

第 5 章

新興市場経済諸国の国際収支危機と IMF

熊倉正修

要約：

1990 年代半ばから新興市場経済諸国において国際収支危機が頻発化したことを受け、IMF はこれらの国々の対外収支管理とマクロ経済運営を支援するためのさまざまな政策を実施した。しかしこれらの政策の中には所期の目的が達成されていないものが少なくなく、その中核をなす融資活動に関しても多くの批判が寄せられている。これらの批判を背景として IMF の中期戦略では新興市場経済諸国への支援強化が重要課題の一つに位置づけられ、最近では新たな融資保証制度の設立を中心とした取り組みの方向が明らかになりつつある。本稿では近年の新興市場経済の国際収支危機とそれに対する IMF の対応策をレビューし、今後 IMF がこれらの国々のマクロ経済運営にどのように関わってゆくべきかを考える。われわれの分析によれば、一般に新興市場経済と呼ばれる国々は決して均一な集団でなく、外生的な資本移動ショックに対する脆弱性もかなりの程度当該国の政策にあり方に依存している。さらに現在検討されている融資保証制度には理論的にも実務的にも問題が多く、その実効性に関しても疑問が少なくない。IMF はいたずらに融資制度の多様化を図るのではなく、既存の融資制度の見直しや柔軟な活用を通じて各加盟国にとって最適な支援を実施してゆくべきである。

キーワード：

IMF 新興市場経済 対外収支危機 リザーブ増強ライン

はじめに

1980 年代末から開発途上国への金融投資が本格化する中で、新興市場経済 (Emerging Market Economies: EME) と呼ばれる国々において資本勘定の急激な調整を伴う国際収支危機が頻発するようになった。国際通貨基金 (International Monetary Fund: IMF) の業務の中核は加盟国の国際収支調整の支援にあるが、EME の国際収支危機においては伝統的な経常収支危機とは異なった対応が必要であることが次第に明らかになった。IMF は 1997 年に資本収支危機に直面する EME を対象とした新たな融資制度を導入し、資本収支危機に対する脆弱性指標の開発や危機後の債務再編のありかたに関する提言なども行っている。

しかし EME における国際収支危機の原因やメカニズムに関しては現在でも多くの議論があり、これまでの IMF の対応に関しても批判の声が少なくない。現在、IMF は中期戦略 (Medium-Term Strategy) をもとに組織・業務の改革に取り組んでおり、EME に対する支援の強化はその主要課題の一つに位置づけられている。中期戦略の基本的方針が公表されたのは 2005 年秋のことであるが、その後内外で議論が重ねられ、直近では新たな融資保証制度の設立を中心とした取り組みの方向が固まりつつある (IMF [2006a])。

本稿では 1990 年代半ば以降の EME の国際収支危機に対する IMF の支援をレビューし、今後 IMF がこれらの国々の国際収支管理にどのように関わってゆくべきか、その手段として現在検討されている融資保証制度をどう評価すべきかを考える。結論を先取りすれば、近年の EME の国際収支危機の多くに外生的な金融ショックが深く関与していたことは事実であるが、当該国自身の政策にも無視できない問題が存在していたケースが少なくない。また、一般に EME と呼ばれる国々は実際にはかなり多様であり、これらの国々をあたかも均一かつ少数の集団であるかのように見なして支援策を議論することは必ずしも適切とは思われない。さらに現在検討されている融資保証制度は 2003 年に未利用のまま失効した予防的クレジットライン (Contingent Credit Line: CCL) と同様の問題を抱えており、その意義には疑問点が少なくない。IMF はいたずらに与信制度の多様化を

図るのではなく、既存の融資ファシリティの弾力的活用と個別の融資プログラムの事後評価を徹底することによって支援活動の充実を図ってゆくべきである。

本稿の構成は以下の通りである。次節では、まず過去四半世紀の開発途上国と国際金融市場の関係の変化を跡付け、1990年代半ば以降の EME の国際収支危機に IMF がどのように対応してきたかをレビューする。第 2 節ではより近年の国際金融市場の変化と開発途上国におけるマクロ経済政策の変化を分析し、これらの国々の経済が突発的な国際資本移動の変調に対してどれだけ頑健になったかを考察する。第 3 節では中期戦略の一環として検討されている融資保証制度の意義と問題点を検討し、今後の IMF の EME に対する支援策のあり方を議論する。おわりにでは本稿の議論をまとめる。

1. 新興市場経済の国際収支危機と IMF の対応

1946 年の設立から現在に至るまで IMF の業務の中核は国際収支危機に陥った加盟国に対する支援にあるが、過去 60 年間にその内容や規模は大きく変化した。1970 年代までは大半の加盟国が外国との金融取引を厳格に規制していたため、国際収支調整とは主に経常収支の調整を意味していた。しかし 1980 年代になると先進国において対外金融取引の自由化が本格化し、さらに 1990 年代に入るとそれが一部の開発途上国にも波及した。先進国の民間投資家の主要な投資対象となった開発途上国は EME と呼ばれているが、1990 年代半ばからこれらの国々において資本勘定の急激な調整を伴う国際収支危機が発生するようになった。

表 1 は過去 25 年間の開発途上国に対する資本の純流入額の推移を投資の形態や主体ごとに整理したものである¹。この表を見ると分かるように、1980 年代までは公的部門の債務（(3)+(5)+(7)+(8)および(9)の一部）が資本流入の大半を占めており、海外直接投資（Foreign Direct Investment: FDI）以外の対民間部門投資はきわめて小規模にとどまっていた。しかし 1990 年代に入るとそれまでほとん

¹ 表中の海外直接投資以外の項目の数値は外国資本の純流入額を示しており、国内資本の流出分は含まれていない。表の形式は Williamson [2005]を参考にした。

ど存在しなかった民間企業株式や社債への資本流入が急増し、1980 年代の債務危機以来停滞していた銀行融資による資金取り入れも活発化した。このような現象は特に中所得国において顕著であり、中所得国全体では 1990 年代半ばまでに国内の民間部門が海外から取り入れる資金の規模が公的部門の取り入れる資金の規模を上回るようになった。しかし表からも明らかなように前者は必ずしも安定した資金供給源にはなっておらず、特に銀行融資（(4)および(9)の一部）を通じた資本流入の不安定性が際立っている（Dobson and Hufbauer [2001], Williamson [2005]）。また、次節で改めて議論するように、表 1 の各所得水準グループの中でも国によって内外資本移動の規模に大きなばらつきが認められる。

上記の国際資本投資の不安定性を反映して、1990 年代半ばから一部の開発途上国において海外からの資本流入が突然停止したり流出に転じたりする事態が頻発するようになった。英文の文献ではこのような現象を *sudden stops* や *sudden reversals* といった言葉で表現しているが、以下ではこれらを一括して「資本移動の変調」と呼ぶことにする。図 1 は先進国を含む世界各国において過去 20 年間にこのような資本移動の変調が生じたケースを抽出し、所得水準にもとづく国グループごとにその件数が対象国全体の数に占める比率を計算した結果を示したものである（抽出条件の詳細については図の注を参照）。この図を見ると分かるように、先進国においては 1980 年代に既に内外資本移動の不安定性が顕在化しており、今日でもそれは基本的に変化していない。一方、中所得国では 1990 年代半ば以降にこれらの事例が増加しており、特に上位中所得国においてその傾向が著しい。

次節において改めて議論するように、EME とは明確に定義された用語ではなく、一般に EME と呼ばれる国々の間でもその経済構造や政策に大きな相違が認められる。また、近年の EME の国際収支危機がすべて純粋な資本収支危機であったわけではなく、資本移動の変調に遭遇した開発途上国が全て国際収支危機に陥ったわけでもない。しかし 1990 年代半ば以降の EME の国際収支危機の大部分が資本勘定の大幅な調整を伴っていたことは事実であり、IMF としても従来の経

表1：開発途上国への資本流入（単位：100 万米ドル）

	FDI (ネット) (1)	株式 (ポートフォ リオ投資) (2)	銀行融資		債券		その他公的負債			純資本 流入 (10)	純資本 流入 (調整後) (11)
			公的債務 (3)	民間債務 (4)	公的債務 (5)	民間債務 (6)	公的資本 (7)	民間資本 (8)	短期負債 (9)		
全ての開発途上国 (153カ国)											
1980	9,588	-1	19,523	9,216	1,140	0	20,469	32,211	29,487	49,404	24,041
1981	13,841	130	20,787	18,721	1,358	0	24,012	29,457	18,192	90,753	119,025
1982	11,630	-4	22,991	5,707	4,869	0	25,637	37,328	7,923	74,397	66,164
1983	10,023	-1	17,301	451	936	0	24,283	26,485	-16,452	38,087	35,651
1984	9,101	-2	19,870	-998	-584	0	22,287	25,064	-6,984	20,519	2,323
1985	11,828	46	6,805	-1,742	3,664	0	21,629	16,605	1,636	29,357	13,041
1986	10,018	225	8,311	-2,017	862	0	22,385	15,447	3,236	52,264	37,416
1987	10,524	282	12,816	-1,940	-341	0	23,051	19,255	11,990	19,874	-22,400
1988	18,141	719	12,169	-2,905	3,184	0	19,366	22,651	10,909	31,911	27,552
1989	21,840	3,291	567	409	3,105	47	21,978	10,447	13,879	32,479	3,282
1990	21,667	3,390	-6,536	9,698	791	291	26,365	6,559	13,204	12,340	-55,201
1991	31,862	5,759	-5,247	6,805	6,639	1,626	27,722	4,991	19,071	40,994	-44,980
1992	43,710	9,309	1,942	12,651	1,248	7,350	22,967	15,549	34,488	62,607	14,779
1993	64,081	32,589	2,387	2,581	15,044	17,939	23,830	27,300	33,661	106,497	6,092
1994	86,938	27,918	-1,024	9,107	14,287	14,178	14,527	18,050	12,852	66,751	-23,095
1995	105,124	14,595	8,318	20,158	13,354	10,057	22,326	23,559	59,467	91,662	-41,800
1996	129,203	28,311	1,215	29,529	31,610	17,868	2,676	35,124	37,432	83,835	-25,738
1997	168,704	30,618	7,012	36,953	19,261	19,097	9,687	28,949	9,150	88,821	19,788
1998	172,422	6,932	9,779	40,511	30,422	10,197	20,246	35,018	-65,778	91,185	47,112
1999	183,272	12,624	-9,970	2,904	28,533	2,035	16,085	17,070	-19,558	6,165	-55,404
2000	168,836	14,085	-5,020	-225	23,839	-3,302	4,966	15,006	-6,751	-35,623	-107,836
2001	176,851	6,401	-11,235	409	10,291	705	7,913	-7,292	-22,711	-8,295	-119,110
2002	160,290	5,776	-6,179	3,355	11,883	-1,045	-8,781	-1,089	4,247	-64,666	-280,431
2003	161,606	25,199	-7,114	16,869	14,149	12,220	-14,675	1,134	54,880	-101,837	-448,691
2004	211,385	37,559	-86	39,445	30,316	12,681	-14,035	25,655	70,028	-144,923	-601,881
上位中所得国 (40カ国)											
1980	5,020	4	9,821	5,951	556	0	3,758	14,696	15,992	29,564	26,095
1981	6,881	131	10,763	12,839	1,472	0	4,339	14,893	11,900	46,813	56,854
1982	5,277	-3	10,841	3,075	4,746	0	4,973	17,273	2,507	42,468	49,461
1983	4,546	0	8,688	49	683	0	2,329	11,408	-16,209	8,279	6,713
1984	3,150	-2	11,132	394	-475	0	3,988	11,184	-9,047	2,479	-5,291
1985	3,955	3	3,885	-1,228	2,180	0	3,905	6,537	-2,134	-404	-4,181
1986	4,113	3	1,514	-858	-425	0	3,720	2,812	2,008	16,763	20,541
1987	2,464	90	6,737	-1,664	-507	0	3,365	9,556	4,273	-3,064	-17,263
1988	5,619	27	2,289	-3,704	1,808	0	2,601	5,713	5,079	910	10,883
1989	8,332	968	122	-1,306	2,175	16	2,075	4,773	5,113	3,811	-1,869
1990	9,579	2,838	-4,937	3,450	406	171	10,185	4,357	346	-3,927	-25,344
1991	17,481	5,057	-4,522	2,103	4,509	818	9,307	2,492	6,132	20,065	-1,006
1992	19,666	6,567	15	4,109	1,155	4,225	3,991	6,093	14,998	33,475	782
1993	20,348	19,661	-1,314	-332	12,629	9,790	3,234	14,119	18,773	53,734	-391
1994	30,350	11,023	-1,837	3,600	11,190	7,072	1,702	8,330	-5,590	38,706	37,713
1995	40,523	6,227	2,930	7,021	11,686	1,911	9,930	15,297	22,819	35,936	-34,303
1996	44,757	12,463	450	7,878	23,755	5,341	-6,246	24,153	10,054	37,646	9,063
1997	63,517	16,883	2,532	14,753	11,981	10,023	-1,999	15,043	18,888	80,602	70,364
1998	56,400	12,371	4,105	28,807	21,635	8,697	2,804	23,773	-2,659	87,465	80,925
1999	81,499	4,673	-533	19,213	23,198	4,034	442	21,975	-4,455	38,760	28,207
2000	69,855	1,736	-767	4,086	11,018	539	320	8,427	4,111	11,924	-5,491
2001	74,772	-6	-4,014	5,409	1,925	2,399	-3,216	-5,681	-16,915	10,965	3,743
2002	54,763	845	-1,023	10,549	9,048	1,481	-4,120	5,871	-3,059	-10,977	-63,782
2003	52,533	4,672	-1,980	14,874	5,405	10,375	-6,650	923	32,269	-29,805	-139,579
2004	83,331	15,007	-1,978	21,278	18,978	10,318	-7,501	14,850	27,995	-26,906	-140,026

(続く)

