

通貨危機と IMF の機能

——最後の貸し手としての IMF の役割——

矢 野 生 子

I はじめに

第2次世界大戦後の世界経済体制においては、為替相場の安定と貿易の拡大が主要な目標であった。為替相場の安定を妨げる為替制限の除去を目的として設立された IMF（国際通貨基金）は、西欧の経済復興や南北問題の進展、OPEC 諸国の興隆とともに急激に変化する世界経済の諸問題に対して、その度対応することを目的としてきた。

特に1990年代においては、先進工業諸国から中南米やアジア諸国などの発展途上国への国際資本移動が増加し、ASEAN 諸国や韓国などの東アジア地域では、「東アジアの奇跡」とまで呼ばれ、急激な成長を遂げていた。このような状況のもとで、さらなる国際資本移動をスムーズにするために IMF では資本勘定の自由化を推進するための協定の改正を協議していた¹⁾。

しかしながら、1994年のメキシコ危機（テキーラ危機）、1997年7月に発生したアジア通貨危機、1999年の中南米の通貨危機など、新興市場国で発生し、世界経済に多大な影響を及ぼした金融危機は、国際経済の決済システムにおいて重大な弱点を露呈する結果となった。

これらの制度としての弱点の諸原因を分析し、解決の可能性を示すためにより多くの研究がなされてきた²⁾。そして、IMF は国際的な金融システムと決済システムを改善するための研究とその実現のための諸政策を IMF

プログラムのもとで実際に実施したのである。

しかし、アジア通貨危機後のタイやインドネシア、韓国に対する IMF プログラムについては、通貨危機に陥った加盟国だけではなく世界中から様々な批判が起こる結果となった³⁾。このことから、世界経済、特にアジア地域の再構築と経済危機に陥った加盟国への新たな支援体制を含む IMF 自身の役割に関しても見直しが行なわれているのである。

その議論の中で、IMF が国際的な「最後の貸し手」として機能すべきであるのか、あるいは果たして IMF は国際的な「最後の貸し手」として役割を果たすことが可能であるのかということが現在に議論されている⁴⁾。

本論文では、通貨危機の原因について考察しながら、通貨危機の経験を踏まえて、通貨危機に陥った加盟国が今後どのような通貨体制を採用することが望ましいのかということについて、IMF の副専務理事 (1994～) である Stanley Fischer の議論をもとにして考察する。さらに、アジア通貨危機後に行なわれた IMF の具体的な改革の内容について説明し、その議論の過程で「最後の貸し手」としての機能を IMF が果たせるのかという問題についても考察する。

II IMF の役割

1. 通貨危機の原因

国際的な資本移動は1990年以降に急速に増大し始めた⁵⁾。このような国際的な資本移動を加速させた原因として Stanley Fischer は、①資本受入国における高い収益率、②先進工業国および開発途上国における国際資本取引の自由化、③資本受入国における金融システムの発展、④過去10年間の先進国経済における長期金利の低下傾向、⑤先進工業国における巨大な機関投資家の出現などを挙げている⁶⁾。

このような資本市場のグローバル化を背景にして IMF では経常勘定の交換性⁷⁾と貿易の自由化と同様に、よりスムーズな国際資本移動を行なう

ために、資本勘定の自由化を促進するための改定作業を行っていたが、1994年後半にメキシコにおいて通貨危機（テキーラ危機）が発生した。この原因としては、実行為替レートが過大評価されていたことや海外からの巨額な借入額の存在など、諸経済政策の失敗によって生じたマクロ経済のファンダメンタルズの変化によるものであると考えられている。

さらに1997年7月にはタイ・バーツの暴落を契機に、インドネシア、韓国等に伝播したアジア通貨危機が発生した⁸⁾。このアジア通貨危機の原因として様々な要因が挙げられているが、メキシコ危機のようなファンダメンタルズの変化によるものであるという考え方については否定的であり、危機に見舞われた国におけるモラルハザード⁹⁾と縁故資本主義（crony capitalism）によるものであるという考え方（Flood and Marion（1997）、Krugman（1998））や対外準備残高（または対輸入額）に対する巨額の短期債務の存在によるものであるという考え方が多数を占めている¹⁰⁾。

一般に通貨危機の過程は、次のようなものであると説明される。いま、新興市場国の一つで金融危機が発生すると先進国の機関投資家や為替ディーラーはすぐに、近隣諸国の経済状況についての評価を見直す様に行動する。近隣諸国の一つが市場の信認を失った場合には、自国通貨の為替相場を守るために、金利を引き上げる政策が求められるのである。金利が上昇すると、資金調達コストが上昇するため、政府の財政面の問題が一層深刻となり、資産価格が下落して、地元の銀行や企業が打撃を受けることになるのである。その結果として通貨切り下げを強いられる可能性が生じる。その国の銀行や企業の外貨建て借入れが過剰である場合には、完全な金融危機にまで発展する可能性があるのである¹¹⁾。

2. 通貨危機の経験とその対策

1994年後半に発生したメキシコ危機（テキーラ危機）、1997年7月のタイ・バーツの暴落を契機にインドネシア、韓国等に伝播したアジア通貨危機¹²⁾、そして、1998年8月に発生したロシア危機、さらに現在金融不安に

陥っており、危機を未然に防ごうとしているアルゼンチンなど、過去10年間に世界中の途上国を中心とした金融危機は幾度も発生している。しかしながら、1. において説明したように金融危機に陥った加盟国の原因はそれぞれ異なっており、対応策も当然異なるはずである。しかしながら、Stanley Fischer は通貨危機の経験を踏まえて、IMF の副専務理事としての立場から今後通貨危機を回避するために各国に共通したマクロ経済政策を説明している¹³⁾。

