

# IMF の経済プログラムと今後の課題

## —必要とされる分析フレームワークの見直し—

大田 英明

### <Summary>

The conventional analytical frameworks of IMF that were introduced during the fixed exchange regime under the Bretton Woods Regime have not been substantially modified. They are still now used in the IMF economic programs, despite that many countries have already adopted floating exchange regimes and liberalized the capital account. Particularly, Financial Programming (FP) used in the IMF programming exercises has not been improved in its analytical frameworks, which led to the inappropriate prescriptions in IMF programs during the Asian Crises. This paper will focus on the issue of economic programs of IMF and proposes fundamental reforms of IMF programs for further improvement.

### はじめに

1990年代のアジア危機をはじめとする「資本収支危機」(Capital Account Crisis)は、当該国への信認低下に伴う資本の逆流が起きたものであるが、IMFは基本的に旧来の分析手法を用いているため、危機時への適切な対応ができなかった。ブレトンウッズ体制下(固定相場制)で開発されたIMFの分析フレームワークは、現在まで基本的にそのまま用いられている。しかし、それは固定相場制と資本自由化が考慮されていない1970年代初までの国際貿易体制を対象としたものであり、1980-90年代に本格化した国際的な資本自由化が進んだ状況でそのフレームワークを適用して経済プログラムを作成することは不適切であった。本稿では、IMF経済プログラムに用いられる分析フレームワークの問題を主に採り上げ、IMFが今後考慮すべき経済プログラムの改善と融資政策の改善に向けた課題について探る。

### 1. IMFの分析フレームワークと経済プログラム

1990年代に起きた通貨危機は、基本的に資本自由化に伴い途上国に流入した資本が、当該国の経常収支悪化懸念などを含む信認低下によって投資家の資本引揚げ（あるいは資本の「逆流」[capital reversal]）によって生じたものであり、本質的に「資本収支危機」であった。IMFは、固定相場制と資本規制が前提となるブレトンウッズ体制下での為替の安定性を維持する機関として発足したものの、1970年代の石油危機以降の非産油国、途上国の債務危機が1980年代に顕在化すると、世銀とともに途上国への本格的な融資機関に変貌した。IMFのプログラムは、基本的に経常収支危機に対応する国内アブソープションを縮小し、国際収支を均衡させる手法を用いるという伝統的なアプローチを下にプログラムが形成されていた。従って、通常IMFの融資条件（コンディショナリティ）として、金利引上げや財政赤字縮小などの緊縮政策、さらに国営企業のリストラなど構造改革を適用するものである。

しかし、こうした手法は1970年代までの経常収支赤字拡大に対処する方法としてはある程度有効であったが、1980年代以降に本格化した資本自由化の流れのなかで、次第に有効性を失ってきた。1990年代には途上国の資本自由化も進展し、国際資金フローが格段に拡大する中、国内市場の小さい途上国への資金流入は拡大しても、当該国の信認低下とともに急激な資本の流出（「資本の逆流（capital reversal）」）が生じた。最初の途上国での本格的な「資本収支危機」は、1994年にメキシコで急激に国債を大量に売却されたために資本流出が起きたメキシコ危機であった。しかし、同危機は米国主導で大規模な外貨流動性支援を実施したため、急速に収束したが、1997年7月にタイのバース暴落をきっかけにインドネシア、韓国などアジア各国に波及したアジア危機は、さらに深刻な資本収支危機であった。アジア危機の当該国に対するIMFの経済分析手法は旧態依然としたもので、「経常収支危機」に有効でも「資本収支危機」には全般的な外れな誤ったものであった。しかも、IMFの経済処方箋は当初期待された効果を全く上げなかったばかりか、景気を必要以上に悪化させた。危機発生前まで財政収支はそれほど悪化してないにもかかわらず財政緊縮をしたため、景気悪化から財政収支はさらに悪化し、金利引上げによる為替下落防止は失敗した。

アジア危機以降、様々な国際金融システムの改革が唱えられ、形式的な「改革」は実施されてきたものの、根本的に重要な危機に直面した当該国の経済プログラムの基本となる経済分析フレームワークの見直しについては本格的に採り上げられていない。従って、本稿では、以下においてIMFの経済分析フレ

ームワークの問題を議論する。

## 2. ファイナンシャル・プログラミングと問題点

### (1) 概要

IMF 融資の中心となっているスタンドバイ取極 (Stand-by Arrangement, SBA) が大規模化したのは、途上国における「資本収支危機」が本格化した 1990 年代からである。その際の経済プログラムの作成に用いられている分析手法「ファイナンシャル・プログラミング (FP)」は、そのモデルの前提が途上国の現実的には適用できにくくなっているにも拘わらず、今日まで数十年に亘り同じような分析フレームワークが用いられている。このことが、実際に通貨危機の際に IMF プログラムが不適切なため、被支援国で一層危機が深刻化した原因の一つとなっていると考えられる<sup>2</sup>。すなわち、IMF 当該国が危機の際のスタンドバイ (SBA) では本来適用すべきでない分析フレームワークで経済プログラムを作成していることが大きな問題なのである。

以下において、IMF 分析フレームワークについて検討しながら今後の望ましい経済プログラムについて述べてみたい。

IMF の「ファイナンシャル・プログラミング (FP)」は当該国のマクロ経済における目標を包括的に達成するための経済政策プログラムである<sup>3</sup>。FP は、基本的に需要サイドからの分析であり、金融及び財政収支を基本とした国際収支 (経常収支) への分析フレームワークである。IMF 支援では、通常国際収支の不均衡による支援が必要となることが多いため、そのモデルも「安定化」に重点を置く。したがって、その分析モデルは貨幣供給と貸出を国際収支分析に応用したものであり、成長率など実体経済への影響は重視されない。FP は主に国際収支のマネタリー・アプローチを用いて、外貨準備高を制約条件とした上でインフレ抑制と財政収支均衡に主眼をおいた分析である。IMF の支援対象国である途上国では、しばしば国際収支上の問題 (外貨流動性不足等)、高インフレ、経済成長率の低下などの諸問題に面している。そこで、FP では、特にマネー、財政、為替レートが国内需要をコントロールし、国際収支上の不均衡を調整することに主眼を置いている。従って、基本的に国民所得、国際収支、財政金融の諸統計を基にプログラムを作成する。

通常、IMF が支援に乗り出す前には、当該国の①外貨準備が減少していること、②財政赤字が拡大し当該国の信認が低下していること、③通貨下落に伴う

インフレ圧力が増加している、さらに④対外債務が増加し、返済が困難になっていることなどが特徴として挙げられる。従って、IMF プログラムは①外貨準備の増加をはかること、②インフレ抑制をはかること、その前提となる③財政赤字を縮小させることを短期の目標とし、コンディショナリティとする。

以下において、簡単にプログラムの概要と問題点を示す。

## (2) 基本プログラム・モデル

IMF のプログラムの基本となる分析手法は 1950 年代に当時の IMF の調査局の J. Polak によって開発されたもので、基本的なフレームワークは以下の通りである。

### ①外貨準備とマネーサプライ

$$M^s = \Delta L + \Delta R \quad (1)$$

( $\Delta M^s$  : マネーサプライの変化、 $\Delta L$  : 国内の信用供与の変化、 $\Delta R$  : 外貨準備高の増減)

### ②国際収支

$$\Delta R = X - \alpha Y + \Delta F \quad (0 < \alpha < 1) \quad (2)$$

( $\Delta R$  : 外貨準備高の増減、 $X$  : 輸出、 $\Delta F$  : ネット資本流入、 $\alpha$  : 限界輸入性向)

