

資本移動とIMF¹⁾

—アルゼンチン経済を例として—

矢野生子

- I はじめに
- II アルゼンチン経済
 - 1. 通貨危機以前の経済状態
 - 2. 通貨危機への過程
- III 通貨危機とIMF
 - 1. 通貨危機—テキーラ危機からブラジル通貨危機—
 - 2. IMFの役割の変遷
- IV むすびにかえて

I はじめに

IMFは加盟国間の自由・多角的・無差別な国際決済制度の樹立を目的とした国際機関である。IMFは国際決済の基本的なルールを確立し、システムが円滑に機能・運営するために加盟国の出資によって基金を作り、加盟国の国際収支が赤字の場合には、自国通貨と交換に必要な外貨を引き出す権利を与えるという為替安定基金²⁾としての役割を果たすものである。

しかし、今日のIMFの主たる目的は、為替相場の安定化のために加盟各国の経済状況を監督し、問題が発生した場合には①財政の健全化、②金融の自由化のための諸政策等を実施するように指導する役割へと変化している。言い換えれば、IMFの国際経済体制に関する戦略について、加盟国が

一時的な国際収支の不均衡に陥った際に、国内の経済を回復・維持し雇用を確保するために、積極的に為替市場に介入して為替相場の安定を図り、世界の金融システムを管理するという目的から、為替相場の動向を変動相場制度に委ねるといふ市場原理至上主義(グローバリゼーション)、特に資本市場の自由化へとその政策と価値観が変遷したと考えられるのである。そして、今や世界の『最後の貸し手』として役割をも持とうとしているのである。

このように IMF の思想や目的が変化した背景として、Joseph E. Stiglitz³⁾は『IMF、世界銀行、アメリカ財務省のあいだで確認された、発展途上国にたいする正しい政策に関する合意』、すなわち、『ワシントン・コンセンサス』に基づくものであると述べて、その変化を批判している⁴⁾。

本論文の目的は、1990年代のアルゼンチン経済に焦点を当て、アルゼンチンの経済構造の変化とともにその時期に世界各地で発生した通貨危機に対する IMF の捉え方とそれが果たした役割について説明し、IMF の思想や目的が変化してきたということについて考察することである。

まず、IIにおいて、1990年代におけるアルゼンチンの経済構造の変化を国際収支や GDP の資料をもとに説明する。さらに、2001年12月末に発生したアルゼンチン通貨危機の要因について考察し、通貨危機のきっかけとなった IMF の追加融資の遅れは、グローバリゼーションのような市場原理至上主義政策と、特に資本市場の自由化を目的とする IMF の価値観の変化によるものであるということについて考察する。

次に、IIIでは1990年代半ばからラテンアメリカやアジア諸国において発生した通貨危機(テキーラ危機前後からブラジル通貨危機まで)の原因と特徴について説明を行なう。さらに、IMF の役割の変遷とアジア通貨危機後に新たに導入された融資制度や監視体制について考察し、最後の貸し手としての IMF の見解について考察する。そのうえで、IMF 副専務理事であった S. Fischer が説明する IMF の「最後の貸し手」の意味は、かつてケインズが清算同盟案の中で基底としていたような、国内経済の安定が対外

的要因によって影響される事を防ぎ、自由貿易を拡大させるために国際流動性を高め、銀行制度による信用創造制度を創出しようとしたものではなく、国内経済の安定化よりも対外的な安定を重視し、債務者(累積債務国)の保護・救済ではなく、債権者(債権国)の保護へと変化したことを説明する^{5) 6)}。

II アルゼンチン経済

1980年代から1990年代初頭にかけて、ラテンアメリカやアジア諸国の発展途上国の中から、アメリカや西欧諸国と比較して安価な労働力と豊富な資源を背景とする新興工業経済地域⁷⁾が登場し、急激な成長を遂げてきた。この成長の原動力として先進工業諸国からの間接投資・直接投資による資本流入が挙げられるが、その主要な要因としては、①安価な労働力だけではなく、②「ドルペッグ制」(固定相場制度)の採用や、③先進国における金利の低下傾向などが挙げられる。本節においては、アルゼンチンの経済構造の変化に焦点を当てて分析を行なう。1. では、1990年までハイパーインフレーションの状態にあったアルゼンチン経済がそれ以後約10年間でどのようにして急速な経済発展を遂げたかについて、国際収支や GDP の資料をもとに説明する。2. では、「カレンシーボード制」を採用し、IMF が推奨する資本移動の自由化政策によって急速な成長を続けていたはずのアルゼンチン経済が2001年12月末に通貨危機を発生させてしまうこととなった経緯と要因について説明を行なう。

1. 通貨危機以前の経済状態

1990年までのアルゼンチン経済は、通貨発行による財政赤字ファイナンスが恒常化し、消費者物価年平均上昇率が1989年には3078%、1990年には2314%というハイパーインフレーションの状態にあった。この状況を打開するため、当時のカバーロ経済相は、1991年に「カレンシーボード制」(外

貨本位制)を導入し、ハイパーインフレを導入後2年で7%に収束させて経済安定化を果たしたのである。

この「カレンシーボード制」とは、1991年3月にアルゼンチンの「通貨兌換法」に基づいて採用された通貨制度である。コンバーティビリティ・プラン (インフレ抑制政策)とも呼ばれる。「カレンシーボード制」とは、通貨発行主体 (=アルゼンチンの場合には中央銀行)が、対外準備資産に裏付けられた通貨発行を行なう事を前提として固定相場 (アルゼンチンの場合には、1米\$ = 1ペソ)での内外通貨の交換性が制度的に保証されるということである。すなわち、

