

Title	IMFの融資制度：アイスランド、ウクライナ、ハンガリー、ラトビアのケースをもとにして
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	2009-03
Jtitle	リサーチメモ
JaLC DOI	
Abstract	米国のサブプライムローン問題をきっかけに発生した世界的な金融危機の結果，IMFに融資を求める国が相次いでいる。本研究では，1997～98年に発生した東アジア経済危機以降のIMFの融資制度，コンディショナリティ，経済危機対策の変化を，特に最近の経済危機の原因および国際環境の比較とともに詳細に分析する。また，IMFの貸出余力についても分析を行う。
Notes	
Genre	Technical Report
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=0302-0000-0610

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.

I M F の融資制度

—アイスランド、ウクライナ、ハンガリー、
ラトビアのケースをもとにして—

平成 21 年 2 月

慶應義塾大学・総合政策学部

白井 早由里（しらい・さゆり）

I M F の融資制度

ーアイスランド、ウクライナ、ハンガリー、
ラトビアのケースをもとにしてー

平成 21 年 2 月

慶應義塾大学・総合政策学部

白井 早由里（しらい・さゆり）

IMF の融資制度

ーアイスランド、ウクライナ、ハンガリー、ラトビアの
ケースをもとにしてー

慶応義塾大学・総合政策学部

白井早由里（しらい・さゆり）¹

目次

I. 現行制度の概要	4
I-1. IMF の融資制度の概要	4
I-2. IMF 融資の財源と融資上限	6
(1) IMF の財務構造	6
(2) IMF からの借入れ上限	8
I-3. IMF の融資制度	9
(1) 主要な融資制度（非譲許的融資制度）	9
(2) 低所得向け融資制度（譲許的融資制度）	12
II. 東アジア危機と最近の金融危機におけるコンディショナリティの変化	13
II-1. コンディショナリティとは	13
(1) コンディショナリティの概要	13
(2) プライアー・アクション	14
(3) 数量的パフォーマンス・クライテリア	14
(4) 構造的パフォーマンス・クライテリア	16
(5) 継続的パフォーマンス・クライテリア	17
(6) インフレーション・コンサルテーション・クローズ	17
(7) インディカティブ・ターゲット	18
(8) 構造的ベンチマーク	18
II-2. 東アジア危機下のコンディショナリティに関する批判	19
(1) 金融引き締め政策への批判	19
(2) 財政政策への批判	21
(3) 構造改革への批判	22
II-3. 東アジア危機以降の IMF によるコンディショナリティに対する対応	23

¹ 本論文は外務省委託研究の成果として執筆されたものである。

II-4. 東アジア危機と最近の危機におけるコンディショナリティの違い.....	24
(1) 東アジア危機の特徴.....	24
(2) 東アジア危機の教訓と IMF による新しい対応策	26
(3) 東アジア危機以降の新興市場諸国をとりまく国際経済環境の変化.....	30
(4) 東アジア危機下と現在の危機のコンディショナリティの相違	35
(5) 現在の IMF 支援プログラムの現時点での達成度	39
III. IMF の貸出余力	41
III-1. IMF 金融支援の財源.....	41
表. IMF の金融資源	43
III-2. IMF の貸出余力.....	43
III-3. IMF 支援パッケージ.....	45
参考文献	47
Appendix I. 最近の経済危機の下での IMF 支援プログラム	51
Appendix II. 東アジア危機の下での IMF 支援プログラム.....	52
Appendix III. 東アジア危機と最近の危機の類似点と相違点	53

I. 現行制度の概要

I-1. IMF の融資制度の概要

IMF の融資は、次の三つの目的で実施されている。第一に、加盟国が国債の債務不履行といった破壊的な経済調整を余儀なくされる状態を回避するための支援である。第二に、IMF が融資（そして融資に付随する IMF 支援プログラムを通じて健全な政策を実施）することで、民間を中心とする他の資金の出し手（投資家）を呼び込むことを目的とする。第三に、「資本収支危機」のような、主として金融チャネルを通じて他国にも波及し、大きな経済的負担を強いる結果となるような深刻な危機を回避することを目的としている。²

IMF 支援は、加盟国による支援の申請にもとづき実施される。まず、IMF が支援の要請を受けると、IMF 職員が当該国に出向き、当該国政府との間で支援にむけた IMF 支援プログラムの内容についての交渉が開始される。こうした国は、一般的に、経済危機にすでに陥っているか、それに近い状態にある。自国通貨は投機攻撃にあい大幅に減価しており、外貨準備が枯渇し、経済活動が停滞またはいちじるしく減少し、多くの企業や家計が債務負担の急増により破たん状態にある。そこで IMF は当該国の政府とともに経済問題に対処すべく効果的な経済政策について協議し、「IMF 支援プログラム」（第 II 章を参照）を共同で策定する。

プログラムでは、政府が目指すべき経済目標を支援するために、特定の数値にもとづく目標値や具体的な構造改革の内容を、達成すべき日程とともに、取り決めている。詳細なプログラムの内容は、当該国政府の代表（通常は、首相または財務大臣が中央銀行総裁との連名で署名）から IMF 専務理事（現在はフランス国籍のストラスカーン氏）にあてた「Letter of Intent」と呼ばれる文書の形で示される。プログラムの内容は当該国の置かれた経済状況が将来的に変われば変更が可能であり、実際にプログラムが開始するにつれ変更されるのが一般的である。Letter of Intent とともに、IMF 職員が作成した文書を合わせて IMF 理事会に提出される。IMF 職員が作成した文書には、当該国の最近の経済動向、IMF 支援プログラムの政策、当該国が必要とする外貨の不足額とその不足額に対する IMF・その他の国際機関や他国政府による金融支援による補完についての記述、当該国の IMF 融資額の返済能力、IMF 融資（分割払いのため）の今後の引出し日程と返済の日程、IMF 職員による当該国についての全体的な査定などが、詳細な経済データとともに明記されている。

プログラムの策定では、融資制度（たとえば、後述するスタンバイ、EFF、SRF

² 「資本収支危機」とは、多額の資本流入を経験していた国が、突然、市場のコンフィデンスを失ったことで急激な資本流出に転じ、それにより大幅な通貨の下落、国内信用の収縮、国内需要の激減に直面する危機を指している。主に新興市場諸国で発生する危機で、1997～98年の東アジア危機をきっかけに、こうした名称が一般的に使われるようになっている。資本収支危機については、第 II 章で詳細に説明している。これに対して、従来型の経済危機は「経常収支危機」と呼ばれるようになっている。

など) およびそれによって決まるプログラムの実行期間(後述するスタンバイ融資制度ではプログラム実施期間は三年以内が一般的)が決定される。プログラムの実施期間に、あらかじめ定めたIMF融資額を、プログラムの進展度を定期的にモニターし、順調に推移していること確認しながら、分割して提供(借り手国側からみればIMF融資額の引出し)していくことになる。融資制度が決定すれば、返済期間も自ずと決まることになる。IMFが各期のモニター後に支払う金融支援の提供は、正式には「Purchase」と呼ばれている(自国通貨と交換にSDRや外貨を購入する形をとるため、このような用語が使われている)。反対に、IMFへの返済はSDRや外貨を返済し、自国通貨を買い戻すので「Repurchase」と呼ばれている(正確には、IMF支援プログラムのなかの具体的な数値や構造改革の内容を明記した「コンディショナリティ」(とくに後述する「パフォーマンス・クライテリア」)の達成を確認したのちに、IMFは融資を実施する。達成されなかった場合、IMFプログラムは中断し、IMF融資の引出しができなくなる。

しかし、各モニター期に実施される当該国政府との交渉のなかで、当該国の置かれた環境が政府のコントロールできる要因以外の理由で大きく変わった場合には、プログラムの内容の修正が行われている。この場合、パフォーマンス・クライテリアをかりに達成できなかったとしても、政府ができるかぎりその目標から大きくかい離しない努力を実施したことが明らかであれば、政府は「ウェイバー(Waiver)」を申請することも可能である。申請が認められた場合、IMFプログラムは中断せず、IMF融資額の引出しができる。

一般的に、加盟国がIMFに金融支援を申請してから、理事会で承認されるまでには二週間程度の時間がかかる。しかし、資本収支危機のように早急に多額の融資が必要な国にはこのような時間がかかるプロセスは適切ではない。1995年には「Fast-Track Emergency Financing Procedures」と呼ばれる新たな審査手続きが創設され、「例外的な状況」にある国に対しては、迅速な審査でIMF支援プログラムを承認(すなわち融資の開始)できるようにしている。1997年の東アジア危機の発生をきっかけに、この審査手続きがひんぱんに活用されるようになっていく。ここでいう「例外的な状況」とは、金融市場の安定化がおびやかされており、迅速に対応しないと当該国だけでなく国際金融システム全体に波及して打撃を及ぼすおそれがある場合、とされている。IMFが当該国からの支援要請の意向をうけると、IMF職員が準備する短い報告書が早急にIMF理事会に配布される。そしてIMF職員と当該国政府の間でIMF支援プログラムの内容について相互理解が達成されると、理事会が48~72時間以内に申請されたプログラム(上記したIMF職員による文書とLetter of Intent)の内容について検討に入る。この迅速な審査プロセスは、1997年にはタイ、インドネシア、韓国、フィリピン、2001年にはトルコに適用されている。その後、しばらくは活用されていなかったが、2008年にはグルジア、本論文であつかう(2008年9月のリーマン・ブラザーズ破たん直後に経済状況が大幅に悪化しIMF支援をうけている)アイスランド、ウクライナ、ハンガリー、ラトビアの四カ国にも適用されている。

多くの場合、IMF 融資額そのものは資本収支危機の直面している国が必要とする資金の規模に比べて、それほど大きくはない。つまり、資本収支危機を止めるほどの資金を提示できるわけではない。このため、世界銀行、ほかの国際機関、他国の政府などが協調して「IMF 支援パッケージ」として金融支援を行うことが多い。またより重要な点は、IMF 支援がきっかけとなって、民間の資本が再度流入を始め、当該国の経済復興が比較的早くなされることが期待されている。IMF 支援プログラムの目的は、単に IMF が実施した融資がきちんと返済されることを確保（信用リスクへの対処）するためだけでなく、ほかの国際機関、各国政府、民間投資家などを含む国際コミュニティから新たな資金供与がなされることを促す点にあるといえる。IMF 支援プログラムに対する国際コミュニティの信頼度が高いからこそ、そうした予想が可能になるのである。IMF 支援プログラムに対しては世界からさまざまな批判がなされているが、IMF 支援プログラムの位置付け、およびその役割は今日も変わっていない。

さらに、IMF 融資は、現状の危機を解決するためにのみ実施されるわけではない。危機防止の目的でなされることも多い。この場合、IMF 融資制度は「プリコーショナリー制度（Precautionary Arrangement）」と呼ばれる。当該国は、IMF 融資額を設定するものの、実際に借り入れることなく、同じようにスタンバイや EFF の融資制度のもとで IMF 支援プログラムを採用し、コンディショナリティを達成することが義務付けられる。こうした対処により当該国の置かれている国際収支状況を早期に改善し、深刻な経済危機に陥る可能性を回避する狙いがある。もっとも、1997年10月のインドネシアのように当初はプリコーショナリー制度を採用し、スタンバイ融資制度（のちに EFF に転換）のもとで IMF 支援プログラムを実施しているうちに、国際収支状況が悪化して実際に IMF から融資の引出しを行う結果となる国もある。

1-2. IMF 融資の財源と融資上限

（1）IMF の財務構造

世界銀行などのほかの国際機関と異なり、IMF は加盟国の通貨と加盟国の外貨準備資産の一部を保有する場所でもある。IMF は、これらの通貨と外貨資産を使って、国際収支問題に直面する国に金融支援をしている。IMF の融資には、通常の融資（非譲許的融資）と譲許的融資がある。通常の融資をするための財源は加盟国の拠出するクォータをもとにしており、「一般資源勘定（General Resources Account）」で管理されている。IMF に加盟する際に、新規加盟国はクォータを適用され、それは世界経済全体におけるその国の相対的な地位にもとづいて定められている。加盟国はこのクォータの25%を外貨資産（IMF が受け入れる外貨や SDR）で、残りは自国通貨でおさめている。前者が「リザーブ・ポジション」と呼ばれており、加盟国が国際収支問題に陥った場合には、ただちに使うことができる。³

³ ある加盟国のリザーブ・ポジションは、IMF がこの国の通貨を使ってほかの加盟国に融

リザーブ・ポジションは、国際収支問題に直面したときにはほかの利用可能な通貨に交換することができるので、各国の外貨準備資産の一部を構成している。

IMFが金融支援を実施するときは、こうしてクォータを通じて得られた外貨資産を活用する。さらに、財務状態が良いと判断される加盟国に対しては、IMFが保有するこうした国の通貨を外貨資産と交換するように要請する。このようにして得た外貨資産を、IMFは融資制度を通じて必要な加盟国に金融支援する財源として用いている。

クォータにもとづく財源が少なくなったときには、IMFは、GAB (General Arrangements to Borrow) とNAB(New Arrangements to Borrow)を通じて借入れることで、不足分を補うことができる。必要があれば、外国政府や民間市場からも資金調達ができる。ただ今まで、IMFは民間部門から資金調達に踏み切ったことはない。

このほかに、加盟国は既存の外貨資産を補う役割を果たすSDRを使うこともできる。SDRはIMFが創設した準備資産で、すべての加盟国に対してクォータに比例して無条件で配分されている。加盟国はこのSDRを使って、ほかの加盟国から外貨資産を入手し、国際的な支払いに使うことができる。SDRは通貨でもなく、IMFの負債でもない。SDRは「自由に利用可能な通貨」（これはIMFによって定められており、ドル、ユーロ、円、ポンドなどのハード・カレンシーを指している）に対する引き出し権である。SDRを使う場合には、加盟国はIMF支援プログラムを実施する必要もないし、返済する必要もない。ただし、自国に配分されているSDR以上にSDRを使って利用可能な通貨を入手した場合には、その差額にたいしてSDR金利を支払うことが義務付けられる。この場合、ほかの加盟国のいずれかの国が自国に配分されている以上のSDRを保有する結果となっている。こうした国は、その超過分についてIMFを通じてSDR金利を受け取ることになる。SDRは、IMFにおいて計算単位としても使われている。SDR金利はドル、ユーロ、円、ポンドの加重平均金利で、IMFの通常の融資制度で適用される金利計算の基礎として活用されている。SDRの値は、ドル、ユーロ、円、ポンドの四通貨から構成されるバスケットで表され、日々各通貨の市場レートをもとに計算されている。SDRは公的資産であり、ほとんどは加盟国が保有している（バランス分のみIMFの一般資源勘定で一部管理されている）。SDRは1970～72年に総額93億SDRが加盟国に配分されている。第二回目は、1979年～81年に配分され、第一回目と合わせた総額は214億ドルに達している。SDRは各国の外貨準備資産のわずかな部分を占めているに過ぎないので、加盟国は前述した通常の融資制度のもとでIMFから金融支援をうけるのが一般的である。

譲許的オペレーションは、後述する譲許的融資制度である PRGF などに適用されるものである。ここでは、財源は PRGF トラストによって管理されており、前述した一般資源勘定とは扱いが異なっている。同トラストが中央銀行、政府、公的機関から市場金利で借入れることで、資金調達を実施している。IMF のクォータなどが財源になっていないことに

資をする場合に、25%を上回る。このとき、この通貨を借り入れた国のリザーブ・ポジションは25%を下回ることになる。

留意する必要がある。PRGF は低所得国向け融資なので低金利が適用されるため、IMF による低利貸出金利（年 0.5%）と IMF による調達金利の差額分は、先進国政府からの拠出や IMF の資金からまかなっている。また、IMF は「HIPC（Heavily Indebted Poor Countries）」に対しては、当該国が持続可能な対外債務状態を回復するのを助けるために、グラントによる支援も行っている。

（２）IMF からの借入れ上限

IMF 融資額には上限が設定されている。年間の借入れは、クォータの 100%、累積で 300% までと定められている。東アジア危機が発生するまでは、多くの IMF 融資額はクォータの 100% を下回ることが多かった。しかし、国際資本移動が活発化するにつれ国の数としては多くはないが、クォータを上回る融資額が必要な国も増えている。この上限をこえて融資を受ける場合は、これまでは 1983 年に設定された「例外的な状況条項（Exceptional Circumstances Clause）」が適用されてきたが、メキシコで 1995 年に経済危機が発生するまではほとんど使われることがなかった。メキシコではスタンバイ融資制度のもとで、クォータの 688% までの借入れが認められている。しかし、資本収支危機に直面する国が増えるにつれ、2002 年には「例外的アクセス・フレームワーク（Exceptional Access Framework）」を創設している。現在、資本収支危機に直面しているほとんどの国（アイスランド、ウクライナ、ハンガリー、ラトビアを含む）でこのフレームワークが適用されている。

この例外的アクセス・フレームワークは、資本収支危機のような経済危機に陥った国を対象に、民間による新規資金供与などを促進するために導入されたものである。適用されるには、つぎの四つの条件を満たす必要がある。第一に、当該国の資本収支が例外的な圧力（つまり多額の資本流出）に直面しており、通常の IMF 融資額の上限ではとても対処できない状態にあることである。第二に、IMF 職員による厳密でシステマティックな分析の結果、債務が持続可能な状態になる可能性が高いことが示される場合である。第三に、IMF 融資が橋渡しとなることで、当該国が民間の金融市場へのアクセスを再び得られる（つまり民間資金の新たな借入れができる）可能性が高いことである。第四に、当該国の IMF 支援プログラムが成功する（予定どおりに実施される）可能性がかなり高いことである。アイスランド、ウクライナ、ハンガリー、ラトビアでは、IMF 理事会に提出された（IMF 職員が作成した）文書に、こうした四つの条件を充たしていることが説明されている。

スタンバイ、EFF、SRF はクォータを 100% 超えた融資を受けることができ、例外的アクセス・フレームワーク、または例外的な状況条項のもとで適用されている。この例外的なアクセス金額の上限は、あらかじめ設定されていない。IMF が当該国の国際収支の圧力規模（つまり外貨不足の大きさ）、債務持続可能性、民間資金などへのアクセスを再び確保する能力、経済政策の盤石さなどに応じて、クォータを超える借入れ規模を設定している。また、こうした国に対しては、IMF 支援総額のうち多額の資金を、理事会承認後にただちに融資する最初の引出しの際に、集中的に提供している（この引出しの仕方は

「Front-loaded」と呼ばれている)。そして、残りの融資額を、プログラム実行期間内で（プログラムのモニター期に合わせて）数回に分割して支援するのが一般的である。

2002年にIMF理事会が例外的アクセス・フレームワークを採用したとき、理事会は、例外的アクセスをする国には高い金利で満期日が短い（後述する）SRF 融資制度を適用することを想定していた。つまり、資本収支危機に陥った国で SRF が採用される場合、「突然で破壊的な市場のコンフィデンスが喪失したことで大規模な短期資本の流出が発生するなどの例外的な国際収支の赤字に落ち込んでいる国」であり、強固な政策を実施し、十分な金融支援があれば比較的短期に国際収支問題を改善できる状態にあることが想定されている。韓国ではプログラムの当初から SRF が適用されたわけではなく、プログラム開始後の1997年12月18日の第一回プログラムのモニター（正式には「レビュー」と呼ばれている）の際に SRF が適用されて、クォータの1938%を上限に必要があればIMF から融資を受けられることになった。1998年7月にIMF 支援をうけたロシアでは、EFF 融資制度のもとで SRF が適用されクォータの356%までの融資を受けられるとされた。スタンドバイ融資制度のもとで SRF が適用されたケースとしては、1998年のブラジルでは600%、2001年のトルコでは1560%、同年のアルゼンチンでは800%、2002年のウルグアイでは571%などがある。⁴

