

Title	資本移動と経済・金融危機に関する考察(2) : IMF支援のマクロ経済プログラムの検討と今後の課題
Sub Title	
Author	白井, 早由里(Shirai, Sayuri)
Publisher	慶應義塾大学湘南藤沢学会
Publication year	1998-11
Jtitle	
JaLC DOI	
Abstract	本書は、IMF支援のマクロ経済プログラムの検討と今後の課題に関する論文をまとめたもので、東アジア地域の経済・金融危機を検討しながらIMFのマクロ経済安定化政策を分析・評価し、新しい経済情勢に見合ったプログラムの作成に向けて考察する事を目的としたものである。
Notes	
Genre	Technical Report
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=0302-0000-0114

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

ISBN 4-87762-021-4
S F C RM98-005

資本移動と経済・金融危機に関する考察 (2)

IMF 支援のマクロ経済プログラムの検討と今後の課題

1998年11月1日

慶應義塾大学

白井 早由里

資本移動と経済・金融危機に関する考察 (2)

IMF 支援のマクロ経済プログラムの検討と今後の課題

1998 年 11 月 1 日

慶応義塾大学

白井早由里

概要

東アジア地域の経済・金融危機は、IMF 支援プログラムの根幹をなすファイナンシャル・プログラミングに幾つかの修正を余儀なくすることとなった。第一に、固定相場制の下で多額の資本流入がある国では、外貨準備の蓄積とインフレ圧力の上昇との間でトレード・オフが発生し、パフォーマンス・クライテリアは純国内資産の上限の引き下げと貨幣供給の上限、或いは外貨準備の上限のどちらかの選択をする必要がある。第二に、銀行部門の構造問題を明示できるようにマネタリーサーベイを修正する必要がある。第三に、国際資本移動を内生的に扱う必要がある。また、資本移動の自由化は貨幣需要関数だけでなく貨幣供給プロセス自体も不安定化する可能性が高く、貨幣需要関数の安定性や貨幣需要と国内信用の変化に関して独立した関係を仮定するファイナンシャル・プログラミングでは限界がある。今後は、貨幣供給の増加率をインフレ安定化の中間目標とすることからインフレーション自体を目標とする金融政策を含めて新たなアプローチを模索する必要がある。また、経済政策も幾つかの政策手段の適切なミックスが可能となるように政策手段を増やす必要がある。これには、国債市場の発展、他の債券市場の創設、決済システムの改善を含む。

今後 IMF がとるべき緊急の課題は、経済安定化プログラムの最適なスピード、構造調整の最適なスピード、プログラムの貧困者への影響を緩和する政策、プログラムに含める構造改革の範囲と順序、銀行部門の貸し渋りたい策と IMF 融資の最適な規模、より実行が可能で融資対象国によるプログラムの所有意識を高めるようなプログラムの作成と交渉のあり方等を検討していく必要がある。

I. イントロダクション

1997年7月にタイを発端として東アジア地域に経済・金融危機が発生して以来、現在の国際金融体制は大変な経済的混乱を引き起こしている。この背景には、日本における景気後退と金融部門の構造改革の遅れ、並びにロシアでの通貨暴落・対外債務支払いの一時的停止・それに続く政治的混乱があり、こうした様々な要因が相乗効果となってある国で発生した通貨危機が本来経済的には余り関係がない地域へと波及効果を強めている。こうした状況の下で、学識者や政策決定者によるIMF批判は従来にも増して強まっている。特に危機が発生して以来、IMF支援プログラムを採用したインドネシア、韓国、タイで生産の大幅な減退と失業・倒産の急増、金融・企業改革に伴う貸し渋り状況の悪化、危機の長期化と深刻化が見られており、IMFのマクロ経済調整に対するアプローチの仕方に対して多くの批判的な見解が表明されている。

主なIMF批判は、IMF支援プログラムは国際収支問題に対するマネタリー・アプローチを基礎としているので国内信用供給の抑制と為替レートの切り下げにのみ焦点を当てている、総需要抑制政策を優先する余りに生産や失業等の実質部門への配慮が欠ける、所得分配や貧困等の社会的厚生に対する影響を過小評価している、広範囲にわたる経済政策を抜本的に且つ極めて短期に実践するビッグバン・アプローチである、複数の政策間の整合性や政策の優先順位に対する十分な検討が行われていない、等である。最近では東アジア地域の経済・金融危機に関して、IMF支援プログラムが為替レートの安定化に寄与していない、デフレを起こして経済状況を悪化させている、IMFによる金融支援は世界投資家によるモラル・ハザードを引き起こし経済・金融危機を発生させた、IMFの金融支援を受けるには時間がかかり緊急事態に対処できない、等といった見解が聞かれる。こうしたIMF批判には、プログラムの改善や新しい経済情勢に見合った国際金融システムを構築する為に検討に値する見解もあれば、誤った理解に基づく見解も存在する。

この論文の目的は、東アジア地域の経済・金融危機を検討しながらIMFのマクロ経済安定化政策を分析・評価し、新しい経済情勢に見合ったプログラムの作成に向けて考察することにある。論文は6章から構成されている。第2章ではIMF支援プログラムの根底にある「ファイナンシャル・プログラミング」と呼ばれる経済安定化に対するアプローチとその理論的根拠を紹介する。第3章では、IMF支援プログラムの根幹を成す「コンデショナリティ」について、その内容の分析と検討を行う。また、東アジア地域の経済・金融危機によって得られた教訓を基にして、コンデショナリティがどのように変更していくべきかについて検討する。第4章では、インドネシア、韓国、タイのIMF支援プログラムを分析・評価する。第5章では、IMF支援プログラムの決定要因と有効性について様々な研究論文を紹介し、検討を行う。第6章では、東アジア地域の経済・金融危機がIMF体制

に与えた影響と今後の課題に関して検討する。第7章は結びとする。

II. IMFのマクロ経済政策に対するアプローチ

1. IMFのファイナンシャル・プログラミングの基礎

IMFの存在目的は、(1) 国際金融問題に関して協議又は協力することのできる国際協調体制の確立、(2) 国際貿易の促進により雇用・生産の促進、(3) 為替レートの安定を促進する為に秩序ある為替協定を維持し、他の加盟諸国に対して不公平に国際競争力を与えるような為替レートの操作の回避、(4) 経常収支取引の決済に関する他国間システムの設立、並びに世界貿易の拡大を阻むような為替規制の撤廃、(5) 国際収支問題に直面している加盟諸国に十分なセーフガードの下で一時的に資金を提供、且つ国富や国際的な繁栄を破壊するような手段を用いることなく国際収支問題を解決することを支援、(6) 国際収支の不均衡が存続する期間と不均衡の程度の逡減、とされている (IMF協定第1条)。

IMFのマクロ経済政策分析はいわゆる「ファイナンシャル・プログラミング」と呼ばれるアプローチを基礎とし、IMF支援プログラムは上記した目標に基づいて作成されている。またIMFが貸し付けた資金を加盟国が予定どおりに支払ができるように、安定的で且つ持続可能な国際収支状態 (IMF支援のプログラム実施期間を超えて同様な政策方針が継続されれば加盟国の対外債務状態が長期にわたって秩序を維持できる状態) に導くようなプログラムを作成することに努めている。

IMFプログラムでは、完全利用、不完全利用に関わらず生産能力は短期的に固定されると仮定する。¹ 国内居住者の国内と外国の財・サービスに対する支出 (民間消費、国内投資、政府支出の合計) をアブゾープション (A) と呼び、国内生産額 (Y) と A との格差を大雑把に言って (民間と公的部門の移転収支を含む) 経常収支 (CA) と呼ぶ。

$$CA = Y - A \quad (1)$$

経常収支は、YがAを上回ると黒字となる。第1式は、経常収支の赤字はYに比べてAを引き下げるか、Aに対してYを増加させるかによって削減できることを示している。(勿論、生産と所得の増加によって誘発されたAに対する第二次効果が考えられるが、この効

¹ IMF支援のプログラムでは、国際収支不均衡を一年か二年で均衡にもどれるような不均衡と、経済成長を阻害する構造的な要因が存在したりかなり長期でないと国際収支均衡を回復することが困難な巨額な対外債務を抱えているような不均衡と区別する必要がある。後者の場合には、輸出や生産の増加が重要となるがここでは短期的な不均衡の問題を扱う。

果は第一次効果より小さいと仮定する)。ケインズ経済学では A を減らす政策を「支出削減政策」と呼び、通常 Y を増加させる政策より容易であると見なされている。この為、経常収支赤字の急速な削減が必要な場合には、A を削減する政策が採用されている。こうした見解は「アブゾープション・アプローチ」と呼ばれている。一般的に、過剰な国内需要の原因は政府部門を含めた公共部門の過剰支出であることが多いので、支出削減と歳入増加のミックスが国内需要を低下させるのに最も直接的な方法と考えられている。また民間部門の消費と投資は税率を上昇させることで逡減することが出来る。

IMF 支援プログラムはこうした国際収支調整に焦点をあて、持続的に資本が流入する状態を目指している。これは、例え IMF から短期的資金支援を得ることができたとしても、長期的に入手可能な資金は国内に蓄積された居住者の資金と非居住者による自発的に提供される海外から流入する資金の合計によって制約されているからである。第 2 式は国際収支の恒等式を示している。

$$\Delta R = CA + KA \quad (2)$$

第 2 式の左辺は（中央銀行を含む）銀行部門の純対外資産の変化を、右辺の第 2 項は対外援助を目的とした借款、直接投資、商業的な対外債務などを含む非銀行部門の資本収支を表している。第 1 式と第 2 式より第 3 式が得られる。

$$\Delta R = Y - A + KA \quad (3)$$

第 3 式は経常収支の赤字を KA の増加で十分にファイナンスできない場合には、R を減らさなければならないことを示している。しかし、やがて R は底をつき、こうした形で経常赤字をファイナンスするには限界がくる。

こうしたアブゾープションアプローチは IMF 支援プログラムでは重要な役割を持ち、かつ国際収支問題を「調整問題」として捕らえることを促した。アブゾープションアプローチを一般的な理論から政策へと応用するには、貨幣部門と国際収支部門の間の関連性を吟味する必要がある。Polak (1957) と Robichek (1967, 1971) は貨幣供給を外生的変数として扱うという閉鎖経済の設定で頻繁にみられる仮定から乖離して、変動相場制下の開放経済を仮定して貨幣供給が国際収支の変化によって内生的に変動する状況を想定した。このアプローチは、貨幣と信用創造を国際収支分析に統合させる試みと見なすことができ、貨幣ストックの国内的要素（国内信用）と外貨準備の変動の関係を導くことで政策に適用しようとするものである。

ファイナンシャル・プログラミングは貨幣ストック (M) の変化を第 4 式のように国際的構成要素 (銀行部門の純対外資産の自国通貨建て金額、R) と国内的構成要素 (銀行部門の純対内資産又は純国内信用、D) の変化の総和として会計上の恒等式で表すことから始まる。² 第 4 式は (中央銀行を含む) 全銀行部門の負債 (貨幣) の変化が純対外資産と純国内資産の変化の合計に等しいという連結バランスシートを表している (IMF ではマネタリーサーヴェイと呼んでいる)。

$$\Delta M = \Delta R + \Delta D \quad (4)$$

次に貨幣需要関数を導入し、貨幣需要は実質所得 (y) と国内価格水準 (P) の正の関数であり、預金や他の金融資産の利率、期待インフレ率の負の関数である。ここでは単純化して、貨幣需要は y と P の関数であると仮定する。

$$\Delta M^d = f(\Delta y, \Delta P) \quad (5)$$

そして第 4 式と第 5 式が等しくなるところで、貨幣市場のフローの均衡条件が決定する。

$$\Delta M^d = \Delta M \quad (6)$$

第 4、5、6 式を合わせて純対外資産の変化を貨幣ストックの変化 (均衡条件より名目貨幣需要に等しい) と国内信用 (D) の変化の差として表すことができる。

$$\Delta R = \Delta M - \Delta D = f(\Delta y, \Delta P) - \Delta D \quad (7)$$

第 7 式は R の変化は M の変化が D の変化を上回る分だけ正の値 (国際収支の黒字) となることを表している。国内価格水準が購買力平価によって外国価格で決定されている小国で、且つ実質所得は短期的には固定しているという仮定の下では、貨幣需要の変化は国内信用の変化と独立することとなる。従って、国内信用の増加が貨幣需要の増加を上回ると R の減少となって一対一の関係で相殺される。第 7 式は所得と支出関係や開放経済下の民間の資本移動を考慮したより一般的なモデルの中で表すことも出来る。第 2 式と第 7 式を合わせると、第 8 式となる。

$$\Delta M - \Delta D = CA + KA \quad (8)$$

² 原則として、純国内資産は純国内信用 (対公共部門と対民間部門に区分される) にその他の純資産を加えたものである。この論文では単純化の為に、純国内資産と純国内信用を区別しない。

$$= Y - A + KA$$

即ち国内信用の変化が貨幣ストックの変化を上回る時には、 A は Y と KA の合計を上回ることを意味する。もし M^d が D の変化と独立した変数の関数であると仮定するならば、 D の変化に対する上限が R つまり国際収支の変化を決定する。

IMF 支援プログラムの作成は、単純化して 3 つのステップで実行される。第一に、通常は一年間又はそれ以上の期間における R の変化に関するターゲットを設定する。第二に、同期間の M^d を予測する。これには、 y や P 等の貨幣需要の主要な決定要因を予測したりターゲットを設定する作業を含む。もし単純な貨幣の所得加速度をもちいた関係式を利用するならば名目所得の予測をし、更に貨幣の所得速度を一定と仮定しない場合にはその速度が同期間の間にどのように変化するかについての仮定を設定する。より一般的な貨幣需要関数を用いる場合には、貨幣需要と関連のある説明変数を結び付けるパラメーターを推定する。第三に、上記で予測された R と M^d を所与として、 D の変化が第 7 式から導き出される。この銀行部門の資産と負債を国際収支に関連づけるアプローチは、「国際収支に対するマネタリーアプローチ」と呼ばれている。³

こうしてプログラムの作成は主としてバランスシートの恒等式と貨幣需要関数を用いて実行される。 D の変化が R にもたらす影響を予測可能に為には、貨幣需要は幾つかの限定された変数と予測可能な関係であることが重要である。この関係が安定的ならば、 D の増加は M^d と M の間に乖離をもたらすことで、 R の減少の原因となる。なぜならば、公衆は追加的に創造された貨幣を保有する誘因を持たないからである。しかし M^d が受動的に貨幣市場を均衡させるように調整すると仮定できるならば、 M^d が増加し R は変化しない。

IMF 支援プログラムで重要なことは、第 1 に実質所得、価格、金利などの変数に貨幣需要または貨幣の所得速度が予測可能な形で反応することであり、第 2 に貨幣需要が国内信用の変化と独立していると仮定できることである。第 1 に関しては、多くの研究が発展途上諸国の枠組みにおいて貨幣需要関数が安定的な関係を持つことを実証している。特に、実質貨幣需要を実質所得と貨幣保有の機会費用で特定化することが頻繁に行われている。勿論、インフレ率が高く変動が激しい状況では、将来の経済政策や経済発展に関して不確実性が高いので、貨幣保有の機会費用や貨幣需要を予測するのは困難であることが多い。

³ しばしば「国際収支に対するマネタリーアプローチ」自体が IMF 支援プログラムの基礎をなす理論として誤って理解されている。このアプローチは確かに IMF エコノミストがその開発に一躍を担い、また IMF 支援プログラムに利用されているものの、IMF プログラムの一要素に過ぎない。

第2に関してはより多くの問題がある。国内信用の変化が外貨準備の変化のみをもたらすという仮定は、実際には成立するとは考えにくい。この条件が成立する為には、中央銀行による拡大的な公開市場操作は国内金利、支出決定、価格、為替レートに全く影響を及ぼさないという条件が成立しなければならない。明らかにこうした仮定は変動相場制を採っている大国には当てはまらないし、資本移動が規制されている多くの小国の途上国にも当てはまらない。この条件が当てはまるかどうかは、財と資本の市場の開放度、市場の発達度、為替レートの柔軟性の程度に依存する。

2. ファイナンシャル・プログラミングの応用

国際収支構造の具体化

ファイナンシャル・プログラミングの応用として、国際収支を個々の構成要素に分けることができる。最も単純な例では、輸入需要関数という行動関係式を導入することである。輸入需要関数は国内所得の一定関数という単純化をすることも、相対価格、為替レート、そのほかの変数を含めた輸入需要関数を特定化することもできる。ここでは単純化して、第9式のように輸入数量 (IM) は実質所得 (y) に正の関係を持っていると仮定する。⁴

$$IM = a \cdot y \quad (9)$$

国際収支の恒等式は、第10式のように自国通貨建てで表した輸出 (EX)、IM、並びに KA で表せる (ここでは単純化してサービス収支、移転収支は含まない)。

$$\Delta R = EX - IM + KA \quad (10)$$

輸入需要関数を加えることで、IMF 支援プログラムの作成における D の変化の上限は次のステップで決定される。第1に、上記と同様にプログラム期間の R のターゲットを設定する。第2に、まず外生的に決定される EX や KA の構成要素について予測または仮定をする。EX の予測はその国の輸出市場先における実質所得と世界市場における競争相手諸国の輸出価格の予測を基にする。KA に関しては、その国の現在と将来の負債返済能力に

⁴ ブレトン・ウッズ体制が崩壊して管理変動相場制に移行して為替レートをモデルで明示する必要性が高まったが、ファイナンシャル・プログラミングを大きく修正するものではない。輸出額は為替レートを説明変数とするしなないに関わらず外生的に扱うので、ファイナンシャル・プログラミングの枠組みの外に位置する。輸入関数に関して、為替レート変数を容易に追加することができる。為替レートが生産、財政赤字のファイナンスに与える間接的な効果や資本移動に与える直接的な効果は、貨幣需要関数、純国内資産の変化が収斂する誘導関係式で考慮する必要がある。

基づいて維持可能な対外債務水準を決定し、予測される純対外債務の増加がこの維持可能な水準と一致している必要がある。こうして EX と KA を決定した後に、IM のターゲット (IM*) を国際収支の恒等式の第 10 式から導くことが出来る。

第 3 に、y を予測し、P に対してターゲットを設定する。第 4 に、これらの変数を用いて貨幣需要と輸入需要の変化を行動式から導く。第 5 に、ターゲットとされた R の変化と名目貨幣需要の変化により D の変化を導く。第 6 に、第 10 式から導かれる IM* と第 9 式から導かれる IM を比較する。もし IM* と IM が等しければプログラムの作成は終了するが、異なる場合には何らかの調整が必要である。例えば、R、P のターゲットを変更するか、或いは y、KA や EX に対する予測を変化させることで調整は行われる。このプロセスはこの二つの変数の値が一致するまで繰り返される。

財政収支の導入

ファイナンシャル・プログラミングの応用として、バランスシートを拡張して貨幣勘定と財政収支を関連づけることができる。これは信用供与の対象を民間部門と公共部門とに分け、政府の財政収支と対外債務の関係を考慮して行われる。政府の経済政策では財政支出と歳入が中心的な役割を果たしており、且つ民間部門の経済活動が十分な信用供給の確保に依存していることから、プログラム作成上この段階は最も重要である。財政赤字をプログラムで明示するのは、第一に財政赤字がしばしば初期の国際収支不均衡の原因であることから財政の調整によって均衡を回復することが多く、第二に財政政策は政府によって急速且つ直接実施することができ、第三に望ましい経済成長率を達成するには公共部門から生産効率の高い民間部門へと資源の移転を伴う必要性があること等を反映している。

財政政策をファイナンシャル・プログラミングの枠組みに導入するには、まず KA を第 11 式のように、民間部門 (KA_p) と公共部門 (KA_G) に分ける。

$$KA = KA_p + KA_G \quad (11)$$

次に、 ΔD についても第 12 式のように、民間部門 (ΔD_p) と公共部門 (ΔD_G) に分ける。

$$\Delta D = \Delta D_p + \Delta D_G \quad (12)$$

通常、公共部門に対する国内信用 (D_G) は公共部門に対する信用の供与から銀行部門に預けている政府預金を差し引いたネットとして定義する。次に政府の予算制約式は、第 13 式のように財政赤字 (G-T) は KA_G (対外債務) の増加又は D_G の増加によってファイナ

ンスされることを示している。

$$G - T = \Delta D_G + KA_G \quad (13)$$

第 13 式の G は財政支出を T は政府の税収を表す。この予算制約式は、政府が国内の民間部門（非銀行部門）からは融資を受けないことを仮定している。これは、多くの発展途上諸国の国債市場は限定的で、政府は外国又は国内の銀行部門から資金調達しているからである。しかし、社会保障や年金基金などの非銀行部門が存在しこれらの資金による対政府融資が実施されている場合には、プログラムで考慮する必要がある。

