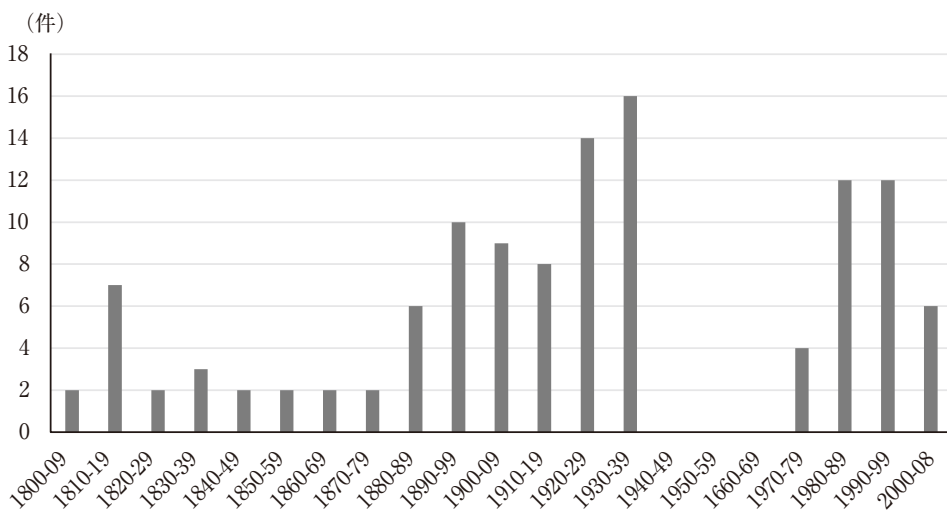
11) De Grauwe (2014) p. 121. (邦訳書は原著第 8 版の邦訳であるが、引用箇所は第 10 版で追記されている箇所である。)

論に含まれていなかったのか。本節ではその背景に、(1) OCA 理論の前提と現実との差異、(2) LLR 機能に関する考察の欠如、(3) ECB の金融安定性に対する消極的姿勢、の3点による相互的な関係性が存在することを示す。

OCA 理論は通貨統合によるコストとベネフィットを比較することで最適な通貨圏を考察する理論であったが、コストの最も代表的なものが各国の金融政策の放棄であり、そしてそれによる各国の状況に適した金融政策が不可能になるというものであった。つまり、ECB のような超国家的中央銀行による非対称的ショック対策の不可能性が前提にある。しかし、世界金融危機やユーロ危機はOCA理論が想定していた実物的な需要の非対称的ショックではなく、想定外の金融危機による金利の非対称的ショックであった。本来、通貨統合によって1つの通貨圏となれば、1つの金融政策によって1つの金利が決定され、そしてそれは全地域に当てはまる。実際にユーロ圏でも世界金融危機前までは1つの通貨圏とみなされ、各国の長期金利は約4%で収斂していた。OCA理論において通貨統合の実行は、2章で説明したようなOCA条件を満たすことで非対称的ショックを防止もしくは対処可能な状態で行われると想定されている。そのため、実際のユーロ圏のようなOCA条件の部分的満足で行われた通貨統合は想定されておらず、また、ユーロ危機で生じた長期金利格差のような非対称性が存在するなかでの通貨同盟の維持も想定されていない。

世界金融危機やユーロ危機のような金融危機の想定が欠如していた理由は、OCA理論の形成過程の経済状況が背景にある。1960年代から1970年代においては銀行危機への関心が薄かった。図3は高所得国グループのなかで銀行危機が発生した国の数を年代別に示したものである。1940年代から60年代までは高所得国では銀行危機が発生しておらず、1970年代も1920年代から30年代の