表1：つづき

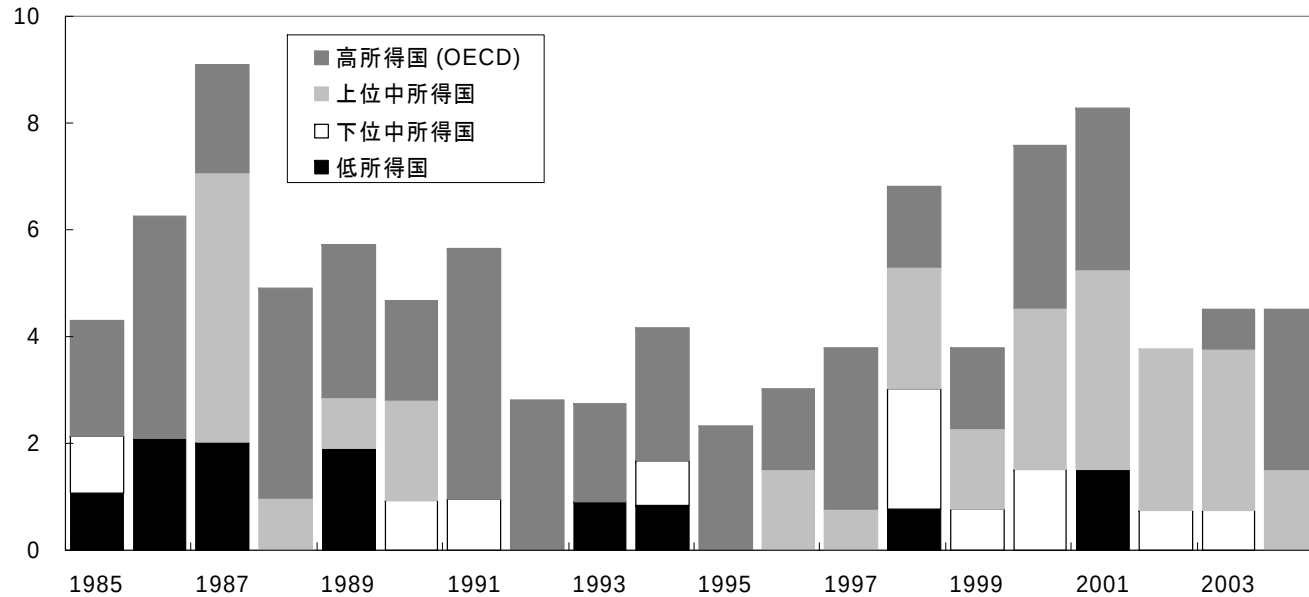
	FDI (ネット) (1)	株式 (ポートフォ リオ投資) (2)	銀行融資		債券		その他公的負債		短期負債 (9)	純資本 流入 (10)	純資本 流入 (調整後) (11)
			公的債務 (3)	民間債務 (4)	公的債務 (5)	民間債務 (6)	公的資本 (7)	民間資本 (8)			
下位中所得国 (54カ国)											
1980	4,331	-4	7,315	2,504	563	0	10,152	12,972	10,510	12,708	3,967
1981	5,669	0	7,589	4,907	-70	0	11,778	10,508	4,624	22,278	36,406
1982	5,194	0	8,789	2,109	162	0	11,453	13,964	6,540	11,012	416
1983	4,713	0	7,417	-481	233	0	13,332	12,126	-4,852	15,763	22,157
1984	5,341	0	8,029	-1,812	-335	0	10,420	11,943	55	9,886	6,989
1985	6,508	44	2,794	-630	1,173	0	10,851	8,971	1,181	21,072	18,978
1986	5,370	31	5,048	-1,079	1,029	0	9,677	9,775	-1,671	22,736	16,197
1987	6,548	193	3,463	-338	91	0	9,440	6,130	3,325	8,305	-6,114
1988	11,336	637	7,015	647	810	0	6,952	10,598	3,430	12,878	9,701
1989	10,514	2,155	-2,023	1,466	329	31	9,227	1,821	7,064	13,012	3,950
1990	10,545	545	-2,544	6,090	268	120	6,679	713	9,199	3,743	-25,535
1991	12,330	649	-844	4,546	781	808	9,633	955	14,133	7,409	-33,917
1992	21,388	2,207	1,317	7,484	355	3,125	9,184	9,074	18,487	16,264	17,494
1993	39,475	11,320	2,256	3,292	2,787	7,354	12,489	10,524	20,702	39,515	16,864
1994	51,924	9,984	1,665	5,422	3,386	6,693	5,344	10,085	20,352	17,054	-38,613
1995	58,136	6,772	5,396	12,380	1,963	7,627	8,444	8,532	33,047	36,815	-6,388
1996	74,427	11,683	584	21,207	8,700	11,492	3,808	12,098	24,861	29,261	-29,030
1997	93,239	10,797	3,908	21,506	6,213	7,852	7,310	13,228	-11,003	-5,254	-39,592
1998	105,503	-4,844	5,866	11,740	4,869	1,349	11,762	8,459	-60,122	-21,131	-39,036
1999	91,739	5,517	-8,510	-16,007	5,847	-1,234	10,140	-3,330	-15,546	-43,688	-68,510
2000	88,301	9,968	-1,820	-3,808	7,355	-3,807	1,001	3,086	-9,680	-49,315	-74,734
2001	89,280	3,669	-5,458	-4,161	8,478	-1,604	6,568	664	-3,723	-19,271	-91,421
2002	90,514	3,811	-5,066	-7,443	3,651	-2,396	-5,298	-5,573	6,150	-45,798	-157,400
2003	94,211	12,303	-6,717	-307	11,698	2,187	-8,924	1,963	22,463	-57,166	-219,956
2004	111,023	13,653	2,923	17,359	10,214	-504	-10,991	11,333	37,775	-75,878	-339,920
低所得国 (49カ国)											
1980	237	-1	2,388	761	21	0	6,559	4,543	2,985	7,133	-4,797
1981	1,291	-1	2,435	976	-44	0	7,895	4,056	1,668	21,662	27,015
1982	1,160	-1	3,361	522	-39	0	9,211	6,092	-1,124	20,917	17,375
1983	765	-1	1,195	883	20	0	8,622	2,951	4,609	14,045	7,888
1984	609	-1	708	420	226	0	7,879	1,937	2,008	8,153	2,304
1985	1,364	-1	125	115	310	0	6,873	1,097	2,589	8,690	-304
1986	535	191	1,749	-80	257	0	8,988	2,860	2,898	12,764	2,721
1987	1,511	-1	2,617	62	75	0	10,246	3,568	4,393	14,633	3,110
1988	1,186	55	2,864	152	566	0	9,812	6,340	2,400	18,123	9,074
1989	2,995	168	2,468	250	602	0	10,676	3,853	1,702	15,656	3,375
1990	1,544	7	946	158	116	0	9,502	1,489	3,659	12,524	-1,966
1991	2,052	53	119	157	1,349	0	8,783	1,544	-1,193	13,520	-5,836
1992	2,656	535	609	1,058	-262	0	9,793	383	1,003	12,868	-66
1993	4,257	1,609	1,444	-379	-373	794	8,108	2,657	-5,814	13,248	-6,838
1994	4,665	6,910	-852	85	-289	412	7,482	-365	-1,910	10,991	-18,270
1995	6,465	1,596	-8	757	-296	520	3,952	-270	3,601	18,911	2,949
1996	10,019	4,166	182	445	-845	1,035	5,114	-1,127	2,517	16,928	-2,001
1997	11,947	2,938	572	694	1,068	1,221	4,377	678	1,265	13,473	-6,589
1998	10,518	-595	-192	-36	3,917	151	5,680	2,785	-2,998	24,852	10,063
1999	10,034	2,434	-927	-302	-511	-765	5,502	-1,576	443	11,093	-9,609
2000	10,681	2,381	-2,433	-502	5,466	-35	3,646	3,493	-1,181	1,768	-22,016
2001	12,799	2,738	-1,763	-839	-111	-90	4,560	-2,275	-2,073	11	-27,526
2002	15,012	1,120	-91	249	-816	-130	637	-1,386	1,155	-7,891	-55,085
2003	14,862	8,224	1,583	2,303	-2,954	-342	900	-1,752	148	-14,866	-83,659
2004	17,031	8,899	-1,031	808	1,124	2,866	4,457	-528	4,258	-42,140	-115,207

(注) 国分類はWorld Bank *World Development Indicators 2006* による。(1)から(9)は利払いや配当を含まず。「短期負債」は原契約期間が1年未満の負債を示す。「公的債務」は公的保証つき民間債務を含む。(10) = (経常収支赤字)。(11) = (経常収支赤字)-(外貨準備増減)-(技術協力以外の贈与金)。(1)-(9)の詳細な定義と出所についてはWilliamson (2005, 46-48)を参照。

(出所) World Bank *World Development Indicators 2006* および *Global Development Finance 2006* のデータをもとに集計。

図1：資本移動の変調の事例

(対象国全体に占める比率、%)



【注】「資本移動の変調」は FDI をのぞく民間純資本流入の対 GDP 比率が (1) 対前年比で 5%以上減少した、(2) 前年と当該年の減少の累積が 7%を超えた、のいずれかに該当する年を示す。上記の条件が 2 年以上継続して満たされる場合は最初の年だけを計上した。高所得国のうち EMU 加盟国は 1998 年までのデータのみを集計。

【出所】IMF *International Financial Statistics* および World Bank *World Development Indicators* のデータをもとに集計。

常収支危機とは異なる対応を迫られることとなった。一般に国際収支危機に直面した加盟国に対する IMF の融資は一般財源勘定（General Resources Account: GRA）を原資としたスタンバイ取極（Stand-By Agreement: SBA）や拡大信用供与ファシリティ（Extended Fund Facility: EFF）によって実施されるが、GRA による融資には年間でクォータの 100%、累計で 300%というアクセス・リミット（与信枠）が設定されている。これは IMF 自身の財務リスク管理という目的に加え、国際収支危機に陥った国では経済政策の変更が不可欠であり、IMF の融資があくまでも短期的な政策調整の困難を緩和するためのものと考えられているためである。そのため、IMF が加盟国と SBA や EFF を締結する際にはその条件として一連の経済調整プログラムの実施を義務付け、その進捗状況に応じて外貨を段階的に提供することによって融資資金の返済可能性を担保する仕組みになっている。しかし EME の国際収支危機においてはしばしば短期間に巨額の資金が海外に流出し、通常のアクセス・リミットの範囲内では実効性のある支援が困難となるケースが頻出した。また、自己実現的な資本収支危機においては IMF が十分な資金を迅速に提供する（frontload）ことによって民間投資家の不安を解消し、流出資金の早期回帰を目指すことが肝要だと考えられるようになった（Gosh et al. [2002]）。

IMF がアクセス・リミットを越える融資を実施する際には特例条項（exceptional circumstances clause）の適用が必要となる。IMF は当初、既存の融資ファシリティにもとづく融資に関して特例条項を発動することによって EME の対外収支危機に対応していたが、1997 年のアジア危機をきっかけに新たな融資制度として補完的準備ファシリティ（Supplemental Reserve Facility: SRF）を導入した。SRF には明示的な融資上限が規定されておらず、理事会の判断次第で大規模な資金を迅速に供与することが可能である。ただし SRF は常に SBA ないし EFF とともに取組まれ、かつ加盟国においてすでにアクセス・リミットを超える支援の必要性が顕在化している場合のみに利用可能と規定されているため、特例条項の適用が必要となる点ではそれ以前の融資ファシリティと変わらない。SRF による融資は 1997 年 12 月に韓国に対して初めて実施され、今日までに 6 カ国に対して供与さ

れている²。

表 2 は過去 10 年間に GRA の枠内で実施された特例融資の一覧である³。これを見ると分かるように、アクセス・リミットを超える融資の実施対象国は多くないが、これらの融資の中にはきわめて大規模なものが含まれている。また、これらの国々の中には返済期限になっても国際金融市場へのアクセスが回復せず、止むを得ず新たな融資プログラムが取組まれているケースが少なくない。なお、韓国やタイに対する IMF の融資は一回限りであったものの、これは外国政府の緊急融資などによって外貨繰りの困難が緩和されたことによる部分が大きく、IMF 融資が呼び水となって民間資本が回帰したためとはいいがたい。

これらの大型融資案件は IMF の融資活動の性質を大きく変化させることになった。図 2 は過去四半世紀間の GRA による IMF の融資件数と残高を被融資国の所得水準と対クォータ比率によるグループ毎に集計し、総件数と総残高に占める各グループのシェアがどのように推移したかを調べたものである。まず上段の二つのパネルを見ると、件数ベースでは下位中所得国と低所得国が一貫して 70—80%程度を占めており、高所得国（先進国）は 1980 年代半ば以降ほとんど借入実績がないことが分かる。一方、金額ベースでは大半の EME を含む中所得国のシェアが 1980 年代から 1990 年代半ばにかけて大幅に上昇しており、2001—05 年でも過半を占めている。さらに下段の二つのパネルを見ると、件数ベースではアクセス・リミットの範囲内の通常案件が圧倒的であるにも関わらず、金額ベースでは 1990 年代半ばからクォータの 300%を超える大型案件のシェアが急上昇したことが分かる。通常案件の残高が中長期的に比較的安定していることを考え合わせると、1990 年代以降は少数の大規模案件によって IMF の融資残高全体の規模が左右される構造になっていることを理解できよう。

ただし中所得国グループの中でも国によって IMF の融資に対する依存度には

² SRF は SBA や EFF に比べて金利や返済期限等の条件が厳しいため、1998 年以降の大規模融資の中にも SBA や EFF によって全額が供与されたケースが存在する。

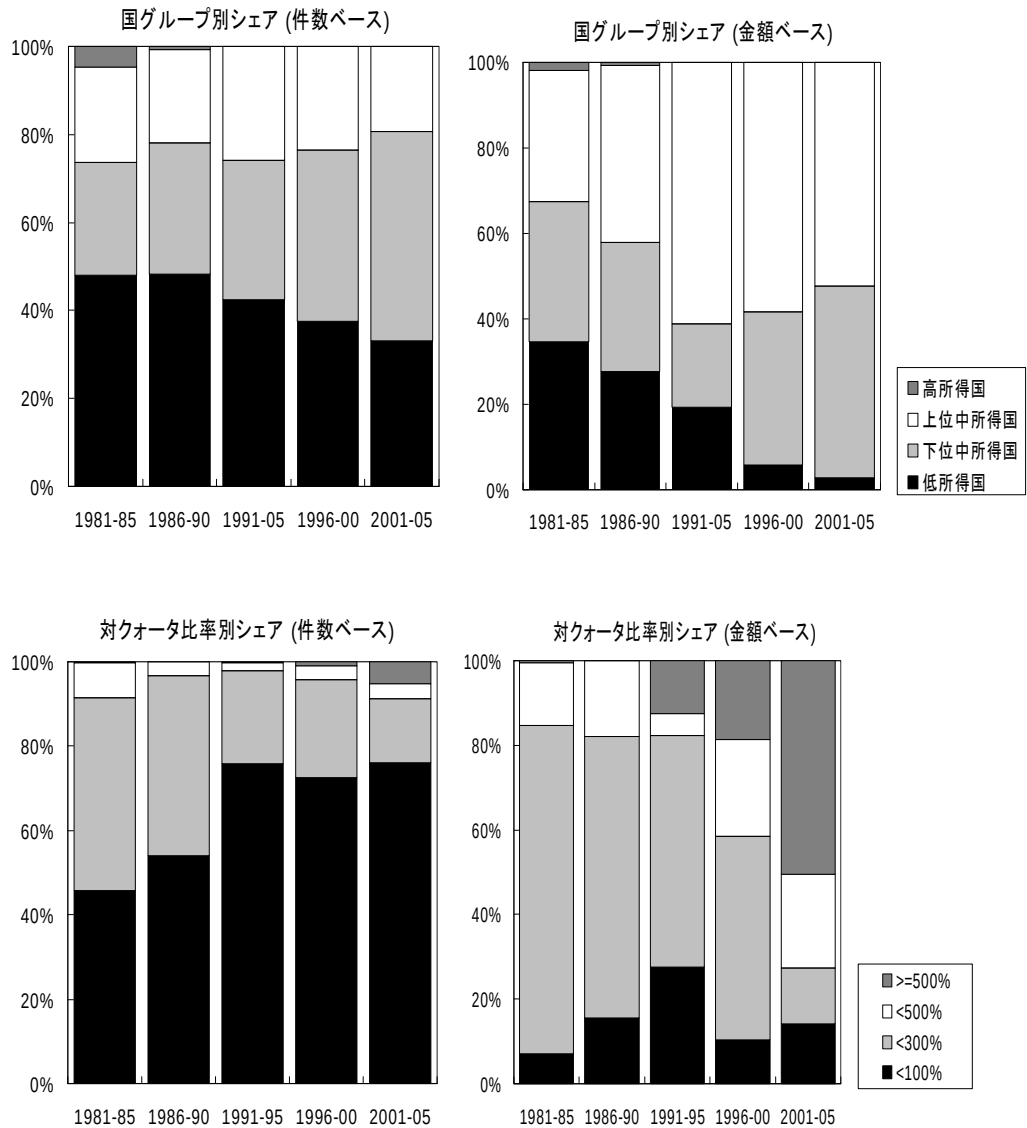
³ 表中の総額は被融資国と IMF の間で合意された融資の規模を示しており、実際に引き出された金額とは一致しない。