プログラムは上記と同様に、まず R の変化に関するターゲットを設定し貨幣需要を予測して、D の変化を導出する。そして成長率の予測と追加的資本—生産比率（ICOR）等を用いて（R の次に）重要なターゲットである D_p の変化を予測する。そして、残差として D_G の変化が得られる。プログラムではこの D_G の変化に上限を設定することが多い。対公共部門に対する信用の供与の変化を残差として扱うのは、民間部門の活動資金や投資目的のために十分な信金を残し、公共部門によるクラウディング・アウトを最小限に留めることにある。こうして D_G の変化額の決定後、第 13 式に代入し実現可能な KA_G の変化額を推定して、G-T を導出できる。この財政赤字の水準が政府の財政予算と乖離する場合には、税金政策や支出政策を変化させることで財政のファイナンス・ギャップを埋めなければならない。さもなければ、民間部門に対する信用を当初の計画より制限したものにしなければならない。

金融部門の具体化

ファイナンシャル・プログラミングの応用として、マネタリーサーベイを中央銀行のバランスシートに関連づけることができる。この場合、政策変数は全銀行部門の国内信用（D）の変化というよりも中央銀行の国内信用（ D_{CB} ）の変化となる。IMF 支援プログラムでは、総国内信用と中央銀行による純国内信用（国内信用から政府の預金引いた差額）の両方に対して上限を設定することが多い。第 14 式は、中央銀行の負債（ハイパワードマネー、H）の変化と資産（純対外資産、 R_{CB} と D_{CB} ）の変化を恒等式として表している。

$$\Delta H = \Delta R_{CB} + \Delta D_{CB} \quad (14)$$

全貨幣供給（M）は H と貨幣乗数（m）によって第 15 式として表せる。

$$M = m \cdot H \quad (15)$$

貨幣乗数は、流通している通貨量・預金比率と市中銀行の支払準備金・預金比率の関数である。従って、この乗数は公衆の選好や政府の政策（支払準備率の変化や割引率の変化）などに依存している。この乗数が安定的で予測可能であれば、第 14 式と第 15 式を用いて第 4 式的全銀行部門バランスシートの関係式を第 16 式のように表せる。

$$\Delta M = m (\Delta R + \Delta D_{CB}) \quad (16)$$

プログラムの作成で第 4 式と第 16 式のどちらを選択するかは、第一に金融政策を実践する方法に依存する。中央銀行が信用政策を全銀行部門に対する信用管理を通して実践しており、ノンバンク等の他の金融市場が十分に発達していない場合には、信用変数は銀行部門全体を含む広義であるべきである。しかし、中央銀行が信用政策を自己の国内信用操作を通して行い、更に m に影響を与える支払準備率の変化を用いている場合には、信用変数は中央銀行の対内資産を含む狭義が適切である。第二に、 m の安定性に依存する。 m が弾力的で予測が不可能な形で変化をする場合には、中央銀行の信用よりも銀行部門全体の信用に焦点を当てるのが適切である。

3. 経済成長を志向したプログラム

これまでは、実質生産は天候や輸出に対する外需などの外生的要因によって決定されると仮定してきた。勿論、実際にプログラムを実行するときには、生産の予測は、経済政策によって期待される効果を考慮して調整が行われている。その一方で、近年、長期的で持続的な成長を促進する為に、IMF はプログラムの中に成長側面をより積極的に取り入れるようになった。Crockett (1981) は経済調整に対する見方に関して、従来のマネタリスト的な見解と構造主義的な見解はインフレがディマンド・プルなのかコスト・プッシュなのかの議論に類似しており、対立するものではなく補完させるべきであると指摘した。マネタリスト的な見解は需要超過がインフレの原因なので需要引き締め政策が必要であると主張するものであり、構造主義的な見解は生産・需要の構造的な問題が存在することにより貨幣供給の引き締めをしてもスムーズにインフレ緩和につながらず生産を阻害する障壁や寡占を除去する必要性を主張している。

Crockett は発展途上国はコーヒー、ココア、茶等の第一次産品の輸出と国内生産財と競合していない工業品の輸入が中心なので、輸出財のプロダクトミックスが国内消費のそれと類似している工業国に比べて財政政策・金融政策の引き締めによる国内支出抑制政策や為替レートの変更による需要転換政策では必ずしも生産資源を輸出や輸入代替部門へ移転することを促さないし、移転するにしてもかなりの時間がかかると指摘している。更に、多

くの発展途上国では金融の仲介は主として銀行部門を中心とし、且つ信用供給の上限や金利の上限を設定しており、金融政策は必ずしも有効ではない。こうした状況では生産要素の未利用状態が長期にわたり、構造的な調整政策が必要となる。

また 1980 年代になって IMF 支援プログラムが発展途上国を対象とするケースが増加し、プログラム期間が長期化するに連れ、構造改革の重要性が高まっている。ファイナンシャル・プログラミングに成長関連の要素を導入する一つの手法として、世界銀行が発展途上諸国に対して行っている経済成長の長期予測の基礎となっている「two-gap」モデルを用いて変数や関係式を導入する方法が考えられる。これらの変数は主として生産的能力の増加に関連していて、公共や民間の投資額、経済全体の資本・生産比率等を含む。投資変数は国内貯蓄と純外国貯蓄に依存し、並びに公共と民間の消費に依存する。資本・生産比率は既存の労働技術や科学技術によって与えられる。輸出と外国資本の純流入は外生的に扱う。Chaud (1989) は「ファイナンシャル・プログラミングの成長志向モデル」を作成したが、投資に残された所得は消費性向、税率、政府支出、海外からの貯蓄に依存し、この投資額と ICOR を掛けて経済成長率を導出するものである。Khan 等 (1989) は、更に IMF のマネタリーモデルと世界銀行の成長モデルを融合することを試みたが、Polak (1997) はかえって複雑化し新しいモデルの構築へと結びつくものではなかったと指摘している。

従って、Polak は実際には経済成長と安定化という 2 つの目標を達成する為にモデルを拡張するというよりも、経済成長に大きく貢献すると考えられる変数を検討することを提唱している。政府部門に対する国内信用に上限を導入することは民間部門に十分な信用の供与を行うことを目的としており、成長志向の政策と言える。また、政府部門に対する純国内信用の変化に関して、その原因となる歳入側と歳出側を区別することは短期的な経済安定化と中期的な経済成長の両方を考慮に入れる必要性を反映していると考えられる。

最近では、Mikkelsen (1998) は、簡単な成長志向の中期調整プログラムのシュミレーション・モデルを作成した。従来のプログラム作成が経済部門間の整合性を充たすようにプロセスが繰り返されてきたのに対して、この研究は行動変数を同時に解くより効率的な手法を検討しており、この手法が実際にプログラムで利用されるように成るにはより一層の発展が望まれる。

III. IMF 支援のマクロ経済プログラム

1. 基礎的なプログラムの考え方

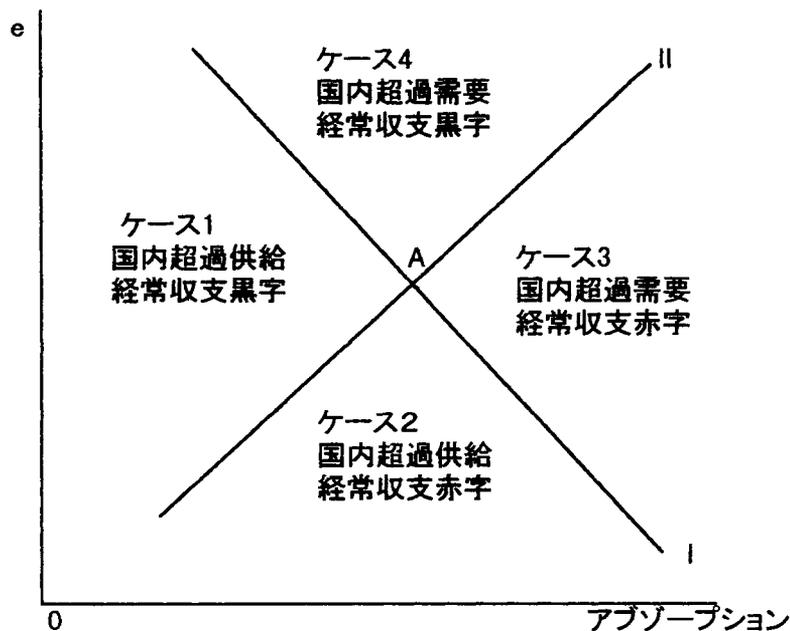
支出抑制政策と支出転換政策

IMF 支援プログラムは国の状況によって相違があるが、共通点は「国内均衡」・「対外均衡」の達成と十分な経済成長を実現することにある。国内均衡は国内所得水準が労働等の資源完全利用水準に等しく、且つ価格が安定的である状態を指している。対外均衡は経常収支が持続可能な資本収支と一致している国際収支状態を指している。一例として、図 1 はスワン・ダイアグラムを示しており、アジャスタブルな固定相場制を仮定し（固定相場制を維持する限り金融政策は無効である）、縦軸に為替レート（ e の上昇は自国通貨の減価）を、横軸にアブゾープションの増加を示している。そして、総需要が潜在的な生産水準と等しい国内均衡点を示す曲線 I と対外均衡点を示す曲線 II（単純化の為にここでは資本収支を無視して経常収支がゼロの状態を指す）を表している。この図から明らかなように、通常は財政政策と為替政策の両方を同時に採用することなく二つの均衡を達成することはできない。

国内均衡条件： $Y_f = A(Y) + CA(P/P^*e, Y, Y^*)$

対外均衡条件： $CA(P/P^*e, Y, Y^*) = \text{ターゲットとする外貨準備額}$

図1. 国内均衡と対外均衡: 4つのケース



例えばケース 3 の経常収支赤字と国内超過需要の状態では、支出削減政策は経常収支赤字と国内不均衡から起因するインフレ圧力の両方を改善することが出来る。しかし総需要の抑制により国内均衡と対外均衡の両方を同時に達成することは全くの偶然による。もし対国内均衡が回復しても対外不均衡が存在し続ければ、一層の需要抑制は対外均衡を達成するかもしれないが国内均衡は生産資源を完全利用できなくなる。こうした状況では、国内消費を増加させること無く国内の財・サービスに対する世界の需要を増加させる需要転換政策としての為替政策が考えられる。このように、複数の政策目標を達成するには複数の政策手段が必要であるという「ティンバーゲンの原則」は、IMF 支援プログラムに反映されている。

こうしてプログラムは、国際収支の均衡を達成すべく反インフレ政策を採用することにより超過需要の原因を取り除き、デフレーションを発生させ失業を悪化させない様にと為替政策やその他の経済政策の組み合わせを含んでいるのである。

為替政策：上記で明らかのように、為替政策はブレトン・ウッズ体制が崩壊して以来、過去 20 年間に渡り調整手段として IMF 支援プログラムで重要な役割を果たしてきた。為替政策は国際競争力の低下を防ぐために、実質為替レートの減価を維持することを中心とした。この背景にはブレトンウッズ体制下における固定相場制の維持から為替レートの変動へと価値観が移行してきたこと、並びに 1970 年代になると比較的緩やかな国際

収支問題を持つ国から深刻な構造的問題を抱えている国へと融資対象が変化したことを反映している。また 1980 年代半ばになって、対外債務支払いの滞納、外貨市場における闇市の存在、深刻な国際収支問題を抱える発展途上国の多くが固定名目為替レートを維持することが困難となって変動相場制に移行するようになってきた。Polak (1991) は、プログラムの中に為替政策を含む割合が 1963-72 年には僅か 32%であったのが、1973-80 年には 82%に増加し、以後 100%近くに達したと指摘している。

しかしその一方で、名目為替レートを変動させることに疑問が投げかけられるようになった。特に、国内均衡が成立している状態で名目為替レートを減価して貿易財の国内価格を上昇させることで経常収支を改善させても、適切な賃金・財政政策が伴わないと直ぐに非貿易財価格が上昇するので実質為替レートの減価を維持することができないことが明らかになってきた。更に、西ヨーロッパの為替相場メカニズム (ERM) がドイツのインフレ率を上回る国に対して、為替レートを減価するタイミングを遅らせたり、減価の条件として政策変更を要請することで高インフレ率を持続することによる費用を高めて、これらの国でインフレ率が低下するように成った。こうして ERM は、1950-60 年代のブレトン・ウッズ体制と類似した機能を維持していることを示したことも固定相場制を支持する見解に影響を与えた。また、このように名目為替レートを「ノーミナル・アンカー」としてインフレを抑制する手段として用いることは、中南米諸国のように高インフレから安定化政策を採用した国々で有効であることが明らかとなっている。また、固定相場制から変動相場制に移行するようになって、1970 年代当初変動相場制が提唱された頃の予想に反して、実効為替レートの変動が大きくなっていることも指摘されている (Obstfeld, 1995)。

また、Dornbusch (1973) は国内価格水準が主として外国価格によって決定されている小国では、為替レートの切り下げは実質貨幣供給量が低下して資産の実質価値が下落することによりデフレーションとなる可能性があるとして指摘した。更に、Cooper (1971) や Krugman 等 (1978) は、輸入需要の弾力性と輸出供給の弾力性が低い状態で切り下げすると、総需要が低下して実質所得が減る可能性を指摘した。

こうした為替レートの変動による **Adjustment** と固定相場制による **Disipline** の間での賛否両論は、1970 年代初めにみられた兆候を再現するものでもあり IMF 支援プログラムにも反映されるようになった。とりわけ市場経済体制に移行したばかりの東ヨーロッパにおいては、IMF はチェコスロバキア、ユーゴスラビア、ポーランドに対しては価格安定化を目的として固定相場制を提唱した。それに対して、ブルガリアは完全変動相場制に近いものを、ハンガリーやポーランドに対しては、その中間の調整を伴う変動相場制を提唱した。最近では新興経済国に対する多額の資本移動によって固定相場制を維持することが困難になってきたことから、IMF は多額な資本流入を経験している国に対しては変動相場制

を支持する傾向が見られている。

財政政策：財政政策は、政府の予算を用いてアブゾープションと国内で生産されている財に対する総需要に影響を及ぼすことである。これまで IMF では財政政策に関しては、財政赤字の修正や政府に対する国内信用の制限に限定され、財政赤字を縮小するのに税金の上昇で行うのか、支出の削減で行うのかは融資を受ける国の責任であるという立場を維持してきた。これにより IMF は社会的・政治的な優先順位による判断を下すことを回避し、政治的な中立を維持することを試みてきた。しかし 1980 年代末になると、単に政府に対する国内信用の制限をしても政府は対外債務を増加させたり債務支払いを滞納することで対処するので、必ずしも財政赤字が逡減しないことが明らかになってきた。また国債を非銀行部門に発行して、民間部門の投資をクラウドアウトするような現象も顕著になってきた。⁵ 更に、輸出税を導入して輸出産業の発展や経済成長を阻害して、持続可能でない財政政策が採用されていることが多く見られた。

従って、IMF は特に加盟国全部が無償で受けられる **Technical Assistance** を通して具体的な政策アドバイスをするようになり、並びにプログラムにも具体的な政策を含めるようになった。プログラムでは民間部門に対するクラウドイング・アウトを緩和するように政府に対する国内信用の上限を設定する他に、公共部門による対外債務の上限や全債務支払い滞納の制限を含めるようになった。

また、財政政策は短期的に国民貯蓄を増大させる手段としても重要である。IMF (1996) は、発展途上国で政策によって民間部門の貯蓄を短期的に増加させる効果は小さいことを指摘している。従って、公共部門の貯蓄を財政政策の引き締めによって増やすことで国民

⁵ 政府部門の支出の増加によって銀行部門による民間部門に対する国内信用の低下に起因する民間部門の支出の低下はクラウドイング・アウトと呼ばれる。またクラウドイング・アウトは、他の経路でも発生する。第一に、政府部門の支出が民間部門に対する同額の税金を将来に賦課する（又は現在国債を発行する）ことで実現する場合には、将来の民間部門の可処分所得は低下し、それを見越して民間部門は現行の支出を低下させて貯蓄をする。これは「リカードの中立命題 (**Ricardian equivalence**)」と呼ばれている。第二に、公共支出の増加によって元の金利水準で総需要の増加が起こると、貨幣需要の増加に合わせて国内利子率が直ちに上昇し、総需要の金利に敏感な部分が低下する。更に貨幣の超過需要が持続する場合には、家計が現金バランスを蓄積するために現行の支出を控えるかもしれない。第三に、名目賃金率が柔軟に変化するか、現行の名目賃金契約が締結された時に政府部門の支出の増加が予測された場合には、公共支出の増加額に等しくなるまで国内名目価格水準の上昇を通じて民間支出を低下させるので、実質総需要のネットの変化は起こらないことがある。しかしその一方で、民間部門が購入する財と補完的な公共財（例えばインフラ投資）を政府部門が供給する場合には、民間部門の資本の生産性を増加させて追加的な民間投資を刺激する可能性がある。また、リカードの中立命題は民間部門の将来に対する割引率が十分に大きい場合には、現行の支出に対する影響はかなり小さくなる。

貯蓄を増やすことが必要である。更に、こうして財政政策に規律をもたらすことで、インフレ率を低下させたり対外競争力を改善することで経済成長を促進すると考えられる。

しかし、公共部門の貯蓄を増加するのに必要な財政調整は、歳入の増加と経常支出の削減の間でバランスを取りながら、歳出規模の適切さ・配分の効率性と歳入の増加可能性・合理性等の詳細な政策を決定する必要がある。歳入の構成は、関税収入への過度な依存体制から脱却して広範囲な徴税に基づく消費税・付加価値税へと転換を図ることが重要である。また、消費税・付加価値税は税率段階を削減し控除項目を最小に留め、所得税や利益に対する課税は簡素化し課税対象を拡大し、並びに税金の徴収や管理を強化する必要がある。更に、歳出の構成に関しても、保健・教育・ソーシャル・セイフティネット等の優先順位の高い分野への支出を保護する一方で、貯蓄を増大する為に公務員改革・国営企業改革を実施する必要がある。

金融政策：経済の初期の発展段階では、経済主体は貯蓄を主として貨幣の保有という形で行うことが多い。こうした状況では、中央銀行が中心となって貨幣需要を充たすように努めなければならない。しかし経済が発展するにつれて、貨幣以外の金融資産に対する需要が増加するようになると、中央銀行は新しい金融機関を設立したり設立を奨励する。これにより金融政策は、適切な金利政策を通して金融資産の実質利回りを高め、貯蓄が効率的に金融資産や最も生産的な利用に用いられる環境を整備することに重点が移るようになる。貨幣を含めた金融資産に対する利回りを高めるには、(比較的生産性が低い) 金や商品等の資産に対する利回りに見合う水準に設定する必要がある。

金利に上限が設定されている金融抑圧状態 (financial repression) にある国は、名目預金金利を引き上げたりインフレ率を引き下げることで貯蓄を金や商品から金融部門に移行することが可能になる。通常は名目金利の上昇は調達コストを高めるが、金融抑圧状態から脱却する場合には資金がより生産的な投資に配分されて経済成長と開発をもたらすことになる。McKinnon (1973) は貨幣が実質資源を投資目的に利用できる手段として機能することにより、実質貨幣残高と資本形成に補完関係があることを強調した。発展途上国では貯蓄の多くを貨幣で保有するので、金融機関の預金が増加して金融機関の仲介機能が高まり投資が拡大することになる。また、銀行の金利水準で投資需要が超過状態にある時には、金利の上昇によって貯蓄の増大により投資は拡大することになる。

実質利回りを上昇させる為に名目金利を上昇させるかインフレ率を引き下げるかの選択は、幾つかの要因を考慮して検討する必要がある。第一に貨幣が需要超過にある時は短期的には総需要が低下して、インフレ率よりも実質生産が低下する傾向がある。こうした状況では、期待インフレ率が名目貨幣増加率の低下と共に直ちに下落して貨幣の超過需要が消滅

するならば、実質生産の低下を避けられる。第二に、預金金利の上昇は銀行の短期的負債を上昇し、銀行の資金調達費用を高めて銀行の利潤を低下させる可能性がある。この理由は、銀行は利潤の低下を貸出金利の引き上げにより相殺することができるが、既存の債権が新規貸し出しに取って代わるまで待たなければならず、時間がかかるからである。

