

国家財政破綻への対応

—国際金融における実例を基に—

浅川雅嗣*

要 約

国家が破綻するとは、そもそも何を意味するのであろうか。究極的には、ある国家の公的債務が、否認、放棄されたり、その履行が拒否されたり、支払いの停止が宣言されることを指すが、実際には、支払期日における支払いの不履行がそのトリガーとなり、結果としては元利金が減額されたり、債務支払いが繰り延べられたりする債務のリストラクチャリングを招来することが多い。

国際金融の現場では、2000年代前半に国際通貨基金（IMF）において、国家債務のリストラクチャリングを法的枠組みを通じて行おうとする、いわゆる国家債務再編メカニズムが議論されたが、明確な結論は出ないまま終わった。本稿では、まずその際に行われた議論を整理した後で、実際に公的債務のリストラが行われるパリクラブの機能と役割を、時代の変遷をたどりながら、最近の課題も含めて論ずる。さらに、財政危機のみならず、広く国際収支危機に対応する上で中心的な役割を果たしてきたIMFの機能とその変遷につき、1990年代に発生したテキーラ危機及びアジア通貨危機、そして今回のリーマンショック後の世界金融危機を材料として整理する。次に、2000年代に入ってから積極化した東アジアにおける金融協力の流れを、最後に通貨同盟が有する経済的インプリケーションについて、2009年に起こったギリシャ危機を題材に、論じてみたい¹⁾。

I. IMFにおける、国家債務再編メカニズムの議論

1990年代後半に発生した国際金融危機の後、2000年代の前半に、国家債務のリストラをIMF協定等の法的枠組みを通じて行おうとする、国家債務再編メカニズム（SDRM, Sovereign Debt Restructuring Mechanism）が、IMFを中心として検討された。これは、新興市場国を中心とした中所得国の債務残高の中で、ローンよりむしろ債券の占める割合が増加した

ことから、債務再編の際に交渉しなければならない債権者が激増し、実際に再編交渉が困難になっていたことがその背景にある。そのために、債権者の多数決による再編条件の合意によって、それに反対する少数債権者の意思を拘束しようというのが、このメカニズムの眼目であった。このメカニズムは、集団行動条項（CACs, Collective Action Clauses、公的債券について個

* 財務省副財務官

1) 本稿中、意見に渡る部分は、あくまでも筆者個人の見解であり、財務省の公式な見解ではないことを予めお断りしておきたい。

別訴訟を一時的に制限する一方、多数決により債務の返済条件等を迅速に変更することを可能にするための条項」と相互補完的に働くものとされ、前者が「法的アプローチ」、後者が「契約的アプローチ」として、並行的に議論が行われた。

国家債務再編メカニズムに関する議論は、一国内の企業破産法制における会社再建にならったメカニズムを、国際金融危機において過剰債務を抱えた国家のレベルにおいて構築しようという試みであり、具体的には、債務国のイニシアティブで債務支払いを停止した後、支払い停止期間中に債務国と一定以上の割合の多数債権者が債務のリストラクチャリングに関する交渉を行い、合意された債務のリストラの内容は、残余の少数の債権者も拘束することになる。他方、リストラのための交渉を現実的に可能なものとするために、少数債権者が裁判所に提訴することを一定期間差し止めるとともに、IMFが債務国の債務の維持可能性、流動性の供給に関する判断等を通じて、リストラの過程に一定の関与をするものとされた。IMFで議論された成果は、2003年4月の国際通貨金融委員会に提出されたIMF理事からの報告書にまとめられたが、これによれば、国家債務再編メカニズムは次のような要素を含むメカニズムであるとされた。

- ① SDRMの対象となる債権の範囲は、債務国の商業的活動に関する契約から生じた債権であり、かつ国内法が準拠法ではなく排他的な裁判管轄権の下にない債権に限定される。債務者には、一国の中央政府のほか、中央銀行、地方政府および公的企業も含みうる。
- ② 他方、法的・司法的な債権、デフォルト状態にない債務に対する保証・担保、賃金・給与・年金、市場価値のない偶発債権、IMF協定改正によって指定される国際機関の有する債権（協定改正により、85%以上の絶対多数によって、こうした国際機関を指定する