まず、世界経済の決済システムとしてどのような通貨体制が望ましいのかという点についてさまざまな議論が行われてきた¹⁴⁾。Stanley Fischer は、国家間を巨額の国際資本が日々移動しており、経済の依存関係が世界的により密接になっている現状のもとにおいては「一方的選択権 (one way option)」を回避できるフロート制度 (変動相場制度) が最も望ましいと説明している。次に望ましい制度としては変動可能な釘付け制度 (adjustable peg)¹⁵⁾、そして最後に厳格に固定された為替相場制度 (hard pegged rates) の順であると説明している¹⁶⁾。

これは、マンデル・フレミング・モデルを基礎的なモデルとする『政策トリレンマ』の議論を前提にしたマクロ政策の有効性を基準とする考え方である。『政策トリレンマ』とは、「①自由な国際資本移動、②為替相場の固定、③金融政策の自立性、の3つは鼎立しない」という議論である。なぜなら、マンデル・フレミング・モデルによれば、巨額の国際資本が国際間を移動している今日の国際経済においては、固定相場制のもとの拡張的金融政策は無効となってしまうために、当該国で通貨危機が発生し、その後のマクロ経済政策も効果が期待されず、実物経済への被害が拡大すると考えられるからである¹⁷⁾。

このような議論を背景として、アジア通貨危機以後、タイを始めとする通貨危機に陥った多くの新興市場国は先進国と同様に②の固定相場制度を放棄して変動相場制度へと移行することを求められ、自国通貨を切り下げて①と③を維持したのである。

一方、マレーシアのマハティール首相はアジア通貨危機の原因はヘッジファンドによるものであると見做し¹⁸⁾、国際資本移動を規制して厳格な為替管理を行なうという政策を実行した。すなわち、①を放棄し、②と③を維持する政策を採用したのである。また、EUは域内において共通通貨であるユーロに移行することによって①と②を維持し、③を放棄するという政策を行なっている。

以上のことを整理すると、次の表1のようにまとめることができる。

表1 政策トリレンマへの対応

	①資本移動の自由	②固定為替相場	③金融政策の自立性	政策の目的
アジア通貨危機後の新興市場国	○	×	○	外国資本の導入
マレーシア	×	○	○	経済の自立
EU	○	○	×	域内の資本移動の自由化

この政策トリレンマについて、それぞれが別の選択を行なった原因はそれぞれの政策目標が異なっているからである。①アジア通貨危機に陥った新興市場国のほとんどが目指した政策目標は、外国資本の流入を促進することによって経済の安定を図ることであった。これに対して、②マレーシアの選択した政策の組み合わせは、資本移動を制限することにより国内経済の自立を目指す政策であった。また、③EUの選択した政策の組み合わせは、EU域内の資本移動を自由化することによって経済の活性化を推進するという政策である。

このような政策の有効性について議論を行なう場合に注意しなければならないのは、経済政策を議論する前提としての為替相場制度の問題である。政策手段として、財政政策と金融政策のどちらが優れているのかという議論と、固定相場制度と変動相場制度はどちらが優れているのかという議論は別の次元の問題である¹⁹⁾。

本論文においては、理想的な為替相場制度についての議論は行なわないこととし、現行の変動相場制度と管理為替相場を前提として議論を進める

ことにする²⁰⁾。それ故、IMFの「最後の貸し手」についての議論は、経済政策の有効性についての議論であることに注意をしなければならない。

このように、加盟各国は独自の判断に基づいて通貨制度を採用しているが、Stanley Fischerは世界的な規模で自由な資本移動が行なわれている状況において、加盟国は変動相場制を採用することで金融政策に有効性を持たせることが必要であると提言し、その意味でも「最後の貸し手」としてのIMFの役割が重要であると述べているのである。

さらに、通貨危機に陥ったほとんどの加盟国は既に外貨準備が不足していたか、あるいは通貨危機の際に自国通貨の防衛のために外貨を使い果たすこととなった²¹⁾。このとき、外貨準備高が多い国ほど通貨危機の対処に成功しているという事実から、Stanley Fischerは外貨準備保有高を増加させることを提言しているが、このことは「最後の貸し手」であるIMFに依存する割合を減らすべきであるということの意味しているのではないとも述べている。なぜなら、各国が外貨準備高を増加させる方法としては①経常収支(貿易収支)の黒字化が挙げられるが、この方法は通貨危機に陥る可能性のある新興市場国にとっては実現が困難であり、可能であったとしても経常収支(貿易収支)の黒字化は世界経済にデフレの要因を与えてしまうという懸念があるとしている。そのため、②SDRや各種のファシリティーのような国際間の合意(融資)によって外貨準備を獲得すべきであるとしている。その意味においてもIMFが「最後の貸し手」として機能することがより重要視されなければならないと述べているのである。

III IMFの機能改善

IMFはメキシコ危機(テキーラ危機)やアジア通貨危機での経験と反省を踏まえて、IMF自身の制度と加盟国に対するこれまでの役割について、見直しと様々な改革を行っている。本節においてはアジア通貨危機後に行なわれたIMFの具体的な改善の内容について考察する。

まず、IMFは一連の国際基準を定義し、加盟国に対して国際会計基準、証券市場運営のための基準、破綻規定のための国際基準などの国際基準について採用することを奨励している。特に、バーゼル銀行監督委員会における銀行業務監督基準の是正に協力し、金融セクターの強化に取り組んでいる。

国際金融システムを十分に機能させるために、IMFは1996年3月にSDDS (Special Data Dissemination Standard; 特別データ公表基準) を設定した。これは、1998年に完全実施されたデータ公表に関する基準であり、①データの対象範囲、定期性、公表の時期、②データへのアクセス、③データの信頼性、④データの質について公表基準に従うことになっている。このSDDSを採用した国は、DSBB (the Dissemination Standards Bulletin Board) と呼ばれるIMFの電子掲示板に自国の情報を掲載するため、IMFや加盟国はその情報をもとに分析を行ない、相互に監視する体制を確立することによって、より安定した国際金融システムを構築することが可能となるのである。

一方、国際基準を採用する加盟国側の主な動機としては、①自国を含め、各国の金融システムの機能改善により、自国の経済がより効率的となるという期待と通貨危機などの経済危機の発生を未然に防ぎ、発生した場合にも被害を軽減することができるという期待。さらに、②国際基準を採用したことを国際的な投資家たちが、より好意を持って受け取るだろうという期待などが挙げられる。