図3 高所得国グループにおける銀行危機発生国件数



出所) Reinhart and Rogoff (2009) より筆者作成。

銀行危機発生と比較すると少数であった。その結果、高所得国の金融危機が他国に波及して大きな金融危機になるということは過去のことであると認識されていた。2章でも述べたように、Eichengreen (2014) も OCA 理論は銀行政策と LLR 機能の観点が欠けていて不完全であると指摘している。銀行政策に関しては、「20世紀半ばの銀行システムはまだ厳格に銀行業務を規制し制限していたので、OCA 理論とそれに関連して発展した文献は非対称的ショックの伝播体としての銀行についてまたは通貨同盟に付随する銀行同盟の必要性について何も述べていなかった (引用者訳)」<sup>12)</sup> と指摘している。また、「深刻なソブリン危機と1930年代のような銀行危機が遠い記憶であったため、通貨同盟の中央銀行は最後の貸し手として行動する必要性についてもしくは個々の加盟国の債権と金融市場を補強する必要性について何も述べていなかった (引用者訳)」<sup>13)</sup> として、LLR 機能に関する考察が不十分であったとしている。

金融危機の想定に欠如は危機対策に関する考察も不十分にさせた。Minsky (1986) は当時の経済理論について、「1950年代および1960年代——金融危機を未経験の年代でもある——の経済理論は限定されたものであって、主流エコノミストの考え方のなかには金融不安定性が進展する可能性、そしてそれによる連銀が最後の貸し手として機能することの必要性は入ってこなかった。その結果、1960年代後期および1970年代初期の標準的経済理論は、連銀や財政当局に対して、厳しい危機の深化を阻止するために、いついかにして最後の貸し手の機能を実行に移すべきか、さらに、その介入に伴うインフレ的副作用をいかにして最小にするか、といった諸点に関するガイドラインを提示することはなかった」<sup>14)</sup> と述べている。ユーロ圏においても1960年代のアメリカと同様に銀行危機対策としての LLR 機能の重要性に関する意識が薄れていた。

ユーロ圏における LLR 機能に対する意識の希薄は ECB の金融安定化に対する姿勢にも表れている。LLR 機能によって金融を安定化させることは、現代の中央銀行が負う任務の重要な1つである。そしてその発揮に対して中央銀行は責任をもつ。しかし、ECB は物価の安定だけが主要な目的であるため、物価の安定を損なわない限りでの金融安定化政策しか行えないとされた。De Grauwe (2014) は ECB の政策目標に対する問題点を2点指摘している。1点目は、物価の安定の概念はマーストリヒト条約において詳細に定められているわけではないことである。2点目は、物価が安定化している場合、その他の目標に対してはどのような姿勢を取るのか曖昧なままであることである。これらの問題により、ECB の責任が不透明となっていた。

このような3点の歴史的、経済理論史的な背景の存在とその相互的關係によって、金融政策と OCA の関係はあまり重要視されていなかった。しかし、世界金融危機やユーロ危機において、ECB はそれまでの金融政策姿勢を変化させ、危機を一段落させた。VLTRO や OMT は ECB の金

---

12) Eichengreen (2014) p. 3.

13) Eichengreen (2014) pp. 3-4.

14) Minsky (1986) p. 45 (邦訳書 53ページ).

融不安定性への姿勢を明確にし、危機の沈静化とユーロ圏の維持に大きく役立った。このことから ECB による金融政策を明確に OCA 理論の枠組みに組み込むことが重要であると考えられる。