### ③貨幣需要関数

$$\Delta M^d = \nu^{-1} \Delta Y, \nu > 0 \quad (3)$$

( $\Delta M^d$  : 貨幣需要の変化、 $\Delta Y$  : 所得水準の変化、 $\nu$  : 貨幣流通速度 [ $\nu$  は一定])

### ④貨幣市場 : 貨幣のフローの需給均衡

$$\Delta M^s = \Delta M^d \quad (4)$$

表1 : IMF (Polak) の基本モデル

目標変数	内生変数	外生変数	政策変数	パラメーター
$\Delta R$	$\Delta J$	$X$	$\Delta L$	$\nu$
	$\Delta M$	$\Delta F$		$\alpha$
	$\Delta Y$			

(注)  $\Delta R$ : 外貨準備高増減、 $\Delta J$ : 輸入増減、 $\Delta M$ : 名目貨幣量変化、 $\Delta Y$ : 名目成長率  
 $X$ : 輸出、 $\Delta F$ : ネット資本流入、 $\Delta L$ : 国内信用の増減  
 $\nu$ : 貨幣流通速度、 $\alpha$ : 限界輸入性向

(出所) Agenor, Pierre-Richard (2004), "The Economics of Adjustment and Growth (2nd ed.)"

まず、外貨準備高を増加させること（ $\Delta R$ ）が当面の政策目標となるため、輸出（ $X$ ）及び純資金流入（ $\Delta F$ ）を外生変数としてマネーサプライ（ $\Delta M$ ）及び所得の変化（ $\Delta Y$ ）及び輸入（ $J$ ）を内生的に変化させる。本モデルでは国内信用の変化（ $\Delta L$ ）が政策変数である。したがって、基本的に本モデルは外貨準備高を増加させるためには、金融当局の信用供与の調整によって国際収支（経常収支）の改善をはかることが前提となっている。

(1)、(3)、(4)より

$$\Delta R = v^{-1} \Delta Y - \Delta L \quad (5)$$

これは、外貨準備高は貨幣需要の増加が国内信用の変化を上回るときにのみ増加することを示す。つまり、外貨準備の変化は、国内信用の変化とマネーサプライの変化の差に依存し、短期にマネーサプライが一定であるとすれば、主に国内信用の増減（ $\Delta L$ ）が外貨準備に影響をもたらすということになる。これは、国内の信用供与を制限することによって対外バランスを改善する（外貨準備率を増加させる）ことができることを意味する。したがって、このモデルでは国際収支の構造的な変化については考慮されず、国内信用の変化のみが対象となっている。すなわち、基本的にFPにおいては、国際収支赤字とマネーサプライ過剰を同一視しており、経常収支赤字の縮小のために、マネタリーベースを抑制する政策を推奨する。これがIMFプログラムで緊縮的政策がとられる一般的な背景となっている。

さらに、(2)、(5)式より

$$\Delta L = v^{-1} \Delta Y - \Delta R = v^{-1} \Delta Y - (X - \alpha Y + \Delta F) \quad (6)$$

これは、輸出、貨幣の流通速度、及び資本流入が外生的に決定されれば、国内信用供与をコントロールすることにより、経常収支の均衡を達成することを示している。この点がIMFのモデルを典型的に特徴付けるものである。

以上のモデルのフレームワークについて、さらに以下の点に注意が必要である。

### 1) 貨幣需要関数

本モデルでは、貨幣需要関数が安定的であるという仮定が置かれている。しかし、実際にはしばしば貨幣需要は短期に変動する。特に途上国では先進国に比べてインフレ期待が高い場合が多く、貨幣需要関数の変動は大きい。しかも今日のように資本取引が自由化され、国際資本移動が大きな影響を持ち、金融

商品も多様化している中、貨幣需要関数が安定的であるという前提は成り立ちにくい。通常、FPでは、単純に経常収支とマネタリーベースを結びつけ、中央銀行の純国内資産(NDA)に上限を設定してマネタリーベースをコントロールすることで外貨準備高とインフレ率をコントロールできるという前提を置く。しかしこうした仮定は、マネタリーベースの動きと市中の民間部門におけるマネーサプライの現状を考慮すれば、途上国の現状、とりわけ危機の際に適用するのは明らかに非現実的である。

## 2) 物価水準

本モデルでは、「国内物価水準が購買力平価によって外国の物価水準で仮定され、かつ実質所得が短期的に固定している」という前提を置いている。しかし、これが当てはまるのは先進国・途上国を問わず一部の小国に限られ、しかもインフレがほとんど無視できるほど経済が安定した状況にあり、そのような国はそもそもIMF支援対象国になるような経済状況の国ではない。実際にIMFが支援を必要とされている国は、ほとんどの場合、外貨流動性が逼迫し、インフレ圧力が高まっている状況にある。そのような状況では貨幣需要関数は安定せず、また、本モデルにおける小国の仮定も一部を除き当てはまらない場合が多い。

## 3) 貨幣の流通速度

モデルでは、貨幣の流通速度が一定であるという仮定がおかれている。

(1)、(3)、(4)から

$$\Delta M^s = v^{-1} \Delta Y \quad (7)$$

IMFのプログラムではしばしば貨幣流通速度を一定と仮定して分析を行い、その場合、インフレ抑制のためにはマネーサプライを抑制することになる。しかし、現実に危機に直面している支援対象国では、多くの場合インフレ圧力が高まっているため、貨幣の流通速度も上昇し、一定であるという前提条件は成立しない。実際、Easterlyの分析では82カ国中74カ国では貨幣の流通速度は安定性を欠くと結論づけている[Easterly, 2004]。

## (4) マネーサプライ

マネーサプライ(貨幣供給)は、このモデルでは外生的に決定される。しか

し、現実的にはそのような仮定は成り立ちにくい。

$$(1) \text{ から } \Delta M^* = \Delta L + \Delta R \quad (8)$$

マネーサプライは銀行部門の純対外資産と純国内資産 (Net Domestic Asset, NDA) 及び純国内信用 (Net Domestic Credit, NDC) などから構成されるため、マネーサプライの変化は純国内資産 (NDA) の変化に影響され、特に海外からの資金流入によっても変化する<sup>4</sup>。(8)式は、貨幣需要の変化は外貨準備高の変化 ( $\Delta R$ ) 及び銀行部門の信用供与の変化 ( $\Delta L$ ) に依存することを示すが、NDA の変化は  $\Delta L$  の構成要素であるため、通常、IMF の金融政策面ではインフレ抑制の目的のため NDA を制限しマネーサプライ抑制政策が推奨される。このモデルによれば、当該国の通貨当局が国内のネット国内資産 (NDA) を正確に決定できるという仮定に基づいている。しかし、この前提は必ずしも適切ではない。これは中銀のマネタリーベースが、実際には非金融機関、商業銀行にも依存するためである。特にアジア危機の際には民間金融機関の対外借入の増加による過剰の流動性の存在があったが、このモデルでは有効な前提になりえない。本質的な問題は、マネーサプライ (貨幣供給) はこのモデルで前提しているように外生的に決定されるのではなく、むしろ内生的に決定されることである。

## 5) 対外バランス

本モデルでは、外貨準備高の増加は輸入削減のみによって達成され、ほかのマクロバランスの変化は考慮されていない。(2)式は以下のように置き換えることができる。

$$[\text{外貨準備高}] = [\text{ネット輸出}] + [\text{資本流入}]$$

(ただし、資本流入は対外借入、直接投資流入、対外債務などを含む非銀行部門の収支)