1. サーベイランスの強化と融資制度（ファシリティー）の改善

国際基準のサーベイランスを強化する具体的な方法としては、加盟国が国際基準を遵守しているかどうかを監視（サーベイランス）するために、IMFと世銀チームはROSCs (Reports on the Observation of Standards and Codes; スタンダードとコードの遵守レポート) と呼ばれる試験的な自己評価レポートの作成を行っている²²⁾。

数々の融資制度について IMF は「最後の貸し手」として、創設以来、加盟国に対して様々な融資を行ってきたと考えられる。しかしながら、1994年から1999年にかけて次々と発生した金融危機に対しては通常の融資制度だけでは対応し切れなかったという反省から、IMF の新たな融資政策として以下のような特別な融資制度が新設された。

まず、1997年に導入された SRF (Supplemental Reserve Facility ; 補完的準備融資制度) である。これは、通貨危機のような急激かつ破壊的な市場の信認喪失が発生した場合に、巨額の短期資金ニーズによる例外的な国際収支困難に対処するため、通常の IMF ファシリティーである SBA (スタンドバイ取極) や EEF (拡大信用供与措置) の下で利用可能な資金を補完するものとして導入されたものである²³⁾。

次に1999年4月に導入された CCL (the Contingent Credit Line ; 予防的クレジット・ライン) である。これは、対外危機による悪影響の伝播を防ぐために設けられた制度であり、借手国の政府に対して金融部門を強化させ、様々な範囲において国際基準を満たすかあるいは満たす方向に向かっていくような強固なマクロ経済政策を遂行させることを目的としている。SBA や EEF などの通常の融資制度とは異なり、事前審査によって資金供与について事前のコミットを行なう点が最大の特徴となっている。CCL の貸付条件 (買戻しおよび追加金利) は SRF と同様である。

SRF との違いは、SRF が危機に既に見舞われている国に関して行われているのに対して、CCL は基本的に健全な政策運営を行っている国において、万が一危機が発生した場合に備えて予防的な資金手当てをできるようにしたものである。この制度は、IMF が「国際的な最後の貸し手である」という見地からすれば大きく異なっているといえることができる。

CCL は、良い政策に従う国に対して保険と再保証の要素を与えることが可能である。事前にクレジット・ラインを供与することによって、各国に対し通常の時期において経済構造を強化し、良い政策を遂行しようとする動機を与えることになるのである。また、進行中の国際金融危機の伝播を

防ぐことも可能であると期待されている。

しかし、これまで CCL の適用を受けた国は無い。その理由として、IMF は市場が CCL の適用を読み取るための基準がまだ明らかにされていないからであると説明しているが、CCL の適用を受ければ、自ら弱点のサインやその国自身の防御が不適切であると白状するようなものであるため、CCL の適用を望まないという指摘もなされている。また、Stanley Fischer は、適用するための動機が不適切であるからというよりも、CCL の内容そのものに問題がある（例えば、SRF と CCL は同じペナルティ・レートである）と指摘しており、これを受けて2000年11月に IMF 理事会は CCL に対して多くの変更を承認している。

2. モラルハザードの問題

危機の頻度とその規模を減少させるため、IMF などの国際機関によって様々な国際システムの改善が行われてきた²⁴⁾。しかし、危機の際に実施される IMF などからの巨額の融資は債務国に対するモラルハザードとして是認されるのではないかという懸念が投資家側（債権者）からしばしば批判として挙げられている。

この懸念に対して IMF は、過度の融資についてはモラルハザードを生じる可能性があるかと警戒するが、SRF での融資はある程度制限されているため、モラルハザードの可能性は低いと反論している。なぜなら、通貨危機に陥った加盟国や債務不履行（デフォルト）となった加盟国に対する IMF プログラムは、当該国の政策に対して様々な条件付き制約を課す内容となっているからである。この制約はアジア通貨危機のケースにおいても明らかなように非常に厳しい内容となっており、さらに SRF や CCL は通常の融資制度よりも高い利子率（ペナルティ・レート）を課しているため、借り手のモラルハザードを阻止し、国際基準の採用と遵守を奨励することにより、投資家側（債権者）のモラルハザードも減少することができると IMF は期待している。

国内の金融機関と投資家の双方において発生するモラルハザード問題に対処するための3つのメカニズム(『公的規制』、『民間部門によるモニタリング(監視)と自主規制』、『間違いを犯した者に対する費用負担』)と同様に国際的なモラルハザード対策としては、①IMF加盟国に対して「国際基準の採用」を奨励し、②透明性の改善とIMFなどの国際機関による情報の供給およびモニタリング(監視)を行ない、③通貨危機が発生した国や債務不履行(デフォルト)となった国に対して役割と責任を明確化することが必要であるとしている。

モラルハザード問題は完全に除去されると考えるよりもうまくコントロールすることが重要であり、多少の金融危機はモラルハザードよりもむしろ単純な判断ミスによって引き起こされるものであると考えられている。従って、重要なことはどのようにして金融制度や経済運営を行っていくかということであり、そのためにはIMFが明確なルールを示すことが必要である。このようにしてIMFが危機の可能性を回避させ、債務国に対して正しい動機をもたらす保証の手続きを行なわせることが可能になると考えられているのである。

また、銀行間のクレジット・ラインにおけるモラルハザードの問題に取り組むための責任は、借手国の政府と同様、貸手国の政府の役目でもある。モラルハザードを減少させるために貸手国の監督庁は、保証や実施の手続きに関係するための制度における責任を承認する必要があるのである。

IV 国際的決済における「最後の貸し手」の必要性

1. 国際的な「最後の貸し手」とCCL

近年の国際的な背景における「無償貸付け」の考え方は、国際的な「最後の貸し手」であると考えられているIMFが、危機ではないが危機からの悪影響によって影響を受けている国々に対して早急に、十分な額を貸し付けるために準備をするべきであるというものである²⁵⁾。これはCCLの特徴

