

The Tokyo Foundation
政策シリーズ

東アジア危機と IMF
白井 早由里
(慶応義塾大学総合政策学部 助教授)

まえがき

この議事録は、本財団がシンクタンク事業の一環として実施している「GFRS 政策セミナー」の第14回会合「東アジア危機とIMF」の速記録である。

今回の会合では、講師としてお招きした慶応義塾大学総合政策学部 白井早由里助教授より、上記のテーマについての報告が行われ、その後、報告内容に基づき活発な議論が行われた。

本セミナーは、日本財団の補助を受け、タイムリーな政策問題について、ハイレベルかつインフォーマルな形式で少人数の方々にご議論いただき、日本社会さらには国際社会における政策的諸問題に対する解決の糸口を見出す場として月1回程度のペースで実施するものである。

この議事録は、本セミナーの成果を関係各位に報告するとともに、さらに社会的により広い意味を持たせることを目的として、速記録の形式で作成されたものである。

1999年4月

しらい さゆり
白井 早由里 氏 略歴
(Sayuri Shirai)

1989年 慶応義塾大学経済学研究科修了、経済学修士取得。

1993年 米国コロンビア大学で経済学博士号(Ph.D.)を取得。Bhagawati 教授に師事。

1993～1998年 国際通貨基金(IMF)にエコノミストとして勤務。IMFでは調査・研究局。ヨーロッパ局、アフリカ局でサーベイランス対象国、プログラム対象国など様々な国々の国際収支、貨幣、実務経済、財政収支などの問題に取り組む。

1998年9月にIMF退職。

現在は慶応義塾大学総合政策学部助教授として国際金融論、マクロ経済学、経済政策論の講義を担当。

1999年4月に東洋経済新報社から『検証 IMF 経済政策 ～東アジア危機をこえて～』を出版。

1999年3月～8月 東京財団 客員研究員として、「香港におけるカレンジーボード(米ドル連動制)の持続可能性およびアジア地域内における為替改革と日本の役割」プロジェクトを実施。

目次

第1部 発言内容

1. 報告要約 1
2. 講師報告 2
3. 質疑応答 24

第2部 巻末資料 34

1. 報告要約 (Summary)

「東アジア危機と IMF」

IMF の経済政策アプローチの理論的基礎は 50 年代から 60 年代にかけて形成され、各国の国際収支問題にある程度整合性のとれた経済調整プログラムを提供してきた。しかし、その基礎となっている幾つかの仮定は、今日のように各国が国内金融市場を自由化し、国際資本移動が大規模化・加速化している時代には、必ずしも成立しなくなっている。また、新国際経済環境に合わせて IMF の組織、体制自体が変革を求められている。本講演は、こうした問題について、詳細な提案を行うことを目的としている。

“The East Asia Crisis and The IMF”

The theoretical basis for the IMF's economic policy approach underwent a transformation during the 1950s and 60s. The Fund now carries out an economic adjustment policy that allows a degree of coordination in the handling of the international payments of each country.

However, a number of assumptions underpinning the IMF's current policy do not necessarily hold given current trends in the liberation of domestic financial markets and the both growing and accelerating flow of international capital. Moreover, expectation is being placed on the IMF to reform both its organization and system in line with this new international economic landscape.

This paper addresses these issues and offers a detailed proposal toward their solution.

司会者 ご経歴をご覧いただくとお分かりだと思いますが、まさに非常に若い人材でありまして、慶應大学で修士過程を修了されたあと、コロンビア大学に行かれて、同大学のバグアティ教授のもとで経済学博士号(Ph.D.)を取得されました。それから、93年から98年までIMFのエコノミストとして、実際にIMFのなかで活躍されてきたわけです。

今日はその成果をご披露いただくわけですが、この4月末に『検証 IMF 経済政策～東アジア危機をこえて～』という本を出されますので、今日はそのイントロダクションをかねて、まとまった話をしていただければと思います。本日は、いつにもまして日本の政策論壇を担われるそうそうたる方々においでいただいておりますので、できるだけ手短かに、40分か45分ぐらいでお話をいただいて、そのあとご論議をお願いしたいと思います。

白井さんよろしく願いいたします。

2. 講師報告

白井 白井でございます。どうぞよろしく願いいたします。今先生からお話いただきましたように、『検証 IMF 経済政策』というタイトルで、4月末に東洋経済新報社から本を出版する予定です。この本は3部構成となっております、まず簡単に内容を説明したいと思いますが、その前に、どうして私がこのような本を書く動機をもったかということをお話したいと思います。私は5年間IMFに勤めておりましたが、その間にいろいろな国を担当する機会を得ました。IMFの加盟国というのは、大きく分けると、いわゆるサーベイランス・カントリーとプログラム・カントリーに分けることができます。サーベイランス・カントリーは日本などを含めまして比較的豊かな国で、IMFに支援を頼まなくても、独力で経済を運営できる国です。これに対して、プログラム・カントリーというのは、比較的所得国で、IMFから支援を受けなければ、外からお金を借りることができないような国となっています。

また、プログラム・カントリーは、IMFの支援を受ける際に、同時にコンディショナリティー（融資条件）としてIMFと協議のうえに作成された経済政策プログラムを採用しています。最初のうち私はこのサーベイランス・カントリーというのを担当しておりましたが、その後上司のほうから「IMFの経済政策のアプローチというものを本

当に知りたいならばプログラム・カントリーの仕事をした方がよい」との助言を受けまして、2年ほど前からプログラム・カントリーの仕事に移りました。

確かにサーベイランス・カントリーとプログラム・カントリーとでは作業がかなり違っていきまして、通常 IMF のエコノミストというのは、あまりプログラム・カントリーの仕事をやりたがりません。というのは、対象国が比較的低所得国ということもありまして、正確なデータを入手するのが困難なため、データを作っていくということから始まりますので大変な作業になります。しかもミッションも長くなりますので、通常はすでにできたデータを扱って経済分析を行うといった Ph.D.を活かせるような国を担当したいという方が多くて、プログラムというのはなかなか皆さんやりたくないということです。

ただ、そういったプログラム・カントリーの仕事を担当し始めて、私はやがて IMF のアプローチというのはこういうものなのかということがだんだん分かってきました。しかし、分かってくるとともに IMF のプログラムの内容そのものに対して疑問を感じるようになってきました。もちろん、IMF のアプローチすべてに対して批判するというのではなくて、一部修正する必要があるのではないかと感じておりました。また、そういったことを例えば上司の方とか、エコノミストの人とかに話したいと思っておりましたが、なかなか IMF の内部から変えていくというようなインセンティブを皆さんがお持ちではなかったのです。そこで、体制を離れて自分自身で IMF の政策なりについて考えてみたいと思いましたことがこの本を書くきっかけとなりました。

それから IMF にいる間に、IMF 政策、IMF 体制に対する批判というのは、たくさん聞いておりましたけれども、批判のなかには IMF のアプローチというものを十分に理解せずに、例えば IMF の政策というのは総需要抑制政策である、イコール悪いというふうに考えている人も多くて、必ずしも IMF のアプローチを十分に分かったうえでの議論がされていないことに気が付きました。

そうしますと、せっかくその批判が有効なものであっても、同じ土壌に立っておりませんと、IMF もそうした批判をなかなか聞き入れません。今 IMF は新しい国際金融状況のなかで、確かに体制の変革を迫られています。変わっていくためには IMF のアプローチを理解したうえでの建設的な批判を受ける必要があります。そこで、私は IMF 内部の人間でしたが、もし可能であるならば、IMF のアプローチというものを、私の理解に基づいて紹介するとともに、どういった点に問題があるのかということについて、

その方向性を示したいと思ったというのがもう1つの本を書くきっかけです。

それから、3番目のきっかけは、1997年7月からタイを発端にしまして、東アジア危機が発生しましたけれども、その危機が発生して以来、IMFの体制に対する批判というのが非常に強まりました。それとともに内部でも、外部でもIMFのプログラムあるいは体制についてかなり議論がされるようになりまして、学者の間でもいろいろな意見が出ております。そういったものを、私なりにまずアジアの危機というのがどのような原因で起こり、どのような問題があるのかということを理解し、それとともに、そういったさまざまな議論をまとめたいと思ったのが、本を書くことになった3つ目の動機です。

以上のような動機からこの本を書いたわけですが、第1部のタイトルは「東アジアの経済・金融発生メカニズム」と題しまして、ここではまず第1章で、危機前の東アジア地域9カ国に焦点をあてまして、これらの国の経済・金融面の構造、その特徴というものをご説明しております。その後、1990年代に入ってから、発展途上・新興市場諸国に多額の国際資本が流入、特に民間部門に流入するようになりましたけれども、そういった多額の国際資本が流入してきたときに、それらの国の政府はどのような対策を採用しているのか、私が考えられる限りの政策を列挙しまして、それぞれの政策の長所と短所を分析しました。これが第2章です。

それから、第3章では、皆さんもご存じだと思いますが、アジアの危機の発生要因をマクロ経済的な側面、国際貿易、実質為替レートの側面、それから金融部門の構造的側面から分析しています。第4章では、危機の発生メカニズムに関して2つの大きな議論、クルーグマンとオブストフェルドの議論がありますが、その紹介とともに、通常危機が発生する前に先行指標といわれるリーディング・インジケータといわれるようなマクロ経済指標があるのではないか。例えば、危機が発生する前に実質為替レートが増価しているとか、財政赤字が拡大しているとか、そのような何らかのリーディング・インジケータを見つけることができるのではないかというテーマに関して一連の研究があります。そういったものを展望し、かつそういったリーディング・インジケータがある程度東アジア危機に当てはまるのかどうかというようなことを議論しています。

第5章では、基本的には東アジアの危機というのは、マクロ、実質為替レート、金融構造の面で幾つかの問題があったのですが、そういった問題があったにもかかわらず、

必ずしも市場の参加者によって危機が予測されていなかったわけです。そこで、危機の発生が予測されていなかった要因がどこにあったのだろうか、といったようなことを検討しています。

第 2 部が「経済調整に対する IMF のアプローチ」ということで、ここではまず一般的な IMF のアプローチ、いわゆるファイナンシャル・プログラミングと呼ばれているのですが、そのアプローチというのはどういうものなのかということを紹介しています。特に第 7 章では、そのプログラミングに基づいて金融政策、財政政策、為替政策、それから 80 年代になりますとサプライサイド政策というものが出てきますが、それぞれの政策の考え方、目標などについて検討しています。

第 8 章ではさらに具体的に、タイ、インドネシア、韓国で危機が発生しまして IMF の融資を受けるとともに、IMF 支援のマクロ経済プログラムというのを採用しましたので、これらの国々の IMF 支援プログラムの特徴、それから従来のプログラムとの違いなどについて分析しています。