表2：IMFの特例融資案件（GRA、1995-2006年）

対象国	新規/継続	種別	発効年月	期間(月)	取極総額		うちSRF	
					SDR (Million)	対クォータ 比率(%)	SDR (Million)	対クォータ 比率(%)
アルゼンチン	増額	SBA	2001年1月	26	10,586	500	2,117	100
アルゼンチン	増額	SBA	2001年9月	18	16,936	800	6,087	288
アルゼンチン	新規	SBA	2003年1月	7	2,175	103	-	-
アルゼンチン	新規	SBA	2003年9月	36	8,981	424	-	-
ブラジル	新規	SBA	1998年12月	36	13,025	600	9,117	420
ブラジル	新規(+)	SBA	2001年9月	15	12,144	400	9,951	328
ブラジル	新規	SBA	2002年9月	16	22,821	752	7,610	251
ブラジル	増額/延長	SBA	2003年12月	15	27,375	902	7,610	251
インドネシア	新規	SBA	1997年11月	36	7,338	490	-	-
インドネシア	増額	SBA	1998年7月	28	8,338	557	-	-
インドネシア	新規	EFF	1998年8月	26	4,669	312	-	-
インドネシア	増額	EFF	1999年3月	19	5,383	259	-	-
インドネシア	新規	EFF	2000年2月	35	3,638	175	-	-
韓国	新規	SBA	1997年12月	36	15,500	1,938	9,950	1,244
メキシコ	新規	SBA	1995年2月	18	12,070	688	-	-
ロシア	新規	EFF	1996年3月	36	6,901	160	-	-
ロシア	増額/延長	EFF	1998年7月	20	15,363	356	3,993	93
タイ	新規	SBA	1997年8月	34	2,900	505	-	-
トルコ	新規	SBA	1999年12月	36	2,892	300	-	-
トルコ	増額	SBA	2000年12月	24	8,676	900	5,784	600
トルコ	増額	SBA	2001年5月	19	15,038	1,560	5,784	600
トルコ	新規	SBA	2002年2月	35	12,821	1,330	-	-
トルコ	新規	SBA	2005年5月	36	6,692	691	-	-
ウルグアイ	増額	SBA	2002年6月	21	1,752	572	386	126
ウルグアイ	増額(+)	SBA	2002年8月	20	2,128	694	129	42
ウルグアイ	新規	SBA	2005年6月	36	766	250	-	-

(注) 国名のアルファベット順。増額案件の総額は過去の未使用分を含む。(+)は既存融資枠のキャンセルを伴うもの。ブラジルの2003年12月は予防(出所) IMF (2003a)およびIMF Annual Report (各年版)をもとに集計。

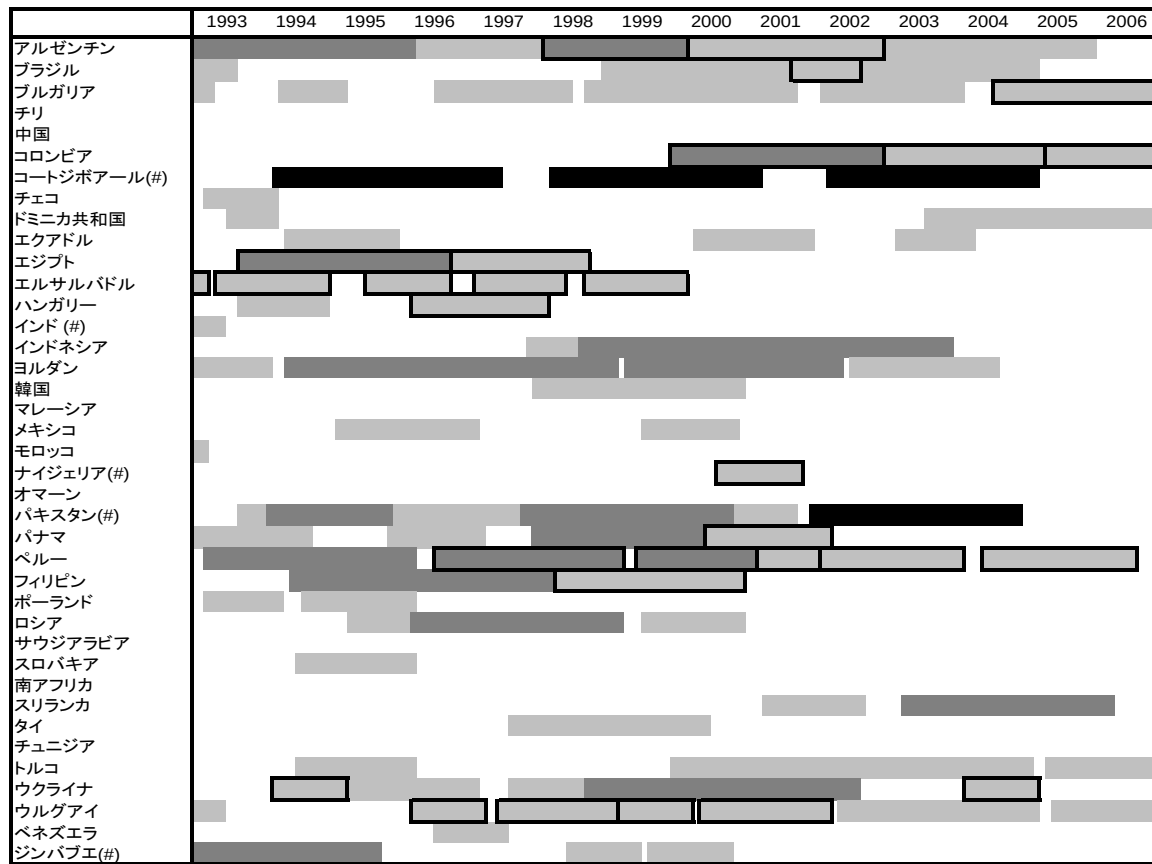
図2：IMF 融資残高の推移（GRA によるもののみ）



【注】 高所得国は OECD 加盟国のみ。韓国は World Development Indicators の分類では高所得国だが、ここでは便宜的に上位中所得国グループに含めて集計した。

【出所】 IMF *International Financial Statistics* のデータをもとに集計。

表3：EME に対する IMF 融資の実施状況（1993-2006 年）



(注) ■ SBA ■ EFF ■ PRGF □ 予防的取極 (Precautionary Arrangements) (#) PRGF適格国
 国名のアルファベット順。

(資料) IMFホームページおよびAnnual Report (各年版)。

大きな差異が存在する。表 3 は過去 14 年間に IMF が代表的な EME に対して実施した融資を融資ファシリティと期間別に整理したものである。これを見ると分かるように、一部の EME が期間中に全く IMF から融資を受けていない一方、他の一部の国においてはほぼ恒常的に融資が取組まれている。なお、表において実線で囲まれた部分は予防的取極（Precautionary Arrangements: PA）を示している。PA は被融資国が実際に資金を引き出す意図を持たないことを明らかにして取組む融資のことであり、締結手続きや条件に関しては通常の SBA や EFF と全く同様である。すなわち PA は現時点では IMF の支援を必要としないが近い将来に国際収支のファイナンスに齟齬が生じる可能性を懸念する加盟国が一種の保険として取組むものであり、有事の際に融資審査プロセスを迅速化できるだけでなく、潜在的な IMF の支援の存在を内外にアピールできるメリットがある（Mussa [2006]）。PA は必ずしも EME だけ念頭に置いたものではないが、早期に PA を取組んで順調に経済調整プログラムを実施すれば引き出し可能額が増加してゆくため、SBA や EFF を活用する際に生じる四半期や半年毎の引き出し限度額の問題をある程度緩和することができる⁴。ただし PA はあくまでも通常の SBA や EFF の取組みの一形態であるため、アクセス・リミットを越える融資を予め取組むことは認められていない。

EME における深刻な国際収支危機の頻発を受け、IMF は 1999 年にこれらの国々に対する支援を強化するために予防的クレジットライン（Contingent Credit Line: CCL）を創設した。CCL は事前審査にパスした加盟国に対して予め一定の融資保証を行い、外生的要因によって資本収支危機が生じた際に迅速な融資を実施することを狙ったものである。しかし当初の予想と異なりクレジットラインの申請国が現れなかったため、2000 年に制度の見直しが実施され、初回貸付時の審査廃止や適用利率の引き下げ、事前審査の適格基準の明確化と手数料の引き下げなどが行われた。しかしそれでも依然として申請国が現れず、2003 年 11 月の

⁴ 1993 年以降に PA として取組まれた案件のうち、実際に引き出しが行われたケースは 6 件にとどまっている。これらのケースはペルー（1996 年）、ウルグアイ（1997 年および 2002 年）フィリピン（1998 年）、アルゼンチン（2000 年）、ブラジル（2001 年）となっている（IMF [2006b]）。

失効期限に理事会において期限延長に対する十分な支持が得られなかったため、CCL は全く利用実績がないまま廃止されることになった（第 3 節参照）。

なお、本稿では詳しく論じることができないが、近年の IMF の EME への支援は融資活動に限定されるわけではなく、資本収支危機の生じにくい経済環境作りや IMF 自身の危機予想能力の改善、既に危機に陥ってしまった国々の事後処理の支援など、さまざまな分野にも及んでいる。これらの例としては国際金融市場にアクセスを持つ（ないし求める）国々が整備すべき経済金融統計のテンプレートである特別データ公表基準（Special Data Dissemination Standard: SDDS）の作成、加盟国の金融部門の健全性指標（Financial Soundness Indicators: FSI）や通貨危機の早期警戒システム（Early Warning System: EWS）の開発、加盟国の国内金融部門強化を目的として世界銀行と共同実施される金融セクター評価プログラム（Financial Sector Assessment Program: FSAP）、債務超過に陥った国の公的債務再編支援を目的としたソブリン債務再編メカニズム（Sovereign Debt Restructuring Mechanism: SDRM）の提案などが挙げられる。ただしこれらの中には SDDS や FSAP のように広範な評価を得て既に IMF の業務の一部として確立しているものがある一方、SDRM などのように加盟国政府や民間投資家の支持を得られずに事実上頓挫しているものも存在する。

EME に対する IMF の融資が大規模化する中で、加盟国の間で IMF の融資の方針や審査過程などに関する批判の声が上がるようになった。EME においては自国の国際収支危機が資本移動の変調や近隣諸国の危機の伝播などの外生的要因によって生じたものだという意識が強く、それを封じ込めるために IMF に支援を要請しても十分な資金が迅速に提供されず、さらに融資の代償として政治的に困難な多数のコンディショナリティや行動条件を課されるという不満がある（Hausmann and Velasco [2004], Buira [2006]）。一方、米欧などの IMF の主要出資国においては EME への特例融資が危機の早期封じ込めという所期の目的を達成しておらず、安易な巨額融資が貸し手・借り手双方のモラル・ハザードを悪化させているという批判が強まっている（Goldstein [2005], Irwin and Salmon [2006]）。さらにそれ以外の加盟国や外部の研究者からも IMF の融資の規模や条件が執行

部や理事会議席国の政治的配慮によって歪められている可能性が指摘されている（Barro and Lee [2005], Mishkin [2006], Chapter 11）。これらの批判を受けて IMF は 2002 年に新たな融資条件ガイドライン（Guidelines on Conditionality）を作成し、コンディショナリティの簡素化に取り組んでいる（IMF [2002a], IMF [2005a]）。さらに 2003 年には特例融資の実施条件と審査プロセスの明確化が行われ⁵、既存の融資の長期化に対応する形で SRF の返済スケジュールの弾力化も実施された⁶。しかしこれらの対策によっても加盟国の不満が解消されたとは言いがたい状況にある。

先述したように、IMF は 2005 年から中期戦略にもとづく組織と政策の改革に取り組んでいる。2005 年 9 月にデ・ラト専務理事の報告書として初めて公表された中期戦略において「EME は成長と効率性上昇という実体経済面における（グローバル化の）最大の受益者であるが、（国際）資金フローの不安定性に起因する経済の不安定性（boom-bust cycles）のリスクも最も高く」、IMF がこれらの国々の（経済）危機の（予防と解決の）「双方にために取り組むべき課題は多く残されている」と述べられ、EME への支援強化を中期戦略の重点分野に位置づける意思が示された（IMF [2005b], p. 7）。さらに 2006 年後半に公表された幾つかの文書において中期戦略が実施段階に至ったことが宣言され、EME に関してはファンダメンタルズが強固だが（資本移動の変調に対する）脆弱性を残す国に流動性を供与するための新たな資金供与制度（a new financing instrument）が検討されていることが明らかにされた（IMF [2006a, c]）。さらにこれらと前後して公表された文書ではこの流動性供与制度の意義が議論され、その具体的な例としてリザ

⁵ 2003 年の見直し後の特例条項の発動条件は、(1) 当該国の資本勘定に深刻な圧力が生じている、(2) 既存の対外債務を（不履行やリスケジュールなしに）返済できる見込みがある、(3) 特例融資の返済期限までに国際金融市場への復帰が見込まれる、(4) 当該国が融資の条件として IMF に提出する政策調整プログラムに十分な効果が期待できることとなっている。さらに (1) 融資の審査過程でスタッフが上記の要件が満たされていることを十分に示す、(2) 融資案件の審査過程の早期から理事会に十分な情報と審議の機会を提供する、(3) 全ての案件についてプログラム終了後 1 年以内に事後評価を実施することも義務付けられた（IMF [2003a]）。

⁶ 返済までの期待期間が 1－1.5 年から 2－2.5 年に、返済期限が 2－2.5 年から 2.5－3 年に延長された。

ーブ増強ライン（Reserve Augmentation Line: RAL）の仮称による仕組みが検討されている（IMF [2006d]）。本稿の執筆時点では RAL ないし同様の制度が実現するかどうかは確定していないが、2007 年春の総会までに具体的な道筋をつける（making concrete progress）意思が明らかにされている（IMF [2006e]）。

IMF [2006d]らを読むと分かるように、現在検討されている流動性供与制度は本質的に 2003 年に失効した CCL と同様の性質を持つ一種の融資保証制度である。また、その目的が「ファンダメンタルズは強固だが（資本移動の変調に）脆弱な国に流動性を供与する」とこととされていることから判断して、IMF は過去の EME の国際収支危機の相当部分が当該国の管理能力を超える外生的な要因によるものであり、しかも既存の IMF の融資ファシリティによっては、これらの国々に対して適切な支援を行うことができないと考えていることになる。これらの認識は正しいだろうか。また、IMF の EME に対する支援強化策として融資保証制度の新設は適切な選択といえるだろうか。次節ではまず前者の問題を考え、第 3 節において後者の問題を検討する。

2. EME のマクロ経済環境と金融通貨政策の変容

IMF の EME 支援策のあり方を考える上でまず認識しておくべきと思われるのは、EME という言葉が厳密に概念規定された用語ではなく、実際にどの国がそれに該当するかについても必ずしもコンセンサスがあるわけではないことである。一般的には EME とは「開発途上国ないし社会主義国から先進資本主義国への移行過程にあり、海外投資家が投資適格国と見なしている（ないし見なしつつある）国々」を意味しており、実務的には先進国の大手民間投資機関が恒常的に市場環境をモニターしている 20—30 カ国を指す場合が多い。しかし表 4 から明らかなように、これらの金融機関が EME 投資のベンチマークとして作成している金融価格指数に含まれている開発途上国の集合は同一でなく、国によって債