本モデルでは資本収支 (資本流入 =  $\Delta F$ ) は一定としており、外貨準備高の水準を維持する (減少を食い止める) ためには、経常収支のバランスを調整すること、すなわち輸入を減少させることが妥当な政策とされる。「資本収支危機」の際には外貨準備の減少は主に資本流出が加速しているために起きており、この前提は少なくとも有効ではない。それに加え、IMF プログラムでは国際収支を改善するため、輸入削減をもたらす引締め政策を実施するよう勧告される。しかし、これが危機発生後における景気低迷に拍車をかけることになる。仮に輸出が世界の需要増加要因によって決定されるとすれば、当該国の政策として

は輸入の調整、すなわち引締め政策によって輸入を減少させることが必要となる。この前提条件には、輸入は GDP に対して一定かつ安定的な弾力性を持つことがある。しかし、実際にはこのような前提は非現実的である。IMF の各国及び中長期を含む異なる Easterly による分析では、輸入の所得弾力性は HIPC (債務最貧国) では少なくとも 0.3 から 0.7 程度となっている [Easterly, 2004]。

また、外貨準備の減少に対して輸入を減少させる政策手段は、国際資本移動が制限されていた 1960 年代～70 年代までは効果的であったが、資本取引の自由化が進んだ現在では、内外金利格差や当該国の信認など諸要因により短期に国際資本移動が起きるため、モデルの前提 (外貨準備高を外生変数とする) は既に崩れている。このモデルでは、1990 年代から度重なり起きた資本収支危機 (Capital Account Crises) における原因が全く考慮されていないことになる。すなわち、国際資本の流出 (入) が外貨準備高を急増 (減) させ、マネーサプライが増加 (減少) することが日常的な現象となっている点がモデルに組み込まれていない。

## 6) 為替制度の不適合

本モデルでは、固定相場制を前提としている。この前提は、ブレトンウッズ体制下の先進国では適合したかもしれないが、現在では多くの国が変動相場制に移行しているため満たされていない。IMF は基本的に経常収支のみを対象にしているモデルであるため、実際には固定相場制を採る場合や、資本取引に制限のある国々にしか適合しないモデルを前提として分析しているが、皮肉にも IMF が支援に乗り出す当該国はその前提が既に崩れているのである<sup>5</sup>。このように当該国において分析する前提が崩れているにもかかわらず、旧来の手法を適用しているために適切なプログラムが作成できない<sup>6</sup>。

## 7) 実体経済への影響

本モデルは純粋に名目ベースで理論を組み立てており、調整政策の実体経済への影響についてはなんら説明していない。例えば、FP の前提であるマネーサプライと国内信用の増加の関係について、多くの国においてマネーサプライの増加とマネーサプライに対する国内信用供与の割合とはほとんど関係がないとの結果が示されている<sup>7</sup>。それにも拘わらず、IMF の多くの経済プログラムでは信用抑制をはかるため NDA の上限を設定し、当該国の国際収支 (特に経常収支) の改善を図ろうとしてきた。

従来のIMFのプログラムにおいては、財政赤字の縮小のために国内信用の代替値とした国内のマネタリーベースの抑制がしばしば用いられてきた。しかし実際には、財政赤字拡大は必ずしも国内信用の拡大を意味しないことが立証されている<sup>9</sup>。従って、上記のモデルのように財政赤字と国内信用の拡大を関連づけることは大きな意味をなさないことになる。

### (3) 修正・拡張モデル

前述の基本的なPolakモデルでは、物価水準の変化をモデルに取り込んでおらず、実際にIMFのプログラムでは外貨準備高の増加とともにインフレ抑制が必要な場合がしばしばあるため、拡張したモデルが開発された。これは、1990年にKhanらによってIMFのファイナンシャル・プログラミング(FP)の基本モデルをさらに修正したモデルである<sup>9</sup>。

それらは資本純流入を公的・民間部門に分け、物価に占める国内財のシェア、輸入性向、生産の民間信用供与の弾力性、物価水準に対する輸入性向などをモデルに組み込み、所得の変化(成長率)、インフレ率、国際収支が内生変数となる(表2)。

表2：IMFのモデルを拡張した分析フレームワーク

目標変数	内生変数	外生変数	政策変数	規定値	パラメーター
$\Delta R$	$\Delta Y$	$\Delta y$	$\Delta L^E$	$y_{-1}$	$\nu$
$\Delta P_D$	$\Delta L^P$	$\Delta P^*$	$\Delta E$	$P_{-1}, E_{-1}$	$\delta$
	$\Delta M$	X		$Q_{J-1}$	$\alpha$
	$\Delta P$	$\Delta F(\Delta F^P + \Delta F^E)$			$\theta$
	$\Delta J$				$\eta$
	G-T				

(注)  $\Delta R$ : 外貨準備高増減、 $P_D$ : 国内インフレ率、 $\Delta Y$ : 名目成長率、 $\Delta L^P$ : 民間信用向け信用、 $\Delta M$ : 名目貨幣量変化  
 $\Delta P$ : 総合物価指数変化、 $\Delta J$ : 輸入増減、G-T: 財政赤字、 $\Delta y$ : 実質成長率、 $\Delta P^*$ : 外国物価指数変化  
 X: 輸出、 $\Delta F$ : ネット資本流入、 $\Delta L^E$ : 政府部門向け信用供与、 $\Delta E$ : 名目為替レートの変化  
 $y_{-1}$ : 前期の実質所得、 $P_{-1}, E_{-1}$ : 前期の物価水準・為替レート、 $Q_{J-1}$ : 前期の輸入量  
 $\nu$ : 貨幣流通速度、 $\delta$ : 物価指数に占める国内財の割合、 $\alpha$ : 限界輸入性向  
 $\theta$ : 所得(生産)に対応した民間信用、 $\eta$ : 相対価格に対応した輸入係数

(出所) Agenor, Pierre-Richard(2004), "The Economics of Adjustment and Growth(2nd ed.)"

このモデルでは、目標とするのは外貨準備の増加とインフレ抑制であり、二つの政策変数である国内信用供与(政府への信用供与:  $\Delta L^E$ )の削減と為替レートの調整( $\Delta E$ )によって外貨準備高を増加させる。

こうしたPolakモデルを拡張したモデルにおいても、基本的なIMFの経済プログラムのフレームワークは変わっておらず、拡張モデルでは、同時に二つの

政策目標を達成するために二つの政策変数を変化させることが必要であることを示している点が異なっているのみである。

第一に、実質所得( $\Delta y$ )を外生変数として名目所得の変化( $\Delta Y$ )及びインフレ率( $\Delta P$ )を内生変数としているが、これは政策変数が為替レートの変化( $\Delta E$ )によって、外生変数である外国のインフレ率( $\Delta P^*$ )による国内のインフレ率( $\Delta P$ )に影響を及ぼすようになることを意味する。

$$\Delta P = \delta \Delta P_p + (1 - \delta) (\Delta E + \Delta P^*) \quad (0 < \delta < 1)$$

(E: 名目為替レート、P\*: 外貨で表記した物価水準、 $\delta$ : 国内財のシェア)

しかし、通貨アタックによって突然為替が下落した場合、この国内物価水準は上記の式で表されるように国内財と貿易財のシェアによるインフレ率以上の変化となる。この場合、所得変化の内生変数としてではなくモデル外の要素により変化する。

第二に、国内への資本流入増減( $\Delta F$ =民間[ $\Delta F^p$ ]及び政府部門[ $\Delta F^g$ ])は外生変数として組み込まれているが、通貨危機の状況のように当該国からの外国投資家による短期の資本引揚げの場合は、外生変数ではなく内生的に変化する。このため、 $\Delta F$ (この場合は資本流出)については本モデルによっては全く説明がつかない。