第 9 章では、IMF の経済政策、プログラムが実際にその国のマクロ経済パフォーマンス、例えば、経済成長率、インフレ率、外貨準備残高などに実際にポジティブなコントリビューションをしているのかどうかというテーマで一連の実証分析があります。非常にたくさんの実証分析研究がありますが、一応私の知っている限りの研究論文を網羅して、実際に IMF 支援プログラムが有効であったのかどうかということについて展望しています。これが第 2 部で、ここは IMF のアプローチについて分析しているセクションです。

第 3 部は、「新しい国際金融体制に向けて」と題しまして、まず第 10 章では危機発生後まだデータが非常に少ないのですが、少なくとも私が入手できたデータに基づいて、現在の東アジア地域がどのようなマクロ経済、金融構造のパフォーマンス、どのような状態になっているのかということについてまとめておきまして、それとともに、IMF のプログラムがどのような影響を与えているのかということについて触れています。

第 11 章では、まず IMF のプログラムに対する修正ということですが、ここでは IMF のプログラムに対する修正ということと IMF の体制に対する修正ということを分けています。IMF のプログラムに対する修正というのは、あとで時間が残りましたら説明したいのですが、基本的には今の新しい国際経済環境において、プログラムの前提になっ

ている仮説がもう成立しなくなっているのです。ですから、国際資本移動が加速化し、各国が国内金融市場を開放するようになった現代において、50年代に成立したファイナンシャル・プログラミングをそのまま依然として利用していくというのは、限界があると思うのです。そこで、少なくとも現状のプログラムのもとでどのような修正を試みたら、例えば危機の発生に対して予め予測するような能力、あるいは危機を回避するような能力を、少しでも IMF 自体が高めることができるのかということについて検討しています。

それから、IMF のファイナンシャル・プログラミング自体をもっと根底から改革する必要があるということで、まだ初期の段階ですが、幾つかの提案をしています。皆さんもご存じだと思いますが、IMF の体制をどのように修正したらよいかというような議論がたくさんなされていますけれども、私自身の経験と考えに基づいて、このような方向で体制を変えていったほうがいいのではないかとといったようなことを検討しています。

このように本は3部構成になっておりますが、今日は時間も非常に限られていますので、まずそのイントロダクションとして IMF 支援プログラムの背景などを説明いたしまして、そのあとにこの第2部の第6章、時間があれば、非常にシンプルなモデルに基づいて IMF のファイナンシャル・プログラミング自体はこういうものだということを簡単に説明しまして、それから第8章について説明したいと思います。第8章では3カ国のプログラムの特徴を列挙しまして、最終的にはそのプログラムのどういう点を修正すべきか、それから特に東アジア3カ国の IMF プログラムの問題点などについて、示唆していきたいと思えます。

それで東アジアの危機というのは、先ほども申し上げましたように、7月にタイを発端として発生しました。その直後の8月にタイは IMF に融資を要請しまして、IMF から融資を受けることになりました。しかし、IMF のプログラムを採用したにもかかわらず、直ちに危機の収拾には向かわなかった。しかもインドネシアほか各国に波及し、危機はさらに深刻化して、世界に波及していくというような結果になりました。こういうことを背景として、IMF のプログラムと IMF の体制に対して、従来もありましたが、従来にも増して世界の関心が集まるとともに、たくさんの批判が出てきました。

それとともに、今回の東アジア危機についてなぜ発生したのかというような、例えば、

ファンダメンタルズの問題があったのかどうかというようなことに関して、学識者の間で大きな意見の相違もありました。それから、危機対応策に関しても、IMF と世界銀行でも対応の違いがみられましたし、IMF と政策当局者でも当初の段階ですと、IMF プログラムに対する足並みのズレがかなり顕著にみられました。

そして、資本移動に関して、各国間で資本取引規制を導入するのকাশないのかということで、さまざまな意見が出てきました。さらに、現在世界にはさまざまな為替制度が存在していることから、新しい国際経済環境のもとでどのような為替制度が適切なのか、あるいは資本規制を導入するにしてもどのような規制を導入したらよいか、ということについて非常に活発な議論がされるようになりました。

このようにたくさんの意見が聞かれるようになり、また政策の足並みのズレもありまして、今回の危機というものが今まで以上に、あるいは今までとは全く違った意味で問題を提起しております。それとともに不確実性が非常に高まっている現状で、新しい国際金融体制が必要となっており、そういうシステムを形成するためにはどうすればよいかということが、盛んに議論されている非常に重要な時期にあると思います。

ここで、IMF のプログラムと IMF の体制に対していろいろな批判がありますが、簡単にまとめてみました。どういう批判があるかといいますと、まず「プログラムの内容が均一的である」ということです。2 番目の批判としましては「厳しすぎる総需要抑制政策」であるということです。それから「国の特殊性や文化を無視している」という批判があります。そして「融資対象国の所有意識の欠如」、加盟国がプログラムを押し付けられていると感じているということですね。さらに、これは特に構造改革について当てはまるとおもいますが、「政策が不適切な順序付けに基づいている」ということです。つまり、構造改革が相互に与える影響などを考慮してプログラムが作成されていないということです。

その他に「プログラムの有効性への疑問」ということで、実際にプログラムを採用した国がたくさんありますが、そういった国々のプログラムが未完了な場合が多く、しかもプログラムを採用した結果、経済成長率、インフレ率、外貨準備といった、プログラムの最終目標が改善しているのかどうかというのを実際にみてもみると、必ずしも有効な結果が出ているとはいえません。その理由を、IMF のほうでも用意しておりますし、もちろん、IMF の体制だけの問題ではないと思いますけれども、必ずしもプログラム

を採用した結果いい影響が現れていないということは事実です。

そのため、実際に IMF 支援プログラムは本当にその国にとってためになっているのだろうかという疑問が起こっています。それから IMF 支援プログラムというのは基本的には短期です。長くても 3~4 年です。しかし、3 年のプログラムといっても、実際にはまず 1 年目を対象にします。2 年目以降は修正していけるので、基本的には 1 年先を注目しているのです。そうしますと 1 年間に盛りだくさんにいろいろな政策を入れてしまう傾向がありますので、非常にたくさんの政策をやりすぎてショックアプローチになっているというような批判がよく聞かれます。

それから、IMF の体制自体に対する批判ですが、まず重要なのは、今回の危機などを事前に予測ないし回避することができなかったという点であります。つまり、IMF のエコノミストの能力自体の問題、それから危機が発生してから危機が波及し、さらに深刻化していくのを回避できなかったということで、IMF の体制自体に限界があるのではないかというような議論があります。

IMF の機能というのは、1970 年代にブレトンウッズ体制が崩壊してから、国際金融システムの安定化を目指して加盟国の政策のサーベイランスをすること、つまり目標は国際金融システムの安定化であるのですが、どうも現在の経済状況下ではこういうサーベイランス機能が低下しているのではないかというような批判があります。

それから、IMF というのは、基本的には貿易取引、経常収支の取引に関して、通貨の兌換性、取引に制限を認めないということを規定しています。IMF 協定の第 8 条に参加した国は、基本的には経常収支取引の規制を撤廃するというので、そういうことに対して公共財を提供するというのが IMF の目的の 1 つですが、最近ではご存じのように国際貿易よりも重要なのは国際資本移動です。年間取引額でも何百兆ドルというような規模での国際資本移動が起こっていますので、むしろ経常収支よりも重要なのは資本収支なのです。ところが IMF の協定、法律のなかでは資本収支に関しては触れられていない。IMF の管轄というのは、現段階では貿易収支と短期の貿易信用に限られていまして、それ以外については権限をもっていないということで、IMF の果たす役割が国際金融システムの安定化ということであるなら、もはや限界があるのではないかというような議論がなされています。

それから、IMF のもう 1 つの機能は債権者によるバンドワゴン現象を低減するとい

うことです。つまり、現実には投資家は特に発展途上・新興市場諸国の情報を十分に入手できない。そうしますと不完全情報が存在しているわけですから、そういったなかである投資家がある国に融資するのを引き上げてしまうという行動をとったとします。そうしますと情報が不完全ななかで、同じようにほかの投資家も引き上げる行動をしてしまうことになる。最終的にはそれが大きな塊となって、突然その資本がある国から流出してしまうというような、バンドワゴン現象が起こります。IMF の役割というのは、こういった状況がある程度改善するために、情報を提供するというのも行っているわけです。皆さんに適切な情報を提供するというような役割をもっておりまして、その結果発展途上・新興市場諸国に、民間資金あるいは資金余剰のある国の資金の流入を促すという役割があります。ところが、実際には必ずしもそうした役割を果たしていないのではないかというような批判があります。

最後に、最近では世界銀行と IMF、またはほかの国際機関との業務が重複してきており、あまり違いがなくなってきました。そうしますとどういう問題が起こるかという、例えば、IMF のアプローチと世銀のアプローチの違いというものが出てきてしまって、不整合な経済政策を提案する可能性が生じます。例えば、世界銀行のほうでは、貿易を促進するために関税を引き下げたほうがいいと提言します。しかし IMF のほうでは関税収入が激減すると税収が減るわけですから、関税は不適切な政策手段であるとは思いつつもやはり関税収入を引き上げるとか維持するということを要求することがあるわけです。このように 2 つの国際機関が、全く相反するような経済政策を提案してしまうようなことが度々ありまして、そうしますと今回のアジア危機もそうなのですが、混乱が生じてしまいます。それがさらに不確実性を高めて、投資家によるある国に対する信任を低下させてしまうということがあると思うのです。しかも人的、物的、時間的な無駄がかなりあると思います。そういうことで、基本的には国際的機関そのものを再編成しなければならないのではないかという批判があります。

ファイナンシャル・プログラミングというのは何を目的としているのかといたしますと、基本的には、簡単にいってしまえば対外均衡と国内均衡を同時に達成することです。対外均衡を達成するというのはどういうことかといえますと、例えばある国の経常収支が赤字であるとします。そうしますと、その経常収支の赤字に見合った持続可能なレベルでの資本流入を維持するということです。ですから、持続可能なレベルでの国際

収支を達成するというのが、対外均衡ということです。

国内均衡を達成するというのは、国内にある生産資源などを完全に雇用する、そういったレベルでの生産水準を達成するということです。従って、プログラムというのは基本的には、対外均衡と国内均衡を同時に達成することを目的にして作られています。この図は本の中で説明していますので省略しますが、基本的にはこの2つの均衡を同時に達成するために、最適な金融政策、財政政策、そして為替政策、最近ではサプライサイド政策というのが組み立てられて、プログラムが作られているわけです。

次に、IMFの支援プログラムの作成プロセスですが、これも簡単に申し上げますと、基本的にはIMFではある国を分析するときに4つの部門に分けます。各部門が各マクロ経済表にリンクしています。4つの部門は、まず実質部門、リアルセクターと呼ばれるもので、この部門は国民所得表とリンクしてまして、ここで重要になってくるマクロ経済指標というのはGDPとかインフレ率、投資率、貯蓄率といったものです。