権限を総務会に与える。）は、SDRMの対象からは除外する。（ただし、パリクラブで取り扱われている二国間公的債務を除外すべきかに関しては、ここでは結論を出していない。）

- ③ SDRMの発動は、債務国の主権尊重の原則に照らして、債務国のみが行えるものとする。その際、債務国は、再編される債務が維持不可能であることを説明する責任を負う。
- ④ SDRM発動国は、その負債状況に関するあらゆる情報を、紛争解決フォーラム（DRF, Dispute Resolution Forum, 後述⑫参照）に対して提供する義務を負う。この情報には、「SDRMによってリストラを希望する債権のリスト」、「SDRM以外の手段によりリストラを希望する債権のリスト」、および「リストラを希望しない債権のリスト」が含まれる。また、この情報は、紛争解決フォーラムにより公開される。
- ⑤ 上述の情報公開後、債権者が各債務者に対して集合的に投票を行うことを可能にするため、登録および証明プロセスが確立される。具体的には、「SDRMによってリストラを希望する債権のリスト」に含められた債権者が投票行動に参加する場合には、登録が必要となる。一定期間内に登録を行わなかった債権者は、投票には参加できないが、その債権は登録債権者の過半数によって承認された再編の条件に従うこととなる。紛争解決フォーラムは、再編プロセスの一体性、透明性を保持し、また、効率的なプロセスを通じて資産価格を維持するために、登録および証明プロセスに係る規則を採択する。
- ⑥ SDRMの発動後、再編合意までの期間内に、SDRM対象債権の債権者が訴訟、強制執行を通じて一定の債権を回収していた場合には、回収した債権額は、SDRM対象債権額から控除される。また、発動国の要請および登録されたSDRM対象債権の元本額の75%を有する債権者の承認があれば、債権者

による訴訟、強制執行を一時的に停止することができる。（ただし、訴訟、強制執行の一時的な停止に関しては、一般的な支払い停止があれば、自動的にこれを認めるべきだとする意見もあった。）さらに、発動国の要請および登録された特定のSDRM対象債権の債権者の承認があれば、紛争解決フォーラムは、その特定の債権に関わる訴訟、強制執行を差し止める決定を下すことができる。ただし、当該訴訟、強制執行が、SDRMの再編プロセスを阻害するおそれがあることを条件とする。ここでいう債権者の承認とは、登録および証明プロセスが確立するまでの間は債権者委員会（次項⑦参照）の代表による承認を意味し、確立した後は、登録されたSDRM対象債権の元本額の75%を有する債権者の承認を意味する。

⑦債権者委員会は、債権・債務者間および債権者間に生じる問題を扱う役割を与えられる。また、その運営にかかる費用は、債務国が負担する。紛争解決フォーラムには、これらの費用をレビューする権限が与えられる。（ただし、この費用は債務国と債権者との間で均等に負担すべきとの意見もあった。）

⑧債務国による訴訟、強制執行の一時的停止、優先的な融資（次項⑨参照）、再編の合意内容に関する提案は、登録されたSDRM対象債権の元本額の75%を有する債権者によって承認される。ただし、債務国の影響下にある債権者には、投票資格は与えられない。

⑨SDRMが発動された後に行われた融資に関しては、登録されたSDRM対象債権の元本額の75%を有する債権者の承認があれば、再編プロセスから除外される。（優先的な融資）

⑩債務国は、SDRM対象外の債券の取り扱いに関しても、紛争解決フォーラムに対して情報を提供しなくてはならない。債権者の投票によって合意され、紛争解決フォーラムによって認可された再編の条件は、登録した債権者のみならず、登録を行わなかつ

た債権者も拘束する。ただし、債権者間での再編の合意を容易にするため、債務国は、登録された債権を異なるクラスに分類するオプションを有する。この場合、異なったクラスに属する債権の債権者は、それぞれ異なった再編条件を提示されうる。この場合、それぞれのクラスごとに、登録された対象債権の元本額の75%を有する債権者の承認が必要とされる。