となっている。

Meltzer 委員会報告において、IMF は Bagehot ルール²⁶⁾の下で「最後の貸し手」としてのみ行動し、IMF プログラムのような、銀行システムに関する一連の厄介な要求に応じるという条件で事前に資格を与えた国に対してのみ行動することを勧告している²⁷⁾。しかし、もし、純粋な Calomiris and Meltzer approach を実行するならば、「最後の貸し手」による貸付けは、事前に資格を与えられない国々を拒絶しなければならないということになるのである。また、余りにも危機の影響が大きく、それゆえに失敗できない場合には、事前に資格を与えられない国に対する貸付けを行なわず、その悪影響がより一層深刻なものになってしまう可能性もあるのである。

しかしながら、事前に資格を与えるという概念は CCL において具体化されているように重要である。この考え方は、危機に対する予防的役割に基づくものであり、国際的な「最後の貸し手」としての役割がより有効に機能するための重要な概念であると考えられるため、IMF は SRF と CCL に対する国際的な動機を強化する必要があると説明し、「最後の貸し手」としてのみ行動すべきであるという Bagehot ルールと矛盾するものではないとしているのである。

2. 「最後の貸し手」としての融資能力

IMF は国際的な中央銀行ではなく、自由に国際通貨を生み出すことができないために十分な資金を持たず、そのため「最後の貸し手」として行動することはできないという議論がある。

IMF が危機の際に十分な資金を保有していないという指摘については、確かに1945年の IMF の創設時と比べると拠出金であるクォータは5年ごとに増額されているとはいえ、世界経済の規模に対して相対的に減少している²⁸⁾。しかし、この指摘に対して IMF 側は借り手側の資金需要に対する超過需要も年々減少しているために問題はないと反論している。なぜなら、

1945年のIMFの創設時においてはアメリカとカナダを除く加盟国のほとんどが潜在的に借り手であったが、現在では、先進国などほとんどの加盟国がIMFに対して借り手となることはなくなったからであるとしている。

また、現在のIMFの融資能力(流動性)は3000億ドルに達するクォータ総額のほんの一部を利用しているにすぎないと述べている。現在のIMFの融資資金の相当部分は現在の借入国に対して向けられたものである。さらにIMFは、IMFに対して流動性供給の請求権を保有している加盟国が国際準備資産を入手するために、その請求権を行使する場合において速やかに現金化できるようにするため、資金の一部を準備として留保しておく必要がある。そのためにIMFの融資能力はその時々で変化しているが、「最後の貸し手」としての融資能力は十分に余力があるとしている。

そのうえ、IMFの資金保有の規模が世界経済の規模に対して相対的に減少していても、通貨危機のような不測の事態が発生したときには、1962年に先進11カ国との間で取り交わした「一般借入取極(GAB)」を始めとして様々な借り入れ取極によって資金を調達し、融資パッケージを準備することが可能となっているのである。特に1997年に発足した「新規借入取極(NAB)」²⁹⁾など、アジア通貨危機後には様々な財源確保のための手段を講じており、資金不足を理由に「最後の貸し手」としての機能を果たすことができないという批判は妥当ではないとしている³⁰⁾。

3. 「最後の貸し手」としてのIMFと中央銀行の違い

IMFは国内の中央銀行のようにハイパワードマネーを創造する権限を持たず、さらにIMF制度自身が信用創造メカニズムの機能を持たないために、準備資産をシステムとして自ら創出することはできない。

しかし、IMF第18条の下では、IMFは世界経済の規模に応じて長期的に決済のために必要とされる額に見合うように既存の準備資産を補充する必要がある場合には、SDR(Special Drawing Rights; 特別引出権)を配分することが可能である³¹⁾。一般的なSDRの配分は、市場に貸付を行なっ

ている国内における「最後の貸し手」（中央銀行）のケースと類似している。

しかし、加盟国に対する一般的なSDRの配分は保有するクォータに比例して行われるため、新興市場国や途上国において発生した金融危機などの経済問題に対処する場合には、現在の形では適していないのである。なぜならばSDRを利用する融資システムにおいてSDRの配分が少ない新興市場国や途上国では利用額に限度があり、必要とされるだけの融資額が確保できないからである。

これに対して各国の中央銀行は、国内の金融機関などにおいて国内通貨や為替相場に混乱が発生した場合には、納税者への直接負担を強いることなく混乱を収束させるために必要とされる通貨を創造し、国内のマナー・サブプライをコントロールすることが可能である³²⁾。

現代の変動為替相場制度というシステムにおいては、流動性を必要なだけ創造できるために、中央銀行は「最後の貸し手」としてより効率的に機能することが可能になったといえることができる。

しかし、Stanley Fischerは逆に国内の中央銀行は国際的な「最後の貸し手」とはなりえないと述べている。なぜなら、流動性を必要なだけ創造できるということは、危機管理者や「最後の貸し手」であるための基本的な必要条件ではなく、特に固定相場制度を採用している加盟国の中央銀行は、国内の流動性に対する超過需要（内部的枯渇）に対応することは可能であるが、必ずしも対外的な流動性（外貨）に対する超過需要（外的ショック）に対応することは容易ではないからである。

すなわち、危機に陥った債務国が必要とする外貨は自国の努力だけでは容易に獲得することはできないため、加盟国に貸し出すことができる資金のプールを利用する権利を持つIMFとは異なり、各国の中央銀行が「最後の貸し手」として機能することはできないと述べているのである。また、IMFは危機の際に加盟国と協議する指導者の役割も担っており、「最後の貸し手」としてだけではなく、「危機管理者」としての立場にあるとしている。

以上の点から、Stanley Fischer は IMF が国際的な「最後の貸し手」としてだけでなく、「危機管理者」としても十分な資格を持つとしているのである。

4. 「最後の貸し手」としての可能性

通貨危機における貸し手として、また、危機の管理者としての活動を通じて、IMF は既に国際的な「最後の貸し手」として十分に機能していると Stanley Fischer (2001) は説明している。