それから対外部門というのがありまして、これは国際収支表と結び付いており、ここで重要になってくるマクロ経済指標というのは外貨準備、輸出、輸入、為替レート、対外債務とか援助、資本収支、経常収支といったものです。ここでは、重要なものだけを列挙してあります。

それから政府部門があります。ここで重要になってくる経済指標というのが、財政勘定です。ここでは関税収入とか歳入、歳出とか対外・国内債務などが重要になってきます。

それから最後に、貨幣部門ですが、IMFではマネタリサーベイと呼んでおります。簡単にいってしまえば、中央銀行とすべての銀行部門のバランスシートを連結した経済表にリンクしたものがあります。ここでは国内信用とかマネーサプライ、ハイ・パワー・マネー、金利、支払準備率、そういったものが重要な変数となってきます。

通常は、ある国を訪問する際には、各エコノミストが各部門を担当しまして、まず最終目標というのを決めます。最終目標というのは、まさにプログラムを作成するために必要な目標ですが、経済成長率であるとか、インフレ率だとか、サステイナブルな水準を達成するための国際収支レベル、そういうものが最終目標です。それで、まずそれを設定しまして、それを達成するように、最終的にはここにパフォーマンス・クライテリアという指標を導きます。このパフォーマンス・クライテリアというのは大変重要なも

のです。

その理由は、IMF が通常ある国にお金を融資するといった場合に、一度に資金提供をするわけではないのです。プログラムの達成度に応じて、融資することを継続するかどうかを決めるわけです。そのときの判定の基準になるのがパフォーマンス・クライテリアです。プログラムではさまざまなターゲットがありますが、そのなかで特に重視しなければならないのはこのパフォーマンス・クライテリアです。

なぜならば、例えばマネーサプライがターゲットだとします。しかし、それがパフォーマンス・クライテリアでなければ、仮に達成されなくても、達成されない十分な理由があれば融資は継続されるわけです。ですがパフォーマンス・クライテリアを満たさないと、これはよっぽどの理由がないと、ウェーバー（免責権）を発行できないのです。そうしますと融資が止まってしまうということになりますので、プログラムの交渉のときにまず何がパフォーマンス・クライテリアになっているかということを、非常に明確にする必要があるのです。そういった意味でも今回のインドネシア、韓国、タイのプログラムも何がパフォーマンス・クライテリアになっているのかをみるのは、非常に重要です。

従って、基本的には最終目標からこのパフォーマンス・クライテリアを導くわけですが、そのときにこの 4 つのセクターが整合性をもつように、大変イタラティブなプロセスを踏んで、最終的なターゲットを導いていくということを行っているわけです。1950 年代に、いわゆるスタンバイ融資制度という、どちらかというと先進国を対象とした融資制度ができたのです。そのときは、対象国がブレトンウッズ体制のもとで固定相場制を維持するというのでしたから、それを維持するために一時的に必要な融資をするのが融資目的であったことから、対象国の多くが先進国であったのです。ですから 50 年代から 60 年代にかけては、構造改革というのはいまほど重要ではありませんでした。従って、それまではこういうサプライサイド政策がなくて、いま説明しました形でプログラムが作成されていました。ところがブレトンウッズ体制が崩壊して、融資対象国が発展途上国に移るようになってきますと、構造改革が非常に重要になってきました。そうしますと、ここにサプライサイド政策が入ってきて、それらを含めたパフォーマンス・クライテリアが選択されているというのが現状です。

次に、ファイナンシャル・プログラミングについて非常に単純化したかたちで簡単に

説明しますと、基本的には今申し上げた4部門のリンケージでできています。まず、第1式というのはこれは単に国際収支表の恒等式を表しているにすぎません。つまりRというのは外貨準備残高です。全銀行の、中央銀行を含む銀行の外貨準備の変化というのは、経常収支CAと資本収支KAに等しいという恒等式を表しています。

$$\Delta R = CA + KA \cdots \cdots (1)$$

R : 全銀行の外貨準備 (国際収支表)

CA : 経常収支 (同上)

KA : 資本収支 (同上)

それから第2式では、この経常収支というのが、1年間にある国が得られる所得(Y)とアブソープション(A)との格差で表されるという関係式を表しているにすぎません。それから第3式は、このアブソープションが国内の消費と投資と政府支出からなっているという関係式を表しています。第4式は、この経常収支がさらに貯蓄と投資の格差で表せるという関係式を表しています。

$$CA = Y - A \cdots \cdots (2)$$

Y : 名目生産・所得額 (国民所得表)

A : アブソープション (同上)

$$A = C + I + G \cdots \cdots (3)$$

$$CA = S - I \cdots \cdots (4)$$

第5式はさらにこの経常収支が、貯蓄、投資バランスと等しいという関係式を民間部門と政府部門に分けます。そこで第5式は、経常収支が民間部門の貯蓄超過と政府部門の貯蓄超過の合計に等しいという式を表しています。ですから経常収支が赤字の国というのは、民間部門の貯蓄超過、あるいは政府部門の貯蓄超過、またはその両方によってなっているというような関係を表しています。

$$CA = (S_p - I_p) + (T - G - I_G) \dots\dots\dots (5)$$

S_p : 民間部門の貯蓄 (国民所得表)

I_p : 民間部門の投資 (同上)

T : 税金 (財政収支表)

G : 政府の経常・投資支出 (同上)

(5)を(1)に代入

$$\Delta R = (S_p - I_p) + (T - G - I_G) + KA \dots\dots\dots (6)$$

そこで、この第5式の経常収支を第1式の国際収支表の恒等式に代入しますと、第6式のようになりまして、外貨準備の変化というのは民間部門の貯蓄超過プラス政府部門の貯蓄超過プラス資本収支に等しいという式になります。

この第6式からご覧になるとお分かりのように、IMFが融資する対象国というのは、国際収支問題に直面している国です。この場合、国際収支問題というのは基本的には外貨が不足している状態ですから、Rというこの外貨準備が非常に重要になってくるわけです。今までIMFから融資を受けた国というのはどういう国かといいますと、外貨準備が非常に少なくなっている状態の国です。その要因は、多くの発展途上国の場合、非常に大規模な財政赤字に陥っているということです。それと民間の貯蓄が非常に少なくなっている状態、これと財政赤字によって対外債務が増えてしまっていて、対外債務に対する元本の支払いが非常に高まり、それによって経常収支が非常に小さくなっているというのが、今までのIMFの融資対象国だったわけです。

従って、早く国際収支問題を解決するためには、外貨準備を蓄積しなければならないわけです。そうしますと、まず操作可能なのはやはり政府です。民間部門の貯蓄を上げるとことは比較的難しいので、まずIMFが採る政策というのは、外貨準備が低下している一因である財政赤字を削減することです。ですからIMFのアプローチが均一的であるとか、需要抑制政策であるとかいうふうに単純化している人が多いですけども、その背景にあるのは、IMFから融資を受ける国の抱えている問題は非常に類似しているということで、基本的には財政赤字を削減するという政策が出てくるわけです。

次に、今度はマネーサプライという銀行部門の連結バランスシートの恒等式をみてみたいと思いますが、第7式はそのような恒等式を表しています。つまりマネーサプライの変化というのは、外貨準備、バランスシートでは純対外資産とっていますが、その外貨準備の変化と国内信用の変化の合計に等しいと、非常に単純化していますけれども、そういう関係式に表すことができます。

$$\Delta M = \Delta R + \Delta D \cdots \cdots (7)$$

M：マネーサプライ（貸借対照表）

D：純対内資産（同上）

ちょっとここを省略しまして、最終的には外貨準備の変化というのは、経常収支と資本収支の合計に等しいということを表しています。その外貨準備の変化というのは、第7式からお分かりのように、マネーサプライの変化から国内信用の変化を引いたものに等しいという関係式を表しています。

それではこの10式から、外貨準備を蓄積するためにはどうしたらいいのか、まず考えられるのは財政引き締めです。財政引き締めをすればアブソープションが低下しますし、それから対外債務が減っていけば元本の支払いも減りますので、経常収支も改善していきます。これは恒等式ですから、右辺でいえばDという銀行部門による政府部門に対する国内信用が財政赤字の削減によって減りますので、それによって外貨準備が蓄積されることになるわけです。

$$Y - A + KA = \Delta M - \Delta D \cdots \cdots (10)$$

このようにしてプログラムが作られているわけですが、具体的なステップがどうなっているかといいますと、まず外貨準備というのを設定します。長期的に持続可能なレベルに達成するために、まず1年後の外貨準備残高を設定します。ですからここでは、持続可能性というのを考慮に入れています。その次に第7式をご覧になっていただきたいのですが、まずRを設定し、次に貨幣需要関数というのをを用いまして、マネーサプライというのを予測します。そうしますと第7式から非常に単純化していますが、残差とし

て出てくるのが D という国内信用です。

そうしますとこの国内信用というのは、民間部門による国内信用貸出ですから、これを民間部門と政府部門に分けます。そして民間部門のほうはどのように推計するかというと、すでに最終目標として設定している経済成長率、それからインクレメンタル・キャピタル・アウトプット・レシオという経済成長率と投資比率の関係式を過去のパターンから導き出しまして、それによってある経済成長率を達成するのに必要な民間部門の投資額というのを出します。そして、それに必要な国内信用、民間部門に対する国内信用残高というのを導出します。最終的に残差となるのは、銀行部門による政府部門に対する国内信用残高です。それは大雑把に言って財政赤字の上限ということになります。それで最終的には、このように D_G というのが中間目標になります。

最終目標を達成するために必要な中間目標がこの D_G ですけれども、これを政府がすでに編成している予算と比べてみます。そうしますとその予算のほうが、この IMF のプログラムで設定した国内信用残高よりも上回ることが多いわけです。そうしますとそこで、適切な税制政策を要請したり、歳出を減らすとか、あるいはそれが無理な場合には、もともと設定している R、外貨準備を修正したり、それから実質所得水準とかインフレ率目標を修正して、先ほど述べました 4 つの部門が整合性をもつように、何度も繰り返し作業をしまして、最終的にパフォーマンス・クライテリアを導いています。そして、パフォーマンス・クライテリアで非常に重要な指標が、この政府部門に対する国内信用残高です。

ここでは簡単に申し上げたいのですが、こういったファイナンシャル・プログラミングの前提となっている基本的な仮定がありますが、そういう仮定というのは実は問題があるのではないかということです。各国が国内金融市場を自由化して、また金利がマーケットベースで動くようになって、しかも国際資本移動が非常に高まっている、そういった状況のなかで実はこのファイナンシャル・プログラミングの基礎になっている仮定が成立しなくなっているということを実はこの本では述べています。それを強調しています。