表4：民間投資機関の新興市場指数に含まれる EME

国名	所得水準 ⁽¹⁾	JP Morgan EMBI ⁽²⁾ (債券)	EMM BSI ⁽³⁾ (債券)	MSCI EMI ⁽⁴⁾ (株式)	S&P/IFCG ⁽⁵⁾ Global (株式)	S&P/IFCG ⁽⁵⁾ Frontier (株式)
アルジェリア	下位中所得国		*			
アルゼンチン	上位中所得国	*	*	*	*	
バーレーン	高所得国				*	
バングラデシュ	低所得国					*
ボツワナ	上位中所得国					*
ブラジル	下位中所得国	*	*	*	*	
ブルガリア	下位中所得国	*	*			*
チリ	上位中所得国	*		*	*	
中国	下位中所得国	*	*	*	*	
コロンビア	下位中所得国	*	*	*	*	
コートジボアール	低所得国	*				*
クロアチア	上位中所得国					*
チェコ	上位中所得国			*	*	*
ドミニカ共和国	下位中所得国	*				
エクアドル	下位中所得国	*	*			*
エジプト	下位中所得国	*	*	*	*	
エルサルバドル	下位中所得国	*				
エストニア	上位中所得国					*
ガーナ	低所得国					*
ハンガリー	上位中所得国	*	*	*	*	
インド	低所得国			*	*	
インドネシア	下位中所得国	*	*	*	*	
イラク	下位中所得国	*				
イスラエル	高所得国			*	*	
ジャマイカ	下位中所得国					*
ヨルダン	下位中所得国			*	*	
ケニア	低所得国					*
韓国	高所得国		*	*	*	
ラトビア	上位中所得国					*
レバノン	上位中所得国	*				*
リトアニア	上位中所得国					*
マレーシア	上位中所得国	*	*	*	*	
モリシャス	上位中所得国					*
メキシコ	上位中所得国	*	*	*	*	
モロッコ	下位中所得国	*	*	*	*	
ナミビア	下位中所得国					*
ナイジェリア	低所得国	*	*		*	
オマーン	上位中所得国				*	
パキスタン	低所得国	*		*	*	
パナマ	上位中所得国	*				
ペルー	下位中所得国	*	*	*	*	
フィリピン	下位中所得国	*	*	*	*	
ポーランド	上位中所得国	*	*	*	*	
カタール	高所得国		*			
ルーマニア	下位中所得国		*			*
ロシア	上位中所得国	*	*	*	*	
サウジアラビア	高所得国				*	
セルビア	下位中所得国	*				
スロバキア	上位中所得国				*	
スロベニア	高所得国					*
南アフリカ	上位中所得国	*	*	*	*	
スリランカ	下位中所得国				*	
台湾	N/A			*	*	
タイ	下位中所得国		*	*	*	
トリニダード・トバゴ	上位中所得国					*
チュニジア	下位中所得国	*				*
トルコ	上位中所得国	*	*	*	*	
ウクライナ	下位中所得国	*	*			*
ウルグアイ	上位中所得国	*				
ベネズエラ	上位中所得国	*	*		*	
ベトナム	低所得国	*				
ジンバブエ	低所得国				*	

(注および出所) シェードは3つ以上の指数に含まれている国を示す。⁽¹⁾ World Bank *World Development Indicators* 2006による。⁽²⁾ JP Morgan Emerging Market Bond Index。⁽³⁾ Emerging Market Monitor Bond Sentiment Index。⁽⁴⁾ Morgan Stanley Capital International Emerging Market Index。⁽⁵⁾ Standard & Poor's/ International Finance Corporation Global Index。

券や株式などの特定資産に関する指数のみに含まれているケースも少なくない。IMF の中期戦略や公式文書においても EME の定義は見当たらず、国際金融市場の動向分析のための定期刊行物である *Global Financial Stability Report* においても民間金融機関の判断を事実上追認する形で分析対象国が選択されている。

また、一般に EME と呼ばれる国々の間で当局の対内金融投資に対する姿勢や内外金融統合の進捗状況の大きな差異が存在することにも注意が必要である。各国の資本規制を定量的に比較することは必ずしも容易な作業ではないが、IMF の *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAER) では国際金融取引に関する加盟国の規制や取り決めがまとめられている。AREAER の情報をもとに過去 20 年間の先進国と主要な EME における資本規制の強度(範囲)の変化を集計し、その結果を推移行列の形に整理したのが表 5 である。この表の行頭と列頭の数値は国際資本取引に関係の深い 6 分野における規制の有無を規制なし=0、あり=1 として集計した値を示しており、数値が大きいほど規制が強い(規制の範囲が広い)ことを意味している⁷。この表を見ると、過去 20 年間に EU 加盟国において急速に對外金融取引の自由化が行われたこと⁸、その他の先進諸国においても一定の自由化が進展したことが分かる。一方、少なくともこの表による限り、EME における自由化の進展は全体に緩慢であり、国によってもその進捗状況に大きなばらつきがある。全体の 4 割以上の国々が現在でも 6 項目すべてにおいて何らかの規制を維持していることを鑑みても、EME と呼ばれる国々が必ずしも積極的に国際金融投資を推進しているわけではないことを理解できよう⁹

⁷ 1996 年版以降の AREAER には全加盟国について上記の 6 項目を含む 13 項目に関する規制や取り決めの有無をまとめた一覧表が収録されている。それ以前の時期に関しては一覧表が存在しないため、1984 年と 1994 年の値は Miniane [2004] が AREAER の国別ページの情報を集計した数値をもとに算出した。表 5 には Miniane [2004] の集計対象国である 34 カ国のうち、ルクセンブルクと香港、シンガポールをのぞく全ての国が含まれている。

⁸ これは 1977 年の First Banking Directive や 1986 年の Single European Act による欧州単一金融市場創設への取り組みによるところが大きい。

⁹ ただし規制ありとされている項目においても部分的な規制緩和が行われているケースがあ

表 5 : 先進国と EME における対外資本自由化の進捗状況

先進国 (EU加盟国)

1984 \ 1994	0	1	2	3	4	5	6	1994 \ 2004	0	1	2	3	4	5	6
0								0		1	1				
1		1						1		2	1				
2								2		1	1	1			
3				1				3		1	1		1		
4	1	1	1					4		1					
5						1		5							
6	1	1	2	2			1	6		1					

先進国 (その他OECD加盟国)

1984 \ 1994	0	1	2	3	4	5	6	1994 \ 2004	0	1	2	3	4	5	6
0								0							
1								1							
2			1					2		2		1	1		
3			2					3							
4					1			4		1				1	
5			1		1			5							
6								6							

EME

1984 \ 1994	0	1	2	3	4	5	6	1994 \ 2004	0	1	2	3	4	5	6
0								0							
1								1							
2								2	1						1
3								3							
4			1					4							
5			1			1		5						1	1
6						1	8	6				1		2	5

(注) 図中の数値は国際金融取引に関する6つの規制項目につき、規制なしを0、ありを1として集計した値を示す。これらの規制は、Controls on: (1) Capital market securities, (2) Money market instruments, (3) Collective investment securities, (4) Derivatives and other instruments および Provisions specific to: (5) Commercial banks and other credit institutions, (6) Institutional investors。1984年と1994年はMiniane (2004)、2004年はIMF AREAER 2005をもとに集計。

(出所) Miniane (2004)およびIMF Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2005をもとに集計。

表 6 はより多くの国々を対象として、各国の対外金融統合の進捗状況を表 5 と同様の形式に表現したものである。この表の左側の 4 つの行列は各国の対外金融資産と負債の総額（政府間信用、海外直接投資および金融派生商品をのぞく）の対 GDP 比率が 1990 年から 2004 年の 15 年間にどのように変化したかを表してお

ること、各項目中の詳細な取り決めの中に資本規制よりは国内金融機関のブルーデンス規制を意図したと思われるものも含まれていることに注意が必要である。なお、表 5 の EME の中で 2004 年までに全項目の規制が撤廃された唯一の国はエクアドルだが、これは同国が 2000 年にドル化に踏み切ったことを反映したものである。

表 6：先進国と EME における対外金融統合の進捗状況

先進国 (EU)

1992 \ 2004	<0.4	<0.8	<1.2	<1.6	<2.0	≥2.0	1992 \ 2004	<0.5	<1.0	<1.5	<2.0	<2.5	≥2.5
<0.4							<0.5						
<0.8					2	2	<1.0						1
<1.2						5	<1.5						2
<1.6						1	<2.0						7
<2.0						2	<2.5						3
≥2.0						2	≥2.5						1

先進国 (その他OECD)

1992 \ 2004	<0.4	<0.8	<1.2	<1.6	<2.0	≥2.0	1992 \ 2004	<0.5	<1.0	<1.5	<2.0	<2.5	≥2.5
<0.4							<0.5						
<0.8				2		2	<1.0						1
<1.2			1	2			<1.5				1	1	
<1.6							<2.0			1		1	
<2.0							<2.5						
≥2.0						1	≥2.5						3

EME (主要国)

1992 \ 2004	<0.4	<0.8	<1.2	<1.6	<2.0	≥2.0	1992 \ 2004	<0.5	<1.0	<1.5	<2.0	<2.5	≥2.5
<0.4	1	1	1				<0.5		1				
<0.8		8	4		1		<1.0	2	3		1		
<1.2		4	3				<1.5		2	5			
<1.6		1					<2.0		3	3			
<2.0			1				<2.5				2		
≥2.0							≥2.5				1		1

EME (その他)

1992 \ 2004	<0.4	<0.8	<1.2	<1.6	<2.0	≥2.0	1992 \ 2004	<0.5	<1.0	<1.5	<2.0	<2.5	≥2.5
<0.4	1	3		2			<0.5	1	3	3			
<0.8	2	6	2	3			<1.0	1	4				
<1.2		2	1			1	<1.5	1	4	1			
<1.6			1				<2.0		1	2	1		
<2.0			1	1			<2.5		1				
≥2.0						2	≥2.5			1			1

(注) 左図はFDI以外の民間対外債権債務総額/GDPによる。右図はFDI以外の民間対外債権債務総額/財・サービスの輸出入総額による。EME(主要国)は表4のうちシェードの付された国々、EME(その他)はそれ以外の国々を示す(いずれも非OECD高所得国を除く)。

(出所) Lane and Milesi-Feretti (2006) および World Bank World Development Indicators (2006) のデータをもとに集計。

り、右側の4つの行列は同じ対外金融資産・負債総額の輸出入総額に対する比率の推移を示している。これらを見るとやはり先進国（特にEU加盟国）における数値の上昇が顕著であり、2004年には大半の国において二つの比率の値が2を超えている。一方、EMEにおいては国によって数値の水準も2時点間の変化もまちまちであり、主要なEME（表4においてシェードの付された国）の中にも

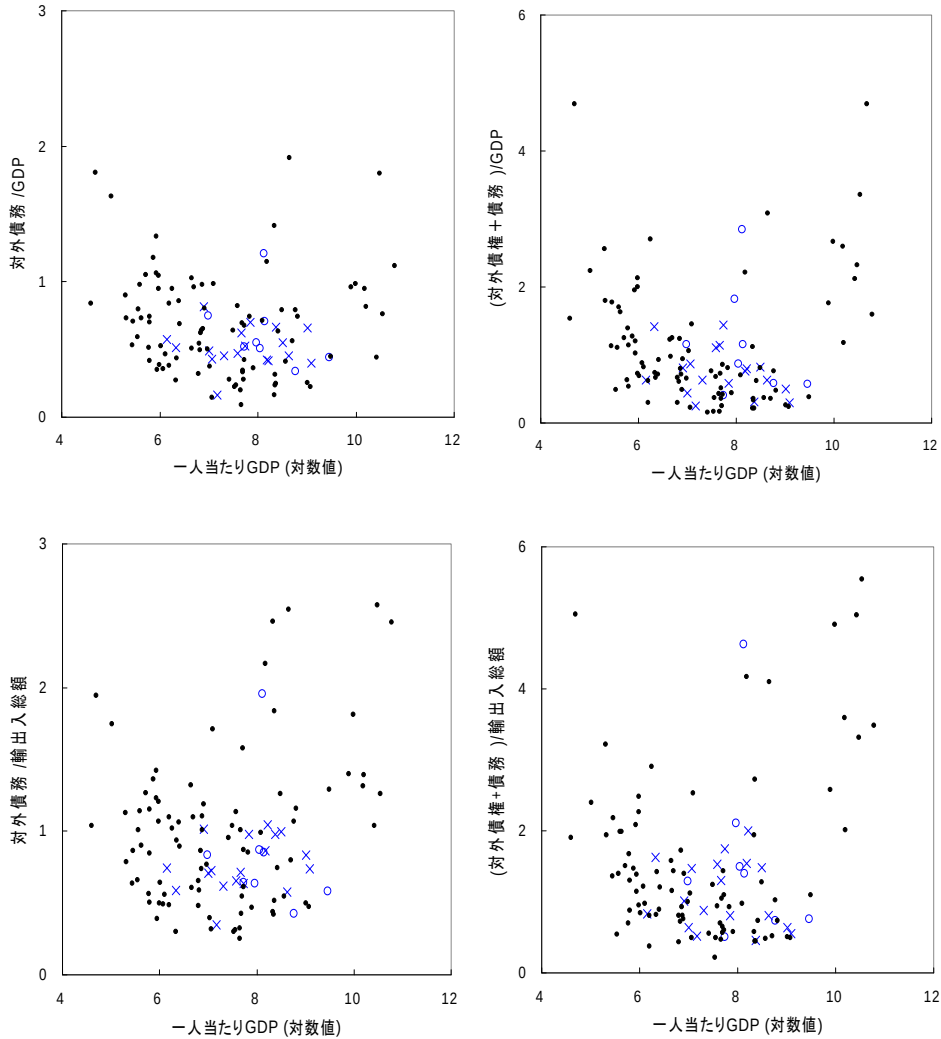
過去 15 年間に数値が低下した国さえ存在する。数値の低下は必ずしも当該国の対外金融統合の後退を示すものではないが、先進国と比べて EME の対外金融統合が相対的に限定的であること、国によってその進展度に大きな差があることは事実であろう。

上記の点を別の角度から確認するために、図 3 では EME を含む世界 115 カ国を対象に、各国の直近の対外負債残高および対外資産残高と負債残高の合計値の対 GDP および貿易総額比率を当該国の一人当たり GDP に対してプロットした。これを見ると分かるように、一般に EME と呼ばれる国々において上記の比率で測った対外金融統合度が一様に高いという事実は認められない。過去に IMF が大型融資を実施した EME の間でも内外金融投資の規模に大きなばらつきが存在することから判断しても¹⁰、ある国において深刻な国際収支危機が生じるか否かは必ずしも対外資本開放の進捗状況や内外資本移動の規模だけに依存しているわけではなく、むしろ他の要因がより重要な役割を果たしている可能性がある。また、仮に潜在的・顕在的に国際金融市場へのアクセスを持つ開発途上国を EME とみなした場合、それに該当する国の集合は表 4 に示したものよりずっと大きくなるはずであり、それらの国々を他の国々と異なる「特別な」集団として支援策を議論することの是非は必ずしも自明でないように思われる。

1990 年代半ばから EME の国際収支危機が頻発する中で、国際資本移動の変調が通貨危機や国内の金融危機を伴って発生した場合に深刻な国際収支危機を惹起しがちであることが明らかになった (Eichengreen [2002])。また、一国の対外債権と対外債務の間に契約通貨や返済期間に関する著しい乖離（いわゆるダブル・ミスマッチ）が存在する場合、これらの現象が相互増強的に悪化する傾向があることも理解されるようになった。当該国の政府や金融機関、企業などが抱える債務が債権に比べて短期・外国通貨建てに偏っている場合、資本流出によって

¹⁰ 4 つのパネルにおいて縦軸の数値が最も大きい EME はアルゼンチンである。これは 2002 年の通貨危機によって自国通貨ベースでの対外債務が膨れ上がったことによるところが多く、必ずしも同国において他の国々より対外金融統合度が進展していることを意味するわけではない。

図 3：世界各国の対外金融統合（2002-2004 年平均値）



【注】図中の○は1995年以降にIMFの特例融資を受けた国、×はそれ以外のEME、●は残りの国々を示す。EMEは表4でシェードの付された国を示す。対外債権・債務はFDIを除く。輸出入総額はサービスを含む。ユーロ圏の国々は全体で1カ国として計算した。世界銀行の分類によるOECD非加盟の高所得国は特殊な金融センターやタックス・ヘイブンを多く含んでいるため、集計対象から除外した。

【出所】Lane and Milesi-Ferretti [2006]、IMF *International Financial Statistics*、World Bank *World Development Indicators* などのデータをもとに集計。