対外準備資産 (外貨建て) / 固定為替相場 \geq ベースマネー (国内通貨建て) が義務付けられる制度である。カレンシーボードの対外準備資産およびそれに裏付けられる負債の定義は国によって異なっている。アルゼンチンの場合には、中央銀行の対外資産には、流動資産準備 (金、外貨現・預金)に加えて、全体の1/3の額を上限としてドル建て国債保有額 (市場評価額)を含めることを認めている。一方、中央銀行負債は、流通常貨額と対市中金融機関ネットレポポジション (中央銀行の資金吸収額 - 資金放出額)の合計と定義されている。

このように、「ドルペッグ制」をさらに厳格に規定した「カレンシーボード制」を1991年に採用したことにより、為替リスクやカントリー・リスク (デフォルト)の危険性が小さく、それ故に安全性が高いと海外の投資家達によってみなされ、アルゼンチンに巨額の資本が流入することとなったのである。

(テキーラ危機の発生とアルゼンチン)

1994年12月20日にメキシコで発生したテキーラ危機は、1ヵ月後にはアルゼンチンにも波及することとなった。

本来、アルゼンチンはメキシコとの経済的なつながりが薄く、その上、アルゼンチン・ペソはメキシコ・ペソとは異なり、単なる、「ドルペッグ制」ではなく、対外準備資産に裏付けられた通貨発行をおこなうという「カレ

ンシーボード制」であったために、テキーラ危機に際して当初アルゼンチン経済に及ぼす影響は小さいと考えられていた。

しかしながら、この通貨危機によってメキシコ・ペソを15%切り下げ、その後変動相場制度へと移行したメキシコと同様にアルゼンチンにおいても通貨の切り下げを行なうのではないかと危惧した海外投資家が短期資金をアルゼンチン国内から引き揚げ、国内においてもペソをドルに交換する動きが高まったことによって、深刻な外貨不足に陥り、経済成長率も1995年には-2.8%にまで落ち込むこととなったのである⁸⁾。このとき、アルゼンチン政府はIMFなどから70億ドルの融資を受け、緊縮財政政策を実施することによって危機を乗り越え、変動相場制度へと移行したメキシコとは異なり、「カレンシーボード制」を維持し続ける政策を行なったのである。

(国際収支から見た経済構造の変化)

経常収支については、表1からも明らかなように1995年と1996年を除き常に赤字となっている⁹⁾。この経常収支の赤字額は1992年から1998年の間に最大で約2.95倍増加しているが、図1に示されるように輸出額および輸入額ともに順調に増加しつづけており、急速な経済成長によって貿易が拡大したと考えられる。

また、サービス・所得収支の赤字は貿易収支の赤字を常に上回っており、

表1 国際収支

(単位:100万\$)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
経常収支	-5487	-8003	-10949	-4938	-6438	-12035	-14576
貿易収支	-1396	-2364	-4139	2357	1760	-2123	-3014
サービス・所得収支	-4822	-6125	-7216	-7808	-8644	-10348	-12071
経常移転収支	731	486	406	513	446	436	509
資本収支	7766	20339	11055	4392	11461	16666	18884
外貨準備	2272.8	11125.1	-708.8	-2215.4	3337.3	3373.6	4118.3
公的長期負債	48202.5	46783.2	51254.8	55811.4	63075.7	67561.5	76798.8

(出典) 国際連合, 世界統計年鑑1998年より抜粋・加工

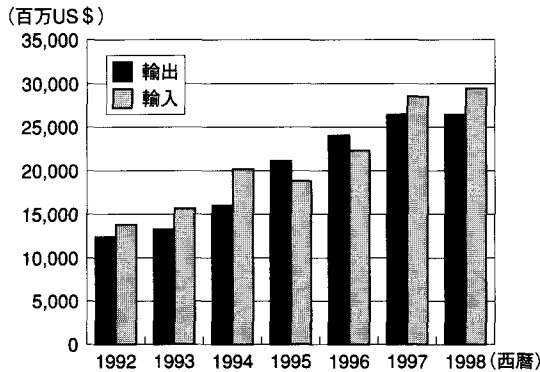


図1 貿易収支

(出典) 国際連合, 世界統計年鑑1998年

その赤字額は貿易収支の約1.7~4.8倍となっている。

所得収支とは雇用者報酬および投資収益で構成され、非居住者が獲得した報酬および所有した金融資産からの利子・配当と居住者が獲得した報酬および所有した金融資産からの利子・配当との受け取りの差である。このことから、海外からの投資によって経済成長したアルゼンチン経済ではあるが、サービス・所得収支の巨額の赤字からもわかるように、その利益の大半が雇用者報酬と投資収益という形で海外に流出していたのである。

資本収支については図2で示されているように常に黒字となっており、テキーラ危機の影響と思われる1995年を除くと着実に増加しつづけている。経常収支赤字の増加率以上に資本収支黒字の増加率が高く、海外からの投資がアルゼンチンの急速な経済成長の原動力になったと考えられる。

以上のことから、カレンシーボード制を採用した1991年以降、アルゼンチンの経済構造は海外からの投資によって急速に経済成長し、それとともに貿易が拡大するという貿易依存型の経済発展を遂げたと考えられるのである。