#### 4. 欧州中央銀行による金融不安定性対策と最適通貨圏理論の再構築の可能性

##### 4.1 超国家的中央銀行による最後の貸し手機能と金融不安定性

ユーロ創設の実現に向けた動きと OCA 理論の発展は平行して進んできた。Mongelli (2002) は 2002年までの OCA 理論発展の推移を 4 段階に分けて説明している。4つの段階とは、1960年代から1970年代初めの「先駆的段階 (Pioneering Phase)」、1970年代の「調和段階 (Reconciliation Phase)」、1980年代から1990年代初めの「再評価段階 (Reassessment Phase)」、そして1990年代以降の「実証的段階 (Empirical Phase)」である。実証的段階において、それまでの OCA に関する先駆的な知識は非常に強力なものであると判断された。しかしながら、2002年以降も実証分析を行うことでユーロ圏は OCA ではないこと、また、どれほど先駆的知識と乖離しているのかということ进行分析し、先駆的知識に合わせてユーロ圏の改革案を提示するということが OCA 理論に関する主な研究となっていた。そのため OCA 理論における新たな条件に関する考察は進まなかったのである。一方で現実の経済では危機が発生し、ECB は VLTRO や OMT の働きにより金融危機を一段落させ、長期金利格差を縮小させた。この事実は少なくとも金融危機下での通貨同盟において、ECB のような超国家的中央銀行による金融政策の役割の重要性を示唆する。

Keynes (1930) は金本位制維持のための金の価値の超国家的管理のための満足できる制度に関して、「理想的な制度は、疑いもなく、一つの超国家的銀行を設立することであり、そして世界の各中央銀行が、これに対して、その加盟銀行の中央銀行に対する関係とほとんど同じ関係に立つことであろう」<sup>15)</sup> と述べ、超国家的中央銀行の性質について指摘している。

現在、超国家的中央銀行と呼べる中央銀行は世界でも ECB のみである<sup>16)</sup>。ECB は NCBs (National Central Banks; ユーロ加盟国中央銀行) とともに連邦型の中央銀行制度であるユーロシステムを構成している<sup>17)</sup>。ユーロシステムの基本業務は EU 機能条約の127条2項で規定されている。それは、同盟の金融政策の決定と実施、外国為替操作、EU 加盟国の外貨準備の保有と運用、決済システムの円滑な運営、である。通常の中央銀行は、①独占的発券銀行、②銀行の銀行、③政府

15) Keynes (1930) p. 358 (邦訳書419ページ)。

16) FRB も ECB と類似したシステムであり、性格的にも超国家的中央銀行といえる部分があるが、あくまでもアメリカにおける州をまとめ上げる中央銀行であり、ECB のように国家群をまとめ上げる中央銀行ではないため、本来の意味での超国家的中央銀行ではない。FRB との比較についての詳細は、Moutot, Jung, Mongelli (2008), 河村 (2015) を参照されたい。

17) ユーロシステムに関する記述は、Micossi (2015), 田中・長部・久保・岩田 (2014) を参考にしている。

の銀行、の3つの役割を担っている。しかし、ECBは「政府の銀行」機能をもたない。「銀行の銀行」と「政府の銀行」機能はNCBsがそれぞれ自国の民間銀行や自国政府に対して担っている。また、金融政策に関する意思決定については、ECBの意思決定機関である政策委員会（Governing Council）と役員会（Executive Board）が行っている。政策委員会は、役員会のメンバーである、正副総裁と理事4名の計6名とユーロ圏中央銀行総裁19名（2015年5月時点）で構成される。

このように、ECB（ユーロシステム）は機能面や意思決定面で分権的な機関である。そのため、ユーロ圏全体を突発的で緊急を要する金融危機が発生した場合でも、多数の委員を招集して会議を開き、合意を得られない限り、例外的措置をとることができない<sup>18)</sup>。ユーロ危機の拡大の原因の1つがこうしたECBの意思決定の遅れにある。

しかし、上述のように、ユーロ危機のなかでECBはそれまでには見られなかった金融政策を採るなど、徐々に姿勢や行動を変化させた。その代表的な政策がSMPやLTRO、OMTである。これらの金融政策を行ったECBについて、De Grauwe（2014）、Cour-Thimann and Winkler（2013）、Micossi（2015）、Saka, Fuertes, Kalotychou（2015）、田中（2014）はLLR機能を有していたという旨を述べている。LLR機能は古典的には銀行の流動性危機時の銀行救済が目的であった。しかし1980年代にアメリカの金融市場危機時にFRBが巨額の融資を行うことで危機を防いだこともLLRとして含めるようになった。そして今日では、中央銀行によるソブリン危機救済もLLRに含まれるようになった<sup>19)</sup>。