自国通貨が減価すると自国通貨ベースでの純債務が増大する。とりわけ国内銀行のバランスシート上でこのような事態が発生した場合、銀行の破綻や貸し渋りによる金融仲介機能の低下が国内の生産・消費活動を停滞させ、それがさらに資本流出を加速する可能性が高い。そのような場合、当初の資本流出が外生的な要因によるものか内生的な要因によるものかによらず、結果的に資本流出と通貨危機、金融危機、国内の経済活動の落ち込みがスパイラル的に悪化する可能性すら考えられる（Mishkin [2006]）。

表 7 は図 1 に示された資本移動の変調の事例に関して、個々の事例が通貨危機や国内の銀行危機を伴っていたか、それが IMF の特例融資に帰結したかどうかを調べた上で、それぞれのケースの数を高所得国（先進国）と EME を多く含む中所得国グループ別に集計したものである（通貨危機や銀行危機の定義の詳細は表の注を参照）。これを見ると、先進国においても EME においても資本移動の変調自体は頻繁に生じていること、ただしそれが通貨危機や銀行危機を伴って発生した事例がほとんど存在しないことが分かる。一方、EME においては資本移動の変調の事例全体の中で通貨危機ないし銀行危機を伴ったものが 40%以上を占めており、通貨・銀行危機をともに伴ったものの比率も 20%近くに上っている¹¹。さらに注目すべきは、通貨危機と銀行危機の双方を伴った 6 件の事例のうち 5 件が IMF の特例融資に帰結している事実である¹²。したがって少なくとも過去の経験による限り、通貨制度の選択や国内金融機関の管理体制は EME における深刻な国際収支危機の蓋然性を決定する重要な要因であると考えられる。

突発的な資本流出がきっかけとなって極端な自国通貨の減価が生じることを回避するためには、平時から硬直的な通貨政策を避け、市場参加者に自己実現的

¹¹ ただしこれらの事例には通貨危機や銀行危機が資本流出に先行して生じたケースも資本流出開始後に生じたケースも含まれている。

¹² これらの 5 件はインドネシア（1998 年）、韓国（1997 年）、タイ（1998 年）、トルコ（2001 年）、ロシア（1999 年）であり、他の特例融資対象国であるアルゼンチン、ウルグアイ、ブラジル、メキシコにおいては融資期間中に表 1 の定義による資本移動変調の事実は認められなかった。これらの国々においても相当規模の資本流出が生じたことは事実であるが、上記の観察はこれらの国々の国際収支危機が純粋な資本収支危機でなかった可能性を示唆している。

表 7：急激な資本流出と通貨・銀行危機の関係（1990-2002 年）

高所得国 (36件)		通貨危機	
		Yes	No
銀行危機	Yes	0 (0)	4 (0)
	No	0 (0)	32 (0)

中所得国 (34件)		通貨危機	
		Yes	No
銀行危機	Yes	6 (5)	6 (0)
	No	3 (0)	19 (0)

(注1) 括弧内はIMFの大規模融資(>クォータの300%)に帰結した件数を示す。

(注2) 「急激な資本流出」の定義は図1の注を参照。

(注3) 「通貨危機(Yes)」は急激な資本移動が生じた年を含む前後3年間のいずれかの年に以下の条件のいずれかないし両方が満たされたケースを示す。① $\Delta e(t) > 40\%$ and $\Delta e(t) - \Delta e(t-1) > 30\%$ 、② $\Delta e(t-1) + \Delta e(t) > 50\%$ かつ $[\Delta e(t-1) + \Delta e(t)] - \Delta e(t-2) > 30\%$ 。 $\Delta e(t)$ はt-1年からt年にかけての自国通貨の対ドルレートの名目減価率を示す。

(注4) 「銀行危機(Yes)」は急激な資本流出が生じた年を含む前後3年間のいずれかに銀行危機が生じていたケース。銀行危機のデータはCaprio and Klingebiel (2003)によって抽出されたsystemic banking crisisの事例による。

(資料) IMF International Financial Statistics、World Bank World Development Indicators、Caprio and Klingebiel (2003)をもとに集計。

な通貨投機の機会を与えないよう注意することが必要となる。また、自国通貨の切り下がりが金融危機に帰結する事態を防ぐには銀行のリスク管理を徹底させると同時に政府自身も外貨建て債務の取り入れを避けることが必要となる。しかし一部の論者は、経済環境に不確定要因が多く政策当局の信頼度も低い開発途上国が自国通貨建て・長期の資金を取り入れることはそもそも困難であり、これらの国々における債権・債務のダブル・ミスマッチは政策の失敗というよりは除去不可能な「原罪 (original sin)」であると主張している (Eichengreen and Hausmann [1999])。そして一国全体のバランスシートに深刻なダブル・ミスマッチが存在している以上、資本移動の変調→自国通貨の減価→金融危機→さらなる資本逃避というメカニズムを懸念する通貨当局は弾力的な通貨政策を採りえず、一時的に外国為替市場介入を放棄しても早晚標準的なペッグに近い政策に回帰せざるを得ない (いわゆる *fear of floating*) といわれることが少なくない (Eichengreen et al. [2005a, b], McKinnon [2005])。しかし最新の統計や各国の政策運営状況を観察する限り、これらの見解はやや誇張されているように思われる。

まず、1990 年代後半から実際に多くの開発途上国において固定為替相場制度が放棄され、国内物価などを金融政策のアンカーとする新たな金融政策の枠組みが定着しつつある。表 8 は 1990 年代初頭から現在までの先進国と EME の金融通

貨政策レジームの変化をまとめたものである¹³。これを見ると分かるように、1993年時点では大半の EME が固定為替相場制度ないしそれに類する制度を維持しており、管理フロート制度を採用する国においてはベースマネーやマネーサプライなどの通貨量が金融政策のアンカーに用いられていた。しかしその後多くの国においてフロートや管理フロート制度への移行が進み、代替的な金融政策の枠組みとしてインフレーション・ターゲティング（Inflation Targeting: IT）を採用する国が急増した。表 8 の最下段（2005 年表）を見ると、先進国・EME とともに（管理）フロートと IT の組み合わせが最もポピュラーな金融通貨制度として定着しつつあることが分かる。この表に含まれていない国々や表中で他の制度に分類されている国々の中にも IT への移行が進みつつある国が少なくない¹⁴。

IT 採用に踏み切る EME が現れ始めた 1990 年代末から 2000 年代初頭には、開発途上国における IT の意義や維持可能性を疑問視する声も少なくなかったが（Eichengreen [2001]）、現在ではむしろ IT を開発途上国特有の金融政策運営上の困難を克服するための装置として積極的に評価する意見も聞かれるようになっている（Kumakura [2006]）。たしかに開発途上国における IT の歴史は短く、目標インフレ率の達成状況も先進国に比べると見劣りするケースが多い。また、開発途上国においては深刻な通貨危機をきっかけに十分な準備や検討を経ずに IT 採用に踏み切った国が少なくなく、その意味や目的に関する政府や国民の理解が十分でないと思われるケースも存在する。さらに IT 採用後も中央銀行が頻繁に外国為替市場介入を行っている国もあり、その中には国内物価の安定以外の目的で実施されたと思われるものも含まれている（Ho and McCauley [2003]）。しかし経済成長の著しい開発途上国では貨幣と実体経済の関係が不安定になりがちなこ

¹³ 開発途上国における fear of floating を強調する論者は当該国が公式に採用する（de jure）通貨制度と実際の（de facto）政策がしばしば大きく異なっていることを強調する（Calvo and Reinhart [2002]）。しかし IMF は 1999 年から実際の政策運営状況を考慮して加盟国の通貨制度を分類するようになっており、表 8 の 1999 年と 2005 年の表は IMF の新分類を、1993 年の表は IMF の新分類の基礎となった Bubula and Otker-Robe [2002] の集計をもとに作成した。

¹⁴ これらの例としてはインドネシアやトルコなどが挙げられる。

表 8 : 先進国と EME の金融通貨政策レジームの変容

1993	金融政策の枠組み(アンカー)					
	為替レート		インフレーターゲッティング		通貨量・その他	
通貨制度	先進国	EME	先進国	EME	先進国	EME
独自通貨なし						
カレンシーボード		1				
標準的ベッグ	11 (9)	6				
クローリング・ベッグ / バンド	1	8				
管理フロート			1		1	7
フロート			4		7	

1999	金融政策の枠組み(アンカー)							
	為替レート		インフレーターゲッティング		通貨量		その他	
通貨制度	先進国	EME	先進国	EME	先進国	EME	先進国	EME
独自通貨なし							11 (11)	
カレンシーボード								
標準的ベッグ	3 (2)	4				1		
クローリング・ベッグ / バンド		3		1				
管理フロート				1			1	1
フロート			4	2			3	2

2005	金融政策の枠組み(アンカー)							
	為替レート		インフレーターゲッティング		通貨量		その他	
通貨制度	先進国	EME	先進国	EME	先進国	EME	先進国	EME
独自通貨なし		1					12 (12)	
カレンシーボード		1						
標準的ベッグ	1 (1)	6 (1)		1		1		1
クローリング・ベッグ / バンド								
管理フロート				4		4		2
フロート			7	8			4	

(注) いずれも年末時点の制度を示す。「標準的ベッグ」は平価の調整を伴わないバンド制度(horizontal bands)を含む。括弧内の数値はERM IおよびIIの参加国を示す。1999年と2005年はユーロ圏の国々を一国として計算した。各年末時点でIMFのプログラム下にあった国は過渡的な制度と見なして除外した。理論上はシェードを付したセルは空白となるはずだが、一部の国では為替レートとその他の金融政策のアンカーが併用されていることが報告されているため、そのようなケースは2つのセルに計上した。

(出所) Bubula and Otker-Robe (2002)、IMF Annual Report、Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions、World Economic Outlook 各年版などの情報をもとに集計。

とはよく知られている通りであり、物価を中期的な政策目標とする IT は名目金利や貨幣量をアンカーとする政策より優れたパフォーマンスを収める可能性がある。また、金融通貨政策が政治によって歪められがちな開発途上国において IT の前提となる中央銀行の独立性の意義は大きく、中期的な物価目標を政府と中央銀行の契約として明示することは国民の金融政策への関心と理解を喚起する上でも有効と思われる。現在のところ、先進国に比べて開発途上国の中央銀行は目

標インフレ率の設定や為替市場介入の決定に関してより大きな権限を与えられているケースが多く、いずれの国々においてもいったん採用された IT が放棄されたケースは生じていない (Kumakura [2006], Rose [2006])。

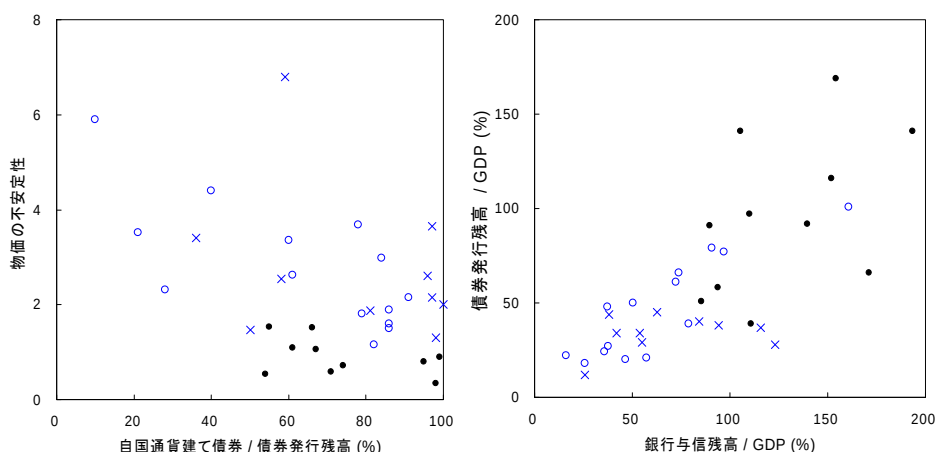
次に開発途上国が自国通貨建て・長期で資金を調達することができないという原罪仮説を考えてみよう。Eichengreen and Hausmann [1999]によって初めて提唱された原罪仮説は、厳密には (1) 開発途上国が自国通貨建てで海外から資金を借り入れることができないという「国際的」原罪と、(2) 開発途上国の経済主体が国内市場においても自国通貨建ての長期資金を調達することができないという「国内的」原罪の二つの仮説から成り立っている。Eichengreen らの一連の論文ではこれらがともに真実であると主張されているが、統計の制約から実際の彼らの分析の中心は (1) の仮説に置かれている。そして、開発途上国の外債発行や海外からの銀行融資取り入れの中で自国通貨建てのものの占める比率がきわめて小さいことをいくつかの指標を用いて示し、それを根拠に開発途上国がダブル・ミスマッチの問題を回避するには外国との資本取引そのものを禁止するしかなく、その場合には投資資金の不足や国内消費の不安定化といった深刻なマクロ経済コストを甘受せざるを得ないと結論づけている (Eichengreen et al. [2005a])。

しかし、多くの開発途上国の対外負債の大半が外国通貨建ての短中期債務であることが原罪仮説の証左かどうかは、必ずしも簡単な問題ではない。まず表 1 で観察したように、開発途上国全体の FDI 以外の純資本流入総額は 1990 年代以来ほぼ一貫してマイナスであり、仮に海外との金融取引を遮断したとしても、それがすなわちマクロの成長資金の制約となるという事実は認められない¹⁵。したがって開発途上国の経済主体が国際金融市場において資金を調達しようとする場合、それがすなわち国内の資本不足や国内金融市場の未発達の結果だとは即断できず、より積極的な理由で海外での調達が選択されている可能性を考える必要がある。Eichengreen らの指標を見るとすぐに気づくことであるが、彼らの定義による国際的原罪は必ずしも開発途上国固有の現象ではなく、大半の先進国におい

¹⁵ この点は EME を多く含む中所得国グループのみに関しても同様である。

てもかなりの程度認められる傾向である。米国やユーロ圏の国々以外の企業が輸入代金支払いや対外直接投資を行う際にはほぼ必然的に外貨が必要となり、これらの企業が国際市場において自ら資金調達した場合でも国内銀行を通じて間接的に調達した場合でも、一国全体で見れば何らかの外貨建ての債務が発生することになる。したがって米国やユーロ圏の国々のように自国通貨建ての対外債務比率の高い国がむしろ特殊なのであり、多くの開発途上国において外国通貨建て債務比率が高いことがすなわちこれらの国々のマクロ経済や金融市場に固有の問題が存在していることを示すものとは言えないように思われる¹⁶。

図 4：先進国と EME における「原罪」（2001 年末現在）



【注】図中の●は先進国を、×は EME のうち高位中所得国以上の国々を、○はそれ以外の EME を示す。先進国はユーロ圏の国々を除く。「物価の不安定性」は $1/2 \times (1992-1997 \text{ 年の CPI 上昇率の標準偏差}) + 2/3 \times (1996-2001 \text{ 年の CPI 上昇率の標準偏差})$ の対数値。債券発行残高は国内外で発行された償還期間 1 年以上の公的・民間債券の額面金額の合計値（中央銀行発行債をのぞく）。

【資料】Burger and Warnock (2006)および World Bank *World Development Indicators* をもとに集計。

図 4 の左パネルは代表的な先進国と EME における長期債券発行残高に占める自国通貨建て債券の割合と物価の安定性の関係を示したものである（物価の安定

¹⁶ 原罪仮説が正しければ国際的原罪に悩む国々は国内的原罪からも免れがたいはずだが、Eichengreen らの試算においても実は両者の間に明瞭な関係は見出されていない (Eichengreen et al. [2005a])。