また、外貨準備についてはテキーラ危機以降増加しているにもかかわらず、対外債務の増加よりも少ないため、政府の巨額の赤字削減には繋がら

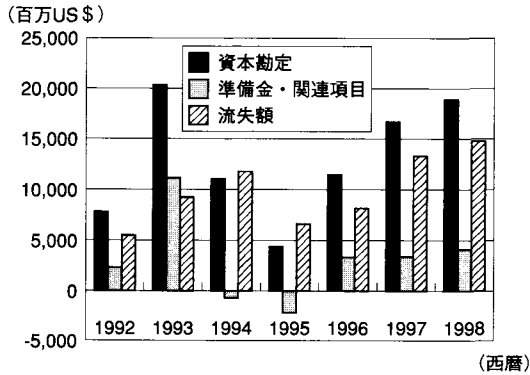


図2 資本収支
(出典) 国際連合, 世界統計年鑑1998年

なかったと考えられる。

(GDP について)

表2, 図3, 図4 から明らかなように, アルゼンチンが「カレンシーボード制」を採用した1991年以降, GDP は4%~10.5%の高い成長率で成長している¹⁰⁾。言い換えれば, アルゼンチン経済は1990年から1997年の7年間という短期間においてGDPが2倍強になるという急速な経済成長を遂げたということができるのである。

この急激な経済成長の背景には, 海外の投資家からの巨額の資本(直接投資)流入が大きく影響しているが, この海外からの直接投資は, 当初, 農作物, 鉱業(銅などの地下資源), 石材, 畜産などの第一次産業を対象に行われたものであり, アルゼンチン国内において雇用が増加し, 一人あた

表2 国内総生産 (単位: 100万\$)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
經常価格	76637	141353	189710	228778	257841	281924	279613	297460	23548
不変価格	143269	141353	156192	172279	183048	198651	189564	197622	4205
一人当り	2389	4346	5753	6845	7613	8215	8042	8446	9070

(出典) 国際連合, 世界統計年鑑1998年

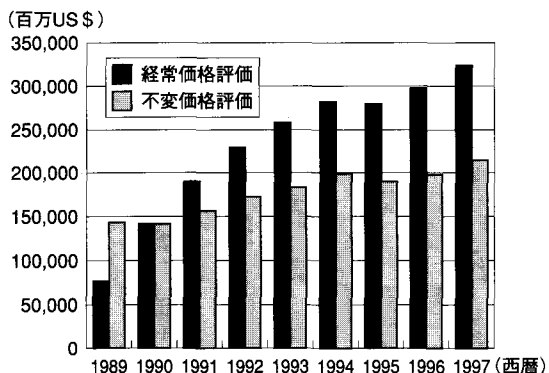


図3 GDP

(出典) 国際連合, 世界統計年鑑1998年

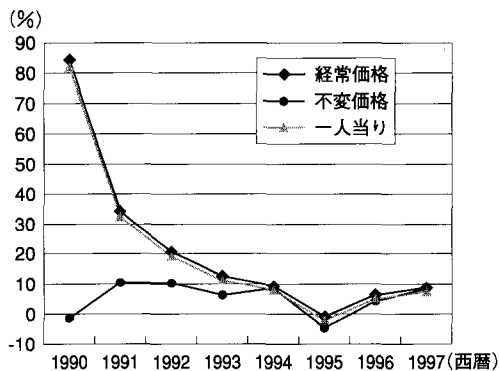


図4 GDP成長率

(出典) 国際連合, 世界統計年鑑1998年

りの国民所得も増加することとなったのである。このような状況のもとで、更なる経済発展を達成するためには、国内のインフラ整備の拡充が必要不可欠であり、その費用は税収からだけではなく、高金利政策による政府の外債発行¹¹⁾によって調達され、公共事業が行われたのである。このように外資流入政策だけではなく、公共事業による財政政策によって、アルゼンチ

ン経済はわずか数年間に驚異的な経済発展を達成することができたと考えられるのである。

(資本移動の自由化政策がもたらした経済・産業構造)

上述したように、アルゼンチンは自国経済のマクロファンダメンタルズの潜在力と比較して巨額の資本（直接投資）が流入したことから、急激な経済成長を遂げることが可能であったと考えられる¹²⁾。

テキーラ危機後、実質経済成長率が約4%～8%と急激な成長を遂げたのに対して、恒常的な経常収支の赤字、その中でも特にサービス・所得収支が巨額の赤字であることから明らかなように、海外からの投資によって経済成長したアルゼンチン経済の利益のほとんどは海外に流出していたと考えられるのである。

また、その経済成長をより確実にするためにはアルゼンチン国内のインフラ整備・新規投資が必要不可欠であると考えられ、企業（特に外国企業）からも強い要望があった。これに対してアルゼンチン政府は独自の税収では賄いきれないため、その資金を確保するために巨額の外債を発行せざるを得なかったのである。アルゼンチン政府の外債建て債務は、2001年末において約1,400億\$（内対外債務は900億\$強）であり、アルゼンチン政府が返済しなければならない債務は年間220億\$である。これは年間輸出額の58%であり、国内総生産の44%に達する額である。

1999年に発生したブラジル通貨危機の影響により、同年のアルゼンチンの経済成長率がマイナスとなり、不況に陥ると、収益率の低下し始めた海外の企業家や投資家たちは次々に資本をアルゼンチンから引き上げることとなった。このことによってアルゼンチン国内経済はより悪化することになったのである。アルゼンチン政府はIMFなどから財政赤字削減を求められる一方で対外債務を増加しつづけることとなり、債務不履行（デフォルト）が懸念されるようになったのである。