ところが、ECBがソブリン救済のためのLLRの役割を担うことに対する批判がある。De Grauwe（2014）は「インフレリスク」「財政への影響」「モラルハザード」の3点の批判を紹介し、そしてそれに反論している。

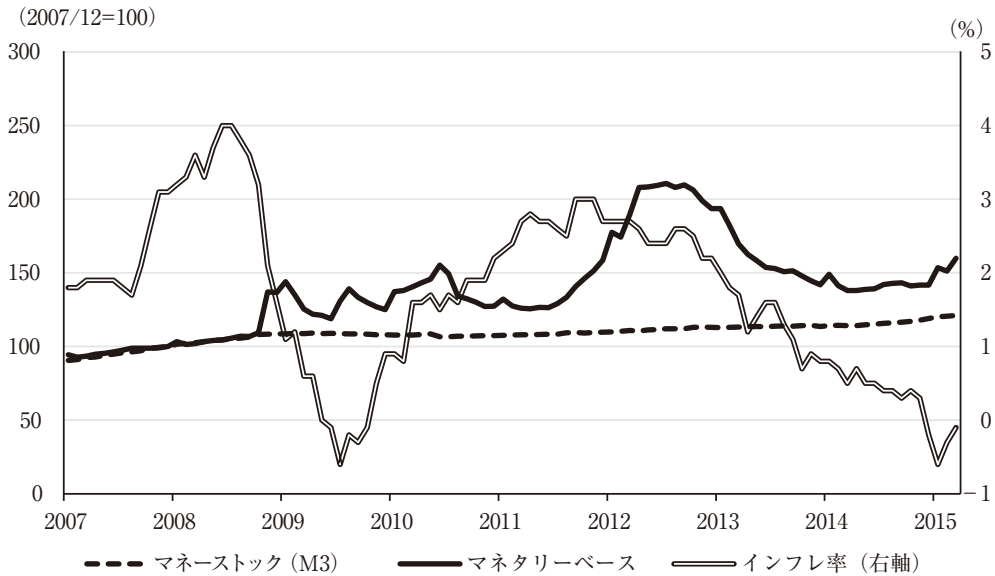
「インフレリスク」とは、LLRによってマネーストックが増加することでインフレがもたらされるという批判である<sup>20)</sup>。ユーロシステムにはLLRが規定されていないが、これはインフレを過剰に忌避していたドイツ連銀のシステムを参考しているためである。図4はユーロ圏のマネタリベースとマネーストック（M3）、インフレ率の推移を示す。2008年10月頃まではマネタリベースとマネーストックはほぼ同じ上昇率であったが、ユーロ危機以降はECBによるマネタリベースの拡大とマネーストックの上昇率に乖離が見られる。これはユーロ圏の貨幣乗数が低下しているためであり、そして流動性の罠に陥っているためである。また、ユーロ圏は2%を超えないが2%近傍のインフレ率を目標としている一方で、現在のユーロ圏はデフレーションの傾向にあり、デフレへと陥ることも懸念されている。むしろこのような状況下では、マネーストックを増加させるために、量的緩和（Quantitative Easing: QE）等の非伝統的金融政策による一層のマネ

18) 山村・三田村（2006）。

19) 田中・長部・久保・岩田（2014）162ページ。

20) De Grauwe（2014）p. 122.

図4 ユーロ圏のマネタリーベースとマネーストック、インフレ率推移



出所) ECB Statistical Data Warehouse.

