

# IMFと資本収支危機：インドネシア、韓国、ブラジル

## IMF独立政策評価室による評価レポートの概要

開発金融研究所主任研究員 山下 元

### 要 旨

IMFの独立政策評価室（IEO）は昨年7月、インドネシア・韓国・ブラジルで1997年から1999年にかけて発生した資本収支危機においてIMFが果たした役割に関する事後評価レポート（以下、「本レポート」と言う。）を発表した。本稿は、本レポートの概要を紹介するものである。

IEOは2001年7月、IMFマネジメントからは独立した立場でIMFの諸活動に対する客観的な事後評価を行い、これによりIMF理事会の機能をサポートすることを主目的として設立された組織である。

本レポートの執筆は、IEO審議役・大阪大学経済学部教授の高木信二氏が率いるチームが行った。本レポートは上述の三つの危機におけるIMFの役割を、危機前のサーベイランス（政策監視）、危機対応プログラムのデザインと実施、及びIMF内部のガバナンスと業務実施方法という3分野に大別して評価し、それを踏まえて6項目の改善提言を行っている。

評価結果は多岐にわたるが、そのうち主なものを挙げれば以下のとおりである。

- ・ IMFのサーベイランスは、マクロ経済的な脆弱性の把握には成功したが、金融部門と企業のバランスシートの脆弱性及びそれらを助長するガバナンス関連の問題から生じるリスクについては、あまり認識出来ていなかった。
- ・ 三つのケースとも、当初のマクロ経済見通しに対し実績は大幅に異なった。その原因は、起こり得る大幅な通貨下落とそれに伴う深刻なバランスシート効果を十分に考慮していなかったことにある。
- ・ インドネシアと韓国での財政引締めは、その後の生産量の推移と当初の公的債務の水準から考えれば、不要であった。しかし財政引締めは、いずれのケースでも生産の落ち込みの激しさが明らかになると速やかに解除されたので、財政引締めが両国での激しい生産の落ち込みの原因となった訳ではない。一方ブラジルでは、危機を進展させる原動力が財政問題であったため、厳しい財政引締めが行われた。これは適切な政策であったが、債務の対GDP比率の安定化・縮小という目標の達成には、不十分であった。
- ・ 三つのケースの全てにおいて、金融政策は当初、通貨下落を食い止めるために引き締められた。しかし三ヶ国での経験は、高金利が為替レートの安定化にどの程度有効か、という長く続いてきた論争に明確な答を与えるものではない。インドネシアでは、当初のプログラム上の金融引締め政策は実施されなかった。従って、IMFプログラムによる金融引締めが同国経済の崩壊を招いたとする見方は誤りである。韓国では金融引締めが行われたが、それだけでは為替レートの安定化には不十分であった。ブラジルではIMFの反対に拘らず時期尚早な金利引下げが行われ、これがクローリングペッグ制の崩壊を早める一因となった可能性がある。一方、1999年3月初めの大幅な金融引締めの直後に、為替市場の安定は回復された。
- ・ 韓国向け公的支援パッケージは、「第2次防衛線」としてプレッジされた二国間支援200億ドルの入手可能性が曖昧であったために不十分なものとなり、当初プログラムの失敗の一因となった。このような事態に陥る危険を認識していたIMFは、各国民間銀行が協調して韓国向け融資のロールオーバーを行うことを主要出資国政府に提案したが、最初は各国政府の支持を得られなかった。しかし各国政府が民間債権者の協力を得ることを決定した後は、IMFはこれに関し有益な役割を果たした。

- ・ インドネシアと韓国の例は、銀行閉鎖・再編プログラムが成功するためには、包括的な戦略を策定の上、これを十分に国民あるいは市場にコミュニケーションし、これに基づき透明性の高い規則を一貫して適用する必要があることを示している。インドネシアにおける1997年11月の銀行閉鎖の際に政府が銀行債務の全額を補償せず部分保証に留めたことが銀行再編の失敗につながったとの意見があるが、当時の段階では危機が銀行システム全体には広がっていなかったため、部分保証が適切であった。インドネシアの銀行再編が当初成功しなかった原因は、部分保証にではなく、上記の条件、即ち包括的な戦略の策定と十分なコミュニケーション及び当該戦略に基づく透明なルールの一貫した適用が、実現されなかったことにある。
- ・ インドネシアと韓国のプログラムには、広範な構造的コンディショナリティーが多数詰め込まれた。両国とも、金融部門を再生し改革するための措置は必要であったが、金融部門以外に関する構造的コンディショナリティーの多くは、長期的には望ましいものであっても、直面する危機の解決には不必要であった。
- ・ 信認の回復を目的とするプログラムには、当該国によるオーナーシップと市場における信頼性を強化するために、プログラムのロジックを当該国の国民と市場とに効果的に伝えるコミュニケーション戦略が不可欠である。三つのケースとも、当初はそのような戦略を欠いていた。
- ・ 理事会及び主要出資国政府の密接な関与は適切かつ必要であるが、各層にわたる密接な接触は、スタッフを細部への過度な干渉（micromanagement）及び政治的圧力に曝した。

改善提言の要旨は、以下のとおりである。

- ・ サーベイランスにおいては、その国が資本収支危機に陥るリスクを、ストレステストにより分析すべきである。
- ・ サーベイランスのインパクトを高めるため、スタッフによる評価をより率直なものとする、その評価に公衆がより容易にアクセス出来るようにすること、（率直性を強化するための）適切な制度的インセンティブをスタッフに与えること、等の措置を取るべきである。
- ・ 資本収支危機の際のプログラムデザインに対するIMFのアプローチを、①危機管理プログラムの最優先課題は信認の回復である、及び、②当該国の経済が危機に対してどのように反応するかの鍵を握るのは、バランスシートの脆弱性と主要マクロ経済変数との相互作用である、という二つの観点を中心に、包括的に見直す必要がある。
- ・ IMFがコーディネーターとなって他の国際機関や二国間ドナーを含む支援パッケージをまとめるに際しては、そのパッケージが信認の回復という主目的の達成に十分な量と質を持ったものとなるよう、全ての構成要素にわたり万全を期する必要がある。
- ・ IMFは危機対応のコーディネーターとしての役割を、より積極的に果たすべきである。
- ・ 人的資源マネジメントに関しては、国に関するエキスパートイズ（政治経済学的スキルを含む）の開発と有効活用を促進すること、また危機のマネジメントに関するエキスパートイズを集結したセンター（centers of expertise）を創り、新たな危機が発生しつつある場合に、必要なエキスパートイズを迅速に適用出来るようにすることが必要である。

本レポートの作成にあたりIEOは、IMFの内部資料を活用すると同時に、IMFのスタッフ・マネジメント・理事、他の国際機関、当該3ヶ国の政府・中央銀行、主要ドナー国政府・関係機関、市場関係者、研究者等に対して広範なインタビューを実施している。本レポートはそれらの情報に基づき、危機直前及び危機発生後のIMFの対応を仔細に検討し、問題点を率直に指摘するとともに、具体的改善策を提言している。IMFの理事会、マネジメント、及びスタッフも、本レポートの評価結果を基本的に支持し、改善提言を実行に移してゆきたいとしており、本レポートが今後のIMFのオペレーションにどのようなインパクトを与えてゆくか、注目されることである。

## 目次

I はじめに	6	(1) 人的資源マネジメント	33
II IMF独立政策評価室による事後評価レポートの要旨	7	(2) 主要出資国及び理事会の役割	34
1. 序章	7	(3) 他の国際金融機関との関係	34
2. 三つの危機の経過とIMFの役割の概観	9	6. 提言	35
(1) 共通点と相違点	9	(1) 提言1(サーベイランス関連)	35
(2) インドネシア	9	(2) 提言2(サーベイランス関連)	35
(3) 韓国	13	(3) 提言3(プログラムデザイン関連)	36
(4) ブラジル	17	(4) 提言4(危機対応のコーディネーターとしての役割関連)	37
3. 危機前のサーベイランス(政策監視)	22	(5) 提言5(危機対応のコーディネーターとしての役割関連)	37
(1) サーベイランスの診断機能	22	(6) 提言6(人的資源マネジメント関連)	38
(2) サーベイランスのインパクト	23	III 本レポートをめぐる議論とフォローアップ	39
(3) 透明性の役割	23	1. 本レポートに対するIMFスタッフの反応及び理事会での議論	39
4. プログラムのデザインと実施	24	(1) IMFスタッフの反応	39
(1) マクロ経済枠組と経済見通し	24	(2) 理事会での議論	41
(2) 財政政策	25	2. 提言のフォローアップ状況	44
(3) 金融政策	26	(1) IEO年次報告書におけるフォローアップ状況の記載	44
(4) 公的支援と民間部門の関与(PSI)	28	(2) 構造的コンディショナリティーの事後評価	45
(5) 銀行の閉鎖と再編	30	IV おわりに	
(6) 構造的コンディショナリティー	31		
(7) コミュニケーション戦略	32		
5. IMF内部のガバナンスと業務実施方法	33		

### I はじめに

IMFの独立政策評価室(Independent Evaluation Office: IEO)\*1は2003年7月、「IMFと最近の資本収支危機 インドネシア、韓国、ブラジ

ル」と題する事後評価レポート\*2(以下、「本レポート」または「原レポート」と言う。)を発表した。本レポートは、標題の3ヶ国で1997年から1999年にかけて発生した資本収支危機においてIMFが果たした役割の事後評価を行い、それ

\*1 IEOの概要については、本レポートの巻頭に以下のような説明がある。「IEOは2001年7月、IMF理事会により設立された。IEOはIMFのマネジメントからは独立して、またIMF理事会からは一定の距離を置いて(at arm's length)活動する。その使命はIMFのマネジメントに関わる諸問題について客観的で独立した評価を提供し、それによりIMFのガバナンスや監督にかかる理事会の機能をサポートすること、IMFの学習文化(learning culture)の強化に貢献すること、及びIMFの業務に対する理解を促進することである。」

\*2 Independent Evaluation Office(IEO)(2003a)

を踏まえて改善策を提言している。本稿は本レポートの概要を紹介するものである。

IEOは2001年7月の発足後、1年間に横断的テーマの評価を3本程度<sup>\*3</sup>、特定国向けプログラムの事後評価を1本程度というペースで活動しており、本レポートは後者の最初の成果である<sup>\*4</sup>。

本レポートは、IEO審議役・大阪大学経済学部教授の高木信二氏が率いるチームにより執筆された。アジア危機等の近年の資本収支危機においてIMFが果たした役割に対する評価は、既に様々な形でIMFの内部からも外部からも提出されているが、本レポートは序章(下記Ⅱ1)にもあるとおり、IMFの一組織でありながらマネジメントからは独立した立場にあるIEOが作成した点に特色がある<sup>\*5</sup>。

本レポートの目的は、今後のIMFのオペレーションに向けての教訓を引き出すこと、及びIMFの意思決定過程の透明性向上に資することであり、本レポートによる評価結果及び提言は、IMFのスタッフ、マネジメント、理事会(2003年5月開催)による議論を経て、以後のIMFの活動に反映され、提言の実施状況についてフォローアップが行われることになっている。本レポートの評価結果と提言が今後のIMFのオペレーションにどのようなインパクトを与えてゆくか、注目されることである。

本レポートは、Executive Summary、メインレポート、国別の各論である三つのAnnex、及び添付資料(本レポートに対するIMFスタッフのコメント、理事会での議論等)から成っている。本稿の「Ⅱ IMF独立政策評価室による事後評価レポートの要旨」では、基本的にメインレポートの構成に沿って本レポートの概要を紹介するが、必要に応じ国別Annex等、メインレポート以外の部分の内容も盛り込んでいる。なおⅡにお

いては、脚注及び図表(注を含む)の中で特に「筆者注」あるいは「筆者による補足」と明示した部分以外には筆者の見解は一切記さず、全て原レポートの内容により構成している。但し、極力原レポートの意図を正確に伝えるよう努力はしたが、上述のとおり筆者の判断により若干の再構成を行っており、また当然のことながら要約にあたっての内容の取舍選択も筆者の判断によるものである。Ⅲの「本レポートをめぐる議論とフォローアップ」では、本レポートの添付資料及びその後のIMFの発表に基づき、本レポートに対するIMFスタッフの反応及び理事会での議論、及び本レポートの提言に関するその後のフォローアップ状況を概観する。最後に「Ⅵ おわりに」として、筆者による総括を記す。

## Ⅱ IMF独立政策評価室による事後評価レポートの要旨

### 1. 序章

インドネシア(1997年~1998年)、韓国(同)、及びブラジル(1998年~1999年)で発生した資本収支危機については、既にIMFの内部でも外部でも広範に検討され、その結果いくつかの重要な教訓が学ばれ、それらはIMFの政策・手続の改善や、より広く国際金融アーキテクチャーに関するイニシアティブに反映されてきている。とは言え今般IEOが、IMFのマネジメントからは独立した立場から、かつIMFの内部資料にアクセス出来るというユニークな利点を活用し、必要に応じIMF内部での過去の議論や検討結果も踏まえつつ、これらの危機においてIMFが果たした役割を検討することは、適切なことであると考え

\*3 IEOのウェブサイトによれば現在、資本勘定の自由化に対するIMFのアプローチ、IMFによる技術援助、PRSPsとPRGFの評価、の3テーマを実施中である。

\*4 その後2004年7月に「1991年から2001年のアルゼンチンにおけるIMFの役割」に関する評価報告書が発表され、IEOのウェブサイトには現在、次のプロジェクトとして「IMFのヨルダンに対する支援の評価」にかかるイシューペーパーのドラフトが掲載されている。

\*5 IEOは本レポート作成にあたり、IMFの内部資料等を利用するとともに、IMF内外の関係者330名以上に対してIEOがインタビューを実施した。その内訳は、IMF関係者(スタッフ、マネジメント、理事)70名以上、当該国政府関係者80名、IMF主要出資国(日・米等)政府関係者30名、国際機関(世銀、ADB、IDB、OECD)関係者27名、その他(大学、その他研究機関、民間企業・金融機関等)関係者125名である(原レポートのAppendix 2より筆者が集計した)。

図表1 3ヶ国におけるIMFアレンジメント(1997-1998年承認分)

(2003年1月31日現在)

	インドネシア		韓国		ブラジル	
	SBA <sup>注1</sup>	EFF <sup>注3</sup>	SBA <sup>注1</sup>	(うちSRF) <sup>注5</sup>	SBA <sup>注1</sup>	(うちSRF) <sup>注5</sup>
理事会承認日	1997.11.5	1998.8.25	1997.12.4	1997.12.18	1998.12.2	1998.12.2
実行期限またはキャンセル日	1998.8.25	2000.2.4	2000.12.3	1998.12.17	2001.9.14	1999.3.10
承認額(百万SDR)	7,338 <sup>注2</sup>	4,669 <sup>注4</sup>	15,500	(9,950)	13,025	(9,117)
承認額/クォータ(%)	490	312	1,938	(1,244)	600	(420)
引出し済み額(百万SDR)	3,669	3,798	14,413	(9,950)	9,471	(6,512)
残高(百万SDR)	367	3,798	0	(0)	2,687	(0)

注1) SBA(Stand By Arrangement): スタンドバイ取極  
 注2) 1998年7月15日に10億SDR増額、8,338百万SDRとなる。  
 注3) EFF(Extended Fund Facility): 拡大信用供与措置  
 注4) 1999年3月25日に714百万SDR増額、5,383百万SDRとなる。  
 注5) SRF(Supplemental Reserve Facility): 補充的準備融資制度  
 出所) Independent Evaluation Office(IEO)(2003a)

る。本レポートの目的は、今後のIMFにとっての教訓を(既に明らかにされているものに加えて)引き出すこと、IMF内部における意思決定プロセスを評価することによって透明性の向上に資することにある。

本レポートによる事後評価結果に関しては、三つの重要な限界を念頭に置くべきである。

第一に、事後評価というものには常に後知恵の恩恵に浴しているものであるが、現在我々が知っていることの多くを、当時、しばしば極端な重圧の下で意思決定を迫られた人々は知らなかったかも知れないことを忘れてはならない。この場合、決定的に重要な情報が入手出来なかったケースと、入手出来た情報から誤った結論を導き出してしまったケースは、峻別すべきである。特に、アカウントビリティーについて事後的に判定を下そうとする際には、この点に留意する必要がある。

第二に事後評価は、現実には発生した事態を、もし別の政策をとっていたら発生したであろう事態と比較することを意味するが、このこと(所謂“counterfactual”)を厳密に行うのは非常に難しい。

第三に、経済の動きは常に不確実性を伴い、特に危機においては不確実性が非常に大きくなる。そのような状況で、あるプログラムが事後的(ex post)に失敗したからと言って、事前(ex ante)の段階、即ちそのプログラムが決定された時点において既に誤った意思決定であった、と決め付けることは出来ない。誤った意思決定であったかどうかを判断する基準は、①その時点で入手可能な情報に基づいて、プログラムが成功する確率を十分に精査していたか否か、②別の方法を用いればより有益な情報が得られた可能性があったか否か、③別の政策を採ればプログラムの成功確率を高めることが出来たか否か、に置くべきである。しかし、特に複数均衡<sup>\*6</sup>が存在する可能性がある場合には、いずれの均衡が実現するような状況に至るかの予測が困難なので、これらの問題の取り扱いには極めて難しい。

本レポートのうちメインレポート部分の構成は以下のとおりである<sup>\*7</sup>。本章に続く第2章で、三つの危機の経過とそれらへのIMFの関わり方を概観した後、第3章から第5章において、項目別に事後評価結果を詳述する。即ち、第3章では危

\*6 [筆者注] 複数均衡の考え方については、例えば高木信二・他(2002)第1章を参照されたい。同論文には発展途上国、特に新興経済国において、自由な国際資本移動の下で多数の国際投資家の間に生ずる戦略的相互補完関係が高資本均衡・低資本均衡という二つの安定均衡の存在を可能にし、収益要因(期待生産性、期待為替レート、世界金利)やリスク要因(生産性リスク、為替リスク、投資家のリスク回避度)の変化により急激な資本流出(高資本均衡から低資本均衡への移動)または資本流入(後者から前者への移動)を引き起こすメカニズムが示されている。

\*7 [筆者注] メインレポートの第1章~第6章が、本稿のIIの1~6にそれぞれ対応する。

機前のサーベイランス（政策監視）について評価し、第4章ではプログラムのデザインと実施に関して7項目にわたり検討し、第5章ではIMF内部のガバナンスと業務実施方法に関する評価を行う。最後に第6章において、これらの事後評価の結果を踏まえた改善提言を行う\*8。

## 2. 三つの危機の経過とIMFの役割の概観

### (1) 共通点と相違点

本レポートで取り上げる三つの危機は、いずれも資本収支危機に共通の特徴を持っている。即ち三つのケースとも、資本の流れの大規模な逆転が危機の引き金を引き、短期資金が大きな役割を演じ、伝染（contagion）が重要な要素であった。

しかし、大きな違いもあった。危機前のインドネシアと韓国では、マクロ経済のファンダメンタルズは基本的に良好であったが、民間部門、特に金融システムの脆弱性により、対外危機と銀行危機の「双子の危機」が発生した。危機以前にIMFが行ったサーベイランスでは、これらの脆弱性を認識してはいたものの、当時のサーベイランスは未だ民間部門（特に金融部門）に重点を置いていなかったため、その深刻さと含意を十分に把握することは出来なかった。一方、危機前のブラジルでは、恒常的財政赤字、公的債務の増大、実質為替レートの増価といったマクロ経済的不均衡が明らかに存在し、これらはIMFのサーベイランスが従来重点を置いてきたマクロ経済政策や公的部門に起因するものであったため、IMFはこれらの脆弱性を有効に把握することが出来た。三つのケースとも当初のプログラムは目的を達成出来なかったが、その後は互いに大きく異なる展開を辿った。韓国では危機により生産が激しく落ち込んだが、2年目には強力な回復を見せた。インドネシアでは貧困の増大、生産の減少等の影響が最も深刻で、未だにいくつかの面では完全な回復は

果たしていない。ブラジルは予想されたより順調に危機を乗り切ったように見えたが、債務問題に起因する基本的な脆弱性は払拭されず、2002年に再び表面化した。政治的な環境もそれぞれ大きく異なっており、これが危機対応の有効性に絶大な影響を与えた。ブラジルと韓国では、当初暫くの不確実な期間の後、プログラムへの強力な政治的コミットメントが信認の獲得に貢献したが、インドネシアでは政治的コミットメントの欠如が長い期間にわたって続いたため、危機への有効な対処が出来なかった。

以下では、それぞれの危機の経過と、そこにおけるIMFの役割を概観する\*9。

### (2) インドネシア

#### ① 危機の背景

危機発生前のインドネシア経済は、国内投資主導の高い経済成長と概ね良好なファンダメンタルズを示していた。IMFはサーベイランスによって、後にインドネシア危機の展開において決定的な役割を果たすことになる銀行部門の脆弱性を認識してはいたが、その深刻さとマクロ経済に与えるリスクの大きさを十分に把握してはいなかった。

#### ② IMFプログラム以前のインドネシアの危機対応

インドネシアにおける危機は1997年7月、タイからの伝染による通貨ルピアへの圧力によって始まった。中央銀行は7月11日、ルピアの変動幅を8%から12%に拡大した後、8月14日、クローリングペッグ制からフロート制に移行した。その後、金利引上げ、130億ドル相当のインフラ開発プロジェクトの延期等の措置にも拘らずルピアは下落を続けた\*10ため、1997年9月中旬、インドネシア政府はIMFとプログラムにかかる協議を開始した。

\*8 [筆者注] 原レポートの第6章では改善提言の前に「結論」として事後評価結果の要約を記しているが、本稿では紙数の制約から割愛する。

\*9 [筆者注] 原レポートにおいて、国別の詳細はAnnex I（インドネシア）、同II（韓国）、同III（ブラジル）にそれぞれ述べられており、メインレポートの第2章はその要約となっている。