次に IMF プログラムの修正ですが、まず既存のプログラムのなかで何ができるかということを考えてみます。そうしますと、IMF のファイナンシャル・プログラミングというのは、先ほど説明しましたように 4 つの部門から成っています。それにリンクし

た4つのマクロ経済指標がありますが、やはり非常に重要になるセクターというのが貨幣部門です。先ほどご覧になってお分かりのようにエッセンスは第7式の恒等式から決まってくるわけです。マネーサプライの変化が国内信用の変化と、外貨準備の変化に等しいという恒等式です。そこに国際収支表とか、あるいは財政勘定とかがリンクしているわけです。

ですから、まずマネタリーサーベイ自体をもう一度吟味する必要があるのではないかと思います。正直に言います、やはりこのマネタリーサーベイをみただけでは、国内銀行の構造的な問題というのは見えてこないわけです。集計しているわけですから、それを見ただけでは当然のことながら危機の深さ、あるいは危機を予告するというのは非常に難しいわけです。ですから、1つはやはり危機の発生の深刻さをIMFが見誤っていたという事実がありますが、その背景にはやはりマネタリーサーベイだけをみて、銀行部門の分析をするということに1つ問題があるわけです。

そこで、どういった修正をしたらいいのかということを一応検討してみます。マネタリーサーベイというのは、基本的には銀行が中央銀行に提出するバランスシートに基づいて集計されているのです。そうしますと、当然そのバランスシート自体に問題があれば、その国の銀行部門の構造的な問題はほとんどみえてこないということで、やはりこれからは、マネタリーサーベイをただ所与として利用するのではなくて、もっと適切な会計基準というのを強調して、グローバルなスタンダードな会計基準というのを作って、それに基づいて分析するというような発想をしていかなければならないわけです。

ですから、プログラム対象国に対してコンディショナリティーがありますけれども、そのコンディショナリティーで、やはり適切なデータを早急に作成するように各国にこれから強く要求していくことが必要になるということです。それとともに、マネタリーサーベイをより詳細に分類することによって、少なくともある程度、ある国の抱えているクレジット・リスクとかリクイディティ・リスクとか為替変動リスクというのを分析できるようかたちに修正する必要があるということです。

第2番目ですが、先ほどからパフォーマンス・クライテリアが大変重要だというふうに申し上げました。そのパフォーマンス・クライテリアはちょっとここでは説明しきれないのですが、ある程度の調整は可能です。現在のプログラム作成方法では、かなりリジッドで、フレキシブルではないのです。例えば、ある国が固定相場制をとっており、

非常に多額の国際資本流入があるとします。そうしますとその結果、固定相場制という為替政策と、マクロ経済政策との間に不整合が起こってきてしまうことがあります。この場合、政府は、そういった状況に直面することを考えて、非常に柔軟なマクロ経済政策を要請されているわけです。ですから、今の時代というのは、政府が常に柔軟な経済政策を採っていかなければならないのですが、それに合わせてパフォーマンス・クライテリアをもっと柔軟なものにしなければいけないと思います。常に固定相場制から変動相場制に、あるいはその逆という可能性を見込んだうえで、パフォーマンス・クライテリアを設定する必要があるということを私は強調したいのです。

その具体的な提案というのは本書のほうで述べていますので、ここではプログラムにより柔軟性を与える必要性を強調しておきたいと思います。それから、今回のアジア危機で重要になってきたのは、外貨準備だけをみていたのではだめなわけです。外貨準備と短期対外債務や、その相互関係というのが非常に重要なわけですから、たとえ外貨準備が増加していても短期債務がもっと増加していれば、それは投資家の期待が突然変化してしまえば、当然にしてその短期対外債務に対する外貨の支払いに十分な外貨準備がないわけですから、これはもう当然危機が発生したら深刻化するだろうなという予測がつきます。そういった視点が、アジア危機が発生するまではそれほどなかったわけです。そうしたことを今、パフォーマンス・クライテリアで強調しておく必要があると思います。

3番目の修正点ということですが、先ほどから申し上げているようにプログラムの本当の目的は最終目標です。実際にはプログラムの操作をしているパフォーマンス・クライテリアなどの政策変数というのは中間目標であるわけです。例えば、中央銀行による政府部門に対する国際信用貸出や税収といったものが、中間目標になっているわけです。しかし、中間目標は、結局は最終目標を達成するための中間目標であるにすぎないのに、実際にはあたかも中間目標が最終目標であるかのように先行してしまっているわけです。ですから各国の政府も、それから私の感じていることですけれども、IMFの職員のほうもパフォーマンス・クライテリアさえ満たしていれば、プログラムは成功しているという発想をしています。その結果、仮に中間目標が実現したとしても、必ずしもその国が豊かになっている、例えば経済成長率が高くなっているとか、インフレ率が収束しているとか、そういうことに結び付いていないのです。それは先ほど申し上げましたよう

に一連の実証分析がありますが、それらは必ずしもいい結果が出ていません。

いい結果が出ていないというのは、何をみているかという最終目標をみているわけです。その最終目標があまり好ましい結果になっていないということは、やはり中間目標に焦点をあてすぎているわけです。そういうことで、IMF は本来の目標を見誤っている、中間目標ばかりを見過ぎたがために、最終目標を見失っているというふうに指摘する人もいます。

一例としましては、基本的には IMF というのは先ほどの第7式をご覧になってお分かりのように、マネタリーサーベイをみているわけです。そこで例えばマネーサプライ、ハイ・パワード・マネーといったものを中間目標にしているのですが、例えばある国で、金融市場が自由化されているなかで、どんどん新しい金融手法が出てきますと、当然ながらにして貨幣需要というのは非常に不安定になってきます。そうしますと、マネーサプライというターゲットを設定したとしても、インフレと必ずしも結び付かないわけです。あるマネーサプライのターゲットを満たしたからといってインフレ率が低下するかというと、そうではないわけです。

そういうことで、インフレーション・ターゲッティングという方向にやはりいかざるを得ないのではないかと。ただ、インフレーション・ターゲッティングという政策というのは非常に準備を要するものです。ですから簡単に、明日からインフレーション・ターゲッティングという政策に移ろうといってもできるものではありませんが、今後はやはりそういう方向にいかざるを得ないと思います。実際にブラジルもインフレーション・ターゲッティングに移るといような話をしておりますし、やはりこれからはインフレーションというのは最終目標なわけですから、マネタリー・ターゲットではなくて最終目標であるインフレーション・ターゲッティングに焦点をあてたプログラムづくりをしていく必要があるということです。

それから、対外均衡と国内均衡のバランスです。本来のプログラムの目標は先ほど申し上げましたように対外均衡と国内均衡をバランスよく達成することにあるのに、現実にはやはり対外均衡という、外貨準備を早く蓄積していくということのほうに焦点が移っていきます。1つの理由は先ほどから申し上げているように、IMF が融資のできる条件というのは、国際収支問題に直面している国ですから、どうしても外貨準備のほうに目が移ってしまいますが、もう少し国内均衡とのバランスをとったプログラムづくり

をやっていかなければいけないというのが、私がプログラム作りをやっていて思ったところでは。

そして、4つ目ですが、所有意識の向上ということです。これは98年にIMFが外部の学者たちに委託したIMFのプログラムをレビューした報告書がありますが、そこでも指摘しております。あと私自身も常に思っていたのですが、融資受入国の所有意識が欠如していることが多いのです。今回のアジア危機がやはりどうしてあれだけ深刻化したかという、1つの理由はやはりインドネシアがIMFの融資を受けましたが、十分に納得しないで合意しているわけです。そうしますと、IMFの融資を受けるようになってプログラムを採用することになったけれども、結果としては、IMFと約束したとおりの政策をしていないわけです。そういうことが実際に起こっているわけです。つまり、受け入れる側もお金を早くほしいから、よく理解しないでサインしてしまうということがよくあります。

これは私自分の経験で思ったのですが、実は政策当局者がプログラムの内容を十分によく分かっていないことがあるのです。もちろん、国によりますが、IMFのアプローチをよく分かっていないということを感じる場合があります。発展途上国に行きますと、実際にIMFのアプローチを理解しているのは、いわゆるマクロエコノミストの多い中央銀行職員が多いのです。しかし、IMFのアプローチで本当に重要なのは財政担当者です。先ほどから言うておりますように、財政赤字を削減する必要があるわけです。ですから重要なのは大蔵省職員ですが、彼らの中でプログラムをよく理解していない人が結構います。

かりにそうした状況があったとしても、IMF ミッションのほうも時間が限られていることから、それを十分説明説明する時間がないことが多いのです。また対象国側も、十分に理解していないのにサインしてしまうことがあります。ですから、私みたいに比較的若いエコノミストと個人的に話をしますと、私に聞いてくることがあるのです。例えば、「このプログラムのパフォーマンス・クライテリアは調整できるというけれども、どうやって調整するのか」などというように。そうした説明は実はちゃんと書面にして渡しているのですが、からなずしも理解できないことが多いのです。そんなことが現実には起こっているわけです。ということで、受け入れている本人たちが分かっていない。分かっていないで、パフォーマンス・クライテリアさえ満たしていればいいという意識

をもっているものですから、どうしても所有意識が欠如しています。これには、ミッションの期間とか、交渉の方法に問題があると思います。そこでこれからは、今回のアジア危機もそうでしたが、やはりもっとプログラムの理解を促進するような方向にもっていかなければならない。そうしないといつまで経っても、世界の皆さんが IMF のプログラムがよく分からないということで、こういう危機があつたりすると、政策当局者と IMF との間で行き違いなどが起こってしまいますので、これは本当にこれから真剣に考えていかなければならないことです。

それから 5 つ目は構造改革の順序付けということで、やはりほかの人も言うておられますけれども、私自身も非常に感じたところです。特に銀行部門のある構造改革、例えば銀行を国営化するといえます。それに対する手順というのは、まず聞き取り調査もきちんとして、それをプログラムのなかにリーズナブルな期間で、ある地域にはこういう法令を出してとかいうふうに決まっているのですが、やはり構造改革間同士の相互関係というものに対する認識が薄いと思うのです。やはり時間の無い中でプログラムを作ってしまうので、どうしても構造改革間での相互関係、あとでアジアのほうで言いますが、十分に認識しないで入れてしまっているというのは、私自身が実際にその国のプログラムに携わっていて非常に強く感じたことです。それでやはり 98 年に外部依頼した報告書でも、例えば、ジンバブエとザンビアのケースですが、国内金融市場を自由化しました。それはいいのですけれども、自由化するとそういう国は通常金利が高まってしまう。そうしますと金利が高くなることによって一時的にその国の経済成長率が低下したり、所得分配に不平等が生じたりします。そういうことに対して、十分な理解がないままに国内金融市場の自由化という構造改革を入れてしまっていたと批判しています。

