

## 最適通貨圏の理論に金融危機リスクを導入する

### —最近の中東欧の通貨・金融危機リスクを踏まえたゲーム理論のアプローチ—

国際通貨研究所 西村陽造

2008年10月にハンガリーが、同年12月にラトビアがIMFなどから金融支援を受けたことにみられるように、中東欧で通貨・金融危機リスクが高まった。グローバルな金融危機の波及に加えて、西欧からの過剰な銀行借入で生成された資産バブルの崩壊で、中東欧の経常収支赤字ファイナンスが不安定化したためである。その背景として中東欧固有の事情として特筆すべきは、大半の国々がユーロ未導入とはいえ、広い意味で通貨統合への移行過程にあったことで、通貨・金融危機リスクを高めるメカニズムが働いた可能性である。

その第1はバラッサ・サミュエルソン(B-S)効果を通じて動学的非効率性の状態が生まれたことである。中東欧は、国によって程度の差はあれユーロに対する自国通貨の変動を抑えることで、名目金利はユーロ圏に近づく一方、インフレ率、成長率はユーロ圏より高く、実質金利が実質経済成長率を大きく下回り、バブルが生成されやすい状況が生まれた。第2は「通貨統合を控えたモラルハザード」である。危機の際はEUから救済されるとの期待感で、貸手の西欧の銀行、借手の中東欧、金融監督の判断が甘くなった可能性がある。

従来の最適通貨圏の理論に加え、所得の相対的に低い国が高い国に通貨統合する移行過程で生じる通貨・金融危機リスクを考慮して、当事国が通貨統合の可否を決定するゲームのモデルから、このリスクの大きさに応じて、ゲームの均衡点が変わることを示した。

すなわち、従来の最適通貨圏の理論による通貨統合の純便益がプラスの場合、このリスクが十分に小さければ、通貨統合が選択される。しかし、このリスクが十分に大きくなると、たとえ、このリスクを踏まえた通貨統合の純便益がプラスであっても、①囚人のジレンマのメカニズムから通貨統合が選択されない、②調整ゲームとなることで、「通貨統合しない」と「通貨統合する」の何れもが均衡点となるが、現状は前者であるために通貨統合が選択されない、③相対的に所得の低い国の所得の高い国に対するカレンシー・ボードや片務的通貨統合などのハードペッグが選択される、などのケースとなる。

これは、当事国がこのリスクを十分に認識していれば、たとえ通貨統合がパレート改善であっても、それを選択しない可能性を意味する。ゆえに、このリスクを低減させる対策が重要である。通貨統合する国間の所得格差が大きいほど、B-S効果が強く出るために、このリスクが大きくなることは、欧州の通貨統合の条件であるマーストリヒト基準にユーロ圏との所得格差を導入する必要性を示唆している。また、通貨統合への移行過程で為替相場の安定を過度に重視すると、B-S効果から逆にこのリスクを高めることも、通貨当局は認識すべきである。さらに、逆説的に響くが、域内通貨協力が強化されれば、上記メカニズムを通じた通貨・金融危機リスクが高まるので、域内金融規制・監督の充実などを通じてそれを低下させる重要性が高まる。このことは、所得水準のバラツキが大きなアジアで通貨・金融協力を進め、さらには共通通貨の導入を展望するうえで、示唆を与えている。