しかし、IMF の機能と中央銀行の貨幣創出のシステムにおける本質的な相違から、IMF の役割は必然的に制限されると考えられる。なぜならば、通貨危機に陥った国が必要とする決済通貨の提供を行なう能力について IMF はその制度と規模、およびその迅速性において能力を欠いていると考えられるからである。

Stanley Fischer は、IMF が国際的流動性を自由に創出する能力を欠いているにもかかわらず、国際的な「最後の貸し手」として果たすべき IMF の役割をさらに拡大すべきであると強調している。具体的には、恐慌や投機的な攻撃を受けている加盟国に対して大規模な一括貸付けを行なう場合に備えて、SRF (補完的準備融資制度) の更なる発展や特に CCL (予防的クレジット・ライン) を奨励することが重要であり、現在の国際金融システムにおける様々な IMF の機能改善による制度の強化は、経済危機の頻度と影響を軽減することに役立つと主張しているのである。そして、IMF が将来向かうであろう方向と規模については、国際的な資本移動の規模や変動に依存し、モラルハザードの問題に対処する方法を含めた改革の有効性についても国際資本移動が増加し、経験を積み重ねることでさらに強固なものになっていくものであると述べている。

V むすびにかえて

本論文は、最初に、通貨危機の原因について考察し、通貨危機の経験を踏まえた Stanley Fischer の議論をもとにして、通貨危機に陥った加盟国が今後どのような通貨体制を採用することが望ましいのかということと、アジア通貨危機の際の IMF プログラムに対する反省から行なわれた IMF の具体的な機能改善の内容について説明した。この議論の過程において「最後の貸し手」としての機能を IMF が持っているのかという問題について考察を行なった。

IIにおいて説明したように通貨危機の原因は、①マクロ経済のファンダメンタルズが良好ではないにもかかわらず、②過度の対外借入れや巨額の対外債務を背景として、③当該国の実効為替相場が過大評価されることによって生じたと考えられる。さらに、④縁故資本主義や⑤貸し手のモラルハザードの問題、⑥銀行を始めとする金融システムの脆弱さや、⑦外貨準備不足が挙げられる。

通貨危機の経験から、どのような通貨体制が望ましいのかという点について Stanley Fischer は、世界的な規模で自由な資本移動が行なわれている状況において、加盟国は変動相場制を採用することで金融政策に有効性を持たせることが必要であると述べている。また、外貨準備高を増加させることが必要不可欠であり、外貨準備を獲得する方法としては、経常収支(貿易収支)の黒字化よりも、SDR や各種のファシリティのような国際間の合意(融資)の方が望ましいとしている。その意味でも「最後の貸し手」としての IMF の役割が重要であると述べているのである。

IIIにおいては、アジア通貨危機後に行なわれた IMF の機能改善の具体的内容について、①サーベイランスの強化と②融資制度(ファシリティ)の改善と新規の融資制度(ファシリティ)設置の2点について説明を行なった。新しい融資制度(ファシリティ)として、SRF(補完的準備融資制度)は通貨危機のような急激かつ破壊的な市場の信認喪失が発生した

場合において、巨額の短期資金のニーズによる例外的な国際収支困難に対処するために通常のIMFファシリティのもとで利用可能な資金を補完するものである。また、CCL(予防的クレジット・ライン)は対外危機による悪影響の伝播を防ぐために設けられた制度であり、通常の融資制度とは異なり事前審査によって資金供与について事前の資格を与えるという点の特徴である。このCCLの特徴は危機に対する予防的役割に基づくものであり、国際的な「最後の貸し手」としての役割がより有効に機能するための重要な概念であると考えられるため、決して「最後の貸し手」としてのみ行動すべきであるというBagehotルールと矛盾するものではないとしている。

IVにおいては、国際的流動性を自由に創出する能力を欠いているIMFが「最後の貸し手」としての機能を果たせるのかという問題について考察した。IMFは国際的な中央銀行ではなく、自由に国際通貨を生み出すことができないために十分な資金を持たず、そのため「最後の貸し手」として行動することはできないという批判に対して、Stanley Fischerは、IMFは、様々な財源確保のための手段を講じており、資金不足を理由に「最後の貸し手」としての機能を果たすことができないという批判は妥当ではないと反論した。むしろ国内の中央銀行よりもはるかに通貨危機における貸し手として、また、危機の管理者としての活動を通じて、IMFは既に国際的な「最後の貸し手」として十分に機能していると主張しているのである。

しかし、IMFと中央銀行の貨幣創出のシステムにおける本質的な相違から、IMFの役割は必然的に制限されると考えられるのである。すなわち、経済危機が発生した場合に、資金の規模と迅速性においてIMFが国内の中央銀行の機能と同様に十分な機能を提供できるのかという問題については、今後の議論を深めていくためにも重要であると考えられるのである³³⁾。

付論 タイの通貨危機とアジア通貨危機

この付論においては、アジアの通貨危機について若干の分析を行なう。

A 1. アジア通貨危機の背景

1997年7月にタイで発生した通貨危機は、ASEAN 諸国や韓国へと次々に波及し、金融・貿易取引を通じて世界経済へ伝播していった。IMF はタイ、インドネシア、韓国の3ヶ国からの金融支援の要請を受け、IMF プログラムの指導のもとで高金利政策や財政緊縮政策などを行ったが、景気が大きく後退した³⁴⁾。

かつて「東アジアの奇跡」とまで呼ばれ、急速な経済成長を遂げた東アジアの経済は1997年の通貨危機を契機として大きく減速することになった。これは、東アジアの経済のファンダメンタルズに限界があったからではなく、大量の海外資本を取り入れた東アジアの金融政策と金融構造に問題があったと考えられている³⁵⁾。