次に、IMF 体制の修正・改革というのはひとまとめにしますと、要するに国際金融システムの安定化に向けての環境づくりをしていかなければならないということです。それには、IMF がもっと情報の偏在を低減していくような体制づくりをしていかなければならないということと、モニター機能の強化をする必要があります。それから危機に対する迅速で適切な対応をしなければならないと思います。今回の危機で感じたことなのですが、例えばインドネシアとかタイで突然危機が起こり、それに対して IMF は新しい融資制度を作りまして、比較的短期間に多額の資金を融資することができるよう

になりました。

IMF の協定のなかでは、IMF は国際収支問題を抱えている国に対しては、十分なセーフガードのあるもとでお金を貸すと言っています。ということは、やはり融資したお金は返ってくる必要があるわけで、コンディショナリティーというのを付与しているのです。現在のところ、融資とプログラムの開始のタイミングがかなり近くなっています。そうしますと融資速度を加速することで、プログラムはかなり急いで作られてしまうことになり、必ずしも十分に検討されないで作成されることになってしまっています。今回のアジア危機がそうだったと思います。そうしますと、早急に作成したプログラム自体の内容がよくないものであれば、結果的にはそれはその国の最終目標に非常に悪い影響を及ぼしますので、やはりプログラムの決定の時期と融資の時期を、ある一定の国に関しては区別する必要があると思います。例えばある一定のマクロ経済指標で、危機の発生する前にある一定の基準を満たしている国に関しては、プログラム作成をもう少し時間をあとにして、とりあえず多額の融資をするというようなことをする必要があるのであります。

あとは簡単に列挙しますと、金融機関の健全性を促進するような体制づくり、財政政策の透明性を促進するような体制づくり、それから、IMF の融資額の拡大、ということですね。今1年間での外貨の取引額というのは、300 兆ドルです。ところが IMF がユーザブルな融資額というのは、たったの 800 億ドルで、全然比較の対象にならないわけです。ここのところをなんとか危機のあるときにたくさんのお金を貸せるような体制づくりが必要になると思っています。

あとは実は、アジアの話をしたかったのですが、簡単にタイトルだけ読んでいきますと、インドネシア、タイ、韓国のプログラムというのがあります。これをみますと幾つの特徴があります。

1 つは極めて短期間に非常に大幅な予測の修正が行われています。どういったことで予測の修正が行われているかというと、経済成長率、インフレ率、為替レートなどを大幅に修正しています。この背景にはいろいろな理由があります。IMF のほうも理由を用意しています。ですが、基本的には危機の深刻化に対する IMF の予測の誤り、楽観的な見解だったわけです。

それから 2 つ目の特徴としては、ソーシャル・セーフティネットに対する考慮です。

初め IMF のプログラムが 3 カ国に適用された当初はほとんどソーシャル・セーフティネットに対する配慮がなかったのです。それが危機が深刻化し、非常に景気が停滞するようになって、はじめてソーシャル・セーフティネットに対する考慮が出てきています。

それから 3 番目は為替レートの安定化を最優先していて、金利の低下は二の次であったということです。

4 番目の特徴は非常に包括的な構造改革です。通常はスタンドバイといわれる 3 カ国に適用された融資制度（インドネシアは後に EFF 融資制度に変更していますが）が適用されています。通常、この融資制度では、構造改革はそれほど含めていないのですが、3 カ国のプログラムでは包括的に含まれています。いい悪いは別にして、非常にたくさんの構造改革が入っているということです。

それから第 5 番目のポイントは、パフォーマンス・クライテリアが強化されています。従来のプログラムよりもはるかに強化されているということを申し述べておきたいと思います。

そこで、プログラムの効果と問題点ということで簡単に申し上げておきたいのですが、確かに IMF のプログラムが実行された結果、為替レートの安定化に寄与したと思います。その結果、金利も大幅に低下しています。むしろ危機発生前の水準よりも低い金利水準になっています。しかし、やはり所有意識の欠如とか政府によるプログラムに対する理解とかいうのが非常に乏しかった。その結果、やはり政策の実践にズレが生じて、信任の低下につながったといえると思うのです。ですから為替レートの不安定化が長期化してしまったと思います。タイと韓国の場合は 1998 年の 2 月、対インドネシアの場合は 8 月まで為替レートが不安定化したというのは、1 つにはそういうプログラムの交渉、あるいは内容の理解が欠如していたということがいえるかと思います。

次に、金利の低下にもかかわらず貸し渋り現象が起こっているということです。IMF のプログラムをみますとやはり貸し渋り現象に対する考慮というのは非常に少ないです。それはなぜかといいますと、IMF のプログラムの根底にある考え方というのは、銀行や企業の構造改革を早急に実施することで貸し渋りの解消をしよう、それから銀行部門の経済活動を促進しようというものです。これはすごくオプティミスティックな見解だと思うのです。なぜならば銀行の改革、企業の改革というのは日本でも同じように時間がすごくかかる。それではその間の貸し渋り問題はどうなるのかということで、それに

対する考慮がやはり非常に少ないと思うのです。実際にこれは IMF の方が日本に来られたときに質問したのですが、あまり満足のいく回答が戻ってこなかったということで、さほど重要でないと思っているようです。また、こうした批判に対して IMF がどのような解答を用意しているかということ、私も分かっているのですが、私の考えではやはり考慮が足りないと思います。

それから構造改革の順序付けをみますと、金融部門の構造改革が先にあって、企業改革のほうが遅れています。それから企業改革といいましても、中心は国営企業改革ということ、つまり、国営企業改革を中心とする国営企業改革とそれから対外債務を抱えた大企業の債務のリスクが中心となっています。そうしますと、中小企業とかはどうなっているかということ、つまり、失業者はたくさんいます。そういう人たちが新しく企業をつくるときに、どうやって資金を調達するのかという問題があり、そうした問題を考慮した順序付けが適切に実施されていないと思います。その結果、やはり貸し渋り現象というのは長期化してくると思います。

それから次のポイントですが、国内信用貸出は引き締めすぎだと思っています。特にこれは韓国についていえると思います。その根拠というのは幾つかありますが、一応ここでは韓国については、国内信用貸出は引き締めすぎているとだけ言いたいと思います。その結果、輸出なども、実質為替レートが低下しているのだからもっと伸びるはずなのにそれほど伸びていないとか、国内経済活動を阻害していると思います。

それで、最後は今までの話と関連するのですが、構造改革の不適切な順序付けについても一言申し上げたいと思います。一例が、よくご存じだと思いますが、インドネシアでは預金者保護制度が不備でした。そうしたなかで銀行を閉鎖すれば、預金引出しなどの金融パニックが起こってしまったという経緯があるように、もう少し民間部門の人たちと話をし、情報を、きちっと得て政策を作成していく必要があると思います。基本的にはやはりプログラムというのは性急に作りすぎはいけないと思います。(拍手)

3. 質疑応答

司会者 どうもありがとうございました。ちょっと後半急がせて申し訳ありませんでした。Q&A のなかで、足りない分後半話してください。どうぞ、残った時間で自由にご議論ください。

A 国際通貨基金の難点などについて、私 2 つほど疑問があったのです。1 つは結局融資規模が非常に拡大したにもかかわらず、その対応についてはどちらかという 2 つの面でまずいかなと思うのです。1 つは短期の資本移動を経済学の理論のなかで内政化して捉えるという観点が若干弱いのではないか。その IMF のフレームワークをみましても、30 年か 40 年前、私が大学の 1 年生のときに学んだヒックスのなんとかかんとかという本と似ているんですね。これ大丈夫かなという気がするのが 1 つですね。そしてそれが、今度は融資が拡大すると政治のほうが入ってきまして、主導国の米国の意志が、影響力が相対化されるという心配があるものですから、これはまた難しくなるのだと思うんですね。だから短期資本のものすごい拡大というものにどう対処するかについて、概念的な問題とそれから政治的な問題、アメリカをどういうふうに納得させるかという問題があると思います。

それからもう 1 つ、国際通貨基金は、改革要素がダイルートされるのが嫌だというのが、例えばアメリカで、日本人にいわせるとダバダバやって、国内の経済システムをいのように直せというコンディションをしっかりとつけないで、いい加減になんかやっているというのが、非常に私の友人っていいですか、知っているアメリカでもオーストラリアでもなんでもいいんですが、そういうことが非常に多いのです。ところが、改革のこのリフォメインのものを、コンディショナリティーみたいなものをつけると、これはアメリカの繁栄というのは世界の開放的で、しかもなんて言いますか、安定的な市場がワツと栄えることにあると思っているアメリカ人が多いとすれば、ちょっとこの改革っていうのをつけないと、なんか日本の繁栄に結び付くみたいなダバダバってやだなあというがあるので、これも私は 2 つの問題があると。まあ重要な問題だとすると、国際通貨基金の問題はかなり面倒な問題を抱えて、そこだけについてぜひともこれからも教えていただければ幸いです。どうぞありがとうございます。

白井 すみません。論点を確認したいのですが、1 つは国際資本移動の内政化ということですか。

A だから技術なんかは経済学理論では外政的な変数だったんですね。最近の内政化されるような議論も出ている。僕は 1962 年に大学に入ったときに習ったあれだけは忘れないんですが、IMF のテーマというのはヒックスのあの本に似ているんだと思うのです。

白井 実はそうなんです。先ほど申し上げなかったのですけれども、あの国際収支表の資本収支ですね、あれはやはり外政的に扱っているのです。それが 1 つの問題です。金利によって、国際資本移動が非常に大きく動くようになりました。それが今のプログラムでは適応できていない。まさにそのとおりです。

司会者 Bさんどうぞ、ぜひコメントを。

B ちょっとその点は、ただ金利に関していえば、金利を上げれば資本収支が改善して、資本が入ってきて、為替レートを守ることができるということで、金利を上げるように指導するわけですね。だから必ずしも全く外政的ではなくて、金利に関しては感応的ではある。ただそれ以外にコンフィデンスが揺らいでロール・オーバーの比率が落ちるといふときに、ではそういうときにどうやってコンフィデンスを上げたらいいいのかというところが分かっていない。これは IMF だけではなくて誰にも分かっていないわけですけれども、そのときに IMF がやったことは、これは特にインドネシアの場合ですけれども、要するに厳しい条件をつければコンフィデンスは回復するだろうと。

投資家というのは IMF が厳しい条件を押し付けることによって、コンフィデンスが回復すると思ったところに誤りがあるわけです。だから、そこは IMF も考えていないわけではなくて、一生懸命考えてアジア向けに改善したのだけれども、それが間違っていたんだということだと思ふんです。それが私の解釈です。その資本収支のところは、そういう話なんですけれども、お話を伺った点でこれは白井さんのプログラム・カントリーを担当された経験がよく分かって非常に面白く、いい本になるんじゃないかと思ひます。ただ、幾つか整理したほうがいいのではないかと思われるところが 3 点あるのです。プログラムの話を熱心にされたところは非常に整理されていてよかったと思うのですが、これは通常のプログラムということで、アジア向けのプログラムというのは若干違うのです。