第三に輸入関数に関するものである。「拡張」モデルも基本(Polak)モデルと同様、いくつかの前提条件は非現実的である。例えば、モデルでは輸入の所得弾力性は一定であり、所得の増加はただちに輸入拡大につながるという前提を置いており、これは、基本モデルと同様の問題を持つ。

さらに、IMF「拡張」モデルでは、為替レートの変化を政策変数としてモデル内に組み込んでおり、為替切下げを政策の選択肢に入れている。しかし、同モデルでは為替レート変化については、貿易・経常収支に及ぼす影響のみが考慮されている。すなわち、為替レートの変化は為替切下げによる輸出増加の効果を考慮した経常収支に対する変数に過ぎず、資本収支の急激な変化を想定したものではない。

以上のように、IMFモデルは、拡張モデルにおいてもマネタリー・アプローチを基本とした分析を行っており、マネタリーベースのコントロールによって外貨準備の水準を決定するという分析フレームワークは変わっていない。したがって、IMFの各国プログラムにおける分析で用いられ、コンディショナリティの数値目標として掲げられる変数は、IMFの支援プログラムが通常実施され

る危機や経済状況の悪化が著しい状況では少なくとも大きな意味を持たないということが示された。以上のように、コンディショナリティの数値目標として掲げられる変数が現実に即した仮定に基づいたモデルから導出したものとは言えない<sup>10</sup>。

#### (4) ファイナンシャル・プログラミング (FP) の問題点

基本的にファイナンシャル・プログラミング (FP) は、金融面と経常収支の均衡を目指しており、政府支出の経済成長率への影響などの中長期的な实体经济への影響を導出するものではない。また、IMF の基本モデルでの外生変数は輸出及びネット資本流入、政策変数は国内信用の増減である。このため、基本モデルはマネーサプライの調整など金融政策のみを重視したものであるため、インフレの変化や為替相場の変動による輸出入増減からくる外貨準備への影響はモデルでは導出されない。従って、FP では基本的に為替相場と経常収支のみを対象にしており、資本流出に伴う内生的な為替下落や外貨準備減少などには対応していない。これは、資本取引自由化前の貿易を主体とした経常取引のみを対象とすればよい場合 (例: 「経常収支危機」) には適用できよう。しかし、今日のように資本自由化に伴う資本移動による為替取引が経常取引を大幅に上回る世界においては、FP をそのまま適用することは非現実的である。この点が最も IMF モデルのクリティカルに弱い点である。すなわち、国際資本移動が資本収支や為替レートの変更に大きな影響を与え、当該国の対外債務に本質的な影響を与えることが全くモデルに組み込まれていない<sup>11</sup>。すなわち、「資本収支危機」はモデルで想定されておらず、1990年代以降の危機に面している途上国への経済分析にはモデルの前提が適合しないため、ファイナンシャル・プログラミング分析は必ずしも有効とはいえない<sup>12</sup>。それにも拘らず、IMF は 1990年代に起きたアジア危機のような「資本収支危機」に FP の分析フレームワークを適用したことが大きな問題なのである

さらに、IMF の安定化プログラムでは、しばしば国内の信用供与を削減することで投資の縮小ないし制限が行われる。しかし、このために設備投資・資本形成に伴う生産拡大による経済成長は実現しない。特に金利引上げや貸出抑制は大企業よりむしろ中小企業に影響が大きく、途上国の成長率や雇用の状況に大きな影響を与えかねない<sup>13</sup>。

このように IMF の分析では、途上国の現実に即した仮定に基づいたものとは言えないため、当該国に対する経済プログラムが危機の際に有効ではないのは

いわば当然の結果である。それにも拘らず、当面ファイナンシャル・プログラミングの基本的フレームワークの適用が根本的に修正ないし改革される見通しは立っていない。

### 3. IMF 経済プログラムの本質的な問題点

IMF の経済プログラムには、ファイナンシャル・プログラミング (FP) における問題点に加え、以下のようにプログラム全体に関わる本質的な問題がある。

#### (1) 外貨流動性と金融市場

IMF の経済プログラムでは、政策目標とされているのが外貨準備高の増加である。したがって、FP では短期的な観点から国内アブソープションを削減するために緊縮政策を勧める政策をとることになる。しかし、それにとどまらず、IMF はしばしば金融機関の脆弱性を重要視し、その再編や整理などリストラ策を勧告する。そして、それらが中長期的な構造融資のみならず短期的なスタンドバイ融資の場合においてさえも重要なコンディショナリティにされてきた<sup>14</sup>。しかし、IMF のプログラムでは金融機関を整理することが、短期流動性危機とどのような関係があるのかは必ずしも明確に説明されていない<sup>15</sup>。中長期的に金融機関の経営状況の改善は必要であるが、信用収縮が逆に当該国の経済を根本的に悪化させる原因となることを IMF プログラムでは考慮されていない。

1990 年代に本格化した「資本収支危機」では、基本的に銀行の脆弱性によって資金が急激に流出したというより、むしろ国際資本移動の動きを反映したものであり、緊急時に構造問題として銀行リストラを迫る理由はなかった<sup>16</sup>。もともと信用度の低い金融機関は海外から資金を借入することは困難であり、外貨流動性が逼迫しているときに銀行を閉鎖することは適切ではない。そもそも IMF が推進した金融・資本取引の自由化を発展段階の低い段階で導入させたことが誤りなのである。さらに、金融機関の不良債権問題は短期的にその国の外貨流動性が逼迫している原因とは限らない。むしろ地場の金融機関のリストラ策は、欧米金融機関の進出の有力な手段とはなりうるが、危機に直面した当該国の外貨流動性を増加させるどころか信用不安を加速化するだけである<sup>17</sup>。

#### (2) 金融政策

IMF のファイナンシャル・プログラミング (FP) の拡張モデルでは、金融指標は主にインフレ抑制と輸出拡大のための変数として位置づけられている。し

かし、これは「資本収支危機」における金融危機への経済分析として不適切である。

第一に、これまでのIMFの経済プログラムでは、高金利政策を継続することが、当該国の信託を維持し、インフレ防止や資本の国外流出を引き止める手段として有効であるという考え方が必ずしも適切ではない。従来、為替の下落圧力が強い場合、金利を引き上げることが当然視されてきた。しかし、IMFが支援に乗り出す当該国、とりわけ通貨危機に陥った国では、高金利政策による資本流出防止策は、特に途上国やエマージング市場国では、必ずしも有効でない。実際、金利引上げによる通貨防衛は、現在までのところ有効であるという確証はない<sup>18</sup>。通常時の先進国市場では、金利引上げは、為替相場の安定に一時的に効果的かもしれないが、そうでないほとんどの途上国では金融市場は未成熟であるため有効でない。危機がいったん発生し、信用度が低下している当該国では、いくら短期的に金利水準を引き上げてもグローバルな資金の流入は期待できない。従って、為替が急速に下落する局面で「画一的」な金利引上げには特に金融危機の際には有効ではないため、慎重になるべきである<sup>19</sup>。逆に、金利を引き上げることによって、当該国が危機に陥っているとのシグナルを与えることになり、短期的な効果は薄い場合も考えられる<sup>20</sup>。

Aziz[2001]は、アジア危機時のインドネシアでのIMFの金利引上げはGDP、為替レート、物価水準の各項目とも引き上げがなかった場合に比べいずれも悪化したというシミュレーション結果を出している(表3)。

表3: インドネシア危機時の金利の効果(シミュレーション)