このように、短期間に輸出指向型の貿易依存経済へと変化したアルゼンチン経済にとって、「カレンシーボード制」を維持することは、海外からの

資本流入を誘導するためには重要な政策であった。しかし、ブラジルを初めとしてメキシコなどラテンアメリカの周辺国はテキーラ危機を契機に次々と変動相場制度に移行したことにより、ブラジルなどのラテンアメリカ諸国の為替相場が次第に減価するのに対して相対的にアルゼンチンの為替相場が増価することとなり、アルゼンチンの輸出競争力が低下し、経常収支の更なる赤字を生み出し、国内経済の悪化という結果を引き起こすことになったのである。

2. 通貨危機への過程

1997年7月のアジア通貨危機および1998年8月のロシア通貨危機、そして1999年1月に発生したブラジルの通貨危機の影響を受けて経済状況の悪化したアルゼンチンは、2000年12月にIMFから400億\$の緊急融資を受けた。しかしながら、2001年に入るとますます経済状況が悪化し、4月には、ロペス・ムルフィ経済財政相に代わり、1991年当時、同国経済相としてカレンシーボード制を導入したドミンゴ・カバーロ氏が新しく経済財政相に就任¹³⁾し、6月には295億\$の政府債務の長期債務への借り換えが実施されたが、7月頃に国債入札の不調から外貨準備が不足(8月初めには170億\$まで減少)し、金融通貨危機の懸念が強まることになった¹⁴⁾。政府は財政緊縮政策を実施し、8月3日にはIMFからアルゼンチンに対する134億\$の融資枠のうち、12億\$を前倒してもらったのである。8月21日にはさらにIMFから80億\$を追加融資されたが、この追加融資のうち、30億\$は政府債務のリストラが条件であった¹⁵⁾。強力な財政緊縮政策を実施しつつも、政府債務のリストラが進まない状況のもとで12月19日に非常事態宣言が出され、20日にはデラルア大統領とカバーロ経済財政相が辞任したのである。

(通貨危機の要因)

アルゼンチン通貨危機の要因としては次の4点が考えられている。

①アルゼンチン政府が「カレンシーボード制」を維持し続けたことに対し

て、ブラジルなどの周辺国は変動相場制度に移行した。

アルゼンチンの最大の競争相手国であるブラジルが1999年1月に自国通貨レアルの通貨切り下げを行なった（米\$：ペソ：レアル＝1：1：0.5）ため、アルゼンチンの交易条件が有利化し、アルゼンチンの輸出競争力が低下したのである。

②外貨建て債務が巨額である。

アルゼンチン政府の外貨建て債務は、約1,300億\$（このうち、対外債務は900億\$強）である¹⁶⁾。アルゼンチン政府が返済しなければならない債務は年間220億\$であり、この額は年間輸出額の58%であり、国内総生産の44%という巨額な値であった。

アルゼンチン政府は、外資を導入して国内経済を発展させるという貿易依存型の経済を採用したが、さらなる外資を導入するためには国内のインフラ整備が必要不可欠であり、そのためにアルゼンチン政府は巨額の借入れと借り換えを行ってきたのである。

③IMFからの融資の遅れ。

過去3年間にわたって経済成長率がマイナスであったことから政府収入が減少したためIMFの融資条件である財政赤字削減（赤字ゼロ）の目標は達成できず、そのためにIMFからの融資が遅れることとなった。

④IMFの対ラテンアメリカの融資政策。

ブラジルへの融資額（スタンドバイ・クレジット）が150億\$と巨額であったのに対して、数度にわたるアルゼンチンへのIMFの融資が少なかったため、アルゼンチンのデフォルト懸念が高まり、かえってアルゼンチンの資金流出は拡大することとなった。

このことは、IMFがアルゼンチンの通貨危機よりもブラジルの通貨危機のほうが世界経済に与える影響が大きいと考えてブラジル優先の融資政策を行なったためであると考えられる¹⁷⁾。

（通貨危機後の政策）

2001年12月20日にデラルア大統領とカバーロ経済財政相が辞任後、ロド

リゲスサー暫定大統領を経て、ドゥアルデ大統領のもとで、新通貨（アルヘンティノ）¹⁸⁾の導入や、2002年1月11日には1米\$ = 1ペソで固定されていた「カレンシーボード制」を廃止し、貿易決済や銀行間取引などで用いる1米\$ = 1.4ペソとする固定相場制度と、それ以外の一般的な決済などに対しては変動相場制度を採用するという『二重為替相場制度』に移行することなどを決定した。

しかしながら、変動相場においてペソ売りの動きが止まらず、二重為替相場制度に移行した2002年1月11日からわずか6日後の19日には1米\$ = 2.1ペソまで下落した。その後、1米\$ = 1.85ペソ近辺で推移したが、固定公定相場との乖離が進みアルゼンチン国内の経済活動に混乱を生じたため、アルゼンチン政府は二重為替相場制の維持は困難であると判断し、わずか1ヵ月後の2月11日には完全変動相場制度へと移行することとなったのである¹⁹⁾。

III 通貨危機とIMF

本節では、1990年代半ば以降、新興工業経済地域を中心に世界各地で発生した通貨危機の特徴について説明する。また、IMFの役割の変遷について説明し、アジア通貨危機以降に新たに設立した融資制度について説明し、最後の貸し手としてのIMFの見解について考察する。