金融政策の経済安定化としての役割は、従来は生産や雇用を促進する為に総需要を刺激するというよりも国際収支を維持することに焦点が当てられてきた。この理由は固定相場制の下では、国内貨幣供給と価格水準は世界価格と相容れる水準に維持されなければならず、長期的な金融政策の目的は外貨保有を蓄積して固定為替レートを防衛することにあるからである。また変動相場制の下でも、金融政策は供給側や対外的の要因に対応しなくてはならず、総需要を管理する能力は限定されている。更に、総需要を増大させるために政府債務を貨幣化して貨幣供給を増やすことで、価格安定化の達成が困難となり、経済発展を阻害する可能性がある。

サプライサイド政策（構造改革）

従来のファイナンシャル・プログラミングに基づいたアプローチは、構造改革を含めた包括的なアプローチに比べて幾つかの利点がある。この利点として **Tanzi(1987)**は、(以下で説明する) パフォーマンス・クライテリアを数量化することで客観的に扱え、融資を受けている国から政治的な妨害を受けにくくし、予算の都合上、専門的な知識を持つエコノミストの採用の増加を抑制することができると指摘している。

しかしその一方で、次第に特に財政政策に対して個々の課税構造、支出構造、投資配分、公共料金価格、公共部門の雇用等ミクロ的な側面の必要性が強調されるようになった。この背景には、第一に適切な経済安定化プログラムは需要管理政策にのみ依存するものではなく、需要管理に用いられるマクロ経済変数の上限はその国が経験しようとしている構造変化を反映すべきであるという見解を表している。また、この見解は生産、輸出、資本の帰還等といった供給側の反応は比較的迅速に起こる事実も反映している。第二に、マクロ経済変数に注目しすぎると、プログラム期間に数値目標を充たしさえすれば良いとの印象を融資対象国に植え付け、国際収支の持続可能な状態の達成、経済成長、価格安定化等の本来の目標を見失いがちとなる。第三に、特定の政策手法の質や持続性を軽視する傾向がある事実を反映している。

こうして、最近ではサプライサイド政策に対して益々注目が集まっている。サプライサイド政策は、第一に既存の生産能力から生産量を増加することが可能である。この目的は、人為的に抑制された農業生産価格の引き上げ、管理消費財価格・輸入制限・外貨取引規

制の自由化、現実的な為替レートや金利の維持、市場ベースで信用供与等の政策により達成が可能である。特に国内金融市場の自由化は、政府の裁量による資金の配分から市場原理に基づく資源配分を促し銀行の仲介機能を高める。しかし、この自由化は実質金利をマイナスからプラスの値へと導いて預金の増加に貢献するものの、貸出金利と預金金利の乖離を拡大したり、国際的な水準からみて過度に上昇して生産・投資に負の影響を与えることもある。この高金利はカントリーリスク、実質為替レートの上昇期待、税体系の相違等に依存するだけではなく、国内金融市場の寡占状態、モラルハザード等を反映している。この場合には、プログラムでは金融部門に対する監督・規制を強化し、参入の自由化を進める政策を含める必要がある。第二に、生産能力の増加率を加速することができる。これは現実的な金利水準の維持、財政支出をより経済発展を誘発する分野へ配分する政策だけでなく、高い利回りが得られる投資に資源を配分する政策によっても達成できる。通常は第二の効果を目標とする政策は効果が現れるのに時間がかかり、且つ総需要抑制政策に伴う経済的困難を緩和するために生産を直ちに増加させる必要性から、プログラムでは第一の効果を目的とする政策が重要視されている。

構造改革の優先順位は、マクロ経済調整に迅速に且つ強く反応することを促す民間部門の投資や企業家精神を刺激する構造改革に置く必要がある。特に、民営化、健全な銀行部門の創設、民間部門の育成に必要な規則・法律の設立が重要である。この分野では、専門知識を保有する世界銀行との協調体制が不可欠となる。

また、総需要政策がその国の全ての所得層に影響を与えることが多いのに比べて、構造改革は特定の所得層や経済集団に影響を与えることが多い。例えば、輸入の自由化は輸入業者に、金融市場の自由化は金利の上昇を通じて資金の借り手に、食料の補助金の撤廃は低所得者層や都市の消費者に負の影響を与える。この為に、構造改革はこうした経済集団の大きな抵抗に遭って実行することが困難であることが多い。IMF 支援プログラムで中心的な構造改革は、経常収支の取引きの自由化、為替レートの一元化、国内金融市場の自由化、旧社会主義諸国ではこれらに加えて価格の自由化が中心である。プログラムでは（例えば、国内金融市場の自由化をする前に中央銀行による十分な監督・管理能力を高める等の場合を除いて）これらの改革の順序について一貫した見解を維持しているわけではなく、順序は政治的側面・行政的な能力に応じて決定されていることが多い（IMF, 1995）。

IMF 支援プログラムの作成プロセス

IMF 支援プログラムの目的は、単に国際収支の短期的な改善を追求するだけでなく、既存の生産能力の完全で効率的な利用、中期的に維持可能な国際収支の達成、長期的経済成長の実現等、広範囲な目的を持っている。従って IMF 支援プログラムでは幅広い範囲の政

策手段を取り入れており、特に構造調整を必要とする ESAP プログラムの作成に当たっては世界銀行と協調して実行している。IMF 支援プログラムの目的は、国際収支の必要な修正を行うと共に、そのような修正がもたらすアブゾープションの低下が生産に与える負の効果を最小に抑えることである。

これは上記で述べたように国内で生産される財・サービスに対する内外の需要を増加させる支出転換政策を実行する必要があるが、この政策は単なる為替レートの調整だけではなく、新しい生産構造の形成を伴う調整を含んでいる。支出削減政策は、公共部門から民間部門へ向けて資源の移転等の構造改善的な要素を含んでいる。しかしこのような従来の支出抑制政策と支出転換政策に加えて、その国の経済能力を十分に生かすためには、通常は既存の資源をより効率的に使うことを促したり、より質が高い新投資を促すように民間部門を刺激する必要性から、プログラムではサプライサイド政策が益々重要になってきている。

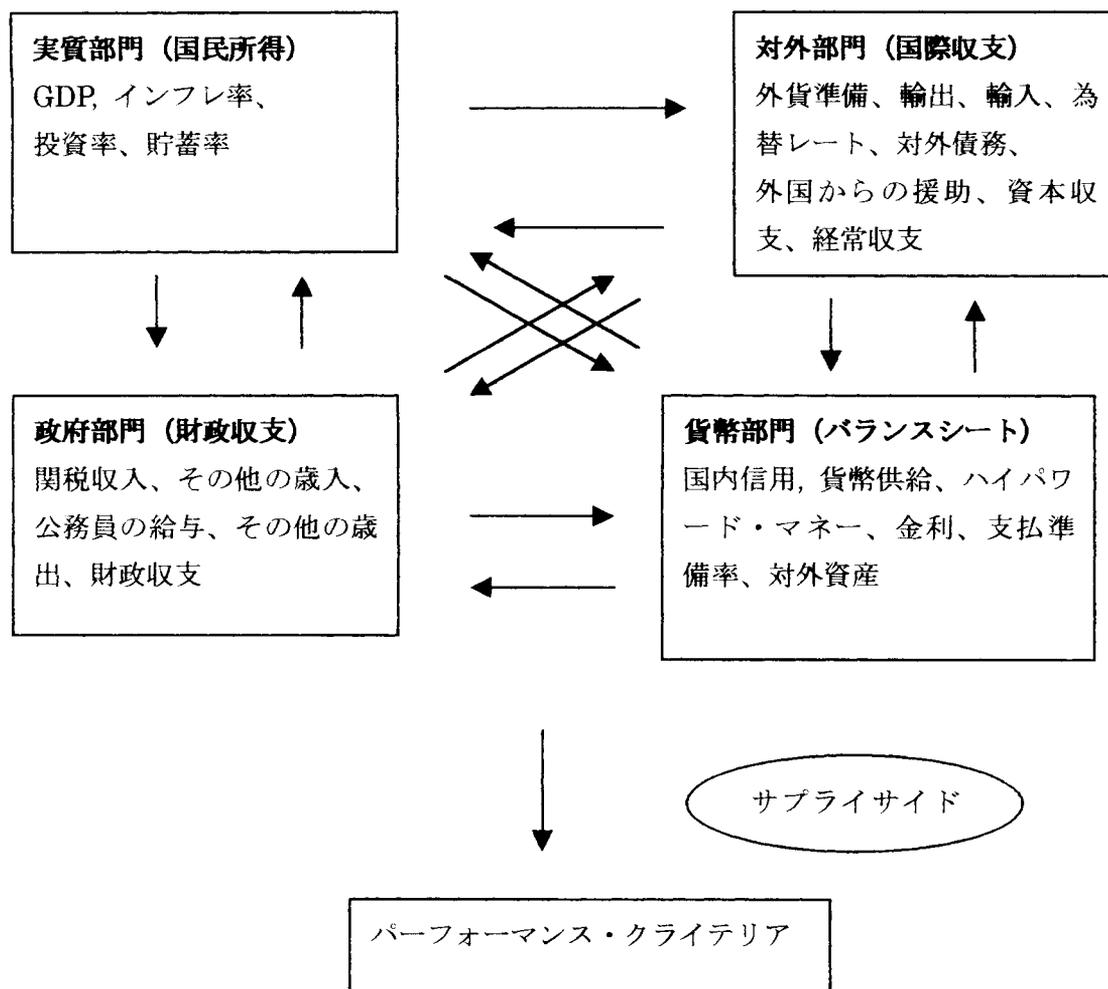
こうして IMF 支援プログラムは経済成長の促進、外貨準備の増加、インフレ率の低下等、複数の最終政策目標を達成する為に、上記の政策効果を考慮しながら必要とされる政策手段を決定している。そしてこの目標を達成するにあたり、実質部門の経済活動を表す国民所得表・外国との取引を表す国際収支表・政府の活動を表す財政収支表・銀行部門の貨幣の動きを表すマネタリーサーベイに整合性をもたせるように主要なマクロ経済変数が決定される。仮にこうして決定された変数が整合性を持たない場合、例えば政府の財政予算が中央銀行による政府部門に対する信用付与の上限から導かれる財政支出を上回っている場合には、税制や公務員賃金削減等の政策、歳入を増加させる国民所得ターゲットの上方修正、或いは外貨準備ターゲットの下方修正等の繰り返しを通して調整を行う。最終的には予め合意した IMF による融資の分割支払を実行するに際して、支払いをするかどうかの判定の基準となる「パフォーマンス・クライテリア」を導くが、具体的にどの変数が選択されるかはその国の状況により異なっている。

IMF 支援プログラムは国の相違に関わらず類似しているという批判が聞かれるが、この背景には IMF に支援を求める多くの諸国は政府の過剰支出に起因する深刻な国際収支問題や高いインフレ率、並びに通貨価値の過大評価とそれによる輸出・経済成長の停滞という現象が共通に見られることにある。こうした状況に対処するには、政府支出を抑制し、為替レートの切り下げを実行する必要がある。またプログラムは、貿易・国際取引の自由化といった IMF 協定の原則を基にした概念を使用していることから目標は類似していることが多いが、そうした目標に至るまでの政策はその国の特殊性、問題の緊急性、その国が必要とされる政策を実行し維持できる能力によって異なっている。

また、IMF支援プログラムは厳格な経済政策を強制しているといった批判に対して、IMFは加盟国の長期的利益を考慮して、調整に伴う費用を最小化し成長の潜在性を最大化することを目指していると主張している。第一に、国際収支問題に陥る国は、不適切な国内政策や交易条件の悪化等の外部状況に起因することが多く、不均衡や資金不足により厳格な政策手段を採用する必要がある。第二に、経常収支の赤字国は、アブゾープションを維持する為に外貨準備の取り崩しや対外債務でファイナンスすることが多く、こうした状況はいずれは限界となって政策調整を実行せざるおえなくなる。ここで貿易制限を課して経常収支を改善しようとする、根本の問題を先送りすることとなり調整の費用はもっと高く付くことになる。従って、IMF支援プログラムにより規則的・計画的な調整政策を採用することで調整費用を引き下げることが可能である。第三に、いかなる経済調整も痛みを伴い、そうした調整が行われずに経済状況が悪化することによる経済的困難と比較する必要がある。第四に、必要だが政治的に不人気な経済調整をするに当たり、政府がIMFに責任転嫁してIMFが政策を強制しているかの印象を与えることがある。第五に、プログラムでは、非効率性や無駄を取り除いて長期的に持続可能な経済成長を促進するための構造改革を推進している。

IMF支援プログラムは、こうしてファイナンシャル・プログラミングを基礎としているが、実際にはエコノミストが現地に2-3週間滞在中に操作可能なように出来る限り単純化し、幾つかのアドホックな仮定を用い、マクロ経済の4部門（対外部門、実質部門、貨幣部門、政府部門）の一貫性を保つようなプログラムを作成している。このプログラムで貨幣的な側面が強調されるのは、第一に国際収支の不均衡が本質的には貨幣的な特徴を持っていることにあり、第二にデータが4部門の中で最も正確で迅速に入手できることからパフォーマンス・クライテリアの設定で重要な役割を担っているからである。プログラムは以下の図の様に、4部門間での整合性を得られるようになるまで繰り返し作業が行われ構造改革やサプライサイド政策にも配慮しながら、最終的にはパフォーマンス・クライテリアを導出する。

IMF 支援プログラムの作成プロセス



2. コンディショナリティ

「コンディショナリティ (融資条件)」とは、ある国が直面している国際収支問題に関連する経済状況を検討した結果、IMF によって必要であるとみなされ、且つ金融支援を受ける為に採用することを期待されている政策を指している。コンディショナリティは国際環境の変遷により変化をして来ている。

ブレトンウッズ体制下の 1950-60 年代は、相対的に安定的な経済成長と低インフレ率に支えられ、貿易の自由化や通貨の兌換性が高まった時期であった。この頃の IMF は、主として融資対象国が国際収支問題に対処できるか否か、債務を 3-5 年以内に返済できるか否かで融資の決定をしていた。1952 年に Stand-By (SB) 融資制度ができると、加盟国は近い将来の外貨が不足することを見越して融資を受けたり、直ちに外貨が必要な国に融資をす

ることを目的とした。この際に対外不均衡を修正することを目的とした政策を融資の条件とすることで IMF 融資はより効果的になるとの認識からコンディショナリティが付けられるようになった。更にプログラムが適切に実行されているか否かを判断する基準として、IMF が加盟国と合意した資金提供時期に合わせて主要な政策目標を数量化し、以下に述べるパフォーマンス・クライテリアを設定するようになった。この時期の主要な非数量目標は、国際収支問題を改善する為に為替取引の規制を導入・強化しないとする内容のものであった。

そして、多くの加盟諸国が交易条件の変化によって国際収支問題に直面するようになった 1974 年には、SB とコンディショナリティは余り変わらないものの深刻な外貨不足の国に中期的な融資を提供する Extended Fund Facility (EFF) が設立された。最も大きな変化は IMF 融資が債務危機を経験した発展途上国に集中するようになってきた 1980 年代に見られた。それまでの IMF は 1977 年に IMF と融資協定を締結した英国とイタリアに代表されるように、国際収支問題に直面して一時的に資金が必要な加盟国は先進国であろうと融資を受けられる金融機関とみなされてきた。しかし、新しい経済状況を反映して IMF は Structural Adjustment Facility (SAF) と Enhanced Structural Adjustment Facility (ESAF) をそれぞれ 1986 年と 1988 年に設立した。⁶ これら全ての融資制度の下で、コンディショナリティは次の一年間に実行することを合意した詳細な政策を記述した報告書に示されている。特に EFF、SAF、ESAF は、このコンディショナリティに構造的な側面が多く導入されている。⁷

「パフォーマンス・クライテリア」とは、IMF 支援のプログラムが軌道に乗っているのか否かを判定し、修正が必要な場合には経済政策の調整を促すことを目的として作成されている。また、この基準は IMF の資金提供予定期に合わせて設定され、この基準に満たない場合には政策不履行以外の理由で免責 (waiver) を受けられる場合を除いて、IMF 融資の中止ともなりかねない。従って、融資を受けた国は国内・対外不均衡を改善すべく抜

⁶ IMF 融資制度の内、低所得国のみが年率 0.5% という低金利の SAF と ESAF 融資を受けられ、SB と EFF は市場金利で融資される。SAF と ESAF では、IMF と世界銀行が強調してプログラムを作成している。また、SAF、ESAF は債務の支払いを 5.5-10 年、SB は 3.25-5 年、EFF は 4.5-10 年で実行することが規定されている。プログラム期間は、通常 SB が 12-18 ヶ月、EFF, SAF, ESAF が 3 年となっている。IMF からの資金提供は、SB と EFF で四半期ごと、SAF で年一回、ESAF で年二回となっている。

⁷ IMF のコンディショナリティは IMF と政策当局者との間で合意に達した政策について書かれている letter of intent 又は memorandum と呼ばれる文書に述べられている。通常は、IMF 職員が現地で 2-3 週間滞在中に新情報を得たり非公式に政策交渉を進めた後に、IMF 職員がその加盟国の最高責任者から IMF の専務理事にあてた手紙形式で執筆して政策担当者に手渡し、加筆・修正を経た後に最終合意に達した場合に、最高責任者の署名入りで IMF 職員の準備した staff report と呼ばれる報告書と合わせて IMF 理事会に提出される。

本的な経済改革に取り組むことを促されるのである。「ベンチマーク・クライテリア」はパフォーマンス・クライテリアと同様な目的を保有しているが、それを満たしていなくても融資の中止とはならず資金提供予定期以外の時期に設定されることが多い。「ブライアー・アクション」は、IMF から融資を受ける前に実行しなければならない政策を指している。これはプログラムの成功率を高めたり、パフォーマンス・クライテリアの中に含まれる政策の数を減らすことができるという利点がある。1980年代になって融資対象国が困難な経済状況を持つ発展途上国になるにつれて、IMF はパフォーマンス・クライテリアの数を増加させるようになった。

パフォーマンス・クライテリアは、通常は国内純資産 (D) や政府の財政収支等の貨幣・財政部門に関する変数を多く含むが、これらは最終目的である価格の安定、民間部門を中心とする経済発展、対外均衡の回復等の「最終目標」を実現するための「中間目標 (intermediate variables)」に過ぎない。従って、この中間目標と最終目標の間に乖離が見られる場合には、仮に中間目標を満たしている IMF 融資が継続していても、最終目標を達成できないような状況となってしまうかねない。また、数値目標は目標以上の達成が望ましいとみなされており、数値というよりも上限・下限の目標と考えられる。最も重要なことは最終目標から政策手段と密接な関係を持つ中間目標を導くことにある。この最終目標、中間目標、政策の選択はその国が通貨同盟に属しているのか否か、固定相場制を採用しているのか否か、等の経済制度によって影響を受ける。また、政策手法の選択はその国の経済制度の発展段階に依存する。例えば、金融市場が発達している国では政府が貨幣供給の増加率に影響を及ぼすことが可能な政策手段が多様に存在するが、そうした市場が未発達な国では、金融政策手段は限られている。

現在、主要なパフォーマンス・クライテリアとして D に上限を設定することが頻繁に用いられている。この理由は、第一に資本取引の自由化が進み、且つ固定相場制の下で（貨幣需要が変化しない限り）貨幣供給量を変化させることができない場合に、残された金融政策は国内信用の上限を変化させることで支出や所得に影響を与えることができるからである。第二に、資本取引の自由化が余り進展していず、財市場の統合化が進展し（一物一価の法則が成立するので、価格の変動は主として為替レートの変動に起因し）、ノンバンクの数が少なく銀行部門が著しく発達している状況では、銀行部門の信用供与に上限を与える政策が効果的である。更に、変動相場制の下ではインフレのターゲットを達成する為に、D に加えてハイパワード・マネー (H) 又は広義の貨幣供給量 (M) をインディカティブ・ターゲットとすることが頻繁に用いられている。⁸

⁸ 近年工業諸国の中で貨幣需要関数が不安定なことからインフレーション・ターゲティングを採用する国が増えているが、このインフレ抑制政策は発展途上諸国では好ましいとはいえない。その理由は、インフレは中央銀行によって直接或いは容易に操作することがで

また、D の上限をパフォーマンス・クライテリアとして用いるに当たり、中央銀行の D が頻繁に用いられている。市中銀行を含めない理由は第一に、中央銀行のバランスシートは市中銀行に比べて極めて短期間のデータが迅速に入手できることにある。第二に、現在では多くの諸国が IMF 協定第 8 条の下で経常収支の自由化を遂げ中央銀行による為替の集中業務を停止している為、市中銀行が保有する純外貨資産の変動や規模を常時モニターするのが困難で、データ入手に時間がかかることにある。