しかし、その後、いくつかの国では、資本収支危機に陥ったとしても国際収支の調整はゆっくりと行われ、SRF のように返済期間がきわめて短い融資制度（通常二年～二年半、一年延長可能）は適切ではないことが、明らかになってきている。このため、アイスランド、ウクライナ、ハンガリー、ラトビアではSRF が採用されず、スタンドバイ融資制度のもとでクォータをはるかに上回る融資（例外的なアクセス）を確保している。この結果、SRF であればレート・オブ・チャージに300～500ペーシス・ポイント上乗せされ高い金利を支払わなければならないところを、200ペーシス・ポイントの上乗せで済むことになる。返済期間も長くなり、アイスランド（プログラム期間は二年間）は2015年、ウクライナ（二年間）およびハンガリー（17カ月）は2015年に、ラトビア（27カ月）は2016年に返済の完了が期待されている。

I-3. IMF の融資制度

（1）主要な融資制度（非譲許的融資制度）

非譲許的な融資は、レート・オブ・チャージ（Rate of Charge）とサーチャージが適用される。レート・オブ・チャージは（1）SDR 金利（SDF バスケットを構成するドル、ユーロ、円、ポンドの短期マネーマーケット金利の加重平均で毎週算出している）と（2）そのほか（IMF の利益マージンの確保など）からなる。サーチャージは、IMF 融資からの引出額や引き出し期間に応じて適用され、融資制度により手数料が異なっている。主要な IMF

⁴ トルコは2002年にスタンドバイ融資制度のもとでクォータの1330%までの借入れが認められているが、SRF は適用されていない。

の融資制度は、「スタンドバイ融資制度(Stand-By Arrangement)」と「EFF(Extended Fund Facility)」である。

スタンドバイ融資制度は、1952年に創設されたもっとも古く、中所得国でもっとも活用される一番重要な融資制度である。短期的に国際収支の赤字に陥っている国を対象とするため、プログラムの期間は通常12～24か月が中心である。IMFへの融資返済は二年三か月から四年以内に実施される（一年延長可能）。

スタンドバイもEFFも、国際収支が赤字に陥った国が、マクロ経済の不均衡を修正することで国際収支を改善（つまり外貨準備の蓄積）する目的で支援されている。しかし、EFFは、このほかにより時間がかかる構造的な問題にもとりくむ必要がある国を対象としている。このためプログラム実施期間はスタンドバイ融資制度よりも長期となり、三年が一般的である。プログラムには税改革・金融セクター改革・国営企業の民営化・労働市場の柔軟性を高める改革などがより多く含まれることが多い。IMFへの返済は四年半から七年以内に実施される（三年間の延長が可能である）。

スタンドバイもEFFも金利は、レート・オブ・チャージにサーチャージを加えたものが適用されている。サーチャージは、IMF融資額の引出額がクォータの200%以上、300%以下ならば100ベース・ポイント、クォータの300%を超える場合には200ベース・ポイントが適用されている。

東アジア危機をきっかけに新たに導入された融資制度が、前述した「SRF(Supplementary Reserve Facility)」である。1990年代に新興市場諸国でみられた突然の市場コンフィデンスの喪失により、多額の資本流出が発生しており、通常のIMF融資額では明らかに不足する国を対象とする。この制度のもとでIMFから早急に多額の融資を受けることができる。SRFでは原則としてクォータによる借入れ上限が設定されていない代わりに、他の融資制度よりも金利が高く、しかも短期の返済が必要である。適用金利は、IMFによる最初の支払時期から一年間はレート・オブ・チャージに加え、サーチャージとして300ベース・ポイント上乗せ、一年終了時期にさらに50ベース・ポイント上乗せ、その後、半年ごとに50ベース・ポイント、最高500ベース・ポイントの上限が設定されている。SRFの適用金利が他の融資制度より高いのは、きわめて短期間に多額の融資をうけることへのある種のペナルティといえる。IMFへの返済は一年から一年半で実施（二分割で支払い、第一回目がIMFによる融資支払い開始して一年、二回目が一年半以内）される（ただし一年間の支払い猶予が認められる）。韓国で最初に採用され、その後、ロシア（1998年）、トルコ（2000年）、アルゼンチン（2001年）、ブラジル（2001～02年）、ウルグアイ（2002年）などで適用されている。ただし、SRFは短期融資制度であり、IMF支援プログラム自体はスタンドバイまたはEFFのもとで実施されていることに留意する必要がある。⁵

⁵このほか、CCL (Contingent Credit Line) が1999年に導入されたが、2003年に廃止されている。現在は適切な経済政策を実施しているが、他国から金融チャネルを通じ

最近導入された新たな融資制度として、「短期流動性融資制度 (Short-Term Liquidity Facility)」がある。2008年10月に創設され、新興市場国でこれまで健全な経済政策を実施してきているが (Strong Track Record があるが)、現在の金融危機 (国際資本市場の不安定な動向に起因する問題) で一時的で早急な多額の金融支援が必要な国を対象とする。通常の分割融資や融資条件をとまなうことなく借入れできるのが画期的な点である。その代わりに、これまでだけでなく、今後も健全なマクロ経済政策を維持することが期待されている。これはかつてIMFが導入した融資制度の「CCL (Contingent Credit Line)」に代わり、当該国に使いやすく工夫された仕組みである。借入れ上限はクォータの500%まで、満期はきわめて短く、最初のIMF融資の引出し日から三ヶ月と定められている。IMF融資の引き出しは十二カ月の間に三回まで認めている。金利は、通常のレート・オブ・チャージと通常のサーチャージが適用される。つまり、サーチャージは、クォータの200%を超える場合には100ベース・ポイント、300%を超える場合には200ベース・ポイントが適用されるのでSRFのような高い金利を支払う必要はない。2009年2月現在、申請している国はない。

このほか、「CFF (Compensatory Financing Facility)」、「緊急支援 (Emergency Assistance)」および「貿易統合メカニズム (Trade Integration Mechanism)」がある。CFFは1963年に創設され、世界商品価格の変動などにより輸出収入の突然の激減や穀物輸入価格の急増など当該国の政府がコントロールできない理由で国際収支が悪化した国に適用されている。IMF融資額は、通常、クォータの10~55%以内とされている。金利はレート・オブ・チャージが適用されるが、サーチャージは控除される。IMFへの返済は二年三ヶ月月から四年以内になされることが期待される (一年間の延長が可能)。

一方、緊急支援は、自然災害や軍事的紛争によって国際収支の赤字に陥っている国を対象とし、金利は低所得国の場合は低金利 (PRGF とおなじ0.5%) で支援が実施されている。1962年よりIMFは自然災害によって打撃をうけた加盟国に支援をしており、1995年には紛争が終了した加盟国にも支援を行っている。現在ではこれらを「緊急支援」として、一つの融資制度にまとめている。IMF融資額は、一般的に、クォータの25~50%以内が一般的である。緊急支援では、当該国政府の政策遂行能力に配慮してコンディショナリティ (たとえば、パフォーマンス・クライテリア) をとまなわないという特徴がある。ここでは経済政策アドバイスや技術支援を伴うことが多い。サーチャージは適用されていない。IMFへの返済は三年三ヶ月月から六年で完済が義務付けられている。近い将来、EFFやPRGFの融資制度のもとでIMF支援プログラムが実行されることが期待されている。最近では2008年にハリケーン被害をうけたドミニカ共和国が330万ドル (クォ

て経済危機の影響を受ける場合に備えて、あらかじめIMFと資金枠を設定しておくために創設された。融資枠の上限はSRFと同じく無制限であるが、CCLについてはクォータの300~500%の範囲内が期待されると明記されている。申請すれば自ら自国経済の脆弱性を認めたことになりかねないことを恐れて、この制度を活用する加盟国は皆無であった。

ータの25%)、洪水の被害をうけたバングラデシュが2億1770万ドル(25%)、紛争終結したギニアビサウが570万ドル(25%)の支援を受けている。

最後に、貿易統合メカニズムでは、WTOのもとで多角的貿易自由化を進めている国が、特惠関税によるアクセスを喪失または農業補助金の撤廃による食糧輸入価格の上昇により国際収支が悪化している国への支援を対象としている。2004年に導入されたが、新たな融資制度というよりも、既存のほかの融資制度を活用している加盟国が外貨不足に陥ってもIMF融資を確保できるという予測可能性を高める狙いがある。この仕組みをつかうことで貿易自由化の影響がより明確にIMF支援プログラムの作成に反映され、予想以上の調整が必要な場合にもIMF融資が提供されるという点で、IMF融資額がそうでない場合より若干増える傾向がある。これまでのところバングラデシュ、ドミニカ共和国、マダガスカルなどが活用している。

(2) 低所得向け融資制度(譲許的融資制度)

低所得国向け融資は低金利で実施され、「PRGF (Poverty Reduction Growth Facility)」と呼ばれている。IMFは、譲許的融資制度を1980年代に導入し、当時はESAFと呼ばれていた。PRGFはこれまで以上に貧困削減と経済成長に焦点を当て、当該国の主体性(Ownership)を高める融資制度として1999年に創設され、ESAFに置き換えられている。ESAFに比べ、貧困者に配慮した政府の歳出削減を認めるようになっている。PRGFでは、「PRSP (Poverty Reduction Strategy Papers)」とよばれる当該国政府が、国際機関・外国政府・NGOなどと協調して策定する包括的国家戦略と整合的になるように、IMF支援プログラムが策定されている。国際収支の改善と同時に持続的成長(それによる貧困削減、生活水準の向上)をもたらすことを目的としている。PRGFは、世界銀行が提供する譲許的融資制度(IDA)で設定される一人当たり所得基準(09年会計では2007年1人当たりGNIで1095ドル未満)に該当する国が対象となっている。金利はわずか0.5%、返済は五年半～十年の間になされることが義務付けられる。2008年8月現在、78カ国がPRGF融資を受ける資格があるとされている。通常の融資額は、クォータの最大140%までの上限のなかで実施されている(例外的に185%まで引き上げることもある)。IMF支援プログラムは三年間が一般的である。

このほか、低所得国に適用される融資制度「Exogenous Shocks Facility」がある。食糧・燃料価格の高騰や自然災害などの政府がコントロールできないものの、深刻な打撃を経済に及ぼすような対外的な経済ショック(かく乱要因)に対処することを目的としている。2008年9月に修正がなされ、急速でかつ十分大規模なショックに直面する低所得向け支援という視点からコンディショナリティの内容が整理されている。この融資制度で適用される金利もわずか0.5%で、IMFへの融資返済は五年半から十年で完了することとされている。

II. 東アジア危機と最近の金融危機におけるコンディショナリティの変化

II-1. コンディショナリティとは

(1) コンディショナリティの概要

IMF から金融支援を受ける場合、当該国は、国際収支問題を解決（つまり国際収支を赤字から黒字に転換し、外貨準備を蓄積すること）するために、および IMF から受けた一時的融資の返済を確保するために、適切な政策を実行することが義務付けられている。この政策の内容は、当該国政府が選択し、デザインし、実行する一義的責任を負うものとされている（実際には、IMF 職員が主導し、政府との交渉で策定されている）。通常、IMF 支援プログラムの中に含まれる政策は、早急の対外不均衡問題の解決をめざす短期的なマクロ経済政策を多く含んでいる。しかし、状況によっては長期的な経済安定や経済成長に不可欠と判断される場合には、それ以外の政策を含むこともある（たとえばインフレ抑制のための所得政策、公的債務削減、金融セクターの強化策など）。こうした一連の政策が「政策プログラム (Policy Program)」(いわゆる「IMF 支援プログラム」)と呼ばれている。それらは、(前述しているように) 当該国政府代表（たとえば首相か財務大臣、中央銀行の総裁との連名）から IMF 専務理事に宛てた Letter of Intent と呼ばれる文書に記載され、当該国政府が IMF に金融支援を要請する形式をとる。Letter of Intent では、プログラム期間中に実践する予定の財政政策・金融政策・為替政策・金融セクター改革・そのほか（たとえば民間債務リスク・賃金抑制などの所得政策・そのほかの構造改革）が具体的に説明されている。この文書には「Technical Memorandum of Understanding」と呼ばれる文書が添付されており、ここではプログラムのモニター時期（スタンドバイであれば四半期）ごとの達成時期とともに詳細な数値目標や政策目標が明記されている。これらの文書とともに、当該国政府が IMF 理事会に金融支援を申請する形をとる。これらの文書をもとに IMF 理事会が審査し、承認をする。承認を経て、IMF 融資の分割払いのうち第 1 回目の支払がただちに実施される。それと同時に、当該国政府は合意した政策の実行を開始する義務を負うことになる。

IMF 支援プログラムには、具体的な数値目標や構造改革などの政策目標が明記されており、これらを総称して「コンディショナリティ」と呼んでいる。コンディショナリティは、IMF ガイドライン（2000）に詳細に記載されているが、基本的な仕組みは「プライアー・アクション (Prior Action)」、「パフォーマンス・クライテリア (Performance Criteria)」、「インディカティブ・ターゲット (Indicative Target)」、「構造的ベンチマーク (Structural Benchmarks)」などから構成されている。前述した Technical Memorandum of Understanding に明記される詳細な目標に相当するものである。IMF 融資は分割支払いされており、それにより当該国の政府が公約した政策をきちんと実行しているか IMF 職員がモニターをしている。このモニターをするときに、きちんと政策を遂行しているかを判断するのに重要な役割をもつのがこれらの指標である。

(2) プライアー・アクション

プライアー・アクションは、IMF 理事会が IMF 支援プログラムを承認する前に、当該国政府に実行を義務付ける政策である。必ずしもすべてのプログラムに含まれるわけではないが、プログラムを成功に導くための土台として必要不可欠な場合に、活用されている。たとえば、アイスランドによって 2008 年 11 月採用されたプログラムのケースでは、(通貨暴落の中で為替レートを安定化させるために) 政策金利を 18% へ引き上げおよび (包括的な経済政策を実行するための調整を促進するため) 関連省庁から構成される委員会設置の二件が、プライアー・アクションとして含まれている (Appendix I を参照)。2008 年 12 月にプログラムが採択されたウクライナのケースでは、(これまでのドル・ペッグ制を完全に放棄して) 変動相場制の採用、銀行救済条件を示した法令の発行、銀行対策実施に関連する権限を中央銀行へ付与するために既存法の改正、Prominvest Bank (第六位の地場銀行) の救済整理の完了といった四つの政策の実施が含まれている。2008 年 12 月に IMF 支援プログラムが承認されたラトビアのケースでは、Parex 銀行 (最大手の地場銀行) の経営者による政府への再建計画提出、2009 年度補正予算の国会成立、地方政府職員の平均報酬 15% 削減を明記した議定書に対する政府の署名の三つの政策が含まれている。2008 年 11 月にプログラムが承認されたハンガリーでは、プライアー・アクションは含まれていない。

(3) 数量的パフォーマンス・クライテリア

パフォーマンス・クライテリアは、コンディショナリティのなかでももっとも重要な指標で、これを各モニター期に達成しないとその期に予定されている IMF 融資の引出しが行われないことになる。パフォーマンス・クライテリアは、「数量的パフォーマンス・クライテリア (Quantitative Performance Criteria)」、「構造的パフォーマンス・クライテリア (Structural Performance Criteria)」、「継続的パフォーマンス・クライテリア (Continuous Performance Criteria)」から構成されている。

数量的パフォーマンス・クライテリアの内容は、マクロ経済政策 (つまり財政政策、金融政策、為替政策など) が中心である。金融政策 (たとえば中央銀行による貸出上限、ベース・マネーの上限)、財政政策 (財政赤字の上限、政府による借入れ上限)、ならびに外貨準備残高 (または外貨準備残高の変化) の下限などが、典型的な指標として含まれている (Appendix I を参照)。

この理論的根拠は「ファイナンシャル・プログラミング」と呼ばれており、今日までこの根拠は変わることなく維持されている (詳細は、白井[1999]参照を)。IMF 支援プログラムの目的は当該国の国際収支の黒字化にあり、持続的に国際資本が当該国に流入し、外貨準備をある程度蓄積できる状態の実現を目指している。このため、外貨準備残高または変化幅の下限を数量的パフォーマンス・クライテリアとして含めることが多いのである。アイスランド、ウクライナ、ハンガリー、ラトビアでも、この指標が数量的パフォーマンス・クライテリアとして含まれている (Appendix I を参照)。外貨準備の変化は、経常収支と資

本収支（IMF 国際収支マニュアルでは現在「金融収支」と呼ばれている）の合計に等しくなることから、つぎの（１）式の関係が成立する。経常収支と資本収支の合計は国際収支（総合収支）と呼ばれている。

$$\text{外貨準備の変化} = \text{経常収支} + \text{資本収支} = \text{国際収支} \quad (1)$$

経済危機状況下で外貨準備を増やすためには、経常収支を黒字化すること、資本収支の流出（資本収支がマイナスとなっている状態）をできるだけ食い止める政策が必要である。経常収支は、政府部門の貯蓄・投資バランスと民間部門の貯蓄投資バランスに等しい。

$$\text{経常収支} = (\text{S—I}) \text{ 民間} + (\text{S—I}) \text{ 政府} \quad (2)$$

政府部門の貯蓄・投資バランスは財政収支に等しい。したがって、経常収支を改善するための政策としては、（大幅な財政赤字が継続している状態であれば）政府の財政収支の改善が必要となる。このため、数量的パフォーマンス・クライテリアでは財政赤字の下限を設置することが多いのである。アイスランド、ウクライナ、ハンガリー、ラトビアのいずれも政府の財政収支を抑制する指標が、数量的パフォーマンス・クライテリアとして含まれている。財政収支目標は、当該国の事情に応じて中央政府とすることも、一般政府とすることもある。また、財政収支の他、（利払い負担を除く）プライマリー・バランスを指標として採用することもある。どの指標を選択するかはIMF職員と政府の交渉のなかで決定される。

さらに、政府の対外債務の急増を抑えるために、政府による対外借入れに上限を設定することも多い。アイスランドのケースでは、中央政府による新規の中・長期対外債務契約に上限を設定しているだけでなく、中央政府による短期対外債務残高や国際機関・外国政府への対外債務の延滞累積額に上限を設定するなど、他国に比べて詳細な債務関連の指標をパフォーマンス・クライテリアとして導入している。これは、アイスランドの対外債務が国の経済規模に比べて著しく大きいために（対外債務残高の対GDP比は2006年に455%と、ウクライナの50%、ハンガリーの90%、ラトビアの115%をはるかに上回っている、投資家のコンフィデンスを回復するために必要と判断された指標だと考えられる。