\*10 1997年前半の平均レートは1ドル約2,400ルピアであったが、3,000ルピアを突破して下がり続けた。

図表2 インドネシアの資本収支危機における主な出来事<sup>(注1)</sup>

(年月日)	
1997年7月9日	1997年度4条協議にかかるIMF理事会開催 <sup>(注2)</sup> 。
1997年7月11日	ルピアの変動幅を8%から12%に拡大。
1997年8月14日	ルピアの変動幅を廃止、フロート制に移行。ルピアは1ドル2,755ルピアまで下落。
1997年8月19日	1ヶ月物SBI(中銀短期証券)金利を11.625%から30%に引上げ。
1997年8月29日	中銀総裁、国内銀行の非居住者向け先物外貨取引に5百万ドルの上限を導入する旨、発表。
1997年9月3日	改革措置の導入(株式新規公開時の外国投資家購入比率の上限49%を廃止、奢侈品税率引上げ等)。
同日	経常収支赤字対策として、130億ドル相当のインフラ開発プロジェクトの延期を発表。
1997年9月4日	1ヶ月物SBI金利を30%から27%に引下げ。
1997年9月9日	1ヶ月物SBI金利を27%から25%に引下げ。
1997年9月15日	1ヶ月物SBI金利を25%から23%に引下げ。
1997年9月22日	1ヶ月物SBI金利を23%から21%に引下げ。
1997年10月8日	IMF、金融部門の技術支援の為のミッション、及び3年間のプログラムにかかる交渉の為のミッションを派遣。
1997年10月20日	1ヶ月物SBI金利を21%から20%に引下げ。
1997年10月31日	IMF、当国の金融システム安定化支援を目的とする総額230億ドルの金融支援パッケージを発表 <sup>(注2)</sup> 。
1997年11月1日	政府は銀行16行を閉鎖、11月13日より1預金口座につき20百万ルピアまでの支払いを保証。
1997年11月3日	インドネシア、シンガポール、日本の通貨当局の[協調]介入後、ルピアが7%上昇 <sup>(注3)</sup> 。
1997年11月5日	アンドロメダ銀行(スハルト大統領の息子が一部を所有)閉鎖を不当として蔵相・中銀総裁を告訴。
同日	IMF理事会、金額73.4億SDR、期間3年間のSBA(Stand By Arrangement:スタンバイ取極)を承認 <sup>(注2)</sup> 。
1997年11月7日	[延期されたプロジェクトのうち]15件の大プロジェクトが静かに復活される <sup>(注3)</sup> 。
1997年11月11日	IMF専務理事がジャカルタ訪問。
1997年11月23日	スハルト大統領の息子、小銀行を買収し、旧アンドロメダ銀行の建物で銀行営業を開始。
1997年11月25日	IMFミッションがジャカルタ到着。
1997年12月5日	スハルト大統領、前例が無い110日間の自宅休養を開始。
1997年12月12日	スハルト大統領、クアラランプールでのASEANサミットへの出席をキャンセル。
1997年12月23日	スハルト大統領、引退したテクノクラートの某氏に、民間企業の債務問題解決への助力を要請。
1997年12月30日	ジャカルタ裁判所、ジャカルタ銀行(スハルト大統領の異父弟プロボステジョ氏が所有)の清算の延期を決定。
1998年1月6日	予算発表に先立ちルピアが11%下落。スハルト大統領、1998/99年度 <sup>(注4)</sup> の政府支出32%増と発表、IMFターゲット逸脱と[一般に]受取られる <sup>(注3)</sup> 。
1998年1月8日	米財務次官の「インドネシアは改革へのコミットメントを見せる必要がある」との発言後、ルピア下落。
1998年1月9日	クリントン米大統領、スハルト大統領に電話し、IMFプログラム遵守を強く求める。
1998年1月13日	政府がカレンシーボード制導入を検討している旨、現地紙が報道。
1998年1月14日	[新たな]IMF支援パッケージにかかる合意への期待から、ルピアが9%上昇 <sup>(注3)</sup> 。
1998年1月15日	スハルト大統領が独占企業やファミリー所有ビジネスを解体する旨の合意書にサインするも、ルピアは6%下落。
1998年1月19日	スハルト大統領、国民車計画と国産ジェット機開発計画は政府の支出・援助無しに続行すると強調。
1998年1月27日	政府が以下を発表。ルピアが18%上昇。(i)商業銀行の預金・その他債務の全額保証、及び銀行部門再編のための新組織の設立。(ii)海外債権者・国内債権者間の交渉を扱うステアリング・コミッティーの設置と、新しい枠組が機能するまでの一時的な債務返済凍結。債務モラトリアム宣言は行わず、企業は可能な限り債務を返済する。
同日	1ヶ月物SBI金利を20%から22%に引上げ。
1998年2月11日	蔵相、当国は間もなくカレンシーボードを設立する予定で、現在法的・制度的枠組の詰めを行っていると言明。
1998年2月14日	銀行54行がIBRA(インドネシア銀行再編庁)の管理下に置かれ、業務を制限される。
1998年2月20日	清算された16銀行の預金合計3.1兆ルピアを政府が全額保証。変更前は1口座につき20百万ルピアまで、合計1.7兆ルピアの保証。
1998年2月22日	G7諸国の蔵相が当国に対しカレンシーボード導入計画の再考を要請した旨、報道される。
1998年3月2日	スハルト大統領、IMFプログラムに基づく構造改革は当国の憲法と相容れないと言明。
1998年3月3日	米高官(複数)、改革に「充分な」進展が無ければ米国は次回のIMF融資実行を支持しないであろうと言明 <sup>(注5)</sup> 。
1998年3月5日	EUが当国に対し、IMFパッケージに基づく改革へのコミットメントにより危機を乗り切るよう促した旨、報道される。
1998年3月10日	スハルト大統領、再選される。
1998年3月16日	スハルト大統領の新内閣が発足。
1998年3月23日	1ヶ月物SBI金利を22%から45%に引上げ。
1998年4月4日	IBRA、大銀行7行を管理下に置き、各行に2兆ルピア超の流動性支援を実施。同時に、不健全な小銀行7行の営業許可を停止。
1998年4月8日	IMFと当国、新しい金融支援パッケージに合意(高コストを伴う補助金予算の維持を容認) <sup>(注2)</sup> 。
1998年4月21日	1ヶ月物SBI金利を45%から50%に引上げ。
1998年4月22日	経済調整相、当国はIMFと合意し実行期限が到来した改革措置については全て実施済みと言明。
1998年5月5日	IMF理事会、10億ドルの当国向け融資実行を承認。理事会は、金融引締め、銀行部門再編の強化、民間企業の債務問題に対処する為の枠組の整備を勧告 <sup>(注2)</sup> 。

1998年5月7日	1ヶ月物SBI金利を50%から58%に引上げ。
1998年5月21日	スハルト大統領が辞任を表明し、即時にハビビ副大統領へ政権を移譲。
1998年5月22日	ハビビ大統領、留任閣僚23名と新閣僚16名から成る新内閣を発表。
1998年5月28日	Bank Central Asiaが大規模な取付け騒ぎの後、IBRAの管理下に。
同日	IMFが広範な政治勢力との関係構築のため、野党リーダー・活動家等との会合をアレンジ中と報道される <sup>(注5)</sup> 。
1998年6月4日	当国債務交渉チームと債権銀行団、フランクフルトにおいて、当国の債務問題解決のための包括的プログラムに合意。当該プログラムは、インドネシア債務再編庁（INDRA）の設立等を含む。
1998年6月18日	日本輸出入銀行〔当時〕10億ドルのインドネシア向け貿易信用ファシリティーに調印した旨発表 <sup>(注3)(注6)</sup> 。
1998年6月24日	政府はIMFと新たな合意書（過去9ヶ月間で4回目）に調印、さらなる改革の実施を約束。
1998年7月2日	民間債務問題に取り組む為、INDRAが設立される。
1998年7月15日	IMF理事会、10億ドルの当国向け融資実行を承認 <sup>(注2)</sup> 。
1998年8月19日	1ヶ月物SBI金利、3ヶ月間に数回の引上げを経て70%に達する。
1998年8月25日	IMF理事会、10億ドルの当国向け融資実行及び62億ドルの拡大信用供与措置（EFF）の供与を承認 <sup>(注2)</sup> 。
1998年9月23日	パリクラブ、42億ドルの公的債務のリスケジュールに合意 <sup>(注5)</sup> 。

注1) 特に断りがない限り、日付は現地時間による。

注2) 米国東部標準時。

注3) [ ]は筆者による補足。

注4) 1998年4月～1999年3月。

注5) 西部ヨーロッパ標準時。

注6) [筆者注] インドネシアの輸出促進支援を目的とする、インドネシア中経路のアンタイト・ツーステップローン（10億ドル相当円）なお輸銀（当時）は翌1999年3月26日、新宮澤構想によるアジア危機克服支援融資の一環として、2件で計14億ドル相当円アンタイトローン、即ち、IMFの拡大信用供与措置（EFF）とのパラレル融資（10億ドル相当円）及びADBの電力部門改革ローンとの協調融資（4億ドル相当円）に調印した。

出所) Independent Evaluation Office (IEO) (2003a)

### ③ 1997年11月のプログラム

1997年11月5日、IMF理事会は金額73.4億SDR（約100億ドル相当）期間3年間のSBA（Stand By Arrangement：スタンドバイ取極）を承認した。引出しのスケジュールは通常の場合に比べ相当に前倒し（front loaded）であり、1998年3月末までに約60億ドル相当の引出しを予定していた。この段階ではIMFは事態を、穏やかな伝染により為替レートのオーバーシュートが発生したケースであると見ていたため、プログラムのマクロ経済上の主目的を為替レートのオーバーシュートの是正に置き<sup>\*11</sup>、①財政・金融引締め維持・強化、②銀行16行の閉鎖（プライアークションとして11月1日に実施済）を含む金融部門改革、及び③経済の効率と透明性を向上させるための構造改革により、市場の信認の回復を目指した。但し、IMFは上記のとおり銀行部門の問題点を限定的にしか把握していなかったため、包括的な銀行再編戦略はプログラムに含まれていなかった。

このプログラムは、発表当初は市場に好感さ

れ、発表直後の二日間は、ルピアの為替レートは日本・シンガポールとの協調介入の効果も相俟って強力な回復を示した。しかしルピアの上昇は短命に終わった。人々の信認は、スハルト大統領の家族が銀行閉鎖に公然と抵抗したり、延期されたインフラ開発プロジェクト（大統領の娘が関与する発電案件を含む）が復活されたり、政府が（おそらく大統領の命令により）方針を転換して「今後、銀行の閉鎖は行わない」と発表したりすると共に、損なわれていった。民間銀行に対する取付け騒ぎが次第に広がり、それらに対する中央銀行の流動性支援により、ペースマネーは11月末までに12月末ターゲットを45%も超過し、インフレ圧力が蓄積され始めた。

### ④ 危機の変質

IMFは、かなり早い段階から11月のプログラムがうまくいっていないことを認識していた。IMF専務理事は11月中旬のインドネシア訪問の機会に、スハルト大統領に対し、ルピアに対する強力な圧力に鑑み金利引下げを急がないよう促し、大統領の親族や親しい知人に不利な影響をも

\*11 プログラム交渉期間中の平均レートは1ドル約3,600ルピアであったが、これを1ドル3,000～3,500ルピアのゾーンに戻すことを目標とした。



たらずような諸改革を敢えて遂行することの重要性を強調した。IMFスタッフも政府に金利引上げを促したが、効果は無かった。

12月前半のスハルト大統領の病気は、権力継承問題の発生が早まる可能性を市場に想起させたのみならず、私邸から出られない大統領に対して、大統領やその親族と密接なつながりを持たない人々（経済チーム<sup>\*12</sup>を含む）が実質的に接触手段を失ったことにより、大統領の意思決定の仕方にも変化をもたらした。中国系住民に対する暴動が一層頻発し、企業からの信認を更に低下させた。12月末頃には、当初のIMFプログラムが失敗に終わったこと、及びインドネシアの危機が域内の他のどの国よりもはるかに深刻であることは、明らかであった。

プログラムの失敗と、特に既得権益に絡む個別改革措置の後退は、インドネシア経済システムの決定的な特徴としての腐敗とクロニーイズムに国際社会の注意を惹き付けた。IMF理事会はスタッフに対し、広範かつ具体的で明確な期限を付けた構造改革措置を改定後プログラムに盛り込むよう、強く求めた。1998年1月のプログラム改定交渉では、国際的信認の回復に不可欠な「変化のシグナル」として、世銀ジャカルタ事務所の積極的関与も得て、構造的コンディショナリティーの強化が図られた。1月15日、スハルト大統領は、IMF専務理事も同席した調印式において、強化された構造改革プログラムの概要を記したLOI (Letter of Intent : 趣意書) に自ら署名した。経済活動の落込みを反映して、1997/98年度<sup>\*13</sup>の財政収支目標はGDP比1.3%の黒字から同1%の赤字に改定された。改定後のプログラムは明確な実施日程を付した詳細な構造改革計画を含んでいたが、銀行及び企業の債務再編のための新たな戦略は全く含んでいなかった。1月末になって漸く、銀行債務の全額保証及びインドネシア銀行再

編庁 (Indonesian Bank Restructuring Agency : IBRA) の設立を含む包括的銀行再編戦略、及び企業債務処理のための第一段階の措置が発表された。

1月の改定後プログラムは、理事会に付議されることはなかった。改定後予算の諸目標を殆ど即時に無意味にするような水準にまでルピア安が進んだからである<sup>\*14</sup>。マネタリーベースの急速な拡大も続いていた。大統領の、プログラムへのコミットメントの不足を示す言動も事態を悪化させた。報道によれば大統領は、①IMFに「ゲリラ戦」を挑む、②LOIで合意した条件を全て充たすつもりは無い、③カレンシー・ボード制を中心とする「IMF・プラス」戦略を採用するつもりであると示唆した。

スハルト大統領は1998年3月半ば、悪化する危機の中で7期目の再選を果たし、自らの娘や親しい知人達を含む新内閣を指名した。その直後、政府は姿勢を転じた。ルピアが1ドル10,000ルピア前後で取引される中、新しい経済担当調整大臣と大統領の親しい知人達の一部は大統領を説得し、IMFプログラムの強力な実施以外に選択肢は無いことを納得させた。IMF及び主要出資国からの圧力、及び政府内部からもある程度の反対があった結果、カレンシー・ボード構想は漸く破棄され、1998年4月、政府とIMFはプログラム改定の合意に達した。

1998年4月のプログラムは、財政目標の一層の緩和、金融引締めへの転換の2点で、1月のプログラムと異なっていた。IBRAが問題銀行を管理下に置き始めたことにより、中銀による流動性支援は抑えられ、金融のコントロールが回復されたが、インフレはまだ続いていた。

しかし5月初めの燃料価格引上げ<sup>\*15</sup>が市民の暴動を引き起こし、1998年5月21日、遂にスハルト大統領は退陣に追い込まれた。憲法に従って

\*12 ここで「経済チーム」とは、IMFの交渉相手である、大蔵省及び中銀の高官から成るテクノクラート集団を指す。

\*13 [筆者注]インドネシアの会計年度は4月から3月までであり、たとえば1997/98年度は1997年4月から1998年3月までである。

\*14 ルピアの為替レートは1月17日までに1ドル5,000ルピアを超えていたが、4,000ルピア程度で安定しなければ広範な企業倒産が発生するであろうとの予測が報道されていた。

\*15 IMFの内部資料によれば、IMFと経済チームは漸進的な価格引上げに合意していたが、大統領はIMFの助言に反して引上げの前倒しを行った。IEOのインタビューに応じてインドネシア政府高官は、大統領がIMFのアドバイスに反してこのような決定をしたのは、自分が再び政治・経済状況を完全に手中に収めたという新たな自信からだったと語った。

ハビビ副大統領が大統領に就任し、IMFプログラム実施の責任者である経済担当調整大臣を留任させて継続性の確保を図った。ルピアは6月にも下落を続け、1ドル15,250ルピアに達したが、その後上昇し、インフレも安定化し始めた。

1998年8月、政府とIMFは新たなプログラムに合意し、期間26ヶ月間のEFF(Extended Fund Facility: 拡大信用供与措置)が、IMF理事会によって新たに承認された。このEFFの金額は、当初のSBAの未引出額にあたる63億ドル相当であった。ハビビ新政権は銀行部門の問題の処理を進め、海外債権者からの企業債務救済措置及びパリクラブによるリスケジュールを確保することにも成功した。インドネシア経済はハイパーインフレーションの瀬戸際から引き戻され、ルピアは上昇した。しかし銀行・企業の再編は引続き強力な既得権益の影響により困難を極め、当初の為替レート的大幅下落、金融部門の脆弱性、及び中国系住民への暴力による信認の崩壊から、民間投資は1998/99年度に33%の大幅減少となり、これを主因として同年度のインドネシアのGDPは13%の減少と、アジア危機の中でも最も深刻な状況に陥った。

#### ⑤ まとめ

インドネシアに以上のような深刻な結果をもたらした責任を全てIMFに帰することは出来ない。1998年11月のプログラムが着実に実施されず、特にいくつかの極めて重要な措置がごく早い段階で逆戻りしてしまったことが市場の信認を大いに低下させ、間もなく政治的不確実性が増大し、中国系コミュニティに対する暴動等が発生するに至って、状況は制御不可能なものになってしまった。インドネシア危機が深刻化した原因の大きな部分は、これらの異常な状況によって説明出来る。しかし本レポートの評価結果は、状況に対するIMFの対応もまた、多くの面で不十分であったことを示唆している。即ち、危機以前のサーベイランスにおいて腐敗とクロニーイズムの一層の

蔓延と変容<sup>\*16</sup>に十分な注意を払っていなかったこと、(その帰結とも言えるが)1997年秋の危機対応戦略策定にあたり、政治的制約(国政の最高レベルにおけるオーナーシップの欠如、既得権益による改革への抵抗の可能性)を過小評価したこと、1997年11月のプログラムにおける包括的銀行再編戦略の欠如、1998年1月の改定後プログラムにおける銀行・企業の債務問題の処理策の欠如等である。

### (3) 韓国

#### ① 危機の背景

1997年に危機が発生した時点で、韓国の主要マクロ経済指標の殆どは良好な数値を示していた。実質GDP成長率は7%前後で翌1998年も高成長が持続すると見られていた。インフレ率は低く、財政収支は黒字が見込まれ、公的債務の対GDP比率は、国内債務・対外債務とも低かった。経常収支赤字は1996年にハイテク輸出の不振により拡大したが、1997年の前半には縮小に転じ、大方の見方によれば、為替レートの大過大評価も生じていないようだった。

しかし水面下には構造的な脆弱性が存在し、IMFのサーベイランスは、その一部を指摘したものの、その深刻さを十分に分析し強調することは無かった。経済を支配する財閥(チェボル)は借入れ(主に国内銀行からの長期借入れ)に過剰に依存し、過剰投資を行っていた。銀行は、不十分な監督・規制の下、政策融資を強制され、バランスシートには財閥の過剰投資による質の悪い資産が蓄積され、資本取引規制の結果、負債の大きな部分は外貨建ての短期借入れが占めていた。

早期警戒のシグナルは、1996年及び1997年初めに見られた。半導体価格の下落等による交易条件の不利化により、1996年の経常収支赤字はGDPの4.75%に広がり、その多くは短期借入れによりファイナンスされた。1997年初めには韓宝グループ等、いくつかの財閥が破産した。

\*16 [筆者注] 原レポートのAnnex Iによれば、以前のインドネシアにおける賄賂はプロジェクト・コストに課せられる一種の税金にも似たようなものであり、確立されたチャネルを通じて要求及び支払が行われ、その「料率」も相対的に低い水準に留まっていたが、1990年代初め頃から、大統領のファミリー及びクロニーのために、独占・買手独占の創出や大規模な工業及びインフラ建設プロジェクトにかかる排他的権利の供与等を通じて意図的にレントを創り出すシステムに変容していったことが、当時の外国メディアの報道等から窺われるとのことである。