先ほど申し上げましたように、資本収支のところではかなりロール・オーバーといふところを気にした。気にして一生懸命考えたんだけど、やっぱりタイも失敗したし、

インドネシアも失敗したし、韓国も失敗して、それでギリギリのところまで行って、通常じゃない手段を使ってなんとか切り抜けたわけです。その一般的なプログラムとそれからアジア向けのプログラムとそれでも失敗したという、その3段階的な話にしていただかないと、このプログラムというのはいかにも一般的なプログラムで、いかにも一般的なプログラムをアジアに適用して失敗したかのような印象を受けるのですが、その間にもうワンステップあると思うんですね。

それからあと2番目に危機管理の話と、これはもう危機が起きてしまって、これから3カ月の間にどうやってロール・オーバーを高めて、外貨準備がゼロにならないようにするかという話と、もうちょっと中長期の話と、もう少し整理できるのではないかといいところが感想です。これは全般に言えるかと思うんですけども、細かい話はしませんが、危機管理の話と中長期の話はちょっと区別したほうがいいんじゃないかと思いません。

それから3番目にアジアの話をするときに、確かにアジアの3つの国の、これは本の中ではもう少し整理されているのかもしれませんが、3つの国の共通点と相違点というのは、共通点もいっぱいあるけれども相違点もいっぱいあると思うんですね。その点を3カ国全部ひっくめて議論されると、いやこの国は違うと言い出す方がおおぜいいらっしゃると思うので、そのへんは少し最初から防御線を張っておいて、韓国は違いますと言っておいたほうがいいのではないかと思います。

韓国は財政経済省に大変優れた人が揃っていて、重箱の隅をつついたような話ですけども、韓国が危機に陥った理由とタイが危機に陥った理由というのはかなり違うと私は思うし、IMFがそれに対して準備ができていた度合いも、タイの場合にはすでに18カ月前から我々は警告していた。IMFも満を持してタイに乗り込んでいったけれどもそれでも失敗したと思うのです。十分プログラムに時間をかけて、7月に切り下げて8月にプログラムに取り掛かると、十分な時間がないのではないかというけれど、実はもう前からミッションがずっと入っているわけですよ。だからそういう意味ではタイに関しては十分IMFは準備していて満を持して乗り込んでいった。しかし、韓国に関してはほとんど準備はなかったわけですよ。だからそこはかなり重要な点で、大きく違いがあるし、その3カ国に関しては、アジアを論じるときには共通点を挙げるのは非常に重要なのですけれども、それと同時に相違点を挙げられるということが非常に重要

じゃないかなと、その3点です。

司会者 3点についてコメントがありますでしょうか。

白井 どうもありがとうございます。コメントというか、必ずしもそれに関連しないのですが、私の考えで、B先生はまた別かもしれませんけれども、IMFのほうはプログラムが失敗したというふうに認識していないと思うんですね。

B それは違うと思います。僕は違うと思うし、彼らは失敗していないと思う。それはそれでいいと思うんですね。ただ、予測が甘かったなんていうのは全くの言い訳で、経済がどうなるかなんて半分以上彼らが決めているわけでしょう。それはプログラムが違っていたので予測が合わなくなったわけでしょう。

白井 もちろんそうです。それに付け加える感じになりますけれども、もともと非常に楽観的な経済成長率とかが、プログラムの最初に予測されましたが、その楽観的な見解の背景には、IMFのプログラムを採用すればある程度資本流出の流れをストップすることができるというような見解があって、そういった見解に基づいてプログラムが作られていたので、それが実際には為替レートの安定化がすぐにはなされなかったということと、思ったよりもロール・オーバーができなかったというようなことなどがありまして、最終的には大幅な修正をすることになったのだと思います。

司会者 時間があと15分ぐらいですが、Cさん、Dさん、Eさんの順で手短にご質問をどうぞ。

C 分からないでサインするところ、非常に面白く聞かせていただきました。ありがとうございます。それでまずIMFプログラムに対する批判が整理してあるのですが、IMFそのものに対する批判がありますね。つまり固定レート制そのものが問題なんだとか、あるいはIMFが危機になると出てきて何とかしてくれるからモラルハザードが起きるとか。例えばビジネスウイークにバローがIMFは火消しではなくて放火魔だというように書いていましたけれども、そういう批判について、ここで全然触れられていなかったのですが、それについてどう考えるか。

それから2番目は、厳しすぎるという話は結局信用危機か流動危機かの話で、ウォルター・バジェットにさかのぼる議論だと思います。そうすると厳しすぎると言っている人は、私の考えではそれは流動性危機でなければならぬわけですが、やっぱりアジアの危機というのはかなりの部分信用危機で、やっぱり引き締めざるを得ないと思うので

す。例えば流動危機だというのは、韓国の造船なんかが一時的に外貨が全然とれなくて、借りられないという話があったけれども、結局何もなくて無事に借りられて輸出ができるようになった。多分その過程でどこかのインベストメント・バンクがその危機に乗じてさかんに儲けたのではないかと思うのですけれども。

それから3番目に、世界銀行やなんかと重複するから混乱するというわけですが、私はむしろいいことじゃないかと思うのですね。つまり、違う人が違うアドバイスをすれば、途上国の政府は、じゃあ本当は一体何が正しいのだろうかと考えることができます。つまりこの団体の目的もそうだと思うのです。政治家に今まで霞ヶ関の役人が1つだけ案をもって行って、もうこれでなければいけないですよというからいけないので、幾つもの選択肢を用意してもっていけば、政治家が、…。

A もっと分からなくなる。(笑)

C 素人の政治判断がどれだけ正しいか分かりませんが、そういう見方もできる。それから人材面で、金融自由化したら金利が上がったとおっしゃいましたね。普通は金融自由化すれば、開発途上国は資本が不足だから、資本が入ってきて下がるはずですがけれども、それが上がったというのは、金持ちがよそに貯金をしたということです。ということは、途上国で足りないのは資本ではなくて、債務契約の履行がちゃんといくのだろうかとか、そういう法のうえの問題とか所有権の問題とか、治安とか、まさに政治的な問題で金利が高くなっていくことを示す素晴らしい例じゃないかと思います。

司会者 それについて何ありますか。

白井 世界銀行との考え方が違うというのは1例だったのですが、どういうことかといえますと、やはり今回の危機というのは銀行部門の構造部門が大きな危機の要因となっておりまして、プログラム段階でもそれが非常に重要な要素を占めているわけですね。ですけれどもIMFでは、やはりそういう専門家は非常に少ないわけです。

当初IMFが3カ国にプログラムを提示したときに、世界銀行とは協調体制をとってプログラムを作ったわけではないのです。ですから、あまり専門性が無いなかで急いでプログラムが作られたわけです。最近になって98年の後半から世界銀行がこういった金融部門の構造改革に対して支援するようになって、今協調して政策を採っていますけれども、やはりそこにもう少し金融部門の構造部門に対する専門性があつたら、また違った提言ができたと思います。

私が言いたかったのは、世界銀行にはそういった専門の方たちが多いわけです。ですから、これまではマクロ的な問題で対処できたのかもしれませんが、今回の危機というのはそういうふうにあくさんの資本が移動するようになって、金融部門、そういうマイクロ部分が非常に重要になってきて、今の IMF だけの指示では限界があります。そうしますとそこに世界銀行なども一緒に入って、通常スタンプバイといわれるこの 3 カ国に適用された融資制度では、比較的豊かな国に融資をするので、この部門では歴史的にほとんど世界銀行とは協調して仕事をしていません。どちらかというに貧困所得国を対象としている ESAF 融資制度では、共同でプログラムを作っているのですけれど、スタンプバイの場合はほとんどそれが行われていなかったのです。それをこれからは世界銀行とともに政策をつくっていく必要がある。そういうときにどうしても機関が 2 つに分かれていますと、私の経験でもそうですが、なかなかコミュニケーションがうまくいきません。それで十分なコミュニケーションが無いなかで政策がつくられているということもありますので、そういう意味で再編成をする必要があるということをお願いしたかったのです。

司会者 Dさんどうぞ。

D 要するに今の最後の点に関係している話なのですが、あの先ほど来持続可能な外貨準備があるというお話をされましたが、それを IMF だけでそういう最終目標を達成できるようなプログラムを作るというのは不可能だと思うのです。そこで実物セクターがありましたけれども、やはりサステナブルなレベルに一国の経済をもっていくためには実物セクターが非常に大事で、それで多分 IMF や世銀の考え方だと、それは市場メカニズムにかなり任せればちゃんと産業なり何なりサステナブルなレベルに動くという前提でやっているのだと思うんです。だけど発展途上国のようにリスクテイカーがいないとか、あるいは情報が不完全だとか、条件の揃っていないところでやはり実物部門のマイクロな政策まで入るということではなければ、最終的な目標のところは達成できない。だから、いかに構造改革というか、中の組織改革をしても、あるいは世銀との連携を深めて 1 つの組織にしても、それでもまだ十分にできないというのが限界だと思うんですね。

ですから例えばある段階までは調査機能、それから政策提言機能というのはたくさんあるわけですし、特に短期の政策というか、短期の援助というのはいいと思うのですが、

ある段階以上のことというのはむしろ人貸業になったほうが私はその国のオーナーシップが感じられて、いい政策というかサステイナブルな一国の構造改革なり、そのあとのもろもろのターゲットが達成できるのではないかと思います。

司会者 アドバイザー、お金を貸すんじゃなくて人材を貸すということですね。

D 短期的な話はいいんですけれどもね、長期的にやろうと思ったら、やはりそこには限界があるので、少しやり方を変えるべきだと思うんです。

白井 そうですね。それは私も同感です。ですから私もこの本で、確かにマクロとミクロの相互関係というのは非常に重要なんですね。やはり IMF も構造改革というのを入れるようになって、特に 80 年代から ESAF 融資制度というのが成立して考慮に入れるようになったのですが。しかし、専門性がないということもありますし、ミクロの知識が非常に欠けているわけです。そうしますと、そのことをある程度より詳細な、相対的に世界銀行あるいは新規の国際機関とかありますし、NGO といったものと交渉なりプログラムに参加してもらうなりの努力が必要だと思いますね。ですから、そういった意味でのフレームワークづくりというのは今後考えていかなければならないと思います。

司会者 時間がなくなってきましたので、最後に Eさんと Fさんにまとめて質問していただいて、それにお答えいただきたいと思います。

E 私はこの席で Gさんと同じように素人で、今までの方のようにエコノミックチームではありません。従って、難しいコメントはできないのですが、質問を 2つしたいと思います。1つは資料の 3 ページに IMF プログラムに対する批判というのが並んでいますけれども、そのなかに妥当な批判もあればそうでない批判もあると思うのですが、このうち「国の特殊性、文化を無視している」という批判についてですが、アジアの成長をめぐる僕はグローバリゼーション派とエイジアン・バリュー(Asian Value)派とかいろいろ見方があると思うんですね。