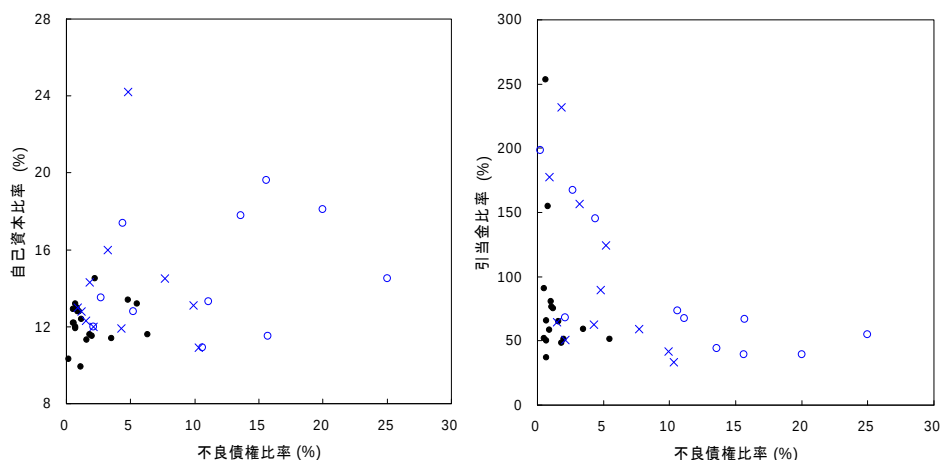
性の定義は図の注を参照)。横軸の数値の分母である長期債発行残高は中央銀行債をのぞく額面償還期間 1 年以上のすべての公的・民間債券を対象としており、国内・海外で発行されたものをともに含んでいる。これを見てまず気づくことは、ほとんどの国の自国通貨建て債券比率が 5 割を超えており、約半数の EME においてその比率が 8 割以上になっていることである。したがって「開発途上国が国内でも海外でも自国通貨建て・長期で資金を調達することができない」という原罪仮説は事実によって反証されているように思われる。

また、自国通貨建て債券残高比率が 5 割未満の国々において物価の不安定指数がかなり高くなっていることにも注目すべきと思われる。自国通貨建て債券比率がとりわけ低い国はアルゼンチン、ブラジル、ペルー、ロシアなどであるが、これらはいずれも 1990 年代以降に年率 100%を超えるハイパー・インフレーションを経験した国々である。ひとたび極端なインフレーションが発生すると物価連動債や為替レート連動債以外の中長期債の市場が急速に消失してしまうことは経験によって知られており、いったん失われた市場を再生するにはそれなりの時間を要することも報告されている (Jeanne and Guscina [2006])。しかし 1980 年代にハイパー・インフレーションを経験したイスラエルやメキシコにおいて自国通貨建て・固定利率債券市場が活況を呈していることを鑑みても、ひとたびマクロ経済管理に失敗すると永遠に原罪に悩まされるかの認識は適切でないように思われる。

図 4 の左パネルはあくまでも長期債発行残高に占める自国通貨建て債券の比率を示したものであり、各国の長期債市場の規模に関する情報は与えてくれない。もし原罪仮説が正しければ、開発途上国では契約通貨によらず長期借入れが困難であり、銀行などを通じて調達した短期資金のロールオーバーによって長期投資がファイナンスされているはずである。そこで図 4 の右パネルでは各国の国内の銀行融資残高と長期債券発行残高の対 GDP 比率の関係をプロットした。これを見ると横軸と縦軸の数値は明瞭な正の相関を示しており、EME グループ全体として債券発行を通じた長期資金調達が困難なために短期の銀行融資に過度に依存している明瞭な証左は認められない。国によって縦軸と横軸の値の比率にか

なりのばらつきがあることは事実であるが、これはむしろ政策によって国内資本市場の構成や発達過程に影響を与えることができることを示唆しているものと思われる。

図 5：先進国と EME の銀行部門の健全性（2005 年末現在）



【注】図中の●は先進国、×は EME のうち高位中所得国以上の国々、○はそれ以外の EME を示す。先進国はユーロ圏の国々を除く。不良債権比率は不良債権総額/融資総額。自己資本比率は自己資本/リスクによりウェイトづけした債権総額。引当金比率は貸倒引当金/不良債権総額。一部の国は 2004 年末の統計による。

【資料】International Monetary Fund *Global Financial Stability Report*（2006 年 9 月号）をもとに集計。

最後に、EME における国内銀行部門の管理状況を直近の統計を用いて観察しておこう。図 5 は本稿の執筆時点で最新の *Global Financial Stability Report* のデータをもとに、先進国と EME の銀行部門の不良債権比率と自己資本比率、不良債権比率と貸倒引当金の関係をプロットしたものである。一般的には図の二つのパネルにおいて左上に位置する国ほど外生的なショックに対する耐性が高いはずであるが、どちらのパネルでも横軸と縦軸の値にはっきりした関係は認められず、国によって当局と金融機関の不良債権処理やリスク管理に対する姿勢にかなりのばらつきが存在することが伺える¹⁷。先進国と EME では不良債権の分類基準

¹⁷ ただし金融機関の自己資本比率や引当金比率は高いほどよいとはいえず、これらの値のばらつきは各国の金融機関のリスク管理技術の巧拙も反映しているはずである。

が同一でないため単純な比較は困難だが、これらの値から推察する限り、EME の中にも先進国並みのリスク管理を行っている国がある一方、不良債権率が高水準にあるにも関わらず自己資本比率や引当金比率が十分でないと思われる国々も存在する。EME の中に過去の金融危機からの再建過程にある国々が含まれていることを考慮する必要があるが、1990 年代後半以降に深刻な金融危機を経験した韓国やメキシコなどのように比較的迅速に不良債権処理が行われたケースも少なくなく、やはり当局の姿勢が重要な役割を果たしているものと思われる。

3. 予防的融資保証制度の意義と問題点

IMF [2006c]などによると、現在 RAL の仮称で議論されている融資保証制度は強固なファンダメンタルズを持ちつつも（資本収支危機に対する）脆弱性を残す加盟国に緊急時の資金供与を保証するものであり、融資保証の条件として当該国に経済金融政策プログラムの提出と実施を義務付けることによってこれらの国々の脆弱性除去への努力を後押しし、さらに有事の際に IMF が迅速な支援を行う準備があることを市場にアピールすることによって国際資本移動の安定性を高めることを狙ったものである。

RAL や 2003 年に失効した CCL は他の IMF の融資ファシリティとは異なり、加盟国に対する一種のクレジットラインの性質を持っている。ただし民間銀行が顧客に対して設定するクレジットラインとはやや異なり、RAL においては加盟国がクレジットラインを申請する際に審査が行われるだけでなく、実際に資金を引き出す時やそれ以降にも一定の審査やモニタリングが実施されることになっている。その意味で RAL は事前審査のみにもとづく民間のクレジットラインと通常の IMF の融資プログラムの中間的性格を持つものといえることができる。ただし、CCL において事後審査の内容や結果に関する不確実性が制度利用の障害となったと言われているため、RAL では引き出し開始時の審査を深刻な資本収支危機が進行している事実を確認する程度にとどめ、その後のモニタリングの

内容も可能な限り簡素化する意向が示されている¹⁸。本稿執筆時点で提案されている RAL と CCL の内容の比較は表 9 にまとめられている。

CCL の失効からわずか 2 年余りの間に類似の制度の創設が浮上したことは意外に思われるかも知れないが、過去数年間の国際金融環境の変化や IMF のあり方をめぐる内外の議論を鑑みると、そのこと自体は必ずしも不思議なこととは言えない。第 2 節で見たように、1990 年代初頭から 2000 年代初頭にかけて IMF の与信活動に占める対 EME 融資の重要性が急速に高まっており、今後も対外金融開放を進めて EME への仲間入りを果たす開発途上国が増加することが見込まれている。しかし、ここ数年の国際経済の安定と開発途上国への民間金融投資の回復を反映して、EME の中でも IMF 融資の繰上げ返済に踏み切る国や将来の資本逃避に備えて公的外貨準備を積み増しする国が増えている。一方、近年では IMF の最貧国向け融資に対する批判が一段と高まっており、貧困削減・成長ファシリティ（Poverty Reduction and Growth Facility: PRGF）を世界銀行に移管して加盟国の短中期的な国際収支調整の支援に専念することを求める意見も聞かれている。したがって今後暫くの間、IMF の資源に対する加盟国全体の需要が低位に留まる可能性が考えられ、3,000 余名のスタッフを抱え、経常支出の財源を貸出利息や手数料に頼る IMF が、EME 向けの与信ファシリティの多様化に活路を見出そうとすることは必ずしも不自然なことではない。

また、近年では IMF の政策やガバナンスに関する批判も強まっており、IMF の執行部やスタッフはこれまで以上に多様な加盟国グループの意向に耳を傾け

¹⁸ IMF [2006d]によれば、引き出し時以降の審査やモニタリングを完全に撤廃するとその分だけ事前審査の条件を厳しく設定する必要があり、結果として資本収支危機の危険性のほとんどない優良国以外に融資保証を行うことができなくなる。したがって事前審査のみにもとづく融資保証制度は効率的ではなく、事前審査と事後審査の適切な組み合わせが望ましいと説明されている。ただし当の EME の間ではこのような見解は必ずしも共有されていないようである（Cordella and Levy Yeyati [2006]）。

表9：CCL と RAL の目的と制度の詳細

	CCL ⁽¹⁾	RAL ⁽²⁾
制度の目的	自国の政策は健全だが外国の資本収支危機の伝播リスクに晒されている国々に予防的な防衛資源 (a precautionary line of defence) を提供する。	自国の政策は健全だがショックに脆弱なEMEに与信枠を提供することによって(1)これらの国々の脆弱性除去への取り組みを後押しし、(2)市場の政策へのコミットメントをアピールすると同時に、(3)自己実現的な危機の発生を予防する。
対象国の選択方法	加盟国の申請による	加盟国の申請による
与信規模	クォータの300-500% (明示的な上限なし)	クォータの300%? ⁽³⁾
返済期限	1-1.5年	1年間? ⁽⁴⁾
金利	通常のIMFの融資ファシリティーの金利プラス1.5%から3.5%のサーチャージ	SRFの一部として設定され、金利もSRFに準じる
適格要件	(1) 他国の危機の伝播以外の理由で与信枠を利用する必要がないことが見込まれている (2) 国際的に認められた基準が遵守されているか遵守に向けた改善がなされつつある (3) 民間投資家との建設的な関係が保たれており、対外負債の水準と構造に関する脆弱性が緩和されつつある (4) 申請時に提出する経済・金融政策プログラムの理事会による承認とその遂行への当局のコミットメント	(1) 与信枠設定時に引き出しが見込まれていない (2) 脆弱性除去に向けた努力がなされており、当局が与信期間中の数値目標を含む経済・金融プログラムの遂行にコミットしている (3) 既存の対外負債が維持可能と判断されている (4) SDDSを含む透明な政策とデータ公表基準へのコミットメントが示されている (5) FSAPの実施?
適格要件の判断基準	(1) 直近の第4条審査における肯定的評価 (2) SDDSやBasle Core Principles for Banking Supervisionの遵守ないしそれに向けた取り組み (3) 公的部門と(当局の為替管理などを原因とする)民間部門の対外支払い遅延の有無 (4) 実質為替レート、対外負債の水準や構成、外貨準備の規模、国内信用の対GDP比率の動向など一連の対外債務健全性指標	未定。申請時にIMFに提出する経済・金融政策プログラムは四半期ごとの数値目標を含む。
初回アクセス時の審査	あり。引き出しの承認要件として(1) 突然の市場の信頼喪失により短期的な国際収支ファイナンスに著しい困難が生じている、(2) 国際収支の困難が主として国際金融市場の環境悪化を反映したものであり、当該国の管理能力を越えていると判断されることが必要。初回引き出し時にIMFとそれ以降に実施する経済・金融プログラムの内容を確認。	資本収支危機が生じていることの確認などをのぞき、基本的になし。
アクセス開始時の引き出し上限	通常は与信枠全体の約1/3	なし
アクセス開始後のモニタリング方法	定期的な審査あり。初回引き出し時点でそれ以降の引き出し条件やスケジュールを確定せず、約束された経済金融プログラムの実施状況や国際金融環境の動向などを考慮しつつ決定。	半年ペースの経済政策計画書の審査。事後的な理事会との議論。

⁽¹⁾ 2000年秋の見直しにより制度の一部が変更された。⁽²⁾ IMF (2006d)などによる。多くの項目は検討中。⁽³⁾ クォータの500%程度を求める意見あり。⁽⁴⁾ 2-3年の返済期限を求める意見あり。

る必要性を感じているはずである。EMEの間ではCCL失効時点で制度の延長を望む声が高く、2003年末の最終審議の際にも代替的な政策の可能性（PAの弾力化や小規模クレジットライン制度の新設など）が議論されている（IMF [2003b]）。中期戦略ではIMFのガバナンス改革も重点課題の一つに位置づけられているが、自国の影響力維持を望む米国や西欧の先進国は理事会の議席やクォータ配分の大胆な変更には及び腰である。先進国が既得権益を維持しつつ開発途上国の不満を緩和するためには、後者の国々に対してIMFの有用性を印象づける必要があるが、世界経済においてプレゼンスを高めつつあるEMEをターゲットとする融資保証制度はそのような目的と合致するものといえる。さらに、IMFの組織や政策に対して最も大きな影響力を有しているのは米国であるが、同国の現在の国際金融システムへの関心の中心は自国の経常収支と米ドルの対外価値の秩序ある反転にある（Bird [2006]）。米国が中国をはじめとするEME諸国に過度の為替市場介入や過剰な外貨準備保有の自粛を迫るに当たって、IMFが有事の際に迅速な支援を行う用意を整えることは必ずしも不都合なことではないだろう。

それでは、RALは国際金融システムと開発途上国の国際収支の安定に対してどれだけ寄与するだろうか。CCLが当初の期待と裏腹に全く利用されなかった理由に関しては多くの分析があり、RALの制度設計に際してもCCLの教訓を活用する意思が強調されている（IMF [2003b], [2006d]）。しかし、IMFが加盟国の資本収支管理を支援する目的で融資保証を行うことは多くの概念的・実務的な問題を孕んでおり、それが国際金融市場とEMEのマクロ経済の安定のために有意義な役割を果たす可能性は高くないと思われる。ここではそのような問題として、以下の5点を指摘しておきたい。

第一の問題点は、「ファンダメンタルズは強固だが脆弱性を残すEME」における「（外生的要因による資本収支）危機の予防を支援する」というRALの目的の正当性が必ずしも自明とは思われないことである。第3節で分析したように、一般にEMEと呼ばれる国々はきわめて多様な集団であり、国際金融市場との統合度や当局の政策態度にも大きなばらつきが認められる。また、一部の識者が開発途上国に原理的に内在すると主張する脆弱性が必ずしも克服不可能なものでな

く、むしろ当局の意思次第で比較的短期間に緩和されうるものであることが明らかになりつつある。自国の政策が十分に頑健な加盟国において RAL への需要が存在するとは思われず、このような仕組みは原理的に政策の健全性がグレーゾーンにある国を対象とすることになる。確かに RAL においては加盟国の脆弱性除去の支援が目標の一つに掲げられているが、このような仕組みなしに本当に各国の脆弱性克服が不可能(ないし著しく困難)なのかどうかは議論の余地があろう。

第二に、RAL においては簡素・透明な基準によって申請国に対する事前審査を行うことが強調されているが、画一的な適格基準によってどれだけ適切な判断が可能かは疑問である。本来、一国の経済構造や政策の健全性は総合的に評価すべきものであり、個々のマクロ経済指標や金融指標の適切性は、他の指標の値や当局の政策選好などにも依存している。また、過去の EME の国際収支危機の経験を鑑みても、これらの指標の例として考えられる加盟国の対外債務ポジションや財政負債、国内金融機関の不良債権比率などは短期間に悪化するものであり、申請時に健全と判断された指標が引き出し開始時まで急速に悪化する可能性は小さくない。一方、各国の事情を考慮して弾力的な事前審査を行おうとすれば制度の運用が不透明になる可能性が高く、既存の融資制度との住み分けの問題も生じよう。