		1997年11月 (IMF勧告前)	1998年5月(スハルト政 権崩壊)	1999年3月
実質GDP	ベースライン(実際の 金利引上げ)	1.0000	0.8582(=-14.18%)	0.9481
	金利引上げなし	1.0000	0.9016(=-9.84%)	1.0380
為替レ ート	ベースライン(実際の 金利引上げ)	1.0000	1.9304(=93%下落)	1.6646
	金利引上げなし	1.0000	1.7096(=71%下落)	1.6139
物価	ベースライン(実際の 金利引上げ)	1.0000	1.9805(=98%上昇)	1.6119
	金利引上げなし	1.0000	1.778(=78%上昇)	1.6119

(出所)Aziz[2001]"Modelling Crisis Evolution and Counter-factual Policy Simulations: A Country Case Study"

第二に、現在のように世界規模で資金が瞬時に移動する世界では、投資家のポートフォリオの配分は先進国の金融市場の状況に大きく依存しており、途上国やエマージング諸国の状況が当該国への資金の流出入の大勢を決定するもの

ではないことが認識されるべきである。例えば、2000年のITバブルで米国を初めとした先進国からエマージング市場に資金環流したが、いったんバブル崩壊すると、先進国へ資金が逆流した経験でも示される。これは、資本・金融自由化された当該国の金融市場の要因よりむしろ、資金の「出し手」としての先進国の金利動向や景気によって資金フローが大幅に変化する傾向があることを示している<sup>21</sup>。

### (3) 財政政策

IMFモデルでは外貨準備高を増加させるためには、必然的に財政支出削減などの緊縮政策が必要であり、一般的にIMF融資のコンディショナリティには財政収支赤字の削減が盛り込まれる<sup>22</sup>。しかし、当該国が危機的状況にあるときに構造調整を伴う緊縮政策をコンディショナリティとして適用することは不適切である。特に危機時における緊縮政策は消費や投資など实体经济に悪影響を与えるため、税収減から歳入不足につながり、財政赤字は拡大する可能性がある<sup>23</sup>。すなわち、財政収支改善のためには、緊縮政策よりむしろ経済成長率を引き上げることによって税収を上げ、結果的に財政収支を改善する効果の方が現実的である。つまり、赤字を一時的（数年間）に認めることによる歳入増の効果が「緊縮」による支出削減効果を上回るのである。このことは、多くの国の経済運営では実証されている<sup>24</sup>。しかし、この点について全く考慮されていないのがIMFモデルである。IMFのプログラムに沿って短期間に国営企業を含む公的部門のリストラを実施すれば、社会不安が起り、結果的に当該国政府の統治能力を弱め、結局有効な経済政策を実施できず、IMFプログラム自体が実行困難となる<sup>25</sup>。財政赤字はあくまで構造問題に起因している場合が多いため、漸進的な対応が望まれる。

### (4) 資本自由化問題

90年代に本格化した資本勘定の自由化、すなわち資本自由化は、IMFが主体となって途上国支援の条件として推進してきたものである。もともと「資源の効率的配分のためには資本・金融自由化が望ましい」という新古典派的な考え方に基づいて世界各国で実施されてきたが、その先鋒を担ったのがIMFであった。しかし、全体的に、現在までの分析結果では、経済成長率と資本自由化について明確な結論は見出せていない<sup>26</sup>。先進国は途上国と異なり、金融危機が

発生してもそれを吸収できる規模の経済を有しており、米国でも赤字財政や世界からの資金調達が可能であるが、途上国では資本自由化に伴う短期資金の移動（特に流出）は当該国の経済変動に甚大な影響を与えてきた<sup>27</sup>。

資本自由化の結果、途上国は対外債務依存を一層高め、いったん信認を失うと資本流出によって為替下落と対外債務の増加、ならびに金融危機を併発してきた。従来 IMF は、途上国においても民間の短期証券投資を行うことを前提に 90 年代から資本取引自由化を推進してきた。しかし、これは投資家側がポートフォリオ投資によって利益を上げるには好都合である一方、当該国にとって長期資金を海外から調達するには高い金利を支払う必要がある上、資金の流出も短期に行われる可能性があるためリスクが高い。本来、安易な起債による対外債務の増加よりも公的な長期借款や民間の直接投資によるものの方が金融市場や国際収支上の安定性が高い。

従って、IMF が当該国の「安定成長」を目指すのであれば、むしろ資本取引自由化よりも実需に基づく為替の段階的自由化と直接投資など長期資本流入促進策を勧めるべきであり、今後は途上国支援における明確な方針として打ち出すべきであろう<sup>28</sup>。このことは、特に現在世銀とともに IMF が力点を置き始めているサブ・サハラの低所得国などに適用されるプログラム（例：貧困削減成長ファシリティ [PRGF]）において、中長期的な成長促進のために重視するべき課題であろう。

#### 4. 経済プログラムの再構築と課題

前章まで主に IMF のプログラムの様々な問題点を挙げてきたが、こうした経済プログラムの改善に加えて、今後、IMF の経済プログラム実施における課題について述べる。

##### （1）コンディショナリティ方式の見直し

途上国への支援融資であるスタンドバイ（SBA）や拡張基金ファシリティ（EFF）の実施にあたって、財政収支などの「達成度」を目安に融資継続を決定、あるいは延期するようなやり方は改め、中長期的な観点から実施することが重要である。例えば、本来の重要な支援の目的である当該国の当面の流動性を確保したうえで、融資のコンディショナリティについては、IMF の趣意書（Letter of Intent）での財政・金融指標をはじめ関連の指標は四半期ごとの目標値の達成を融資継続の条件とするのではなく、改革に向けて数年間の猶予を与え、融

資終了後のポスト・プログラムレビューで評価することが望ましいと考えられる。

特に金融面ではマネタリーベースのような拘束条件のある金融指標を目標値(パフォーマンス・クライテリア)として扱うことは本来相当慎重に行うべきことである。さらに財政指標、特にプライマリーバランスの改善は、当該国の財政構造の改善を示す指標ではあるが、先進国でさえもそれを短期で改善することは困難な中長期的問題であり、まして税の徴収に関して不十分な途上国の場合は短期の改善は非常に困難である。従って、一時的なプライマリー収支など財政指標の悪化を問題にするのではなく、景気回復に伴う税収回復措置を優先することが必要であろう。

## (2) 新しいスキームの導入

金融支援を伴う従来のスタンドバイ融資や構造調整融資などのほかに、融資条件を伴わないが適切な政策助言を行うためのスキームの導入を検討することも重要であろう。これは、現在の IMF の第 IV 条に伴う国別のコンサルテーション(定期的モニター)およびサーベイランスに似た制度であるが、外貨流動性の危機を回避する観点からより深い分析を行うことが考えられよう。最近 IMF が強化を唱っているサーベイランスも、こうした新たなスキームの構築と平行して検討されるべきものであろう<sup>29</sup>。IMF は現在、低所得国向けのモニター制度を検討しているが、今後中所得国なども含む一般的な Policy Monitoring Arrangement(PMA)として融資を伴わないモニター制度の導入も検討されるべきであろう<sup>30</sup>。

## (3) 中長期的経済プログラム：理論モデル再構築の必要性

前記のように IMF の経済プログラムは、モデル自体が中長期の経済発展について考慮していないために、短期的な仮定のもとに途上国の現実にそぐわない条件で導出したモデルの数値に基づくクライテリアを作成しがちである。しかし、短期的視野に基づく経済処方箋は当該国の安定成長に大きなマイナスの影響を及ぼす。

最近のように IMF は同じ「ブロンクス機関」である世界銀行とともに低所得国や重債務国を対象としたプログラムに重点を置くようになっており、当該国の中長期的経済発展の観点はプログラム実施に不可欠である。