成長そのものはグローバリゼーションにのって成長したのだと思いますが、そのなかでアジア的というか、かなりリーダーみたいなのが出てきている。ところが 1 回危機になるとちょっとその自信を失ったけれども、IMF 批判のなかでまた自信を取り戻している。一方グローバリゼーション派のほうはなんだかんだいいながら状況がよくなると自信を回復してきていると僕は思うんですね。そうすると両方が自信を回復している。そうすると国の特殊性、文化を無視しているという批判は妥当だったのかどうかという

ことは分からなくなっている。どちらかが完全に自信を失っていけば、まだ分かるのですが、そうでないとするこの批判がどの程度の妥当性をもっているのかというのが1つですね。

それから、IMFのプログラムの作り方というか決定プロセスですね。今ご説明を伺って、私はほとんど分かりませんでした。客観的に、数学的、経済学的に作られているのだと思うんですね。ただ、恐らくエイジアン・バリューな人たちからみれば、そのエコノミストがどういう顔の色をしていようと、先生もそうですけれども、アメリカンKCGの人たちだと、それはアメリカン・バリューだと思っているかもしれませんよね。そういう人たちにとっては経済に国境がなくなっているのかもしれない。経済学にも国境がないのかもしれないし、経済学者にも国境がないのだろうか。つまり、IMFの決定プロセスが国境を越えたプロセスになっているのかどうかということの実態は、そのなかにいた人にしか分からないと思うのですが、そのへんをお聞きしたいと思います。

白井 国境を越えた？

E つまり説得力をどれだけもち得るかということですよ。

司会者 どうぞ。

F 僕は、いろいろな問題というのはオーナーシップの問題に全部集約されるのではないかと思うのですが、日本の話にしてもそれは結局同じですよ。要するにIMFはお前のところはしっかりやれよと言っているわけで、受ける国はIMFに言われたからこうやっているわけでしょう。そうするとその間が希薄になって、誰が本当に最終的な責任をもってやるかということが希薄になるのだと思います。

先ほどDさんが言われたように、人を出して、そこをきちんとやっていくようなプロセスが多分必要になっていて、B先生なんかが出かけていかれるのかもしれませんが、人が出ていくときというのは、必ず誰がどこに行くのかということで、さっきEさんの言われたポリティカルな、国というものを背負うということが出てくると思うんですよ。だからどこかブンデスバンクの奴らばかり来ると困るから、うちからも出すかという極めていろいろな問題が出てくるわけで、今の話も確かに経済の話でも分かるのですが、あのバグワティさんが盛んにウォールストリート・財務省連合ということで話をされているように、そういう政治、経済的な部分をどう考えていくかというのが、

多分この話はこれはいかないんじゃないか。それは例えば役所と銀行なり政府なりとがやって行っていてもらちがあかないので、本当にどうかなというところは実は一回、時間があったら聞いてみたいところなのですけれども。

司会者 大きな問題ですけれど、何かコメントがあったら最後に。

G ちょっと一言いいですか。僕らが政治的な側面から国際関係をみてきて、本当に印象のレベルなのですが、IMFの国に対する関与の仕方というのは、非常にエコノミックな関与の仕方と政治的な関与の仕方が恐らくあって、違うのだらうと思うんですね。僕らがずっとみてきた、政治記者レベルの頭でみてきた、国際機関の政治的なやり方での関与の仕方とIMFとは違うような気がするんですね。

B Fさんがおっしゃったような問題があるからこそ、多国籍のマルチラテラルな政治マーテアルがフレームワークに乗せようと、そうして中立的なIMFや世銀がアドバイスをすれば、Fさんがおっしゃったようなアメリカを背負ってくる人とか、日本を背負ってくる人がアドバイスをすると違って、その国のために本当に考えるでしょうということ、そもそもできているわけですよ。

それが、ここに書かれていない底流にある。アジアに行っても、本当に心が打ち解けないと話さないように、やっぱり今回IMFがアジアに対して突き付けたのは、あれは何だ、ウォールストリートの利害を代弁したんじゃないかというモヤモヤとしたものがずっと広がっているわけです。だから、そこはかなり問題だと思えますけれどもね。そうすると、人を出すといってもアメリカ人を出したのでは同じことになるわけですよ。

E アメリカ人が行っても同じことになるんですか。

B 同じことになりますよ。

E アメリカの大学の教育を受けた人でも。

B 教育するというのと洗脳するというとは違うと思うんですよ。アメリカのKCGの教育っていうのはそんなに画一的なものではなくて。

E 頭の中身より国籍が大事だということですか。その議論でいえば。

B 違う、違う。アメリカは学歴も国籍も関係ないと思うんですよ。いい経済学と悪い経済学があるだけで。

E それだったらいいアメリカ人だって、いい経済学を奉じていればよいじゃないですか。

B ごめんなさい。典型的なアメリカ人の話です。

D 私、大昔世銀で働いていたことがあるのですが、私はああいうところで働いている人は、国籍を意識しない個人だと思うんですよ。個人で働いているから…。

B 人を送り込むっていうのは世銀の人を送り込むってことですか。

D そうです。世銀の人を3年ぐらい常駐させるということです。

B いますよ。今世銀でやっていることは、本部に統括しないでリージョンに人を出そうと。だから、国にどんどん課長を置いているわけですよ。アジアの何とか課長というのはベトナムにずっといてね、そうすると大変になると。毎晩電話で一生懸命やっているわけです。

D 世銀のなかでやっているんですか。

B もちろん、…。

D 政策決定者ですか。

司会者 国際研究奨学財団（現東京財団）ですから国際関係機関のあり方なのですが、最後に一言だけ。

白井 文化を無視しているという批判は昔の議論ということで申し上げたのですが、今まで IMF はそういう批判に対してどのように対応してきたかといいますと、大枠の数字を決定します。しかし、そのなかの支出の配分については、その国に任せていたのです。そういった意味で、皆さんが普通に思うほど IMF は押し付けているとか、非常に文化を無視した政策をしているというわけではなかったのです。しかし、最近のようにソーシャル・セーフティネットが大事になってきているとか、銀行の構造改革とか詳細なものが入ってきますと、当然ポリティカルなものもものすごく大きくなってきます。そうしますと、今まで IMF はポリティカルなものは避けてきたのです。

私たちは、エコノミストだからエコノミックなプログラムを提供する。あとは合意したら細かいところはその国に任せてその国がやっていくというふうな態勢をもっていたのですが、いまはそれをしなくなったといことです。

司会者 はいどうも。非常に活発なご議論をいただいて、ありがとうございます。また、引き続き議論していきたいと思います。今日はどうもありがとうございました。

[文責事務局]

第2部 巻末資料

別紙1 検証 IMF 経済政策
～東アジア危機をこえて～
目次

別紙2 講演レジュメ

検証 IMF 経済政策

～東アジア危機をこえて～

目次

- 第1部 東アジアの経済・金融発生メカニズム
 - 第1章 資本流入の特徴
 - 第2章 資本移動に対するさまざまな対応策
 - 第3章 経済・金融危機の発生要因
 - 第4章 経済・金融危機の発生メカニズムと先行指標
 - 第5章 危機が予測されなかった要因

- 第2部 経済調整に対する IMF のアプローチ
 - 第6章 IMF のファイナンシャル・プログラミング**
 - 第7章 マクロ経済政策の目的と手段
 - 第8章 タイ、インドネシア、韓国に対する IMF 支援プログラム**
 - 第9章 経済調整プログラムの決定要因と有効性

- 第3部 新しい国際金融体制に向けて
 - 第10章 危機発生後の東アジア地域
 - 第11章 IMF 体制の修正と補完**

§ 東アジア危機の発生

・タイに 97 年 8 月 IMF 融資

⇒直ちに危機收拾に向かわず、インドネシア、韓国に波及、危機の深刻化、世界へ波及

↓

IMF プログラムと IMF 体制に対する批判の高まり

+

危機について学識者間の意見相違

+

危機対応策での足並みのずれ

(IMF、世界銀行、政策当局者)

+

資本移動について各国間の見解相違、さまざまな為替制度

↓

新しい国際金融システムへ

IMF プログラムに対する批判

- 均一的な内容
- 厳しすぎる総需要抑制政策
- 国の特殊性、文化を無視
- 融資対象国の所有意識の欠如
- 不適切な順序付け（構造改革）
- プログラムの有効性への疑問
（多くのプログラムが未完了、国際収支や経常収支の目標などの
対外均衡へ傾斜、低経済成長）
- ショックアプローチ

IMF 体制自体に対する批判

- 危機を予測、回避できなかった（予測の能力、体制の限界）
- サーベイランス機能（国際金融システムの安定化）の低下
- 貿易取引の自由化、通貨の兌換性という公共財の提供と IMF
協定の限界
- 債権者のバンドワゴン現象（不完全情報）を低減する役割への
疑問
- 世界銀行や他の国際的な機関との業務領域の重複⇒混乱、無駄

図1：プログラムの目的
(対外均衡と国内均衡を同時に達成)