第三の問題は RAL が民間投資家の投資行動に与える影響である。先述したように、ある国が RAL によって融資保証を得たという事実は当該国の経済状況や経済金融政策プログラムが IMF によって支持・承認されたという含意を持っており、そのことを市場に対してアピールすることも目的の一つとされている。しかし、もし実際にそのような効果が生じるとすると¹⁹、ある国の融資保証の申請が却下された場合、論理的に言ってその事実は市場に対する強い負のシグナルになるはずである。また、いったん融資保証を得た国において引き出し以前に経済状況が悪化し、IMF が保証を撤回した場合も当該国に対する市場の不安が増幅される可能性が強い。そしてそのような可能性があらかじめ認識されていれば、自

¹⁹ ただし IMF の融資プログラムが民間投資家に与えるシグナル効果に関しては懐疑的な意見が少なくない (Bird and Rowlands [2004])。

国の経済環境や政策の健全性が十分でなく、自己実現的な資本収支危機を懸念する国ほど RAL への申請をためらうはずであり、潜在的に制度が意義を持つ加盟国を遠ざけてしまう可能性が考えられる。これらの問題は IMF [2006e]などにおいても言及されているが、RAL がそれをいかに克服しうるのは十分に説明されていない。実際にはある国が事前審査において不適格と判定された事実が迅速に公表されるとは考えにくく、資本収支危機の引き金となる危険を冒してまで途中で融資保証を撤回することが可能かどうか疑問と言えよう。

第四に、IMF は一般の中央銀行のような独自の信用創造機能を持っていないため、自己実現的な資本逃避への懸念を払拭できるだけの資金を RAL によって保証することは困難だと思われる。ある加盟国において債務返済能力（ソルベンシー）が十分である限り、理論的には IMF が当該国から短期間に海外に流出する資金を上回る規模の融資保証を行えば自己実現的な資本収支危機の余地はなくなる²⁰。そしてそのような場合、理論的には保証された資金が実際に引き出される可能性がないため、IMF は自己の財務状況によらず無制限の融資保証を行うことができることになる。

しかし、実際に上記のような議論が市場の信認を得るとは考えにくい。まず IMF が RAL のような仕組みを通じて EME に融資保証を行う大前提はこれらの国々における資本移動の変調（の多く）が自国の政策の不備によるものでなく、先進国の利上げや他国の資本収支危機の伝播といった外生的要因に起因していることである。しかしそれが事実であれば加盟国の引き出しがランダムに生じると信じる理由はなく、むしろ特定の時期に集中すると予想すべきである。その場合、RAL の機能が市場の信認を得るためには IMF が平時から相当規模の流動性を確保しておく必要があり、その条件が満たされなければ「RAL によって外貨繰りが保証されているから自己実現的な資本収支危機が生じない」という期待は

²⁰ ただし RAL に魅力を感じる国においては債務返済能力そのものがグレーゾーンにある可能性が高く、海外投資家がわずかでも投資資金の安全性に不安を感じれば他の投資家に先駆けて資金を回収しようとするであろう。

裏切られる可能性がある²¹。

現在のところ、RAL の上限値はクォータの 300%程度とする方向で議論されており、過去の EME の国際収支危機の事例からするとこの程度の融資保証によって自己実現的な資本逃避への懸念を封鎖することは困難と思われる²²。一部の加盟国がこれ以上の与信枠を求めているため、今後の議論次第では上記の値を上回る融資枠への道が開かれる可能性もあるが、それにも自ずと限度があろう。実際、一部の理事会メンバーは IMF の他の融資活動に制約が生じることを予防するために、RAL による与信枠全体に上限値を設定することを求めている (IMF [2006c])。

第五に上記の点とも関連して、仮にある国において RAL による融資保証の範囲内で対処不可能な資本収支危機が生じた場合、IMF は既存の融資ファシリティによる支援を迫られることになる。その場合、IMF が経済状況や政策を信認していた国において深刻な危機が生じたことになり、IMF の執行部は理事会に対して説明責任を負うだけでなく、追加的な支援の承認を得る際のハードルも高くなると考えるべきである²³。多くの EME が既存の IMF の融資ファシリティに加えて RAL のような信用保証制度を求める一つの理由は、前者を利用するには政治的に困難な多数のコンディショナリティが課されることである。しかし上記のような事態が生じた場合、被融資国にとって RAL が単に所期の目的を果たさないだけでなく、その後の融資において通常以上に厳しいコンディショナリティや政

²¹ 逆に多くの加盟国が RAL を申請し、それによって当該国の資本収支危機が未然に回避され続けた場合、RAL による融資保証は全く利用されないことになる。その場合、当該国の資本収支の安定が RAL によるものかどうかを事後的に判断することは難しく、いずれは制度の意義が問われることになろう。

²² 表 2 にも示されているように、1990 年代後半以降の EME の国際収支危機において IMF はしばしばクォータの数百%を超える融資を実施している。しかもこれらのほとんどは世界銀行や外国政府の緊急融資と抱き合わせで実施されており、大半のケースにおいて IMF 融資のシェアは 50%を下回っている (IMF [2002b])。

²³ 仮に RAL の上限値がクォータの 300%とされ、これがすべて利用されたとすると、その後の融資の実施には必ず特例条項の発動が必要となる。第 2 節でも見たように、2003 年以降は理事会における特例融資の承認条件は厳格化されている。

策達成条件を課される可能性すら考えられる。そしてその場合、RAL の活用によって自国の政策に対する IMF の介入を回避したいという EME の期待、EME 向けの融資保証制度の整備によってこれらの国々の支持を取り付けようとする IMF の執行部やスタッフの希望、そして RAL の創設によって IMF のガバナンスに関する EME の不満を緩和したいという先進国の思惑の全て裏切られることになる。

これらの問題がどれだけ実際の制度運用の障害となるかは明らかでないが、以下では上記の第一と第二の問題に関する簡単な数値計算を試みておこう。現在のところ RAL の申請国の審査がどのような基準にもとづいて行われるかは未定だが、過去の EME の国際収支危機の事例研究や CCL の適格基準などから判断して、(A) 当該国の対外債務の水準やその動向、(B) 短期の対外流動性（短期債務や経常収支赤字と外貨準備の規模の関係）、(C) 政府部門の債務残高やその動向、(D) 国内金融機関や企業のバランスシートの頑健性、などが有力な候補となる。しかしこれらをどのような具体的な指標によって測るべきか、そしてそれらの指標の値がどのような水準にあれば「ファンダメンタルズが強固」だと判断できるかは明らかでない。さらにそれらの指標によって当該国の経済環境をモニターするためには信頼性のある関連統計が迅速に集計・公開されている必要があるが、概念的に適切な指標を計算するために必要なデータが得られないケースも少なくない。そこでここでは既に SDDS を受け容れている EME を対象として、各国ホームページの SDDS 欄や汎用の国際金融・マクロ統計データベースから集計可能な複数の指標を計算しよう。そして個々の指標について一定の基準を設定し、各加盟国ごとに (a) 適格、(b) 準適格、(c) 不適格の判定を試みる。これらの指標や適格水準の選定が恣意性を伴うことは不可避であるが、ここでは可能な限り過去の資本収支危機の原因などに関する実証研究の結果を参照しつつ適切な選択を行うことを心掛けた²⁴。

個々の指標の定義や基準値、対象国ごとの計算結果は表 10 にまとめられてい

²⁴ これらの実証研究の例としては Cordella and Levy Yeyati [2006]や Chamon et al. [2006]、IMF [2006f, g]などが挙げられる。

る。上記の (A) の基準の例として表中の (1) および (2)、(B) の例として (3)、(C) の例として (5) と (6)、(D) の例として (7) の指標をそれぞれ採用した。本来 (A) の対外債務残高の対 GDP 比率は対外債権残高を差し引いた純債務ベースで計算することが望ましいが、SDDS の Bulletin Board などにおいて純債務の金額が得られる国が限られているため、止むを得ずグロスの債務残高をもとに計算した。また、表 10 の (4) には通貨制度の柔軟性が掲げられており、ここではカレンシーボードや伝統的ペッグなどの硬直的な通貨制度を採用する国を不適格と分類している。これは必ずしもこれらの制度が常に不適切であることを意味するものではないが、第 3 節の分析において過去の EME の深刻な国際収支危機において硬直的な通貨制度が事態を悪化させたと思われる事例がきわめて多いため、ここでは指標の一つに加えることにした。理論的に言っても固定為替相場制度を採用する国はより多くの外貨準備やより低水準の対外負債ポジションを維持する必要がある、通貨制度は他の指標の適切性を評価する上でも重要な情報といえる。(7) は定量的な数値にもとづくものではないが、理事会においても FSAP の受入とその結果の公表を RAL の適格要件に加えることを望む声が上がっていることを考慮して (IMF [2006c])、国内金融システムの代理変数として採用することにした²⁵。さらに IMF の他の融資ファシリティによる借り入れがある国は RAL の対象国としてふさわしくないと判断し、(8) の条件を加えることにした。

表 10 を見てまず気づくことは、全ての指標において適格と判断されている国がきわめて少ないことである。このことは大半の国の経済に何らかの脆弱性が存

²⁵ 現行の SDDS においては加盟国の金融システムの健全性を定量的に比較するためのデータは含まれていない。ただし IMF は 2001 年から一連の金融健全性指標 (Financial Soundness Indicators) の開発を進め、さらに 2003 年からは 62 の加盟国の協力によってこれらの指標の試験的な集計 (coordinated compilation exercise: CCE) が試みられている (IMF [2001], [2006h])。ただし本稿の執筆時点では CCE の結果は公表されていない。また、既に FSAP を実施している国の中にもその結果の公表を拒んでいる国が少なくないことにも注意が必要である。

表 10 : RAL の仮想的な適格要件の達成状況

国 名	対外債務 ポジション (1)	経常収支 (2)	外貨準備 カバレッジ (3)	通貨制度 の柔軟性 (4)	財政債務 ポジション (5)	財政収支 (6)	FSAP (7)	IMF プログラム (8)
アルゼンチン	○	○	●	○	○	○	●	○
アルメニア	△	△	○	○			●	●
ベラルーシ	○	○	●	●			○	○
ブラジル	△	○	○	○			●	○
ブルガリア	△	●	△	●	○	○	○	●
チリ	○	○	○	○		○	○	○
コロンビア	○	○	○	○	●	●	○	○
コスタリカ	○	△	○	●	○	○	○	○
クロアチア	●	△	○	○	●	△	○	○
チェコ	△	△	○	○	●	△	○	○
エクアドル	●	○	●	●	○	○	●	○
エジプト	○	○	○	○			●	○
エルサルバドル	●	△	△	●		●	●	○
エストニア	●	●	●	●			●	○
ハンガリー	●	●	△	△	●	●	○	○
インド	○	○	○	○	●	●	●	○
インドネシア	△	○	○	○	○	○	●	○
イスラエル	○	○	△	○	●	●	○	○
カザフスタン	△	○	○	○	○	○	○	○
韓国	○	○	○	○	○	○	○	○
キルギス	●	△	△	○	○	○	○	●
ラトビア	●	●	●	●	○	○	○	○
リトアニア	△	●	△	●	○	○	○	○
マレーシア	○	○	○	●	○	○	●	○
メキシコ	△	○	○	○	○	○	○	○
モルドバ	●	△	●	○	○	○	○	●
モロッコ	△	○	○	●	●	△	○	○
ペルー	△	○	○	○	△	○	●	○
フィリピン	△	○	○	○	●	△	○	○
ポーランド	△	○	○	○		○	○	○
ルーマニア	△	●	○	○		○	○	○
ロシア	○	○	○	○	○	○	○	○
スロバキア	△	△	○	△	○	△	○	○
スロベニア	○	○	○	△	○	○	○	○
南アフリカ	○	○	△	○	○	○	●	○
タイ	△	○	○	○	○	○	●	○
チュニジア	●	○	○	○		△	○	○
トルコ	△	△	△	○	●	●	●	●
ウクライナ	△	○	○	●	○	○	○	○
ウルグアイ	○	○	○	○	●	△	○	●
アルゼンチン (2000)	△	△	△	●	△	△		●
ブラジル (1998)	○	△	△	●		●		●
インドネシア (1997)	●	○	●	●	○	○		○
韓国 (1997)	○	○	○	○	○	○		○
メキシコ (1994)	△	●	●	●	○	○		○
ロシア (1995)	○	○	△	●				●
タイ (1996)	●	●	●	●	○	○		○
トルコ (1999)	△	○	△	●	●	●		○
ウルグアイ (2001)	○	○	△	●	△	△		●

(注) ○: 適格、△: 準適格、●: 不適格。空欄はデータなし。

(出所) 各国ホームページのDSBB統計、IMF Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions、International Financial Statistics、World Economic Outlook、World Bank World Development Indicators、Global Development Finance、BIS/IMF/OECD/World Bank Joint External Debt Hub (JEDH)、Bubula and Otker-Robe (2002)、Lane and Milesi-Ferretti (2006)などをもとに集計。

表 10. RAL の仮想的な適格要件の達成状況 (続き)

適格基準項目	基準の定義	適格水準(O)	不適格水準(●)
対外債務ポジション (1)	対外純債権総額の対GDP比率	>-0.3	<-0.5
経常収支 (2)	過去3年間の経常収支の対GDP比率の平均値	>-0.03	<-0.06
外貨準備カバレッジ (3)	外貨準備総額/(短期負債総額+過去5年間の経常収支赤字の最大値)	>1.0	<0.5
通貨制度の柔軟性 (4)	IMF AREAERおよびBubula & Otker-Robe (2002)による通貨制度の分類	独立フロート、目標名目為替レートのない管理フロートおよび独自の法定通貨なし	カレンシーボードおよび伝統的ベッグ
財政債務ポジション (5)	過去6年間の財政収支の対GDP比率の累積値	>-0.1	<-0.15
財政収支 (6)	過去3年間の財政収支の対GDP比率の平均値	>-0.02	<-0.04
FSAP (7)	Financial Sector Assessment Programの実施状況	実施済み	未実施
IMFプログラム (8)	IMFの融資プログラム実施状況	実施中のプログラムなし	実施中のプログラムあり

(注) いずれも2006年12月時点で得られた最新のデータによる。(5)は中央政府債務+中央政府保証つき債務。

在していることを示しており、RAL の適用にあたってはこれら国々の中から相対的に健全と思われる国を選択することになる。RAL の対象が「経済ファンダメンタルズや政策は健全だが脆弱性を残す」国とされている以上、そのこと自体は必ずしも問題ではない。しかし、表からも明らかなように、国によって脆弱性の所在は異なっており、適格国と不適格国の線引きに恣意性が生じることは不可避だと思われる。別言すれば、仮に事前審査の根拠となる経済指標を公表したとしても、それによってすなわち簡素で透明な審査が担保されるわけではない。申請国の立場からすると、公表された指標をチェックしても自国の申請が受理されるかどうかを完全に予測することはできないことになり、申請が却下される可能性やそれが市場に与える影響も考慮せざるを得ないことになる。

表 10 を見て気づく第二の点は、現時点で全ての（またはほとんどの）適格基準を満たす少数の「優良国」の中に、韓国やメキシコのように 1990 年代半ば以降に深刻な国際収支危機を経験した国が含まれていることである。IMF [2006d] などでは深刻な国際収支危機からの回復過程にある国がとりわけ外生的な金融ショックに対して脆弱であり、現行の IMF の融資ファシリティのみによってはこれらの国々のリスクに十分に対処できないと主張されている。しかし、韓国やメキシコ（および 1980 年代まで繰り返し国際収支危機を経験したチリ）などのケースがあることを考えれば、しばしば EME の経済に不可避免的に内在すると主張される対外的な脆弱性が当局の意思と努力によって克服不可能であること、過