タリーベースの拡大が求められる<sup>21)</sup>。

「財政への影響」については、各国政府が債務の返済に失敗した場合に、ECBが国債市場に介入することで、ECBは財政政策と金融政策を担うことになり、また中央銀行のリスクとなってしまいうため、それは避けなければならないという批判である。確かに、中央銀行が国債を購入することは、国債発行国のデフォルトの可能性というリスクを伴う。しかし、これは公開市場操作を通じて民間債権を購入するときのリスクとの違いはない。そのため、財政への影響に関するLLR批判は中央銀行が公開市場操作を控えるべきであるということの意味するのである。そしてそれは中央銀行であることをやめるべきということでもある<sup>22)</sup>。金融市場で発生した危機によって経済に影響があるのであれば、その危機を打開するのは中央銀行の仕事である。万一LLRによる流動性供給によって発生した損失をECBが被るとしても、その損失はNCBがECBに保有している資本シェアに比例してユーロシステム内で配分される。しかし、これは利潤の分配にも同じルールが適用されるため、NCBがリスクだけを負っているわけではない。また、NCBによるELA (Emergency Liquidity Assistance: 緊急流動性支援) によって発生するかもしれない損失についても問題の発生しているNCBだけが担うことになっているが、これについても、各国政府はNCBに提供された担保を保証することに合意済みのため、NCBsとユーロシステムは損失から遮断されて

21) ECBによるQEに関する考察については中尾(2016)を参照されたい。

22) De Grauwe (2014) p. 123.

いる。

「モラルハザード」については、LLRによる国債の保証によって、各国政府が国債を過剰に発行してしまうという批判である。しかし、モラルハザードの懸念という点では、銀行に対するLLRに対するモラルハザードの懸念との違いはない。モラルハザードのリスクが存在することによって中央銀行が銀行セクターに対するLLRとしての役割を放棄するというのは誤りであり、同様に、国債市場でのLLRの役割を放棄することも間違っているのである<sup>23)</sup>。また、OMTにはESM (European Stability Mechanism) への支援の申請が条件となっており、財政再建への道筋を示す必要がある。そのため、過剰にモラルハザードを懸念することは杞憂である。

このように、ECBによるソブリン危機対策としてのLLRへの批判はユーロ危機を沈静化させたECBの金融政策の結果にそぐわないものである。ECBによるLLRは危機沈静化に非常に大きな影響を及ぼした。

#### 4.2 不安定性対策を通じたOCA理論の再構築の可能性

世界金融危機やユーロ危機を通じて明らかとなった問題点として、Drudi, Durré and Mongelli (2012) は、財政安定性と金融安定性に関するユーロ圏の失敗を指摘している。

世界金融危機以降、ユーロ圏における多くの銀行が危機に見舞われた。アイルランドのように銀行危機に対して多額の公的資金注入を行った結果、財政の維持に対する疑いが強まった。これは1国を1つの地域として捉えることのできるユーロ圏において、再配分のような制度のない状態、つまり財政同盟が成されていない状態では、大きな問題点となってしまうとされる。これが財政安定性の失敗である。ユーロ圏では安定成長協定によって各国の財政に関して制約が課せられていた。しかし、安定成長協定は有効に機能せず、財政赤字の拡大、そして政府債務の増大が生じる国が増加した。これが財政安定性の失敗である。

金融安定性についてのユーロ圏の失敗とは、危機前のユーロ圏国家間の銀行に関する一様ではない監督、規制、破綻処理手続きのことを指す。ユーロ圏の銀行監督については母国監督主義となっていた。母国監督主義とは、他国へと進出した支店銀行の監督については本店銀行が所在する国の監督当局が監督するというものであり、金融政策の対象領域と銀行監督の対象領域を切り離す方式である。この母国監督主義により、グローバルに活動する銀行に対する監督が不十分となり、Euphoriaによる金融不安定性の進展を防止できなかった。さらには危機によってシステムリスクに対する脆弱性が露呈した。その対策として、ユーロ圏は銀行同盟に向けて動き出した。銀行同盟制度のなかでもSSM (Single Supervisory Mechanism: 単一監督制度) によってユーロ圏の銀行監督の責任はECBに集約されることとなり、責任が明確化された。金融不安定性に対

---

23) De Grauwe (2014) p. 124.