金融政策について、「マネタリー・サーベイ」（中央銀行と商業銀行のバランスシートの合計）と呼ばれるマクロデータが重要である。マネタリー・サーベイでは、つぎの（３）式の関係が成り立っている。

$$\text{マネー・サプライの変化} = \text{純対外資産の変化} + \text{純国内資産の変化} \quad (3)$$

マネー・サプライは、つぎの（４）式のように、貨幣の信用乗数にベース・マネー（ハイパワード・マネーまたはリザーブ・マネーとも呼ばれている）を掛け合わせたものに等しくなる。

$$\text{マネー・サプライ} = \text{信用乗数} \times \text{ベース・マネー} \quad (4)$$

インフレを抑制するためには、金融引き締め政策を実施する必要がある。それには、中央銀行のベース・マネーの伸びを抑制するか、貨幣の信用乗数を引き下げる必要がある。ベース・マネーの伸びを抑制するには、公開市場操作で売りオペレーションを実施して政策金利を引き上げるか、公定歩合を引き上げる措置がとられる。貨幣の信用乗数を引き下げるには、法定準備預金比率を引き上げる措置がとられる。ベース・マネーは中央銀行の負債側の項目に位置しており、次の（５）式に示されているように、中央銀行の純対外資産と純対外債務の合計に等しい。

$$\text{ベース・マネー} = \text{中央政府の純対外資産} + \text{中央政府の純国内資産} \quad (5)$$

政府の財政赤字が経常収支の赤字をもたらし、国内需要を急増させて景気過熱によるインフレ圧力をもたらしめている場合、あるいは財政引き締めを実施したい場合、数量的パフォーマンス・クライテリアとして、ベース・マネーの伸び率に上限を課すことがある（ウクライナのケースを参照）。そのほか、金融政策として、上記（５）式の中央銀行の純国内資産の項目のなかに含まれている、「政府部門への貸出残高」の伸びに上限を設定して抑制する政策が、数量的パフォーマンス・クライテリアとして含まれることが多い（アイスランドとラトビアのケース）。ハンガリーはインフレーション・ターゲティングを採用しているため、直接的にインフレ目標を設定し、事実上のパフォーマンス・クライテリアとして扱っている（下記のインフレーション・コンサルテーション・クローズを参照）。

（４）構造的パフォーマンス・クライテリア

構造的パフォーマンス・クライテリアには、構造改革に関連する政策が多く含まれている。このため、数量的パフォーマンス・クライテリアと異なり、国によって大きく内容が異なっている。アイスランドのケースでは、国有化した国内大手三大銀行（新銀行）への少なくとも１０％への増資（２００９年２月末まで実施）と専門家による金融セクターの規制・監督方法についての評価の実施（２００９年３月末まで実施）が含まれている。ウクライナのケースでは、主要銀行に対する査定完了（２００８年１２月末まで）、すべての問題銀行の解決（２００９年６月末まで）、および２００９年予算の成立（２００９年４月末まで）が明記されている。ハンガリーでは国内銀行支援パッケージの国会成立（２００８年１１月１０日まで実施）、ラトビアでは２００９年第２次補正予算（２００９年３月末まで）が含まれている。補正予算の成立は財政政策の一環ではあるものの、予算の成立と

いう行為自体は数値化できないため、ある種の構造改革とみなすこともできる。

(5) 継続的パフォーマンス・クライテリア

数量的パフォーマンス・クライテリアと構造的パフォーマンス・クライテリアのほかに、継続的パフォーマンス・クライテリア (Continuous Performance Criteria) をコンディショナリティに含めることがある。達成時期を定めず、プログラム期間中は常に実施が義務付けられる政策である。この政策を怠った場合、IMF 支援の中断になりうるため重要な基準である。継続的パフォーマンス・クライテリアは、ウクライナ、ハンガリー、ラトビアのプログラムでは定められている。ウクライナでは、経常収支に関する為替取引に対する規制導入の禁止、複数為替レートの導入の禁止、IMF 協定第八条と非整合的な二国間支払協定の締結の禁止、輸入規制の適用の禁止などが含まれている。ウクライナでは資本流出を抑制するために、詳細な為替規制を導入しているため、経常収支など貿易取引関連や特定の輸入規制の導入を防ぐべく、このような内容の指標が明記されたと考えられる。また、経済危機前には事実上のドル・ペッグ制を採用していたのを変動相場制に移行しており、柔軟でできる限り歪みをもたらさない為替制度を維持するためにも、複数為替レートの導入を禁止する項目が明記されたとと思われる。ハンガリーとラトビアのケースでは、債務の延滞を累積しないことといった内容が含まれている。継続的パフォーマンス・クライテリアでは、東アジア諸国のプログラムでは見られなかった新しい指標である。

(6) インフレーション・コンサルテーション・クローズ

さらに、「インフレーション・コンサルテーション・クローズ (Inflation Consultation Clauses)」という項目が、コンディショナリティに含まれている。この項目は新しいもので、1997～98年の東アジア危機の際に導入されたコンディショナリティには見られない。東アジア危機をきっかけに、タイ、インドネシア、韓国をはじめ、多くの新興市場諸国が変動相場制を採用するようになってきている。このため、変動相場制のもとでの新たな反インフレ政策として、「インフレーション・ターゲティング」を採用する国が非常に増えている。こうした環境の変化を反映して、現在では、変動相場制のもとでインフレーション・ターゲティングを採用している国については、上記のクローズが適用されている。同クローズでは、インフレ目標の上限と下限が設定されており、これを超えた場合には理事会のコンサルテーションが完了しなければ IMF 融資が中断することになり、パフォーマンス・クライテリアに相当する目標である。

ハンガリーのケースでは、2008年当初に為替レートの変動範囲（バンド）の設定を撤廃し、インフレーション・ターゲティングに比重をおいた金融政策を実施している。ハンガリーの場合、最終的なインフレ目標は3%で、これに向けたインフレ率を段階的に上限・下限の範囲を四半期ごとに設定している。2008年末までにインフレ率は上限7.1%、下限3.1%、中央値5.1%と目標値が設定されている。09年3月末までには上限6.8%、下限2.8%、中央値3.8%との目標値が明記されている。

ウクライナでは経済危機以前は事実上のドル・ペッグ制を採用していたが、現在は管理

フロート制を採用している。いずれはインフレーション・ターゲティングを採用する意向であるが、現時点ではその前に高い水準にあるインフレ率（１９９８年は２６％予想）の大幅な抑制が喫緊の課題であるため、インフレーション・コンサルティング・クローズは設定されていない。アイスランドはもともと変動相場制とインフレーション・ターゲティングを採用していたが、実際のインフレ率はインフレ目標をつねに上回る状態にあった。現在は、国内三大銀行の破綻にともなう経済打撃により四カ国のうちもっとも経済危機が深刻であり、ただちにインフレーション・ターゲティングを採用できる状態にはない。中期的には再び採用する予定であるが、現在は実施していないため、プログラムでは同クローズは設定されていない。

（７）インディカティブ・ターゲット

このほか、コンディショナリティで頻繁にみられる指標として、インディカティブ・ターゲットがある。マクロ経済政策を中心とする内容が多い。多くの場合、プログラム期間のなかでもっと後に実施予定のIMF支援プログラムのレビューのなかで、数量的パフォーマンス・クライテリアに転換する予定であるが、現時点では先が読みにくいため、とりあえずインディカティブ・ターゲットとして数値目標が明記されているものが多い（これらのインディカティブ・ターゲットはAppendix Iでは明示されていないことに留意）。

このほかのインディカティブ・ターゲットとしては、Appendix Iで明らかのように、細かな指標はそれぞれの経済危機の原因や置かれた内外の環境などによって異なっている。ハンガリーのケースでは中央政府の債務残高の上限を、ラトビアの場合には（財政赤字削減策の一環として）一般政府の賃金報酬への上限を含めている。パフォーマンス・クライテリアではないが、それに付随する重要な数値目標が設定されることが多い。

（８）構造的ベンチマーク

最後に、構造改革のなかでパフォーマンス・クライテリアには含めないものの、IMF支援プログラムを達成するのに重要な政策が構造的ベンチマークとして含まれている。構造的ベンチマークは、構造改革関連の政策からなるが、客観的にモニターするのが難しいか、それ自体がIMF融資の中断を左右するものではないがプログラムの成功で重要な政策の一部である政策が含まれる。全体としては、銀行セクターの改革に関する内容が多い。

たとえばアイスランドのケースでは、銀行の資産回収戦略の策定（２００８年１１月末まで実施）、国有化された各銀行のビジネス計画のレビュー（２００９年１月１５日まで）、旧・新銀行区分による銀行救済策への評価（２００９年１月末まで）、そして中期財政再建実行計画の策定（２００８年末まで）が含まれている。ウクライナのケースでは（外貨取引を活発にするために）外貨取引税の撤廃（２００９年４月末まで）、中央銀行による詳細な銀行情報の開示（２００９年１月末まで）および（将来的にインフレーション・ターゲティングの導入を目指して）中央銀行の独立性強化（２００９年６月末まで）が明記されている。アイスランド、ウクライナ、ハンガリー、ラトビアいずれの国でも銀行危機が発生していることから、銀行セクターの立て直しを図り、信認を回復するための政策（たと

例えば銀行の再建計画の策定、銀行に関する情報開示の促進、破たんした銀行の処理を加速するための関連当局の権限強化、銀行への流動性支援条件の明確化など）が多く含まれている。このほか、銀行セクターの救済・処理対策に必要な財源を盛り込んだ財政健全化を目指した計画の策定、健全な財政政策を遂行するために政府の責任強化などの（数値化できない）政策が含まれている。

II-2. 東アジア危機下のコンディショナリティに関する批判

IMF のコンディショナリティは1950年代から導入されているが、1980年代初めまではマクロ経済政策が中心であった。しかし、融資対象国が低・中所得国、新興市場諸国、旧ソ連・東欧諸国などの移行諸国へと多様化し、経済危機の内容も複雑化するにつれ、構造改革も多く含まれるようになっていく。

IMF のコンディショナリティが厳しい国際的批判にさらされるようになったのは、東アジア危機がきっかけである。このときにタイ、インドネシア、韓国は IMF に金融支援を申請し、IMF 支援プログラムを採用した（Appendix II）。いずれの国の IMF 支援プログラムでも、当初は金融政策が引き締められた。その理由は、（経済ファンダメンタルズと整合的な適正レートをはるかに超えた）通貨の暴落を止め、通貨の下落がインフレを引き起こしてさらなる通貨下落をもたらす悪循環を防ぐためである。後に、市場のコンフィデンスが回復すれにつれ金融引き締め政策は緩和され、政策金利は引き下げられている。財政政策については、タイ、インドネシア、韓国ともに当初は厳しい引き締め政策が採用された。財政政策を引き締めて、経常収支を改善するためである。構造改革は金融セクターと企業セクターに重点を置いた政策内容が数多く、広範囲な内容が含まれている（Appendix II、および白井[1999]を参照）。

（１）金融引き締め政策への批判

金融引き締め政策については、たとえば IMF 批判論者として著名な Stiglitz(1998)が批判的見解をかねてより表明している。金利を引き上げることは、投資の約束利回りが引き上げられ資本流出を食い止めることに寄与する一方で、財政収支を（利払いの上昇により）悪化させ、企業の財務状況を悪化させる。この結果、政府や企業の債務不履行リスクが高まり、むしろ投資の期待利回りを引き下げることになり、資本流出を食い止めるのが難しくなるというものである。Sachs(1997)は、経済危機下にある東アジアでは大規模な資本流出が発生することで流動性が大幅に不足しているため、その不足を少しでも緩和するために金利はむしろ引き下げるべきであると主張している。たしかに、経済危機が発生する前の東アジア諸国ではインフレ率が低く、マネー・サプライの過剰な増加が危機の原因になったわけではない。しかも、銀行危機が発生しているなかで金利を引き上げることで、かえって銀行のバランスシートを悪化させることで信用収縮を促し、景気をいっそう冷え込ませる可能性がある。その結果、資本流出をとめることも、為替レートの減価をとめることも難しくなる可能性がある。

金融引き締め政策は、(後述しているように) 不適切なマクロ経済政策が原因で経済危機が引き起こされる、従来型の「経常収支危機」の起きている国でより効果が高いと思われる。こうした国では、危機前に比較的高いインフレ率に直面していることが多く(たとえば財政赤字を貨幣発行によってファイナンスすることにより)、早急にマクロ経済政策を立て直すことで市場の信認を回復させ、それにより為替レートを安定化させることが必要である。そのためには、金利を引き上げる政策は適切だとみなせるからである。ただし、不適切なマクロ経済政策が原因ではなく、多額の資本流出が原因で資本収支危機が起きている国では、金利を引き上げる政策の効果はよりあいまいになる可能性がある(白井[2002a]参照)。とりわけ比較的マイルドなインフレ率を維持してきた東アジア諸国では、金融引き締めによる反インフレ政策のシグナル効果は限定的である。しかも、銀行危機が発生している状況下で、銀行や企業のデフォルト・リスク・プレミアムを引き上げ、銀行や企業の倒産確率を高めてしまいかねない。

実証研究では、金融引き締め政策が自国通貨の減価を食い止める効果があったかどうかについて明確な結論は出ていない。Dekle et. al.(1999)は、東アジア諸国の高金利政策は、これらの諸国の通貨を増加させる効果をもたらしたものの、その効果の大きさはきわめて小さかったことを明らかにしている。Goldfajn and Baig(1998)や Ghosh and Phillips(1998)は、東アジア諸国の高金利政策がこれらの国の通貨を増価させることに寄与したことを示したが、統計上、優位な関係は見出せていない。さらに、Kaminsky and Schmukler(1998)は、これとは反対の実証結果を示している。Kraay(1998)の実証研究では、高金利政策は自国通貨に対する投機攻撃が発生する可能性を抑制することはできなかったことを示している。

金融引き締め政策についての批判的見解に対して、IMF の副専務理事を務めた Fisher (1998) は、経済危機に陥っている国で金利を引き上げなければすでに大幅に減価している通貨はいつそう減価することになる結果、景気回復をもたらすために必要な経済調整のコストはさらに高まってしまうと主張している。つまり、金利引き上げによってまず為替レートの安定化を目指すことが危機対応策としては重要であり、それなくして金融緩和政策を行えば、むしろ流動性が増加することでさらに通貨が減価する可能性があるという論点である。

IMF は、経済危機下における金融引き締めの重要性については、今日まで一貫して主張し続けている。IMF が 2000 年に発表した文書“Recovery from the Asian Crisis and the Role of the IMF”では、金融政策は厳格に適用すれば、為替レートの減価または切り下げ圧力を和らげ、(通貨の減価がインフレをもたらし、それがさらに減価圧力をもたらす) インフレ悪循環を回避することができると、Fischer と同じ論点を主張している。

実際に、韓国とタイではこのようなパターンをたどり、IMF 支援プログラムを採用した当初はマイナスの実質金利、通貨の減価、インフレ率の上昇といった状況がみられたため、金利を数ヶ月間実質レベルで高く引き上げた。その結果、市場の状態は改善し、通貨は増

価に転じ、金利は危機以前の水準以下にまで低下し、インフレと通貨の減価をもたらす悪循環を回避できたと主張している。一方、インドネシアでは1998年中旬まで（銀行危機と政治・社会的不安が悪化するなかでマネー・サプライ拡大が続いたため）実質金利がマイナスの状態が続いた。これにより、自国通貨のルピアは、タイや韓国と比較しさらに暴落し、多大な打撃を経済にもたらすことになった。こうした経験から、「経済危機下で金融引き締めは非生産的で、むしろ通貨の減価をもたらしたという批判的見解はきわめて疑わしい」と、切り捨てている。

事実、通貨が大幅に暴落したアイスランド、ウクライナ、ハンガリー、ラトビアのいずれの国のIMF支援プログラムでも、金融引き締めにより大幅なベース・マネーとマネー・サプライの伸び率の低下を見込んでいる。ただし、深刻な銀行危機が発生しているため、中央銀行による銀行への流動性支援は織り込まれている。ラトビアのケースでは、流動性支援の実施プロセスを明確にしたガイドラインを2008年12月末まで実施すること、同支援策を再検討し必要あれば規制を2009年1月末まで改正することなどの措置を導入しつつ、流動性支援を認めている。

筆者の意見では、資本収支危機が発生している状況では、大幅な資本流出に転じている状況のため、金融政策を実施しなくても国内の流動性は著しく低下する状態（つまり金融引き締めの状態）に、すでに陥っている。ここでさらなる資本流出を抑え、通貨の暴落を防ぐためにはある程度の金融引き締めは避けられないが、実施にあたり金融セクターや国内経済への影響を十分みきわめて実施すべきであろうと考えている。いずれにしても、財政引き締め政策に対する批判に比べ、金融引き締め政策に対するIMF批判の根拠は弱いと結論づけることができる。

（２）財政政策への批判

IMF支援プログラムにおける、財政引き締め政策については厳しい批判が寄せられた。その理由は、第一に、東アジア諸国では経済危機が発生する前は、財政黒字かバランスに近い状態にあつてきわめて健全な財政政策を実施しており、不適切な財政政策が危機の原因ではなかったからである。第二に、銀行危機が発生しているために銀行救済費用が多大であり、しかも景気後退による財政出動が必要とされているため、財政引き締め政策は当該国の経済状況をさらに悪化させる可能性があるというものである。Radelet and Sachs(1998)は、東アジア諸国で当初行われた財政引き締め政策は、これらの国の通貨の信認回復に寄与しなかったと指摘している。

財政引き締め政策は、経常収支危機のように財政赤字の持続とそれによる対外債務の大幅な累積などが原因となる場合には、適切な政策である。また資本収支危機に直面する国であっても、危機発生前の資本流入の多くが政府部門の財政赤字のファイナンスに充てられている場合、財政引き締め政策はマクロ経済の安定化に寄与する可能性が高い。しかし、東アジア諸国のように危機発生前に健全な財政政策を実施していた国で、危機発生後に財政引き締め政策を実施することがどれだけマクロ経済安定化に貢献するかは明確ではない。

IMF の反応としては、当初、東アジア諸国の経済成長率に関する予想が楽観的であったために、結果として財政政策が引き締めすぎたことを認めている（たとえば IMF、“Recovery from the Asian Crisis and the Role of the IMF”、2000）。実際に、2008年にはいずれの国でも財政政策は大幅に緩和されている（Appendix II を参照）。また、ラトビアの2008年11月付文書の中では（Request for Stand-By Arrangement）、資本収支危機が発生している状況下での財政引き締め政策は、（1999年のブラジル、2000年のトルコのケースのように）その原因のひとつが財政政策にあり財政の信頼回復が重要であることが明らかな場合には、効果があると指摘している。一方、アジア諸国では財政政策への信認が低かったわけではないため、財政引き締め政策が短期の資本流出を食い止める効果が低かったと認めている。

（３）構造改革への批判

構造改革については、財政・金融引き締め政策以上に、世界から厳しい批判が寄せられた。第一に、内容が多岐にわたり、数も多く、なかには IMF 支援プログラムの目標に深い関連性がないものが含まれているというものである。第二に、構造改革の内容が IMF 職員の専門性とかい離しており、かならずしも適切だと言えないというものである。第三に、必要以上に多数の項目を含めたために、当該国政府の行政上の負担を高め、しかも交渉にかかる時間などの資源を無駄に消耗させる結果となったというものである。

東アジア諸国の IMF 支援プログラムでは、貿易の自由化、非独占化、民営化などの政策も多く含まれていた。その多くが必ずしも数量的パフォーマンス・クライテリアではないものの、実施予定日の明記もなされ、実施すべき政策として重視されていた。