東アジアでは、90年代に海外から資本が大量に流入して株価が上昇し、特にタイなどでは投機的な不動産投資など非効率的な投資が行われ、バブル経済の状態であった。東アジアのほとんどの国では、自国通貨をドルに固定、もしくは自国通貨の変動幅を一定の範囲にとどめるような為替相場政策を採用していた³⁶⁾。このような状況のもとで外資が流入すると、中央銀行は自国通貨の増価圧力を抑えるために「自国通貨売り・外国通貨買い」の為替介入を実施し続けることになったのである。為替介入の結果、各国ではベース・マネーが増大することとなったのである。実際、東アジアのほとんどの国で、中央銀行の外貨建て資産が増大するとともにベース・マネーが増大し、これが信用乗数過程を経て、マネーサプライを増大させたと考えられるのである。このように大量の資本流入がマネーサプライの増大につながり、経常収支赤字などの経済の歪みを抱えた状態で拡張的な金融政策となっていたのである³⁷⁾。

アジア通貨危機発生後は当該諸国の金融構造の脆弱性も指摘された。経済発展に伴い、金融市場においては、間接金融に代わり直接金融が発展する傾向がある。しかし、タイ、韓国などでは、直接金融の発展が遅れており、直接金融システムの発達を妨げる、あるいは間接金融を促進する何らかの規制や制度があったと考えられている³⁸⁾。

すなわち、アジア通貨危機の原因は(1)東アジアにおける為替の過大評価、不十分な金融監督体制のもとでの性急な(2)金融自由化や(3)資本自由化などの政策上の問題であると指摘されている。

このような原因を背景として、①韓国、インドネシア、タイはマクロ経済政策面において過度に短期資本に依存して資金が流入（短期借入れ）したこと、②流入した資金の大部分が不動産投資のような虚業的な産業やバブル的な用途への投資に向かうという、非効率的な投資が行なわれていたこと、③経済構造では監視体制が不十分であり、過度の政策介入により市場のチェックが働きにくいことなど、④金融構造に脆弱性があったことが考えられている。

また、企業や金融機関が過度に楽観的になる経済環境を生んだ金融政策の問題でもあったと考えられる³⁹⁾。

このような要因を背景として、対外債務の返済懸念などから生じる通貨減価が脆弱な国内金融システムを機能不全に陥らせる結果となったのである。

A 2. 東アジア諸国に急激な資本流入が生じた理由

東アジア諸国への資本流入は、80年代半ば以降、直接投資が過半を占めているが、中国を除くと、直接投資は90年代始めにピークとなり、それ以後、証券投資やその他投資の大半を占める借入れが資金流入の主流となっている。90年代になって、急激な資本流入が生じた理由としては、次の3点が考えられる。①東アジア諸国では高い経済成長率が続き、豊富な投資機会が存在すると考えられていた。②高成長を持続させるために、外

資の流入を促進するべく流入規制の緩和を行ない、外資が流入しやすい環境整備が行なわれた。特に、ASEAN 諸国では、新たに設立されたオフショア市場を通じ、海外からの低利の短期資金を賄えるようになり、資本取引に対する税制優遇措置も多くの資本流入を招いたと考えられている。③固定為替レート制度の下で、国内の高いインフレ率を反映して名目金利が国際的に高かったこと。国内の名目金利は、特に ASEAN 諸国や韓国において、米国の名目金利に比べ数%ポイント高くなっており、大幅な内外金利差を有する状況が続いていたこと。以上の背景から、インドネシア、タイ、韓国などへ流入する資本は、次第に短期資本が中心となっていたのである⁴⁰⁾。

A 3. アジア通貨危機からの教訓

以上のことから、東アジアに大量の資本が流入した90年代に考慮すべき問題は以下の5点であったと考えられる。

- ①安定的な金融環境の維持
- ②固定相場制度と変動相場制度の為替制度の選択
- ③直接投資への規制を残したままで短期の資本流入を促す外資の流入規制緩和
- ④金融監督の強化による無謀な貸出の規制
- ⑤貸し手である海外投資家に対してリスクを認識させる

特に②に関しては、固定的な為替政策の下での資本流入はバブル発生の一因となるのに対し、変動為替レートでは資本流入に対するリスク認識により、過大な資本流入を抑制する効果も期待できるのである。

このようにして、90年代の東アジア諸国においては、国際資本移動が急激に進むなかで固定相場制度を維持し続けるために、流入した巨額の資本を不胎化させ続けなければならなかったのである。しかし、最終的には不胎化政策は失敗し、国内のマネーサプライの増大につながり、バブルを発生させることになったのである。固定相場制度は、投資家のモラルハザー

ドを招き、短期の資本流入（短期借り入れ）を増加させ、脆弱な金融構造のもとにおいて非効率でリスクを考慮しない貸出をもたらすこととなったのである。

注

- 1) 1997年4月にIMF暫定委員会は、IMF協定を改定して国際資本移動の自由化をIMFの中心に置き、IMFの法的権限が資本移動にも及ぶように拡大することが有益であるというということに合意した。この資本自由化問題に対して賛否両論の議論が行なわれているが、アジア通貨危機の発生により、現時点において資本自由化は時期尚早であるとみなされている。
- 2) 参考文献①～④参照。
- 3) 参考文献⑩参照。
- 4) この議論は「信用創造」を行なうことができないIMFのシステムが、実際に「最後の貸し手」として役割を果たすことが可能であるのかという問題意識に基づいた議論として重要である。
- 5) 1989年以降の東西両ドイツの統合やソビエト連邦の解体などによって、国際金融市場が拡大したことが遠因として考慮されなければならないであろう。
- 6) 参考文献①参照。
- 7) 経常勘定の交換性とは、IMF原協定の第8条において経常取引に関して交換性を維持することが加盟国の義務であるとされ(IMF8条国)、第14条において例外的に過渡期における為替管理を認めている(IMF14条国)。これに対して、資本取引に関する交換性の義務付けは無く、第6条において規制を認めているに過ぎない。
- 8) タイの通貨危機は、香港返還の翌日であることは興味深い問題である。
- 9) IMF通貨危機に陥った国に対して巨額の資金融資を行なってきたが、その都度、当該国のモラルハザードの問題について批判されてきた。これに対してIMFはモラルハザードを、危機に陥った国が融資を受けるために無謀な振る舞いをするものではなく、むしろ債務不履行を宣言するくらいなら当該国はIMFに助けを求めようという期待を民間部門が持ち、安易に貸付を行なうためによるものであるとしている。
- 10) 1998年にはロシア危機、1999年初めにはブラジル危機が発生した。
- 11) この通貨危機の発生過程にヘッジファンドの役割が大きいという説もある。しかしその因果関係を理論的に説明するためには当該国の資料等についての制約も多く容易ではない。
- 12) 通貨危機における外貨準備との因果関係については、タイの例を付論として議論する。