する ECB の対処が明確になり、LLR 機能を ECB が担うということも明確となった。

しかし、Minsky (1986) によれば金融不安定性対策は中央銀行による LLR 機能だけではない。拡張的な財政政策によっても不安定性に対処することができる。Minsky は1975年のアメリカにおいて厳しい不況が生じなかった理由について、大きな政府の財政政策と最後の貸し手機能を挙げている<sup>24)</sup>。大きな政府は、自動的な巨額の財政赤字を生む一方で、経済に下降スパイラルの恐れがあるとき、経済を支える役割を果たす。特に、企業や家計が負債を抱えている場合、法人企業の粗利純と家計の貯蓄が負債を健全なものにするために不可欠である。1975年のアメリカにおける景気後退の際、政府債務の増加によって、様々な企業や金融機関は確実に安全な資産を手にすることができた。その結果、社会全体の所得や雇用の落ち込みのなか、ポートフォリオの流動性を好転させることに成功している。

しかし、ユーロ圏は Minsky が挙げたアメリカの財政に関する事例とは状況が異なる。ユーロ圏の場合、ユーロ圏全体で緊縮財政を進めている。これにより金融不安定性に対する手段の1つである大きな政府による財政政策を有効に活用することが困難になった。そのため、ECB の LLR 機能による金融不安定性対策はドルや円といった他の通貨圏よりも重要となる。

ユーロ圏各国の緊縮的財政政策の一方で、ECB は様々な対策を行ってきた。VLTRO や OMT はその1つである。そして銀行同盟によって ECB が銀行監督を担うこととなり、責任も明確化された。Minsky の金融不安定性理論に沿って考察すると、大きな政府による財政政策が使用し難い現状のユーロ圏において、金融不安定性に有効に対応できるのは ECB だけということになる。そのため、ユーロ圏の維持には ECB の重要性が相対的に高まっている。

既存の OCA 理論は、通貨統合によるコストベネフィットと域内格差の調整手段に関する議論が主である。OCA 理論における金融政策に関する考察は、各国個別の金融政策が不可能になるというコスト面での分析であった。しかし、上述のようにユーロ圏に発生した金融不安定性に対して ECB が様々な対策を行った結果、ECB による金融政策が危機によって発生した長期金利格差を縮小させた。このことを踏まえると、通貨統合によって各国個別の金融政策が不可能になるということは、少なくともユーロ危機への対処においてはコストではなかったと考えられる。ECB による LLR 機能はユーロ圏全体に対して効果を持ち、既存の OCA 理論において金融政策面で想定されたコストを小さくしている。そのため既存の OCA 理論を見直し、そして超国家的な中央銀行による金融政策の役割を含めた OCA 理論を構築する必要がある。

---

24) Minsky (1986) p. 38 (邦訳書 44ページ)。

## 5. おわりに

本稿では、OCA 理論では考慮されていなかった超国家的中央銀行の役割とその重要性について歴史的・制度的観点から考察し、OCA 理論の不完全性を指摘した。本稿は既存のOCA 理論の議論を整理し、既存のOCA 理論の限界と図1では示されていなかった、超国家的中央銀行の危機対応的金融政策による非対称的ショック調整という追加的要素を提示することで、OCA 理論の発展に貢献するものである。

世界金融危機以降、FRB や日本銀行といった主要中央銀行の金融政策の重要性は非常に高まっており、その動向は大きく注目され、そして世界経済に多大な影響を与えている。OCA 理論の歴史的背景や中央銀行による金融政策理論の歴史的背景から、OCA 理論における超国家的中央銀行による金融政策の欠如理由を説明したが、現実の経済動向を考察する限り、中央銀行について考慮しないということではできないであろう。そして中央銀行が経済動向を左右するならば、通貨統合圏の維持にも関係する。実際に ECB の金融政策はユーロ圏経済に大きな影響を与え、そしてその依存度は高まっている。この事実はユーロ圏の維持に関して ECB が重要な役割を持つことを示し、そして通貨圏の維持という観点から、OCA の成立に関しても重要な役割を持つことを示す。これは Keynes が述べる統合通貨の価値の維持、つまりユーロの価値の維持と関係し、ひいてはユーロ圏の維持とも関係する。そしてこれらの事実はOCA 理論を再構築する必要性を示す。ユーロ圏で行われた危機対応政策を反映してOCA 理論を再構築することは、OCA 理論の完成度を高めるとともに、ユーロ圏経済の回復のために真に必要な政策を打ち出すために非常に重要なものとなる。