IMF は、構造改革は危機の根本原因を立て直すことで市場のコンフィデンスを回復するのにきわめて重要であると主張している。ただし、IMF 支援プログラムでは当初金融セクターや企業問題に十分焦点をあて対象を絞った構造改革をしていなかったこと、構造改革の実施速度や順序づけが十分に検討されていなかった事実を認めている。またプログラムの期間中のなかでこうした点が明らかになるにつて、またさまざまな構造改革と危機の原因の間の関係が明確になるにつれ、同じプログラム内で構造改革の内容についてしだいに焦点は絞られるようになったと説明している。また、いくつかの本質的に重要でないと分かった構造改革については、後に、撤回されたと説明している。

IMF 支援プログラムのなかの構造改革でとくに批判が寄せられたのが、インドネシアで構造的パフォーマンス・クライテリアとして導入された銀行の閉鎖（1997年12月末まで実施義務）である。この政策が預金者の全額保護を打ち出さなかったために、かえって預金者のパニックをもたらし銀行セクターを不安定化させたとの根強い批判がある。これについては、IMF は、1997年11月に16銀行を閉鎖したが、これらの銀行は深刻なインソルバンシーの状態にあり、公共資金の無駄な支出を回避するためにも早急に閉鎖する必要があったが、この政策を実施するにあたりほかの銀行が閉鎖される場合の預金者保護の取扱いについて明確な発表をとまなわなかったと認めている。このとき、預金の

全額保護を打ち出さなかったのは、モラルハザードに対する懸念があったからである。IMFはこのときモラルハザードに対する懸念よりも、直近の銀行セクター全体の崩壊の危険性をもっと重視すべきであったと、後に、明確に失敗を認める発言をしている。預金者保護に対して政府が明確な立場を打ち出さなかったことが、1998年1月に全額保護を発表するまで銀行預金の引き出しが加速した主要な要因であったと述べている。

II-3. 東アジア危機以降の IMF によるコンディショナリティに対する対応

前述したさまざまな批判を受けて、2000年に、IMFは、IMF支援プログラムの効果を高めるためにコンディショナリティの包括的な見直しを行っている。とくに構造改革の内容を中心に検討を行っている。その結果、プログラムを成功に導くためには、当該国が自らプログラムをつくりあげたという実感（Strong Country Ownership）が必要で、それにはこれまで以上に IMF 融資に付随する政策プログラムの内容に焦点をあて、政策の根拠を明確にしていく必要があるとの認識に至っている。こうした見直しのための調査の結果は、2002年に IMF 理事会が採択したコンディショナリティ・ガイドラインに反映されている。2005年に IMF 理事会は、このガイドラインをもとにして新たなガイドラインを作成し、IMF 職員がこのガイドラインに沿って IMF 支援プログラムを当該国政府と策定するように促している。

2006年には、「コンディショナリティのガイドラインについての原則」についての文書が IMF 職員によって公表されている。そこでは、つぎの五つの原則が掲げられている。それらは、「National Ownership」（コンディショナリティは当該国の Ownership を補完するものであり、代替するものではない）、「Parsimony」（コンディショナリティは IMF 支援プログラム達成に必要不可欠なものだけに限定）、「Tailoring」（国際収支問題の発生原因が国によって異なるため IMF 支援プログラムの達成において強調すべき政策や実施時期などがそれらの特殊事情に応じて異なっていること）、「Coordination」（世界銀行を始めとするほかの国際機関との連携強化）、そして「Clarity」（コンディショナリティは IMF 支援プログラムのなかのほかの政策的な要素と異なっていることを明確にすること）である。

2007年には IMF の独立評価局（Independent Evaluation Office）が IMF 支援プログラムの構造的コンディショナリティ（上記した構造的パフォーマンス・クライテリアや構造的ベンチマークなど）を査定し、コンディショナリティはもっと絞り込み（Focused）、経済危機に関連のあるものを選択するべきだと結論づけている。独立評価局の調査は、構造的コンディショナリティの数は減る傾向になく、いくつかのコンディショナリティはプログラムで掲げる目標達成にとってそれほど重要でないものも含まれている、と指摘している。こうした調査結果に呼応し、IMF 理事会は IMF 職員に対し、コンディショナリティの選定において重要性に焦点を当て、十分に正当化できる根拠があるかどうかという点にこれまで以上に注意を払うようにと呼び掛けた。

こうした IMF 理事会の意向に応え、IMF の経営陣は実行計画を用意した。その内容は2

008年5月に理事会で議論されている。実行計画では、2002年に策定されたコンディショナリティ・ガイドラインに沿ってコンディショナリティに含める指標を選択すること、それぞれの指標の重要性についてこれまで以上に正当化できるかどうか十分に検討することを義務付けている。また、プログラムの目標・戦略・コンディショナリティの間に明確な関連性をうちたてること、IMF 支援プログラムの関連文書でそうした点を明確にすること、といった内容が含まれている。さらに、コンディショナリティの数は必要最小限に抑えること、構造的パフォーマンス・クライテリアは客観的にモニターが可能でしかもプログラムで掲げる目標を達成するために非常に重要な政策である場合にのみ適用すること、各政策を達成するためのスケジュール（工程表）が現実的でありながらも適度に野心的な設定であることなどが、明記されている。同時に、コンディショナリティに関する情報のデータベースを改善することで、プログラム達成度に関するモニターのやり方をいっそう改善し、このデータベースを一般公開することも示されている。

II-4. 東アジア危機と最近の危機におけるコンディショナリティの違い

（1）東アジア危機の特徴

東アジア諸国で1997年に発生した経済危機は、「資本収支危機」と呼ばれている。1990年代の当初から、東アジア諸国は国内金融セクターの自由化を進め、さらに国際資本移動の自由化も実施した。これらの諸国では1980年代から持続的な高い経済成長を実現しており、高い貯蓄率、高い投資率、健全な財政状態、比較的マイルドなインフレ率といった健全なマクロ経済状態を維持していた。こうした良好なマクロ経済ファンダメンタルズに加え、旺盛な資金需要を反映した高い国内金利により世界金利との格差が生じていたことから、東アジア諸国に世界から主に短期の民間資本が大量に流入するようになった。しかも、これらの諸国は（程度の差はあるものの）事実上のドル・ペッグ制度を採用していたため、海外投資家は投資に伴う為替変動リスクが低いと認識し、さらに資本流入が加速されることになった。

多額の国際資本の流入は、国内の投資活動を活発にし、しかも銀行部門の金融仲介機能を高め、国際競争力のある銀行セクターを形成することを可能にする。東アジア諸国の資本流入は（とくにタイと韓国では）国内金融機関を介して流入し、とくにドルを中心とする外貨建ての短期対外債務を拡大した。しかし、東アジア諸国の民間の銀行セクターは自由化に合わせて生じる新しいリスクに対処すべく十分なリスク管理能力を高めていなかった。監督当局も銀国セクターに対する適切なブルーデンシヤル規制・監督を実施していなかった。このため、銀行セクターの急速な信用貸出の拡大が発生し、不動産・株価のバブルおよび製造業における過剰設備投資が発生した。不動産は金融機関の融資担保としても活用された。しかも、金融機関と企業の間で、主として株式所有構造にもとづく不透明な融資関係（コネクテッド・レンディング）が存在し、信用リスクを顧みない融資が行われた。これらの問題は、銀行セクターのバランスシートでは「ダブル・ミスマッチ」（通貨上

のミスマッチと満期上のミスマッチ)を拡大させる結果となった。

東アジア諸国では経常収支が赤字であったが、多額の資本流入がそれを上回ったため、国際収支は黒字を維持し、外貨準備は増えていた。ドル・ペッグ制度のもとで、通貨当局は外貨準備を蓄積し、代わりに市中に自国通貨を供給したため、国内流動性は増加した。これが、信用ブームを引きおこし、タイのケースでは1994年に民間部門への信用貸出増加率はピークの30%に達している。国内信用ブームは、活発な国内投資や輸入を促進し、民間の国内投資は国内貯蓄を上回り(マイナスの貯蓄・投資バランスとなり)、経常収支の赤字が拡大する結果となっていた(詳細は白井[2002a])。

資本収支危機と経常収支危機にはいくつかの共通点がある。それは、いずれの国も危機前まで事実上のドル・ペッグ制度など固定相場制を採用していること、経常収支が赤字状態を持続していること、対外債務残高が大きいことである。

しかし、資本収支危機の特徴は、従来型の経常収支危機とは原因および性質が大きく異なっている。第一に、経常収支危機は主として不適切なマクロ経済政策(とくに、財政赤字の継続とそれに伴う政府の対外債務残高の累積)を採用し続けた結果として発生する。財政赤字が原因で経常収支の赤字が持続可能な水準を超えて拡大し、やがて国際収支は赤字に陥る。それにより、外貨準備が減少し続けることになる。この結果、自国通貨に対して切り下げ圧力が高まり、通貨危機の発生が促される。一方、資本収支危機は、危機発生前には民間部門を中心とする外国資本の流入が発生しており、それが投資家のコンフィデンスの失墜とともに流出に転換することが契機となって発生する。しかも、外国資本の流入は、経常収支危機が発生する国とは対照的に、良好なマクロ経済政策とマクロ経済パフォーマンスが持続している状態で生じる。

第二に、経常収支危機が発生する国では、資本流入は貿易赤字をファイナンスするのに必要な額を大きく上回る傾向はみられない。このため、銀行の仲介機能の拡大による信用ブームは生じにくい。これに対して、資本収支危機では、危機が発生する前に大規模な資本流入にファイナンスされて、国内銀行セクターによる国内信用ブームが発生している。それにより国内投資を中心とする国内需要がさらに活発になり、経常収支が悪化する。このため、ひとたび危機が発生すると国内需要は急速に冷え込み、大きな経済ショックに見舞われることになる。国内需要の低下は経常収支の赤字を縮小させるものの、国内に著しい投資活動の低迷(ならびに消費の停滞)と生産の激減をもたらすことになる。結果として、経済危機の打撃は、資本収支危機の発生する国ではきわめて大きくなる。

第三に、資本収支危機の発生する国では、危機前の資本流入は短期が中心であるが、経常収支危機が発生する国では中・長期の借入れ(たとえば途上国政府によるODAの譲許的融資の受け入れ)や外国からの直接投資の流入が中心である。このため、前者は後者と比べて、資本流入が突然、かつ大規模な資本流出に転換しやすい。これに伴い、通貨の下落は、当該国の経済ファンダメンタルズで正当化される適正水準をはるかに超えて暴落しやすい。これを通貨の「フリー・フォール(底なしに大幅に減価する状態)」という。通貨の

フリー・フォールにより、銀行のバランスシートの負債側が膨張し、貸し渋りが引き起こされる。銀行の信用収縮が起きることで、当該国は通貨の減価による国際競争力の改善という効果を発揮できなくなる。一方、経常収支危機が発生する国では、通貨危機の発生とともに、通貨は減価する傾向があるが、フリー・フォールに陥る可能性は低い。むしろ通貨の減価により、自国通貨の過大評価を改善し、貿易収支の黒字化に寄与することが予想される。

第四に、経常収支危機の発生は、比較的予想がしやすい。それは、経常収支危機の原因が不適切なマクロ経済政策を長期にわたって実行しつづけていることにあるからである。しかし、資本収支危機はマクロ経済政策の失敗によって発生するわけではなく、投資家のコンフィデンスの失墜によって突然に発生するため、危機の発生は予想するのがきわめて困難である。

(2) 東アジア危機の教訓と IMF による新しい対応策

東アジア危機が発生して以来、同じような危機の発生を防ぐべくさまざまな試みが IMF でも行われている。第一に、危機の発生の防止策として、「早期警告指標 (Early Warning Indicator)」がより積極的に活用されるようになったことである。なかでも重要な指標として頻繁に使われているのは、短期対外債務残高の外貨準備残高に占める割合である。これは、タイ、インドネシア、韓国ともに危機直前の短期対外債務残高は外貨準備残高を上回っていた教訓にもとづいているからである。これらの諸国は国際収支が黒字で外貨準備は増える傾向にあったものの、(一年以内の) 短期対外債務に比べれば不足する状況にあった。このため、ひとたび投資家が東アジア諸国への投資をとりやめ (たとえばロールオーバーをとりやめ)、アジア通貨建て資産をドル建て資産に転換させ始めると、アジア諸国の通貨当局は十分なドル需要に応じられない状況にあったのである。このことから、IMF は加盟国に対して毎年実施するコンサルテーションにおいて、これまでの外貨準備残高および輸入でカバーされる月数の指標をチェックするだけでなく、短期対外債務に占める割合も重要な早期警告指標としてモニターするようになっている。

第二に、IMF は、東アジア危機の教訓から、金融セクターの健全性を維持することが資本収支危機の防止策として重要であるとの認識に立つようになっている。このため、1999 年から「FSAP (Financial Sector Assessment Program)」を開始している。世界銀行との連携により、加盟国の監督当局や専門家の協力を得て、当該国の金融セクターの長所と短所を洗い出す作業を実施し、報告書としてまとめている (詳細は、白井[2002a]の解説を参照)。とりわけ、さまざまなリスクに対して銀行セクターや監督当局が十分な管理を実施しているかという点を重視しており、必要があれば技術支援も実施している。FSAP は、金融セクターのさまざまな基準や規範に関する評価を含む「ROSC (Reports on Observance of Standards and Codes)」と呼ばれる文書とともに、当該国の承認が得られれば公表している。2005 年には世界銀行と共同で「金融セクター評価ハンドブック (Financial Sector Assessment Handbook)」を発表し、監督当局に対して金融セクターの健全性を評価するに

あたりいくつかの重要なイシューや実践方法ならびに政策対応の仕方について、ガイドラインを提示している。FSAP で得られた結論は、IMF が毎年加盟国に実施するコンサルテーションにおける政策提言でも、活用されている。現在では、「金融健全性指標 (Financial Soundness Indicators)」と呼ばれる一覧表を作成し、当該国に対する IMF 文書に掲載されている。ここでは、集計した銀行の自己資本比率、利益率、不良債権比率、貸倒引当金比率、利子所得の割合、流動性比率、民間セクターへの信用貸出伸び率、株価、マーケットリスクへのセンシティビティ (たとえば、外貨のネット・オープン・ポジションの自己資本に占める割合、株式のネット・オープン・ポジションの自己資本に占める割合) などのデータを掲載している。必要に応じて、ノンバンクのデータ (たとえば、負債・自己資本比率、利益率など)、不動産市場のデータ (たとえば、不動産価格の伸び率、不動産融資の割合など)、家計や企業の負債規模、外貨預金建て信用貸出の割合、外貨建て預金比率、CDS (クレジット・デフォルト・スワップ) のスプレッド、債券利回りスプレッドなどのデータも公表している。こうした各国ベースのサーベイランスに加え、IMF は「GFSR(Global Financial Stability Report)」を発表しており、世界の金融安定化についてグローバルな視点から分析し、システミックなリスクを見つけだすことに努めている。

第三に、東アジア危機発生を契機にして、IMF は融資制度の改革を試みている。前述しているように、資本収支危機に直面する国に対しては SRF、他国で発生した資本収支危機が波及する恐れがある場合に防止策としての CCL を導入した (CCL は現在では廃止されている)。また、国際資本移動の流出が転機となって経済危機が発生する国でも、SRF のような短期支援で経済状態が回復しないと予想される場合には、通常の融資制度のもとでもクォータによる融資上限を超えて IMF から借入れすることが可能であり、柔軟に適用されるようになっている。

画期的な融資制度としては、前述した 2008 年 10 月に導入された「短期流動性支援 (Short-Term Liquidity Facility)」がある。この融資制度の下では、これまでの IMF 融資が分割払いであるのと対照的に、多額の融資を自国通貨と交換に、「アウトライイト引出し (Outright Purchase)」によって当該国への支援を行うことができる。IMF からの借入れ上限は、クォータの 500% までと定められている。十二か月の間に三回まで引き出しが可能である (これらの資金を使っても不足する場合には、別の IMF 融資制度を活用しなければならない)。しかも、IMF のコンディショナリティを伴わずに融資を受けることができる。適用を受けられる国は、これまでのコンサルテーションにおいて、極めて健全な経済政策を実施しており経済ファンダメンタルズが良好であると評価されていること、今後もそのような健全な政策を持続する決意が政府側にあることなどの条件を充たさなければならない。こうした状況にあれば、IMF 支援プログラムがなくても短期的な対外流動性不足問題を克服できると予想されるからである。さらに、もうひとつの条件として、IMF による政府の国内・対外債務の持続可能性分析を実施した結果、いずれの債務も持続可能である状態が続く可能性が高いと判断されなければならない。返済は最初の引出しから三カ月

以内に一括してなされなければならない。金利は、通常のレート・オブ・チャージとサーチャージが適用される。サーチャージは、クォータの200%を超える場合には100ペーシス・ポイント、300%を超える場合には200ペーシス・ポイントが適用される。⁶

第四に、前述しているように、資本収支危機のような例外な状況にある国がIMFに融資を申請してからIMF理事会による承認がなされるまでのプロセスを簡素化し、時間を短縮している。IMFが融資の申請を受けてから、まず短い文書がIMF理事会に配布され、IMF職員と当該国政府の間でプログラムの内容について合意に達するとただちに、IMF理事会が48～72時間以内にプログラムの内容と支援額について検討に入ることになる。例外的な状況とは、早急なIMF支援がなされないと金融安定化がそこなわれ、しかも他国にも波及しかねない状況にある場合を指す。こうしたプロセスは「Emergency Financing Procedures」と呼ばれており、1997年のタイ、インドネシア、韓国、2001年のトルコ、2008年のグルジア、最近ではアイスランド、ウクライナ、ハンガリー、ラトビアなどに適用されている。

第五に、IMFは、国際資本移動が自由化している国に対して、(将来のユーロ加盟など通貨同盟への参加する意向などがある場合は除き)より柔軟な為替制度とインフレーション・ターゲティングの組み合わせを提言する傾向がある。東アジア諸国では危機前に事実上のドル・ペッグを採用しており、それが政府による為替変動リスクに対するインプリシットな保証として機能した結果、金利差に大きく反応して多額の短期外国資本が流入した。こうした国でより柔軟な為替制度を採用していれば、為替レートの調整機能が働き、資本流入の規模や国内信用ブームなどが、ある程度抑制された可能性もある。

IMFの分類によると、為替制度は(1)ドル化または通貨同盟(Exchange Arrangements with No Separate Legal Tender)、(2)カレンシー・ボード(Currency Boards Arrangements)、(3)通常の固定相場制(Conventional Fixed Peg Arrangements、上下1%の変動幅の設定やERM IIなど)、(4)水平的バンド内での固定相場制(Pegged Exchange Rates within Horizontal Bands、中央値から上下1%以上の変動幅の設定、為替レートの上限と下限が2%を超えるマージンの設定)、(5)クローリング・ペッグ(Crawling Pegs)、(6)クローリング・バンド内での為替レート(Exchange Rates within Crawling Bands)、(7)管理フロート制(Managed Floating with no Predetermined Path for the Exchange Rate)、(8)独立フロート制(Independently Floating)に分けられて

⁶ アウトライートの引出しは、1960年代末まで活用されていた支援方法である(それ以降はスタンバイが中心となっている)。ここでは、加盟国の現在および将来の政策が国際収支問題を解決するのに十分であると評価された場合に、引出しがIMF理事会によって承認されている。こうした評価にもとづき、IMFは融資した資金がきちんと返済されることを確保してきたのである。このため、IMFによって融資先の国に対して政策をモニターしたり、コンディショナリティを付与することはなされなかった。