またパフォーマンス・クライテリアには財政赤字の上限、公共部門による対外債務の上限、政府（又は公共部門）の国内での資金調達の上限、銀行部門による対政府部門の国内信用の上限等を含むことが多い。⁹これらの指標は、第一に政府（又は公共部門）の財政赤字を抑制、第二に民間部門に対する国内信用を確保してクラウディング・アウトを緩和し、貨幣供給を抑制することを目標としている。通常、これらの上限は、例えば（国際収支を改善することを目的とした）外国からの低利の貸し付けや無償援助等が予測した額を下回る場合に Adjusters を適用して政府にたいする D の上限を上方修正する等の調整を行っている。また、どの指標がパフォーマンス・クライテリアとして用いられるかは、データの信頼性や迅速に入手可能かどうかにか依存している。更に、対外債務に大きく依存している国では非商業ベースの低利借入れが予想より増加する際には対外債務の上限を修正するといった項目を含め、石油産出国には石油価格の調整項目を含めている。こうして、パフォーマンス・クライテリアは、国の経済状態によって異なるものの必ずしも明確な根拠があるわけではない。また財政政策は D 上限の中で、対民間部門の信用供給の必要性を考慮して政府部門の D を制限する役割を持ち、金融政策の一側面ともみなすことができる。しかしその一方で、財政赤字を削減する手段は、総需要と経常収支の水準の変更、現行の生産水準や将来の生産増加に対する影響を通して大変に重要である。

パフォーマンス・クライテリアとして頻繁に用いられているサブライサイド政策は、融資制度によって異なる。ESAF 融資の場合には、対外均衡と国内均衡を達成するのに妨げとなる構造的な障害を識別し、優先すべき構造改革を決定し、他の融資制度よりも構造改

きないからである。また、インフレ目標を達成する為に金利の操作等の金融政策を実行しても政策の効果が現れるのにラグを伴い、特に構造改革や抜本的なマクロ経済政策を行って経済環境が著しく変化している状況ではラグの推定も困難となるからである。

⁹ **Spraos (1986)** は、IMF のコンデショナリティに対するアプローチは、手段と目標に関して混同していると指摘している。即ち、パフォーマンス・クライテリアに国内信用の増加や財政赤字の数値目標を置くことにより、本来は外貨準備の増加という目標を実現するための手段に過ぎないものを事実上の目標とすることになった。この結果、プログラムによる成果が薄れ、本来の目標をやや軽視することになった。このことから、パフォーマンス・クライテリアを手段に焦点をあてるのではなく、本来の目標である国際収支に転

革を加速化することを目的としている。またすべての ESAF 融資対象国のパフォーマンス・クライテリア又はベンチマークとして、常に幾つかの構造改革を含めることが規定されている。構造改革は国営企業の民営化と構造改革、税体系の改革、労働市場の自由化、貿易障壁の撤廃、為替取引規制の撤廃、様々な規制の合理化、銀行部門の改革と国内金融部門の自由化、ソーシャル・セイフティネットの設立等を含み、何をパフォーマンス・クライテリアに含めるかは国によって大きな違いがみられる。最近では政府の統治についての改革もますます重要に成ってきている。

それに対して、SB と EFF では構造改革に関係するパフォーマンス・クライテリアは、構造的な問題がマクロ経済に与える影響が大ききときに限って導入できるとしている。従って、構造改革をパフォーマンス・クライテリアに含めることは減多になく、ベンチマークやプライアー・アクションとして扱うことが多い。SB はプログラム期間が一年ということから、IMF の伝統的なアプローチであるマクロ経済安定化に焦点を当てており、且つより長期的志向の EFF 融資へ移行する一時的な融資制度という意味を持つことも多い。EFF は 3 年間のプログラムの中でやがてマクロ経済成果に大きな影響をもたらすような構造改革という見地から広範囲の構造改革を含めている。

資本流入と経済・金融危機がパフォーマンス・クライテリアに及ぼした影響

1990 年代に中南米・東アジア地域で経験された多額の資本流入は、パフォーマンス・クライテリアの設定に幾つかの問題を提起することとなった。第一に、固定相場制は中南米地域のように 1980 年代にハイパーインフレーションを経験した諸国ではインフレ率を引き下げるのに大変有効に機能した。しかし多額で持続的な資本流入は、公開市場操作を中心とする不胎化政策や支払準備率の上昇、公共部門の預金の市中銀行から中央銀行へのシフト等の非不胎化政策では、中央銀行の財政を悪化させたり手段に限界があるため貨幣供給量を一定に保つことは困難であることが明らかとなった。

この場合に、資本流入額に応じて D の上限を引き下げるか、外貨準備 (R) の蓄積に制限を加えるかのどちらかの選択を迫られる。前者は財政政策の引き締めを、後者は固定相場制を放棄して為替レートの変動を許容することを意味する。更に、東アジア地域の経済・金融危機の教訓から、財政政策の引き締めは単純に政府の提示する財政収支情報を基に政策手段を決定するだけではなく、予算外項目を含めた財政収支を推定する必要がある。従来、IMF では R のターゲットは下限として用いられ、この下限を上回することは望ましいと考えられてきた。¹⁰ しかし、固定相場制下での多額の資本流入は、R の蓄積とインフレ圧

換すべきであると主張している。

¹⁰ このことは、1988-93 年に IMF 支援プログラムを採用した加盟諸国の全銀行部門によ

力の上昇の間でトレード・オフを発生させることとなった。このことはファイナンシャル・プログラムのアプローチで明らかのように、それまでは R の蓄積が優先される傾向があった IMF 支援プログラムを再考させることとなった。

第二に、管理変動相場制下では従来のパフォーマンス・クライテリアは、D に上限を設定すると伴に H をインディカティブ・ターゲットとすることが多く見られた。しかし多額の資本流入は、それまでの D の上限をパフォーマンス・クライテリアとするだけでは、インディカティブ・ターゲットとしての H の上限は拘束力が無いので外貨準備の蓄積を促し、インフレ圧力を高める可能性がある。従って、むしろ R に上限を設定して為替レートの増価を促すほうが望ましい状態が多くなってきた。しかしその一方で、過度に為替レートが増価すると国際競争力が弱まるので、その場合は D の上限を引き下げの方が良いこともある。従って、IMF 支援プログラムではまず H や M を単なるインディカティブ・ターゲットではなく、より拘束力のあるパフォーマンス・クライテリアとする必要がある。更に、D 上限と R の下限の間の選択は、その国の貿易構造、外貨準備の蓄積の程度、財政赤字の規模に照らし合わせて柔軟に変更できるようにする必要がある。

第三に、固定相場制でも管理変動相場制でも、(貨幣需要の増大以外の理由で) 多額の資本流入があるときには、不胎化政策、非不胎化政策、為替政策、財政政策等の幾つかの政策手段の間での適切なミックスが必要である。通常は、資本流入が外国金利の低下や経済成長率の低下等の一時的な原因によると考えられる時には、不胎化政策や非不胎化政策等を採用するのが適当である。この場合も、IMF は国債市場の発展(第二次市場の創設や満期が様々な国債の発行等)、他の債券市場の創設(手形市場、コマーシャルペーパー市場の創設)、決済システムの改善等に今まで以上に焦点を当てて、不胎化政策をより有効に実施できるように努める必要がある。しかし、資本流入が国内生産性の上昇等の中・長期的要因によって発生している場合には、為替レートを変動相場制に移行したり、財政引締めをして貨幣供給量の急激な上昇を抑制する必要がある。この場合に、為替政策は変動相場制に移行することだけを含むのではなく、ベッグする通貨を複数の国の通貨に変更、貿易決済に米ドル以外の通貨が利用されるように円の国際化や EURO の発展の促進、通常の米ドル連動制よりも遥かに拘束力が強く従って固定相場制に対する信頼性が高いカレンシー・ボードの設立等も含まれる。また、財政政策は非予算項目に基づいて引き締めを実施する必要がある。

る純対外資産と広義の貨幣供給量がターゲットをそれぞれ平均して 5.5 と 6.3 パーセントポイント上回ったのに対して、政府に対する全銀行部門の D の増加はターゲットを略充たしたことから明らかである(1995a)。また、Polak (1997) は外貨準備が目標以上に増加することは IMF 融資に対する支払を早めることになるので望ましいと考えられてきたと指摘している。

第四に、前編で強調したように東アジア地域の経済・金融危機で最も深刻な打撃を受けたインドネシア、韓国、タイでは、危機の発生する 1997 年以前に短期対外債務残高が中央銀行を含む全銀行部門の R を上回っていた。これは Krugman (1979) の通貨攻撃が発生する条件を充たしており、これらの諸国ではいつ通貨が攻撃の対象になっていも不思議ではない状態であったことは明らかである。従ってこの事実は、IMF 支援プログラム作成において短期対外債務残高を R との比較で検討するという視点が大変重要であることを示している。従来のパフォーマンス・クライテリアやベンチマーク・クライテリアでは対外債務が財政収支に与える影響という視点から、商業ベースの全対外債務に上限を付けることは頻繁に行われてはいた。しかし、多額の資本流入という状態でその構成要素を検討することは余り実行されてはこなかった。IMF は、今後は政府からのこうしたデータの迅速な提供をコンディショナリティに入れてモニターし、必要に応じて融資国に警告を発する必要がある。

第五に、国際資本移動を第 2 章の第 10 式で表されたように外生的に取り扱うことは困難となってきた。Polak (1997) は資本移動の一部を国内金利と為替レートの期待に依存する内生的な変数として扱う必要性を強調している。また中南米諸国における資本流入の多くが以前に逃避した資本の帰還という性質を持っており、こうした新しい現象をモデルにくみこむこと自体ファイナンシャル・プログラミングの大きな修正を必要とする。また国内金利は、財政赤字の規模、そのファイナンスが銀行部門からの貸し付けによるのか国内資本市場から調達したのかによっても変動することを考慮する必要がある。即ち、このことはその国の為替制度、国内金融市場の自由化の程度、資本取引規制の程度によってモデルを変化させることを意味し、新しい経済環境にあった柔軟な政策が要求されているのと同様により柔軟なファイナンシャル・プログラミングが必要とされているのである。¹¹

第六に、金融構造により詳細に焦点を当てたプログラムの作成が必要である。IMF は従来、国民所得・国際収支・財政収支・マネタリーサーベイの 4 部門を中心にプログラムを作成してきた。IMF の各国担当が必要であると判断した場合には金融構造の分析は行われてきたが、プログラムの作成において重要な位置を占めているわけではなかった。また ESAF プログラムでは、銀行部門の参入の自由化、民営化、健全性の改善等といった構造改革に焦点を当ててはいるものの、金融構造とマクロ経済変数との間の明示的な因果関係に焦点を当ててはいなかった。東アジア諸国では、中央銀行による銀行部門に対する監督・規制

¹¹ Polak (1997) は、IMF のファイナンシャル・プログラミングに為替制度や国際資本移動の内生化を含む経済モデルに拡張することは、これらの行動式の係数の大きさを測定できなければ実践的でも有効的でもないとしている。この場合には、状況に応じてアドホックな政策手段をコンディショナリティに含めなければならないとしている。

を設定して銀行部門の健全性を強化する前に、資本移動の規制が緩和し国際資本市場への統合化が進み経済・金融危機の発生の要因となった。このことから、今後はコンディショナリティに中央銀行による金融機関の監督能力の促進、不良債権データの迅速な開示等を導入すると共に、金利を上昇させることによる為替レートの維持と高金利が実質経済部門や金融部門に与える負の影響との間のトレード・オフを十分に検討してプログラムの作成をする必要がある。

IV. インドネシア、韓国、タイに対する IMF 支援プログラムの分析

IMF は 1997 年 8 月 20 日にタイを初めとして、11 月 5 日にインドネシアと、同年 12 月 4 日に韓国と 3 年間にわたるスタนด์バイ融資協定を締結した。IMF の融資額は、それぞれ 40 億ドル、100 億ドル、210 億ドルという多額なものであった。1998 年の 6 月末現在のインドネシア、韓国、タイの対ドル為替レートは一年前に比べて、それぞれ 83.3%、35.2%、37%減価している。

タイの経済プログラム: 1997 年 8 月 20 日に合意した当初の経済プログラムは、(1) 返済能力のない金融機関の認定・閉鎖、最も弱体化している銀行への介入・増資を中心とする金融部門の再建、(2) 公共部門の財政赤字を GDP 比で 3%相当の財政政策により 1997/98 年度を黒字の 1%に改善（金融再建費用や付加価値税の 7%から 10%への上昇を含む）、(3) 管理変動相場制に見合った金融政策、(4) 民営化・公務員改革等を含む構造改革、を中心とした。このプログラムは経済状態が予想以上に悪化した 11 月 25 日に修正され、財政状況の悪化を防止する政策の追加、金融部門再建に関する具体的な計画の作成、ソーシャルセーフティー・ネットの強化を実施した。プログラムは更に 2 月 24 日に修正されて、経済状態の悪化を抑えながら為替レートの安定化をはかる為に、政策に明確な優先順位を付けることを実施した。特に、予想以上に改善した経常収支と経済調整に伴う社会的な費用を負担する必要性から財政収支目標を黒字の 1%から赤字の 2%へ下方修正し、金融政策の引き締めを維持しながら経済回復に必要な流動性を提供し外資を誘導するために民営化を加速することに焦点を当てた。

更に 1998 年 5 月には経済プログラムの三度目の修正が行われて、経済の停滞の最小化と最近回復しつつある市場の信頼の維持を目的としている。また 1998 年度は東アジア地域で経済状態が安定化していない為に輸出需要が予想よりも低く、民間部門への資本流入再開の見通しは低く、且つ消費・投資需要も予想を下回り、GDP 成長率はマイナス 4-5.5%と予想された。このプログラムは構造改革を進めて民間需要の停滞を緩和して経済停滞が中旬までには底を脱し後半には回復に向かうことを目標とし、インフレは 1998 年後半には 12%以上のピークとなり年平均では 10.5%に抑えられ、公的外貨準備は経常収支の黒

字と若干の資本収支の赤字よりプログラムの下限目標を上回ると予想された。

金融政策の最優先課題は為替レートの安定であり、1月以来バーツは増値し現実的な範囲内に安定し外貨準備も回復してきたので、翌日物の買い戻し利子率は1998年度当初の20%に比べて低下傾向にある。市場の信頼回復と貨幣需要の上昇予想からM2Aの増加率は9%と予想された。また、4つの専門銀行が輸出部門に対して貸し付けを拡大できるように、国債発行収益を使用することを含めている。財政政策は今後景気の停滞で税収の減少が予想され、また民間消費と投資の縮小によるデフレ効果を相殺し、失業者などに対するソーシャル・セイフティネットを強化するために、1997/98年の公共部門の財政赤字を対GDP比で2%から3%に修正した。また国営企業の財政赤字は収入の低下により0.4%から0.6%へ修正され、貧困者を保護するためバスと電車の運賃は控えおかれた。1998/99年の財政赤字は経済の回復から2.5%に抑えることが予想された。

資本収支は改善傾向を示しており、銀行や企業による短期借入れのロールオーバーが増えており、市中銀行の増資により発行した株式を取得することを目的とした直接投資が若干増加した。政府はBIS規制に基づいて金融機関の資本を強化し、残った35の金融会社に対して銀行と同様な資本・貸し付け・引当金に関する規定を適用し、統合または増資を進めることを決定した。専門金融機関に対しては国内信用の拡大を促すために世界銀行の支援の下で6月までに再建計画を提出した。更に、企業の債務の改革を進めることも含まれている。

プログラムは、更に1998年8月に修正されて、生産の低下とインフレ率はそれぞれ7%と9.2%に下方修正され、財政収支の赤字は全プログラムと同様に対GDP比で3%に留まる。ソーシャル・セイフティネットはNGO、労働組合、世銀と協調して、労働集約的な建設・インフラ中心のプログラムを作成する。失業者に最低6ヶ月社会保障費を支払い、都市のバスと鉄道運賃に対する補助金を継続する。金融政策の引き締めは為替レートの安定化に寄与し、金利の低下をもたらした。国内信用の創造は、資本装備率が不十分な銀行による負債を多額に抱えた企業への貸し渋りが原因であることから、企業と金融部門の構造改革を加速化し且つ日本輸出入銀行とアジア開発銀行による貿易信用により改善する予定である。経常収支は輸出先の日本や隣国の景気後退により輸出が伸びず、経常収支の黒字はGDP比で10%に達する予測である。外貨準備は輸入の7ヶ月分まで蓄積され、短期債務を十分に上回ると予測されている。

インドネシアの経済プログラム: 1997年11月5日に合意した経済プログラムは、(1)金融部門の再建計画の作成と金融制度の制度的・法的・監視の枠組みの改善、(2)外国貿易と投資の自由化・国内独占の緩和・民営化、(3)金融政策の引き締めと変動相場制による

為替レートの安定化、(4) 1997/98年度の財政収支をGDP比1%ほどの財政政策により財政黒字の1%を達成し、1998/99年度はGDP比2%ほどの財政政策により財政黒字を1%維持、を目的とした。しかし、市場の信頼が低下しルピーが暴落したために、1998年1月15日に経済プログラムの強化と加速化を決めた。特に1998/99年度の財政収支を赤字の1%へと下方修正し、12件のインフラプロジェクトの停止とインドネシア銀行再建局 (IBRA) の設立と干ばつ改善政策の導入に焦点を当てた。

しかしルピーの減価が継続し干ばつによる価格上昇と経済危機が深刻化するにつれて、4月10日に三度目の経済プログラムの修正をした。プログラムの主要な目的は、通貨を金融政策により適正な水準に回復、銀行部門の債権を強化・加速化、民間企業の債務問題に対する包括的な枠組みの作成を実施し、貿易信用を回復して輸出増加をはかることであった。1998年度は為替レートが1998/99年の第一四半期に1米ドル=6,000ルピーに安定化し、インフレ率は低下するものの45%以上に留まり、実質GDP成長率はマイナス5%と予想された。経常収支は1997/98年の対GDP比でマイナス1%から1998/99年にはプラス3%に達し、国際収支は民間資本の流出の停止と非商業ベースの公的支援により、操作可能な水準になると予想された。

金融政策は中央銀行による信用拡大を抑制する為に、純国内資産と外貨準備をIMFの融資支払い条件となるパフォーマンス・クライテリアとし、具体的な数値目標は不確実性が高いため一ヶ月先のみ設定することに決めた。為替レートがプログラムで設定された水準と乖離する場合には、金利と純国内資産を調整することを認めた。更に貨幣供給量を減らして通貨に対する信頼回復の為に、中央銀行券発行による公開市場操作を実施した。金利はインフレを急速に削減し為替レートを安定化する為に、必要があれば引き上げるとした。また既に3月までに金融市場金利を預金金利や貸し付け金利に反映させる権利を、銀行に適用されている規定の下で国営銀行に付与した。中央銀行の独立性を制度化する法律を議会に12月末までに提出することを決めた。

銀行部門の改革は1998年1月に設立したIBRA (インドネシア銀行復興局) を強化して銀行への流動化支援を抑制して金融政策を有効にし、銀行の再建に取り組む。政府は既に返済能力のない16の銀行を閉鎖し、これらの銀行の小額預金者に補償金を支払った。また一定の条件の下で国内流動性支援を実施し、全ての国内銀行の預金者と債権者に保証を行い、弱体な銀行をIBRAに移行させる際に適用する単一で透明な基準を設定し、2月末までに54の銀行を移転させ、4月末までに中央銀行による流動性支援の75%以上を占めた7つの銀行を移転させた。今後は流動性や支払能力基準を充たしていない銀行があれば管理下に置いたり、業務を凍結していくことになる。またIBRA管理下の銀行を民営化する前に合併・資産と債務の移転・増資を通して再建する計画を10月末までに用意するこ

とを規定した。BIS 規制の 8%の資本準備率に達するのに必要な増資と中央銀行によって付与された流動性支援に対する支払を含めた銀行の全再建費用は、GDP 比の 15%に達すると推定された。この費用の一部は民営化による収益で支払われるとした。また中央銀行が実施した流動性支援による貸し付けに対する支払いは、政府が IBRA に 800 兆ルピー相当の国債を発行し、それを売却することで実施されることを決めた。また IBRA の管理下に置かれた銀行の財政状態を改善するために 750 兆ルピー相当の国債が発行される予定である。1998/99 年度の銀行再建の財政費用は、GDP 比の 1%と推定された。