図表3 韓国の資本収支危機における主な出来事<sup>(注1)</sup>

(年月日)	
1997年1月23日	韓宝鉄鋼、60億ドル[相当]の負債を抱え倒産 <sup>(注2)</sup> 。
1997年6月3日	金融制度改革委員会(Presidential Commission for Financial Reform)第2次答申を大統領に提出。金融市場の自由化、中銀の独立性、監督制度の強化、情報効率の改善を提言。
1997年6月24日	ムーディーズ、韓国の信用格付の見通し(Outlook)を、financial healthの悪化を理由として引下げ <sup>(注3)</sup> 。
同日	韓国産業銀行、起亜グループの破産回避のため、追加融資を供給。
1997年7月24日	ソウル銀行、海外からの資金調達が可能になったとして、韓国銀行(中銀)の特別融資を申請。
1997年8月13日	韓国第一銀行、信用格付の投機的格付への転落の結果、流動性危機に直面と報じられる。
1997年8月24日	韓国政府、韓国第一銀行に1兆ウォンの特別融資を決定。
1997年8月29日	韓国政府、同国金融機関の対外債務返済を保証する旨の声明を発表。
1997年10月6日	1997年度のIMF4条協議ミッション開始(10月15日終了)。
1997年10月8日	金融市場における信認と流動性の確保のため、中銀が総合金融会社(Merchant Banks)への特別融資を決定。
1997年10月24日	S & P、韓国の外貨建長期ソブリン格付をAA-からA+に格下げ <sup>(注3)</sup> 。
1997年10月29日	金融当局、資本勘定自由化の加速を決定。国内債券市場の外国投資家への開放時期の繰上げ、企業の海外資金調達にかかる規制緩和等を含む。
1997年11月1日	ムーディーズ、当国の大手4銀行の信用格付を引下げ <sup>(注3)</sup> 。
1997年11月2日	韓国財政経済部、為替レート安定のため、翌11月3日から1週間、1日20億ドルを限度として外貨を供給すると発表。
1997年11月7日	韓国政府の金融専門家達が、外貨準備の不足により、IMF主導の救済融資の必要性を慎重に議論している旨、韓国の新聞が報道。中銀と財政経済部はこれを否定。
同日	IMF専務理事、韓国から要請があればIMFは同国を支援する用意ありと発言 <sup>(注3)</sup> 。
1997年11月13日	IIE(国際経済研究所)所長、米国下院銀行委員会において、韓国は現在の金融危機への対処に少なくとも500億ドルを要するであろうと証言。
1997年11月18日	独立で一元化された金融監督機関の設立を目指す金融改革法案、国会で不成立。
同日	財政経済部、IMFに対し救済融資を要請する意向は無いと発言。
1997年11月19日	財政経済相が辞任、新大臣が就任。 新大臣、以下を含む金融市場安定化策を発表。 ①公的資金注入により金融機関の不良債権を処理。②M & A(合併・買収)を通じた金融部門再編の促進。③中銀による外銀支店からの外貨購入を認める。④1日の為替レート変動幅を+/-2.25%から+/-10%に拡大。⑤長期債券市場を自由化。 新大臣、韓国政府は米国政府及び日本政府に金融支援を求める意向と発言。
1997年11月21日	財政経済相、韓国政府はIMFに金融支援を要請する予定と発表。支援総額はG7諸国からの融資を含め、500億ドルから600億ドルの間の金額になろうと示唆。
1997年11月22日	S & P、韓国の外貨建長期ソブリン格付をA+からA-に格下げ <sup>(注3)</sup> 。
1997年11月26日	IMFスタッフ・チーム、SBA(Stand By Arrangement:スタンバイ取極)プログラムの交渉のため、ソウルに到着。
1997年12月2日	中銀が国内商業銀行に対し新たに外貨を融資する際の罰則金利を、LIBOR+400b.p.に引上げ。
同日	実質破綻の総合金融会社9社の営業を停止。
1997年12月3日	IMFプログラムをめぐる交渉が妥結。政府はIMFに対し、多国間・二国間計550億ドルの金融支援パッケージの一部として、期間3年、金額155億SDR(210億ドル相当)のSBAを正式に要請。
1997年12月4日	IMF理事会、SBAを承認 <sup>(注3)</sup> 。
1997年12月5日	政府、改訂1998年度予算における4兆ウォンの支出削減を発表。
1997年12月8日	現地紙、「リークされたIMFレポートによれば、韓国の外貨準備は前週に僅か50億ドルにまで減少した」と報道。
1997年12月9日	韓国政府、第一銀行及びソウル銀行に対し、1,500人以上のレイオフ及び10~30%の支出削減と引換えに1.18兆ウォンの特別融資をオファー。また、両行の国営化計画を発表。
同日	政府、破綻した総合金融会社5社の営業を新たに停止。上記9社と合わせて営業停止は計14社に。
同日	韓国産業銀行、20億ドルの外債発行を延期。外国金融機関が韓国向けクレジットラインの更新を拒否しているとの報道あり。
1997年12月11日	大統領選の最有力候補者、[自分が当選した場合]IMFとの合意を尊重するとの前言を翻し、IMFと再交渉の可能性を示唆 <sup>(注2)</sup> 。
1997年12月15日	政府、「第一銀行またはソウル銀行を購入する海外投資家を探したい」と発表。
1997年12月16日	政府はウォンの1日の変動幅10%を廃止、フロート制に移行。
同日	金利上限規制の25%から40%への引上げを内閣が承認。
1997年12月18日	金大中氏、大統領選に勝利。
同日	IMF理事会、韓国向けプログラムの第1回レビューを完了し、新設のSRF(Supplemental Reserve Facility:補完的準備ファシリティ)による35億ドル(26億SDR)の引出しを承認 <sup>(注3)</sup> 。
同日	政府は、米国の投資銀行2行を、国内銀行の政府保証付き対外債務の再編にかかるアドバイザーに採用。
1997年12月19日	大統領就任予定の金大中氏、IMFプログラムの支持を約束。同時に、失業増大につながり得る条件を最小限に留めたいと発言。
1997年12月23日	海外商業銀行債権者との短期債務の延長交渉を促進するため、財政経済部主導のハイレベル・チームが結成される。

1997年12月24日	韓国政府とIMFが、SBAを改定し、IMF資金引出しの前倒しと引換えに韓国政府は市場開放措置の追加・加速を行う旨、合意。IMF、世銀、ADBが計約100億ドルの融資を翌1998年1月上旬迄に行うこととなった。
同日	大手米銀数行が韓国の銀行向け融資のロールオーバーに応じる意向と報じられる。
1997年12月26日	第一銀行及びソウル銀行が銀行監督室の集中的監視の下に置かれた旨、報道される。
1997年12月29日	米、英、日、独、蘭の銀行が、韓国の銀行向けの短期融資のロールオーバーを約束 <sup>(注3)</sup> 。
同日	IMFが要求する重要な金融改革法案のパッケージを、国会が可決。この結果、①中銀は財政経済部からの独立性を獲得し、②統一された新たな金融監督機関を首相の下に設立して銀行・証券・保険部門を監督することとなった。
1997年12月30日	仏、スイス、加の銀行が、韓国の銀行向けの短期融資のロールオーバーに同意 <sup>(注3)</sup> 。
同日	債券市場を外国投資家に完全開放。[証券市場では、I外国]投資家に対し、上場韓国企業株式のマジョリティー取得、「友好的M & A」を認めることとなった。
同日	IMF理事会、韓国によるSBA引出しスケジュールの改定申請を正式に承認 <sup>(注3)</sup> 。
1998年1月8日	国際銀行団、250億ドルにのぼる短期融資にかかる返済を3月31日まで猶予する旨、暫定合意 <sup>(注3)</sup> 。
1998年1月15日	労働部門改革及び社会的セーフティネットの問題に対処するために、労組、ビジネス・リーダー、政府による三者委員会が設立される。
1998年1月20日	労働部門のリーダー達が、ある程度のレイオフは韓国経済を救うために必要と同意した旨、報じられる。
1998年1月28日	国際銀行団と韓国政府、同国の短期債務のリスケジューリングにつき合意。当該計画の下で韓国の銀行は、短期債務の新規融資(期間1年、2年、または3年)との交換をオファーすることとなる <sup>(注3)</sup> 。
1998年1月31日	政府が第一銀行及びソウル銀行に資本を注入し、実質国有化。
1998年2月17日	IMF理事会、SBAの下でのレビューを承認 <sup>(注3)</sup> 。
1998年2月18日	S & P、韓国の外貨建長期ソブリン格付をB+からBB-に格上げ <sup>(注3)</sup> 。
1998年3月16日	金融機関の[短期]対外債務を新規融資(期間1~3年)に振り返る計画は、成功裡に完了 <sup>(注3)</sup> 。
1998年4月8日	政府は金融危機後初の外債を成功裡に発行。内訳は、5年債10億ドル及び10年債30億ドル。

注1) 特に断りがない限り、日付は現地時間による。

注2) [ ]は筆者による補足。

注3) 米国東部標準時。

出所) Independent Evaluation Office (IEO) (2003a)

1997年の初めから、韓国の銀行は外国銀行からの短期クレジットラインのロールオーバーが困難になり始め、中銀は銀行の海外支店への外貨送金を始めた。とは言え、1997年6月以降にタイ等の東南アジア諸国を襲った危機的状況が韓国に即時に波及することは、(少なくともはっきりと眼に見える形では)無かった。

しかし1997年8月、韓国の銀行システムの問題点を示す証拠が次第に積み上がり、アジア危機の域内各国への伝染が次第に明らかになってくるにつれて、よりはっきりと信認が揺らぎ始めた。外国銀行の一部は、韓国経済への懸念に加え、それが東アジア向けエクスポージャー削減の最も簡単な方法であるという理由もあって、韓国金融機関向けクレジットラインの更新を停止した。政府は8月末、銀行の外貨建債務を政府が保証すると発表した。保証に必要な国会の承認を得ていなかったため、その法的な位置付けは曖昧なままであった。

IMFはこれらの懸念の多くを共有し、1997年10月の4条協議<sup>\*17</sup>ミッションでは特に金融部門の脆弱性を注意深く検討したが、ミッションの結論は、韓国政府が金融部門の問題点に迅速に対処し、改革への確固たるコミットメントを示せば、アジア危機の波及による深刻な影響は避けられるであろう、というものであった。

## ② 危機の襲来

1997年10月の二つの出来事が、韓国をめぐる不安が全面的な危機へと転化するのを促した。即ち、①起亜グループの破産と、同グループの債務の政府主導による再編、及び②香港ドルへの(失敗に終わった)投機アタックと、香港市場における株価急落である。これらは国際投資家(特に銀行)の眼に、韓国のリスクを一層高めるものと認識され、韓国の株価指数は10月の1ヶ月間に4分の1以上も下落し、通貨ウォンへの圧力は増加した。

政府は為替市場への介入及びオーバーナイト金

\*17 [筆者注] 4条協議とは、IMF協定第4条に基づき通常年1回行われる、IMFと加盟国との間の政策協議を指す。各国別のサーベイランスは通常、4条協議を通じて行われる(IMFアジア太平洋地域事務所ウェブサイト「IMFファクトシート(仮訳)」参照)。

利の小幅な引上げ（13.5%から16%へ）によりこれに対応し、中銀は銀行海外支店への外貨送金を加速した。これらの努力にも拘らずウォンは下落を続け、ますます多くの外国銀行が韓国金融機関に対して、短期融資のロールオーバー停止、クレジットラインの打切りや期間短縮、長期融資の金利引上げを行った。

外貨準備の急速な枯渇に直面した韓国政府は、緊急融資を求めて米国、日本、IMFと接触を開始した。政府は国会に金融改革法案の可決を促したが、11月17日の会期末まで国会は何の行動もとらなかったため、同法案は不成立となり、財政経済相は翌11月18日、辞任を余儀なくされた。後任の大臣は、政府はIMFにアプローチする意向は無いと発言したが、その直後の11月21日、政府はIMFに対して正式に支援を要請し、政府部内の混乱を窺わせた。支援要請の発表に引続き、通貨と株価は一層激しく下落し、主要格付会社は韓国の格付をさらに下げた。

11月下旬に到着したIMFチームはその後間もなく、韓国政府が報告していた外貨準備額は同国銀行海外支店への預金を含んでおり、それを差し引いた実際に使用可能な外貨準備額は僅か70億ドル前後であることを発見した。これは返済期限が迫りつつある短期債務等に照らして非常に少ない金額であり、直ちに新規資金が供与されなければ韓国は外貨返済を滞らせ、そうなれば域内のみならず国際的にも深刻な影響を及ぼす恐れがあった。このような状況下、プログラム交渉及び合意は、特例的な手続であるEFM（Emergency Financing Mechanism：緊急融資メカニズム）<sup>\*18</sup>により、記録的な短時間で行われた。

### ③ 1997年12月のプログラム

1997年12月4日、IMF理事会は、期間3年のSBAの下で155億SDR（約210億ドル相当）を供給するプログラムを承認した。引出し計画は非常に前倒し（front loaded）であり、約56億ドル相当は即時に実行され、次の約56億ドル相当はその後7週間の間に引出される予定であった。さらに世銀及びADBが金融部門再編支援のため140億ド

ルを融資する予定であり、またIMFの記者発表によればG7を含む12カ国の政府が「第二防衛線」として、必要が生じた場合には合計200億ドル超の融資を考慮する（consider）用意がある旨、IMFに対し表明していた。

プログラムの中で第二防衛線は、問題を含んでいた。プログラムの国際収支見通しは、第二防衛線が不要な形になっていた。しかしIMFスタッフは元々、当該金額をファイナンス所要額に含めていたところ、殆ど最後の段階になってIMF本部から、各国政府の最終的な意思決定等が間に合わないため、プログラムを二国間援助に依存しない形に改訂するように、との指示があったため、国際収支見通しの前提となる仮定を恣意的に変更することによって、当該金額をファイナンス所要額から除いたのである。具体的には、対外短期インターバンク債務のロールオーバー率の仮定を、当初案の20%から80%という非現実的な高率へと変更することにより、ファイナンスギャップを埋め合わせたのである。従って、出来上がったプログラムは明らかにファイナンス不足であったが、当時関係者はこの事実を明らかにしていなかった。

プログラムの主な内容は、金融引締め、小幅な財政黒字、金融部門の再編・資本増強・改革のための包括的な戦略、及び、コーポレートガバナンス・貿易・労働市場の改革のための諸措置であった。

プログラムに対する市場の最初の反応はある程度前向きなものであったが、2～3日後、事態は悪い方向に転じた。極秘のプログラム関連文書が韓国のプレスにリークされ、IMF及び政府が市場の信認へのダメージを恐れて隠していた事実、即ち、実際に使用可能な外貨準備額は市場が危惧していたよりさらに低く、しかも急速に減少しつつあることが露呈されてしまった。また、大統領選挙等の政治的環境も、不確実性を創り出していた。これらを反映して、短期債務のロールオーバーは減少し続け、ウォンはプログラム承認後の2週間で39%も下落した。

\*18 EFMはメキシコ危機後の1995年に設けられたもので、IMFマネジメントが通常より迅速な融資承諾を望む場合に、理事会との密接なコミュニケーションによりこれを行うための一連の特例的手続である。

このような状況下、12月18日に大統領選に勝利した金大中氏はその直後にIMFプログラム遂行への決意を表明し、その後の彼の行動は、信認を築き上げることに貢献した。

#### ④ ロールオーバーにかかる合意

IMFのマネジメント及びスタッフは12月のプログラム交渉の際、主要出資国に対して、プログラムへのファイナンスが十分に確保出来ない場合、各国の銀行に対しクレジットラインをロールオーバーするよう説得する何らかのイニシアティブの検討が必要になるかも知れない、と伝えていた。しかし当時主要出資国は、民間の活動への非市場的手段による介入が市場の信認をさらに損い新興市場諸国からの資本逃避を誘発することを恐れ、この提案を受け入れなかった。しかし、そのような最初の戦略が明らかに失敗に終わったことを踏まえ、今回、主要出資国政府は自国の銀行に接触し、韓国に対するクレジットラインを維持するとの各国主要銀行による共同声明を発表するよう促した。

1997年12月24日、三つのイニシアティブ、即ち、①強化された改革プログラム、②IMF・世銀・ADBの融資実行の前倒し、及び③民間部門の協調による短期債務のロールオーバーが発表された。IMFは危機対応のコーディネーターとして、上記③の重要性に注意を喚起し、後には主要政府間の情報交換を促進し、また、履行状況をモニターするシステムの確立を支援する等、有益な役割を果たした。

その後数週間、市場の不安定性は続いたが、後から見れば、12月24日が韓国危機のターニングポイントとなったと言えよう。民間銀行のロールオーバー合意は1998年1月中旬に改定され、3月末まで延長された。その後間もなく、外国銀行は韓国の彼等に対する短期債務を期間1～3年のソブリン債務に転換することに合意した。これらの成功に、政府による金融・企業部門改革プログラムの実施も加わって、韓国に対する市場の見方は劇的に改善した。ウォンは、1997年12月24日に記録した最安値1ドル=1,965ウォンから、1998年1月には1,600～1,800ウォンのレンジへ、同年3月末までには1,400ウォンへ、同年12月末には1,200ウォンへと回復した。同年4月に

韓国は40億ドルの外債発行により、国際資本市場への復帰を確固たるものにした。

危機のマクロ経済への影響は、厳しいものであったが短期間のうちに克服された。1998年の実質GDP成長率はマイナス6.7%となったが、1999年には10.9%にリバウンドした。

#### ⑤ まとめ

韓国におけるIMFのサーベイランスは、構造的な脆弱性の一部を指摘したものの、その深刻さを十分には認識していなかった。

韓国の当初プログラムは、民間部門の協調によるロールオーバー合意が存在せず、第二線準備が直ちに利用出来ない状況においては明らかに金額が過小であったが故に、失敗したと言えよう。とは言え、プログラムの基本的なマクロ経済的スタンスは十分に信頼出来るものであったので、差し迫った流動性の圧力が緩めば、速やかに信認を回復することが出来た。

またIMF主要出資国政府は、当初プログラムの際には民間銀行に協調行動を促すことを躊躇したが、当初プログラムが失敗に終わると速やかに行動に出て、上記ロールオーバー合意を成立させた。この成功のためには、最初の失敗による教訓が必要だったとも言えるかも知れない。これに関し、IMFはコーディネーターとして有益な役割を果たした。

インドネシアで起きた事態とは対照的に、調整プログラムに対する金大統領の新政権の強固な政治的コミットメントが、信認の回復に決定的な役割を果たした。

#### (4) ブラジル

##### ① 危機の背景

1998～1999年のブラジル危機の源流は、1994年、経済安定化プログラム「リアルプラン」の開始に続いて採られた一群の政策まで遡れる。これらによりインフレ抑制には成功したが、別の諸問題が発生した。その中には、ディスインフレ政策の必然的結果と、特定の政策決定によりもたらされた結果の両方が含まれる。財政赤字は、支出と収入に対する非対称的なインデクセーション、及びインフレによる実質支出抑制効果の消滅により、急激に増大した。緩い財政政策とタイトな金

融政策の組み合わせは、通貨レアルの実質為替レートの増価をもたらし<sup>\*19</sup>、当初の急速な信用拡張及びインフレ税の消滅と相俟って、大幅な経常収支赤字を出現させた。

このようなポリシーミックスは、財政収支の持続性にも影響をもたらした。高金利は中央政府・地方政府の財政に厳しいインパクトを与え、財政赤字の対GDP比率を一層増大させた。1998年初め頃までに研究者達の一部は、ブラジルの財政スタンスが（公的部門債務の対GDP比率を一定水準に収束させ得ないという意味で）持続不可能であるとの見方を固めていた。

危機以前の時期におけるIMFのサーベイランスは、ブラジルのポスト安定化期におけるポリシーミックスに伴って発生した為替レートの過大評価その他の脆弱性を正しく認識し、名目為替レートのより速い減価を促した。危機以前の時期のブラジルに対するIMFのレバレッジは限られており、IMFはブラジルの政策に対して殆どインパクトを持っていなかったが、1997年頃からIMFとブラジルの経済チームとの対話は改善し、IMFは関係改善のため、債務管理、財政統計、財政会計等の分野を中心に、積極的に技術支援を行った。しかしその過程でIMFは次第に、為替レートはそれ程過大評価されていないとするブラジル政府の立場を容認するようになっていった。

1997年半ば以降、世界経済の動揺と大統領選挙をめぐる政治情勢が、財政及び為替レート問題への取り組みにおいて政府が採り得るオプションを狭めた。アジア危機発生に続く1997年秋、レアルは強い圧力に襲われ、政府は通貨防衛のため、金利を上げ、為替市場に大量に介入した。また政府は財政調整措置のパッケージを発表した。IMFはこのパッケージをIMFアレンジメントで支援する可能性を示唆したが、政府は、この段階でIMFの支援を求めれば同措置への国内の政治的支持を弱体化させ兼ねないとの懸念もあって、支援を受け入れようとはしなかった。

1998年初めには強力な資本流入が見られたが、

これは直接投資に加え、国内の高金利と海外の低金利の差による裁定機会を狙った短期資本の流入を含んでいた。後者は、少なくとも同年10月の大統領選挙まではクローリングペッグ制が維持されるであろうという、当時広く流布していた予測を前提にしていた。しかし同時に市場は、選挙による圧力から財政調整措置の実施が停滞する中、財政の見通しについて懸念を強めていった。

1998年夏、ロシアのデフォルトと米国LTCM（Long Term Capital Management）社の危機が国際資本市場における流動性を急激に減少させ、ブラジルに対する市場の圧力は大きいに強まった。ブラジルの対外借入れにかかるスプレッドは、他の殆どの新興市場国とともに急激に増加した。9月初めに中央銀行は金利を2倍に引き上げたが、資本流出を食い止めることは出来なかった。

## ② 1998年12月のプログラム

1998年9月初め、IMFプログラムの主な内容に関する予備的検討が開始された。ブラジルは依然として500億ドルを超える外貨準備を保有していたので、政府は当初、予備的アレンジメントとすることを考えたが、その後、市場を納得させるためには「現金」が必要であるという意見を受け入れた。

10月初めにカルドーソ大統領が再選された後、プログラム交渉は活発化した。最も論議を呼んだ問題は、クローリングペッグを維持するか否かであった。ブラジルの経済チームはクローリングペッグを維持したい考えであったが、市場ではレアルが大幅に過大評価されているとの見方が広く共有されていた。IMFスタッフもレアルが過大評価されているとは考えていたが、過大評価の程度に関するIMFの推計値は時と共に縮小し、今や殆どの市場参加者の推計値を大幅に下回るようになっていた。一方政府は、仮に過大評価があったとしてもその程度は大きなものではなく、大幅な生産性上昇により相殺されていると信じていた。政府は、インフレ期待の再燃とインデクセーションの再導入を避けるためにはクローリング

\*19 当時のIMFスタッフの推定によれば、レアルの実質実効為替レートは1994年6月から1995年2月までに33%も増価している。レアルプランによる新通貨導入がブラジルの実質為替レートの算定を難しくしているが、レアルはマクロ経済安定化以後一貫して過大評価が続いていた、というのが大方のコンセンサスである。