いる。

この分類の中で、(1) から (8) に向けて移行するにつれて為替制度の柔軟性が高まるとみなされる。日本は、2003～04年に外国為替市場に介入して以来、今日まで外国為替市場には介入していないため、独立フロート制度を採用しているとみなされている。米国も英国も同様である。中国は2005年7月に人民元を対ドルベースで2.1%切りあげ、人民元の通貨バスケットに対して変動させる制度を採用している（バスケットの構成通貨やウエイトは公表されていない）。また、外国為替取引の OTC 取引を認め、通貨スワップやフューチャーズ市場を整備し自由化を進めている。人民元は、以前に比べて柔軟性を高め増価する傾向にあるが、変動幅は小さいため、(3) の通常の固定相場制を採用しているとみなされている。IMF は、資本移動の自由化が進んでいる国に対しては、(7) のような、過度な為替レートの変動がある場合にのみ通貨当局が外国為替市場に介入するといった「管理フロート制度」を、適切な為替制度として提言する傾向がみられる。

ハンガリーでは経済危機が発生する前の2008年9月に実施したコンサルテーションでは、同国が2008年初めに為替制度に変動幅を設定する政策をやめてより柔軟な為替制度に移行し、よりインフレーション・ターゲティングを重視する措置をとったことを、IMF は高く評価している（ただし、実質為替レートがインフレ圧力により増価する傾向にあり、自国通貨が過大評価されているため、国際競争力を高めるために自国通貨を減価させることが望ましいと考えられても、インフレ圧力を抑制するために、政府は高めに維持する傾向にあった）。経済危機下の IMF 支援プログラムでも、インフレーション・ターゲティングを維持しながら、無秩序の状態に陥る場合以外は通貨当局による外国為替市場への介入を行わない制度、つまり上記の (7) の為替制度を維持することと定めている。

アイスランドでは、以前から変動相場制とインフレーション・ターゲティングを採用していたが、インフレ圧力が高く、つねにインフレ目標を上回る状態が続いていた。深刻な経済危機に直面してからは、プログラムにおいて当面は（外国為替取引に意図的な規制を導入することで）為替レートの安定化を行いながら、変動相場制を維持している（現在は、管理フロート制を採用していると思われる）。インフレーション・ターゲティングは中期的に採用することを目指している。

経済危機前まで事実上のドル・ペッグ制を採用していたウクライナに対して、2008年6月に実施されたコンサルテーションにおいて、IMF はより柔軟な為替制度に移行することを提言していた。経済危機が発生してからは、ウクライナは変動相場制（管理フロート制）の採用しており、変動相場制の維持をプライアー・アクションとして義務付けている。しかも、継続的パフォーマンス・クライテリアとして、複数為替レートの導入を禁じている。

2012年にユーロ導入を目指すラトビアでは、15年以上もカレンシー・ボード制を採用している（カレンシー・ボード制については白井[2000]を参照）。この制度のもとで、経済危機が発生する前からユーロに対して上下1%の変動幅でペッグしている。このため、

ラトビアに対しては、変動相場制ではなく、現在の為替制度を維持する政策がプログラムの目標として掲げられている。固定相場制を維持することは、為替レートの調整（たとえば減価）により経済ショックを吸収することができず、しかも金融政策も独立した政策をとるのが難しい。このため、IMF 支援プログラムでは、より厳しい財政引き締め政策と（賃金伸び率の抑制などの）所得政策が必要とされる内容となっている。

第六に、IMF は、加盟国がソブリン債を発行する際に、「集団的行動条項 (Collective Action Clauses [CAC])」を導入することを支持している。CAC には、たとえば債務再建交渉の際に、投資家の 70% 以上の賛同が得られた場合にはそこで決まった債務リスケジュールの条件がすべての当該債券に関する投資家（残りの投資家を含む）に適用されること、債務交渉の期間中に一部の投資家が訴訟を開始することを禁止することといった内容が含まれている。この動きは、東アジア危機の波及をうけて 2001 年に経済危機が発生したアルゼンチンの教訓に根ざしている。アルゼンチンでは、ソブリン債がデフォルトした際に、世界中の多数の投資家が同債券に投資していたため、債務交渉にかなりの時間がかかったことが教訓となっている。IMF は当初、債務を一括処理する国際司法裁判所の創設 (Sovereign Debt Restructuring Mechanism [SDRM]) を提唱したが、米国を中心とする加盟国からの合意を得られず、断念した。それに代わるものとして、新規のソブリン債の発行に、あらかじめ債務交渉を促進する条項を含める CAC への支持を表明している。IMF は、コンサルテーションの際に、加盟国がソブリン債の発行で CAC を活用することを促すためにオペレーショナル・ガイダンスを発行している。「政府債務管理に関するガイドライン (Guidelines for Public Debt Management)」においても CAC を活用することを明記している。CAC を含むソブリン債の発行が増えれば、経済危機が発生してデフォルト状態に陥っても、投資家がパニックに陥ることなく秩序を保ちながら投資家と債務交渉を進められる。この結果、過度な資本流出を防ぎ、経済危機のさらなる深刻化を回避することが可能になると考えられている。

(3) 東アジア危機以降の新興市場諸国をとりまく国際経済環境の変化

東アジア危機と現在発生している経済危機を比べると、新興市場諸国をとりまく国際経済環境においていくつかの違いが明らかである (Appendix III を参照)。

第一に、東アジア危機前の状態に比べ、国内銀行の国境を越えたクロスボーダーの活動がきわめて活発になっている点である。たとえば、アイスランドでは三大国内銀行である Kaupthing、Glithir、Landsbanki（総資産は全体の 88%、GDP の 7 倍に達しており、三行の株式時価総額は全体の 50% を占める）が 2004 年から積極的に欧州に向けて海外進出を開始している。2004 年には Kaupthing がデンマークの銀行を買収し、2005 年には Glithir がノルウェーの銀行を買収、同年に Kaupthing が英国の金融機関を買収している。2007 年には Landsbanki が英国の銀行を買収している。これにより、アイスランドの三大銀行の資産は膨張し、同時に非居住者の預金残高も海外からの（銀行ローンや債券発行による）資金調達も拡大した。Kaupthing の資産の六割以上、Glitnir の資産

の36%が海外資産となり、Kaupthing と Landsbanki は海外活動からの収入が全収入の半分以上を占めるに至っている。Kaupthing の融資の七割以上が海外向けである。このため、欧州の他の国で銀行危機が発生すると、海外資産の不良債権化および海外からの資金調達が困難となり、直ちに国内経済が打撃を受ける構造となっていた。

ラトビアでは、アイスランドのような国内銀行による海外進出というよりも、スウェーデンなどの北欧系銀行による対内直接投資が活発で、ラトビア国内で外資系銀行の子会社が多数設立されている。外資系銀行の子会社が国内銀行の資産全体の六割を占めるまでになっている。ハンガリーも同じく、EU加盟を契機にして欧州の銀行による対内直接投資が活発である。このため、外資系銀行の子会社が国内銀行の資産全体の五割を超えている。この結果、欧州の親銀行が米国のサブプライム問題が悪化し、資金調達が困難な状態に陥ると、これらの国で営業する子会社への融資が滞り始めた。それにより、ラトビアやハンガリーでは国内の銀行仲介機能が停滞し、実態経済に打撃を及ぼす状況に陥る構造となっていた。ウクライナでも国内銀行の対外借り入れおよび外資系銀行の進出がみられ、同様な傾向がみられた。

こうした銀行のクロスボーダー活動を通して、欧州の経済統合はかなり進んでおり、他国で発生した経済危機が（東アジア危機の状況に比べてずっと迅速で深く）波及しやすい環境が生まれていた。欧州でクロスボーダーの活動が活発化した背景には、各諸国の市場規模が小さく、国内活動だけでは銀行の発展の余地が限られていたことが指摘できよう。さらに、国内預金の規模が小さく、活発な活動のための資金調達は海外に求めざるをえなかったことも見逃せない要因である。こうした状況は、国内銀行による海外の金融機関からの借入れ、それにもとづき国内融資が増加するといった特徴をもっていた東アジア経済とは、大きく異なっている。とくに、国内銀行による海外借入れが多かった韓国、タイの場合、国内銀行と債権者側の外国の金融機関との債務交渉が成立しさえすれば、比較的早期に危機を打開しやすい状況にあり、V字回復も可能であった。

第二に、アイスランド、ウクライナ、ハンガリー、ラトビアのいずれの国においても、経済危機が発生する以前の銀行のパフォーマンスはきわめて良好であった。これは前述したように、東アジア危機を契機にして、IMFにおいても加盟国に対してFSAPが実施され、通常のコンサルテーションにおいても銀行システムの健全性に注意を払うようになっていたことも影響を及ぼしている。アイスランドでは、銀行全体の2006年の自己資本比率は15%、総資産収益率（ROA）は2.6%、株主資本収益率（ROE）は39%、（融資残高に占める）不良債権比率は2.8%と、全体としてかなり良好なパフォーマンスを維持していた。ウクライナでは、2006年の銀行全体の自己資本比率は14%、ROAは1.6%、ROEは13.5%、流動性比率は13%と比較的健全で、不良債権比率は17%と相対的に高い水準にあったが期日通りに返済されているサブスタンダード・ローンを除けばわずか4%に過ぎなかった。ハンガリーの銀行セクターでは、2007年の銀行全体の自己資本比率は10.8%、ROAは1.4%、ROEは18%、流動性比率は16%、不良

債権比率は2.4%、不良債権に占める引当金の割合は58%とかなり良好であった。ラトビアでも、2006年の銀行全体の自己資本比率は10.2%、ROAは2.1%、ROEは26%、流動性比率は24%、不良債権比率はわずか0.4%であった。しかも、多くの銀行は国内の民間部門に外貨建て貸し出しを実施していたので、外貨のオープン・ポジションは比較的小さく、通貨上のミスマッチはマイルドであった。これは、1997年の経済危機が発生する前の東アジア諸国の状況とくらべ、大きな違いの一つである。

このように良好なバランスシートを維持しているにもかかわらず、欧州では深刻な銀行危機を併発する資本収支危機が発生したのである。その主な要因は、銀行が主としてホールセールでの対外借入れ（たとえば、銀行借入れや債券発行など）が多かったからである。現在の危機は、自己資本比率を中心とする銀行セクターの健全性をモニターするこれまでのやり方では、危機防止策として不十分であることを示している。

第三に、アイスランド、ウクライナ、およびラトビアでは国内の地場銀行および外資系銀行の子会社が海外から資金調達した資金を元手に、国内で積極的に融資活動を行っていた。それにより、信用ブームと景気過熱が引き起こされ、国内需要の拡大による著しい経常収支の悪化が起きていた。しかし、こうした状況を政府が景気引き締め策によって抑制するのはきわめて難しい状況にあったことを理解することは、重要なポイントである。とくに、ラトビアのように厳格なカレンシー・ボード制を採用している場合、国際資本移動が自由化しているなかで独立した金融政策を実施するのは不可能にちかい（この現象は「インポシブル・トリニティ（不可能な三位一体）」と呼ばれている）。⁷ さらにラトビアでは財政赤字はGDPの1%程度、公的債務残高の対GDP比もわずか10%に過ぎない。事実上のドル・ペッグを採用していたウクライナでも、似たような状況が起きていた。また、主力輸出商品の鉄鋼価格の上昇も、交易条件の改善をもたらした所得引き上げ効果となって国内需要をさらに拡大させていた。ウクライナも財政赤字はGDPの1.4%、政府債務の対GDP比も16%程度であった。

アイスランドでは変動相場制とインフレーション・ターゲティングを採用していたが、財政収支は黒字を維持している。国内の三大銀行を中心に活発なクロスボーダー活動を通じて大量に資金が流入し、主力産業のアルミニウムの価格高騰も手伝って、国内では信用ブーム（2006年の信用増加率は80%）と景気過熱が起きていたため、実際のインフ

⁷ インポシブル・トリニティとは、為替レートの安定化（たとえば固定相場制）、国際資本移動（資本収支）の自由化、独立した金融政策という三つの目標を同時に実現することは困難である状態を指している。たとえば、ある国で固定相場制を導入し、同時に国際資本の自由化を実施している場合を想定する。ここで、政府が金融引き締め政策を実施しており、そのために国内金利が海外の金利を上回っていれば、資本流入が発生する。とりわけ為替変動リスクが存在しないため、多額の資本流入が生じやすい。資本流入の発生により、通貨当局（カレンシーボード）が外国為替市場に介入し、外貨準備を蓄積する結果、市中において自国通貨の流動性が高まることになる。この結果、国内金利は低下し、外国との金利差は縮小する。つまり、政府は金利を引き上げて金融引き締めを実施することができなくなってしまうのである。

レ率はつねにインフレ目標を上回る状態が続いていた。政府は、こうした状況に対して金利を引き上げて抑制につとめたが、金利引き上げはさらに資本流入を招く状態を引き起こしていた（日本との間でも円・キャリー取引がみられた）。

ユーロ採用を国家目標としているラトビアでは現在の為替政策を変更する余地はない。ウクライナでは変動相場制に移行したものの、アイスランドの経験から、たとえ変動相場制を採用しても信用ブームや景気過熱を抑制できる保証はない。しかも国内需要が拡大することで経常収支が赤字になっている場合、外貨準備を大幅に蓄積するのは難しい。こうしたいわゆる小国で有効な危機防止策をとるのが難しいという点が、現在の危機が示している新たな課題である。

第四に、ウクライナとラトビアでは固定相場制を採用していたが、アイスランドとハンガリーでは変動相場制を採用していた。この状況は、すべての国が事実上のドル・ペッグ制を採用していた東アジア諸国（および東アジア危機が波及したロシア、ブラジル、トルコ、アルゼンチン）とは大きく異なっている。すなわち、変動相場制とインフレーション・ターゲティングの組み合わせが、東アジア危機をきっかけに、資本収支危機の防止策の一つとして提唱されているものの、危機防止策として万能ではないことが明らかになったわけである。

変動相場制、固定相場制にかかわらず、これらの諸国では大量の資本流出に伴い、自国通貨は大幅に下落した。むしろ、現在の危機は、小国の場合は（タイ、インドネシア、韓国が実施したように）変動相場制を採用するよりもユーロを自国通貨として採用している方が望ましいかもしれないということさえ示唆している。ユーロを採用しているかどうかは経済危機の打撃の大きさにおいて、明暗が分かれた面は否定できないからである。2005年11月からユーロ導入に向けて準備してきたスロバキアは2009年1月1日に予定通り第十六番目のユーロ導入国となった。同国によるユーロ導入の日程がかねてより周知されていてことが、今回の通貨暴落を回避した大きな要因である。その他のユーロ未採用国では通貨が暴落し、政府は、さらなる資本流出の回避を目指して金利引き上げ策をとるか、急速に冷え込む景気後退を食い止めるために金利引き下げ策をとるかで、大きなジレンマに直面した。たとえば、デンマークでは2008年10月に自国通貨クローネを防衛するために二回金利を引き上げている。スウェーデンは同月に景気後退を食い止めるために金利を引き下げたところ、自国通貨クローナはユーロに対して記録的な安値を記録している。

こうした状況から、多くの欧州諸国でユーロ導入を検討する機運が高まっている。もっともユーロ採用までには財政収支やインフレ率などいくつかのマストリヒト条約にもとづく数値基準を達成する必要がある、すぐに導入することはできない。自国通貨クローナが暴落したスウェーデン（ユーロに連動させる為替制度をかねてより採用している）では2008年11月に欧州連合（EU）にユーロを導入する方針を伝えている。2013年をめぐりに国民投票を行い、ユーロ導入の是非を国民に問う意向である（2003年の国民投票

では反票が過半数を占めた)。スウェーデンは財政収支や物価上昇率などの基準すべて満たしているため、国民投票で承認されれば導入はほぼ確実とみられている。デンマークでもすでにユーロを導入する方針を表明している。ポーランドも2012年1月1日までにユーロを導入する目標を独自に設定した。それまでにユーロ圏参加のために必要な基準を満たし、通貨ズロチの対ユーロ相場を固定することを目指し、ポーランド政府は必要となる憲法改正にむけ準備を進めている。

第五に、東アジア諸国の危機において重要な打開策は、(とくに韓国とタイの場合、)債権者側の外国銀行と債務者側の国内銀行の債務交渉がきわめて重要であった。韓国では、米国政府の強い後押しもあり、米国や日本などの主要な銀行債権者が債務者側の韓国の銀行と1997年12月末には債務のロールオーバーなどについての交渉で合意に至ったことが、V字回復を可能にした重要な要因である。IMF支援自体の発表だけでは市場のコンフィデンスを回復するに至らず、債権者側と債務者側の交渉で、韓国国内から資金を引き上げないという確約をとりつけたことが、コンフィデンスを回復するのに大きく寄与したのである。タイでも、日本政府の後押しもあり、邦銀を中心に融資を持続するなどの合意が得られたことが、コンフィデンスの回復において大きい役割を果たしている。一方、インドネシアでは(銀行ではなく)企業による対外債務が多く、その企業による対外債務の不履行が大きな問題となった。しかも、米国や日本のように積極的に債務交渉に関与する主要国がほとんど存在していなかったために、交渉には韓国やタイよりも多くの時間がかかった(詳細は白井[2000b])。それに加え、政情不安もあり、経済危機からの回復にもっとも時間がかかる結果となっている。

現在の経済危機でも債権者側と債務者側の債務交渉は重要な要素であるが、ウクライナ、ハンガリー、ラトビアのケースでは、外資系銀行の子会社によるこれらの国での活動が圧倒的に大きい比重を占めている。このため、IMF支援プログラムでは、親会社がこれらの諸国で営業している子会社への融資を継続することについて確約を得ていることが重要で鍵を握っている。このため、IMF支援プログラムではそうしたコミットメントが明記されている。また、結果として、こうした外資系銀行の親会社の所在する政府によるこれらの諸国の政府に向けた金融支援も、IMF支援パッケージの一環として実施されている。ラトビアの場合、IMF支援パッケージの一環として、北欧諸国から合計18億ドルの支援を受けている。

アイスランドの場合は、IMF支援パッケージの一環として、国内銀行の海外進出先である北欧諸国(ノルウェー、スウェーデン、フィンランド、デンマークの合計で25億ドル)のほかに、現地のネット銀行を通じて非居住者預金を多く集めた英国、オランダ、ドイツから「預金保証庁(Deposit Guarantee Agency)」に向けた融資が63億ドル含まれている(この資金をつかって凍結されたアイスランド銀行が英国やオランダなどに開設している非居住者の預金について凍結を解除し、引出しを可能にさせるものと予想される)。

また、2008年10月にはアイスランドの中央銀行がスウェーデン、ノルウェーなど

の北欧の中央銀行とスワップ協定を締結し、ユーロの供給を受けている。つまり、IMF 支援が実施される前に中央銀行間でスワップ協定を締結し、早急に外貨を入手できることが、危機の早期打開に重要な役割を担っている。東アジアでも、東アジア危機を契機に 2000 年から東南アジア諸国連合（ASEAN）と日中韓の 13 カ国の間でスワップ協定が締結されているが、あらかじめ設定した融資額の二割を上回る場合には IMF 支援プログラムの採択が条件となっている。今回の危機をきっかけに、こうした条件が適切かどうか、今後、十分吟味していく必要がある。