構造的問題と国際収支問題が深刻化したことを背景に、政府は 1998 年 7 月 29 日に SB 融資の停止・既存のプログラムの期間と融資金額を維持したまま EFF への変換を要請し、IMF 理事会の承認を得た。新プログラムでは、企業と銀行の構造改革戦略を強化し、必需品の流通と補助金化に焦点を当てている。1998/99 年度の生産の低下と経常収支黒字の対 GDP 比はそれぞれ 10-15%と 2%に下方修正、財政赤字の GDP 比とインフレはそれぞれ 8%と 80%と上方修正、ルピーは 1998 年度末までに 1 ドル 10,000 ルピーへ増価すると予測されている。金融政策の引き締めは依然として安定化政策の中心的な役割を占めている。更に財政赤字は持続可能な水準を達成するために、補助金の支給対象者の検討・歳入の増加・公共支出の合理化・生産の回復を通じて 1999/2000 年度までに半減させることを目標としている。プログラムは、米や食用油などの必需品を人口全体が入手可能な値段で確保し流通させることを最優先している。1998/99 年度のソーシャル・セイフティネットに対する政府の財政歳出は、GDP 比で 7.5%に達する予定である。この内、全家計に対する必需品に対する補助金が GDP で 6%を占めている。

韓国の経済プログラム: 1997 年 12 月 4 日に合意した経済プログラムは、(1) 金融機関の明確な退出政策を含む包括的な金融部門の再建・監督と規制の強化・中央銀行の独立性 (9 行の債権引受銀行の業務停止、政府による大規模な 2 行の市中銀行に増資、十分な資本を維持する全ての市中銀行に増資計画の提出要請を含む)、(2) GDP 比で 1-1.5%相当の財政政策と財政収支は 0.2%程の黒字達成、(3) 政府・企業・銀行間の不透明な関係を改善、(4) 資本自由化、(5) 労働市場改革、(6) データの公表、を目的とした。12 月 18 日には金融危機が悪化し海外の銀行による短期債権のロールオーバーに関する不確実性から通貨に対して引き下げ圧力がかかった為に、政府は経済プログラムの強化と実施を早めることにした。特に金融政策の引き締めの強化と為替レートの変動幅の廃止・資本の自由化・外国の債権者との交渉団の設立と中央銀行による国内銀行支援の限定等に焦点をあてた。また IMF は 1998 年 1 月 18 日に予定されていた 20 億ドルの第三回目の融資提供を「Supplementary Reserve Facility」と呼ばれる新融資体制の下で 1997 年 12 月 30 日へと前倒しした。1998 年初旬には経済プログラムの強化による成果が良好で、1 月末の外国債権者との短期債務のリスケジュールに関する合意と労働者・企業・政府間の合意の成立に

より、2月7日には経済プログラムの強化と加速化が決められた。特に1998年度の財政赤字を1%へと緩和、金融部門の再建プロセスの加速化、外国資本の誘致政策の実施、企業の透明性を高めること等に焦点を当てた。

更に1998年5月には1998年度の第二四半期の経済プログラムを修正し、1998年のGDP成長率はマイナス1%、インフレは年末で一桁、経常収支の黒字はGDP比で7%と予測を修正した。政府は為替レートを安定化させるために金融引締めを実施してきたが、通貨価値が安定化してきた為に利子率はかなり低下した。金融政策は為替レートの安定を第一目的として、これが許す限りにおいてコールレートの低下を認めた。財政政策は経済活動の停滞を緩和するために支出増加を認め、ソーシャル・セイフティネットの増加も含めて1998年の財政赤字はGDP比の1.7%を目標とした。金融部門の改革では独立した監督庁を設立し、債権引き受け銀行は合理化して約半分を閉鎖し、残りを6月までに増資計画の承認を受けなければならないとした。更に資本が不足している12の市中銀行は6月までに再資本化計画を提出しなければならないとした。企業改革としては、大複合企業は来年度までに連結した財務諸表を公表し、株主の権利を強化し、倒産プロセスを改善することに合意した。更に国内株式・債権・マネーマーケットに対する外国投資の規制を排除し、外国直接投資をかなりの程度自由化することを決めた。また労働市場の柔軟性を高める法律を成立させることを決めた。

韓国は1998年7月にプログラムを修正し、マクロ経済政策の焦点を国内需要の早期回復に向けて景気後退を緩和することを最優先とした。生産の低下は4%、インフレ率は1998年平均で9%と下方修正し、ソーシャル・セイフティネットを強化するために財政赤字を4%へと上方修正した。また、失業保険の適応範囲を5人以上の労働者を持つ企業にまで拡張し、保険から得られる最低限の収入は最低賃金の50%から70%に引き上げられ、最低適用期間は1ヶ月から2ヶ月に増加し、資格としての保険支払い最低期間を1年から6ヶ月に引き下げた。保険が十分に適応されない家計には、社会保障費を割り当てる。政府は更に1998年度には25万人に職業訓練を与え、企業内教育にも補助金を提供する予定である。金融政策は、インフレ目標を満たす限り金利の低下傾向を継続する。為替レートは変動相場制を継続し、中央銀行による介入は為替レートの安定化の目的に限定される。

従来のIMF支援プログラムとの相違

東アジア経済・金融危機で最も影響が大きくIMFに支援を求めたこれら3諸国の経済プログラムは、従来のIMF支援プログラムと比較して以下に挙げられる幾つの特徴が見られる。

予測の頻繁で大幅な修正：不確実な経済情勢の下で実質成長率、インフレ率、經常収支等の予測を極めて頻繁に且つ大幅に修正されている。こうした状況は、東アジア地域の経済・金融危機が、比較優位のある産業の輸出不振、不動産価格や株価のバブルの崩壊、銀行部門による輸出産業・国内産業に対する貸し渋り、日本経済の不景気、等といった多くの問題を抱えており、市場の信頼がなかなか回復しないことにある。しかしその一方でこの様に頻繁な修正は、IMF エコノミストによる予測能力に対する疑問を生じることになり、IMF 支援プログラムそのものに対する市場の信頼を低下させることになりかねない。表 1 は 1998 年度の 3 カ国の WEO による GDP 成長率予測の変化と最新の予測を表しており、いかに 1998 年の予測が大きく修正されてきたかが明らかである。

表 1. 1998 年度の GDP 成長率の予測

	1997 年 10 月 WEO	1997 年 12 月 WEO	1998 年 5 月 WEO	1998 年 7-8 月
インドネシア	6.2%	2.0%	-5%	-10%-15%
韓国	6.0%	2.5%	-0.8%	-4.0%
タイ	5.6%	2.1%	-1.5%	-7.0%

出所：IMF、World Economic Outlook；各国政府の letter of intent.

ソーシャル・セイフティネットの強化：プログラムが実質経済に与える負の影響を従来のプログラムよりも積極的に考慮に入れて、ソーシャル・セイフティネットに必要な財政費用を確保するために財政収支目標を緩和している。実際にこうした社会的側面をより重視し財政政策で柔軟に対応するようになったことが、3 ヶ国のプログラムを修正することに至った一因である。

経済・金融危機発生以前の 3 ヶ国は高い経済成長率と低失業率を維持してきたが、表 2 はインドネシアとタイの 1 人当たり GDP は依然として低位にあり、インドネシアでは貧困者層が多く、タイではジニ係数で表した所得分配は他の 2 ヶ国に比べて不平等であることを示している。また、インドネシアは他の 2 ヶ国に比べて寿命、幼児の出生比率、教育水準が低く、全体として韓国が、次にタイが経済的・社会的な基礎的条件が整っていることが明らかである。

表 2. 基礎的な経済・社会指標 (1992-97 年平均)

	インドネシア	韓国	タイ
人口	1.9 億	4,500 万	5,800 万
公的失業率	5.0%	2.0%	1.5%
一人当たり GDP	1,072 ドル	9,847 ドル	2,514 ドル
PPP ベースの			
一人当たり GDP	4,796 ドル	13,753 ドル	8,816 ドル
貧困者人口	2,200 万	700 万	880 万
ジニ係数	0.35	0.34	0.43
男性の寿命	62 歳	68 歳	67 歳
女性の寿命	66 歳	76 歳	72 歳
出生千人当たりの			
幼児死亡数	51 人	10 人	35 人
男性の非識字率	10%	1%	4%
女性の非識字率	22%	3%	8%

出所：Gupta 等 (1998) の Table 1.

経済・金融危機は、これらの国に価格上昇と失業をもたらすことで、特に低所得者層の生活水準に大きな影響を与えた。価格上昇は為替レートの大規模な減価、公共料金の値上げ、間接税の上昇を通して発生した。¹² IMF は、1998 年度の平均インフレ率はインドネシアで（干ばつによる食料価格の大幅な上昇を反映して）44%、（総需要の低下と賃金の引き上げ圧力が欠如する中で）韓国とタイではそれぞれ 10.5%と 11.6%と推定している。Gupta 等はこうした価格上昇は、消費を上回る生産をしている農家家計が人口の 4 分の 1 を超えるインドネシアとタイでは、所得の増加が価格の上昇によって実質消費額の低下を部分的に相殺するので貧困への影響をある程度緩和することができるかと指摘している。しかし、それ以外の農業生産物の消費が生産を上回る所得者層、特にインドネシアとタイのようにそれぞれ低所得者家計消費の 70%と 55%を消費が占めている人々には、価格上昇の与える経済的困難は極めて多きいと考えられる。

¹² Gupta 等 (1998) は、韓国の電気料金は、6.5%、バス料金は 22%、石油製品は 12%まで上昇したと指摘している。インドネシアでは、石油製品の管理価格が種類に応じて 25-71%引き上げられたが、この増加率は加重平均で 38%に引き下げられた。バス料金は 66%、食料価格は 20%（1998 年当初は干ばつも影響して 35%）に引き上げられた。タイでは、付加価値税が 3 パーセントポイント引き上げられ、食料価格は 7%増加した。

経済・金融危機が雇用水準に与えた影響は、かなり大きいと推定されている（表3参照）。韓国の失業率は、1997年の3月の3.4%から1998年の2月の5.9%へ、3月には更に6.5%へと悪化している。また、韓国では、1998年1月だけで中小企業を中心として2,323企業が債務超過となった。タイでは、15,600人の労働者が56の金融機関の閉鎖により失業し、国内販売が20%低下したことにより15の部品組み立て企業の殆どが生産ラインの閉鎖やシフトのキャンセルに追い込まれ、3万人の労働者が失業する可能性がある。Gupta等は、仮に国家家計支出調査で分類されている中間段階に属する3つの消費者層が今回の危機により1段階低下したと仮定すると、平均家計消費額はインドネシアで30%、韓国とタイでは15%ほど低下すると推計している。インドネシアでは毎年2.5百万人と新たに労働市場に参入する労働者が就業機会が見つけれられない場合には、この推計額は更に悪化すると予想されている。人口に占める貧困者の増加はタイで最も高く、韓国で最も低いと予想されている。失業は都市人口で最も深刻である。

表3. 失業者数の推定
(単位：百万人)

	インドネシア	韓国	タイ
1996	4.4	0.4	0.5
1997	...	0.7	1.2
1998	9.7	1.5 以上	1.8

出所：Gupta 等（1998）。

社会政策手段に関して、韓国は他の2ヶ国に比べてかなり広範囲な手段を保有している（Gupta 等）。通常、公的部門の労働者には、(1) 通常高齢者・障害者・生存者を対象とする年金、(2) 病気や出産に関する給付金、(3) 労働障害給付金等が存在する。インドネシアでは(1)に関する手当では存在するが、対象は従業員が10以上の企業に限定されている。韓国では広範囲な給付金が存在しているが、対象は10以上の従業員を持つ企業に限定されていたが、1998年6月から対象を従業員が5人以上の企業に拡大した。タイでは、労働者の僅か10%のみが年金制度の対象となっている。インドネシアとタイでは失業保険制度は存在しないのに対して、韓国では失業保険制度を1990年初めに導入し、並びに政府による災害救済、軍人救済、医療援助などの援助プログラムと高齢者・児童・障害者等に対する社会的厚生サービスプログラムが存在している。

こうした状況を反映して、IMF 支援プログラムは、財政的に持続可能で且つ労働市場の働く誘因を損なわないようなソーシャル・セイフティネットの設立に焦点を当てている。失業保険は失業者の経済的な困難を緩和する一方で、過度に増大すると人々は働くインセンティブをもたせる最低の留保賃金を引き上げて就業機会を探索する意志を阻害する可能性もあるので、バランスをとる必要がある。プログラムでは以下のような項目を含めた。

表 4. IMF 支援プログラムのソーシャル・セイフティネット

インドネシア	<ul style="list-style-type: none"> ・米、トウモロコシ、砂糖、大豆、小麦粉等の食料品で政府の食料輸入独占会社（BULOG）によって流通された品目に補助金至急（費用は 1998/99 年度の GDP 比 0.5%） ・米に関しては、民間貿易者によって流通した物にも補助金支給。 ・石油製品と電力料金には補助金支給を継続（費用は GDP 比 1%） ・貧困者が多く消費する灯油とディーゼル油には補助金を増加。 ・世界銀行等の支援の下で貧困者を対象とした公共事業の開始。 ・6 百万家族が利用できる農村信用プログラムを拡張。中小企業と農協への信用供与には国際機関等の支援の下で補助金支給。 ・小・中学校教育への財政支出を継続。 ・都市と農村の健康管理局で必要な薬品取得費用を支援。 ・地方での財不足や貧困者への販売価格を改善する為に、地域間貿易に関する幾つかの規制や税金を排除。
韓国	<ul style="list-style-type: none"> ・失業保険適用範囲を 5 人以上の雇用者を持つ企業の全労働者に拡大。 ・最低支給水準最低賃金の 50%から 70%へ引き上げ。最低給付期間を 2 ヶ月に引き上げ。支給を受けられる資格者を最低加入期間を 1 年から 6 ヶ月に引き下げ。1998 年度には 25 万人に職業訓練を提供（費用は 1998 年の GDP 比の 0.1%） ・社会厚生サービスプログラムへの支出を 1998 年度は最低 13%増加。 ・2.6 兆ワン（GDP 比 0.6%）相当の国債を発行して、失業者に対する信用の供与を拡大

タイ

- 世界銀行支援の下で、一時的な労働集約的公共事業の開始。
- 地域や非営利団体の活動を支援する為の社会投資基金と地方政府による労働集約的な投資を支援する都市開発信用基金の設立。
- レイオフ後最低6ヶ月間は社会保障費の支給。
- 教育や保健に必要な支出を強化。
- 都市低所得者層を支援する為に、都市バスと鉄道料金に対する補助金を維持。

出所：Gupta 等（1998）。

従来、IMF 支援プログラムはマクロ経済的観点にのみ焦点を当てていて、貧困や所得分配に対して無関心であるという批判を受けてきた。今回の燃料の補助金を抑制する政策を発端とするインドネシアの暴動は、1970 年後半から 1980 年代にかけてマクロ経済的視点のみに偏った従来の IMF 支援プログラムに対して、アルゼンチン、ドミニカ共和国、ボリビア、ブラジル、エジプト、ハイチ、ペルー、スーダン等で暴力を伴う反乱が勃発したことを思い起こさせる。¹³ 世界銀行（1984）は、従来の IMF 支援プログラムは税金の増加や高利子を中心としており、民間部門を縮小させ長期的投資や経済成長を制限し、食料、教育、保健等に対する補助金の削減は不平等を拡大し経済成長の潜在性を損なう、と「整合的な調整政策は長期的には貧困者に恩恵を与える」という IMF の見解を批判した。

元来、IMF ではマクロ経済政策が対象国の所得分配に与える影響については、経済成長率の上昇とインフレ率の低下により貧困・所得分配問題はやがては解決されるであろう、といった楽観的な見解を維持してきた。IMF の内部においても貧困や所得分配への影響に配慮する必要性を強調した研究が存在したが、大きな影響力をもつものではなかった。Johnson 等（1980）は、IMF の典型的なプログラムはガーナの様に GDP に占める輸出部門のシェアが大きく無数の小規模生産者が存在する国では、通貨の切り下げは不平等を改善する。しかし、ボリビアの様に鉱物製品が主要な輸出財で公営企業により生産されており大部分の低所得層は非貿易財や単純な工業品を生産している場合、通貨価値の切り下げは不平等をさらに拡大する可能性がある」と指摘した。Borpujari（1980）は、IMF 支援プログラムは開発に必要な基本財の生産が十分に供給される国には適切であるが、こうした財の生産が不足している場合に外貨流入の多くがこれらの財の輸入に配分されるような配慮

¹³ 特に、1977 年 1 月にエジプトで IMF と stand-by (SB) 融資制度条件を交渉中、財政赤字を削減するために幾つかの基本財に対する補充金を削減する（低所得にとって重要な消費財の小売価格が約 50 パーセント増加）と発表直後の 2 日間、同国の主要な都市で「パンの反乱」が起こり 79 人の死傷者が発生したことは有名な話である。この結果、IMF は政府と計画を改定し補助金を暫時的に削減することを含む新しい予算が生まれ、数ヶ月後 SB

をしなければプログラムは開発を促進して所得を増大することにはならないと指摘した。Pastor (1987) は 18 の中南米諸国を分析し、プログラム採用前とプログラム非採用国に比べて労働者の所得に占める割合は低下していることを明らかにした。

その一方で、Sisson (1986) は IMF の融資対象国を分析し、為替取引制限の排除、信用供給機能の強化、税基盤の拡大、間接税の再構築、国防等の非生産的な支出の削減、過大評価された為替レートの修正等の政策は正の所得分配効果をもたらしているとして、これらの諸国で所得分配が悪化したという批判に根拠が無いことを主張した。また為替政策は輸出農産物の生産部門が大きい国では農民を支援し、通貨価値が過大評価されている国では都市居住者を支援することになる。更に IMF は、所得分配問題は基本的には内政問題であり融資条件に含めるべきではなく、所得分配に対する政府の対応を支援するに留めるべきであるとの見解を示した。

しかし、Heller 等 (1988) はチリ、ガーナ、ケニヤ、フィリッピン、タイ、スリランカ等の 7 ヶ国を分析し、プログラムの貧困への影響は政策の組み合わせと貧困構造に依存し、貧困への影響に関して明確な結論を下すべきではないと指摘した。この研究結果は IMF 理事会で議論された結果、Comdessus 専務理事はプログラムの作成過程で社会的費用を考慮するように指示した。また、SAF と ESAF 融資制度では政府・IMF・世界銀行が強調して中期プログラムを作成し、社会的側面の分析やソーシャル・セーフティネット、必要不可欠な財に対する補助金、貧困者に対する現金供与、教育や保健支出の維持等の政策を含めるようになった。

更に、上記したように 1997-98 年度のインドネシア、韓国、タイのプログラムでは社会に与える影響を従来に比べて詳細に検討し、ソーシャル・セーフティネットを含めるためにより柔軟な財政政策を採用するようになった。IMF (1998) は経済・金融危機が(為替レートの切り下げ、公共料金の増加、間接税の上昇に起因する)価格の増加と失業の増加によって低所得者層に負の影響を与えると指摘している。¹⁴ しかし、こうした IMF によるアプローチの変化が今後の IMF 支援プログラムに一貫して反映されていくか否かは、明らかではない。その理由は、従来の SB や EFF 融資では積極的に実践していない世界銀行との連携を深める必要があり、それに必要な時間と人材の確保とのバランスを検討する等の IMF の制度的な変更を必要とするからである。

融資が承認された。

¹⁴失業の増加などによる総需要の低下と賃金上昇への圧力が小さい時には、価格の上昇は為替レートが減価しても抑制されることがある。IMF 推計による 1998 年度の消費者物価は、韓国とタイではわずか 8% と 9.7% であるのに対して、インドネシアでは 60% となっている。

通貨の安定：経済・金融危機を背景として、金融政策の第一目標を通貨の安定に置き、国内金利はこの目標が維持される限りにおいて引き下げることができるとしている。通常のプログラムでは、金融政策は価格の安定やインフレ率の引き下げを中心とし、為替レートの安定化という目標はインフレ率の収束から推測できるにしても前面に出てくることはない。このことは、3ヶ国のプログラムでは経済・金融危機の下で国内金利を引き上げることによる通貨の防衛と高金利が国内生産や金融部門に与える負の影響というトレード・オフの中で、前者を優先していることを示している。従って、プログラムは金融機関による貸し渋りや流動性不足を緩和することに配慮はしているものの、¹⁵ 貨幣供給の拡大には慎重な態度をとっている。

この結果、確かタイと韓国で為替レートは安定化し、3カ国とも金利は低下傾向にある。しかしタイでは輸出産業への貸し渋りに配慮があるものの、金融部門が大きな構造的問題を抱え資本装備率が低位に留まり、金融部門による仲介化機能が弱まっている現状に対するプログラムの配慮が少ないように思われる。こうした状況下で銀行や企業の構造改革を進めることは、金融システムの整理・強化、コーポレートガバナンスの改善を促進し重要なことではある。しかし、これらの改革と貸し渋り、並びに生産や雇用への影響を考慮に入れて改革の順序（sequence）と他の経済部門との関連性により検討の余地があるように思われる。プログラムに政策の優先順位と順序を明確にする必要性はIMFが外部の学識者に委託したESAFレビュー（1998）でも強調されている。Economist（1998、8月）でもタイに関して、56の金融機関信の閉鎖、不良債権の悪化、海外からの資本流入の不足により信用供給不足が発生している為に、需要の望める製品を生産している企業でさえ営業を継続するのに必要な資金を借りることができない状態が続いていると指摘している。