今後、IMF は現行モデルの改善あるいは適用を再考しない限り、途上国に不

適切な経済プログラムを作成し、それをコンディショナリティとして当該国に適用し続けることで不必要な経済不安定性をもたらし、永遠に安定成長への道は開かれぬ可能性がある。従って、今後当該国の安定的な成長を促し、国際収支の改善、外貨流動性を維持するような発展が可能となるような理論面での再構築が必要であり、それを経済プログラムに採り入れることが重要であると考えられる<sup>31</sup>。

## 5. 今後の方向性～IMF・世銀の役割・機能の明確な分担

現在、IMFは世界銀行など国際機関が実施しているミレニアム開発目標(MDGs)の実現に協力しており、最近の主要融資先である危機を経験した中所得国(ブラジル、トルコ、アルゼンチンなど)から、今後は最貧国を含む低所得国向け政策融資の比重がますます高まるとみられる。中長期的には、IMF、世銀のプログラムの重複を避けるために両機関の役割を明確に分担し、相対的に優位にある分野に特化するべきであろう。

本来、IMFはマクロ経済や金融分野調査及び統計情報の提供などに比較優位があり、開発や構造融資のような分野では、世界銀行グループの方がノウハウの蓄積がある。このため、今後IMFは、開発金融については世界銀行に任せ、世界経済や国際金融・資本市場に関する研究や協力に専念することが合理的な選択となる。

より具体的には、政策・構造融資については、IMFのSAFは停止し、世界銀行による『開発政策融資(Development Policy Lending)』が一本化してカバーすべきであろう。DPLは、従来の構造調整融資(Structural Adjustment Loan, SAL)に代わる融資制度として、2004年8月に導入された新しいスキームで、従来の構造融資のみならず、緊急融資にも適用されるため、迅速性ととも融通性が大幅に改善されるものとして期待されている。同スキームが本格的に実施されれば、従来のようにIMFプログラムが合意されなければ世銀独自のプログラムを実施できないという、いわゆる「クロス・コンディショナリティ」から脱し、世銀独自の判断から従来の構造調整のみならず、「資本収支危機」のような緊急時の支援が必要な場合にも適用される可能性がある。その場合、少なくともIMFのFPのモデルの不適切な分析に基づくコンディショナリティが課される可能性も低くなると思われる。

表4: 世界銀行の新しい融資スキーム

	開発政策融資(新) (Development Policy Lending, DPL)	構造調整融資(旧) (Structural Adjustment Loan, SAL)
導入時期	2004年8月(本格実施は2005年以降)	1980年
支援判断の根拠	Country Assistance Strategy(CAS)	Policy Reduction Strategy Paper(PRSP)
融資対象分野	開発プロジェクト(社会インフラ等)融資除く全ての融資 ①政府の政策分野、ガバナンス ②構造調整 ③貧困削減支援	主として構造調整対象 ①構造調整 ②政策分野 ③緊急融資 (外貨準備不足対応含む)
期間	中期(1-3年)	中期
特徴	①緊急支援対応(外貨準備不足対応含む) ②短期・中期支援(1-3年含む) ③政策的柔軟性 ④対象国の自主性(Ownership)重視 ⑤対象国の予算年度に合わせ途中で停止せず ⑥「面一的(one-size fits all)」アプローチを避け、当該国政府の意向重視	①IMFとの協調重視(クロス・コンディショナリティ) ②中長期分野 ③コンディショナリティ重視 ④対象国への自主性への配慮は不十分
貸出条件等	コンディショナリティの詳細については関連機関、各国政府、関連民間団体などの意見調査の上決定	概ねIMFのマクロ経済政策に沿っている
特記事項	①危機に直面した国、脆弱な構造の国々、政治的センシティブ分野でのコンディショナリティの適用については慎重に検討 ②貧困削減戦略支援への考慮 ③政策調整、有効性の検証	従来はIMFによる当該国への融資決定と同時に実施するため、通常Cross-conditionality適用

(出所)World Bank

## 【注】

- 最初に資本流出に伴う通貨危機を定義し、「資本収支危機」としたのは吉富勝である。吉富[2003]参照。
- 例えば、IMFはアルゼンチンでは固定相場制(カレンシーボード制1991年~2001年)、トルコではインフレ抑制のための為替制度変更(クローリング・ベッグから変動相場制)とマネタリーベース抑制を試みましたが、結局両国とも2001年から2002年に通貨アタックによる相場下落により通貨制度は破綻し失敗した。両国は、IMFプログラムを忠実に実施するいわば「優等生」であったが、IMFプログラムを忠実に実施したために、危機を一層深刻化させた典型的な例となった。両国のケースは、そもそも根本的な分析フレームワークと政策への適用が誤っていたことを立証している。
- IMFのプログラムの基本的フレームワークは、1950年代にIMF調査局(当時)のJ.Polakによって開発されたもので、基本的に①貨幣需要関数(マネーサプライの変化は、所得水準の変化と貨幣流通速度の逆数に比例)、②輸入関数(輸入需要は当該国の所得水準の関数)、③外貨準備(マネーサプライの変化は外貨準備高の変化及び銀行部門の信用供与の変化に等しい)、④国際収支に関する関数(外貨準備の変化は貿易収支(X-M)および非銀行部門の資本流入に等しい)を用いて分析した簡素な分析フレーム

ワークに基づいている。Polak 自身は今日の国際経済環境の変化に合わせて価格、生産水準（所得）、財政支出、国際資本移動などの変数を取り込むことはできるが、為替相場の変化をモデルに取り込むだけでも変数相互の関連を取り込む作業が大変であるとしている[Polak, 1997]。

4) IMF が支援の際に用いる趣意書(Letter of Intent)では、これまで多くの国で経済プログラムでのコンディショナリティとして中銀のベースマネー（中銀の NDA と純対外資産を合計したもの）全体から外貨準備を除いた NDA を採用しており、しかも拘束力が強いパフォーマンス・クライテリア(PC)として採用されてきた。現在では NDA は拘束力の緩いインディカティブ・ターゲットとし、ベースマネーをパフォーマンス・クライテリアとしている。これは、NDA を縮小目標とすれば、中銀の外貨準備高が減少するときには、ますます国内のマネーサプライを縮小させる必要があるからである。いずれにしてもモデルの本質は何ら変わっていない。

5) 例えば、クローリング・ペッグ制が当該国で維持が困難なほど通貨売却圧力がかかり、当局の為替維持への介入を断念し変動制に移行するという典型的な通貨危機の場合であり、これはアジア危機、ロシア、トルコ危機でもみられた。またカレンシーボード制の放棄をせざるを得なかったアルゼンチン危機の場合も当てはまる。危機が発生してはじめて IMF は支援に乗り出し、従来のファイナンシャル・プログラミングを実施するのである。

6) Polak 自身、モデルが現在のような変動相場制が多数の国で採用され、資本取引自由化に伴う資本移動の影響をモデル内に組み込み修正する必要性は認めている (J.Polak, December 1997)。IMF の拡張モデルでは為替レートをモデル内に組み込んでいるものの、輸出増加による経常収支改善の手段としての為替レートの調整として取り扱われており、国際資本移動に伴う通貨アタックによる変動などは想定していない。

7) Easterly(2004)は、1961 年～1999 年の 109 ヶ国にわたる回帰分析を実施し、マネーサプライの増加はマネーサプライに対する国内信用供与の割合とはほとんど関係がないと結論付けている。特に 109 ヶ国のうち 45 ヶ国では両者は無関係あるいは逆相関を示している。およそ 3 分の 2 の国では係数が 0.5 未満であり、これは資本取引規制がある国 66 ヶ国を除いた場合でも係数はそれほど変わらない (=0.37) 結果となった。国内信用の変化は、マネー関連項目によって相殺されており、準備高の損失などによって信用拡大が妨げられている可能性があることが指摘されている。