図表4 ブラジルの資本収支危機における主な出来事

(年月日)	
1997年10月28日	アジア危機に誘発され、株価急落及び通貨への圧力が発生。
1997年10月31日	金利が40%に倍増。
1997年11月13日	財政政策パッケージが発表される。
1998年2月9日	アジア危機による中断を経て、ブラジルが国際債券市場に復帰。
1998年7月1日	年金制度改革、国会での敗北により先送りに。
1998年7月20日	Long Term Capital Management社のトラブルが初めて報道される。
1998年8月17日	ロシアの債務不履行及び通貨切下げ。
1998年8月24日	外国資本流入促進のための措置を実施。
1998年9月3日	西半球諸国の蔵相・中銀総裁とIMF、世銀、IDBによる「域内サーベイランス」特別会議、ワシントンにおいて終了。
1998年9月4日	ムーディーズ、ブラジルのソブリン信用格付をB1からB2に格下げ。
1998年9月17日	ブラジル政府、IMFと交渉中であることを認める。
1998年9月23日	カルドーソ大統領、スピーチの中で大幅な財政再建措置の必要性を認める。
1998年10月4日	カルドーソ大統領、第1回投票で再選される。
1998年10月8日	IMFとブラジル政府、共同声明により、マクロ経済政策・構造改革政策にかかるプログラムの詳細につき議論を継続すると発表。
1998年10月20日	IMFとブラジル政府、プライマリー財政黒字目標につき合意した旨の共同声明を発表。
1998年11月11日	プログラムのうち構造改革部分に関し、IMF理事会の非公式会合で議論。
1998年11月13日	SBA (Stand By Arrangement : スタンドバイ取極) に関し合意した旨、発表される。Letter of Intent (趣意書) も発表。
1998年11月16日	ニューヨークにおいて、ブラジル政府と米銀が会議を開催 (IMFマネジメントによるプレゼンテーションを含む)。米銀は、プログラムが着実に実施されるなら自主的に当国向けエクスポージャーを維持するとの意向を表明。
1998年12月2日	IMF理事会、181億ドルのSBAを承認。
同日	国会、年金及び年金拠出金に対する増税法案を否決。
1998年12月18日	IMFから47億ドル、BIS及び日本から45億ドルの貸出が実行される。
1998年12月30日	財務省、[増]税パッケージを発表。CPMF (金融取引税) 及び公務員年金拠出金引上げの [国会による] 承認の遅れの影響を埋め合わせるための措置 <sup>(注1)</sup> 。
1999年1月6日	ミナスジェライス州知事、同州の中央政府への債務返済につき90日間のモラトリアムを宣言。
1999年1月13日	中銀総裁が交替。為替レート制度を変更 [(クローリング・ベッグは維持したが、変動幅及びクローリング幅を拡大)]、為替レートは新たな変動幅の下限まで9%の急落。外貨準備の急減は翌14日も続く <sup>(注1)</sup> 。
1999年1月15日	通貨レアル、実質的にフロート移行。
1999年1月16日	蔵相及び新中銀総裁、ワシントンにおいてIMFのマネジメント及びスタッフと協議。
1999年1月17日	
1999年1月18日	為替レートのフロート移行が追認される。
1999年1月19日	金利を32%に引上げ。
1999年1月28日	金利を35.5%に引上げ。
1999年1月29日	金利を37%に引上げ。
1999年2月2日	金利を39%に引上げ。
同日	中銀総裁が辞任、新総裁が任命される。
1999年2月4日	IMF、1999年中及び中期にわたる政策枠組につき [政府と] 合意した旨、発表。同枠組は、中期的なインフレ目標制度の導入、及び経過措置として、1999年末までに金融政策によりインフレ率を年率1桁まで引下げることを含む <sup>(注1)</sup> 。
1999年2月10日	中央政府、ミナス・ジェライス州が発行したユーロボンドにかかる返済を行う。
1999年2月26日	新中銀総裁、上院の委員会により承認される。
1999年3月8日	IMF専務理事、改定後プログラムの承認を推薦する。合意覚書 (Memorandum of Understanding) が発表される。
1999年3月30日	IMF理事会、資金引出しを承認。
1999年7月2日	改定された技術的合意覚書 (Technical Memorandum of Understanding) が発表される。IMF専務理事、承認を推薦する。
1999年7月8日	政府、7億ドルのユーロボンドを発行。
1999年9月14日	S & P、ブラジルの信用格付をBB- に格上げ。
2000年3月1日	S & P、ブラジルの信用格付をBB- からBBに格上げ。
2000年4月12日	ブラジル、IMFのSRF (Supplemental Reserve Facility ; 補完的準備ファシリティ) に基づく借入れ、並びにBIS及び日本からの [1998年12月の] 借入れを全額返済。うち一部は期日前返済。
2000年5月4日	財政責任法が発効。
2001年7月5日	中銀、外為市場に安定的かつ「直線的」に介入すると発表。



2001年8月3日	IMF専務理事、金額150億ドル、[プログラム期間]2002年12月までの新たな当国向けSBAの承認を推薦する。政府はこれを予備的（precautionary）プログラムとして扱う意向を示す <sup>(注1)</sup> 。
2002年8月7日	300億ドルの追加資金を伴う期間15ヶ月の新たなSBAに関し合意した旨、発表される。

注1) [ ]は筆者による補足。

出所) Independent Evaluation Office (IEO) (2003a)

ペッグの維持が不可欠である、との堅い信念を持っていた。

IMFと政府は、既に10月初めのIMF・世銀年次総会の際に、外貨準備額が極端に減少しない限り現行為替レート制度を維持するとの予備的合意に達していた。それにも拘らずIMFは政府に対し、クローリングペッグ制度の枠内でより大幅なレアルの減価を実現すべく、毎月の減価率の拡大と変動幅の拡大のいずれか一方あるいは両方を実施するよう促した。しかしブラジル政府は為替レート制度を僅かでも変更することに強力に反対した。IMF主要出資国の一部は、その時点での為替レート制度の変更は地域的にも世界的にも深刻な影響をもたらすとして、ブラジル政府の立場を支持したが、理事会メンバーの多くは、クローリングペッグの持続可能性に懐疑的であった。

1998年12月初めに承認されたプログラム<sup>\*20</sup>は、現行為替レート制度を維持するとしつつ、その後のレビューによる為替レート政策の一部変更の可能性は残していた。プログラムは強力な（GDP比4%に達する）財政引締めとこれを支持する金融政策へのコミットメントを含んでいた。構造的コンディショナリティーは決定的に重要な二つの分野、即ち①財政、及び②金融部門の規制・監督にほぼ限定された。政府は民間債権者の協調行動を求める努力を極めて限定的にしか行わなかったが、これは将来の資金流入への悪影響を懸念したからであった。政府は数ヶ所の国際金融センターにおいて民間債権者に自発的な支援を要請したのみであり、反応は概ね好意的であったが、海外銀行からの与信のロールオーバー率は65～70%に留まった。

### ③ クローリングペッグの崩壊及び1999年3月の改定後プログラム

IMFによるクローリングペッグ維持の決定は、

大きなリスクを伴っていた。ブラジルの財界はペッグを支持しておらず、大統領にレアルの過大評価の修正を迫っていた。プログラムは市場にも好感されず、一部の国際投資家はプログラムの発表をブラジルから撤退する好機と捉えた。メディアの報道ぶりも、一般に懐疑的であった。

その後間もなく、プログラム中の財政措置の一部に対する国会の承認が頓挫すると、為替レートは新たな圧力に曝された。政府はIMFの意に反し、IMFへの事前協議も行わずに金利引下げを強行し、プログラムの金融引締めのターゲットから大きく逸脱した。中央政府・州政府間の財政をめぐる対立が表面化し、1999年初め、ミナスジェライス州の知事は州債務の中央政府への返済につき90日間のモラトリアムを宣言した。1999年1月13日、為替レート制度変更が強硬に反対していた中央銀行総裁が交替させられ、新総裁は同日、クローリングペッグからのスムーズな退場を目指して、より広い為替変動幅を含む複雑な新為替レート制度を導入した。IMFマネジメントはこの決定について実行の前夜に初めて知らされ、ブラジル政府に撤回するよう説得を試みたが、無駄であった。2日間で約140億ドルの外貨準備を失った後、1999年1月15日にブラジルは事実上のフロート制に移行した。

ペッグの崩壊は、当初のプログラムがその中心的な目的において失敗したとの明白なシグナルを送った。ブラジル政府とIMFは週末の緊急会議において、1月18日から公式にフロート制に移行することを決定した。為替レート下落を食い止めるため、IMFは中央銀行に金利引上げを促し、2月初めに40%近くまで引上げられたオーバーナイト金利は、3月には更に45%まで引上げられた。

改定後プログラムは1999年3月に合意された。

\*20 プログラムを支える金融支援パッケージの内容は、IMF資金約180億ドル相当に加え、日本の融資及び国際決済銀行（BIS）を通じてアレンジされた二国間融資が計150億ドル、世銀及びIDBからそれぞれ45億ドルとなっていた。

新プログラムは、インフレーションターゲットの手法をIMFコンディショナリティーに初めて導入したものであり、また債務返済の持続可能性を確保するため、一層の財政引締めを含んでいた。主要な国際的民間銀行は、ブラジル向けの貿易信用及び銀行間クレジットラインについて、2月末の水準を6ヶ月間維持する旨、自発的に合意した。IMFはこれに関して、クレジットラインのモニタリング、及び国際的銀行に対しIMFプログラムを説明する「ロードショー」への参加により、貢献した。高金利、市場でのドル売り介入の強化、市場の信認の改善等により、為替レートは安定化し、これにより金利も比較的速やかに引下げに転じることが出来た。

構造改革も、プログラムでの想定より遅いペースではあるが、進展した。2000年5月に発効した財政責任法は予算の策定・執行のための一般的な枠組を構築することにより、財政規律に大きく貢献した。IMFはプログラム期間を通じて、より規律ある財政の枠組へのブラジルの移行に関し建設的な役割を果たした。

改定後プログラムは、物価と生産については予想を超えた成功を納めた。通貨の下落がインフレを煽ることが懸念されたが、1999年の消費者物価上昇率は9%に抑えられた。予想以上の資本流入（特に海外直接投資）が、スムーズな対外調整を可能にした。1999年のGDPは、3.8%の減少というプログラムの悲観的見通しとは対照的に、0.8%の成長を記録した。金融機関は深刻な影響を受けることなく危機を抜け出したが、この一因は、政府が為替レートにインデックスされた国内債券を大量発行することによって、為替レート下落に対するヘッジ手段を民間部門に対して広範に提供したことにある。

政府の強力なオーナーシップの下、プライマリー財政収支黒字はプログラム目標のとおり、大幅な増加を達成した。しかしプログラムの中心的ターゲットとして宣言されていたネット公的債務の対GDP比率の削減は、達成出来なかった。その主要な原因は、為替レートの予想以上の下落により、対外債務あるいは外貨にリンクした国内債務の内貨換算値が膨らんだことにある。2001年の経済成長率が電力危機の影響で予想外に低下し

たことも、一因となった。

金融支援パッケージの大部分は期日前に返済され、IMFアレンジメントは2000年3月以降、予備的アレンジメントとして扱われた。しかしアルゼンチンの状況等、外部環境に関する懸念から、ブラジル政府は新たなプログラムの必要性を感じ、2001年半ば、新たなSBAを要請した。このSBAは2002年半ばにキャンセルされ、さらに新たなSBAによって代替された。当時の状況は、選挙が近づくにつれブラジル政府の政策の継続性に対する懸念が増大し、これがブラジルの対外借入れにかかるスプレッドの大幅増加、及び為替レート下落を招き、これらの要素が再びブラジルの公的債務の持続性に対する懸念を新たにさせる、というものであった。

#### ④ まとめ

ブラジルにおけるIMFのサーベイランスは、危機の核になる脆弱性を見出すことには成功していた。しかしながらIMFは、それに基づきブラジル政府の政策にインパクトを与えることは殆ど出来なかった。IMFは以前から通貨レアルの過大評価に警告を発していたが、過大評価の程度は小さいとするブラジル政府のスタンスに、次第に歩み寄って行った。

1998年12月のプログラムのデザインにかかる最も重要な問題点は、クローリングベッグ制の維持である。この点についてはIMF内部でもかなり議論があったが、当時の状況でベッグを廃止すれば国際金融市場の動揺を招き兼ねないという懸念から、ブラジル政府の意向のとおりベッグを維持することとなった。しかし今から見れば、これは過大な懸念であったと言い得る。当時既に広く維持不可能と見做されていたベッグ制からもっと早く脱出することは、IMFプログラムの下で行う限り、国際金融システムにさほどの影響は与えなかったであろう。一方、ベッグの維持に成功する確率は、当時IMFのスタッフ及びマネジメンが理事会や公衆一般に対して示唆していたほど高くはなかったと考えられる（IMFスタッフ及びマネジメンはベッグ制の維持に高いリスクが伴うことを認識していたが、スタッフレポート等には、これをあまり率直に記していなかった）。しかしながら、もしIMFがベッグ制廃止を主張

し、それにも拘らずブラジル政府がペッグ制維持に固執していたらどうなっていたかを推定することは、かなり難しい<sup>\*21</sup>。

このプログラムはクローリングペッグ防衛に失敗したというイメージが強いが、IMFの全体的な戦略は、それ以外では多くの面で成功したと言える。危機が生産と物価に対して与えた悪影響は、限定されたものに留まった。IMFはプログラムを通じて、より規律ある財政の枠組、及びインフレーションターゲットによる新しい金融政策の枠組への、ブラジル政府の移行を支援した。

しかし、1998年12月のプログラムの一つの要素が、後に問題になる脆弱性の源となった。即ち為替レートにインデックスされた債券の大量発行により生じた、為替リスクの民間部門から政府部門への大規模な移転を放置したことである。プログラムの中心目標として宣言されていた財政調整、即ち公的債務の対GDP比率の削減は、上記の為替リスクヘッジ手段の提供とクローリングペッグ防衛に要した莫大な財政コスト（合計でGDPの10%にも達する）により、妨げられた。為替レートは予想外の下落を続け、IMFは政府に対し、為替レートにリンクした債務の比率を引下げよう促したが、そのインパクトは限られていた。一言で言えばこのプログラムは、財政面での脆弱性を完全に克服するには至らなかったと言える。

### 3．危機前のサーベイランス（政策監視）

#### （1）サーベイランスの診断機能

危機の発生を正確に予測することは本質的に難しく、特に複数均衡の存在の可能性がある時には一層困難である。従ってサーベイランスの事後評価は、危機を予測出来たか否かではなく、危機の原因になり得る脆弱性を有効に把握出来たか否かを基準にするべきである。その観点から見れば、IMFスタッフは三つの危機の全てにおいて、（程度の差はあるものの）殆どの脆弱性に気付いてお

り、脆弱性がマクロ経済的な性格のものである場合には、サーベイランスは特に有効であったと評価出来る。しかし、いくつかのケース（特に脆弱性の原因が金融部門の脆弱性、企業のバランスシート問題、それらの根底にあるガバナンス問題等にある場合）では、脆弱性の程度を著しく過小評価し、あるいは把握した脆弱性に基づいて危機のリスクや起こり得る危機のダイナミクスを正確に見極めることに失敗している。また、3ヶ国のサーベイランスは共通して、ショックが発生した場合にどのような結果がもたらされ得るかよりも、ショックが発生する確率の推定に力を入れていた。そのため実際に危機が発生すると多くの問題に関して、IMFや出資国政府における意思決定に役立つような分析及び情報が不足していることが明らかになった。

インドネシアにおけるサーベイランスは銀行部門の脆弱性及び対外債務の累積を問題として認識していた。しかし、銀行部門の問題点の深刻さ、及びそれが民間投資の質に与える悪影響を過小評価し、金融部門の脆弱性が資本の流れに与え得る影響に十分な注意を払っていなかった。また、対外債務全体の増大については認識していたが、データの不備もあって、短期債務の大きさとそれに伴う脆弱性については、十分に認識していなかった。またサーベイランスは、腐敗とクロニズムの一層の蔓延と変容、それによるマクロ経済的リスクに十分な注意を払わず、さらにサーベイランス報告書はそうした問題について、あまり率直に述べていなかった。ガバナンスの問題に対するこのような取り扱いは、当時の一般的なアプローチを反映したものであったかも知れないが、それがインドネシアの潜在的な脆弱性の評価を不十分なものにしたことは明らかである。

韓国でのサーベイランスは、後に危機の原因となった脆弱性の多くは把握していたが、全体的な評価は楽観的に過ぎ、特に韓国の金融自由化戦略の帰結として、貧弱な金融規制・監督体制の下で脆弱な金融機関に短期対外借入れが蓄積されたことにより生じたリスクを、十分に認識していな

\*21 [筆者注] 原レポートのここでの趣旨は、「従って、当時のIMFにとってペッグ制放棄を主張するのが最善の行動であったと一概に断定する訳にもいかない。」という点にあると思われる。

かった。その原因のかなりの部分は、政府が提供した外貨準備、対外債務、及び銀行資産の質に関するデータの不備にあったとは言え、国際決済銀行（BIS）等から公表されていたデータ（主要国銀行に対する債務等）の十分な活用・分析や、政府に対してより詳細なデータ（対外債務の期間構造等）を求める努力も充分に行われなかった。各国の民間銀行が韓国の銀行部門の脆弱性への懸念により、既に1997年7月のアジア危機発生以前から韓国向け融資の見直しを開始していたのに対し、IMFは殆ど最後の瞬間まで楽観的であったと言わざるを得ない<sup>\*22</sup>。

インドネシア、韓国とは対照的に、ブラジルについては、IMFのサーベイランスは主な脆弱性を有効に診断することが出来たが、その主な理由は、ブラジルの脆弱性が主としてマクロ経済的現象（例えば公的債務の増大や実質為替レートの増価）として現われ、これらはIMFの伝統的な分析手法の得意分野であったことにある。また、インドネシアと韓国においては通貨と期間のミスマッチ等がバランスシートに与える悪影響によるリスクを十分に検討していなかったが、ブラジルにおいてはこの点がある程度改善され、通貨が切下げられた場合のバランスシート効果が適切に分析されていた。自国通貨の過大評価の問題については、他の2つのケースでは、過大評価は起きていないとする分析、あるいは起きているが大幅なものではないとする分析に頼り過ぎていたのに対し、ブラジルでのサーベイランスは大幅な過大評価を明らかにしていたが、次第に過大評価は小幅なものとする見方に転じていった。またインドネシアの場合と同様、ブラジルのサーベイランス報告書は、問題化し得る脆弱性、及び政府の政策実施能力に影響し得る政治的要因について、充分率直に記していなかった。

## （2）サーベイランスのインパクト

3ヶ国のいずれにおいても危機前のサーベイランスは、鍵になる脆弱性を正しく把握出来た場合

でも、当該国政府の実際の政策に影響を及ぼすことは殆ど無く、脆弱性に対処する措置を採るよう政府を説得することには、概して成功していない。元々IMFのサーベイランスは、政策に影響を与える様々な要素のうちの一つに過ぎないので、止むを得ない面もあるとは言え、三つのケースの実例は、サーベイランスのインパクトを限られたものにしたいくつかの要因を明らかに示している。

第一にサーベイランスでは、マーケットに不安を惹起したり当該国政府との間に摩擦を生じたりすることへの懸念から、当該国政府にとって困難な、あるいは不都合な事実や見解を率直に述べることを避ける傾向があった。

第二にいくつかのケースでは、国内の政治的制約等から、当該国政府がIMFの政策アドバイスを聞き入れる余地が無かった（例えば、インドネシアにおける規制緩和、ブラジルの為替政策等）。

第三に、IMFプログラムが絡んでいない場合は、当然のことながらIMFのアドバイスのインパクトは限られていた。このことは、危機前に資本が新興市場諸国に活発に流入していた時期には、IMFの影響力は特に限られていたことを意味する。

第四に、情報の不備がサーベイランスの質だけでなくインパクトにも影響を与えた。既に1999年に、IMFから委託を受けた外部専門家によるサーベイランスのレビュー<sup>\*23</sup>において指摘されているとおり、IMFは韓国経済の脆弱性について、特に金融部門、外貨準備、及び対外債務に関する確たる数字の裏付けを持っていなかったため、政府当局に対して説得力のある議論が出来なかった。インドネシアの、特に銀行部門のデータについても、同じことが言えよう。

## （3）透明性の役割

危機発生以前、IMFによる各国のサーベイランス結果が広く一般の眼に触れることは、殆ど無かった。これはIMFが、脆弱性をあまり表立っ

\*22 例えば、1997年10月の4条協議ミッションの出張報告レポートは、韓国はさらなる対外部門のプレッシャーに対して「比較的良好な備えが出来ている」と記している。

\*23 Crow et al. (1999)

て議論すると、それにより危機の実現を促してしまうのではないかと懸念したこと、及びIMFが持っている、各国政府に対する「内密の (confidential) アドバイザー」としての役割と、国際金融コミュニティのための情報の提供者及び「監視役」としての役割とが、衝突する恐れがあったことによる。

厳密な検証は不可能であり、また一般化することは難しいが、三つのケースを見る限り、IMFが4条協議にかかるスタッフペーパーを公表し、公共の政策論争に影響を与えると共に民間投融資者によるリスク評価の改善に貢献していれば、IMFが政策に及ぼす影響は、より高まっていたであろうと考えられる。三つの危機を生んだ脆弱性はいずれも、(過小評価されていたにせよ) 公的部門・民間部門の双方で広く知られていたもので、これらをオープンに議論することは市場に何ら驚きを与えるものではなかったと思われる。むしろIMFが懸念を公にしなかったことが、市場における過度の楽観的傾向の一因となったかも知れない。一方、内密のアドバイザーとしてのIMFの役割は、おそらく1997年後期から1998年のブラジルを除いては、三つのケースのいずれにおいても効果的に果たされたことは無い。従って、IMFはサーベイランス結果の非公表により、二つの役割のいずれも中途半端のまま終わってしまったことになる。

#### 4. プログラムのデザインと実施

資本収支危機の性格に鑑みれば、危機対応プログラムの主目的は資本収支を正常に戻すために出来るだけ早く信頼を回復することに置くべきであり、実際、三つのケースの全てにおいて、そのようなアプローチが採られている。それぞれのプログラムは、財政政策と金融政策の組み合わせに構造改革措置を結び付け、巨額の金融支援パッケージでこれを支えている。以下では、三つのケースでのプログラムのデザインと実施に対する事後評価の結果を、要約して示す。

図表5 3ヶ国における実質GDP及び投資の成長率の見通しと実績 (単位: %)

	当初見通し	改定後見通し <sup>(注2)</sup>	実績
インドネシア(1998/99年度) <sup>(注1)</sup>			
実質GDP	3.0	-4.7	-13.6
固定資本投資	-0.4	-26.8	-33.0
韓国(1998年)			
実質GDP	2.5		-6.7
固定資本投資	-14.2		-21.2
ブラジル(1999年)			
実質GDP	-1.0	-3.8	0.8
固定資本投資	-9.5	-18.2	-3.2

注1) 1998/99年度は、1998年4月～1999年3月。

注2) インドネシアは1998年4月、ブラジルは1999年3月。

出所) Independent Evaluation Office (IEO) (2003a)

#### (1) マクロ経済枠組と経済見通し

三つのケースとも、実際のマクロ経済の推移は、プログラムにおける見通しと大きく異なった。インドネシアと韓国では、当初の経済見通しが楽観的に過ぎたことが、その後の総需要と生産量の推移に鑑みれば引締め過ぎのマクロ経済政策のデザインにつながった。一方、1999年のブラジルの当初見通しは悲観的に過ぎ、これが同国の公的債務問題に鑑みれば不十分な財政引き締めにつながった。