去に国際収支危機に陥った加盟国の経済再建と脆弱性除去のために本当に RAL のような仕組みが不可欠であることが自明でないことを理解できよう。

第三に、やはり近年深刻な国際収支危機を経験したアルゼンチンやロシアなどにおいても、われわれの指標による対外債務や政府債務ポジションの数値は適格と判定されている。しかしこれは明らかにこれらの国々が一方的な債務不履行によって強制的に対外債務の整理を実施したことを反映しており、過去や現在の政策の健全性を反映したものとは言いがたい。SRF や CCL においては民間投資家との友好的な関係の維持が条件とされており、RAL でも同様の条件が事前審査の基準に加えられる可能性は高い。しかし開発途上国が債務の利払いやロールオーバーに行き詰まった場合、一方的な債務不履行を行わなくても不履行の可能性を示唆しつつ債権者に債務や利払いの猶予や減免を迫るケースは少なくない²⁶。過去に債務のリストラクチャリングの実績を持つ国々を全て RAL の対象から除外することは現実的ではないが、これらの国々を容易に適格国と判定すれば他の国々が不公平感を持つことは必至であろう。

第四に、表 10 から過去に深刻な国際収支危機において硬直的な通貨制度がきわめて重要な役割を果たしていたことを改めて確認できる。表 10 の最下段には IMF の特例融資の受入実績を持つ 9 カ国を対象として、通常のアクセス・リミットを越える融資が初めて取り組まれた年の前年の各指標の値を試算した結果が示されている²⁷。これを見るとほぼ全ての国が危機直前まできわめて硬直的な通貨制度を維持していたこと、そしてそのような制度を担保できるだけの公的外貨準備を保有していなかったことが分かる²⁸。大半の国ではそれ以外の指標の中にも不適格と判定されるものが含まれているため、過去の EME の国際収支危機の原因として通貨制度だけを強調すべきでないことは確かである。しかしこの

²⁶ 表 10 に示された国々の中で近年に公的債務のリストラクチャリングが実施された他の例としては、エクアドル、ウクライナ、ウルグアイなどが挙げられる。

²⁷ 特例融資が年末に開始された国では融資発効年の値を計算した。

²⁸ 9 カ国の中で韓国だけは危機直前の通貨制度が適格とされているが、実際には同国においても 1990 年代半ばまでドルに対する連動性の強い通貨政策が採用されていた。アジア通貨危機以前の東アジア諸国の通貨制度の詳細に関しては Kumakura [2005]を参照。

結果を見る限り、硬直的な通貨制度に固執する国に対して IMF が他の国と同様の融資保証を行うことにはいかにも無理があり、前者の国々に対しては外貨準備の水準を含む他の審査基準の適格水準を大幅に厳格に設定する必要がある²⁹。また、より重要な問題として、通貨制度が十分に柔軟化され、通貨の対内価値（国内物価）の安定を通貨の対外価値（為替レート）の安定に優先する金融政策が定着した EME において、1990 年代後半以降に頻発したような国際収支危機が将来も頻発するかどうかは今一度検討する必要がある。このこと関連して、先進諸国が IMF の融資から事実上卒業した 1980 年代前半が（EU 加盟国を除く）大半の国において変動為替相場制度が定着した時期と一致していたことも想起しておくべきと思われる。

おわりに

本稿では 1990 年代以降に頻発した EME の国際収支危機とそれに対する IMF の対応を跡付け、IMF の中期戦略の一環として進められている EME に対する支援の強化をどのように評価すべきかを考えた。まず、一般に EME と呼ばれる国々は実はきわめて多様な集団であり、これらの国々が必ずしも対内金融投資を積極的に推進しているわけではないこと、他の開発途上国の中にも平均的な EME 以上に（対内金融投資残高の GDP や貿易総額に対する比率で測った）内外金融統合が進展している国も存在することが示された。IMF の中期戦略においては EME が「少数の」「特別な」集団であることが暗黙利に仮定されているが、このような認識が適切かどうかは再考の余地がある。

現在のところ、IMF の EME 支援体制の強化は RAL の仮称で呼ばれる融資保証制度の新設を軸として進められている。第 1 節で指摘したように、この融資保証

²⁹ しかしそのような政策は IMF が EME に対して特定の通貨制度を推奨しているという印象を与える可能性があり、通貨制度の選択を加盟国の専管事項とする現行の IMF 協定との関係が問われることも考えられる。

制度の提唱の背景には EME が資本移動の変調に対する特別な脆弱性を備えており、既存の融資ファシリティのみによっては十分な支援が困難だという認識がある。過去の EME の国際収支危機に関しては既に膨大な研究の蓄積があり、本稿が新たに付け加えることのできる知見は少ないが、第 2 節と第 3 節ではこれらの認識が必ずしも自明でないこと、とりわけ IMF の特例融資の対象となった国々の深刻な対外収支危機の事例において硬直的な通貨制度を初めとする当該国の政策の問題が重要な役割を果たしていたことが示された。一部の論者は開発途上国における *fear of floating* やバランスシートのダブル・ミスマッチを克服不可能な問題だと考えているが、現に多くの EME において（管理）フロート制度や IT が定着しつつあること、一部の EME において既に先進国並みの金融機関のリスク管理体制が構築されつつあることなどから判断すると、このような主張は必ずしも適切でないように思われる。

また、現在検討されている RAL は本質的に 2003 年に失効した CCL と同様の制度であり、その後わずか 2 年余りの間に前者が現実的なオプションとして浮上した過程では IMF の執行部やスタッフ、主要な加盟国などの間の政治経済的な力学も働いていたものと推察される。さらに IMF が RAL のような仕組みを通じて加盟国に融資保証を行うにあたっては、(1) どの国の経済環境や政策を健全とみなすべきかという線引きの難しさ、(2) 資本収支危機における当該国の責任と外生的要因を峻別することの難しさ、(3) 融資保証の付与や剥奪が民間投資家の投資行動に影響を与える可能性、(4) 独自の信用創造機能を持たず融資資源の大半を少数の先進国に頼る IMF の限界といった多くの問題を克服する必要がある。これらの問題の多くは RAL に関する IMF の文書においても言及されているものの、現在のところそれをどのように解決するかは十分に説明されていない。

より本質的な問題として、EME が多様な経済的脆弱性を持つ不均一な集団であることや、過去の個々の国際収支危機における資本勘定の調整過程が様々であったことなどを考慮すると、RAL のように加盟国のクォータにもとづいて標準化された融資保証制度によってこれらの国々の資本勘定管理を支援しようとするのが合理的・効率的かどうかという疑問が生じよう。当の EME の立場から

すると、多数のコンディショナリティや達成条件を課される既存の IMF の融資ファシリティに比べて RAL のような仕組みが魅力的に感じられることは不思議ではない。しかし前節の末尾でも指摘したように、実際にこれらの国々の深刻な資本収支危機に直面した場合、画一的・限定的な規模のクレジットラインによって事態を収束できる保証はなく、結局のところ他の融資ファシリティによる支援も必要となる可能性が高い。したがって EME が既存のファシリティのコンディショナリティや達成条件を回避するために RAL の創設を求めることは必ずしも賢明ではなく、もし前者に本質的な問題があると考えのなら、IMF に対してその一層の見直しを働きかけてゆくべきであろう。

最後に、第 2 節でも言及したように、EME が将来の突発的な資本逃避を懸念する場合、SBA などの現行の融資ファシリティを PA の形で取組むことによって RAL と同様の目的をある程度達成することは不可能ではない³⁰。ただし現在のところ通常のアクセス・リミットを越える PA を明示的に解禁することに関しては一部の先進諸国が難色を示しており、CCL 廃止時や中期戦略の具体化の議論の中でも PA の活用を EME 支援策の中心に据えることは見送られた (IMF [2003b], [2005b])。しかし現に特例条項の発動や SRF などによってアクセス・リミットを大幅に超過する融資が実施されていること、CCL においてもクォータの 500% といった融資の可能性が開かれていたことなどを考慮すると、アクセス・リミットを越える PA のみを忌避する合理的な理由は見当たらない。IMF の執行部とスタッフ、そして IMF に関して異なった利害関係を持つ加盟国は政治的に容易な妥協策として新規の融資制度を選択すべきでなく、過去の国際収支危機の一層の研究や既存の融資ファシリティの柔軟な活用を通じて個々の加盟国にとって最適な支援策を考えてゆくべきと思われる。

³⁰ EME の国際収支危機において PA が有用な役割を果たした事例として挙げられるのがブラジルである。ブラジルは近隣のアルゼンチンの経済危機の伝播を懸念して 2001 年に PA を取組み、資本逃避が本格化した 2002 年夏に引き出しに踏み切った。その後の資本逃避の加速によって追加的な支援が必要となったが、実施中の PA の存在によって審査プロセスが迅速化された (Mussa [2006])。

【参考文献】

- Barro, R. J. and J.-W. Lee [2005], "IMF programs: who is chosen and what are the effects?" *Journal of Monetary Economics* 52(7): 1245-69.
- Bird, G. [2006], "Running the IMF: reducing political bias and increasing independence," *World Economics* 7(4): 111-124.
- Bird, G. and D. Rowlands [2004], "Does the IMF perform a catalytic role?" *World Economics* 5(1): 117-132.
- Buira, A. [2006], "Does the IMF need more financial resources?" in E. Truman (ed.), *Reforming the IMF for the 21st Century*, Washington, D.C.: Institute for International Economics (IIE), pp.457-482.
- Buger, J. and F. Warnock [2006], "Local currency bond markets," *IMF Staff Papers* 53 (Special issue): 133-146.
- Calvo, G. and C. Reinhart [2002], "Fear of floating," *Quarterly Journal of Economics*, 117(2): 379-408.
- Caprio, G. and D. Klingebiel [2003], "Episodes of systemic and borderline financial crises".
(<http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:20699588~pagePK:64214825~piPK:64214943~theSitePK:469382,00.html>)
- Chamon, M., P. Manasse and A. Prati [2006], "Can we predict the next capital account crisis?" paper presented at the 7th Jacques Polak Annual Research Conference, International Monetary Fund (IMF), Washington, D.C., November 9-10, 2006.
- Cordella, T. and E. Levy Yeyati [2006], "A (new) country insurance facility," *International Finance*, 8(1): 1-36.
- Dobson, W. and G. C. Hufbauer [2001], *World Capital Markets: Challenge to the G-10*, Washington, D.C.: IIE.
- Eichengreen, B. [2001], "Can emerging market float? Should they inflation target?" (<http://emlab.berkeley.edu/users/eichengr/policy.html>)
- Eichengreen, B. [2002], *Financial Crises and What to Do about Them*, Oxford: Oxford University Press.
- Eichengreen, B. and R. Hausmann [1999], "Exchange rates and financial fragility," in *New Challenges for Monetary Policy: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*, Jackson Hole, Wyoming, August 26-28, 1999, pp. 329-68.
- Eichengreen, B., R. Hausmann and U. Panizza [2005a], "The pain of original sin," in B. Eichengreen and R. Hausmann (eds.), *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, Chicago and London: Chicago University Press, pp. 13-47.
- [2005b], "The mystery of original sin," in B. Eichengreen and R. Hausmann (eds.), *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, Chicago and London: Chicago University Press, pp. 233-265.

- Goldstein, M. [2005], "The international financial architecture," in F. Bergsten (ed.), *The United States and the World Economy: Foreign Economic Policy for the Next Decade*, Washington, D.C.: IIE.
- Gosh, A., T. Lane, M. Schulze-Ghattas, A. Bulir, J. Hamann, and A. Mourmouras [2004], *IMF-Supported Programs in Capital Account Crises*, IMF Occasional Paper, No. 210, Washington, D.C.: IMF.
- Hausmann, R. and A. Velasco [2004], "The causes of financial crises: moral failures and market failures".
(<http://ksghome.harvard.edu/~avelasco/research.html>)
- Ho, C. and R. McCauley [2003], "Living with flexible exchange rates: issues and recent experience in inflation targeting countries," BIS Working Papers, No. 130.
- IMF [2001], "Financial soundness indicators: policy paper".
(<http://www.imf.org/external/np/mae/fsi/2001/eng/pp.htm>)
- ____ [2002a], "IMF Executive Board Approves New Conditionality Guidelines".
(<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2002/pr0243.htm>)
- ____ [2002b], *IMF-Supported Programs in Capital Account Crises*, Washington, D.C.: IMF.
- ____ [2002c], "Early Warning System models: the next steps forward," *Global Financial Stability Report* (March 2002), pp.48-64.
- ____ [2003a], "Access policy in capital account crisis – modifications to the Supplemental Reserve Facility (SRF) and follow-up issues related to exceptional access policy".
(<http://www.imf.org/external/np/tre/access/2003/011403.htm>)
- ____ [2003b], "IMF concludes discussion on the review of Contingent Credit Lines".
(<http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2003/pn03146.htm>)
- ____ [2005a], "Review of the 2002 conditionality guidelines – selected issues".
(<http://www.imf.org/External/np/pp/eng/2005/030405.htm>)
- ____ [2005b], "Implementing the IMF's medium-term strategy".
(<http://www.imf.org/external/np/exr/ib/2006/091106.htm>)
- ____ [2006a], "A medium-term strategy for the IMF: Meeting the challenges of globalization".
(<http://www.imf.org/external/np/exr/ib/2006/041806.htm>)
- ____ [2006b], "Precautionary arrangements – purposes and performance".
(<http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=570>)
- ____ [2006c], "IMF Executive Board holds board seminar on consideration of a new liquidity instrument for market access countries".
(<http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2006/pn06104.htm>)
- ____ [2006d], "Consideration of a new liquidity instrument for market access countries".
(<http://www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=3888>)
- ____ [2006e], "Statement by Rodrigo de Rato, Managing Director of the International Monetary Fund, on the Work Program of the Executive Board".
(<http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2006/pr06267.htm>)

- _____. [2006f], “Country insurance: the role of domestic policies”.
(<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2006/061906.pdf>)
- _____. [2006g], “Fund-supported programs and crisis prevention”.
(<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2006/032306.pdf>)
- _____. [2006h], “Financial soundness indicators (FSIs) and the IMF”.
(<http://www.imf.org/external/np/sta/fsi/eng/fsi.htm>)
- Irwin, G. and C. Salmon [2006], “The case against the IMF as a lender of final resort”, in E. Truman (ed.), *Reforming the IMF for the 21st Century*, Washington, D.C.: IIE, pp.315-328.
- Jeanne, O. and A. Guscina [2006], “Government debt in emerging market countries: a new data set,” IMF Working Paper WP/06/98.
- Kumakura, M. [2005], “Exchange rate regimes in Asia: dispelling the myth of soft dollar pegs,” *Journal of the Asia Pacific Economy*, 10(1): 70-96.
- Kumakura, M. [2006], “Monetary policy, international liquidity, and central bank balance sheet in emerging market economies”.
(<http://www.econ.osaka-cu.ac.jp/~Kumakura/papers/papers-E.html>)
- Lane, P. R. and G. M. Milesi-Ferretti [2006], “The external wealth of nations mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004,” IMF Working Paper WP/06/69.
- McKinnon, R. [2005], *Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Miniane, J. [2004], “A New Set of Measures on Capital Account Restrictions,” IMF Staff Papers, 51(2): 276-307.
- Mishkin, F. [2006], *The Next Great Globalization*, Princeton, NJ and Oxford, UK: Princeton University Press.
- Mussa, M. [2006], “Reflections on the functions and facilities for IMF lending,” in E. Truman (ed.) *Reforming the IMF for the 21st Century*, Washington, D.C.: IIE, pp. 413-456.
- Rose, A. [2006], “A stable international monetary system emerges: inflation targeting is Bretton Woods, reversed,” NBER Working Paper No. 12711.
- Williamson, J. [2005], *Curbing the Boom-Bust Cycle: Stabilizing Capital Flows to Emerging Markets*, Washington, D.C.: IIE.