- 13) 参考文献②参照。
- 14) 参考文献⑦, ⑨, ⑩ (pp.147), ⑫参照。
- 15) Stanley Fischer は「変動可能な釘付け制度」を flexible rate とも表現している。
- 16) 「…しかし、いくつかの国々は為替相場を固定し続けるであろう。不安定な債務の原動力や対外債務の不適切な処理は変動可能な為替相場の国にもありうるであろうし、フロート制を採用している国に関してできえ、国際的な投資家達の感情によるはっきりとしたシフトが恐慌や悪影響を始めさせることがある。」(参考文献②参照)
- 17) しかし、自由な国際資本移動のためには、為替リスクが存在しないと期待される固定相場制度が望ましいはずである。この点は、経済の自由化政策とは矛盾している。
- 18) マレーシアのマハティール首相は1997年の9月のIMFと世界銀行の総会において、外国為替投機に反対する主張を展開し、ヘッジファンドを「グローバル経済の追剥である」と非難した。
- 19) 国際的な資本移動がスムーズに行なわれるためには、カントリーリスクと為替リスクが低く抑えられることが必要である。そのためには固定相場制度の方が優れていると考えられる場合についても研究する必要があるのである。
- 20) 本論文における議論は、理想的な国際決済システムはどうあるべきかの議論が欠如しているのである。
- 21) 通貨危機に陥った国のほとんどは、通貨危機以前に、外貨準備不足に直面していたという事実を考察しなければならない。
- 22) これは、加盟国に対して質問用紙に記入してもらい、その内容を下にしてIMFがその国の遵守状況を判断し、場合によっては改善の提言が行われることになっている。このように国際的な基準の遵守状況を国毎にモニターすることにより、各国の経済政策立案者に対して規準遵守や改善を奨励し、財政部門および金融部門における評価を通じて透明性を強化することが可能となるのである。
- 23) 返済(買戻し)は通常1年から1年半でおこなわれるが、2年から2年半に延長することも可能である。早期返済を促すため、3.00~5.00%のペナルティ・レートが課されることになっている。この融資制度はこれまで、ブラジルや韓国、ロシアに対して実施されている。
- 24) 具体的なシステムの改善の内容としては、変動可能な為替相場へのシフトを含むマクロ経済政策の強化、民間部門を引き入れるための手段の改善、国際基準の改善、財政の透明性や情報の入手可能性の拡充などが挙げられる。
- 25) 金融不安が収まらないアルゼンチンに対してIMFは9月下旬に融資する予定であった12億ドルを8月に前倒しする決定を行った。(2001年8月3日)これは、財政健全化に取り組むための歳出削減政策に対して市場の評価が低く、国内でも緊縮策に対する反対が多いことから、危機を未然に防止し、金融市場の信認を回復

するために行った措置である。

- 26) Meltzer ((1986) 1995) は「最後の貸し手」としての IMF の役割について5つの論点 (うち①~④は Bagehot ((1873) 1927) によるものである) を述べている。①中央銀行は (アメリカの中央銀行のような) 金融システムにおける唯一の最後の貸し手である。②非流動的な銀行が破綻しないように、中央銀行は混乱が生じていないときには市場で取引されているどのような担保にも通常営業方針で貸し出すべきである。平常においては、中央銀行で割り引かれる適格手形には貸出し規制をすべきではない。③中央銀行の借入れすなわち、前貸しは、市場レートを上回る金利で要求に応じて大量に行われるべきである。これにより、市場で融資が得られる人々による借入れを抑制できる。④以上の3つの原理は前もって述べられ、危機の際には守られるべきである。⑤支払能力の無い金融機関は、企業が絶対必要な単位として入札されなければ市場価格で売却するか、整理されるべきである。損失は破綻過程では、株式、劣後債・債務の保有者、保険に加入していない預金者、預金保険機構によって分担されなければならない。
- 27) 参考文献④, ⑤参照。
- 28) 「もし、IMF の資金源を加盟国の生産量に対して1945年と同規模で維持していたならば、現在のクォータの増加が完了した時点で3倍以上となっているはずである。さらにもし、1945年に適用されたクォータの規定を現在に当てはめたならば、5倍以上の規模となり、IMF の規模が世界の貿易規模に対して一定であると仮定すると、9倍以上 (2兆5千億ドル以上) の規模になっているはずである。」(参考文献②参照)
- 29) 加盟国への金融支援に利用可能な財源が不足する場合や、国際的金融システムの安定を脅かす潜在的脅威に対処するために大規模な融資が必要とされる場合には、25の加盟国から最大460億ドルまで借り入れができるというものである。
- 30) GAB や NAB 以外にも IMF は保有している金の売却や低所得の加盟国を支援するという目的で IMF を受託者として加盟国から提供されるローンあるいはグラントを通じて財源を補充することが可能である。
- 31) SDR の配分は、IMF 理事会の同意を得た専務理事の提案に基づいて IMF の総会が行ない、総投票権数の85%以上の賛成が必要とされる。現在までに実施された最後の SDR 配分の累積合計額は214億 SDR (1981年1月1日) に達している。
- 32) 通貨需要によってもたらされる混乱は非常にまれであり、多くの銀行問題は不健全な銀行から健全な銀行間へのシフトによるものに過ぎないという見解もある。(George Kaufman [1988], Anna Schwartz [1988] 他)
- 33) 今後の研究課題としては、国内の中央銀行と同等の意味での国際的な「最後の貸し手」として IMF が機能するためにはどのような条件が必要であるのかという問題と、その条件が満たされた場合に、国際決済システムにおいてどのような影響が生じる可能性があるのかについて分析を行っていく必要がある。