この問題の一部は、IMFプログラムにおけるマクロ経済見通しが常に交渉の結果であることから生じている<sup>\*24</sup>が、分析手法自体にも弱点がある。即ち、これらの見通しは、生産量の主な決定要因と、危機の際におけるそれらの動きを十分に取り扱える分析枠組から導き出されたものではない。特に、①(複数均衡の存在により引き起こされ得る) 大幅な通貨下落、②その結果として生じ得る深刻なバランスシートへの影響を通じたマクロ経済への悪影響、を十分に考慮していない。信頼に足るマクロ経済予測を行うことはもともと難しく、経済危機の状況ではなおさらであるが、総需要に影響を与える主要な要素、特に民間投資にもっと明示的に焦点を合わせることにより、多少

\*24 例えば韓国政府は1998年の成長率見通しについて、2.5%より低い数字を受け容れようとしなかった。一方、ブラジル政府は意図的に慎重な経済見通しを望んだ。

とも難しさを減少させることが出来たかも知れない。

とは言え、正常な経済状況の下でも景気循環サイクルを通じた民間投資の動向を正確に予測することは難しいことがよく知られており、資本収支危機においては、予測は一層困難である。従ってIMFプログラムには、このような不確実性の高さを織り込んでおく必要がある。特にマクロ経済枠組にかかる主なりリスクと、それらが顕在化した場合にとるべき政策対応とを、プログラム関連文書に明記しておくべきである。これによって、その後のプログラムの見直しに役立つと共に、そのような場合に予想される政策スタンスについて予め、透明性が高いシグナルを送ることが出来たであろう（実際にインドネシア及び韓国におけるプログラムの見直しでは、そのような柔軟性が発揮されたが、特にインドネシアの場合は透明性が充分でなく、不明確なシグナルを送ってしまった）。

## （２）財政政策

IMFはラテンアメリカで伝統的に勧めてきた財政引締め政策を東アジアにも機械的に適用した、とする批判があるが、三つの危機において実際に採られたアプローチを見ると、各ケースによりニュアンスが異なっていたことが分る。

インドネシアと韓国においては、IMFスタッフは財政ポジションが基本的に健全であることを認識していたので、財政引締めの程度は緩やかなものとなった。1997年11月のインドネシアのプログラムは、1997/98年度当初予算でGDP比0.5%となっていた財政黒字を同年度には0.75%に、翌1998/99年度には同1.3%に増加させること、即ち約1年半の期間にGDP比0.8%の財政収支改善を目指していた。韓国における目標は、1997年にGDP比0.2%の赤字が見込まれていた財政収支を翌1998年に同0.2%の黒字とすること、即ち1年間にGDP比0.4%という小幅な財政収支改善であった。

IMFスタッフはインドネシアと韓国における財政引締めを、民間部門の対外調整コストの軽減、及び金融部門への資本注入に伴う財政コストのカバーの必要性の観点から正当化した。インドネシアにおける銀行部門の再編コストが相当高い

ものになるのは明らかだった。また特にインドネシアでは、財政引締めは政府の改革実行への決意を示すシグナルとしても重要であった。しかし韓国では当初の公的債務が比較的低い水準にあったので、プログラムの当初の想定より若干高い水準の中期的公的債務プロファイルを受け入れていたとしても、問題は生じなかったと思われる。

インドネシアと韓国の財政ターゲットに関する真の問題点は、その前提となった経済見通しが上記4.(1)のとおり楽観的に過ぎたため、（その後の展開に鑑みれば）景気回復を目指す財政スタンスが必要な状況であったにも拘らず、不必要な財政引締めを目指してしまったことにある。

両国における財政ターゲットは、急激な通貨下落とそれによるバランスシート効果（インドネシアの場合は、これらに加えて政治的危機）に起因する景気の落ち込みの激しさが明らかになると、直ちに調節された。

- ・ インドネシアの1998/99年度の財政ターゲットは、当初プログラムにおけるGDP比1.3%の黒字から、1998年1月のLOIでは同1%の赤字へ、さらに年度初の4月には同4.7%の赤字へと緩和されている。同年度の実績は同2.1%の赤字であったから、財政収支目標は財政措置の制約にはなっていなかったことが分る。社会的セーフティーネット等の自動安定化装置の欠如、及び政府の支出実施能力の弱さにより、景気対策としての財政政策を改定後プログラムで許容された限度まで実施することは、困難であった。
- ・ 韓国では、プログラム承認から1ヶ月も経ない1997年12月下旬頃に、早くもIMFスタッフは韓国政府に対し、プログラムの財政目標を逸脱しても拡張的財政政策を採ることを勧めた。しかし韓国政府が伝統的な均衡財政主義からの乖離を嫌った結果、1998年の政府消費支出は実質で0.4%減少したものの、税収がそれ以上に落ち込んだために同年の財政収支は結局、GDP比4.3%の赤字を記録した。

韓国とインドネシアのIMFプログラムにおける財政引締めは不要であったのみでなく、その後の激しい生産の落ち込みの一因となった可能性が

あるとの批判<sup>\*25</sup>があるが、その真の原因は財政スタンスにではなく、バランスシート効果と信認の低下がもたらした民間総需要の収縮に起因する諸要因にあったと考えられる。こうした効果は当時、明らかに過小評価されていた。

両国とは対照的に、ブラジルのプログラムは1999年において、財政調整措置を行わない場合に比べGDP比4%以上の財政収支改善を目指していた。財政の持続可能性の問題が危機を進展させる原動力であったことから、このような厳しい財政引締め目標の設定は、適切なことであった。1998年12月のプログラム及び1999年3月の改定後プログラムは、債務の中期の持続可能性確保のために債務の対GDP比率を安定化させることを目的として、プライマリー財政収支の目標を設定した。改定後プログラムでは、プライマリー財政黒字を1999年にGDP比3.1%、2000年に同3.25%、2001年に同3.35%とする目標を掲げた。これらは全て達成されたものの、債務の対GDP比率の目標は、主としてレアルの予想以上の下落が対外債務及び外貨にリンクされた国内債務のレアル換算額を増加させたことにより、達成出来なかった。

1997年後半以降ブラジル政府は、外貨にリンクされた国内債の発行、先物外国為替市場への介入、そして後には外貨準備の売却を通じ、民間部門に対し為替リスクのヘッジ手段を提供した。1998年プログラムの下でも維持されたこうした為替政策は、為替レート下落によるマイナスのバランスシート効果の緩和に役立ったが、通貨危機が迫る中でのこうした政策は、一種の拡張的財政政策とも言えるものであり、韓国の場合と異なり、この政策はブラジルの中期の債務負担持続可能性に対して深刻な影響をもたらした。

### (3) 金融政策

IMFが1990年代の資本収支危機において演じた役割に対する最も激しい批判のいくつかは、金融政策の分野に関するものであった。IMFは各

国に過度な金融引締めを求めた結果、銀行・企業のバランスシートを損傷し、中小企業への信用の流れを中断させ、景気後退時に一層総需要を抑制した、と批判されてきた<sup>\*26</sup>。IMF及びその擁護者はこれに対して、金融引締めは通貨を防衛し（シグナリング効果も含む）通貨下落によるインフレ圧力と闘い、資本流出の減少と経常収支赤字の削減により対外ファイナンスギャップを縮小させる（あるいは拡大を食い止める）ために必要であったと反論してきた<sup>\*27</sup>。

IMFの内部資料を見れば、三つのケースのいずれにおいても金融政策のターゲットは、金利上昇と本国通貨の下落の間にトレードオフが存在することを明確に認識した上で設定されたことが判る。しかしながら、プログラム全体の戦略の中で金融政策に置かれた比重、及び高金利が民間の金融部門・企業部門にどの程度の影響を与えると認識されていたかは、ケース毎に異なっていた。

インドネシアの1997年11月のプログラムは、既にプログラム開始前に金融が十分に引締められていたとして、大幅な金融引締めを求めなかった。この点についてはIMF内部でも議論が分かかれ、一層の引締めを求める意見もあったが、更なる引締めが企業のバランスシートに与える悪影響への懸念、プログラム開始前の引締めが十分なシグナリング効果を発揮したとの判断、及び政治的制約への配慮から、必要が生じれば一層の引締めを行うという理解の下に、それまでの比較的タイトな金融政策を維持する戦略に落ち着いた。

実際には、プログラムで想定していた金融政策が実施されることは無かった。プログラム開始直後から、困難に陥った銀行に対する中銀の広範な流動性支援により金融は大幅に緩和され、マイナスの実質金利の一層の低下が進んだ。この金融緩和はIMFの強い反対にも拘らず、大統領の意向の下に継続された。金融のコントロールと為替レートの安定は、1998年3月に金利が大幅に引上げられ、同年4月の改定後プログラムに金融引締め目標が明記され、中銀による金融部門への潤

\*25 Furman and Stiglitz (1998) Sachs (1998) 等。

\*26 Furman and Stiglitz (1998) Sachs (1998) 等。

\*27 Lane et al. (1999) Corsetti et al. (1999) 等。

沢な流動性支援に終止符が打たれた後になって、漸く回復された。従って、インドネシア経済の崩壊の責任をIMFプログラムによる金融引締め政策に帰する見方は、引締めが実施されなかったという単純明快な理由によって否定される。

韓国の場合、インドネシアとは対照的に大幅な金利引上げが、1997年12月のプログラムの柱の一つとなっていた。また中央銀行から各行への外貨貸出に対しては、罰則的高金利が設定された。これらの措置の目的は資本流出を食い止め通貨下落圧力を緩和することにあったが、資本流出の多くの部分は信用力への懸念に根ざすものであったため、高金利のみによって食い止めることは出来なかった。韓国政府は高金利が借入過剰の企業及び（それらの企業を通じて）銀行に与えるインパクトを懸念したが、IMFスタッフは為替レートの安定化という喫緊の課題を優先した。結局資本流出は、1997年12月末に各国の主要銀行が韓国向け短期融資のロールオーバーにかかる合意を発表するまで止まらなかった。同じ頃に合意された改定後プログラムの下で、為替市場が安定化しインフレの懸念が無いことが明らかになるにつれて、金利はその後の数ヶ月間にゆっくりと、しかし着実に引下げられていった。

後から見れば、通貨の完全な崩壊を防ぐために1997年12月末までは高金利政策を維持する必要があったものの、外国為替市場が安定化した1998年初めになっても高金利政策を続けたことに対しては、企業のバランスシートの脆弱性、及び金融緩和によって国内需要の回復を早め得た可能性に鑑み、もっと早く金利を引下げるべきだったと言えるかも知れない。しかし実質金利が必要以上に高く留め置かれたと考えられる期間は、長くて2～3ヶ月であり、当時、銀行部門の再編が信用供与を大きく縮小させていたことにも鑑みれば、この僅かな遅れが景気回復に影響を与えたとは考え難い。また1998年初めの市場の安定化は予想外の速さで訪れたものであり、当時の東アジア各国の動揺した市場の状況と、金利引下げが物価と為替レートの安定化を脅かさないことを確認する必要があったことを考慮すれば、ある程度慎重にならざるを得なかったことは理解出来る。

ブラジルでは、1998年12月のプログラムはク

ローリングベッグ制を支えるため、金融引締め政策を指示していた。しかし政府はプログラムに従わず、同年末に向けて急速かつ大幅に金利を引き下げ、これがクローリングベッグ制の崩壊のタイミングを（崩壊自体は不可避であったにせよ）早めたと言えるかも知れない。

1999年初めにクローリングベッグ制が放棄された後、金利は、為替レートの安定化と通貨下落によるインフレ発生の回避のために、当初は慎重に、後にはより決然と、引上げられていった。1999年3月初めの大幅な金利引上げの後、為替レートが安定化し、通貨下落によるインフレへの影響もあまり大きくないことが明らかになると、韓国の場合と同様、金利は引下げられた。特に、同月に合意された新プログラムに導入されたインフレーションターゲットティングの手法が、物価安定と金利の急速な低下を可能にした。韓国の場合と異なり、銀行部門は基本的に健全であり、企業部門の借入金/自己資本比率も低かったため、高金利が企業部門のバランスシートを通じて民間投資に与える悪影響は、限られたものに留まった。しかし政府部門は変動金利債の発行増加により、大きな金利変動リスクに曝されることとなった。

韓国とブラジルの対比は、ポスト安定化期の金融政策に関する明確な枠組を持つことの重要性を示している。1998年初めの韓国における高金利政策は、それを継続する基準 即ち、為替レートと物価の安定性が回復されるまでという基準 を明確に定義していなかったために、人々から批判を受けた。一方、ブラジルの中銀は、金融政策の指針を明確に人々に伝えていた。さらにインフレーションターゲットティングの導入後は、これを金融政策の指針として用いると同時に、市場及び世論に対して金融政策を説明するための道具として用いることも可能となった。これらの例は、金融引締め解除の指針となる明快な枠組を策定し、それを公表しておくことが、明確な期待の形成を助け、国民による政策の受容を容易にする上で重要であることを表している。

アジア危機以後、高金利政策は為替レートの防衛にどの程度有効であるのか、あるいは、どんな場合に、どのような条件の下で有効になり得るのか、という問題について、膨大な理論的・実証的



研究が行われてきたが、明確な答を得るには至っていない。特に、国際収支危機と金融危機の所謂「双子の危機」においては、金利政策は特別な困難に直面する。Krueger (2002) が指摘したとおり二種類の危機に対処するための政策は、多くの点で相容れない。即ち、国際収支危機への対処に必要な政策は、自国通貨の減価、金融引締め、及び財政引締めであり、一方、金融危機に対して採るべき政策対応は、自国通貨の名目為替レートの維持あるいは場合によっては増価、金融緩和、及び金融部門改革であって、これらをどのように両立させるかは未解決の難問である。こうした点に鑑みると、三つのケースにおける金融政策関連のコンディショナリティーが、それぞれ適切であったか否かを明確に評価することは、非常に難しい。

#### (4) 公的支援と民間部門の関与 (PSI)<sup>\*28</sup>

資本収支危機において、必要な支援融資の規模を見極めることには、二つの困難が付きまとう。第一に、ファイナンスギャップの大きさの予測は、どの程度のスピードで信認が回復され資本流入が正常に復するかに依存し、これは予測困難である。第二に、資本収支危機における所要支援額は通常、非常に大きく、各国別クォータ(割当額)とIMF自体の資金の制約の下でIMFが供与出来る金額を上回る。従ってIMFは、自らの資金により融資を行うcrisis lenderの役割に加えて、他の多国間・二国間ドナー等からの追加的資金をアレンジし、民間部門の関与(PSI)を促すcrisis managerの機能をも果たす必要がある<sup>\*29</sup>。

##### ① 公的支援の規模

三つのケースともIMFは、他のドナーも含めて巨額の支援パッケージを組成し、かなりの前倒し(front loading)により迅速に融資を実行したにも拘らず、いずれのケースでも、当初のプログラムは信認の回復に成功しなかった。

インドネシアとブラジルにおける当初プログラムの失敗の原因は、公的支援パッケージの規模や構成とは無関係である。インドネシアでの失敗の

図表6 3ヶ国における公的支援パッケージ

(単位:百万ドル)

	アレンジメント承諾時期	IMF	世銀・その他国際機関	その他	合計
インドネシア	1997年11月	10,083	8,000	18,000 <sup>(注1)</sup>	36,083
韓国	1997年12月	20,990	14,200	23,100 <sup>(注2)</sup>	58,290
ブラジル	1998年12月	18,262	9,000	14,538 <sup>(注3)</sup>	41,800
(参考)メキシコ	1995年2月	17,843	0	33,957	51,800

注1) プログラム上の国際収支見通しの前提には含まれず。  
 注2) 「第2防衛線」200億ドルを含む。当該金額は記者発表された金額には含まれていたが、プログラムのパッケージには含まれていなかった。  
 注3) BISが取りまとめた二国間支援、及び日本の支援。  
 出所) Independent Evaluation Office (IEO) (2003a)

主因は、政府のプログラム実施へのコミットメントの明らかな不足、及び危機の政治的局面の急速な拡大にあった。危機の政治化が進み、大量の資本逃避と通貨の大幅な下落が同国のソルヴェンシー(中長期的支払い能力)への危惧を生じさせた段階では、如何に巨額の公的支援を投入したとしても、信認の回復は不可能であったと思われる。ブラジルでは、当初プログラムの核心であるクローリングペッグの維持という政策目的自体が、市場の信認を得られなかった。市場から持続可能性を疑問視されている政策を維持するために巨額の支援を行うことは、正当化し難いと言えよう。

一方、韓国においては、公的支援パッケージの規模と形態に問題があったことが、当初プログラムの失敗の一因となった。発表されたパッケージは「第2防衛線」として二国間支援200億ドルを含んでいたが、前述(2.(3))のとおり、この金額は当初、IMFが計算したファイナンス所要額に含まれていたが、プログラム案の仕上げに近い段階に至って、二国間支援が即時に利用可能ではないことが判明したため、外国銀行向け短期債務のロールオーバー比率の仮定を恣意的に高めることによりファイナンスギャップを縮小し、パッケージの中核部分から外したものである。この点に関してIMFは透明性を欠き、ファイナンスギャップ見通しの詳細や、その基になった

\*28 [筆者注] PSIはprivate sector involvementの略であり、経済危機への対応(債務再編等)において民間債権者の関与を求めるとを言う。

\*29 Fischer (1999)

ロールオーバー比率の仮定を公表せず、また「第二防衛線」の入手可能性についても明確にせず、十分な金額が入手可能であるような印象を与えようとした。しかし市場はその入手可能性を疑い、当該プログラムがファイナンス不足（underfinanced）であると（正しく）認識した。公的支援パッケージの見かけ上の規模を膨らませるために、IMF以外の資金を不透明な形で計上することは、プログラム全体の信頼性を傷つける結果を招くと言えよう。

これら三つの危機に対して行われたような巨額の、しかも前倒して実行される公的支援は、モラルハザードにつながるとの批判がある。即ち将来の投資家が万一の場合の公的支援による救済を期待して無責任な融資に走ることを助長し兼ねない、との批判である。こうしたモラルハザードは、理論的には発生し得るが、実証研究では明確な結論が得られていない。これらの資本収支危機の後、新興市場国に対する民間資金の流れは相当程度落ち込んでいるが、その一因は、「公的部門は今後の危機に際して、巨額の公的支援パッケージの供与には以前より消極的になり、民間部門の責任分担をより強く求めてくるであろう」と民間部門が認識していることにあるかも知れない。もしそうであれば、これら三つのケースで実施された公的支援によるモラルハザード効果は、たとえあったとしても、ごく限られたものであったと言えよう。

## ② PSI

韓国の改定後プログラムにおいては、PSI促進のための努力は大いに成功を収めた。これは、流出する可能性のある資本のうち大きな部分を、ロールオーバー合意の対象である短期のインターバンク信用が占めていたからである。主要工業国政府が直接関与したことによって、ロールオーバーの組織化が可能となった。IMFは各国政府間の情報交換を促進すると共に、ロールオーバー合意の履行状況のモニタリングのためのシステムの迅速な確立を支援するという有益な役割を果たした。但しこの成功は、IMF主要出資国政府が

イニシアティブをとることによって初めて可能となったものである。当初プログラムにおいてこれらの政府はPSIに対し消極的であったが、改定後プログラムにおけるPSIの成功は、当初プログラムの失敗に対するこれらの政府の反省の上にもたらされたとも言えよう。

インドネシアにおいては、資本流入の主な形態が民間非金融企業による外貨借入れであったために、その処理は韓国の場合より遥かに困難であり、PSIによって出来ることは限られていた。IMFスタッフは、民間債務の再編のための枠組を構築する必要性を早い段階から指摘していたが、当初は何の行動も採られなかった。後に政府は、IMFの技術支援を得て債権者・債務者間の自発的交渉のための枠組を構築することにより、債務再編を促進しようとしたが、その進捗は破産制度等の法制上の不備によって阻まれた。民間非金融企業の債務再編の困難さは理解出来るが、少なくともデータ収集の努力は、より早期に始めるべきであったと考える。また、輸出及び重要物資の輸入にかかる貿易信用を、政府保証その他の手段によって危機から守る努力（例えば、1998年夏に日本から供与された二国間信用<sup>\*30</sup>のように）も、より早期に行うべきであった。

ブラジルの当初プログラム（1998年12月）の時期までには、民間部門の協調行動が資本収支危機のインパクトの緩和に果たし得る役割は、広く認識されていた。しかしブラジル政府は、民間部門に行動を強要するような姿勢を見せると、資本流出を加速し、また将来の国際資本市場へのアクセスに悪影響を与える恐れがあるとして、PSIに対し極めて消極的であった。IMFは政府に対し、IMF支援の成否の少なくとも一部は民間部門の反応にかかっていることを明確に伝えたが、IMFは自らの役割を、情報システム開発及び民間債権者に対するIMFプログラムの説明に限定した。民間部門による協調行動は「自発的」なものに留められ、各国銀行に対して、ブラジル向けクレジットラインの維持を当該国政府等が公式に要請することは無かった。当初プログラムに対す

\*30 [筆者注]1998年6月18日、日本輸出入銀行(当時)はインドネシア政府との間で、同国の輸出促進支援のためのアンタイト・ツーステップローン(10億ドル相当円を限度とする)の貸付契約に調印した。

る民間銀行の反応は鈍かったが、より信頼性の高い改定後プログラムの下での新たな努力は、より効果的であった。この経験は、PSIにおいて「自発性」を重んじるアプローチが機能するためには、高度な信頼性を持ったプログラムの存在が必須であることを示唆している。

#### (5) 銀行の閉鎖と再編

##### ① インドネシアと韓国の対比からの教訓：包括的銀行再編戦略の有無

インドネシアと韓国ではいずれも、脆弱な銀行システムが危機の発生のみならずその深刻化の大きな要因となった。銀行借入に大きく依存していた企業部門において、通貨下落とこれに伴う金利引上げによってもたらされた困難が、銀行部門の問題をさらに複雑化した。両国での銀行危機への対処における重要な相違は、包括的な戦略が如何に速やかに、かつ決然と実施され始めたかにあった。