ただし、本稿の考察の焦点はユーロ危機中の ECB の危機対策に焦点を当てているため、OCA 理論の再構築について、2012年9月の OMT 発表とその影響下の時点までの考察に留まる。そのため、ポストユーロ危機におけるOCA 理論との関わりについては考察していない。ECB の金融政策によってユーロ危機の深刻化は免れたが、未だにユーロ圏はユーロ危機の影響から完全に抜け出すことはできていない。本稿執筆時点でユーロ圏が抱える大きな問題は2点ある。

1 点目は、ポストユーロ危機の長期化である。ユーロ危機後の経済の停滞に対して、ECB によるQE 等の対策がなされているが、緊縮的な財政政策や世界経済全体の低迷といった影響から、ポストユーロ危機を克服するには至っていない。2014年6月以降の ECB によるQE 等の新たな金融政策に関しては中尾(2016)で考察しているが、OCA 理論との関係性については考察されていない。そのため、ECB による新たな金融政策やQE を含めたOCA 理論の再構築に関する考察や、理論モデルを用いた考察については今後の課題としたい。

2 点目は、イギリスのEU 脱退の問題である。イギリスはユーロを採用しているわけではない

ため、一見 OCA 理論との直接的な関係性はないように見えるが、イギリスの EU 離脱に関する国民投票を受けて、スペイン等のユーロ圏加盟国において、離脱運動や離脱を唱える政党が躍進する可能性がある。離脱を主張する要因の1つは移民問題であり、EU、ユーロ圏の域内でのヒト・モノ・カネ・サービスの移動の自由に大きく関係する。そして域内での労働者の移動は OCA 理論における「労働者の移動条件」とも関係してくる。こうした移民等の労働者の移動によって発生する社会的コストは OCA 理論の初期段階での考察においては対象となっておらず、中東情勢との関係から、現代では大きな課題となる可能性がある。この点に関しても今後の課題としたい。

謝辞 本稿は、ケインズ学会ワーキング・ペーパーNo.2にて掲載されたものを加筆修正したものである。また、本稿に関しては2名の匿名の査読者から多くの貴重なご指摘を賜った。ここに記して感謝の意を表す。ただし、本稿において有りうる誤謬のすべては、筆者の責任に帰する。