1. 通貨危機—テキーラ危機からブラジル通貨危機—

《テキーラ危機》

1994年12月20日にメキシコ政府がドルにペッグしていたメキシコ・ペソを15%引き下げたため、短期資金が急速に流出し、22日には変動相場制度へと移行することとなった。これがいわゆるテキーラ危機と呼ばれる金融危機である。メキシコで発生したこの通貨危機は、1ヵ月後にはアルゼンチンを含め中南米諸国へと波及することとなった。このテキーラ危機が発

生じた原因としては、①実効為替レートが過大評価されていたことや、②海外からの巨額な借入額の存在などを背景として、③メキシコ政府の諸経済政策の失敗によって生じたものであると議論されており、マクロ経済のファンダメンタルズの変化によって生じたものであると考えられている。

《アジア通貨危機および韓国危機》

1997年7月にタイが管理フロート（変動相場）制度に移行する際に自国通貨であるバーツを切り下げたことから端を発したアジア通貨危機は、その後インドネシアなどのアジア諸国へと次々に波及し、その4、5ヵ月後には韓国においても通貨危機が発生することとなった。このアジア通貨危機や韓国の通貨危機が発生した原因としては、①危機に陥った国におけるモラルハザードと縁故資本主義、②対外準備残高（または輸入額）に対する巨額の短期債務の存在によるものであると考えられている。

《ロシア危機》

1998年8月にロシアで発生した通貨危機の原因としては、①実効為替レートの過大評価、②海外からの巨額な借入金、③アジア通貨危機による影響によるものであると考えられている。特にアジア通貨危機発生後、為替相場の暴落を食い止めるために資本流入を図ろうとした東アジア諸国の高金利政策によるロシア政府当局のさらなる高金利政策負担増と同時に、東南アジアの景気後退と不況によって石油需要が減少し、原油価格が急落したことがロシア経済をさらに悪化させることとなったのである。このような状況の下で自国通貨ルーブルの通貨切り下げ懸念が高まり、1998年6月にロシア政府はルーブル建債務の60%を償還し、IMFからの緊急融資などによって信頼性を回復しようとしたが、結局、海外への資金の流出は止まらず、債務の支払停止とルーブルの切り下げを実施することとなった。

《ブラジル通貨危機》

1999年1月にブラジルが自国通貨レアルの切り下げ²⁰⁾を行ない変動相場制度に移行したことから端を発したブラジル通貨危機の原因としては、①実効為替レートの過大評価、②海外からの巨額な借入金などを背景として、

③ブラジル政府当局の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。

2. IMF の役割の変遷

(旧 IMF 体制の役割) 《固定相場制度から変動相場制度へ》

1944年に設立された IMF の主たる目的は、「自由」・「多角的」・「無差別」の為替決済であり、多国間の決済手段の確立を支援することであった。また、加盟国が一時的な国際収支の不均衡（赤字状態）に陥ることによって経済運営上の困難に直面した際には、それを克服する手段を提供し、世界経済を安定化させることであった²¹⁾。1920年代から1930年代に起こった変動相場制度²²⁾および平価切下げ競争による為替相場の不安定化を避けるために為替相場を固定して（固定相場制度や変動可能な釘付け制度の採用）加盟国のカントリー・リスクを減少させ為替相場の管理を行なうという役割を IMF は果たしてきたのである。

(現 IMF 体制とファシリティー)

1970年代初期の変動相場制度移行後、現在の IMF 体制は、①為替相場の安定化だけでなく、債務危機に陥った加盟国に対して②財政の健全化のために様々なプログラムを実施させ、③金融（資本移動）の自由化に向けて法整備や世界経済システムの改善などの準備を行なっている²³⁾。これは『ワシントン・コンセンサス』に基づく考え方によるものであり、世界の金融システムを管理するというケインズの志向から、市場原理至上主義（グローバリゼーション）へと IMF の価値観が変遷したと考えられる。

以下では、IMF 副専務理事であった S. Fischer の考える IMF の役割および国際通貨体制について、S. Fischer (On the need for an international lender of last resort, Essays in International Economics No.220, Nov. 2000) の論文をもとにして、資本市場の自由化、および「最後の貸し手」として IMF が機能するために必要とされる条件について説明を行なう。S. Fischer (2000) は、資本移動の自由化のためにはどの通貨体制が望まし

いのかという点について、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) が最も望ましいと述べており²⁴⁾、次に変動可能な釘付け制度 (adjustable peg, flexible rate)、そして厳格に固定された為替相場制度 (hard pegged rates) の順で望ましいと述べている²⁵⁾。

通貨危機前後に、タイを始めとする多くの途上国は先進国と同様に固定相場制度を放棄し、次々に変動相場制度へと移行したのであるが、このように途上国が変動相場制度へと移行した理由としては、タイを例にすると次のようなことが挙げられる。海外投資家による国際資本が急激に流入する中で固定相場制度を維持し続けるためには流入した資本を不胎化させ続けなければならないのであるが、不胎化政策は最終的に失敗し、国内のマネー・サプライの増大につながることとなった。このことによりバブルが発生したのであるが、不動産の供給過剰などによりその後バブルは崩壊し、銀行の不良債権や累積債務問題が顕在化し、通貨切り下げを余儀なくされ、変動相場制度へと移行せざるを得ない状況に陥ったのである²⁶⁾。