8) Easterly(2004)によれば、国内信用 (GDP 比) の変化と財政赤字 (GDP 比) の関係をみると、66 ヶ国の係数の平均は 0.48 であったが、66 ヶ国中 51 ヶ国はマイナスあるいは数値が低く相関性は低いと判断された。

9) Khan, Haque, Monteiell(1990)。ただし、この修正モデルが実際に IMF のプログラムで使用されているかは定かでない。

10) Polak 自身は今日の国際経済環境の変化に合わせて価格、生産水準(所得)、財政支出、国際資本移動などの変数を取り込むことはできるが、為替相場の変化をモデルに取り込むだけでも変数相互の関連を取り込む作業が大変であるとしている(Polak, 1997)。

11) 基本モデルを考案した Polak は、財政収支が国内金利水準に影響を与える可能性についても認識してはいるが、簡潔なモデルが複雑化すること、新たに加えた数式の係数が大きなものでないと無意味であるとしている(Polak 1997)。

12) IMF が経済プログラム作成の際の参考としていわば「教科書」として作成した資料(Barth, Richard & Hemphill, William(2000), “Financial Programming and Policy: The Case of Turkey”, IMF Institute)があるが、そこでは、基本的な Polak モデルを基礎においている。IMF のスタッフは、「実際にはファイナンシャル・プログラミングを機械的に当該国分析に当てはめているのではなく、国際収支、財政、貨幣バランス・シートのチェックに使われている」(Easterly 2004,p.5)とされるが、分析フレームワークの基礎の前提が当てはまらないものでは、正確な分析やチェックもできないため、結局不適切な金融・財政目標値を設定したプログラムになると考えられる。

13) B.Granville and S. Mallick (2003) p.10

14) アジア危機時のタイも韓国も金融セクターのリストラも外貨流動性が急減した逼迫した状況下で融資のコンディショナリティとして課された。

15) 金融機関がリスクを正確に把握せずに海外から資金を調達する傾向があるとされるが、これは先進国の発達した金融機関でも経験済みであり、資本収支危機の「事後的」な説明に過ぎないと考えられる。

16) 金融機関のバランス・シートが悪化するのには、通貨危機などで一層対外債務が拡大することや危機発生後の景気低迷によるためである。

17) IMF は資本取引を自由化した上で、融資コンディショナリティとして地場の金融機関を統廃合、買収などで整理することを奨励するが、この真の目的は、米国政府・金融界の意向を受け、進出を容易にすることにあるともいえる。

18) Kraay (2000)は、金利引上げは通貨危機の際に為替相場を安定させることは有効ではないことを証明している。途上国に比べ相当金融市場が整備されてきたハンガリーにおいても、2003年の対ユーロフォリント相場下落に対抗した金利引き上げは有効とはいえなかった。もちろん、危機時の韓国の例でも金利引上げが為替水準維持に有効でないことが示されている。

19) 実際、ブラジルでは 2002 年秋に資金流出による通貨レアルの下落がみられたが、中銀が基準金利を大幅に引き上げたにも拘わらず、しばらく通貨安は防止できなかった。これは、実は米国の金利水準（特に長期金利の上昇など）が相対的に高く、資金をエマージング諸国から資金を米国内にシフトしたためとみられる。さらに、危機に際して金利の調整によって資金が流出入、外為相場に影響を及ぼす可能性は低かった例として、ロシアの例がある。危機直前の 1998 年 5 月に中銀はリファイナンス金利を 30%から 150%へ利上げを行ったが、信認低下している状況で資本流出の流れは止めようがなく、8 月には通貨切り下げに追い込まれた。

20) Allan Drazen & Stefen Hubrich, "Mixed Signals in Defending The Exchange Rates: What Do the Data Say?" (June 2003)

21) 2003 年から途上国への資金の回帰がみられるが、既に通貨危機を経験した主なエマージング市場諸国（タイ、インドネシア、アルゼンチン、ブラジル、トルコ、ロシアなど）では為替はフロート化しているため、以前に比べ為替相場が短期に大幅に下落する通貨危機が起き、外貨流動性が急激に減少する可能性は以前に比べ少なくなっている。これは全体的に世界経済が比較的安定化してきたこともあるが、基本的には米国の金利低下の伴う国際的な分散投資の側面が強いと考えられる。

22) IMF 側は、多くの国の IMF プログラムでは、全ての局面で「緊縮的」政策をコンディショナリティとして課しているものではなく、「柔軟」な対応をしている、と指摘している (IMF の独立評価局 (IEO) 報告書 ("Evaluation Report on Fiscal Adjustment in IMF-Supported Programs"、2003 年 9 月)。しかし、同報告書では、①ある危機が発生した場合に IMF 合意済みプログラムにおいて、十分に当該国の状況に適切に合致した政策がタイミングよく実施されているかどうかという重要な点に関して明確な見解が示されていないこと、②アルゼンチン、ブラジル、トルコ、インドネシア、タイといった主要な危機を経験したエマージング「主要国」あるいは「重点国」を調査対象として採り上げておらず、最近まで周辺諸国に影響を及ぼすほどの大きな危機を経験した国ではない比較的小国を対象としていること、③当該国の経済状況が改善し、外貨流動性の逼迫がある程度緩和し、政府が実施可能なプログラムを提示した状況に至って、初めて財政収支や金融指標の条件を緩和して融資を継続すること、などの点を無視している。さらに、重要なのは全体的にモデルのフレームワークから必然的にプログラム本来が持つ緊縮的な政策を導くこと、およびその結果本来の目的である外貨準備高の増加が達成されない点が問題なのである。

23) Aziz[2001]参照。アジア危機時のインドネシアでの IMF の金利上げは GDP、為替レート、物価水準の各項目とも引き上げがなかった場合に比べいずれも悪化したとい

うシミュレーションが行われている。

24) 日本の財政赤字拡大の大きな原因の一つは90年代以降の長期にわたる景気低迷で税収が大幅に減少したことがある。

25) 典型的な例はアジア危機時のインドネシアであり、さらにルーマニアでもIMFプログラム実施をめぐり政権交代が起きている。

26) 現在はIMFも資本・金融自由化の時期は順序だてて(sequencing)実施するべきであるとの方針を打ち出しているが、途上国での資本自由化の具体的方法論(短期資本規制)などについて詳細なプログラムは公表していない。従来の研究では、経済成長率と資本自由化及び金融自由化の関係について分析するものが多く、研究者によりその分析対象国の数、分類すべき対象の区分、対象期間、さらに変数の取り扱いなどが異なる。経済成長と金融(資本)自由化の関係については、これまで代表的な研究として一般的にはQuinn[1997]によるものが挙げられる。これは、資本自由化とGDP成長率のポジティブな関係を示す文献として最も本格的な研究の一つとして挙げられている。しかし、Quinnの分析では、以下のような問題点がある。第一に、対象期間が1960-89年であり、世界的に金融自由化が本格的に完了した時期ではないこと、主要途上国の資本取引・金融自由化が本格化した1990年代が分析対象期間とされていない点が問題である。従って、分析自体、途上国における資本自由化の問題を提示するには説得力が低い。しかも、対象期間では、主にFDIの経済成長への貢献度が過大に評価された可能性があり、短期資本の流出に伴う経済変動の影響を十分に提示できていない可能性がある。また、第二点として、対象国が先進国に偏り、1980年代の『失われた10年』を経験したラテンアメリカ諸国を含まないことが挙げられる。資本自由化が情報の不完全性により厚生水準が上昇する場合に限り自由化は効果的であり、金融機関の発達具合によっても左右される可能性がある。第三点として、資本自由化と経済成長について一般的には経済成長の一定水準に達したときに初めて成長に貢献する可能性がある。さらに、資本自由化は長期的には有効であっても、金融危機のリスクを増加させるというトレードオフを指摘される(Aizenman[2002])。