第六に、2004 年に EU に加盟しているハンガリーとラトビアの場合、EU からの支援がはたす役割が大きい。EU からの構造基金を通じた資金供与により投資活動を持続させることができるため、危機の打撃を緩和することに寄与すると考えられる。また、IMF 支援プログラムと協調して EU はハンガリーとラトビアに対して金融支援を行っている。ハンガリーでは 65 億ユーロ、ラトビアでは 31 億ユーロの融資を受けている。とくに小国の場合、域内経済統合のはたす役割がきわめて大きい。

第七に、東アジア危機では、経済危機は主に新興市場諸国に波及した。ロシア危機ではロングターム・キャピタル・マネージメント（LTCM）の破綻により、一時的に米国の金融市場が不安定化したが、大きな打撃はなかった。欧州経済も打撃は少なかった。しかし、今回の経済危機は、米国を発端として欧州に大きな打撃をもたらしている（ついで日本やアジアなど世界経済にも影響を及ぼしている。）このため、世界需要が低迷し、世界的な金融収縮が起きているため、かりにアイスランド、ウクライナ、ハンガリー、ラトビアが IMF 支援プログラムの下で健全な政策を実施したとしても、東アジア経済危機の状態のときに比べて、比較的早期に危機を打開するのは難しい状況にある。

（４）東アジア危機下と現在の危機のコンディショナリティの相違

東アジア危機下で採用されたタイ、インドネシア、韓国の（当初の）IMF 支援プログラムとアイスランド、ウクライナ、ハンガリー、ラトビアの四カ国で採用された IMF 支援プログラムを比較すると、次のような違いがみられることがわかる（Appendix I と Appendix II を参照）。

第一に、数量的パフォーマンスの内容には大きな違いがない。これは IMF 支援プログラムがファイナンシャル・プログラミングを根拠にしている以上、大きな変更がみられないとは当然のことともいえる。四カ国とも、外貨準備の下限、財政収支の上限などの目標が導入されている。しかし、重要な違いは、財政引き締め政策については、今回のコンディショナリティでは、より現実的な数値目標となっている点にある。アイスランドの場合、国内銀行の危機があまりにも深刻なため、それが実体経済に及ぼす影響が非常に他国と比べて突出して大きい。そこで、本格的な財政引き締め政策は 2010 年から実施することとし、それまでは包括的な金融セクターの改革を実施し、それに必要な財政負担を盛り込んでいる。このため、財政収支の対 GDP 比は 2008 年のマイナス 0.2% から 2009 年にはマイナス 13.5% へと大幅な拡大を認めている。

ハンガリーでは経済危機が発生する前の財政収支は GDP のマイナス 9.3%、公的債務は GDP の 66%と比べて高い水準にあった。四カ国のなかでもっとも高い水準にあり、危機が発生する前には財政黒字を維持していた東アジア諸国と比べても、大きく経済状況が異なっていることに留意する必要がある。このため、IMF 支援プログラムでは政府の対外借入れへの依存を減らすことが市場のコンフィデンスの回復に重要であるとみなされ、財政収支の当初からの引き締めは重要な対策とならざるをえない。こうした国では、景気対策だけを重視して財政拡大をしても、外国投資家のコンフィデンスを回復することにはつながらないと判断されている。こうした点に配慮して、銀行セクターの改革を実施し、それに必要な財制負担を含めても財政収支は 2008 年のマイナス 3.4%から 2009 年にマイナス 2.5%とする目標が設定されている。それでも東アジア危機の当初のプログラムに比べ、緩やかな財政引き締め目標であると思われる。

ただし、ウクライナでは、経済危機が発生する前から景気過熱によりインフレ率が高い水準で推移していた。しかも、四カ国のなかでもっとも高いインフレ率を維持していた。2008 年半ばまでにはインフレ率は 30%を超えており、名目賃金の伸び率も 30~40%と比べて高く、そのために実質為替レートは増価（自国通貨は過大評価）し、経常収支の赤字幅を拡大する原因となっていた。このために、IMF 支援プログラムでは財政引き締め政策が反インフレ対策として重要な位置を占めており、2009 年は財政収支のバランス化が目標として掲げられている。自国通貨の大幅な減価もあり 2009 年のインフレ率はさらに高くなることが予想される。そこで、金融引き締め政策とともに、財政引き締めとして補助金の伸びの抑制、ソビエト連邦時代の預金者への補助金の先送り、公務員の賃金伸び率の抑制、課税ベースの拡大などの対策が明示されている。

さらに、固定相場制を採用しているラトビアは、特殊ケースであることに留意する必要がある。ラトビアでは、本格的な財政再建は中期的な課題とし、直近の財政収支は 2008 年のマイナス 3%から 2009 年にはマイナス 4.9%への拡大を認めている。東アジア危機下の当初のプログラムと比べれば緩やかな数値目標であるが、ここでは GDP の 7%に相当する大幅な引き締めが前提となっている。つまり、なにもしなければ実際にはマイナス 12%程度の財政赤字に陥る予想のところを 7%の財政収支の改善により、マイナス 4.9%に抑える目標である。

東アジア諸国の当初のプログラムでは、タイの財政収支は 1997/98 年に黒字の 1%、インドネシアの財政収支は 1997/98 年、1998/99 年ともにマイナス 2%、韓国の財政収支は 1998 年、1999 年ともにマイナス 1%以下という目標が設定されていた（いずれも 1998 年に大幅に目標は緩和されている、Appendix II を参照）。

第二に、四カ国の IMF 支援プログラムでは構造改革の内容がかなり整理されており、経済危機の原因に大きくかわる項目を慎重に選択している点を指摘できる。IMF によるコンディショナリティの見直しが反映されていることがうかがえる。アイスランドの場合、構造的パフォーマンス・クライテリアでは、銀行セクターの改革に関する項目のみが含ま

れている。構造的ベンチマークでは、銀行セクターの改革と中期的に達成すべき財政再建計画の策定のみが明記されているに過ぎない。ウクライナのケースでは、構造的パフォーマンス・クライテリアでは銀行セクターの改革と2009年に財政収支の均衡化の実現という項目のみが含まれている。構造的ベンチマークでは、銀行セクターの改革、中期的に導入を目標とするインフレーション・ターゲティングの遂行に必要な中央銀行の独立性の確保、(外貨取引規制を一時的に導入する一方で) 外貨取引を活発にするために外貨取引税の撤廃という項目のみを含めている。ハンガリーの場合、構造的パフォーマンス・クライテリアは銀行セクターの改革を促進する対策だけが含まれ、構造的ベンチマークでは財政再建と銀行セクターの改革促進に必要な権限を金融監督庁(HFSA)に付与する法案の国会提出のみが選択されている。

ただし、ユーロ加盟を目指して現行の固定相場制を維持するラトビアでは、ほかの三カ国の比べると、より厳しく、詳細な構造改革が含まれている。変動相場制であれば自国通貨の変動によってある程度まで国内経済調整が可能である。しかし、固定相場制を維持するとなると、国際競争力の回復は為替レートの調整ではできず、それに代わる対策が必要となる。このため財政引き締め政策とともに、賃金を抑制するような所得政策が必要とされるのは、いたしかたないといえる。ラトビアの構造的パフォーマンスは財政関連の政策を一件のみ明記しているにすぎないが、構造的ベンチマークでは詳細で多岐な内容になっている。財政引き締めに関する対策(予算遂行管理能力に関する措置、財政責任を強化する法案の改正)、および銀行セクターの改革(流動性支援に関するガイドライン策定、流動性支援のレビュー、銀行システムの査定、関連当局の権限強化する法律の改正)を明記している。それに加えて、企業の債務リストラを加速する対策(企業・家計の債務交渉プロセスの合理化など債務再建戦略の策定、民間債務のリストラクチャリングを促すために破産法の改正)および所得政策(賃金抑制に関する委員会設置)を明記している。ただし、公務員の賃金抑制、国営企業や地方政府の賃金抑制、民間への適用を含む包括的な所得政策は、迅速な実現が政治的にきわめて難しいことから、中期的な構造改革と位置づけられている。

東アジア諸国の構造改革では、タイの場合、公共セクターへの民間関与の促進が明記された。インドネシアでは構造的パフォーマンス・クライテリアとして、公共プロジェクトの入札・契約プロセスに関する規制緩和、電力料金の引き上げ、石油製品価格の補助金撤廃などの対策が含まれていた。構造的ベンチマークとしては、さらに関税率の削減など貿易自由化の項目が記述されている。韓国では実施すべき構造改革として、金融セクターへの外資参入、資本市場への外資参入、貿易自由化、労働市場改革などきわめて多岐にわたる内容が盛り込まれていた。これらの改革は、前述しているように、経済危機の根本原因ではないため、多くの批判が寄せられた(Appendix IIを参照)。

第三に、アイスランドとウクライナでは為替取引への規制や資本規制を一時的に認めていることが、東アジア危機下のコンディショナリティではみられなかった新しい点である。

一般的に、経済危機下での規制の導入は市場のコンフィデンスをむしろ引き下げると考えられるが、現在の経済危機では、各諸国の特殊事情を鑑みて一時的な対策として認めている。IMFは、東アジア諸国下のIMF支援プログラムでは市場のコンフィデンスを回復して資本流出を食い止めるために、金融引き締め政策などをもっとも重視していた。資金流出を防止する対策として、資本規制を実施しなかった。規制の導入はコンフィデンスをさらに低下させることで当該国の状況を悪化させるだけでなく、他国に波及していく懸念があると考えられたからである。

アイスランドでは資本流出を防ぐために、2008年10月に国内銀行が破たんして以来、資本取引規制を導入している。金利引き上げだけでは資本流出をとめるのがきわめて難しい状況にあるため、IMFは一時的な措置として容認している。きわめて異例なケースとして、経常収支に関する規制も導入しているが、経常収支の規制は近く撤廃する予定である。現在は、2008年10月15日から経常収支については、主要財の輸入に必要な外貨についてのみ日々外国為替に従事する銀行と外貨入札を実施している。一般的に経常収支に対する規制はIMFでは認められていないため、銀行破たんによるいちじるしいコンフィデンスの低下が改善するまでのきわめて例外的措置であると思われる。しかし、資本移動に関する規制は当面は継続する見込みである。

ウクライナでも、資本流出を抑えるために、一時的に為替取引規制を導入している。その内容は多岐にわたり、外貨建て定期預金の居住者と非居住者による早期引き出し制限、銀行による外貨建て借入れの早期支払いの禁止、銀行による外貨購入制限（オープン・ポジションの上限まで）、ウクライナの国内に入らない輸入の先払い抑制、自国通貨建て利益・収入・資産売却益を外貨転換日を六日間遅延、外貨を国外へ電送する一日当たり総額に上限の設定、特定通貨に限定する外貨取引の制限、銀行の外貨オープン・ポジションを通貨ごとに算定の義務付け、銀行のハード・カレンシー外貨建て預金の保有はハード・カレンシーの発行国に拠点のある銀行に限定、非居住銀行による自国通貨取引制限（貿易業務除く）などが明記されている。ただし経常収支に関する規制は認めていないため、構造的パフォーマンスでその点が明記されている。

第四に、四カ国のIMF支援プログラムでは、経済危機の深刻さに配慮して、政策実施のシーケンス（順序づけ）が明確になっている。アイスランドの場合、短期的には自国通貨クローナのさらなる減価の防止に集中し、変動相場制を維持しながら金融引き締め政策と短期的な（為替市場が安定するまで2008年10月から採用している）為替取引規制を採用する。このため、プログラムの合意に至る前に、IMFとの合意にもとづき2008年10月28日中央銀行は政策金利を600ベース・ポイント引き上げ18%としている（10月中旬までは350ベース・ポイント引き下げてきた金融緩和政策を撤回）。そして中期的には、財政再建とインフレーション・ターゲティングの採用に取り組むとしている。同時にこの期間に包括的な銀行セクターの再建を実施するという構図を描いている。

ラトビアの場合、プログラムの目標を、短期的な目標を（銀行預金の流出と外貨準備の

喪失などによる)流動性危機を早急に止めること、そして中長期的に(固定相場制の維持、ユーロ加盟を可能にするために)対外的安定性を維持することと定めている。このため、当初は、金融セクターの安定化手段と預金者のコンフィデンスを回復させるための手段を導入する。中期的には、銀行セクターの改革を実施し、財政政策の大幅な拡大を制限する財政再建政策の実施を開始する。同時に、固定相場制のもとで国際競争力を回復するために必要な所得政策を始めとする構造改革に取り組むとしている。

第五に、プログラムに関する文書において、特定の政策を選択した根拠について説明がていねいになされている点が、評価できる。たとえば、ラトビアのケースでは、現行の固定相場制を維持するにあたり、さまざまな選択肢を考慮した点が説明されている。ラトビアでは、現在のユーロ・ペッグ(上下1%の変動幅付き)が過大評価になっている。しかし、ラトビア政府は、為替レートの変更を拒絶しており、EUも変更には反対を表明している。その理由として、同為替制度は15年以上も同国のマクロ経済安定化で重要なアンカーとなってきたこと、1998年のロシア危機でも投機攻撃をくぐり抜けてきたこと、国民の支持があることを挙げている。さらに、かりに為替レートを切り下げて固定相場制を維持したとしても、家計と企業の外貨建て債務が大きい(銀行からの借入れの九割近くが外貨建て)ために、これらの民間部門に多大な打撃を及ぼすことになりかねない。しかも、切り下げが経常収支の赤字の削減に貢献するとしても、(自国通貨建てに換算した)対外債務の対GDP比が拡大することで、民間部門の債務をロールオーバーできる比率が改善するとは考えにくい。むしろ、それにより銀行のローンが不良債権化することで、北欧諸国の親会社である銀行にも危機が波及する可能性が高い。ふたつ目の選択肢として、為替レートの変動幅を上下1%から(ERM IIで認められている最高限度)上下15%へ拡大する政策も検討されている。しかし、この為替制度は当初大幅な通貨の切り下げによる国内需要の低迷にともない、生産の激減をもたらすリスクが高い。最良の選択は、ユーロの直ちに導入による為替レートの変更であるが、EU当局はこの選択を拒否している。マストリヒト条約で定めた基準を達成しないでユーロ採用を認めることは、ユーロ採用を希望するほかの諸国にとって悪い前例となってしまうからである。こうした考察を経て、現行の政策を堅持することが決められたと分かりやすく説明している。

(5) 現在のIMF支援プログラムの現時点での達成度

2008年12月初旬に、IMFはウクライナに対してIMF支援プログラムのレビューを実施している。IMF融資の引き出しにかかわる最初のレビューは09年2月中旬に予定されている。報告書では、現在の政府による政策の実施状況は、当初は為替政策についてずれがあったものの(当初ドル・ペッグ制を再導入したが、11月中旬にはプログラムプライアー・アクションに沿って)変動相場制に移行し、金融引き締め政策を実施し、2008年に財政赤字を抑制する措置をとるなど、プログラムと整合的な政策を実施していると評価している。ただし、交易条件の悪化、資本流出、預金流出により、実体経済は予想以上に悪化しており、このために2008年の実質成長率はプログラムの予測を下回

り、2009年にはいっそう景気後退に陥る可能性がある」と指摘している。こうした環境の悪化に対応するために、変動相場制の維持が不可欠であると強調している。つまり、政府は外貨準備目標を達成するという見地からのみ外国為替市場に介入するにとどめ、外貨の定期的な入札を継続することと指摘している。

また、最近、政府が実施している政策金利の引き上げと外貨建て融資の制限を強化する政策は、自国通貨に対する魅力を引き上げ、人々が保有するインセンティブを高めることに寄与するであろうと指摘している。さらに、中央銀行が実施する金融支援の満期を二週間以内に抑制すること、銀行株を融資の適格担保として認めないといった金融引き締め措置を実施していることも、適切であると評価を下している。自国通貨に対する減価圧力が続く限り、こうした金融政策をいっそう引き締めることがプログラムの根幹にかかわる重要な対策であると述べている。

銀行セクター改革については、プログラムで明記された政策に沿って実施するよう、再度、強調している。銀行の流動性状況をモニターし、資金調達手段として中央銀行にますます依存度を高めている銀行に対する監督をいっそう強化すべきであると指摘している。また、困難に直面する銀行の早急な解決が必要としている。Prominvest 銀行については、EBRDやほかの国際金融機関からの出資をつのり、同銀行の財政基盤の強化が必要だとしている。銀行セクターの改革の進展が思わしくない状態であると推測される。

さらに、健全な財政政策の実施が必要で、2008年の財政赤字はGDPの1%以内を達成すること、2009年はバランスを実現することとプログラムで明記した目標を、再度、繰り返している。歳出目標を達成するためには歳出抑制が必要だが、過度に公共投資を削減しすぎず、同時に対象を絞りこんだソーシャル・セイフティネットを拡充すべきであると指摘している。

輸入規制を課す計画については、プログラムの継続的パフォーマンス・クライテリアに抵触する可能性があるので、放棄することを強く促している。輸入規制を課すのではなく、為替レートや適切なマクロ経済政策によって国際収支問題を改善すべきであるとしている。さらに、企業と家計の債務問題を自発的に解決するための戦略が早急に必要であると指摘している。銀行、中央銀行、財務省の代表からなるワーキング・グループを立ち上げ、民間債務の（裁判所によらない自発的な交渉による）リストラクチャリングについての枠組みを策定するよう促している。

一方、ハンガリーについては、IMFの融資引き出しの継続審査にかかわるレビューは2009年2月に予定されているが、その前のレビューを2008年12月に実施している。IMFの報告書によると、金融市場の不安定さはIMF支援プログラムを発表してからは改善しつつあるが、対外的な資金借入れが困難な状況は続いていると指摘している。為替レートはかなり安定しつつあり、国債の利回りは低下し、外資系銀行の親会社はハンガリーの子会社に融資を継続し、外貨準備も増える傾向にある。しかしながら、世界で2009年にかけてさらにレバレッジの巻き戻しが続いており、金融市場の緊張状態は、今

後、再び悪化する可能性が高いとしている。現在は、対外借入れが困難な状況が続いているので、信用増加率はこれからかなり低下する見込みである。また、賃金の伸び率を抑制することが雇用喪失を緩和するためにも不可欠であると指摘している。

財政政策については、2008年のプログラム目標は達成する可能性が高い。2009年のプログラム目標を達成するためにも、(プログラムの) 予想を下回る賃金報酬の伸び率が生じていることが懸念材料であり、対処する必要があると懸念を表明している。予定した歳出削減を実施すべきであるとしている。新しく「財政責任法」を施行したことは評価できると指摘している。ただし、予算の準備と施行について独立した立場で査定を行っていくためにも、財政委員会に十分な人材と予算を配分すべきであると政府に促している。

最近、施行された「銀行支援法」については、ハンガリーの銀行による増資を可能にし、借り入れ保証を受けられることになるので(EUのほかの諸国でも実施している対策でもある)、重要であると述べている。ただし、今後も対外借入れが困難な状況が続くので、銀行の資産の質は、景気後退が進むにつれさらに悪化する可能性があることを警告している。政策金利の引き下げ措置は(インフレ率が低下することが予想され、金融市場の不安定な状態も緩和しつつあることから)適切であると評価されている。