すなわち、多くの発展途上国における変動相場制度への移行の理由は IMF が望むような自由な国際資本移動が行なわれている状況において、変動相場制を採用し金融政策に有効性を持たせることが必要であるからというものではなかったと考えられるのである²⁷⁾。しかしながら、S. Fischer は国際資本市場の自由化のためには変動相場制を採用し、金融政策に有効性を持たせることが必要不可欠であり、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 S. Fischer は IMF が「最後の貸し手」としての役割を果たす存在理由としてファシリティーの必要性を述べている。S. Fischer は数度にわたる通貨危機の経験からも明らかなように、通貨危機を回避するためには外貨準備保有高を増加させることが望ましく、外貨準備高を増加させるためには貿易黒字によって獲得するよりも、IMF の SDR やファシリティーなどによって獲得すべきであると述べているのである²⁸⁾。

IMF は創設以来、加盟国に対して SBA (スタンドバイ取極) や EEF (拡

大信用供与措置) などのファシリティーを行なってきたが、アジア通貨危機の経験を踏まえて新たに創設された主な融資政策についてはSRF (補完的準備融資制度)²⁹⁾ やCCL (予防的クレジット・ライン)³⁰⁾ などがある。

また、IMF 制度自身は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ず、IMF が保有する資金の規模の減少に対して不安視する意見もあるが、危機の際には、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である。特に1997年に発足した「新規借入取極 (NAB)」などアジア通貨危機後に様々な財源確保のための手段を講じており、資金不足によって「最後の貸し手」としての機能を果たしていないという批判は妥当ではないとしている。IMF 第18条の下では、IMF は長期的に世界が決済として必要とする額に見合うように既存の準備資産を補完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としている³¹⁾。

IV むすびにかえて

IIにおいて説明したように、アルゼンチンは「カレンシーボード制」を採用することによってこれまで1980年代のハイパーインフレーションを抑制することに成功した。それ故に為替リスクやカントリー・リスクが少ないと判断した海外の投資家達による資本流入によって急成長を遂げ、短期間のうちに貿易依存型の経済へと変化したと考えられる。為替相場を固定し、資本流入によって経済発展をおこなうというこの政策はインフレ率を経済状況の重要な判断材料とし、緊急融資の判断基準としてきたIMF が推奨した政策方法であったのである。

しかしながら、この急激な経済成長は、国内の貯蓄以上に投資が行われた結果であり、この経済発展を維持するためには、国内のインフラ整備が

必要不可欠であった。その費用は政府の外債発行によって調達され、公共事業の増加とともにバブルを発生することとなったのである。

その後インフラへの過剰投資などの赤字財政政策により財政状況が次第に悪化し、債務返済の見通しが立たないにも関わらず、アルゼンチン政府はさらに一層の海外借入れを行ない、IMF などから財政赤字削減を求められる一方で対外債務を増加しつづけることとなったのである。そのため、アルゼンチン政府の債務不履行（デフォルト）が懸念されるようになり、通貨危機が発生したと考えられるのである。

この通貨危機に対して、IMF はアルゼンチン政府に対して変動相場制度が望ましいというようにこれまでとは矛盾した政策を提案したのである³²⁾。

Joseph E. Stiglitz³³⁾によれば IMF は本来なすべきであった、『経済の下降に直面している国に資金を提供し、完全雇用に近づくまで経済を立て直させること』ができなかっただけでなく、『未成熟な資本市場の自由化を中心とする、IMF の推進した多くの政策』が世界経済を不安定化させ、『どこかの国が危機におちいるたびに、IMF の融資や計画は状況を安定させるのに失敗しただけではなく、たいていは事態をいっそう深刻にし、とくに貧困層の生活を悪化させた。』として IMF の思想や目的の変化に対して批判している。この IMF の思想や目的が変化した背景として、Stiglitz は、『IMF、世界銀行、アメリカ財務省のあいだで確認された、発展途上国にたいする正しい政策に関する合意』、すなわち、『ワシントン・コンセンサス』に基づくものであると述べている。

Stiglitz が述べているように、1990年代の半ば以降、新興工業経済地域を中心に世界各地で発生した通貨危機に対して IMF は、緊急融資と引き換えに為替相場の下落を食い止めることを最優先として高金利政策や緊縮財政政策を始めとする支援プログラムを実施し、通貨危機に陥った国の経済状況をさらに悪化させる事態を招いたのである。アルゼンチンの場合においても、財政赤字が拡大していたとはいえ、過去10年間経済成長を続けており、経済のファンダメンタルズにおいて問題はなかったと考えられるに

もかかわらず、IMF はブラジル通貨危機の際にアルゼンチンの要請に対して融資を積極的に行わず、その後も財政赤字の削減（赤字ゼロ）を達成することを条件に追加融資を実施するという緊縮財政政策を強いることによって、アルゼンチン経済をさらに悪化させ、通貨危機を引き起こすきっかけとなった暴動を招いたのである。

世界各地で発生した通貨危機の発生原因についてはIIIで説明したように若干異なっているが、資本市場が未発達の途上国に対して IMF が『ワシントン・コンセンサス』に基づいた資本市場の自由化を推進したことが共通の原因になっていると考えられる。さらに、通貨危機が発生した、あるいは発生する危険性のある経済状況下であり、緊急融資を必要とする国々に対して IMF は当該国内の国民所得を減少させ、失業を増加させるという犠牲を払ってでも金融引締め政策と緊縮財政政策を強要し、アジア通貨危機での失敗を再びアルゼンチンで実行してしまったのである。IMF にとってこのような犠牲を払ってでも達成しなければならない目的とは、現 IMF 体制の本来の目的である①為替相場の安定化、②財政の健全化、③金融の自由化の達成であり、ワシントン・コンセンサスに基づく市場原理至上主義（グローバリゼーション）の実現であると考えられるのである。