従来の資本自由化と経済成長率分析では以下の点で根本的な欠陥がある。

第一に、先進国、途上国を問わず本格的な資本取引自由化や金融自由化が進展してきたのは1980年代以降のことである。しかも、先進国ではその時点で十分に金融機関や資本市場は発展・成熟化しており、途上国における急激な資本移動(流出)の影響ほどの影響を受けにくい状況になっていたことである。実際、いくつかの分析では先進国に偏重した分析もあり、途上国の場合の正確な分析ができていない。

第二に、通貨体制、為替取引の実態が、「公式」の制度と実際の運営が異なる場合が

多いため、分析の対象となる各国の変数の正確さは相当疑わしいものである。従って、そのような分析に基づく結論は恣意的なものになりやすい。

第三に、多くの分析では途上国において資本自由化を実施する段階に達するまでの経済発展の段階や金融市場の発展度については何ら明確な基準は示されていない。資本自由化した国の方が通貨危機になりにくい、との論文は、対象国にそもそも資本流入が少ないアフリカのような国も入れたこと、1997 までの危機が本格化した時代を外していることなど信憑性が低い (Glick, et. Al[2004])。

27) Stiglitz は従来の IMF が率先して途上国に資本自由化を推進してきたことで、90 年代以降の通貨・経済危機を引き起こした大部分の原因・背景となっていると指摘し、それが経済成長を阻害しているとする [Stiglitz, 2004]。さらに、先進国は途上国と異なり、金融危機が発生してもそれを吸収できる規模の経済を有しており、米国でも赤字財政や世界からの資金調達が可能であるが、途上国では資本自由化に伴う短期資金の移動（特に流出）は当該国の経済変動に甚大な影響を与える。

28) 関連する問題は 2005 年 9 月の IMF 理事会でようやく検討課題に上ったが、主に Policy Support Initiatives(PSIs)の一環として低所得国向け政策として提議されている。しかし、これでは通貨・金融危機の中心となった中所得のエマージング市場諸国のスキームが適応できない問題があり、不十分である(IMF 2005c)。

29) IMF “Biennial Review of the Fund’s Surveillance—Overview; Modalities of Surveillance; Content of Surveillance and Public Information Notice on the Executive Board Discussion” (August 24, 2004)参照。

30) 関連する問題は 2005 年 9 月の IMF 理事会でようやく検討課題に上ったが、主に Policy Support Initiatives(PSIs)の一環として低所得向け政策として提議されている。しかし、これでは通貨・金融危機の中心となった中所得のエマージング市場諸国のスキームが適応できない問題があり、不十分である(IMF 2005c)。

31) 世銀のモデルと比較検討した大田 (2005) 参照。

#### 【参考文献】

- 大田英明 (1998) 「IMF 処方箋の検証」 *カントリーリスク* No.98-13、野村総合研究所、8 月
- 大田英明 (1999) 「通貨危機と今後の国際金融システム」 『*国際金融*』 No.1031、9 月
- 大田英明 (2001) 「通貨危機の背景と今後の為替制度」 *カントリーリスク* No.2001-12、野村総合研究所、7 月

- 大田英明 (2005) 「IMF・世銀の分析フレームワークと経済プログラム—必要とされる「現実的」分析モデル—」愛媛大学『愛媛経済論集』 第24巻第3号10月、(pp1-28)
- 大田英明 (2006) 「最近の IMF・世界銀行の『改革』と課題—必要とされるブレトンウッズ機関の本質の見直し—」愛媛大学『法文学部論集』総合政策学科編 第20号
- 河合正弘 (2001) 「新興市場経済と国際金融システム改革—東アジア通貨危機・金融危機の教訓」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』January
- 吉富 勝 (2003) 『アジア経済の真実—奇蹟、危機、制度の進化』東京経済新報社、8月
- Agenor, Pierre-Richard(2004), "The Economics of Adjustment and Growth(2<sup>nd</sup> ed.)", Harvard University Press
- Aizenman, Joshua(2002), "Financial Opening: Evidence and Policy Options", *NBER Working Paper* No.8900, April
- Aziz, Iwan J.(2001),"Modelling Crisis Evolution and Counter-factual Policy Simulations: A Country Case Study", *ADB Institute Working Paper*, No.12, August
- Barth, Richard and Hemphill, William(2000), "Financial Programming and Policy: The Case of Turkey", IMF
- Bolnick, Bruce R.(1999), "The Role of Financial Programming in Macroeconomic Policy Management", *Development Discussion Paper* No.720, September
- Drazen, Allan & Hubrich, Stefan(2003), "Mixed Signals in Defending The Exchange Rates: What Do the Data Say?", June
- Easterly, William(2004), "An Identity Crises? : Testing IMF Financial Programming" *DRJ Working Paper* No.6, New York University, February
- Granvill, Brigitte and Mallick, Sushanta (2003), "Integrating Poverty Reduction in IMF-World Bank Models", Royal Institute of International Affairs
- Husain, A, Mody, A., and Rogoff, K.(2004), "Exchange Regime Durability and Performance in Developing versus Advanced Economies", *NBER Working Paper*, August
- IMF(2003a), "The IMF and Recent Capital Account Crises - Indonesia, Korea and Brazil" Independent Evaluation Office(IEO), September
- IMF(2003b), "Evaluation Report on Fiscal Adjustment in IMF-Supported Programs" IEO, September Chapter 6: Social Spending and Social Protection

- IMF (2004a), "Policy Monitoring Arrangement", the Policy Development and Review Department, September 8
- IMF (2004b), "The IMF's Approach to Capital Account Liberalization: Issues Paper/Terms of Reference for an Evaluation by the IEO", September 15
- IMF(2004c), "The IMF and Argentina, 1991-2001" Independent Evaluation Office, October
- IMF(2005a) "Executive Board Discusses Review of the Conditionality Guidelines" IMF PIN No.05/52, April 15,
- IMF(2005b) IEO "Report on the Evaluation of the IMF's Approach to Capital Account Liberalization", April 20
- IMF (2005c), "Implementation of the Policy Support Instrument", the Policy Development and Review and Legal Department, September 2
- Johnston, R. Barry (1998) "Sequencing Capital Account Liberalization", IMF *"Finance & Development"* Vol.35 No.4, December
- Khan, Mohsin S., Montiel, Peter J. & Haque, Nadeem U.(1990),"Adjustment with Growth : Relating the Analytical Approaches of the IMF and World Bank," *Journal of Development Economics*, 32 (January), 155-79
- Kraay, Arat(2000), "Do High Interest Rates Defend Currencies During Speculative Attacks?" *World Bank Policy Research Working Paper* No.2267, January
- Killick, Tony(2002), "The 'Streamlining of the IMF Conditionality': Aspirations, Reality and Repercussions", Overseas Development Institute, London, April
- Polak, Jacques J.(1997), "The IMF Monetary Model at Forty", *IMF Working Paper* (WP/97/49), April
- Quinn, Dennis (1997), "The Correlates of Change in International Financial Regulation," *American Political Science Review*, Vol91, No.3, September, pp.531-551
- Singh, Ajit(2002), "Capital Account Liberalization, Free Long-term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development", ESRC Centre for Business Research, *University of Cambridge Working Paper* No.245, December
- Sole, Juan (2004) , "Interest Rate Defences of Currency Pegs" *IMF Working Paper* (WP/04/85, May
- Stiglitz, J. E.(2004), "Capital-Market Liberalization, Globalization, and the IMF",