韓国政府はIMFとの合意以前に、預金その他銀行債務に対する全額保証を発表し、合意後速やかに、適切な立法措置を伴う包括的戦略を発表した。韓国資産管理公社（KAMCO）の機能は拡充され、金融監督システムは新設の金融監督委員会（FSC）の下に統合され、同委員会には銀行部門再編の専担ユニットも設けられた。最善の努力を以てしても銀行再編は複雑で時間がかかるプロセスであり、韓国の場合も、FSCの設立に3ヶ月、新しい規制枠組の完成に1年を要し、未だに銀行再編は継続中である。とは言え、包括的な戦略が存在し、それが（遅れを伴いつつも）実施されたことが、金融の制御不能状態の発生を確実に回避することに貢献し、おそらくは危機の拡大を防ぐ一助にもなったのである。

一方、インドネシアにおける銀行再編の努力は、韓国のような成果を上げられなかった。インドネシア政府は当初、閉鎖された銀行の預金の一部（金額的には全体の20%程度）を保証すると発表したが、3カ月後、銀行の全債務の全額を保証する方針に変更した。全額保証と部分保証の得

失については次項(②)で検討するが、より重要な問題は銀行の閉鎖・再編について、明確に定義された包括的な戦略が策定されず、国民に対する十分なコミュニケーションが行われず、個別銀行の処理において透明性の高い単一の基準が一貫して適用されなかったことである。このため、1997年11月の16銀行の閉鎖（及びその後の政策の逆戻り）は、危機を緩和するどころか、一層深刻化させた。一方、1998年4月の銀行閉鎖は、包括的戦略の一部として、単一の透明なルールの首尾一貫した適用により実施されたものであり、専門家が運営する広報キャンペーン、預金保証履行請求手続の改善等も伴って、より良い成果を収めた。

##### ② 全額保証か部分保証か

1997年11月のインドネシアにおいて、銀行の債務を全額保証すべきであった否かについては、慎重な検討を要する。IMFスタッフによるレポート<sup>\*31</sup>は、ある箇所では「金融システムの信認の回復のためには、部分保証ではなく全額保証が必要である。」と記しているが、別の箇所では、全額保証は政府にとって未確定の巨額な偶発債務となること、及び一般国民の税金で多額預金者や外国投資家を保護することから逆進性を持つことを指摘し、全額保証については、その利益を発生し得るコストと慎重に比較勘案すべきであると結論している。

本レポートは、1997年11月の段階では、状況は未だ銀行システム全体の危機には至っていなかった（所謂「質への逃避」は、国内銀行システムの中で民間銀行から外銀支店及び国有銀行に向けて発生するに留まっていた<sup>\*32</sup>）ため、部分保証が適切であったと評価する（但しカバレッジは、もっと広くするべきであったと考える）。3ヶ月後に導入された全額保証は、銀行危機が制御不可能な状況に陥る恐れの下で、十分な準備を経ることなく実施され、デリバティブを含む銀行間取引にも適用される等の濫用につながり、最終的に銀行再編にかかる財政コストをGDPの50%以上と推定される水準にまで押し上げた。十分なコミュ

\*31 Lindgren et al. (1999)

\*32 Enoch et al. (2001)

ニケーションを経た包括的な戦略の下で、より高いカバレッジによる部分保証を実施したならば、同様の結果をより低い財政コスト（及び逆進性）によって得られたであろう。

### ③ 銀行再編のための制度的枠組

アジア危機は、銀行再編に対して政府がどのように関与すべきかについても、明確な結論を示していない。韓国においては銀行再編と資産管理とを分け、前者はFSCの、後者はKAMCOの責任とした。一方インドネシアでは、両者の機能を統合したIBRAが新設された。当時IMFスタッフは、中銀を銀行再編にかかるコスト及び政治的圧力から遮断し、その金融政策遂行能力を損なわないようにすること、及び、中銀に纏わりついていた腐敗疑惑から新組織を護ることが必要であると考えていた。さらに、両者の機能の統合により、国内で稀少な金融の専門知識を1ヶ所に集中し、これに将来債権回収のための特別な法的権限を与えることのメリットも考慮された<sup>\*33</sup>。しかし実際には、IBRAは発足当初から多くの問題を抱えていた。新組織であるIBRAには明確なマンデートが与えられず、当初は法律・規制上の権限も与えられていなかった。二つの権限の統合は、IBRAを大きな政治的圧力、及び腐敗の告発に直面させた。中央集権的な組織であるIBRAでは、取得した不良債権の回収価格を最大化するインセンティブが働かなかった。一方、韓国のKAMCOは債権回収専門機関として営利原則により運営され、不良債権の迅速な売却を果たした。

インドネシアにおける法制度の不備と腐敗の蔓延に鑑みれば、両者の機能を統合したIBRAの設立が最善の策であったかも知れない。但し韓国の例も考え併せると、IBRAのような解決策が同様の状況において常に最善の策であるとは言えないであろう。

### (6) 構造的コンディショナリティー

インドネシアと韓国のプログラムは広範な分野にわたる構造的コンディショナリティーを含んでおり、これが多くの論争を呼んできた。

批判論の例としては、これらのプログラムにおける構造改革措置は危機解決という目先の問題には無関係であり、問題の核心であるマクロ経済及び金融部門に関する措置から注意を逸らせ、また多数の国民に内政干渉と受け取られて不要な反発を創り出してしまった、という意見がある<sup>\*34</sup>。多岐にわたる構造改革プログラムは市場に対して、状況は彼等が恐れているより遥かに悪いというシグナルを送ってしまうので、信認の回復には逆効果であるという意見<sup>\*35</sup>すらある。一方、市場の信認を回復するためには、問題の構造的原因に対処する必要があるとする見方もある<sup>\*36</sup>。

構造的コンディショナリティーが過剰なものであったかどうかを判断する方法の一つの方法は、危機解決のために決定的に重要な構造改革措置と、そうでないものとを区別することである。インドネシアと韓国の双方において、金融部門の問題点は危機の核心をなすものであり、これへの対処は市場の信認の回復のために決定的に重要であった。従って、これらが二つのプログラムの主要な焦点となったことは適切であった（但し上記4（5）で見たとおり、インドネシアではプログラムのデザイン及び実施面に問題があった）。

インドネシアのプログラム、特に1998年1月のものは、金融部門以外にかかる構造改革措置を多数含んでいたが、これらは信認の回復に不可欠であるとの信念に基づいて導入された。当時、外国メディア、IMF主要出資国等は、クロニイズムと腐敗の問題を前面に打ち出しており、その雰囲気の中で、スハルト体制が過去のやり方から完全に決別したというシグナルを送らなければ信認の回復は不可能であるとの信念が形成された。

もしこのプログラムにおける構造改革措置が全て実施されたならば、上記の信念のとおり信認が

\*33 Lindgren et al.(1999)

\*34 Feldstein(1998)

\*35 Radelet and Sachs(1998a)(1998b)

\*36 Summers(1999) Goldstein(2002)

回復されたか、というcounterfactualを検証することは難しい。確実に言えることは、大統領自身による調印式の実施にも拘らず市場は大統領のコミットメントを疑い続けたため、プラスのアナウンスメント効果は生じなかったことである。さらに、1月のプログラムはマクロ経済安定化の上で決定的に重要な、銀行部門・企業部門の債務再編問題への対処を欠いていた。後から見れば、如何に長期的に望ましいものであっても短期的な経済安定化に肝要とは思えないコンディショナリティーを多数盛り込んだことは、それが大統領のコミットメントを得ていないことが明白になると、却って市場の信認を損なった可能性が高い。むしろ、マクロ経済安定化の上で決定的に重要な分野のみに集中し、政府に対し、それらの分野で信認を高めるような初期動作の実施を促した方がよかったと考えられる。

韓国のプログラムも、必要不可欠な金融部門改革のほかに、当面の目的にとっては不要と思われる貿易自由化、企業のガバナンス、及び労働市場改革にかかる措置を含んでいた。これらの改革が実施される前にマクロ経済の安定化が達成され、金融以外の部門の改革のペースは落ちた。政府が当初これらの広範な改革に対するコミットメントを示したことが、信認の回復を助けたか否かを推定することは難しい。とは言え、市場がこれらの分野（あるいは、少なくともその一部）において構造改革を直ちに進める必要はない、と判断していたことは明らかである。これらの措置は、長期的には経済に大きなプラスの効果をもたらす可能性が高いが、危機の解決のために緊要なものではなかった。

ブラジルのプログラムにおいては上述のような問題はなく、構造的コンディショナリティーはマクロ経済上決定的に重要な分野、特に財政改革と銀行の健全性規制に集中していた。この相違は、アジアにおいて問題となった歪み（distortion）の多くが、ブラジルには少なくとも、アジアほどには存在しなかったことを反映している。また、ブラジル政府はプログラムに対する強いオー

ナーシップを示した。特に財政責任法は、予算の策定と執行のための一般的枠組の構築を助け、同国の財政政策形成への信認の増大に貢献した。

#### (7) コミュニケーション戦略

信認の回復のために必要なものは、プログラムのデザインだけではない。当該国によるオーナーシップ、及び市場における信頼性を強化するためには、プログラムのロジックを当該国の国民と市場とに有効に伝えるコミュニケーション戦略が不可欠である。三ヶ国のプログラムのいずれにおいても、当初はそのような戦略が欠けていたため、問題が生じた。

##### ① 当該国のオーナーシップの構築

当該国のオーナーシップは、プログラムに対する国内の政治的支持を生み出し、プログラムが実行される可能性を高める。プログラム交渉は財務省及び中央銀行の幹部から成る少人数のグループとの間で行われるが、プログラム実施の成功の鍵を握るのは、他のステークホルダー達 行政政府の長、他省庁の幹部達、プログラムを実施する官僚達、議会、そして広く市民社会全般である<sup>\*37</sup>。危機の際にはスピードが肝要であり、幅広いコンサルテーションを行う余裕がないだけに、より広い国民的支持と、それに基づくより強い当該国のオーナーシップを構築するために、実効性のあるコミュニケーション戦略を持つことが重要となる。

##### ② 信認の構築

コミュニケーション戦略はまた、市場における危機管理プログラムへの信頼の構築を目指す必要がある。信認回復のためのプログラムをデザインするには、IMFは市場がプログラムに対して何を求めているかを理解するとともに、市場に対してプログラムのロジックを説明する必要がある。特に資本収支危機においては、決定的に重要な問題に関する情報をIMFが市場よりも知っているとは限らないため、市場との対話が一層重要である<sup>\*38</sup>。また、PSIに関する協調行動の実現には、市場に対する十分な情報開示と対話が決定的に重

\*37 Khan and Sharma (2001) Boughton and Mourmouras (2002)

\*38 Cottarelli and Giannini (2000)

要であることは言うまでもない。

信認の構築のために、透明性は強力な道具になり得る。韓国においてプログラム承認の直後に対外秘のIMFスタッフレポートの内容が韓国のプレスにリークされ、当時一般に思われていたよりも使用可能な外貨準備額は少なく、対外債務の水準は高いことが露見したが、最初の段階でこれらの事実を公表し、それに従ってプログラムをデザインするべきであった。

### ③ まとめ

危機の時期には不確実性が非常に高くなり、経済的のみならず政治的にも、事態が予想外の展開を辿る可能性が高まる。正しいコミュニケーション戦略は、そのような事態が信認を損なうことを防止出来る。例えばインドネシア政府が1998年1月に1998/99年度予算を発表した際、予算がプログラム上の財政目標を逸脱していると受け取られた<sup>\*39</sup>ため、市場に混乱を生じたが、このような混乱は、もし事前にプログラムの内容が投資家に対して十分に説明され、IMFと政府がプログラムに関連する事項の発表に関するコミュニケーション戦略について合意していれば、避けられたであろう。

上記「4.(1) マクロ経済枠組と経済見通し」で提言したように、理事会ペーパーにおいてプログラムにかかる主なリスクを列挙し、複数のシナリオの下でそれらのリスクが顕在化した際に取るべき政策対応の方向性を示しておくことは、コミュニケーション戦略にとっても有益であろう。

## 5. IMF内部のガバナンスと業務実施方法

三つのケースの事後評価は、IMF内部のガバナンスと業務実施方法について、いくつかの重要な教訓を明らかにした。これらの問題点の多くは一般的な性格のものであり、他のケースにおいても発生している。

### (1) 人的資源マネジメント

#### ① 理事会ペーパーの記載

IMFスタッフの厳しい診断（例えば、サーベイランス報告書における当該国経済の脆弱性の評価、あるいはプログラム関連文書における当該プログラムの成功確率及び潜在するリスクの評価等）が、最終的に理事会に上げられるペーパーでは薄められてしまう傾向が見られた。IEOによるインタビューの結果、スタッフの間に、スタッフが厳しい判断を率直に記載して当該国政府の反発を受けた場合に、当該スタッフはIMF内部で完全なサポートは得られないであろうという認識が存在することが判明した。

#### ② 予算・人員の管理システム

アジアで複数の危機が同時に発生した結果、アジア太平洋局（APD）のスタッフに過重な負荷がかかったが、IMF内部の管理システムが同局への人員・予算の再配分を遅らせ、再配分が実現したのは危機が相当程度進行した後であった。

#### ③ 金融為替局（MAE）と地域局との協力

金融為替局（MAE）とAPDのスタッフ間の協力・統合が充分でなく、全体の指揮系統が不明確なまま別々に業務を行う傾向があった。特にプログラム交渉ミッションには、専門知識を持つMAEのスタッフを全面的に参加させるべきであった。この問題は、特にインドネシアにおいて大きな影響をもたらした。

#### ④ 組織内の既存知識の活用

プログラム策定に際して、IMF内部の既存知識の活用が不充分であった。特にインドネシアと韓国については、1997年1月のAPDの組織変更（中央アジア局と南アジア太平洋局をAPDに統合）の影響もあり、現地派遣ミッション参加者のうち過去に当該国に関する経験を持っていたのは比較的少数の者のみであった。こうした問題は、IMFにおいてカンントリーチームのメンバーの異動が多すぎるといふ、より広い問題を反映したものである。

#### ⑤ 総括的評価

以上の問題点への対処は今後のIMFの成果を改善してゆくために必要であるものの、三つの危機におけるプログラムのデザイン及び実施に関す

<sup>\*39</sup> 実際には、プログラムの財政目標は同月に予定されていた第1回レビューにおいて、生産の落ち込みの状況に応じて見直されることになっていたが、プログラムにこのような柔軟性が含まれていたことは当時、公表されていなかった。

る問題点の殆どは、人的資源マネジメントの問題に起因するものではない。従って本レポートは、これらの問題がプログラムの結果に根本的な影響を与えたとは考えていない。

## (2) 主要出資国及び理事会の役割

危機においては、政治的判断を含む重要な決断を迅速に行う必要があるため、IMFのガバナンスにおける理事会の役割が特に重要となり、理事会とスタッフ及びマネジメントとの緊密な協議が様々な段階において必要となった。

またIMF主要出資国の政府は、IMFマネジメント及び当該国政府と直接接触し、プログラムに盛り込むべき主要な内容等に関する意見交換を行った。主要出資国政府によるこのような関与は、必要とされる支援額の大きさ、生じ得るシステミックな影響への懸念、あらゆる戦略に内在するリスク、二国間支援を行う可能性といった諸点に鑑みればきわめて当然であり、かつ適切である。

但し、IMFが危機対応のコーディネーターとしての役割を効果的に果たすためには、次の二つの要素が不可欠である。第一に、IMFスタッフあるいはマネジメントは各理事（及び 彼等を通じて 主要出資国政府や他の公的資金源）に対して、現在検討中の戦略が成功する確率がどの程度であるかを率直に伝え、一部の出資国政府が望む戦略がその確率を低下させる場合には、それを率直にフィードバックすべきである。第二に、スタッフによるテクニカルな評価と理事会による政治的な判断との境界線を画然と保つことが重要である。プログラム交渉中のIMFミッションに主要出資国政府が直接関与しているような印象を与えたことが、IMFの真意に対する誤解を相手国側に生じさせ、相手国のプログラムに対するオーナーシップを弱める一因となった例があるが、このような事態は避けるべきである。また、理事会からのフィードバックが、インドネシアのプログラムにおける過剰な構造的コンディショナリティーの一因となった可能性がある。危機の際に理事会の関与の度合いが高まること自体は上述のとおり適切なことであるが、それがオペレーションの細部に対する過度の介入（micromanagement）につながらないように、工夫が必要である。

## (3) 他の国際金融機関との関係

IMFは危機対応のコーディネーターとして、他の国際金融機関、即ち世銀、ADB、IDBの資金により自らの資金を補完すると共に、分析面でも、各機関がそれぞれの得意分野において行った分析を活用した。これら他機関との関係は必ずしも常に円滑には保たれず、時として対立が表面化した。このような展開は信認の回復の妨げとなるものであった。

ブラジルでは責任分担が明確で、世銀及びIDBは社会セクターにほぼ専念したため、殆ど何も問題は生じなかった。一方、アジアにおいてはIMF、世銀、ADBの3機関とも金融セクターに関わり、担当分野に重複があったため、摩擦が生じた。分担が次第に明確化されるにつれ、最終的には3機関の間に良好な協力関係が築かれたが、これは明確に定められた手続きに基づくというよりは、多分にミッション参加者のパーソナリティーに依存したものであった。見解の相違を解決する有効なメカニズムが無かったため、1998年1月末、ADBはIBRA設立をめぐる意見の不一致から、インドネシアにおけるIMFとの協調関係を一時停止した。

今後このような他機関との協力を必要とするケースにおいては、①最初の段階で、プログラムをめぐる各機関の役割分担について明確に合意すること、②IMFは当該機関に対し、関連する情報は全て提供し、当該機関が専門性を持ち、あるいは資金協力を期待されている分野に関してはプログラム案に対してコメントを求めること、③見解の相違を解決するための手続きを決定すること、が必要である。

IMFと世銀の間では、インドネシアにおいてかなりの摩擦が生じた。インドネシアの当初プログラムにおいてIMFは、構造的コンディショナリティーへのインプットとして世銀から情報を得たにも拘らず、プログラム案の作成と交渉の過程には世銀スタッフを直接に関与させなかった。世銀がより直接的な関与を求めた結果、1998年1月のプログラムでは、世銀の特に現地駐在スタッフが構造的コンディショナリティーの策定に積極的に参加した。今後、IMFプログラムの構造的な部分に関し世銀が果たし得る役割について、両

者の間でより明確な共通理解を持つ必要がある。

アジアでのIMFプログラムの策定に世銀スタッフが積極的に関与したにも拘らず、当時の世銀チーフエコノミストがIMFの戦略（特に財政・金融の引締め）を公然と批判し、注目を集めた<sup>\*40</sup>。IMFと世銀の間では経済問題にかかる見解の相違を解決するための手続を定めていたが、世銀からこのルートを通じて公式に批判が寄せられた形跡は無かった。この出来事から何らかの一般的な結論を導き出すことは難しいが、両機関の間に確立されていた協調のための手続が、この重要な局面において機能せず、望ましくない影響をもたらしたことは確かである。

## 6. 提言

本レポート執筆時点において、IMFでは資本収支危機におけるサーベイランス及びプログラムデザインの有効性を改善するために種々の努力が進められているが<sup>\*41</sup>、それらを一層強化すべく、以下6項目の提言を行う。

### (1) 提言1 (サーベイランス関連)

4条協議の際、その国が資本収支危機に陥るリスクを、ストレステストのアプローチにより分析すべきである。

2002年9月に改定された現行ガイドラインは既にそのような方向性を持っており、サーベイランスにおいて「危機に対する脆弱性の包括的評価」を行うことを勧め、具体的評価項目として、「市場心理に影響を及ぼし得る経済ファンダメンタルズ」、「国際市場動向に起因するリスク」、及び「資本の流れの急激な変化に対する当該国の対応能力に影響する要素」を挙げている。ここでは以下のように、このアプローチをさらに拡張しシステム

化することを提言する。

- ① 4条協議にかかるスタッフレポートは、その経済が近い将来に直面し得る主なショックを列挙し、それぞれが実物面・金融面に及ぼし得る影響（バランスシート効果を含む）を検討し、それらのショックが実際に発生した場合に備えての政府の対策（既存の社会的セーフティーネットの有効性を含む）について論じるべきである。
- ② 政策決定に影響し得る政治的制約、及び政策に対する市場の見方について、理解を深めるよう努めるべきである。そのため、システムミックに重要な国<sup>\*42</sup>への4条協議ミッションは国内・海外の金融コミュニティー等と広く対話を行い、スタッフレポートには、市場の見方及び政治経済学的分析にかかるそれぞれ独立の章を設けることを提言する（前者には国際資本市場局（ICM）の専門知識を利用出来よう）。またIMF現地駐在代表を、よりシステムティックな方法でスタッフレポート作成に関与させるべきである。

### (2) 提言2 (サーベイランス関連)

IMFのマネジメント及び理事会は、サーベイランスのインパクトを高めるための追加的措置を取るべきである。追加的措置には、スタッフによる評価をより率直なものとする、その評価に公衆がより容易にアクセス出来るようにすること、（率直性を強化するための）適切な制度的インセンティブをスタッフに与えること等が含まれる。

- ① 最近改定されたサーベイランスガイドラインは、4条協議のレポートに、IMFが過去に行った政策アドバイスの結果に対するシステムティックな評価を明記すること（また当該

\*40 [筆者注] 当時の世銀のチーフエコノミストはStiglitzであり、例えば1998年12月2日の記者会見において、IMFを名指しはしなかったものの、アジア危機初期のタイ、韓国等における高金利政策を批判した( World Bank Group (1998), Washington Post (1998) 参照 )

\*41 特に、サーベイランス、コンディショナリティー、アクセスポリシー（IMF加盟国に対する融資上限枠設定に関する政策）、銀行再編戦略、IMFと世銀の協調、及び対外コミュニケーション戦略の分野で、新しいガイドラインが施行されたか、または検討されつつある。

\*42 [筆者注] 原文は“systemically important countries”。ここでは、本レポートが対象とした3ヶ国のように、当該国の危機が国際的な経済あるいは金融システム全体の危機を招き兼ねないような国を指していると考えられる。