すなわち、Stiglitz が述べているように IMF 設立当初の目的であった世界の金融システムを管理するという意味でのケインズの志向から、市場原理至上主義（グローバリゼーション）へと IMF の価値観が変遷したと考えられるのであり、通貨危機後の支援プログラムの内容と結果からも明らかのように、国内経済の安定化よりも先に対外的な安定を重視し、累積債務国の救済よりも債権国の債務保証を優先する立場で対応していると推察されるのである。そのため、通貨危機に陥った国に対して国内経済の悪化を食い止め、安定化を図るために IMF が果たすべき役割について再考察する必要があると考えられる。

注

- 1) 本論文は平成14年7月20日に開催された日本国際経済学会九州山口地区研究会において発表した拙著「IMFの機能と通貨危機—アルゼンチンを例として—」の一部を加筆訂正したものである。
- 2) このような為替安定基金案は米国のホワイト案が基となっている。IMF設立構想において当初、米英の対立があったが、最終的にはホワイト案が採用された。英国のケインズ案(清算同盟(Clearing Union)案)は、加盟国は出資せず、「バンコール(Bancor)」という通貨単位を設けて、このバンコール建てで基金は赤字国に対して借越を供与し、黒字国からは貸越を供与されるという世界の中央銀行を創設するという案であった。この案は国際間の決済を金で行わないことによって退蔵による流動性伸縮を避けようとするものであり、この趣旨は後年のSDR創設において盛り込まれることとなった。
- 3) 参考文献⑫参照。
- 4) Stiglitzは、さらにこの『ワシントン・コンセンサス』はおそらくラテンアメリカに特有と思われる問題を解決するために生まれたものであり、世界中の国に適用できるものとして、資本市場の自由化を推進したと推測している。しかし、このコンセンサスに基づく資本市場の自由化が経済成長を促すという証拠は全くなく、発展途上国に導入された経済政策は、開発や移行の初期段階にある国にはふさわしくなかったと批判している。
- 5) IMF設立当初の加盟国は主に戦後復興を目的とした先進国が大半を占めていたが、今日では開発途上国の参加によって、その機能に変化したことも考慮しなければならない。
- 6) このIMFの「最後の貸し手」の意味こそがStiglitzのいう『ワシントン・コンセンサス』に基づく考え方であると思われる。
- 7) 新興工業経済地域とはOECDの定義において、香港・シンガポール・台湾・韓国・アルゼンチン・メキシコ・ブラジル・ギリシア・ポルトガル・ユーゴスラビアなど発展途上国の中でも急速な工業化と高い経済成長を遂げた国や地域のことであり、かつてはNIEs(Newly Industrializing Economies)と呼ばれていたが、最近では発展途上国と体制移行国を指すエマージング市場諸国(Emerging Country)と表現されることが多い。
- 8) テキーラ危機の影響により海外の投資家達によってアルゼンチンから引き揚げられた資金はアジアへ向かい、タイを始めとするアジア諸国のバブルを生み出すこととなった。この資金が再び引き揚げられたときアジア通貨危機が発生することになったと考えられている。
- 9) 1995年と1996年の貿易収支は黒字となっているが、これはマネタリー・アプローチで考えるならば、単なる輸出超過による貿易収支の黒字ではなく、1994年のテ

キーラ危機の影響によるドルの流出を受けて、輸入の減少により貿易収支が黒字になったと考えられる。1995年と1996年の貿易収支は黒字でありながら、所得・サービス収支が赤字となっていることから、

$$\text{経常収支} = (\text{輸出額} - \text{輸入額}) + (\text{サービス・所得の受取} - \text{支払})$$

$$(-) \quad (+) \quad (-)$$

であり、 $|\text{輸出額} - \text{輸入額}| < |\text{サービス・所得の受取} - \text{支払}|$ の関係が成立しているのである。すなわち、貿易収支の黒字額以上にサービス・所得収支の赤字額が大きいのことであり、テキーラ危機によってアルゼンチン経済への波及を懸念した国内外の人々がドル需要を増やし、ドルを海外に流出させたためであると考えられる。

- 10) 1995年における-4.6%のマイナス成長は、テキーラ危機による影響であると考えられる。
- 11) 後にはサムライ債などの発行を余儀なくされた。サムライ債とは、外国の企業、政府や国際機関などが円資金を調達するために円建てで発行する債券のことである。アルゼンチン政府が発行したサムライ債（未償還分）は4本であり、残高は1,915億円である。日本国内では2万人以上の個人投資家が購入し、債務不履行の懸念から、流通価格の目安である基準けはいは、額面100円に対して30円近辺まで落ち込んでいる（2002年2月18日現在）。このアルゼンチン政府のサムライ債が無価値になる可能性はこれまでの他国の事例からも低いと考えられているが、その返済率については不明である。アルゼンチン政府債を組み込んだ中小金融機関や事業会社なども見られており、アルゼンチン政府の経済再建の行方次第で日本経済にも大きな影響があると懸念されている。
- 12) しかしながら、この経済成長はアルゼンチン経済のファンダメンタルズと比較すると、国内の貯蓄以上に投資が行われた結果である。為替相場制度の選択や諸外国の経済状況の変化によっては金融危機を招来するという経験からも理解されるように、アルゼンチン経済は分不相応な経済成長であったと考えられるのではないだろうか。
- 13) ロペス・ムルフィ経済財政相は、元IMFと世銀のコンサルタントであった。IMFからの強い緊縮財政政策に不満を覚えたアルゼンチンでは、IMFではなく直接アメリカのブッシュ大統領と交渉したいとの政治的判断から、予算削減はしないという公約を行なったドミンゴ・カバロ氏が新しい経済財政相に就任したのである。
- 14) これは7月10日の新規国債発行の入札において、3ヵ月ものの短期国債の利回りが14%に高騰したことから国債に対する危機感が高まり、デフォルト（債務不履行）の懸念が一層強くなったと考えられる。
- 15) しかし、IMFのブラジルへのスタンプ・クレジットが150億\$と巨額であったため、かえってアルゼンチンの資金流出は拡大したのである。