従来、IMFは通貨危機に直面した国には金利の引き上げで対処することを奨励し、実際に多くの諸国が比較的短期に危機を乗り切ってきた。また金利の平価条件により、自国通貨に対する減価期待がある時には国内金利を外国の金利と為替レートの減価期待率に等しくなるまで引き上げなければ成らないことは明らかである。

しかし今回の様に、従来に経験したことのない危機の深刻化と波及の大きさを考慮すると、このトレード・オフは極めて大きく再考の余地があるように思われる。特に、為替レートが大幅に減価したにも関わらず、金融機関の貸し渋りにより生産や輸出が伸びない状況が継続するとこれらの諸国はいつまでも立ち直れない状態が続き、そのことが更に市場の信頼回復を遅らせ為替レートの減価期待を完全にぬぐえない結果となるかもしれない。

¹⁵ 例えば、支払準備率を引き上げた場合には、純国内資産（D）とハイパワード・マネーの上限を引き上げることをプログラムでは明示している。

確かに金利は低下傾向にあるが、貸し渋り状態が本当に回復しつつあるのか否かを検討する視点が欠けているように思われる。むしろ、実質部門を早期に回復して自信を回復して為替レートの減価期待を更に引き下げることで金利の低下をもららすことも可能であると考えられる。こうした観点から、インドネシアのプログラムでは、どういう根拠で中央銀行による市中銀行に対する貸し付けの上限をインディカティブ・ターゲットにしたのかは詳細な説明はなく、十分に検討する必要があるように思われる。

包括的な構造改革： 金融部門や国営企業の構造改革等、広範囲にわたる多くの構造改革が詳細に含まれている。従来のスタンドバイ融資プログラムでは ESAP 融資プログラムと異なり、包括的な構造改革をパフォーマンス・クライテリアとすることはなかった。しかし3ヶ国のプログラムに列挙されている構造改革は、ESAP 融資プログラムと比較しても極めて詳細である。こうした改革の幾つかはパフォーマンス・クライテリアとなっているが、一度に多くの改革を実行する必要があるのか再検討の余地がある。これらの改革はいずれも必要なものではあるが、優先順位を明確にして早くこれらの諸国の経済が回復することを意図しなければならない。IMF 支援プログラムでは、構造改革を進めることで民間部門の経済活動を促進することを目的としているが、こうした改革が功を奏するまでには時間がかかる。現在国内の生産と輸出を拡大するのに本当に必要とされているのは、貸し渋りの解消等にあるとすれば金融・企業部門の構造改革による民間部門の生産の回復には時間がかかり過ぎる恐れがある。

パフォーマンス・クライテリアの強化： パフォーマンス・クライテリアとして中央銀行の D の上限と R の下限の両方を、インディカティブ・ターゲットとして H の上限を設定している（表5参照）。H の上限をインディカティブ・ターゲットとすることは、バランスシートの定義上余分である。いずれにせよ、このことは事実上ハイパワード・マネーの上限をロックすることになるので、従来のプログラムよりも金融政策は厳しいものであることが明らかである。特に D がストックで負の値であることは金融政策がかなり引き締められていることを示している。

また、タイのプログラムは公共部門に対する新規対外債務の上限と全銀行部門による融資の上限をパフォーマンス・クライテリアとして、中央政府の支出の上限をインディカティブ・ターゲットとしていることはインドネシアと韓国のプログラムよりも財政政策の引き締めに重視していることが伺える。

表5. マクロ経済指標に関するコンディショナリティ

		インドネシア	タイ	韓国
D_{CB}	上限	PC	PC	PC
R_{CB}	下限	PC	PC	PC
H	上限	IT	IT	IT
M	上限	×	×	×
財政赤字	下限	PC	PC	PC
長期対外債務 1/	上限	IT	PC	×
短期対外債務 1/	上限	IT	PC	×
中央銀行による民間部門への 貸し付け	上限	IT	×	×
全銀行部門による公共部門への 貸し付け	上限	×	PC	×
中央政府の歳出	上限	×	IT	×

1/ 公共部門（中央政府、非予算項目、地方政府、非金融国営企業）に対する対外債務。

V. IMF 支援プログラムの決定要因と有効性の検討

1. IMF 支援プログラムの決定要因

Bird 等 (1981) と Cornelius (1987) は、どの要因が IMF からの融資規模に影響を与えているのかという需要側の要因を分析した。Bird 等は 1976 年の 31 ヶ国の発展途上国を対象として、経常収支状態が脆弱でインフレ率が高く一人当たり所得水準が低い国ほど

IMF から受ける融資額が大きくなることを明らかにした。Cornelius は 1975-77 年と 1981-83 年の期間における 11 ヶ国のアフリカ諸国を対象として同様な結果を導いた。しかしこの手法は、IMF の融資額が加盟国の割り当て金 (Quota) と幾つかの IMF 規定に依存していることから限界がある。この為、加盟国が IMF に融資を要請する決定は、融資の承認があるか否かの二者択一形式を従属変数として用いた方がより適切である。

上記の研究の欠点がある程度考慮しつつ、Conway (1994) は加盟国が一年の内で IMF 融資制度の下にある月数を従属変数として、1976-86 年の期間における 73 ヶ国の発展途上国を対象として主要な説明要因を分析した。結果は、以前に IMF 支援を受け入れたことがあること、実質 GDP 成長率、交易条件、外国の金利等の要因が IMF 融資に対する需要を説明することを明らかにした。McDonald (1986)、Joyce (1992)、Edwards 等 (1993) は、二者択一形式を従属変数として IMF 融資に対する需要の説明要因を分析した。この内 McDonald (1986) は、1972-84 年の 29 ヶ国の四半期データを用いてロジット分析を行った。結果は、インフレ率、輸出増加率、輸入に占める外貨準備率、GNP に占める対外債務の割合、GNP に占める純直接投資率、為替レートの減価率が IMF 融資を引き受ける主要な需要側の要因であることを示した。Joyce は 45 ヶ国の発展途上国における年間ベースのデータを用い、GDP に占める政府歳出の割合が高く、輸入に占める外貨準備の割合が低いほど IMF 融資を需要する確率が高いことを示した。Edwards 等は、ブレトン・ウッズ体制下の発展途上国における 48 回の為替レート切り下げのケースを分析して、加盟国が IMF 支援を求める決定は他の加盟国に比べて一人当たり GDP の大きさ、貨幣供給に占める純対外資産の割合に大きく依存することを明らかにした。また、為替レートの切り下げを実施する前に見られる実質為替レートの増価や経常収支の悪化という現象は IMF 融資に対する需要に余り影響を与えていないことを明らかにした。

Knight 等 (1994) は、上記の研究について幾つかの問題点を指摘している。第一に、IMF 融資に対する需要側の要因にのみ焦点を当てており、IMF が支援を提供するという決定は融資を要請する国と IMF との共同作業の結果である事実に配慮していない。第二に、Conway の研究を除いた研究は、支援要請国が依然に IMF に融資を受けたか否かについて考慮していない。このことは、以前に IMF 支援プログラムの採用国で国際収支問題に直面している国は、IMF の融資を受ける傾向があることから重要な問題点である。第三に、仮に加盟国が IMF から融資額一部を最初の引き出し分として支払われたとしても、必ずしもプログラム期間中に次回の引き出し分を支払われるとは限らない。更に、IMF 融資には厳しいコンデショナリティを伴わない融資制度 (例えば、Compensatory and Contingency Financing Facility) も存在している。第四に、融資を伴うプログラムの開始時期前に IMF は融資を承認する条件としてブライアー・アクションを義務づけることが多く、正確なプログラム開始時期を設定するのは困難である。この為、データは四半期

よりも一年をベースにした方が、ブライアー・アクションを実行した時期を含む可能性が高くなる。

Goldstein 等 (1986) は、IMF 支援プログラムを採用する確率は、採用前のマクロ経済変数が目標値から乖離する等の各国に特殊な要因に依存すると指摘した。この研究は 1974—1981 年のプログラム採用国のマクロ経済成果を検討して、国際収支、経常収支、インフレ率、実質 GDP 成長率等の変数がプログラム不採用国に比べて著しく異なっていたことを明らかにした。この研究は、IMF の融資を受けるという減少は純粋にランダムな要因に基づいているのではなく、明確な観察可能な経済要因に依存していることを示唆している。またこの研究は、IMF 融資の合意に至る需要側と供給側の要因の両方を検討する必要性を示唆している (Knight 等)。

Knight 等は、1973—91 年の 91 ヶ国の非産油発展途上国を対象として、bivariate プロビット分析を用いて需要側と供給側の要因を検討した。結果は、需要側の要因として外貨準備額、一人当たり GDP の増加率、一人当たり GDP 水準、投資率、以前に IMF から融資を受けたことがあること、対外債務問題が増加した 1979—91 年等の変数が、統計的に優位な説明要因であることが明らかになった。供給側の要因として、IMF が融資を提供することを決定する主要な要因となる政府側のコミットメントが重要となるが、この中で政府の歳入・歳出等の財政政策、国内信用の引き締め、5%以上の為替レートの切り下げが統計的に最も優位な変数であることが指摘された。また同研究は、これらの変数により実際に IMF 融資が承認されたか否かという事実の 80%以上を正しく予測することができたことを示した。

2. IMF 支援プログラムの効果

IMF 支援プログラムが実際に有効であるのか否かを判断するには、プログラムを実行した結果、持続可能な国際収支水準・低インフレ率・経済成長率の達成等の最終目標を充たしているか否かを評価する必要がある。判定は、プログラムを採用しなければ実現していたであろうマクロ経済状態とプログラム採用の結果としての状態の比較をすべきであるが、前者を観察できないのでそれに代替する方法が 4 つ考案されている (Khan, 1988)。第一に、プログラムを採用する前後を比較してマクロ経済成果を判断することができる。第二に、プログラムを採用している国の目標変数の平均的な変化をプログラム不採用国と比較する方法がある。第三に、最終目標の数値と実際の数値を比較する方法がある。第四に、政策もモデルを基にして、IMF で頻繁に用いられる政策とそれ以外の政策による効果をシミュレーションして比較することができる。

第一の方法は最も頻繁に用いられている。しかし、プログラム採用時前後の期間に工業国の成長率と金利、並びに交易条件の変動がマクロ経済パフォーマンスに正の影響を与えていたとしても、その原因をプログラムの効果と判定するのでバイアスがかかるという欠点がある。この欠点を補完するものとして、プログラム採用国と同時期に類似した外的影響を受けていると考えられる (control group と呼ばれる) プログラム不採用国と比較する第二の方法が考えらる。しかしこの方法は、元々プログラム採用国は経常収支問題を抱え採用時の経済状態が control group のそれと極めて異なることから、比較結果はバイアスが生じる可能性がある。例えば、プログラムの結果経済状態が良くなったとしてもそれは元来脆弱な初期状態から出発しているからに過ぎない可能性もある。この欠点を改善する為に、Goldstein 等 (1986) はプログラム採用国と不採用国の初期条件の相違をコントロールする手法を用いている。第三の方法の欠点は、仮に目標を達成しなかった場合に、その原因が政策の不履行にあるのか、目標設定が厳格過ぎるのか、外的条件の変化によるのか明らかでないことにある。

第四の方法は、IMF 支援プログラム採用国に限定されずに幅広く調整問題を論じることが可能であり、プログラムが未履行であるか否かに配慮する必要が無い。また、政策手段と目標の關係に焦点を当てるのでプログラムがどのように機能するかについて有用な情報を提供するので、上記の 3 つの方法より望ましい (Khan, 1988)。しかしこれには政策とマクロ経済変数間の關係を明示した実証モデルが必要であり、経済モデルのパラメータは政策が異なれば変化し、並びにモデルの特定化やその適切性に依存している。そして、IMF 支援プログラムを採用すること自体が政策への信頼を高めてパラメーターを変更する可能性もあるが、この問題は実際のデータを用いる上記の 3 つの方法では問題とならない。

第一の手法による研究は多く存在するが、一貫した結果はみられないもののプログラムの効果は大きくないように思われる。Reichmann 等 (1978) は 1963-72 年に採用された 79 件のプログラム採用年度前後 2 年間を分析し、70 以上のプログラムでは国際収支の大幅な改善がみられず、経済成長・インフレ率に対する明確な効果は見られずと指摘している。同様に、Connors (1979) は 1973-77 年の 31 件のプログラム採用時前後一年を分析し、経済成長・インフレ・経常収支・財政赤字に対する顕著な影響は見られなかったと指摘している。Kelly (1982) 年は、1971-80 年の 77 件のプログラム採用時前と採用後 1 年と 3 年を分析し、採用後一年の期間では半分のプログラムで財政赤字は低下し、62%のプログラムで財政赤字と経常収支赤字は正の相関關係が見られたとしている。採用後 3 年の期間ではプログラムの半分で経済成長率が低下したと指摘している。Killich (1984) は 1974-79 年の 38 件のプログラムを検討し、インフレ率は低下した一方、統計的に優位ではないが国際収支と経常収支は判定期間に関わらず悪化し、経済成長率はプログラムの 1 年後には増加したが 2 年後には低下し明確な効果はなかったと指摘している。Zuru 等 (1985) は、

1981-81 年の 35 件のアフリカで採用されたプログラムを分析し、60%のプログラムで経済成長率は低下又は一定であり、インフレと経済成長に関する効果は明確でなかったとしている。Pastor (1987) は 1965-81 年の中南米諸国のプログラム採用時前後 1 年を検討し、国際収支は大幅に改善したものの、経常収支・インフレ・経済成長率には顕著な効果はなかったと判断している。

最近では Killick 等 (1992) は、1979-85 年のプログラムを検討し、国際収支、経常収支、輸出、経済成長率は改善し、プログラム採用後 3 年目より改善したと指摘している。インフレは為替レートの切り下げにより余り改善しなかった。また国内のアップブレーションは著しく低下したが、この多くは投資率の低下によるもので必ずしも好ましいとは言えないと結論づけている。IMF (1995 a) は、1988-1993 年にプログラムを採用した 36 ヶ国に焦点を当て、プログラムの前年とプログラムの最後の年を比較した。結果は、殆どの諸国で外貨準備の増大、対外債務の支払滞納の低下、持続可能な経常収支状態の回復、投資家の信頼回復による資本流入を通して国際収支が改善した。また財政赤字は利子支払いが増加した中央ヨーロッパ以外の国では大幅に改善した。しかし、インフレ率の低下、貯蓄率・投資率の増加、経済成長率の上昇は殆どの諸国で改善傾向を示さなかった。貨幣供給の増加率はプログラム採用前に比べて、純国内資産の増加率の低下が純対外資産の増加率を相殺して変わらなかった。しかしインフレ率が 10%を超え為替レートを物価安定を目的として固定している国では、プログラム採用前に比べて純対外資産が増加しても純国内資産の大幅な減少によって貨幣供給の増加率は低下した。

第二の方法をもちいた比較結果は第一の方法と同様に結果はまちまちで一貫した傾向は見られない。より信頼の置ける初期条件を考慮した実証研究でも、インフレは低下するが経済成長率・国際収支に関しては顕著な傾向が見られない。Donovan (1981) は、1970-76 年に採用された 12 件のプログラムに関して採用 1 年後のマクロ経済状態を control group として石油産出国を除く全発展途上国と比較を行った。結果は、プログラム採用国の方が輸出増加率は高く、インフレ率は低かったことを明らかとした。経済成長率は採用後 1 年では control group よりも上昇したが採用後 3 年では低下したことを示した。Donovan (1982) は 1971-80 年までの 78 件のプログラムを検討し、国際収支・経常収支・インフレは 1 年と 3 年の期間で control group よりも改善し、経済成長では 3 年目には改善傾向にあるものの悪化したことを指摘している。Loxley (1984) は、1971-82 年の低所得発展途上諸国を比較し、統計的には優位ではないがプログラム採用国の方が非採用国に比べて国際収支が改善したことを示した。また採用後 3 年目は 1 年目に比べてプログラム採用国の国際収支は改善したが、経常収支は悪化したことを指摘している。更に、インフレ率は採用後 3 年目の方がかなり低下したことを明らかにした。Gylfasson (1987) は 1977-79 年の 32 件のプログラム採用 1 年後と 3 年後に焦点を当て、control group は 1975-77 年

の国際収支が困難であった発展途上国として分析した。結果は、プログラム採用国では国際収支の改善が見られたがインフレや経済成長に関しては顕著な効果は見られなかったとしている。Pastor (1987) は中南米諸国に焦点を当てて同様な結論を導いている。

Goldstein 等 (1986) は 1974-81 年の 68 件のプログラムを検討し、プログラム採用前の経済状況を比較すると、採用国は高インフレ・低経済成長・経常収支と国際収支の赤字等不採用国よりも極めて脆弱な経済状態であることを明らかにした。このことは、初期条件を考慮するとしないことで比較結果はかなり異なることを示唆している。こうした初期条件を考慮すると、統計的には優位ではないものの、経済成長と国際収支は悪化しインフレ率は低下したことを指摘した。以後、このアプローチを応用した幾つかの研究が行われた。Greene (1989) は 1973-86 年におけるアフリカ 28 ヶ国を対象として、プログラムの実行を測定する手法として合意された融資額に占める実際の使用額の割合を用いた。結果は、プログラムの実行性が高い国ではプログラムの 1 年目にインフレ率が 11 パーcentage・ポイント低下し、2 年目には 12 パーcentage・ポイント低下したことを示した。経済成長率や国際収支の改善に関しては統計的に優位な結果は見られなかった。しかし、構造改革を強調するようになった 1980 年代には経済成長への負の影響は弱まったことが明らかとなった。

Khan (1990) は、1973-88 年の 74 の発展途上国を対象として 67 件のプログラム採用国と非採用国を比較し且つ採用後 2 年間の平均を取って分析した。国際収支・経常収支・インフレは改善し、経済成長は採用後 1 年目には悪化したが 2 年目には改善したことを明らかにした。また、1980 年代は 1970 年代よりもプログラムの経済成長に与えた負の効果が小さかったのは、1980 年代のプログラムでは構造改革を強調したことにあると指摘している。Conway (1994) は、1976-86 年の 74 ヶ国を観察し、経済成長や経常収支の悪化などによりプログラム採用確率が高まったことを示した。また採用一年後は、経常収支は悪化したが、経済成長や投資は悪化したことを明らかにした。その後は経常収支の一層の改善と伴に、経済成長と投資が改善したことを示した。しかしインフレに関しては特に改善傾向が見られなかった。Dicks-Mireaux 等 (1995) は、1986-91 年の 61 ヶ国を吟味し、プログラム採用国は実質経済成長率と対外債務支払比率に対して統計的に優位で、それぞれ 1.4 パーcentageポイントの増加と 5.6 パーcentageポイントの低下をもたらしたことを示した。これに対して、インフレ率は低下したものの統計的には優位ではなかった。

第三の方法を用いた研究結果は多様であるが、国際収支目標の方が経済成長目標よりも達成度が高かったことを示している。Reichmann (1978) は 1973-75 年に採用された 21 件のプログラムを検討し、70%のプログラムでは国際収支は目標に近いか上回り、半分以上のプログラムでインフレ率は目標を上回り (インフレ率が目標より低くなり)、62%のプログラムで経済成長率は目標に達したことを示した。Beveridge 等 (1980) は 1969-78 年

の 105 件のプログラムにおける中間目標の達成度を検討した。結果は、40%のプログラムで財政収入が目標を下回り、60%のプログラムで財政支出は目標を上回り、財政収支目標は半分のプログラムでのみ達成された。また政府の対外債務目標は 60%のプログラムで目標を上回った。Zulu 等 (1985) は 1980-81 年のアフリカ諸国を対象として、38%のプログラムで経常収支目標を、48%のプログラムでインフレ目標を、20%のプログラムで経済成長目標を達成したに過ぎないことを明らかにした。Heller 等 (1988) は、半分のプログラムで経常収支目標を下回り、残りの半分は上回ったことを示している。Edwards (1989) は、プログラムの 52%が経常収支目標を充たすか上回ったことを示した。

IMF (1995a) は、1988-93 年のプログラムを分析し財政赤字は中央ヨーロッパで大きく目標を上回ったのに対して以前にプログラムを採用した国では目標を上回ったことを指摘している。また全ての諸国で純対外資産が目標を大きく上回ったことから広義の貨幣供給率は目標よりも増加した。中央ヨーロッパでは目標を 22%も上回る貨幣供給率の過剰な超過状態は、純対外資産だけでなく政府に対する国内信用の増加にも起因している。