国政府にも、それに対するコメントの機会を与えること)を要請している。そうした評価をより直接的にオペレーションに反映させるため、重要な脆弱性を指摘したにも拘らず当該国政府が数回のサーベイランスにわたりそれを放置した場合に、次第に強力なシグナルを発していく方式(escalated signaling)を開発すべきである。これにより、当該国にその脆弱性に対処するための十分な時間を与えることが出来ると同時に、サーベイランスにおける率直さを強化する方向への一歩ともなり、また仮に危機が発生してIMFの支援が要請された場合には、プログラムが対処すべき主な脆弱性がより明確に認識されていることにもなる。

- ② サーベイランスのプロセスの一つとして、システミックに重要な問題についてIMFスタッフと当該国政府の意見が食い違った場合に第三者の「セカンドオピニオン」を求める制度を検討すべきである。これによりサーベイランスの客観性とインパクトを高めることが出来ると共に、上記escalated signalingの基礎の一つとしても利用出来る。
- ③ 三つの危機の経験から見る限り、4条協議にかかるスタッフレポートは公表することが望ましいと思われる。公表することにより、危機を未然に回避するための構造改革の必要性をめぐる議論に、より多くの情報による裏付けを与え得る。また危機発生前に同レポートを公表していれば、危機が発生しIMFプログラムが必要になった場合にも、IMFが諸々の改革を必要と考える根拠について、人々は既に十分な情報を得ていることになる。スタッフレポートを公表することになると、当該国政府がIMFに対する情報開示を躊躇したり、IMFスタッフがレポートへの率直な記載を躊躇したりするのではないかと懸念する意見もある。しかし、三つの危機での実例を見ると、公表しないことにより、広範な政策論争の場でIMFの見解を説明する可能性は制約されてしまい、一方、「内密のアドバイザー」としてのIMFのインパクトも限られたものに留まる、という言わば「虻

蜂取らず」の状態に陥るリスクも存在している。

- ④ 現行ガイドラインは、IMFスタッフがある国に関するワーキングペーパーを刊行する場合に当該国の理事の事前承認を要するか否かに関して不明確であるが、IMFの政策アドバイス及び一般の政策論争の質の向上に貢献するためにも、IMFスタッフが行ったカントリーワークについては、刊行を奨励することを基本的前提とすべきである。
- ⑤ IMFマネジメントと理事会は、スタッフに対し当該国のリスクと脆弱性をより率直に評価することを促す適切な制度的インセンティブを供与するためのアクションプランを決定すべきである。例えば、サーベイランス実施チームにより高い独立性を与えることが考えられる。最近改定されたガイドラインは、サーベイランスレポートをもっと率直に記載するよう求めているが、これに応じて組織内のインセンティブ体系を変える必要がある。
- ⑥ 2年毎に行われるサーベイランスのレビュー(Biennial Surveillance Review : BSR)では、当該国において鍵となるシステミックな問題に対してサーベイランスがどのようなインパクトを与えたかを評価することに焦点を絞るべきである。また、IMFが自らのパフォーマンスを評価する基準を明らかにするために、サーベイランスガイドラインを公表すべきである。

### (3) 提言3 (プログラムデザイン関連)

資本収支危機の際のプログラムデザインに対するIMFのアプローチを、次の二つの観点を中心に、包括的に見直す必要がある。

- イ．危機管理プログラムの最優先課題は信認の回復である。
- ロ．当該国の経済が危機に対してどのように反応するかの鍵を握るのは、バランスシートの脆弱性と主要マクロ経済変数との相互作用である。

具体的には、以下の5点である。

- ① 複数均衡が存在する可能性がある資本収支危

機においては特に、(企業部門・銀行部門における) バランスシート間の相互作用とその総需要への影響に対して、特段の注意を払うべきである。

- ② プログラムデザインには、望ましくない結果が生じた場合に柔軟な対応が出来る余地を十分に織り込んでおくべきである。
- ③ フィナンシャルプログラミングの手法に基づく伝統的なコンディショナリティーの枠組(数量的マネタリーターゲットを含む)を、資本収支危機に適合するように調整することが可能か否か、あるいは如何にして可能か、を検討する必要がある。
- ④ 危機を、長らく懸案となっていた改革の実行を迫るための好機として利用することは、たとえそれが長期的には如何に望ましい改革であっても、危機解決の成否に関わる部門の改革でない限り、行ってはならない。迅速な信認の回復を目的とするプログラムにおいては、構造的コンディショナリティーはその目的の達成に不可欠なものだけに絞るべきである。
- ⑤ プログラムデザインには、IMFと政府側との合意の上で、プログラムのロジックやプログラム開始後のあらゆる関連情報を公衆と市場に伝えるための、透明性の高いコミュニケーション戦略を含めるべきである。

#### (4) 提言4 (危機対応のコーディネーターとしての役割関連)

信認の回復が主目的である以上、IMFは、支援パッケージが信認を生み出すのに十分な量と質を持ったものとなるよう、全ての構成要素にわたり万全を期する必要がある。

- ① IMFが公的支援パッケージをまとめるにあたり、他の公的資金源から平行に供与される予定の支援に依存することは、その支援の実施の条件がIMFの支援する戦略に明確にリンクされたものでない限り、避けるべきである。不確かな条件の下でコミットされた金額を含めることにより金融支援の総額を膨らませようとするれば、支援のための努力その

ものの信頼性を損なうおそれがある。従って、IMFが危機対応のコーディネーターとしての役割を有効に果たすためには、IMFの自己資金のみで必要な金額を十分に確保するか、あるいは、他の公的支援が単一の予測可能なコンディショナリティーの枠組に基づいて実施されることを確保する必要がある。

- ② 他の国際金融機関との平行な融資を求める場合には、最初の段階で、それら機関の役割分担・参加条件等(見解の相違を解決するためのメカニズム、プログラムのデザインにそれら機関のインプットを反映させるための方法等を含む。)を、明確に定める必要がある。これは、IMFとの協調のための確立した手続が存在していない地域開発機関との間で、特に重要である。

#### (5) 提言5 (危機対応のコーディネーターとしての役割関連)

IMFは危機対応のコーディネーターとしての役割を、より積極的に果たすべきである。

具体的には、以下のとおりである。

- ① IMFマネジメントは、プログラムの成功の確率について率直な評価を明らかにすると共に、戦略のうち特定の要素が成功確率を著しく低下させている場合は、そのことを率直に理事会及び出資国政府にフィードバックすべきである。
- ② IMF出資国政府の関与は、特に巨額の支援が求められている場合、必要かつ適切であるが、IMFマネジメントは、スタッフのテクニカルな判断を過剰な政治的干渉から確実に護るよう心がける必要がある。
- ③ 特定の危機においていかなる性格のPSIを求めるかの決定はケース・バイ・ケースで行われざるを得ないものの、(韓国の場合のように)民間債権者による協調行動が有益になる状況であるか否かの判断にあたっては、IMFが中心的な役割を果たすべきである。この判断を下すためには、民間部門との間に近年築き上げられてきた新たな対話メカニズ

ムを活用して、民間部門と十分な対話を行う必要がある。

#### (6) 提言6 (人的資源マネジメント関連)

人的資源マネジメントに関しては、国に関するエキスパーティーズ(政治経済学的スキルを含む)の開発と有効活用を促進すること、また危機のマネジメントに関するエキスパーティーズを集結したセンター(centers of expertise)を創り、新たな危機が発生しつつある場合に、必要なエキスパーティーズを迅速に適用出来るようにすることが必要である。

この分野では既にいくつかの重要な措置(政治経済学研修の重視等)が実施されているが、長期的戦略に基づいたより広範な努力が必要である。また、カンントリーワークにおける率直さを奨励するための正式な手続を定めることが望ましい。

- ① 危機が発生した場合に、当該国への政策アドバイスの面で即時に対応出来るよう、またプログラムデザインを支援出来るよう、IMF内部に何らかの新たな組織的枠組を設ける必要がある。本レポートは特定の組織形態を提案するものではないが、危機に対応することと過去の危機の経験から学ぶことに専念する一定の人的資源を常に確保しておくことが重要である。これはまさに、金融為替局(MAE)の再編<sup>\*43</sup>においてマネジメントが提案したアプローチであり、同じ考え方をIMF全体に拡張して適用することが、巨額の支援を必要とするような危機に対処するためには必要である。
- ② 担当スタッフの間に当該国に関する充分にアップトゥーデイトなエキスパーティーズ<sup>\*44</sup>を保つため、スタッフのカントリーデスクへの配属期間をモニターし、その情報を

定期的に理事会に報告すべきである。

- ③ 現地駐在代表の職掌を見直し、サーベイランス及びプログラムデザインにおいて、より中心的な役割を果たすことを促進すべきである(上記「提言1」も参照されたい)。
- ④ ミッションチーフあるいは他の職員が相手国政府に対し、正式のチャンネルを通じて相手国が快く思わない問題を提起した結果、先方から苦情を受けたような場合に、その職員を護れるよう、IMF内部のガイドライン及び手続を改定すべきである。例えば、各スタッフの年次業績評価(Annual Performance Review)において、独立した、かつ率直な判断を下せる能力と意志の強さに、より多くのウェイトを与えることも考えられる。また上級スタッフの年次業績評価において上記の点を評価するに際しては、サーベイランスの事後評価結果(上記「提言2」<sup>\*45</sup>参照)を判断材料の一つとして利用することも考えられる。
- ⑤ IMF全体にわたる中期的プログラムにより、新興市場国のうちシステミックに重要と判断される諸国について、相当程度のエキスパーティーズを有する相当数のスタッフの育成を目指す。具体策としては、スタッフが専門性の開発を目的として当該国に出張出来るようなメカニズムの創設、比較的若い職員を計画的に現地駐在代表に任命していくこと、スタッフの国別エキスパーティーズを検索出来る情報システムの開発、等が考えられる。

\*43 2003年5月1日、金融為替局(Monetary & Exchange Affairs Department, MAE)が通貨金融システム局(Monetary & Financial Systems Department, MFD)に再編された。

\*44 [筆者注]原レポートの表現は「sufficiently recent country expertise」である。上記5.(1)④も併せて判断すれば、この提言は、最近の情報も含め当該国に関する充分なエキスパーティーズを持つスタッフを、従来よりも長めにカンントリーデスクに配属することが望ましいとの観点からのものと考えられる。

\*45 [筆者注]原レポートでは「提言1」としているが、「提言2」の誤りと思われる。

### Ⅲ 本レポートをめぐる議論とフォローアップ

#### 1. 本レポートに対するIMFスタッフの反応及び理事会での議論

##### (1) IMFスタッフの反応

IMF理事会における本レポートの検討にあたり、スタッフが理事会に提出したコメント(2003年5月30日付)が本レポートに添付されているので、以下にその要点を紹介する。

- ① 本レポートは、危機の初期におけるIMFの関与に焦点を置いている。危機の初期に多くの重要な教訓が見出されることは確かであり、従来のIMF内外での議論もその時期に集中してきたが、本レポートが危機後の信認回復の過程における成功及び問題点にも焦点を当てていれば、より強力で付加価値の高いものとなったであろう。
- ② 本レポートの主要な論点には賛同するが、いくつかの特定の問題において、スタッフの見解といくらか異なる点がある。
  - ・本レポート冒頭のExecutive Summaryでは、専ら「何がうまくいかなかったか」が強調され、危機によって課された困難な課題にIMFが如何に対応したかということは、全く伝わって来ない。
  - ・また、プログラムのオーナーシップと実施に関わる問題の複雑さが、レポート本文では十分に検討されているが、Executive Summaryには反映されていない。
  - ・3ヶ国での当初のプログラムのデザインに対する本レポートの評価は、概ねスタッフ自身によるものと一致している。即ち、基本的な戦略は妥当なものであったが、当初のプログラムのデザインには改善の余地があったとの評価である。しかし、本レポートによる当初のプログラムデザインの批判の中には、その時点で採り得た代替案の実現可能性とコストという観点からはあまり現実的でないと思われるものも含まれている。

- ③ 本レポートは、IMFの当該国政府に対する政策アドバイスに関して詳細に分析している一方、これらの危機が何故あれ程までに深刻化したかについては、十分に検討していない。その結果、政策デザイン上の個別の問題点が危機の深刻化に対して及ぼした影響が強調され過ぎている。例えばインドネシアについて、特にExecutive Summaryは、IMFの政策アドバイスが危機を深刻化させる主因であったかのような印象を与えかねないが、実際には様々な政治的・経済的要素の複合により危機が深刻化したものである。
- ④ 本レポートは危機の予防及び管理に関する有益な提言を行っているが、同時に、それぞれの危機の問題点はユニークなものであるという従来の印象を再確認している。危機の予測は常に困難であり、危機を回避し得るか否かは、主に当該国政府の行動によって決まる。非常に大きな不確実性の下で危機に対処することは、IMFと当該国政府の双方にとって、理論と実践の両面で多大な困難を伴うチャレンジであり、危機の深刻な影響の大きな部分は政府にもIMFにもコントロールし得ない不可避的なものであった。今後もこのように深刻な危機が発生しない保証はないが、これらの危機の経験に学ぶことによって多大な利益が得られるであろう。以上のような一般的認識の下に、以下では本レポートの各提言について検討する。
  - ・**提言1**: スタッフは本提言を支持する。ストレステスト等の分析的手法をサーベイランスに導入することについては、既にかなりの努力が行われている。本件については、2004年に予定されている隔年のサーベイランスレビュー(BSR)<sup>\*46</sup>においてフォローアップを行う予定である。
  - ・**提言2**: スタッフは、本提言に沿った改善の余地が大いにあると考える。本提言に関連する分野については今後、理事会で議論が重ねられる予定であり、特にサーベイランスチームへのより高い独立性の付与については、2004年のBSRにおいて再度議論が行われる予定である。

・**提言3**：資本収支危機においては、バランスシートの相互作用及び主要経済変数の見直しにかかる不確実性の大きさが、当初のプログラムデザインにかかる戦略策定を大いに複雑化する。従ってプログラムの構造に、事態の進展に適応出来るような柔軟性を持たせておくことが一層重要になる。IMFの政策企画審査局（Policy Development and Review Department：PDR）は現在、資本収支危機がプログラムデザインに与えた教訓に関するペーパーを執筆中であり、このペーパーが完成した際に、プログラムデザインに関する本レポートの種々の提言についても詳細に議論する機会を持てるであろう。金融部門の脆弱性の分析を強化する必要性については2003年6月開催予定のバランスシートアプローチに関する理事会セミナー<sup>\*47</sup>で議論出来る。また、

コンディショナリティーに関する改定後ガイドラインは、コンディショナリティーを簡素化し焦点を絞ることを求めており、その実施状況は2004年に実施されるコンディショナリティーのレビュー<sup>\*48</sup>において評価される予定である。

・**提言4**：スタッフはこの提言を支持するが、提言のとおり実行出来るか否かは、時として他の公的ドナーの行動に依存する。この分野での経験については、アクセスポリシーに関する定期的なレビュー、及び2004年前半に予定されている新しい例外的アクセスの枠組の下での経験のレビュー<sup>\*49</sup>において、さらに検討する機会が持たれるであろう。

・**提言5**：スタッフは、この提言の基本的な推薦事項を歓迎する。IMFがコーディネーターとして果たすべき役割の詳細につ

\*46 2004年度のBSRは2004年7月23日、理事会により完了された。IMFウェブサイトの記録より本レポートの提言に関連する主な結論を抽出すれば、以下のとおり。

- ① サーベイランスの焦点を、国際収支危機・通貨危機に対する脆弱性（ほか3項目）に置くべきであり、特にバランスシート分析手法の一層の精緻化が望まれる。
- ② 金融部門の問題の分析に、IMF内部のエキスパートをさらに動員してあたるべきである。
- ③ 複数の代替的なシナリオの導入により、短・中期の経済見直しにかかる協議を改善し得る余地がある。
- ④ 数名の理事は、スタッフの配属の長期化による政策対話の継続性・一貫性の維持と当該国にかかる知識の蓄積を提案した。
- ⑤ 理事達は文書類の公表について、透明性の観点から決定的に重要ではあるが、それがスタッフの相手国政府及び理事会に対する率直さを減少させ「内密のアドバイザー」としての役割を損なうことがあってはならないと強調した。一方、既に公表は広く行われているが、殆どの理事達は、懸念されていた市場に対する悪影響は発生していないという見方で一致した。
- ⑥ 一部のメンバー国からIMFに対し、政策モニタリングの頻度を高め、経済政策の質に対するシグナルを発するメカニズム（signaling mechanism）を創設してほしいとの要請があったが、理事達は適切なメカニズムを設計することの困難さを認識し、考え得る方式や問題点について検討したが結論は出なかった。理事達はいずれにせよ、サーベイランスにおいて相手国の政策に対しより明確なメッセージを伝える必要があることに同意した。
- ⑦ 多くの理事達は今回のレビューが個別のサーベイランスにおける政策助言の質を評価しなかったことを遺憾とし、次回に期待した。
- ⑧ 理事達はサーベイランスの有効性の評価の改善のため、サーベイランスのレビューのためのモニター可能な戦略目標の設定を強く支持した。理事達はまた、4条協議の際にサーベイランスの有効性について相手国政府とより多く協議すること、その際、必要に応じ過去のIMFの政策アドバイスの妥当性と有効性及び相手国政府のそれに対する対応についても協議することを勧めた。4条協議のレポートにおいては、過去の協議で明らかになった重要な政策課題に対する相手国政府の対応を評価することが義務付けられているが、理事達はこれを今後も維持する旨、合意した。また理事達はスタッフに、サーベイランスの有効性評価手法の検討を継続するよう促した。
- ⑨ 4条協議の焦点を絞り込み、今回のBSRにおけるモニター可能な戦略目標（上記⑧参照）を、為替レート問題の取扱いの高度化、金融部門のサーベイランス強化、域内及び全世界への波及効果の分析の取扱いの高度化の3項目とする。加えて、債務負担持続可能性の改善、バランスシートの脆弱性の削減、低所得国のサーベイランスの検討についても次回のレビューでモニターする。

\*47 当該セミナーはインフォーマルセミナーであり、その内容はIMFのPublic Information Noticeには掲載されていない。セミナーで議論されたペーパー（IMF（2003））は、バランスシートアプローチが資本収支危機の理解、サーベイランスの実施、政策アドバイスの検討、及び危機対応において大いに有効であるとした上で、データの不完全さと静態的なアプローチの性格から限界もあり、あくまでもIMFが用いる他のアプローチを補完する有用なツールとして用いるべきであると論じている。

\*48 当該レビューは、2004年末頃に実施の予定である。

いては、個々のケース毎に決定せざるを得ないと思うが、最近のいくつかのケースにおける経験が参考になると思われる。例外的アクセスにかかる新しい枠組は、民間債権者の自発的努力がプログラムの成功可能性を高めるような状況であるか否か、あるいは維持不可能な債務の処理が当該国経済の成長と支払可能性の回復のために不可欠な状況であるか否かを、IMFが早い段階でシステムティックに検討するためのメカニズムを備えている。IMFは国際資本市場局（ICM）の新設等を通じてこの分野に関する知識の強化を図っており、また資本市場諮問グループ（Capital Markets Consultative Group：CMCG）の新設は、IMFの民間部門との対話に重要な新しい手段を提供するものである。

・**提言6**：危機への迅速な対応を可能にする組織形態を確立すべしとの提言は、本レポートで言及されている金融為替局（MAE）の改編に加え、政策企画審査局（PDR）における危機解決問題の担当課の新設、現在進行中の地域局の見直し等に反映されている。スタッフの政治経済学的スキルの増強のための措置も採られている。現地駐在代表の役割については、サーベイランス及びプログラムデザインへの関与を含め、ワーキンググループにより検討中である。また、スタッフを相手国政府の苦情から護るべしとの提言を歓迎する。この点に関するIMF内部のガイドラインは存在していないが、率直性に対してより肯定的な評価を与えることが必要であろう。

## （2）理事会での議論

理事会における本レポートの検討は、2003年5月30日に行われた。本レポートには参考資料と

して、理事会での議論を議長（代行）が総括したペーパーが添付されているので、以下ではその要旨を紹介する。

① 理事達は本レポートの分析及び結論に基本的に同意し、それらは従来の検討結果と概ね整合的なものであると評価した。

② 理事達は、本レポートの分析結果と結論に関してはいくつかの留意点を念頭に置く必要があると強調した。

・本レポートは危機の初期段階に焦点を置いているが、多くの理事は、より後期の段階での信認の回復、資本流出の阻止、及び構造改革における成功及び課題についても検討すれば、レポートの有用性は一層増大したであろうと考えた。但しIEOのマンデートが現在進行中のオペレーションへの関与を禁じていることにより、本レポートがより長期的な展開を検討し得る余地は限られていることも認識された。

・近年IMFでは、本レポートが指摘している問題点の多くに関して、既に是正措置を取っている。具体的には、透明性、コンディショナリティー、スタンダード（基準）とコード（行動綱領）、金融部門のサーベイランス、脆弱性の評価、世銀との協調等の分野である。本レポートはこれらの措置を認識した上で一層の改善の余地を探っているが、一部の理事は、これらの措置が十分なものであったか否かを評価すればより有益なものとなったであろうと感じた。但し理事達は、仮にこれらの措置が危機の時点で既に採られていたら如何なる影響を及ぼしたかを評価することは、複雑な課題となったであろうと認めた。

・本レポートが強調しているとおり、全ての資本収支危機はユニークなものであり、過去の危機からの教訓が将来の成功を保証す

\*49 IMF資金への「例外的アクセス」とは、加盟国が通常の上限枠を超えた金額のIMF融資を受けることを意味する。IMFの発表（2004年5月13日付Public Information Notice）によれば、IMF理事会は2004年4月14日、例外的アクセスに関する政策のレビューを完了した。当該レビューでは、2003年2月に定めた例外的アクセスを認める基準・利用手続の維持を決定するとともに、その適用は最小限に留めるべきこと等が議論された。また、最近例外的アクセスを認めたケースにおいて、公的支援パッケージに占めるIMF資金の割合が非常に高くなっていることから、一部の理事からは、他の多国間あるいは二国間公的ドナーにより多く分担を求めるべきだとの意見も出たとのことである。

るものではない。どのような政策アドバイスが適切であるかについては、個別の危機の原因と特有の状況を考慮して判断する必要があり、危機を回避出来るか否かは、かなりの程度まで当該国政府の行動に依存するであろう。