- 16) この債務のうち400億ドルは独裁政権時代のものであり、60億ドルは Petroleum estate 社の債務である。
- 17) しかしながら、実際は、IMF が緊急融資の判断基準としてインフレを重要視していたため、「カレンシーボード制」を採用することによりインフレが抑制されていたアルゼンチンに対しては失業率などの指標で問題が発生していたにもかかわらず、IMF は危惧していなかったのではないかという見方もある。
- 18) 新通貨「アルヘンティノ」は、財政難のブエノスアイレス州が職員の給料の一部などとして給付した州債「パタコン」（ペソの代わりに使用でき、2002年7月に州立銀行に持ち込めば金利7%がついて現金化できる）の連邦政府版とも言える連邦債（レコブ）の形態を持つ通貨になるとの見方が有力である。
- 19) この為替相場制度との関係においてアルゼンチン国内経済ではローカル・マネーの使用が見られた。この分野についての研究も金融システムにおける新しい分野として研究の余地があると思われる。
- 20) ブラジルの通貨レアルの切り下げによって、米\$：ペソ：レアルの為替相場の比率は、(米\$：ペソ：レアル=1：1：0.5) となり、アルゼンチンの交易条件が有利化したことがアルゼンチンの輸出競争力を低下させ、アルゼンチン通貨危機の一因になったと考えられている。
- 21) ただし、IMF は加盟国の「拠出額 (quota)」の大きさに従って「引出し」をさせる基金であり、信用を供与する『銀行』ではないのである。すなわち、経済発展のために必要な資金を貸し出す機能は保有してはならず、世界銀行がその役割を担ってきたのである。
- 22) 金本位制度崩壊後、各国の為替相場は変動相場となり、輸出拡大を目的とした国内不況対策や国際収支調整のための為替切下げ競争を招くこととなった。さらにホットマネーによる投機的な国際資本移動がさらなる為替相場の不安定化をもたらしたのである。この現状を回避するため、各国の為替当局は為替相場へ介入する機関を設立した。
- 23) アジア通貨危機後、IMF の支援プログラムのやり方について世界中から批判が集まり、その批判の一つとして、国内の金融システムが十分に確立していない途上国において資本市場の自由化を推進させるのは時期尚早であるという意見があった。そのため、IMF では、資本市場の自由化については一時凍結という見解を示していたが、最近再び資本市場の自由化について積極的な見方を示し始めている。
- 24) フロート制度でもホットマネーによる投機はより活発になっているため一方的選択権を回避できるから望ましいという理由は成立しなくなっているといえる。
- 25) 「……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さえ、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)

- 26) カントリー・リスクを考えるならば資本流入のためには、カレンシーボード制を採用したアルゼンチンのように固定相場制度が望ましいはずである。
- 27) 先進国と途上国とでは変動相場制度への移行の理由は異なっており、国内の金融システムが確立されていない途上国に対して国際資本市場の自由化という理由のために変動相場制度へと移行させることは、時期尚早であり、批判的な意見も多い。
- 28) この考え方はケインズの清算同盟案に類似するようと思われるが、現在のIMFでは信用創造のメカニズムを持たないため懐疑の意見も多く、途上国に対して自由貿易の拡大による経済発展を妨げる可能性がある。
- 29) SRF (Supplemental Reserve Facility; 補完的準備融資制度) とは、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1997年に導入された制度。通常のSBA や EEF の下で利用可能な資金を補完する。
- 30) CCL (the Contingent Credit Line; 予防的クレジット・ライン) とは対外危機による悪影響の伝播を防ぐため1999年4月に設けられた制度。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おこなう点が最大の特徴。CCL の貸付条件(買戻しおよび追加金利)は SRF と同様である。
- 31) しかし、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、途上国のようにある特定のグループに影響を与えるような問題に対処する場合には、SDR の配分が少ない途上国にとってその融資システムには限界があるため、現在の形では適していないと考えられる。
- 32) IMF はマンデル＝フレミング・モデルを前提とする『政策トリレンマ』(①自由な資本移動、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)の議論に基づき、巨額の国際資本移動が国際間を移動している今日の国際経済においては、固定相場制のもとで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ていたからであると思われる。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り、この点は経済の自由化政策と矛盾していると考えられる。
- 33) 参考文献②参照。

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 Joseph E. Stiglitz 著, 鈴木主税訳, 『世界を不幸にしたグローバリズムの正体』, 徳間書店, 2002年
 - ⑬ 伊藤元重・大山道広著, 『国際貿易』, 岩波書店, 1985年
 - ⑭ 榊原英資著, 『市場原理主義の終焉』, PHP 研究所, 1999年
 - ⑮ 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
 - ⑯ 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
 - ⑰ 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
 - ⑱ 拙著, 『通貨危機と IMF の役割』, 長崎県立大学論集第35巻第3号, 2001年12月
 - ⑲ アジア経済1998 (要約)
 - ⑳ 国際連合, 世界統計年鑑 2000年