- 34) この政策によってインドネシアに至ってはスハルト政権が崩壊することになったと言われているのである。
- 35) 90年代前半、東アジアは「東アジアの奇跡」と呼ばれるように高い成長率が今後も長期的に続くという楽観的な予測も見られた。これに対し、94年にP. クルーグマンは『アジアの奇跡という幻想』の中で、「アジア NIEs の経済成長は、ほとんどが労働参加率の上昇や投資率の上昇など生産要素の投入増加によるものであり、全要素生産性の上昇を伴っていないため、アジアの経済成長は続かない」と指摘した。
- しかし、クルーグマンの論文は突発的に生じた今回のアジア通貨危機を言い当てたわけではない。なぜなら資本・労働投入での成長（資源動員型成長）の限界は徐々に現われるはずであり、資本・労働の投入量が突然止まることはあり得ないからである。
- 36) 東アジアの国々で事実上の固定相場政策に固執したのは、固定相場制は海外からの資本流入を増大させ、海外資本の流入が投資を増大させるという、「ワシントン流の考え方（いわゆるワシントン・コンセンサス）」が影響していると考えられる。
- 37) 96年以降のドル高局面で、米ドルに実質上固定されていた東アジア諸国の通貨が過大評価になったことから、実際の貿易相手国別の貿易ウェイトに沿った円・ドル加重ベッグ制が採用されていれば今回のような危機を招かなかったとの議論がある。確かに、例えば、実際のタイ・パーツの変化率からバスケットのウェイトを推計すると、米ドルの比重は8割と高かった。円のウェイトを現実の貿易ウェイトに高めた場合のパーツの加重平均レートを試算すると、今回よりもっと早い時期に、通貨が大幅な割高となっていたことが分かる。したがって、加重ベッグ制しておけば、通貨危機は生じなかったと言うことはできない。（参考文献⑦参照）
- 38) 豊かでない国々では、主に家計からなる余剰部門の提供する資金は、より小口かつ短期的な傾向を持つと考えられる。しかし、こうした資金は、企業などの需要部門側のニーズとしての、大口、かつ長期的なニーズには一致しない。そのため、資産変換の役割を持つ間接金融のウェイトが相対的に高い水準になる。一方、経済が豊かになると、資金提供者である家計は多様化し、長期間あるいは大口の投資や、また多少リスクが高くても高配当が見込める投資も可能となり、直接金融のウェイトは相対的に高まってくると考えられている。したがって、一般的に、豊かになるにつれて、直接金融の比率は上昇する傾向があるといわれているのである。
- 39) 中南米諸国は、1960年代、70年代に成長を遂げたが、80年代にはマイナス成長、100%を超える激しいインフレなどの深刻な経済状況に陥り、80年代は中南米の「失われた10年」と呼ばれている。これは、80年代初めの債務危機がきっかけとなっ

ている。その要因は東アジアの危機と同様、過大に流入した外資が非効率な用途に向い、その返済可能性が危ぶまれ、資本が急激に流出したことによるものである。しかし、中南米と東アジアでは相違点も存在する。第1に、中南米が財政赤字、過剰消費の問題を抱えていたのに対し、東アジアのファンダメンタルズは中南米に比べては良好だった。第2に、債務残高／輸出額比率は、東アジアが中南米に比べ一般に低い。第3に、中南米では、アメリカの金利上昇により金利負担が上昇したという外的要因があった。

- 40) これは一度、短期資本が流出する場合には、急激な為替の減価圧力を受けることになったのである。

【参考文献】

- ① Stanley Fischer, "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF", paper presented at the International Monetary Fund's Seminar on Asia and the IMF, Hong Kong, Sep. 19, 1997
- ② Stanley Fischer, "On the need for an international lender of last resort", Essays in International Economics, No. 220, Nov. 2000
- ③ Jeffrey Sachs, "Do We Need an International Lender of Last Resort?", Frank D. Graham Memorial Lecture, Department of Economics, Princeton University, April 1995
- ④ Charles Calomiris and Allan Meltzer, "Reforming the IMF", New York, Columbia Business School, 1998
- ⑤ Charles Calomiris, "Blueprints for a New Global Financial Architecture", New York, Columbia Business School, 1998
- ⑥ Paul Krugman, "What Happened to Asia?", Department of Economics, MIT, January, 1998
- ⑦ Barry Eichengreen, et al., "Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues", Economic Issues, No. 17, International Monetary Fund, February, 1999.
- ⑧ Steven Brown 他著、『ヘッジファンドと1997年のアジア危機』, 全米経済研究所調査報告書第6427号, 1998年5月
- ⑨ Barry Eichengreen 他著、『ヘッジファンドと金融市場の動き』, IMF 報告書第166号, 1998年5月
- ⑩ S. Fischer 他著, 岩本武和監訳, 『IMF 資本自由化論争』, 岩波書店, 1999年
- ⑪ Edward Chancellor 著, 山岡洋一訳, 『バブルの歴史』, 日経BP社, 2000年
- ⑫ 伊藤元重・大山道広著, 『国際貿易』, 岩波書店, 1985年
- ⑬ 榎原英資著, 『市場原理主義の終焉』, PHP 研究所, 1999年

- ⑭ 佐伯啓思著、『ケインズの予言 幻想のグローバル資本主義(下)』, PHP 新書, 1999年
- ⑮ 大矢野栄次著・矢野生子著, 『オープン・マクロ経済学』, 同文館, 1998年
- ⑯ 拙著, 『アジア通貨危機とIMF』, 佐賀大学経済学論集第31巻第3・4合併号, 1998年11月
- ⑰ アジア経済1998 (要約)