III. IMF の貸出余力

III-1. IMF 金融支援の財源

通常の IMF 金融支援における主要な財源は、前述しているように、クォータである。クォータの内容は、五年ごとに見直しがなされており、1998年の見直しでは全体で45%増資を行っている。2003年1月と2008年1月の見直しでは、増資は行われなかったものの、2006年に二年間のクォータ改革の一環として1.8%増資を行っている。このとき、中国、韓国、メキシコ、トルコのクォータが引き上げられている。2008年4月にIMF理事会はさらに9.55%の増資(全体では11.5%)を承認している。これにより、新しいフォーミュラにもとづき54カ国のクォータの引き上げ、低所得国の基本票の増加が決められた。

クォータの総額は2174億SDR(2008年8月末現在、約3410億ドル)である。クォータは25%まではSDRかハード・カレンシーで支払い、残りは自国通貨で支払うことになっている。このため、IMFの資源(Resources)は加盟国の通貨、SDRなどから構成されている。

このほか、IMFは、2008年10月末現在、59億SDR(862億ドル)相当の金を保有している。IMF金融支援で財源が不足する場合、保有する金の売却によって資金を確保することも考えうるが、IMF協定により金の活用は厳しく制限されている。加盟国の投票総数の85%の賛成が得られれば、金を売却したり、加盟国からの金の支払いを受け入れることが可能である。ただし、IMFが金を購入したり、それ以外の金取引に関与すること

は禁じられている。このため、現時点では財源として金を活用することは考えにくいものの、IMF の資源として計上されている

上記の項目に、そのほかの資産（建物や売掛金など）を加えた IMF の資源の総額は、2008年10月現在、2242億 SDR（3336億ドル）に達している。ここから、「IMF による金融支援の財源として使えない資源 (Non-Usable Resources)」を差し引いた金額が、「利用可能な資源 (Usable Resources)」となる。Non-Usable Resources は、加盟国による IMF からの借入れ残高、保有する金、加盟国で国際収支状態がぜい弱な状態にある国の通貨、前述したそのほかの資産から構成されている。Usable Resources は1636億 SDR(2434億ドル)である。Usable Resources から、「IMF がすでに支援を約束しているがまだ実際の支払をしていない金額 (Undrawn Balances Under GRA Arrangements)」の11億 SDR（16億ドル）を差し引くと、「IMF がコミットしていない利用可能な資源 (Uncommitted Usable Resources)」が得られる（表を参照）。GRA (General Resources Account) のもとでの融資制度は、低所得国向けに実施する譲許的融資制度である PRGF を除く融資制度で、スタンドバイ、EFF、SRF などが含まれる。PRGF は PRGF トラストを通じて財源を調達しているため、GRA のもとでの融資制度とは区別されているのでここには含まれない。

Uncommitted Usable Resources に、「加盟国が今後一年間に IMF に返済する金額 (Repurchase One-Year Forward)」の2億 SDR（2億ドル）を加え、さらに「ブルーデンシヤル・バランス」として設定する349億 SDR（519億ドル）を加えたものが、「One-Year Forward Commitment Capacity」となる。ブルーデンシヤル・バランスは、IMF による金融支援に使われる通貨を発行する加盟国のクォータと IMF が借入れ協定 (General Arrangements to Borrow[GAB]や New Arrangements to Borrow[NAB]) が発動されそれにより新たに資金を確保した場合の資金それぞれの20%と設定されている。この20%という基準は、これまでの経験などにもとづいて、IMF 理事会によって定められている。ただし、この基準は絶対的なものではなく、一時的には下回ってもかまわないとされている。

One-Year Forward Commitment Capacity は、今後一年間に IMF が実施しうる新たな金融支援でつかえる資金の大きさ、すなわち「IMF の貸出余力」を示している。正確には、この金額には IMF が約束をしても実際に支払いをしない金額（たとえばプリコーショナリーなプログラムを採用した場合など）も含まれているため、実際に新たな融資につかえる金額は One-Year Forward Commitment Capacity を上回っていることが多いことに留意する必要がある。また、IMF による融資で当初想定した融資額がすべて引き出される前に、当該国が経済危機から回復し、約束された融資の全額を必要としなくなる状態に回復することが多い点も指摘しておく必要がある。1997年の韓国、タイ、インドネシアがこのような事例として指摘できる。

以上から明らかなことは、IMF のクォータは加盟国の自国通貨が多いが、IMF が金融支

援に使える通貨は、財務基盤がしっかりした国の通貨だけである。IMF はこうした適合通貨を三カ月ごとに選んでいる。大半は工業国の発行する通貨であるが、ボツワナ、中国、インドの通貨も含まれている。IMF が保有するこれらの国の通貨と SDR 保有が、IMF の Usable Resources となる。

さらに、One-Year Forward Commitment Capacity が不足する場合、IMF は GAB と NAB による借入れ協定を発動し、合計 340 億 SDR を借入れることが可能である。この協定は 2007 年に更新され、2008 年から五年間にわたって有効である。

表. IMF の金融資源

	2008年10月現在		2008年12月現在	
	億SDR	億米ドル	億SDR	億米ドル
1 IMFの資源総額(Total Resources)	2,242	3,336	2,241	3,452
加盟国の通貨	2,099	3,124	2,098	3,231
SDR保有額	18	27	20	30
金保有額	59	87	59	90
その他の資産	66	98	65	100
2. 利用可能でない資源(Non-Usable Resources)	606	902	717	1,104
3. 利用可能な資源(1-2) (Usable Resources)	1,636	2,434	1,525	2,348
4. IMF融資制度のもとでまだ支払われていない金額 (Undrawn Balances Under GRA Arrangements)	11	16	203	313
5. コミットしていない資源総額(3-4) (Uncommitted Usable Resources)	1,625	2,418	1,321	2,035
6. 今後1年間に返済される金額 (Repurchases One-Year Forward)	2	2	1	2
7. プルーデントナル バランス (Prudential Balance)	349	519	347	534
8. 一年間のフォワード・コミットメント・キャパシティ (One-Year Forward Commitment Capacity)	1,277	1,901	976	1,503

出所：IMF のホームページをもとに筆者作成。

III-2. IMF の貸出余力

2008年10月現在の IMF の貸出余力は、表の One-Year Forward Commitment Capacity に示されているように、1277億 SDR である。この金額水準は、比較的、潤沢であるとみなされている。

しかし、その後、2008年9月15日のリーマン・ブラザーズの破たんを契機に経済危機が世界に波及して欧州を中心に国際収支状況が悪化し、IMF への融資の申請が急増している。IMF は2008年11月から12月にかけて、ハンガリーに105億 SDR、アイスランドには14億 SDR、ウクライナに110億 SDR ドル、ラトビアに15.2億 SDR

の金融支援を決定している。このほかに、2008年11月にパキスタンにも52億SDR(クォータの500%)の融資を決定している。この結果、2008年12月現在のOne-Year Forward Commitment Capacityは、976億SDRへと急速に低下している。さらに、IMFは、2009年1月にはセルビアに3.5億SDR(クォータの75%)、ベラルーシに16.2億SDR(クォータの418.8%)、エルサルバドルに5.1億SDR(クォータの300%)の金融支援を決定している。これらの総額をOne-Year Forward Commitment Capacityから差し引くと、2009年2月5日現在で955億SDRへとさらに低下している。

このことは、IMFの貸出余力が、現在は、かなり低下していることを示している(ただし、セルビアとエルサルバドルに対する支援はプリコーショナリー制度であるため、実際に引出しされる可能性は比較的低いことに留意する必要がある)。今後、欧州を中心に金融危機が収まらず悪化していく事態に陥る国が増え、IMFからクォータをはるかに上回る例外的な融資を要請されることになると、IMFは財源が不足するおそれがある。1997年の韓国のように、比較的経済規模の大きい新興市場諸国がIMFに支援をもとめる国が相次ぐと、IMFの貸出余力は著しく低下すると予想される。

このような状態に陥った場合、まずGABとNABの発動が想定される。340億SDRを確保することが可能ではある。ただし、GABやNABに名を連ねるいくつかの国では、現在、国内で金融危機を経験している国が少なくないため、発動して十分な金額が確保できるかという点については懸念がやや残る。

こうした懸念が現実になり、GABやNABの資金調達で不足する場合、2008年11月の緊急首脳会議(金融サミット)において我が国の麻生首相が正式に表明した、IMFに対する最大1000億ドルの資金融資の役割が重要味を帯びてくる。この案は、外貨準備を管理する「外国為替資金特別会計」から最大1000億ドルの資金融通を行うものである。ただし、その一方で、麻生首相は、懸念されるドル基軸通貨体制の維持に対して、ドル基軸通貨体制を支える努力を払うべきとも強調している。ドル基軸通貨を支えるという場合、(麻生首相がそれを明確に意識して発言したのかは定かではないが)我が国としてできることは、今後さらなる増発が予想される米国債の買い支えを実施することを意味している。そうであれば、1000億ドルをIMFへの融資にあてるよりも、米国債の購入を増やす方へ配分したほうが、世界金融システムの安定においてより効果的な貢献ができる可能性が高いともいえる。すでに中国が外貨準備資産を使って米国債を6820億ドル以上保有しており、2008年9月から世界第一位の米国債保有国になっている。しかし、中国国内では、現在、さらなる米国債の保有を増やすことについて懸念する声が高まっている。中国について5770億ドル以上の米国債を保有する我が国が、中国に代わって積極的な保有が要請される可能性は否定できない。

GABはこれまでに十回ほど発動されている。もっとも最近の事例としては、1998年7月にロシアに対するEFF融資制度のもとでの支援を行う際に発動されており、IMFは6

3億 SDR を要請し、うち14億 SDR が活用されている。NAB については、これまでで一回のみ発動されている。1998年12月にブラジルに対してスタンドバイ融資制度のもとで支援を実施する際に、IMF が91億 SDR の借入を要請し、うち29億 SDR が使われた。1998年に発動した GAB と NAB は、1999年3月には終了されている。これは、IMF が1998年1月に決定した増資の支払いによるクォータの増加と使用可能な資金が増加したからである。

つまり、1997年の東アジア危機をきっかけに経済危機が他の新興市場諸国に相次いで波及し、IMF 支援への申請国の数が増えた際にも、IMF は貸出余力がいちじるしく低下する事態に陥ったことがあったのである。このとき、IMF の融資総額は1997～2002年にかけて IMF のこれまでで最高レベルの600億 SDR を超えていた。そこで、GAB や NAB が発動されたのである。その後、世界経済が繁栄を享受し、IMF の融資を求める国が激減し、一時は IMF の業務規模の縮小、人員削減、(2004年以降の返済の増加に加えて) IMF 融資激減にともなう収入減による新たな資金源の確保(たとえば、保有する金の売却)などが声高に議論されていたのである。この状況は2008年に一転し、市場からの資金調達が困難になった新興市場諸国が再び IMF に金融支援を求める傾向が高まっている。

III-3. IMF 支援パッケージ

IMF の金融支援は、資本収支危機に直面する国に対する融資額としては(たとえクォータをはるかに上回る融資を実施したとしても)十分ではない場合が多い。このため、通常は、世界銀行、そのほかの国際金融機関、そのほかの国の政府などが当該国に対して行う金融支援と合わせたパッケージで行われることが多い。

東アジア諸国の場合、インドネシア、韓国、タイ、いずれの国においても、IMF のほかに世界銀行やアジア開発銀行やほかの国の支援を含めたパッケージで実施されている。タイの IMF 支援パッケージでは、IMF 支援のほかに、世界銀行とアジア開発銀行から27億ドル、他国政府から合計105億ドルの支援が含まれている。インドネシアの場合、世界銀行やアジア開発銀行から合計100億ドル、他国政府から247億ドルの融資の約束をとりつけている。韓国の支援パッケージでは、世界銀行とアジア開発銀行から合計142億ドル、他国政府から231億ドルの融資が含まれている。

現在の危機においても、ハンガリーは EU から65億ユーロ、世界銀行から10億ユーロの支援を受けている。アイスランドは、北欧諸国から合計25億ドル、ポーランドから2億ドル、Faroe 島から3億デンマーク・クローナ、ロシアから3億ドル、ドイツ・オランダ・英国の合計で63億ドル相当の支援を受けることが決まっている。ラトビアは EU から31億ユーロ、北欧諸国から18億ユーロ、世界銀行から4億ユーロ、EBRD(欧州復興開発銀行)から1億ユーロ、チェコから2億ユーロ、エストニアから1億ユーロ、ポーランドから1億ユーロの支援をとりつけている。

最後に、もっとも重要な点は、IMF 支援パッケージがきっかけとなって、既存の債務に関して債権者側と債務者側のリスケジュールリングに関する交渉が進展することである。これにより、外国投資家による国内資産のパニック売り、急激な資本流出やその持続を緩和することが可能になる。その結果、IMF およびほかの国際機関や他国政府による支援額をそうでない場合に比べ、かなりの程度まで減らすことができる。また、IMF 支援パッケージが市場のコンフィデンスの回復につながれば、新しい資本流入をもたらすことも可能になる。このため、IMF の貸出余力の判断についてはこれらの点を踏まえて、柔軟に判断する必要がある。

参考文献

白井早由里、1999 年、「検証 IMF 経済政策」、東洋経済新報社。

白井早由里、2000 年、「カレンシーボードの経済学」、日本評論社。

白井早由里、2002 年 a、「入門現代の国際金融」、東洋経済新報社。

白井早由里、2002 年 b、「メガバンク危機と IMF 経済政策」、角川書店。

Casas, Miguel de las and Xavier Serra, 2008, "Simplification of IMF Lending: Why Not Just One Flexible Credit Facility," Documentos Ocasionales No. 0806, Banco de Espana.

Dekle, Robert, Cheng Hsiao, and Siyan Wang, 1999, "Interest Rate Stabilization of Exchange Rates and Contagion in the Asian Crisis Countries," mimeo, August.

Ficher, Stanley, 1998, "Reforming World Finance: Lessons from a Crisis," Economist, October 3.

Goldstein Morris, 2005, "A Note on Improving the International Financial Architecture," prepared for "The Orderly Resolution of Financial Crises-A G20-Led Initiative," January 29-30, 2005, Mexico.

Ghosh, Atish and Steven Phillips, 1998, "Interest Rates, Stock Markets prices, and Exchange Rates in East Asia," mimeo, IMF.

Goldfajn, Ilan and Taimur Baig, 1998, "Monetary Policy in the Aftermath of Currency Crises," IMF Working Paper WP/98/170.

Kaminsky, Graciela and Sergio Schmukler, 1998, "The Relationship between Interest Rates and Exchange Rates in Six Asian Countries," mimeo, Federal Reserve Board and World Bank.

Kaay, Aart, 1998, "Do High Interest Rates Defend Currencies During Speculative ATtackes?," mimeo, World Bank.

Sachs, Jeffery, 1997, "IMF is a Power unto Itself," Financial Times, December 11.

Stiglitz, Joseph, 1998, "The Role of International Financial Institutions in the Current

Global Economy,” Address to the Chicago Council on Foreign Relations, February 27.

IMF 文書

IMF, 1997, “Thailand: Letter of Intent,” November 25.

IMF, 1997, “Indonesia: Letter of Intent,” October 31.

IMF, 1997, “Korea: Letter of Intent,” December 3.

IMF, 1998, “Indonesia: Memorandum of Economic and Financial Policies,” January 15.

IMF, 1998, “Indonesia: Supplementary Memorandum of Economic and Financial Policies,” April 10.

IMF, 1998, “IMF Completes Review and Increases Financing of Indonesia’s Economic Program,” News Brief No. 98/25, July 15.

IMF, 1998, “Indonesia: Second Supplementary Memorandum of Economic and Financial Policies,” July 24.

IMF, 1998, “Indonesia: Letter of Intent and Memorandum of Economic and Financial Policies,” July 29.

IMF, 1998, “Thailand: Letter of Intent,” August 14.

IMF, 1998, “Indonesia: Letter of Intent,” September 11.

IMF, 2000, “IMF Approves U\$5 Billion Extended Arrangement for Indonesia,” Press Release No. 00/4, February 4.

IMF, 2000, “Recovery from the Asian Crisis and the Role of IMF,” 00/05.

IMF, 2002, “Access Policy in Capital Account Crises,” July 29, 2002.

IMF, 2003, “Access Policy in Capital Account Crises-Modifications to the Supplemental Reserve Facility (SRF) and Follow-up Issues Related to Exceptional Access Policy,”

January 14, 2003.

IMF, 2004, "Review of Exceptional Access Policy," March 23, 2004.

IMF, 2005, "Review of the 2002 Conditionality Guidelines"

IMF, 2006, "Operational Guidance to IMF Staff on the 2002 Conditionality Guidelines", January 9, 2006.

IMF, 2006, "Statement of the IMF Staff: Principles Underlying the Guidelines on Conditionality," January 9, 2006.

IMF, 2007, "Iceland: 2007 Article IV Consultation-Staff Report and Public Information Notice on the Executive Board Discussion," IMF Country Report No. 07/295, August.

IMF, 2007, "Iceland: Selected Issues," IMF Country Report No. 07/296, August.

IMF, 2008, "Ukraine: Selected Issues," IMF Country Report No. 08/228, July.

IMF, 2008, "Ukraine: 2008 Article IV Consultation-Staff Report, Staff Statement, Public Information Notice on the Executive Board Discussion, and Statement by the Executive Director for Ukraine," IMF Country Report No. 08/227, July.

IMF, 2008, "Hungary: 2008 Article IV Consultation-Staff Report, Staff Supplement, and Public Information Notice on the Executive Board Discussion," IMF Country Report No.313, September.

IMF, 2008, "Hungary: Request for Stand-By Arrangement-Staff Report, Staff Supplement, and Press Release on the Executive Board Discussion," IMF Country Report No. 08/361, November.

IMF, 2008, "Iceland: Request for Stand-By Arrangement-Staff Report, Staff Supplement, Press Release on the Executive Board Discussion, and Statement by the Executive Director for Iceland," IMF Country Report No. 08/362, November.

IMF, 2008, "Iceland: Financial System Stability Assessment-Update," IMF Country

Report No. 08/368, December.

IMF, 2008, "Iceland: 2008 Article IV Consultation-Staff Report, Staff Supplement, Public Information Notice on the Executive Board Discussion, and Statement by the Executive Director for Iceland," IMF Country Report No. 08/367, December.

IMF, 2008, "Ukraine: Request for Stand-By Arrangement-Staff Report, Staff Supplement, Press Release on the Executive Board Discussion, and Statement by the Executive Director for Ukraine," IMF Country Report No. 08/384, December.

IMF, 2009, "Republic of Latvia: Request for Stand-By Arrangement-Staff Report, Staff Supplement, Press Release on the Executive Board Discussion, and Statement by the Executive Director for the Republic of Latvia," IMF Country Report No. 09/03, January.

IMF, 2009, "Hungary: Stand-By-Interim Review Under the Emergency Financing Mechanism," December 22, 2008.

IMF, 2009, "Ukraine: Stand-By Arrangement-Review Under the Emergency Financing Mechanism," December 11, 2008.