第四の方法として、Khan 等 (1981) は 29 の発展途上国に焦点を当てて、IMF 支援プログラムで用いられる政策手段（国内信用の制限、政府支出の削減）を用いて対外不均衡を改善する状況を想定した場合、1 年目にはデフレーションをもたらすがインフレ率はやがて急速に上昇して均衡水準へと低下し、生産は 1 年目には急激に悪化するがやがて完全雇用水準を上回りった後に数年かけて均衡水準に達するとしている。この研究は更に、需要管理政策（国内信用と政府支出の抑制、通貨の切り下げ）のみの場合とこれに構造改革を加えた 2 つプログラムを比較した。その結果、前者は国際収支を直ちに改善するものの一時的に高インフレと低成長という犠牲を伴い、後者は需要抑制による生産の減退と通貨切り下げによるインフレ圧力を緩和することを明らかにした。また前者でも長期的には短期に比べてマクロ経済パフォーマンスは望ましい結果となっていると指摘している。

こうして、4 つの方法をもちいて IMF 支援プログラムの効果を検討したが明確で一貫した効果がみられず、簡単に結論を導くことは出来ない。この理由は、プログラム採用前の初期状態によってプログラムが成功する可能性が変わってくるし、世界の経済状況の変化によってプログラムの結果が左右されることにある。更に、プログラム採用国でプログラムを成功させる政治的な意志の欠如により、財政赤字、全国内信用の増加率、政府に対する国内信用の増加率等の政策変数がプログラムで決められた通りに実行されていないことも挙げられる。Killick 等 (1992) は 1980-90 年の 298 のプログラムを分析し、IMF の融資中断ケースの多くが政府によるプログラム実行意思の欠如を反映していると指摘している。また、IMF から融資金額の 20%以上が支払われていない状態を未完了のプログラムと定義した。この結果、プログラムの 52%が未完了であり、更に、プログラム別に分類すると最

も悪い結果は EFF で 86%が未完了という状態であることが明らかとなった。特にプログラムの未完了状態は 1980-83 年の 44%から世界の経済状態が以前より改善している 1987-90 年には 67%へと悪化したことは、明記すべき結果である。また、対外債務の大きい国でプログラムの約半分が未完了であったことは、資源の多くを債務の支払に当てなければならず財政赤字を削減することが困難であったことと、為替レートの切り下げは対外債務を増加させるので適切な政策手段の数が限定されていたことを反映している。

しかし一般的には、インフレ・国際収支・経常収支に関しては改善傾向、経済成長に関しては悪化傾向を示した研究結果が多い。このことは、第一に IMF 支援プログラムが必ずしも対外均衡と国内均衡を同時に達成していないことを示している。このことは、IMF 支援プログラムが対外均衡の達成を国内均衡の達成よりも優先した経済政策を選択している可能性を示唆している。パフォーマンス・クライテリアをみても総需要を抑制することを目的とした財政赤字削減政策や政府に対する国内信用抑制政策に関する指標を中心としていることから、こうした傾向が明らかであるように思われる。第二に、インフレ率が常に改善していないことからパフォーマンス・クライテリアとして国内純資産 (D) の上限を設定するだけでは貨幣供給量 (M) が増加して価格安定化に寄与しないので、M等をパフォーマンス・クライテリアとして明示する必要性を示唆している。第三に、国内金融市場の自由化によって金利が過度に上昇して実質経済部門の成長を阻害することがあるので、財政政策による調整や金融市場の寡占状態を緩和するような参入障壁の撤廃・監督の強化をする必要がある。

Killick 等 (1992) は、1979-89 年のプログラムに関して、IMF による融資額がプログラム前の経常収支、国際収支、輸入の規模に比べて不十分であり、更にプログラムの未完了国に対して小さいことを指摘している。また、IMF 支援プログラムは本来一時的な国際収支の支援を目的としており融資は頻繁に繰り返されることを意図していないが、実際には多くの国で繰り返し IMF の支援を受けている。このことは、IMF 支援プログラムがこれらの国の国際収支状態を持続可能な状態にもたらしることが実現していない可能性を示唆している。

Bird (1994) も、IMF の融資額が不十分であることがプログラムを未完了にする要因であることを指摘している。更に、IMF 支援プログラムは対外債務のリスケジュールや援助提供国は融資の際に IMF 支援があるか否かを考慮に入れることが多いが、実証研究では IMF 支援は他の援助国の支援を促す誘因になっはならず、海外からの多額の支援を引き出すという IMF プログラムの役割は幻想に過ぎないと指摘している。

Conway (1998) は、1973-92 年の IMF 支援プログラムを採用した 89 の発展途上諸国

を四半期に分けて観察した。そして経済危機を輸入に占める外貨準備額の割合で示し、これが境界値を下回るとその国は経済危機状態にあると定義した。この境界値は四半期のサンプルでプログラムを採用している時期（34%）に丁度等しくなるように設定し、0.67とした。そして、前四半期にプログラムの採用国は次の四半期にも採用する確率は91%で、前四半期にプログラムの不採用国は次の四半期にも採用しない確率は95%であることを示した。また、前四半期に危機にあった国は次の四半期にも危機にある確率は85%で、前四半期に危機に陥っていない国は次の四半期にも危機に陥らない確率は92%であることを示した。危機とプログラムの相関関係については、同時期に危機にありプログラムを採用する確率は49%であり、危機に無くプログラムを採用する確率は74%であった。また、前四半期に危機にあった国が次の四半期にプログラムを採用する確率は51%で、前四半期に危機に無い国が次の四半期にプログラム不採用である確率は74%であった。この確率は2四半期前と比較してもそれほど変化はなかった。さらにプロビット分析を用いて、プログラム採用国は危機を経験する可能性が少ないが、プログラム採用期間が長期化するほど危機を回避する確率は低くなることを明らかにした。

最近 IMF が外部の学識者に委託したプログラムの評価に関する報告書（1998）は8ヶ国のESAF融資国を検討し、政策間の順序を十分に検討せずにプログラムが実行された結果、不必要に所得の低下、財政の悪化、価格の上昇を招いたとして、貧困者への恩恵を高めるような構造改革を優先させることを提唱している（IMF、1998 a）。例えば、ザンビアとジンバブエでは財政の安定化が実現する前に国内金融市場の自由化を行った為に、金利が過度に上昇して実質部門に大きな負の影響をもたらしたとしている。また同報告書では、IMF 支援プログラムは歳入の増加に注目する余り民営化の効率的な方法を十分に検討せずに国営企業の売却を促進していると指摘している。更に、IMF 支援プログラム採用国がIMFからの押し付けではなく、自らの意志と決断でプログラムを作成したという意識を国民にもたせる様な努力をすることで、プログラムの実行が中断されたり中途半端な状態で履行される状態を改善できると指摘している。

VI. 東アジア地域の経済・金融危機がIMF体制に与えた影響

東アジアの経済・金融危機はIMFにとって以下の様に幾つかの問題を提起することとなった。

資本収支の自由化：多額の国際資本移動が発生するようになって、マクロ経済政策の運営が困難になるにつれて資本の自由化に関するガイドラインを作成する必要性が高まるようになったことである。IMF協定が成立した1940年代は、資本移動はまだ国際取引の中心的な存在ではなく、国際貿易の促進が国際経済の秩序を再構築すると考えられて

いた。この為に、協定では経常取引の支払い制限を認めていないが、国際資本移動に対しては規制を課すことを認めている。しかしながら多くの諸国が経常収支の取引に関する自由化をかなりの程度実現し、かつ資本移動が活発になるにつれて、1980年代から資本の自由化問題に大きな焦点が当てられるようになった。

資本取引規制は、国際収支の不安定化や為替レート変動の激化の回避、国内貯蓄の維持と国内生産要素に対する過度な外国による所有の回避、国内資本と金融取引に対する課税、国内における安定化政策と改革の強化、インフレ税の利用、という見地から正当化される。また、国内のマクロ経済環境や財政政策を持続可能な状態になるまで規制緩和をすべきでないという議論もある。更に、資本移動を規制することで通貨を投機攻撃に曝すことを回避できるという主張もみられる。

また、国際資本移動が自由化されるにつれて、短期金利はカバー付きの金利平価条件によって決定されるようになっていく。仮に、この条件と相容れない国内金利や為替レートが存在する場合には短期国際資本移動が発生することになる。従って、異なったマクロ経済目標を達成する為に金融政策や為替政策を用いることができる可能性は、資本収支の自由化に伴い限定されるという問題がある。更に、国際資本移動の自由化は国内貨幣供給の構成要素である純対外資産の変動が大きくなり、国内貨幣需要は国際金利格差に敏感に反応するようになる。その結果、貨幣供給も貨幣需要も不安定となり、貨幣供給量をターゲットとする金融政策の有効性は失われる可能性がある (Johnston, 1998)。その上、国際資本移動の増大により、従来用いられてきた金融政策手段の有効性が低下すると考えられる。例えば支払準備率は銀行の仲介機能を妨げるため資本流出を促進し、政策の有効性は低下する。

しかし、資本取引規制により投機攻撃の根本原因を取り除けるわけではない。また、資本はやがて規制の網をくぐりぬけて監視が困難な経路を通して移動するようになるので、規制によって上記の目的を達成することは長期的に可能ではない (Guitian, 1995)。更に、資本収支の自由化は国内政策に節度をもたせ、為替レートも経済の現状に見合った適切な水準に導き、マクロ経済の安定をもたらすし、直接投資は技術移転や経営の改善を促すことが多い。また、資本流入は国内で入手可能な資本量を増大し、消費者は消費パターンをスムーズにすることができ、生産者は生産や利潤の変動や不確実性に対応することができるという利点がある (Calvo 等、1994)。また、国際資本移動の増大は、公開市場操作のように中央銀行の操作のタイミングと規模、並びに金利を操作する際に柔軟性が高いきんゆう政策手段の発達を促し、間接金融政策への移行を促進する可能性がある (Johnston, 1998)。

IMF は最近までは二国間の政策アドバイスとして、加盟国が資本収支の取引を自由化することを歓迎し、中央・東ヨーロッパのように直接投資の流入がより広範なマクロ経済・構造改革にとって重要である場合には奨励してきた。更に、IMF は資本取引規制が不透明で非効率であると見なされたり、外国為替制度改革や間接金融政策手法の導入、国内金融市場の強化を伴う場合には奨励してきた。またインドの場合には、資本取引規制の撤廃は銀行間外国為替市場の発展に寄与するとの判断を下した。中国に関しては、新外国為替法の作成仮定において将来における資本取引規制の自由化を念頭に置くことを強調した。多くの加盟国が資本規制を緩和するようになったことを反映して、IMF の多国間のサーベイランス協議では世界資本市場の段階的な統合についての議論が次第に高まり、貿易の自由化・持続的な経済成長・経済効率の改善という枠組みで通貨の兌換性や資本移動の自由化を好意的にとらえてきた。また IMF は資本受け入れ国の適切な経済政策や構造改革の成果以外の理由で多額の資本流入が起こる場合には、憂慮を表明したり適切な銀行の監査・管理の必要性を強調してきた。しかし詳細に各国の金融構造や中央銀行の監督・規制能力に注目していたわけではなく、発展途上国の資本自由化に対してはケースバイケースの対応をしてきた (Quirk 等、1995)。

資本収支の自由化の速度と順序は、自由化により得られる恩恵を最大化し、リスクを最小化するように決定する必要がある。自由化の順序に関しては、自由化する前にマクロ経済の安定、国内金融制度の発達、金融商品や市場の発達が実現すべきであるという見解がある。しかし、こうした前提条件を充たすまで自由化の時期を遅らせると、他のより広範囲な経済改革まで遅らせる可能性がある。自由化の順序は、資源の配分効率を高め、金融・マクロ経済の安定化を促進するような目的に添った改革を優先させる必要がある。資本収支の自由化は、新しい技術や政策手法を導入して金融システムを多様化し、リスク管理能力を高め、金融商品に対する競争を促進することを促すようにしなくてはならない。従って、独占状態を支援したり、支配的な国内金融機関にのみ海外からの資金調達を可能にして非効率な金融構造を温存することは回避する必要がある。また、自由化によってポートフォリオの多様化を促すのではなく、逆に特定の資産保有状態が高まり金融システムを弱体化するような状態を防ぐ必要がある。Johnston (1998) は、短期に比べて長期の国際資本移動の自由化を先行させたり、ポートフォリオ投資よりも直接投資を優先させるような資本収支の自由化は、やがて規制の網をのがれて資本は移動するので実践するのは困難であると指摘している。

IMF 理事会と G10 諸国は 1997 年 5 月に資本の自由化は経済的利益が大きく、マクロ経済の均衡と金融部門の強化を促す経済・構造政策を伴うべきであるとして、IMF は資本の自由化の促進と国際収支の管理において主要な役割を持つべきであると合意した。即ち、IMF は秩序ある資本移動の自由化の促進に中心的役割を与えられることとなった。IMF 理事会

では4つの原則、(1) IMF協定の修正とIMFの資本移動に関する明確な権限と監督圏の拡大、(2) 経済自由化が必要な構造・マクロ経済改革を伴うように柔軟な対応、(3) 加盟国が資本の流入と流出に一時的な制約を賦課することを例外的状況下では許可、(4) IMFと世界銀行は新興市場諸国の金融体制の安定化にむけて協力すること、を合意した。この原則を貫く必要性は、東アジア諸国の経済・金融危機の発生により強まった。この背景には、韓国の資本自由化が金融部門の必要な改革や監督の強化を伴わずに先行し、銀行部門による短期の対外借入れに関する規制は緩和されたのに中・長期の資本に対する規制は維持された経験が反映している。

マネタリーサーベイの改善：マネタリーサーベイを中心とした分析では、銀行部門の健全性に関して適切な判断ができないという問題がある。多くの国では、不良債権を抱えている銀行は真の資産状況を隠そうという動機を持っている。しかし、マネタリーサーベイの構成要素である国内信用の増加は、民間企業活動への貸し付けなのか、債務を支払えない借り手に対する損失補填の為に貸し付けなのかを識別することはできない。また、銀行は仮に損失を発生し債務超過に陥っているとしても、新規預金があれば流動性を維持できる。従って、銀行は債務超過に陥ってからかなりの期間が経っても見た目は健全で流動性を維持しているかの印象を与えるのである。更に、債務超過の銀行は、中央銀行による資金調達に依存して操業を継続していることが多く、不良債権を適切に分類したり引当金を積み立てることをしないことが多い。不良債権から本来得られるはずの利子収入を所得として計上して、人為的に利益や資本が増えているかのようにバランスシートを粉飾することもある。この結果、銀行は少しでも不良債権からの損失を相殺する為に貸し付け金利と預金金利の格差を拡大したり、新規借り手に対する信用提供を限定することで、民間投資や生産活動を阻害することになる (Frecaut 等、1998)。

更に、バランスシートの負債側では預金の増加率は既存の預金に対して本来払うべき預金金利を上乗せしていることがある。こうして、問題が放置されたままになり、貨幣供給と需要の間の不均衡が著しく拡大して新規預金から得られるキャッシュフローでは利子支払いや営業費用を支払えなく状態が発生するまで損失が蓄積されていくことになる。政府はこうした問題を抱えた銀行への介入を遅らせて、銀行が預金者による預金の移転や引き出し要請を遅らせたり断るような事態を引き起こし、預金者は自己の預金の大半を失うこととなってしまふ。こうした状態をマネタリーサーベイでは判定できず、預金負債があたかも常に迅速に引き出しが可能であるかのように記録されている。銀行が閉鎖されて預金者が預金の一部を失って始めて、預金の帳消しを反映して貨幣供給は下方に修正されるのである。仮に、政府による明示的な保証や預金保険機構が存在していたとしても、これらが部分的であれば預金者は預金の一部を失うことになる。

Frecaut 等はマネタリーサーベイに幾つかの修正を行うことを提案している。第一に、民間部門への国内信用を債権と不良債権に分類することである。第二に、不良債権に対する引当金を「その他の項目（ネット）」から排除して、国内信用額から差し引くことである。これらの方法は項目の再分類に留まっているが、国内信用に関するデータはより真の資産状態を反映することになる。第三に、債務超過に陥っている銀行を対象として、不良債権額を真の不良債権規模の推定額に置き換えて、この結果必要な引当金を記録することである。第四に、全銀行部門の預金額を株主と債権者の資産を評価した後に残る負債から、預金がどれだけ足りないのか（貨幣の欠如の程度）を推計する。そしてこの程度によってウエイト付けして全銀行部門の預金額を推定し直すとより真の負債状態を反映することになる。

その他の修正として、国内資産を貸し付け分野別に分類することである程度のクレジットリスクを予測することが可能である。東アジア地域の国内銀行は、不動産部門や株式取得関連への貸し付けが増大しそれらの価格の暴落が不良債権を悪化させる一因となった。更に、銀行部門の対外債務を短期と長期に分類し、特に短期対外債務と資産の間のオープン・ポジションに焦点を当てる必要がある。これが拡大して、為替リスクが拡大するからである。また、資産と負債の満期にも注目して、これらの格差が拡大しているか否かを判断する必要がある。

サーベイランスの強化：IMF が資金を融資していない加盟諸国に対してサーベイランスを実施する場合は、仮に経済・金融危機の前兆がみられて IMF が政策提言をしたとしても加盟諸国が受け入れない場合がある。IMF によるサーベイランスの役割は、ブレトン・ウッズ体制のオブザーバーとしての役割に由来する。IMF 協定の第 4 条第 3 項では、サーベイランスの目的として、国際金融体制が円滑に機能するように監督、加盟国が IMF 協定の第 4 条第 1 項（経済成長の促進と価格安定化を目指して努力すること、秩序ある経済・金融状態を促進することに努めること、国際収支調整を回避したり不公平な国際競争力を獲得するために国際金融体制を操作しないこと）を遵守しているか否かを監督、加盟国の為替政策の監視を挙げている。

東アジア地域においても危機が発生する前に、IMF はインドネシアに対して不良債権が増加していた国営銀行の健全性や不動産部門に対する貸し付けの拡大に対する憂慮を表明し、銀行の監督の強化と問題のある銀行の吸収合併や閉鎖等の抜本的改革を要請した。また、為替レートの介入範囲を拡大する等より柔軟な為替政策の採用と予算外支出項目が存在することから財政を税収拡大により改善することを提言した。タイに対しては資本流入と変動規模の大きさから通貨バスケットのウエイトの変更や変動幅の拡大を含むより柔軟な為替政策を採ること、並びに経常収支赤字を削減するために民間貯蓄率が改善するまでは財

政政策を引き締めることを提言した。韓国に対しては、現在の為替動向は内外の状況を反映して問題はないが、金融市場の開放化が進む中で中期的にはより柔軟な為替政策を用いることを提言した。しかしこれらの政策提言は政府によって採用されなかった。

今後、IMF は融資を提供していないサーベイランス諸国に対しても、長期にわたり必要とされる政策を実施していない諸国が適切な対応策を採用することを先延ばしにしないように幾つかの体制の変更を余儀なくされることになる。1998 年 4 月の IMF 総会では IMF が金融部門と資本移動のサーベイランスを強化し、政策の大幅な是正が必要と判断された加盟諸国に対しては警告を頻繁に且つ強化することを決定した。また IMF は世界銀行とも協力して、BIS 規制に基づいた銀行部門の強化をすることを決めた。このことから IMF は今後加盟国に対して対外債務・外貨準備・民間部門への貸し付け・不良債権等の詳細なデータの提供を要請し、金融部門と資本収支に関するサーベイランスを強化することとなる。更に、諸国間の相互依存や危機の波及にも焦点をあて、市場の動きを密接に評価する方向に向かうこととなる。そして IMF はデータに関する透明性と一般に対する秘密主義を改善する為に、加盟諸国全体に提要されるデータの基準の設定や従来公表されなかった加盟諸国の資料を公表する際のガイドラインの作成等といった様々な手段を導入した。

融資のプロセスと融資額：東アジアの経済・金融危機は経済・通貨危機に迅速に対応し融資に至るプロセスを簡素化するようになった。この傾向は 1994-95 年のメキシコの経済・金融危機を端緒としている。他の諸国への波及を抑え国際金融体制の秩序を直ちに回復する為に、IMF 理事会は緊急支援の必要な諸国に対する特別融資制度の手続きを簡素化し、市場の信頼を突然喪失して多額の短期外貨資金が必要な状況にある諸国に対して新しい融資制度を設立した。東アジア諸国に対しても極めて短期間に合計 360 億米ドル（表 1 を参照）を支援することを約束し、韓国に対しては 1998 年 1 月 8 日に支払予定であった 20 億米ドルの支払を 12 月末に早めた。