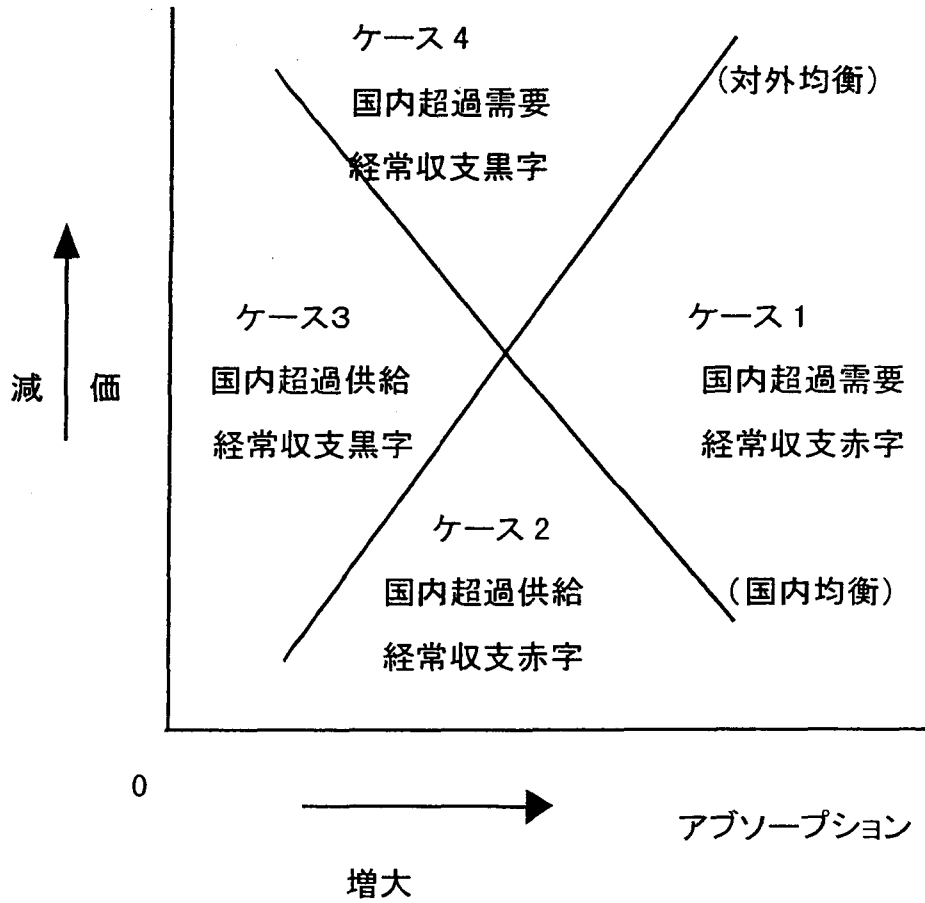
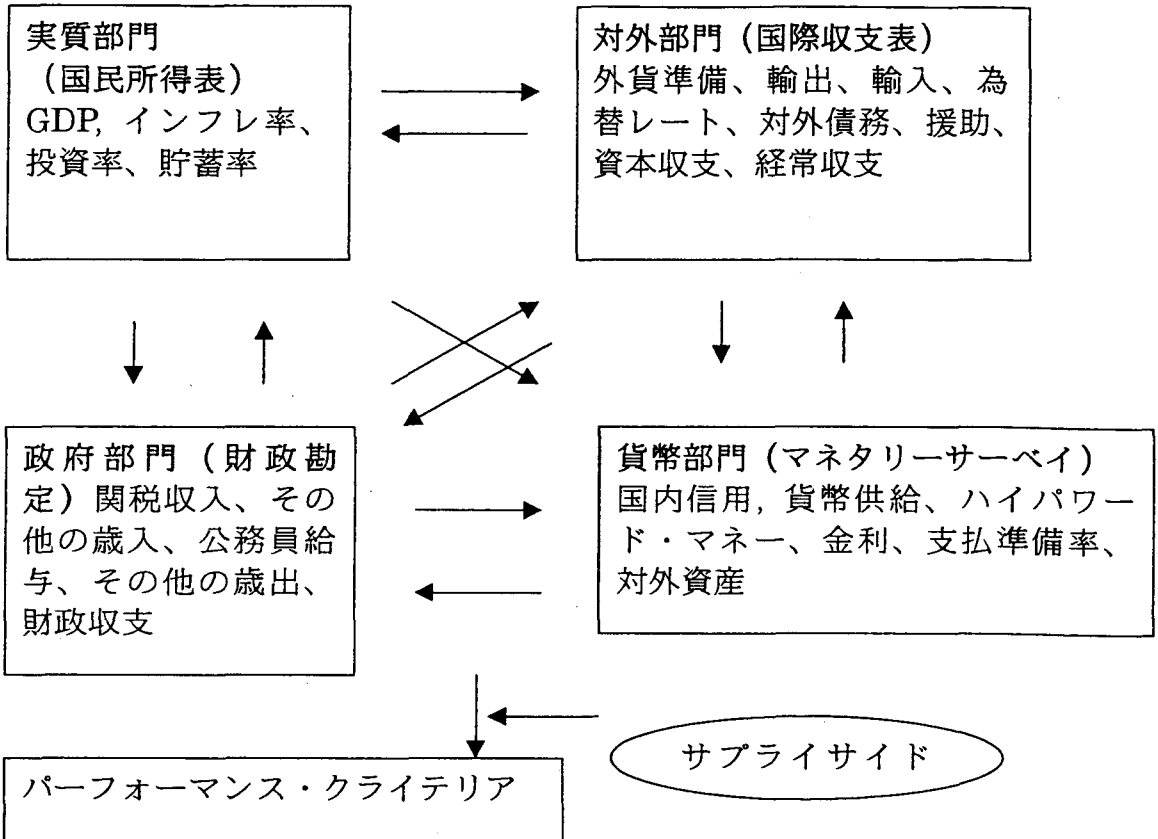


図2. IMF 支援プログラムの作成プロセス



IMF の経済調整政策
 ~ファイナンシャルプログラミング~

$$\Delta R = CA + KA \dots (1)$$

R : 全銀行の外貨準備 (国際収支表)
 CA : 経常収支 (同上)
 KA : 資本収支 (同上)

$$CA = Y - A \dots (2)$$

Y : 名目生産・所得額 (国民所得表)
 A : アブソープション (同上)

$$A = C + I + G \dots (3)$$

$$CA = S - I \dots (4)$$

$$CA = (S_p - I_p) + (T - G - I_g) \dots (5)$$

S_p : 民間部門の貯蓄 (国民所得表)
 I_p : 民間部門の投資 (同上)
 T : 税収 (財政収支表)
 G : 政府の経常・投資支出 (同上)

(5) を (1) に代入

$$\Delta R = (S_p - I_p) + (T - G - I_g) + KA \dots (6)$$

↓

財政引締め、総需要抑制政策

$$\Delta M = \Delta R + \Delta D \dots (7)$$

M : マネーサプライ (貸借対照表)
 D : 純対内資産 (同上)

$$\Delta M^d = f(\Delta y, \Delta P, \dots) \dots (8)$$

M^d : 貨幣需要量
 y : 実質所得 (国民所得表)
 P : 物価水準 (同上)

$$\Delta M^d = k \Delta Y \dots (8)'$$

k : 貨幣の所得化速度

$$\Delta M^d = \Delta M \dots (9)$$

(2)、(7) を (1) に代入

$$Y - A + KA = \Delta M - \Delta D \dots (10)$$

↓

財政引締め = A の低下、KA の増加、D の低下 → R の増加

プログラムの作成ステップ

1. Rの設定 ← 持続可能性
2. 貨幣需要の予測 ← 実質所得、価格等の予測
3. (7) よりDの導出
4. D_p を推定 ← 経済成長率、ICOR
5. D_g を導出 (=財政赤字の上限) ← 予算との比較

重要な仮定:

- (1) 貨幣需要関数の安定性
- (2) 貨幣需要がDの変化と独立
- (3) 資本移動は外生的



国内金融市場の自由化、
多額で迅速な国際資本移動

IMFプログラムの修正

1. マネタリーサーベイの修正
 - ◆純国内資産を細分化
 - ◆貸し倒れ引当金を明示化
 - ◆適切な会計基準の適用
 - ◆対外債務の満期による区別
 - ◆純国内資産を産業別分類
2. パフォーマンス・クライテリアの修正
 - ◆資本移動の変動→柔軟性
 - ◆短期対外債務と全外貨準備
 - ◆銀行部門の構造改革
3. 中間目標 ⇒ 最終目標
 - ・ Monetary Targeting → Inflation Targeting
 - ・ 対外均衡と国内均衡のバランス
4. 所有意識 (Ownership) の向上
 - ・ ミッションの期間、交渉の方法
 - ・ プログラムの理解促進
5. 構造改革の順序付け
 - ・ 銀行部門の構造改革と企業改革
 - ・ 銀行部門の構造改革の順序付け
 - ・ 国内金融市場の自由化と所得分配、経済成長

I M F 体制の修正・改革

(国際金融システム安定化にむけての環境作り：

- (1) 情報の偏在の低減
- (2) モニター機能の強化
- (3) 危機に対する迅速で適切な対応と融資規模の拡大)

1. 資本取引規制に関するガイドラインの作成
 - ・ チリ 対 マレーシア
 - ・ I M F 協定の改定
2. 危機に対して早急な対応
 - ・ プログラムの合意と融資の合意の時期を分離
 - ・ プログラムの内容をより多くの直接関係者を含めて協議
3. 金融機関の健全性を促進
 - ・ 正確なデータの収集と作成
 - ・ 情報の開示と中銀のモニター
 - ・ バランスシートの健全化
 - ・ ブルーデンシャル規制の強化
4. 財政政策の透明性を促進
 - ・ 同一の基準にもとづくデータの収集と情報の開示
5. I M F の融資額の拡大
 - ・ NAB の拡大
 - ・ 債券の発行
 - ・ 他の国際機関との協力
6. 世界銀行との協調体制の促進
 - ・ 国際機関の再編成
 - ・ SB/EFF と SAF/ESAF とのプログラム内容の区別の撤廃
 - ・ 経済調整政策に対するコンセンサスの形成
7. サーベイランスの強化
 - ・ 警告のシステム
 - ・ 情報の公開
8. 民間部門との提携の強化
 - ・ 金融機関との情報交換
 - ・ NGO との接触 (所得分配に配慮)

インドネシア、タイ、韓国プログラムの特徴

- (1) 頻繁にかつ大幅な予測の修正（経済成長率、インフレ率、為替レート）
←危機の深刻化に対する予測の誤り、楽観的な見解
- (2) ソシアル・セイフティネットに対する考慮（SB では例外的）
→財政政策の緩和
- (3) 為替レートの安定化を最優先、金利の低下は二次的
- (4) 包括的な構造改革（SB では例外的）
 - 金融部門と企業部門の改革
 - 競争政策と統治政策
 - 貿易改革
 - 社会政策
- (5) パフォーマンス・クライテリア（PC）の強化
 - 中銀の NDA の上限と R の下限を PC+HM の上限を IT（3 カ国）
 - 財政赤字の下限を PC（3 カ国）
←全銀行部門または CB の NDA を PC
 - 公共部門による対外債務の上限と銀行部門による公共部門
に対する融資の上限を PC（タイ）

プログラムの効果と問題点

(あ) 為替レートの安定化⇒金利は大幅に低下

- ・ 政府のプログラムに対する理解の促進や所有意識の向上への努力不十分⇒政策の実践にずれ⇒信認の低下⇒為替レートの不安定化が長期化

(い) 金利低下にも関わらず貸し渋り現象

- ・ 金融部門の金融仲介機能の低下に対する十分な配慮が欠如 ← 銀行
- ・ 企業の構造改革を早急に実施することで貸し渋りの解消と民間部門の経済活動の促進という見解

(う) 金融部門の構造改革に対して遅れる企業改革＋国営企業改革と対外債務を抱えた大企業の債務リスクが中心
⇒貸し渋り現象の長期化

(え) 国内信用貸出は引き締めすぎ（特に、韓国）
⇒輸出促進、国内の経済活動を阻害

(お) 構造改革の不適切な順序付け

（例：インドネシア、預金者保護制度が不備な中で銀行閉鎖⇒金融パニック）

東京財団 研究事業部

〒105-0003 東京都港区西新橋1-2-9 日比谷セントラルビル 10F

【Tel】 03-3502-9438 【Fax】 03-3502-9439

【URL】 <http://www.tkfd.or.jp>