Appendix I. 最近の経済危機の下での IMF 支援プログラム

	アイスランド(08年11月)	ウクライナ(08年12月)	ハンガリー(08年11月)	ラトビア(08年12月)
	14億SDR(クオータの1190%)、スタンバイ3年間 Fast Track Emergency Financing Mechanism適用 例外的なアクセス	110億SDR(クオータの802%)、スタンバイ2年間 Fast Track Emergency Financing Mechanism適用 例外的なアクセス	105億SDR(クオータの1015%)、スタンバイ17ヵ月 Fast Track Emergency Financing Mechanism適用 例外的なアクセス	52億SDR(クオータの1200%)、スタンバイ27ヵ月 Fast Track Emergency Financing Mechanism適用 例外的なアクセス
当初プログラムの目標	・短期的には強固なマクロ経済政策(変動相場維持、金融引き締め政策 一時的な資本規制)でクローナのさらなる減価を防止 ・中期の(2010年から)財政再建し公的債務の安定的な削減 ・包括的な金融セクター改革で国際資本市場へのアクセス回復 経済成長率は07年4.9%、08年1.6%、09年-9.6% 財政収支は08年-0.2%から09年-13.5%へ 経常収支は08年-10.7%から09年黒字の1%へ インフレ率は08年12.7%、09年14.3%	・金融セクターとマクロ経済の安定化によりコンフィデンス回復 ・金融セクター安定化のために、流動性支援・預金保護拡大、銀行再建の 枠組み強化(増資)、家計・企業債務への取り組み強化 ・柔軟な変動相場制(後にインフレーション・ターゲティング採用)、賃金伸 率抑制、財政引き締め政策、エネルギー価格の引き上げの実施 経済成長率は07年7.6%、08年6%、09年-3% 財政収支は08年-1%から09年バランスへ 経常収支は08年-6.2%から09年-2%へ インフレ率は08年25.6%、09年21%	・財政引き締めで政府債務の削減 ・国内銀行の資本増強と国内金融市場への流動性供給 ・コンフィデンス回復による対外資金調達確保 ・外国銀行親会社による子会社への融資特許のコミットメント確保 ・変動相場制の維持(08年初にバンド・ウォーク)、インフレ・ターゲティング維持 経済成長率は07年1.1%、08年1.8%、09年-1% 財政収支は08年-3.4%から09年-2.5%へ 経常収支は08年-6.2%から09年-2%へ インフレ率は08年6.3%から09年4.5%へ	・まず流動性危機を脱すること、その後長期的な対外的安定化政策 ・固定相場制の維持(+1%バンド、2012年ユーロ採用目標) ・金融セクターの安定化と預金者のコンフィデンス回復 ・大幅な財政引き締め政策(およびマストリヒト基準達成するための政策) ・固定相場制のもとで競争力回復するための所得政策と構造改革 ・外国銀行親会社による子会社への融資特許のコミットメント確保 経済成長率は07年10.3%、08年-2%、09年-5% 財政収支は08年-3%、09年-4.9% 経常収支は08年-14.8%から09年-7.3%へ インフレ率は08年12%から09年3.3%へ
プライアーアクション	・政策金利を18%へ引き上げ(為替レート安定化のため) ・内閣府・金融監督庁・中央銀行・財務省・商業省の代表で構成 される委員会設置し政策調整(議長は銀行改革担当の専門家)	・変動相場制(管理フロート制)の採用 ・銀行に対する金融支援の条件を示した法令の発効 ・中央銀行へ銀行対策実行権限(銀行買収・資産売却・既存株主の株式 価値の削減)を付与するための既存法改正 ・Prominvest Bank(第6位)のResolutionを完了		・Parex銀行経営者によるFCMO(金融資本市場委員会)への再建計画提出 ・09年補正予算(一般政府財政赤字を5%以下に抑制)の国会成立 ・地方政府職員の平均報酬の15%削減を明記した議定書に政府署名
数値的パフォーマンス クライテリア	・中央政府の純ファイナンス収支の変化の下限 ・中央銀行の民間セクターに対する純信用残高の変化の上限 ・中央銀行の中央政府に対する国内信用残高の変化の上限 ・純外貨準備の変化の下限 ・中央政府による新規の中長期対外債務契約・保証水準の上限 ・中央政府の短期対外債務残高の上限 ・中央政府による国際機関・外国政府に対する対外債務・保証の 新規延滞累積額の上限	・一般政府の財政赤字の上限 ・純外貨準備残高の下限 ・ベースマネーの上限	・中央政府のプライマリーバランスの下限 ・純対外資産の変化の下限	・純外貨準備の下限 ・中央銀行の純国内資産の上限 ・一般政府の財政収支の下限
構造的パフォーマンス クライテリア	・新しい3銀行へ増資し自己資本比率を少なくとも10%へ改善、 財源は国債発行(09年2月末まで) ・経験豊富な銀行監督者による規制・監督の実践方法についての評価 (流動性管理・コネクティッド・レンディング・相互株式持合いなど含む) (09年3月末まで)	・グループ1に属する銀行への中央銀行による査定完了(監査会社も参加) (08年12月中旬まで) ・すべての問題銀行の解決(Viable銀行は増資、Nonviable銀行は清算) (09年6月末まで) ・09年財政収支均衡化を目指す09年予算の成立(09年4月末まで) ・経常国際取引の支払いに対する規制適用の禁止(常時実施) ・複為替レートの導入の禁止(常時実施) ・IMF協定第8条と非整合的な二国間支払協定の締結の禁止(常時) ・輸入規制の適用の禁止(常時実施)	・国内銀行支援パッケージ案の国会提出と同法案の早期国会提出のため 例外的措置の要求(08年11月10日まで)	・09年第2次補正予算(省庁間の支出配分と整理すべきプログラムを明記) の議会提出(09年3月末まで)
継続的パフォーマンス クライテリア			・対外債務の延滞を累積しないこと(常時実施)	・一般政府による国内債務支払いの延滞を累積しないこと(常時実施) ・一般政府による対外債務支払いの延滞を累積しないこと(常時実施)
インフレーション・コンサル テーション・クローズ インディカティブ ターゲット			・インフレ率の目標範囲(上限、下限)の達成	
			・中央政府の債務残高の上限	・一般政府の賃金報酬の上限
構造的ベンチマーク	・資産回収戦略の策定(08年11月末まで) ・金融監督庁による各新銀行のビジネス計画のレビュー(09年1月15日) ・国際監査会社による旧・新銀行アプローチの評価(09年1月末まで) ・中期財政再建の実行計画の策定(08年末まで)、中期財政フレーム ワークの改善(09年6月末まで)	・外貨取引税の撤廃(09年4月末まで) ・中央銀行による詳細な銀行情報開示に関する枠組み採用(09年1月末) ・中央銀行の独立性強化(09年6月末まで)	・財政責任法案の成立(08年12月末まで) ・破たん銀行の処理を加速するためにHFSF(金融監督庁)への特別 権限を付与する法案の国会提出(08年12月末まで)	・予算実行の管理方法を改革する決定を閣僚が決定(08年12月末まで) ・緊急流動性支援の実施プロセスを明確にしたガイドライン策定(同上) ・賃金抑制を促進する委員会の設置(09年1月末まで) ・緊急流動性支援をレビューし必要あれば規制を改正(09年1月末まで) ・銀行システムの査定完了(09年3月末まで) ・包括的な債務債券戦略の策定(09年4月末まで) ・FCMO、中央銀行、政府にシステミック危機発生の際に金融安定させるた めに権限を付与するために銀行法改正(09年6月末まで) ・財政の責任・透明性・説明責任を強化するために財政金融管理法の改正 (09年6月末まで) ・スムーズな財政再建を促進するために破産法の改正(09年6月末まで)
注釈	・純ファイナンス収支は財政収支から銀行改革・中央銀行増資の 費用を除き、アイスランド銀行の外交支店の預金者への預金払い戻し 額の累積を除く。財政収支は08年-0.2%、09年-13.5%予想。 ・経常収支・資本収支規制導入(前者は近・中・長期) ・後者は当面持続) ・中期のにはインフレーションターゲティング採用	・為替規制導入(非居住者・居住者の定期預金早期引き出し制限、銀行 による外貨ローンの早期返済禁止、銀行による外貨購入制限、利益・収入 資産売却代金の外貨転換日の6日延長、外貨の国外電子送金額に上限 設定、為替売買スプレッドに上限設定、銀行による外貨オープンポジション 算出義務、非居住銀行による自国通貨取引制限(貿易業務除く)など	・EUの構造基金により投資低下を抑制(2004年にEU加盟) ・EU、世界銀行と協調支援(EUは65億SDR、世界銀行は10億SDR)	・EUの構造基金により投資低下を抑制(2004年にEU加盟) ・EU、ECB、世界銀行、スウェーデンやその他の北欧諸国と協調支援(EU は31億ユーロ、北欧4カ国系18億ユーロ、チェコ2億ユーロ、ポーランドと エストニア各1億ユーロ、世界銀行4億ユーロ、EBRD1億ユーロ) ・Parex銀行は08年12月に政府が株式の85%取得 ・財政赤字は09年に引き締め政策実施しないこと21%に悪化するとところを GDPの7%調整で4.9%に抑制 ・危機のきっかけは非居住者の多額の預金引き出し

Appendix II. 東アジア危機の下での IMF 支援プログラム

	タイ(07年8月)	インドネシア(07年10月)	韓国(97年12月)
	29億SDR(クォータの505%)、スタンバイ34ヶ月	73億SDR(クォータの490%)、08年7月SDR10億ドル追加 スタンバイ3年間、08年8月EFFIに転換、9月プログラム中断 2000年2月EFF再開	155億SDR、スタンバイ3年間 12月18日第1回レビューでSDR26億ドル増額(SRF採用で1938%)
経済危機の特徴	通貨危機と銀行危機	通貨危機と銀行危機	通貨危機と銀行危機
当初プログラムの目標	金融セクターのコンフィデンスの早期回復と財政引き締め、中期的に構造改革で健全な経済成長基盤 ・経常収支を97年(-5%)から98年(-3%)へ ・外貨準備を97年(輸入4.2か月分)から98年(4.4か月分)へ ・インフレを97年(9.5%)から98年(5%)へ ・中央政府の財政黒字の1%を97/98年に達成(GDP3%調整) ・管理フロート(07年7月採用)を維持	ルビアの安定化と外貨準備増加、インフレ圧力抑制、経常収支の改善 ・経常収支を97/98年と98/99年は-2%を維持 ・中央政府の財政収支を両年とも1%の黒字(金融セクター対策費用含める場合は0.5%の黒字;調整は各GDPの1%、2%ずつ) ・外貨準備を両年とも輸入の5か月分維持 ・為替レートの支援、必要あれば外国為替市場に介入	経常収支改善とインフレ圧力抑制のために財政・金融政策の引き締め、企業統治の改善、資本収支自由化の促進、経済データの透明性・迅速な公表 ・経常収支を98年、99年ともに1%の赤字以下を実現 ・インフレを5%以下に抑制 ・中央政府の財政収支を98年に均衡・若干の黒字(GDPの2%調整) ・変動相場制の維持
数量的パフォーマンス クライテリア	< 財政引き締め政策 > 中央政府財政赤字収支の下限 公共部門への純信用残高の上限 < 金融引き締め政策 > 中央銀行の純国内資産の上限 < 対外セクター政策 > 純外貨準備の下限 公共部門による新規対外債務の契約・保証の上限	< 財政引き締め政策 > 中央政府の財政収支の下限 < 金融引き締め政策 > ベースマネーの上限 < 対外セクター政策 > 純外貨準備の下限 公共部門による新規対外債務の契約・保証の上限 公共部門による短期債務残高の上限	< 金融引き締め政策 > 中央銀行の純対内資産の上限 < 対外セクター政策 > 純外貨準備の下限 中央銀行による外貨注入に適用する金利の下限
構造的パフォーマンス クライテリア		・再建計画未提出あるいは中央銀行が承認しない再建計画を提出した銀行の閉鎖(97年12月末まで) ・国有銀行をモニターするための数量パフォーマンス目標の策定(97年12月末まで) ・公共プロジェクトの入札・契約プロセスに関する規制関連法案の発行(97年12月末まで) ・石油製品価格の補助金撤廃/価格引き上げ(98年3月末まで) ・電力料金30%引き上げ(98年3月末まで)	
インディカティブ・ターゲット	< 金融引き締め政策 > ・中央政府の支出額の上限 ・政策金利(オーバーナイト)の範囲 ・リザーブマネーの上限		< 財政引き締め政策 > ・中央政府の財政収支の下限 < 金融引き締め政策 > ・リザーブマネーの上限 ・ブロードマネーの上限
構造的ベンチマーク		・貸し倒れ引当金の税控除の導入(98年3月末まで) ・国有銀行に対する国際会計会社による監査(98年3月末まで) ・関税率削減(98年4月末まで?)	
構造改革	・プログラム1年以内に公務員改革・輸送電力プロジェクトでの民間参入・民営化に関するプログラム実行スケジュールの作成 ・97/98に公共セクター(航空・電気・通信・ガス)の民間関与促進のために、会社法改正の提案。民営化収入を特別勘定に保管し通常財政支出に活用しない		・13項目の構造改革(金融セクター改革、預金保護措置、国内銀行の海外支店による対外資金調達、自己資本規制、金融機関への融資条件、外資参入促進規制など) ・このほかの構造改革(貿易自由化、株式市場への外資参入規制緩和、マネーマーケット市場・社債市場への外資参入規制緩和、対内直接投資規制の緩和、企業の対外ビジネス規制緩和) ・第1回レビューまでに企業バランスシート改善スケジュールを作成・情報開示・多国籍企業の連結諸表の提供、Direct Lendingの直ちに撤廃、政策金融財源は予算から調達、企業のレバレッジ引き下げ措置の検討、財閥の相互保証制度の改革措置の検討等 ・労働市場改革(新規雇用保険制度により再就職支援 さらなるフレキシビリティ改善) ・情報開示の頻度改善
注釈	・98年2月25日にプログラム修正し財政収支目標を1%黒字から2%の赤字へ変更、5月26日にさらに赤字の3%へ変更	・98年1月15日にプログラム修正し98/99年の財政収支目標を黒字の1%から赤字の1%へ変更、98年6月24日に財政赤字を8.5%以内の目標へ変更	・98年2月7日にプログラム修正し98年の財政収支目標を均衡から赤字の1%へ変更、98年5月2日にさらに赤字の2%へ変更、08年7月24日にさらに赤字の5%へ変更

Appendix III. 東アジア危機と最近の危機の類似点と相違点

	アイスランド	ウクライナ	ハンガリー	ロシア
危機の背景	• 大幅な経常収支の赤字(GDPの-27%、06年) • 景気過熱(信用増加倍率80%、インフレ率6.8%、賃金上昇率9%、06年) • 多額の対外債務残高の対GDP比455%(06年)、民間中心 • 株価・住宅バブル	• 経常収支の赤字(-1.5%、06年)転換、恒常的な貿易赤字 • 景気過熱(信用増加倍率71%、インフレ率9%、賃金上昇率29%、06年) • 対外債務残高の対GDP比50%(06年)、民間中心 • 株価・住宅バブル	• 経常収支赤字の持続(-7.5%、06年)、貿易黒字、所得収支赤字 • 財政収支の赤字持続(-9.3%)、多額の公的債務(GDPの66%) • 多額の対外債務(GDPの90%、06年)、民間65%、政府35% • インフレ率(6.5%、96年末)、マーストリヒト基準3%上回る • 信用増加倍率(18%、06年)	• 経常収支赤字の持続(-23.06年) • 景気過熱(対民間信用増加倍率58%、インフレ率7%、実質賃金上昇率15%、06年)、とくに04年EU加盟後の資本流入増とEU構造基金 • 多額の対外債務(GDPの115%、06年)、民間中心
東アジア危機との共通点 (危機前の状況)	• 財政黒字 • 資本流入が経常赤字を上回り、国際収支は黒字・外貨準備増 • 国内銀行の対外債務(GDPの365%、全対外債務の8割)、債券・借入 • 短期債務が外貨準備を上回る(外貨準備不足) • コネクティッド・レンディング • 企業の高レバレッジ(債務対GDP比は275%、銀行融資6割外貨建て)	• 事実上のドルペッグ(自国通貨の過大評価) • 資本流入は対外借入れと直接投資が中心 • 資本流入が経常赤字を上回り、国際収支は黒字・外貨準備増 • 短期債務が外貨準備を上回る(外貨準備不足) • 企業の高いレバレッジ • 銀行による多額の対外借入れ(純対外債務の対自己資本比率140%)	• 資本流入は(ポートフォリオが中心だが)借入れも大きい • 直接投資の流入も大 • 資本流入が経常赤字を上回り、国際収支は黒字・外貨準備増 • 短期債務が外貨準備を上回る(外貨準備不足)	• ユーロペッグ(カレンシーボード、自国通貨の過大評価) • 資本流入は借入れと直接投資が中心 • 銀行の短期対外借入れ大(全体の75%) • 資本流入が経常赤字を上回り、国際収支は黒字・外貨準備増 • 短期債務が外貨準備を上回る(外貨準備不足) • 不動産バブル • 企業の高いレバレッジ
東アジア危機との相違点 (危機前の状況)	• 変動相場制とインフレーションターゲット採用 • 低い民間貯蓄率 • 銀行のホールセール市場からの資金調達(融資の対預金比率280%) 拡大により海外ビジネス急拡大(活発な対外投資活動) • 良好な銀行パフォーマンス(自己資本比率、利益率、不良債権比率) • 銀行の限定的な通貨ミスマッチ⇔家計・企業の通貨ミスマッチ • 三大国内銀行の寡占(総資産の88%、GDPの7倍、時価総額50%) • 銀行の株式保有大、融資担保として株式利用 • 国内銀行による活発なクロスボーダー活動 • 多額の家計債務(債務対GDP比116%)、1割外貨建て、75%インフレ連動	• 財政赤字(-1.4%)だが政府債務の対GDP比は16%(8割対外債務) • 鉄鋼など金属製品への輸出依存(4割) • 良好な銀行パフォーマンス(自己資本比率、利益率、不良債権比率) • 銀行の限定的な通貨ミスマッチ⇔家計・企業の通貨ミスマッチ • 銀行多数の小規模で競争力が低い銀行の存在	• 変動相場制だがインフレ圧力抑制のため高めに誘導しており 自国通貨は過大評価 • マイルドな経済成長(3.9%、06年)、財政引き締めが主因 • 資本流入はポートフォリオが中心(国債発行)、ついで借入れ • 財政赤字 • 外資系銀行の存在(資産割合52%)、銀行の短期対外債務の6割 • 良好な銀行パフォーマンス(自己資本比率、利益率、不良債権比率) • 銀行の限定的な通貨ミスマッチ⇔家計・企業の通貨ミスマッチ • 外資系銀行と国内銀行による活発なクロスボーダー活動 • 住宅バブルは比較的マイルド	• 財政収支の赤字持続(-1%)、しかし公的債務(GDPの10%) • 銀行のホールセール市場からの資金調達 • 国内銀行の対外借入れは短期中心(銀行借入れと非居住者預金) • 外資系銀行の存在(資産割合60%)、親会社からの中期ローン中心 • 良好な銀行パフォーマンス(自己資本比率、利益率、不良債権比率) • 銀行の限定的な通貨ミスマッチ⇔家計・企業の通貨ミスマッチ • 外資系銀行による活発なクロスボーダー活動 • 労働者の海外流出で潜在成長率低下
経済危機の特徴	通貨危機と銀行危機	通貨危機と銀行危機	通貨危機と銀行危機	通貨危機と銀行危機

IMFの融資制度
—アイスランド、ウクライナ、ハンガリー、ラトビアのケースをもとにして—

発 行 日 2009年3月10日
著 者 白井 早由里
発 行 所 慶應義塾大学 湘南藤沢学会
印 刷 所 株式会社 ワキプリントピア

ISBN 978-4-87762-213-8
SFC-RM2008-008