- ③ 理事達は以上の留意点を念頭に置いた上で、三つの危機への予測及び対応におけるIMFの努力の殆どは、正しい方向で行われたと指摘した。とは言え理事達は、IMFがいくつかの誤りを犯し、これらの危機がIMFの政策と手続における改善の必要性を浮き彫りにしたという本レポートの見方に賛同した。理事達は本レポートの改善提言を有益なものであると評価した。
- ④ 理事達は、本レポートが指摘した多くの問題点について、今後理事会での議論が予定されていることを指摘した。即ち、透明性、サーベイランス、金融健全性指標、バランスシートアプローチ、IMF協定第8条に基づく情報提供義務、データに関する基準、及び持続性の評価である。また理事達はマネジメントに対し、人事政策に関連する諸問題に対処するよう促した。
- ⑤ 各提言に関する理事会での議論の要旨は、以下のとおりである。

・**提言1**：理事達は危機に対する脆弱性の評価の強化によりサーベイランスの有効性を強化し焦点を明確化する必要性に関して、本レポートに同意した。理事達は、脆弱性評価、特にストレステストは、過度に一般化された包括的なものではなく、主要なリスクとその国が直面する経済的現実焦点を絞ったものにすべきであると強調した。また、評価の前提となった諸仮定を明確に示すべきであり、これにより、結果が正しく解釈されることを確保出来るとともに、政府が改革の優先順位を伝達するための一

助にもなり得ると述べた。

殆どの理事は、IMFは危機においてプログラムの実施に悪影響を及ぼし得る政治的制約についてもっと理解すべきであること、とは言えこれが内政干渉に結びついてはならないことに同意した。何人かの理事は、仮に政治経済の強調によりスタッフが焦点を失い、マクロ経済安定化にとって決定的ではない政策及び改革に固執するようになってしまうとすれば、非生産的な結果をもたらすと警告した。

理事達は市場との対話の重要性について本レポートに同意したが、民間部門の見方をIMFスタッフが批判的に検討する必要性を強調した。

・**提言2**：理事達はスタッフレポートに当該国のリスクと脆弱性をより率直に記すことを強く支持した。しかしながら、率直性と透明性の間に生じ得るコンフリクト、及びスタッフレポート（現在は、当該国政府が自発的に同意した場合にのみ公表；voluntary publication）について公表を前提とする（presumed publication）よう変更することについては、様々な意見が出た。多くの理事は、スタッフレポートを公表した場合、率直性の向上は当該国政府との対話のみでなく、市場の信認にも悪影響を及ぼす恐れがあると警告した。このうち一部の理事は、重要なのはスタッフレポートにおける率直性ではなく、その国の主要な意思決定を担う人々との直接対話における率直性であると主張した。一方、多くの他の理事達は、公表を前提とすることを強く支持した。この問題は、理事会で透明性について議論する際に再び採り上げることとなった<sup>\*50</sup>。

多くの理事達は、本レポートが提案する“escalated signaling”のアイディアには

\*50 IMFの2003年10月10日付Public Information Notice No 03/12によれば、理事会では2003年6月27日及び同年9月12日にIMFの透明性に関する政策について議論を行った。カントリースタッフレポートの公表を前提とすることの是非については多数の理事から上記本文と同様の様々な意見が出され、変更には至らなかった。一方、4条協議レポートについては「自発的に同意した場合にのみ公表」から「自発的だが公表を前提とする」(voluntary but presumed publication)ステータスに変更することが決定された。

検討の価値があるかも知れないと感じた。そのうち数名の理事達は、それがどのように機能するかについてもっと情報を得るまでは判断を保留したいと述べた。2～3名の理事は、escalated signalingはIMFの「内密のアドバイザー」としての役割を弱体化するものであり、それが危機の回避や、より有効なプログラムのデザインのための一助になり得るかについては、懐疑的であると述べた。

多くの理事は、重要な政策問題について当該国政府がIMFスタッフの評価に同意しない場合に第三者の「セカンドオピニオン」を求める提言に反対した。多くの理事はこれが理事会の役割を侵食し、スタッフの業務を弱体化し、プログラムデザインの過程を長引かせ、プログラムが金融危機を解決する能力を弱める恐れがあると懸念した。2～3名の理事は、このアプローチは過去に試されて失敗したと指摘した。

・**提言3**：理事達は、プログラムデザインがプログラムの成功において決定的な役割を演じることを認識した。彼等は近く完成が予定されているプログラムデザイン及びバランスシートアプローチに関するスタッフペーパー<sup>\*51</sup>が、本提言の提起する問題に十分な注意を払うことを期待した。

理事達は、IMFが近年、金融部門のサーベイランスに以前より注意を払うようになった結果、プログラムデザインにおいて金融部門が無視されるリスクが減少したと指摘した。同時に多くの理事達は、より多くの注意をバランスシートの脆弱性と主要マクロ変数の相互作用に向けるべきであるという点にも同意した。但し、推定には相当の困難を伴うであろうことも認識した。理事達は、所謂「双子の危機」に対処出来る分析枠組を構築するための理論的作業がもっと行われる必要性を指摘した。

理事達は、望ましくない方向への事態の

展開に対する柔軟な対応の余地をプログラムに持たせるべきであるという提言に同意した。彼らはプログラム実施の成功において当該国のオーナーシップが決定的に重要であることに同意し、金融・財政政策に関する政策協議を開始するためのトリガーとなる正式なメカニズムを持つことが引続き重要であると指摘した。彼等はプログラムを、各国固有の事情に適合するようにデザインすることの重要性についても指摘した。一方、2～3名の理事は、プログラムに伴うリスク及び代替シナリオをプログラム文書において強調し過ぎることは、全てのリスクを事前に知ることは不可能であること、及び、選択された行動計画への信認の構築に悪影響を与える恐れがあることから、望ましくないと主張した。

理事達は、構造的コンディショナリティーは危機の解決に不可欠なもまたは将来の危機に対する脆弱性を是正するものに限定すべきであるとの提言に同意し、この提言は最近のIMFにおけるコンディショナリティーの簡素化へのイニシアティブにも合致すると指摘し、コンディショナリティーに関する新ガイドラインの実施状況のレビュー<sup>\*52</sup>に期待していると述べた。

・**提言4**：理事達は、公的支援パッケージが他の多国間あるいは二国間の公的ドナーに依存する場合、それらの支援の条件が明確で金額が十分なものであることが必須であるとの提言に同意した。但し彼らは、IMFが他機関の支援の条件について影響を及ぼし得る範囲は限られていることも指摘した。理事達は地域開発金融機関との協調に関する手続を明確化すべしとの提案を全面的に支持したが、それだけで有効な協力関係が保証されるものではないと指摘した。

・**提言5**：理事達はこの提言を支持した。彼等は理事会が早い段階からプログラムをめ

\* 51 脚注47参照。

\* 52 脚注48参照。



ぐる議論に関与することを支持したが、数名の理事は、理事会及び主要出資国はプログラムのオペレーション上の細部に口出し（micro manage）しようとしてはならず、主要出資国は当該国を訪問中のIMFミッションに対して現地で直接影響を与えようとしてはならないと指摘した。

多くの理事は、危機解決に早い段階から民間部門が関与することが特に重要であると主張した。彼等は、民間部門との交渉においてはIMFではなく当該国政府が主役を務めるべきであると強調した。但し彼等は、IMFが民間部門の協調行動の必要性を見極める責任を持つべきであるという提言に賛同した。

- ・**提言6**：理事達はIMFが危機に迅速に対応出来る体制を整えるべきであるという提言に、基本的に同意した。IMF内部の組織・人事に関する事項はマネジメントの責任の範囲内であることを認識しつつ、理事達は組織・人事に関していくつかの見解を表明した。一部の理事達は“centers of expertise”の創設を支持したが、他の理事達は、危機発生時に必要なエキスパートと経験を持った人材を動員出来るようなメカニズムの必要性を強調した。数名の理事達はカントリーデスクへの配属期間の長期化を支持したが、他の理事達は、スタッフの経験と視野の拡大、及び公平性維持の観点から、人事異動の重要性を指摘した。殆どの理事がサーベイランス及びプログラムデザインにおいて、IMF現地駐在代表がより大きな役割をはたすべしとの提言に賛成したが、2～3名の理事は、現地駐在代表が比較的シニアな者でないと、相手国政府にとって受け入れにくいであろうと指摘した。理事達は、率直性を高めるインセンティブを創出するためにIMF内部のガイドラインや手続を改定することに賛同した。理事達は、IMFマネジメント

は既にIMFの危機管理能力向上に向けて動き出していると指摘し、例として金融為替局（MAE）の再編、地域局の見なおしを挙げた。

## 2．提言のフォローアップ状況

### （1）IEO年次報告書におけるフォローアップ状況の記載

2003年9月に発表されたIEOの2003年版年次報告書<sup>\*53</sup>には、本レポートの各提言に関するフォローアップの状況が掲載されている。その概要は以下のとおりである。

- ・**提言1**：サーベイランス強化について、理事会で議論を継続中。この中で、オペレーション上の特定の問題について再度議論の予定。隔年のサーベイランスレビュー（BSR）<sup>\*54</sup>の中で、サーベイランス関連の提言の実施状況の評価も行う予定。
- ・**提言2**：理事会は2003年8月20日、サーベイランスの強化について議論した。理事達はスタッフレポートの公表を促進するために行われている努力に留意し、透明性は、人々が十分な情報に基づいてIMFの活動に対する意見を形成出来る（それらの意見はIMFの活動にフィードバック出来る）ようにするために不可欠であると指摘した。しかしながら一部の理事達は、透明性と率直性の間に生じ得るトレードオフに注意を喚起した。本提言の実施状況は、主として隔年のサーベイランスレビュー（BSR）<sup>\*54</sup>において評価される予定である。
- ・**提言3**：プログラムデザイン及びコンディショナリティーに関するスタッフペーパーについて、今後理事会で議論する予定である。
- ・**提言4**：スタッフは、この提言は現在IMFのこの分野での能力を高めるために進められている諸措置と整合的であることを認識した。例えば例外的アクセスに関する新しい枠組は、民間債権者の自発的努力がプログラムの成功可能性を高めるような状況であるか否か、あるいは維

\*53 Independent Evaluation Office (IEO) (2003b)

\*54 脚注46参照。

持不可能な債務の処理が当該国経済の成長と支払可能性の回復のために不可欠な状況であるか否かを、IMFが早い段階でシステムティックに検討するためのメカニズムを備えている。

- ・**提言6**：金融為替局（MAE）が通貨金融システム局（MFD）に再編され、その際、銀行危機解決のための諸問題に関するcenter of expertiseを新設するための諸措置が取られた。また、IMFの現地駐在代表制度に関する幅広い戦略上の問題点を見直すため、IMFの内部にタスクフォースが設けられた。

## （2）構造的コンディショナリティーの事後評価

本レポートは「提言3」の中で、構造的コンディショナリティーを簡素化し、信認の迅速な回復に不可欠なものに絞らねばならないと主張している。これに関連して、IEOは2004年9月15日付の国際通貨金融委員会（IMFC）に対する活動状況報告<sup>\*55</sup>の中で、2006年度<sup>\*56</sup>にIMFの構造的コンディショナリティーに対する事後評価を行うべく準備を進めつつあることを明らかにしており、IEOが包括的な視点から構造的コンディショナリティーをめぐる諸問題に取り組むことが期待される。

## 3. 総括

本レポートは発表当時、マネジメントから独立の立場にあるとは言えIMFの一組織であるIEOが、いくつかの重要な点で三つの資本収支危機におけるIMFの対応に問題があったことを率直に認めたことにより、反響を呼んだ。その一部を挙げれば、サーベイランスにおいて金融部門の脆弱性に起因するリスクを十分に認識できていなかったこと、いくつかの重要な局面でIMFの政策助言が役立たなかったこと、3ヶ国とも当初のマクロ経済見通しに対し実績が大幅に乖離したこと、

その結果インドネシアと韓国でのプログラムに本来不要な財政引締めが盛り込まれたこと、同じ2カ国で当面の危機克服に必要なもの以外の構造的コンディショナリティーが広範に盛り込まれたこと、等である。一方、本レポートはIMFの内部資料やIMF内外の多数の関係者へのインタビューに基づいてまとめられていることもあり、これらの指摘も含め、IMFのマネジメント、スタッフ、及び理事会も、本レポートの評価結果を大筋において受け入れている<sup>\*57</sup>。

本レポートは、「IMFはアジア危機において、資本収支危機の特性や個別国の状況の違いを無視して一律に金融引締め政策を適用しようとし、これが危機を深刻化させた」といった見方に対しては、事態はそれ程単純ではなかったと主張している。例えばインドネシアの当初プログラムでは、金融は既に引締められているとの認識の下に、プログラム開始時点のやや引締め気味の金融政策を維持することとしたが、実際にはプログラムに反して金融緩和が行われた。従って金融引締めがインドネシア危機を深刻化させたとは言えないことを、本レポートは示している。しかしながら、もしプログラムのとおり引締めが維持されていたら早期に信認が回復され為替レートの下落が反転したか否かという、所謂“counterfactual”の検証は行われていない。本レポートの冒頭で“counterfactual”の検証の困難さに触れているが<sup>\*58</sup>、この点に限らず、困難さを少しでも補うべく、定性的な議論のみでなく数量的な裏付けを持った代替的シナリオの検討が試みられていれば、より説得力が増したのではないと思われる。

また本レポートは、「金融部門・企業部門が脆弱な状態のままにIMFが勧奨する金融・資本市場自由化を性急に進めたことがアジア危機の一因である」との根強い批判<sup>\*59</sup>には、直接には応答していない。危機以前のサーベイランスについては、危機直前の時点で脆弱性が十分に把握出来て

\*55 Independent Evaluation Office (IEO) (2004)

\*56 IMFの会計年度は、当年5月1日から翌年4月30日までである。

\*57 上記Ⅲ 1の(1)・(2)参照。

\*58 上記Ⅱ 1参照。

\*59 例えばStiglitz (2002)

いたか否かに主な焦点が置かれ、中長期的な金融・資本市場自由化戦略、特にシーケンシングの問題に関して当該国政府とどのような政策対話を行ってきたか、について掘り下げた評価は行っていないからである。但し本レポートにもあるように<sup>\*60</sup>、現在のIMFはサーベイランスにおいて資本収支危機に対する脆弱性を具体的に評価すべく努めている。従って、IMFがそうした脆弱性の存在を無視して性急に自由化を主張するようなことは、少なくとも今後は考え難いと言えよう。

本レポートは今後のIMFのオペレーションの改善という見地から、具体的な改善策を種々提言している。上記Ⅲ 2に見られるように、提言のその後の実施状況については「継続検討中」といった感じのものが多く、実施状況のフォローアップも必ずしも組織的には行われていないが、IEOも提言のフォローアップ方法の改善に関して今後IEO自身が如何なる形で貢献出来るか検討する、としており<sup>\*61</sup>、今後の検討に期待したい。

また本レポートにも述べられているとおり<sup>\*62</sup>、IMFは本レポート執筆時点以前に、資本収支危機の教訓を踏まえた様々な改善措置を、機構、政策、手続等にわたって既に実施している。2001年7月にIEOが新設されたこと自体が、重要な改善措置のひとつであったと言える。IMFは近年、アジア危機等への対応に対する種々の批判を踏まえ、新しい方向を模索中であると言えよう。その意味からも、本レポートのみならず今後のIEOの活動が大いに注目される。

#### [ 参考文献 ]

#### [ 和文文献 ]

IMFアジア太平洋地域事務所 (OAP)「IMFファクトシート(仮訳)」(ウェブサイト) <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/jpn/survj.htm>

高木信二・他(2002)「国際資本移動と通貨危機：アジア危機の再評価」『経済分析』(平成14年5月、第165号) 内閣府経済社会総合研

#### 究所

玉川雅之(2003)「IMFにおける通貨金融システム局の発足について」『ファイナンス』(平成15年6月、通巻451号) 財務省

ワシントンDC開発フォーラム「2003年9月4日BBL概要『アジア金融危機を振り返ってIMFは何を誤り、何を学んだか』」(ウェブサイト) <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/jpn/survj.htm>

金融資本市場整備ネットワーク「資本収支危機とIMFの役割について 独立政策評価室レポート」(ウェブサイト) <http://www.developmentforum.org/finance/index.htm>

#### [ 英文文献 ]

Boughton, James M., and Alex Mourmouras (2002)“*Is Policy Ownership an Operational Concept?*” *IMF Working Paper 02/72* (International Monetary Fund)

Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti, and Nouriel Roubini (1999)“*The Asian Crisis: An Overview of the Empirical Evidence and Policy Debate,*” in *the Asian Financial Crises: Causes, Contagion and Consequences*, ed. by P.R. Agenor, M. Miller, D. Vines, and A. Weber (Cambridge University Press)

Cottarelli and Giannini (2000)

Crow, John, Ricardo Arriazu, and Niels Thygesen (1999) *External Evaluation of IMF Surveillance: Report by a Group of Independent Experts* (IMF)

Enoch, Charles, Barbara Baldwin, Oliver Frecaut, and Arto Kovanen (2001)“*Indonesia: Anatomy of a Banking Crisis Two Years of Living Dangerously, 1997-99,*” *IMF Working Paper 01/52* (International Monetary Fund)

Feldstein, Martin (1998)“*Financial and Currency Crises in Emerging Market Economies: An Introduction,*” in *Economic and Financial Crises*

\*60 例えば、上記Ⅱ 6 (1)における現行サーベイランスガイドラインの解説を参照されたい。

\*61 Independent Evaluation Office (IEO) (2004a)

\*62 例えば、上記Ⅱ 6 (1) 同 (2) 同 (6)を参照されたい。

- in Emerging Market Economies*, ed. by Martin Feldstein (University of Chicago Press for National Bureau of Economic Research)
- Frankel, Jeffrey (2002) *Fourteen Suggested Questions to be Investigated in the IMF's Handling of Capital Account Crises, with Specific Examples in Korea, Indonesia, and Brazil: A Report to the Independent Evaluation Office (IEO) of the International Monetary Fund* <http://www.imf.org/External/NP/ieo/2002/cac/bckg/011502.pdf> (International Monetary Fund)
- Fischer, Stanley (1999) "On the Need for an International Lender of Last Resort," paper presented at the joint luncheon of the American Economic Association and the American Finance Association, New York, January 3.
- Furman, Jason, and Joseph E. Stiglitz (1998) "Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia," *Brookings Papers on Economic Activity*: 2 (Brookings Institution)
- Goldstein, Morris (2002) "IMF Structural Programs," in *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies*, ed. by Martin Feldstein (University of Chicago Press for National Bureau of Economic Research)
- Independent Evaluation Office (IEO) (2003a) *The IMF and Recent Capital Account Crises: Indonesia, Korea, Brazil* (International Monetary Fund)
- (2003b) *Independent Evaluation Office Annual Report 2003* <http://www.imf.org/external/np/ieo/2003/ar/index.htm> (International Monetary Fund)
- (2003c) "IMF's Independent Evaluation Office Announces Release of Report on the Role of the IMF in Recent Capital Account Crises," Press Release No. 03/02 (July 28) <http://www.imf.org/External/NP/ieo/2003/pr/PR0302.htm> (International Monetary Fund)
- (2004a) *Progress Report to the IMFC on the Activities of the Independent Evaluation Office (IEO)* <http://www.imf.org/External/NP/ieo/2004/imfc/042204.htm> (International Monetary Fund)
- (2004b) *Report to the International Monetary and Financial Committee (IMFC) on the Activities of the Independent Evaluation Office (IEO)* <http://www.imf.org/External/NP/ieo/2004/imfc/091504.htm> (International Monetary Fund)
- Institute for International Monetary Affairs (2003) "Preventing Future Financial Crises - Lessons from Asian and Latin American Countries and the Role of the IMF," *Occasional Paper No. 13* (Institute for International Monetary Affairs)
- International Monetary Fund (2003) *The Balance Sheet Approach and its Applications at the Fund*, <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=16167.0> (International Monetary Fund)
- International Monetary Fund (Web site) Various Public Information Notices linked to *IMF News and Events* <http://www.imf.org/external/news.htm> (International Monetary Fund)
- Khan, Mohsin S., and Sunil Sharma (2001) "IMF Conditionality and Country Ownership of Programs," *IMF Working Paper 01/142* (International Monetary Fund)
- Krueger, Anne O. (2002) "IMF Stabilization Programs," in *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies*, ed. by Martin Feldstein (University of Chicago Press for National Bureau of Economic Research)
- Lane, Timothy, et al. (1999) "IMF Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand: A Preliminary Assessment," *IMF Occasional Paper 178* (International Monetary Fund)
- Lindgren, Carl Johan, Tomas J.T. Baliño, Charles Enoch, Anne Marie Gulde, Marc Quintyn, and Leslie Teo (1999) "Financial Sec-

- tor Crisis and Restructuring: Lessons from Asia,* "IMF Occasional Paper 188 (International Monetary Fund)
- Radelet, Steven and Jeffrey Sachs (1998a) "The East Asian Financial Crises: Diagnosis, Remedies, Prospects," *Brookings Papers on Economic Activity: 1* (Brookings Institution)
- (1998b) "The Onset of the East Asian Financial Crisis," *NBER Working Paper 6680* (National Bureau of Economic Research)
- Sachs, Jeffrey (1998) "The IMF and the Asian Flu," *The American Prospect No. 37* (March April)
- Stiglitz, Joseph E. (2002) *Globalization and Its Discontents* (Norton)
- Summers, Laurence H. (1999) "Reflections on Managing Global Integration," *Journal of Economic Perspectives, Vol. 13* (Spring)
- Washington Post (1998) "World Bank Turns Up Criticism of the IMF," an article by Paul Blustein, December 3, 1998 (Washington Post)
- World Bank Group (1998) (Web site) "Transcripts: Global Economic Prospects and the Developing Countries 1998 - 1999," Dev-News Media Center
- [http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/NEWS/0,,contentMDK:20025754-menuPK:34476-pagePK:34370-piPK:34424-theSitePK:4607\\_00.html](http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/NEWS/0,,contentMDK:20025754-menuPK:34476-pagePK:34370-piPK:34424-theSitePK:4607_00.html) (The World Bank Group)