今後、IMF は危機に迅速に対応するのに必要な資金を早急かつ多額に獲得できる体制を先進国とともに考察していく必要がある。また、どの国に資金を早急に提供できる特別融資の対象にするのか、等の明確なガイドラインが必要である。

表6：東アジア経済・金融危機に対する国際機関支援と二国間支援
(10億米ドル)

	IMF	その他の国際機関	2国間	合計
インドネシア	9.9	8.0	18.7	36.6
韓国	20.9	14.0	23.3	58.2
タイ	3.9	2.7	17.1	17.1
合計	34.7	24.7	52.5	111.9

出所：IMF、1998年4月。

注：IMFの融資はフィリピンを含めると360億米ドルとなる。その他の国際機関は世界銀行とアジア開発銀行。IMFは1995年2月にメキシコに178億米ドル融資することに合意。

他機関との強調： インドネシア、韓国、タイのプログラムの様に、IMFはESAF融資の対象となる低所得国で活発に行われている世界銀行・アジア開発銀行・債権国との協調体制をSBやEFF等の融資制度にも実施する必要がある。また、IMF支援の経済プログラムの内容も新しい経済情勢に合わせてより柔軟なものにすることが重要である。特に、生産の減退を緩和するような財政収支目標の設定、輸出部門や中小企業への貿易信用の低下を緩和するような金融政策の設定、経済調整により発生する失業等の社会的費用を緩和するために社会的セイフティー・ネットをより詳細に吟味することが養成されている。

所有意識： IMF支援プログラムはESAFプログラムに関する報告書に指摘されているように、融資対象国に対してプログラムに対する「所有意識」を高める努力をする必要がある。過去にIMFのプログラムが途中で挫折したケースの多くは、政府のコミットメントが低いことが大きな要因であった。また、IMF融資受け入れ国の国民は、プログラムをIMFからの押し付けであると意識し反発をすることも多い。こうした状況を避ける為にも、IMFと政策決定者はプログラムの合意に至るプロセスを重視し、より多くの直接関係者を参加させたり、プログラムの理解を深めるように努力する必要がある。また、ブライアー・アクションをより効率的に用いて、政府のコミットメントを強化する工夫も必要である。

IMFがコンデショナリティを設定し始めた当初は、加盟国間にはマクロ経済の不均衡に取り組むこととこれに必要な適切な政策に関してコンセンサスが存在した。従って、コンデショナリティはこうしたコンセンサスの現われとして認識されていた、しかし、1970年代になって、加盟国が増加し異なる経済哲学を提唱する国が表れ、海外の銀行からの資金調

達が可能となって様々な経済政策が試みられるようになった。コンデショナリティは押付けと認識されることが多くなった。1982年の対外債務危機では、IMFの役割が再認識されコンデショナリティは債権者にも信認を与えるものとして認識されるようになった。1990年代になって加盟国が経常収支や資本収支に対する規制を自由化し、市場ベースの国際資本移動が増大した。この結果、政府は政策の予測可能性（predictability）を高めて信認を得て、直接投資や長期資本流入を獲得する必要性が高まった。コンデショナリティは本来、IMFの財政状態の健全性を維持するだけではなく、市場参加者に対して加盟国の政策の信認を高める役割をもつことになる（Dhonte、1997）。

こうしてコンデショナリティがIMF支援受け入れ国の政策に対する信認を高めるには、政策が予測可能であり、途中で政策変更を行う状態を回避しなくてはならない。インドネシアの通貨が韓国やタイに比べて安定化するまでに時間がかかった要因の一つに、政策担当者側が合意したIMF支援プログラムを実行するというコミットメントが弱かったことが挙げられる。こうした状態を回避するためには、所有権意識を高める必要がある。

この方法としてDohnteは、第一に、適切な政策を持続的に実践することを支援するような基盤作り（capacity building）が必要であると指摘している。これには、プログラムの交渉チームの結成、予算管理の強化、マネタリーデータの構成、広報活動の強化等を含む。第二に、経済政策が市場に友好的に実践される為には、政策担当者チームだけでなく、政府の効率的な運営や司法組織の強化を必要とする。第三に、コンデショナリティが実行される為には、実行に必要な規定を定め、予め公表することで強制力を伴う必要がある。第四に、交渉にある程度の時間を割り十分な合意に達する必要がある。第四に、プログラムの評価では最終目的が達成されたのか否かよりも、こうした基盤作りが進んでいるのか否か等で判断することが大切である。最後に、IMF支援プログラムは単に政策を変更するだけでなく、政策担当者の裁量的な意思決定プロセスに制限を加えたり、財政勘定の透明性を高めたりすることで今まで実行してきた政策のアプローチを覆すこともあるため、しばしば政策担当者の反抗に遭遇することがあることを明記しておく必要がある。

VII. 最後に

東アジア地域の経済・金融危機は、資本収支が自由化して多額の資本移動が発生している新しい経済環境の下で、IMF支援プログラムの根幹をなすファイナンシャル・プログラミングとコンデショナリティに幾つかの修正を余儀なくさせることになった。第一に、固定相場制の下で多額の資本流入がある国では、外貨準備の蓄積とインフレ圧力の上昇との間でトレード・オフを発生させることになった。このことは、インフレ圧力を抑える為にはパフォーマンス・クライテリアとして従来のように純国内資産の上限や中央銀行による

政府部門に対する国内信用の上限を含めるだけでは、不十分であることを示唆している。今後はパフォーマンス・クライテリアとして純国内資産の上限の引き下げと貨幣供給の上限を含めるか、外貨準備の蓄積に上限を加えるかのどちらかの選択をする必要がある。前者は財政政策を引き締めて貨幣供給の増加を抑制するのに対して、後者は固定相場制を放棄して為替レートの変動を許容することを意味している。パフォーマンス・クライテリアは **Discipline** と **Credibility** を維持するために頻繁に変更することは困難である一方で、経済状況の変化に合わせて柔軟性をもたせる必要もある。

第二に、マネタリーサーベイを銀行部門の構造問題をより明示するように修正する必要がある。バランスシートの資産側では、債権を債権と不良債権に分類し、不良債権に対する引当金を「その他の項目（ネット）」から排除して国内信用額から差し引くことが必要である。これらの方法は項目の再分類に留まっているが、国内信用に関するデータはより真の資産状態を反映することになる。また、債務超過に陥っている銀行を対象として、真の不良債権規模の推定額を用いて、これにより必要な引当金を記録することも検討する必要がある。更に、全銀行部門の預金額を各銀行の株主と債権者の資産を評価した後に残る負債の内、預金がどれだけ足りないのかを推計し、この程度によってウエイト付けした預金額を推定し直すと、より真の負債状態を反映することになる。また、国内信用提供先をセクター別に分類しクレジットリスクの程度を、短期資産と負債のオープン・ポジションを推定して為替リスクの程度を、短期債務と長期資産のミスマッチの程度を推定する必要がある。

第三に、ファイナンシャル・プログラミングにおいて国際資本移動を内生的に扱う必要がある。このことは対象国の為替制度、国内金融市場の自由化の程度、資本取引規制の程度を考慮に入れる必要がある。また、資本移動の自由化は貨幣需要関数だけでなく貨幣供給プロセス自体も不安定化する可能性が高く、貨幣需要関数の安定性や貨幣需要と国内信用の変化に関して独立した関係を仮定するファイナンシャル・プログラミングでは限界があることを示唆している。今後は、貨幣供給の増加率をインフレ安定化の中間目標とする金融政策からインフレーション自体をターゲットとする金融政策を含めて新たなアプローチを模索する必要がある。また、経済政策も不胎化政策、非不胎化政策、為替政策、財政政策、等幾つかの政策手段の間で適切なミックスが必要であり、並びに柔軟に対応できるように政策手段を増やすように努める必要がある。これには、国債市場の発展、他の債券市場の創設、決済システムの改善を含む。

こうして今後 IMF がとるべき緊急の課題は、資本収支の自由化と中央銀行による銀行の監督・管理の必要性との間のバランスをとりながら、プログラムの内容を変化させる必要がある。近年、貿易輸入制限の撤廃、国内金融市場の自由化、外貨取引の自由化が進み、

財政・金融・為替政策の変化に対する経済主体の反応の仕方が変わってきており、適切なマクロ経済プログラムを作成するのが困難となってきた。例えば、金利の自由化が生産に与える政策の効果は、資本移動の自由化の程度にも依存する。また、様々な市場の自由化の順序が異なることによって政策の効果が異なることは、最近になって注目されるようになってきている。また、国際収支不均衡の性質と国内経済の価格変化に対する適応性も考慮に入れる必要がある。例えば、第一次産品を主に生産している低所得国では、広範な生産基盤を持つ国に比べて支出削減政策に対する反応は緩やかである。前者の国では、輸出価格低下に対する短期的な反応は、勿論その外的 **shock** が一時的ならば金融支援に比重を置くべきであるが、永久的であるならば産業の構造転換と伴う調整をする必要がある。また金融支援は負債の状態にも依存する。

IMF 専務副理事の Fischer (1997) は、経済安定化プログラムの最適なスピード、構造調整の最適なスピード、プログラムの貧困者への影響を緩和する政策、プログラムに含める構造改革の範囲と順序、IMF 融資の最適な規模、より実行が可能で融資対象国によるプログラムの所有意識を高めるようなプログラムの作成と交渉のあり方等はオープン・クエスチョンであるが検討の余地があり、今後の分析と研究に依存するとしている。また、Fischer は為替政策に関しては、異なった経済状況でどの政策を採るべきなのかについてまだ一致した意見に到達していないと指摘している。

更に、短期的には効率的な資源配分を達成する目的と総需要を抑制する政策は相容れないことがある。発展途上国の多くは資本財の輸入しているので、サプライサイド政策を強調する場合には初期の経常収支が悪化する場合がある。特に、輸出加工等の工業部門の発展を目的としている場合には、輸出代金の獲得前に輸入増加が必要である。また、生産増加を達成する政策は、望ましい結果が得られるようになるまで時間がかかることが多い。更に、短期的視点のプログラムに比べて長期的な成長増加を目標としたプログラムの方が、より多くの資金が必要で初期の財政赤字や経常収支の悪化を必要とするかもしれない。こうした視点を考慮することは、短期的の国際収支問題を改善することを目的として作成されているファイナンシャル・プログラミングと IMF 支援プログラムに大きな修正が必要なことを示唆している。

参考文献

Bernstein, Boris and James M. Boughton, "Adjusting to Development : the IMF and the Poor", IMF PPAA/93/4, March 1993

- Beveridge, W. A. and Margaret R. Kelly, "Fiscal Content of Financial Programs Supported by Stand-By Arrangements in the Upper Credit Tranches, 1969-79," *IMF Staff Papers*, June 1980, pp. 205-249.
- Bird, Graham, and Timothy Orme, "An Analysis of Drawings on the International Monetary Fund by Developing Countries," *World Development*, Vol. 9, 1986, pp. 563-68.
- Bird, Graham, "The Myths and Realities of IMF Lending," *World Economy*, Vol. 15, 1994, pp. 759-778.
- Borpujari, Jitendra G., "Toward a Basic Needs Approach to Economic Development with Financial Stability," IMF Departmental Memorandum DM/80/16, February 1980.
- Calvo, Guillermo A, Leonardo Leiderman, and Carmen Reinhart, "Capital Inflows to Latin America with reference to the Asian Experience," In *Capital Controls Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy*, Ed. By Sebastian Edwards, Cambridge University Press, 1995, pp. 339-382.
- Chaud, Sjeetal K., "Toward a Growth-Oriented Model of Financial Programming," *World Development*, Vol.17, No.4, pp. 473-490.
- Coats, Warren L., and Deena R. Khatkhate(ed.), *Money and Monetary Policy in Less Developed Countries: Survey of Issues and Evidence*, Pergamon Press, 1980.
- Connors, Thomas A., "The Apparent Effects of Recent IMF Stabilization Programs," International Finance Discussion Paper 135, Board of Governors of the Federal Reserve System, April 1979.
- Conway, Patirick, "IMF lending programs : Participation and impact," *Journal of Development Economics*, Vol45, 1994, pp. 365-391.
- Conway, Patrick, "IMF Programs and Economic Crisis : An Empirical Study of Transistion," mimeograph, March 1998.

- Cornelius, Peter, "The Demand for IMF Credits by Sub-Saharan African Countries," *Economic Letters*, Vol. 23, 1987, pp. 99–102.
- Crockett, Andrew D., "Stabilization Policies: Some Considerations," *IMF Staff Papers*, Vol. 28, March 1981, pp. 54–74.
- Dicks-Mireaux, Louis, Mauro Mecagni, and Susan Schadler, "The Macroeconomic Effects of ESAF-Supported Programs : Revisiting Some Methodological Issues," IMF Working Paper, WP/95/92, September 1995.
- Donovan, Donal J., "Real Response Associated with Exchange Rate Action in Selected Upper Credit Tranche Stabilization Programs," *IMF Staff Papers*, December 1981, pp. 698–727.
- , "Macroeconomic Performance and Adjustment Under Fund-Supported Programs: The Experience of the Seventies," *IMF Staff Papers*, June 1982, pp. 171–203.
- Dhonte, Pierre, "Conditionality as an Instrument of Borrower Credibility," IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, PPAA/97/2, February 1997.
- Dornbusch, Rudiger, "Devaluation, Money, and Nontraded Goods," *American Economic Review*, Vol. 63, December 1973, pp. 871-80.
- Economist, "The Thai Slump," August 8, 1998, pp. 75–76.
- Edwards, Sebastian, and Julio A. Santaella, "Devaluation Controversies in the Developing Countries : Lessons from the Bretton Woods Era," in *A Retrospective on the Bretton Woods System*, ed. By Michael D. Bordo and Barry Eichengreen, University of Chicago Press, 1993.
- Fischer, Stanley, "Applied Economics in Action : IMF Programs," *AEA Papers and Proceedings*, May 1997, pp. 23–27.
- Frecaut, Olivier, and Eric Sidgwick, "Systemic Banking Distress: The Need for an Enhanced Monetary Survey," IMF Paper on Policy Analysis and Assessment,

PPAA/98/9, August 1998.

Goldstein, Morris, and Peter J. Montiel, "Evaluating Fund Stabilization Programs with Multicountry Data : Some Methodological Pitfalls, " *IMF Staff Papers*, June 1986, pp. 304–344.

Greene, Joshua, "The Effects of Fund–Supported Adjustment Programs in African Countries, 1973–86," IMF Working Paper, WP/89/38, April 1989.

Guitian, Manuel, *Fund Conditionality : Evolution of Principles and Practices*, IMF Pamphlet Series No. 38, IMF, 1981.

Guitan, Manuel, "Capital Account Liberalization : bringing policy in line with reality," In *Capital Controls Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy*, Ed. By Sebastian Edwards, Cambridge University Press, 1995, pp. 71–92.

Gupta, C. McDonald, C. Schiller, M. Verhoeven, Z. Bogetic, and G. Schwartz, "Mitigating the Social Costs of the Economic Crisis and the Reform Programs in Asia," IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, PPAA/98/7, June 1998.

Gylfason, Thorvaldur, "Credit Policy and Economic Activity in Developing Countries With IMF Stabilization Programs," *Princeton Studies in International Finance*, No. 60, August 1987.

Heller, Peter S., A. Lans Bovenverg, Thanos Catsambas, Ke–Yong Chu, and Parthasarathi Shome, "The Implications of Fund–Supported Adjustment Programs for Poverty : Experiences in Selected Countries," IMF Occasional Paper No. 58, 1988.

IMF, *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, 1997.

———, "Fund–Supported Programs, Fiscal Policy, and Income Distribution," IMF Occasional Paper No. 46, 1986.

———, "Theoretical Aspects of the Design of Fund–Supported Adjustment Programs, "

IMF Occasional Paper No. 55, 1987.

- , “IMF Conditionality: Experience Under Stand-By and Extended Arrangements: Part 1 Key Issues and Findings,” IMF Occasional Paper, No. 128, September 1995 (1995a).
- , “IMF Conditionality: Experience Under Stand-By and Extended Arrangements: Part 2 Background Papers,” IMF Occasional Paper, No. 129, September 1995 (1995b).
- , “Reinvigorating Growth in Developing Countries: Lessons from Adjustment Policies in Eight Economies,” IMF Occasional Paper 139, 1996.
- , “External Evaluation of the ESAF : Report by a Group of Independent Experts,” 1998 (1998a).
- , “The IMF’s Response to the Asian Crisis,” April 1998.
- , “Indonesia-Supplementary Memorandum of Economic and Financial Policies,” April 19, 1998.
- , “Updated Memorandum on the Economic Program for the Second Quarterly Review, 1998,” May 2, 1998.
- , “Memorandum on Economic Policies of the Royal Thai Government,” May 26 1998.
- , “Memorandum on Economic and Financial Policies,” July 29, 1998.
- , “Memorandum on Economic Program, July 24 1998.
- , “Memorandum on Economic Policies of the Royal Thai Government,” August 25, 1998.
- , “Mitigating the Social Costs of the Asian Crisis,” *Finance and Development*,

September 1998, Vol. 35, No. 3.

Johnson, Omotunde and Joanne Salop, "Distributional Aspects of Stabilization Programs in Developing Countries," *IMF Staff Papers*, International Monetary Fund, Vol. 27 : 1, March 1980, pp. 1–2.

Johnston, Barry R., "Sequencing Capital Account Liberalizations and Financial Sector Reform," IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, PPAA/98/8, July 1998.

Kelly, Margaret R., "Fiscal Adjustment and Fund-Supported Programs," *IMF Staff Papers*, December 1982, pp. 561–602.

Khan, Mohsin S., "The Macroeconomic Effects of Fund-Supported Adjustment Programs," *IMF Staff Papers*, Vol. 37, No. 2, June 1990, pp. 195-231.

Khan, Mohsin S., and Malcolm D. Knight, "Stabilization Programs in Developing Countries : A Formal Framework," *IMF Staff Papers*, March 1981, pp. 1–53.

Khan, Mohsin S., and Malcolm D. Knight, Fund-Supported Adjustment Programs and Economic Growth, IMF Occasional Paper No. 41, IMF 1985,

Killick, Tony, Mozzam Malik, and Marcus Manuel, "What Can We Know About the Effects of IMF Programmes?," *The World Economy*, Vol. 15, pp. 575–597, 1992.

Kinight, Malcom, and Julio A. Santaella, "Economic Determinants of Fund Financial Arrangements," IMF Working Paper, WP/94/36, March 1994.

Krugman, Paul R. and Lance Taylor, "Contractionary Effects of Devaluation," *Journal of International Economics*, Vol.8, August 1978, pp.445-456.

McDonald, Judith, "Factors Influencing Countries' Decision to Use Credit from the International Monetary Fund," Ph. D Dissertatoin, Princeton University, 1986.

- McKinnon, Ronald I., *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution, 1973.
- Mussa, Michael, "IMF Surveillance," *AEA Papers and Proceedings*, May 1997, pp. 28–31.
- Obstfeld, Maurice, "International Currency Experience: New Lessons and Lessons Relearned," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:1995, pp. 119–195.
- Pastor, Manuel, "The Effects of IMF Programs in the Third World : Debate and Evidence from Latin America," *World Development*, 1987.
- Polak, Jacques J., "The Changing Nature of IMF Conditionality," *Essays in International Finance*, No.184, Princeton University Press, 1991.
- Polak, Jacques J., "The IMF Monetary Model at Forty," IMF Working Paper, WP /97/49, April 1997.
- Radelet, Steven, and Jeffrey Sachs, "The Onset of the East Asian Financial Crisis," presented at NBER Currency Crisis Conference, January 1998.
- Reichmann, Thomas M., "The Fund's Conditional Assistance and the Problems of Adjustment : 1973–75," *Finance and Development*, December 1978, pp. 38–41.
- Reichmann, Thomas M., and Richard T. Stillson, "Experience with Programs of Balance of Payments Adjustment : Stand-By Arrangements in the higher Credit Tranches, 1963–72," *IMF Staff Papers*, June 1978, pp. 293–309.
- Spraos, John, "IMF Conditionality: Ineffectual, Inefficient, Mismatched," *Essays in International Finance*, No. 166, December 1986.
- Susson, Charles A., "Fund-Supported Programs and Income Distribution in LDC's," *Finance and Development*, March 1986.

Tanzi, Vito, "Fiscal Policy, Growth, and the Design of Stabilization Program," IMF Working Paper, WP/87/1, 1987.

資本移動と経済・金融危機に関する考察 (2)

発 行 日 1998年11月30日

著 者 白井 早由里

発 行 所 慶應義塾大学 湘南藤沢学会

ISBN 4-87762-021-4
S F C RM98-005