#### 参考文献

- 河村小百合 (2015) 『欧州中央銀行の金融政策』 きんざい。
- 田中素香 (2014) 「ユーロ危機への欧州中央銀行の対応—LLR (最後の貸し手) 機能を中心に—」『商学論纂 (中央大学)』第55巻, 第3号, 203-242ページ。
- 田中素香・長部重康・久保広正・岩田健治 (2014) 「現代ヨーロッパ経済」有斐閣アルマ。
- 中尾将人 (2015) 「OCA 理論の再構築—地域間決済システムの視点からの考察—」『中央大学経済研究所年報』第47号, 241-263ページ。
- 中尾将人 (2016) 「危機対応としての ECB の金融政策—QE を中心とした非伝統的金融政策の考察—」『日本 EU 学会年報』第36号, 169-195ページ。
- 山村延郎・三田村智 (2006) 「欧州中央銀行制度の金融監督行政上の役割」『Financial Services Agency research review』, 199-220ページ。
- Baldwin, R. and C. Wyplosz (2012) *The Economics of European Integration*, 4th edn., McGraw Hill.
- Cour-Thimann, P. and B. Winkeler (2013) “The ECB’s non-standard monetary policy measures the role of institutional factors and financial structure,” *European Central Bank Working Paper Series*, No. 1578.
- De Grauwe, P. (2014) *Economics of Monetary Union*, 10th, Oxford University Press. (田中素香, 山口昌樹訳 (2009) 『通貨同盟の経済学 ユーロの理論と現状分析』原書第8版, 勁草書房.)
- Dellas, H. and G. Tavlas (2009) “An optimum-currency-area odyssey,” *Journal of International Money and Finance*, Vol. 28, pp. 1117-1137.
- Drudi, F., A. Durré and F. P. Mongelli (2012) “The Interplay of Economic Reforms and Monetary Policy – The Case of the Euro Area,” *European central bank Working Paper Series*, No. 1467.
- Eichengreen, B. (2014) “The Eurozone crisis: the theory of optimum currency areas bites back,” *Notenstein Academy White Paper Series*, No. 9.
- European Central Bank (2001) *The Monetary Policy of the ECB*, ECB. (小谷野俊夫, 立脇和夫訳 (2002) 『欧州中央銀行の金融政策』東洋経済新報社.)
- Falagiarda, M. and S. Reitz (2015) “Announcements of ECB unconventional programs: Implications for the sovereign spreads of stressed euro area countries,” *Journal of International Money and Finance*, pp. 276-295.

- Friedman, M. (1953) *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press.
- Gros, D., C. Alcidi and A. Giovanni (2012) "Central Banks in Times of Crisis: The FED vs. the ECB," *Centre for European Policy Studies Brussels*, No. 276.
- Ingram, J. C. (1973) "The Case for European Monetary Integration," *Essays In International Finance*, Vol. 98.
- Kenen, P. B. (1969) "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", in *Monetary Problems of the International Economy* edited by R. Mundell and A. K. Swoboda, The University of Chicago Press, pp. 41-60.
- Keynes, J. M. (1930) "A Treatise on Money 2: The Pure Theory of Money," *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. 6, 1978. (長澤惟恭訳 (1980) 『ケインズ全集 第6巻 貨幣論2 貨幣の応用理論』東洋経済新報社.)
- Krugman, P. (2012) "Revenge of the Optimum Currency Area," *NBER Working Paper Series*, Vol. 27, pp. 439-448.
- McKinnon, R. I. (1963) "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, No. 53, pp. 719-725.
- Micossi, S. (2015) "The Monetary Policy of the European Central Bank (2002-2015)," *CEPS Special Report*, Vol. 109.
- Minsky, H. P. (1982) *Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance*, New York: M. E. Sharpe, Inc. (岩佐代市訳 (1988) 『投資と金融』日本経済評論社.)
- Minsky, H. P. (1986) *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press. (吉野紀, 浅田統一郎, 内田和男訳 (1989) 『金融不安定性の経済学』多賀出版.)
- Mongelli, F. P. (2002) "New' views on the Optimum Currency area Theory: What is EMU Telling Us?" *European central bank Working Paper Series*, No. 138.
- Moutot, P., F. Jung and F. P. Mongelli (2008) "The Workings of the Eurosystem Monetary Policy Preparations and Decision-Making-Selected Issues," *European Central Bank Occasional Paper Series*, Vol. 79.
- Mundell, R. A. (1961) "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, Vol. 51, pp. 657-665.
- Reinhart, C. M. and K. S. Rogoff (2009) *This time is different*, Princeton, Princeton University Press. (村井章子訳 (2011) 『国家は破綻する』日経 BP 社.)
- Saka, O., A. Fuertes and E. Kalotychou (2015) "ECB policy and Eurozone fragility: Was De Grauwe right?," *Journal of International Money and Finance*, pp. 168-185.
- Tower, E. and T. Willet (1976) "The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange Rate Flexibility," *International Finance Section*, No. 11, Princeton University.

(中央大学大学院経済学研究科博士後期課程)