⑪SDRMの手続きは、

- i) すべての再編合意が紛争解決フォーラムによって証明(certify)された場合には、自動的に終了する。
- ii) 本メカニズムを発動した債務国の政府が通知した場合には、終了する。
- iii) 登録および証明プロセス終了後、登録された対象債権の元本額の40%を有する債権者の賛成投票により、終了する。

⑫紛争解決フォーラムは、IMFによりファイナンスされる。そのメンバーの決定方法は、まず、国際機関や債務再編に知見を有する団体の提言を基に、IMF専務理事が7名から11名の裁判官、弁護士から成る選定パネルを組織する。次に、この選定パネルが12名から16名の候補者のプールを選び、危機が発生した際にその中から紛争解決フォーラムのパネルを選定し、IMFの総務会の投票で承認する。紛争解決フォーラムは、IMF理事会の決定を変更したり、債務国の債務の持続可能性に関する決定を行う権限は有しない。その機能は、次の通りである。

- i) 事務的機能（SDRMの発動通知、債権の登録・証明、投票プロセスの管理、債権者の多数決による決定事項の承認）
- ii) 紛争処理（再編プロセスの期間中に生ずる紛争を解決し、その間排他的な司法管轄権を有する。ただし、あくまで提起された紛争に関して裁定を行うのみで、自ら調査を行ったり、召喚す

る権限は有しない。)

- iii) 訴訟, 強制執行の差し止め命令 (債務者の要請および債権者の承認により, 再編プロセスに深刻な影響を及ぼすと認められる特定の訴訟, 強制執行を禁止する命令を発出する。)

また, こうした機能を実現するために, 紛争解決フォーラムは, 総投票数の 85% 以上の絶対多数を持って, 規則, 条例を制定する権限を有する。

⑬ 上述の SDRM および紛争解決フォーラムは, IMF 投票権の 85%, 加盟国数の 5 分の 3 の賛成を要する IMF 協定改正で, その設立を可能なものとする。ただし, 本協定改正は条約上の新たな義務を課すことになることから, 協定改正を受け入れ, あるいは新規条項を有効ならしめるためには, ほとんどの IMF 加盟国にとって国内法改正が必要となろう。ただし, SDRM の受け入れのために, 各国内法をどの程度改正すべきかは, 各国の判断である。

こうした考え方に対しては, そもそも主権国家の権限を制限することをいかに考え担保する

か, 債務国のモラルハザードをいかに防ぐべきか, さらに国際的な資本フローにネガティブな影響を与える可能性はないか等, いくつかの基本的な課題があり, 各国国内法の整備にも相当程度の時間がかかることが予想された。それに加えて, 債権者の間の差別化, 分類化をいかに合理的にはかるのか, 集団行動条項との関連で国内債務をどう取り扱うか, パリクラブのプロセスが機能している二国間公的債務は SDRM の対象債務から外すべきか, 訴訟, 強制執行の一時的な停止はどこまで柔軟に認めるべきか, 債権者委員会が債権者を十分に代表しているといえるための基準は何か, 紛争解決フォーラムのパネルメンバーはいかに選定すべきか等, 詰めるべき技術的論点が多数存在した。

結局, 国家債務再編メカニズムに関する IMF 内での議論は, 国家債務再編に関する公的部門, 民間部門双方の関心を高め, 国際金融市場における CACs の導入や, 行動規範の策定といった動きへの触媒となったものの²⁾, 2003 年 4 月の G7 および国際通貨金融委員会において, SDRM の具体的な実施に向け前進することは現実的でないとの認識の下, その時点での議論は棚上げとされることとなった。

II. パリクラブにおける債務問題への対応

もともと国家の債務問題は, 開発や援助との関連で, 歴史的には開発途上国の累積債務問題として様々な局面で発生し, 処理されてきた。途上国の対外債務負担能力に問題があった背景としては, そもそも外貨獲得能力がないケース, 外貨獲得能力はあっても過去に積み上がった債務残高が大きすぎたケース, 開発金融が当初期

待していた効果を生まず債務国の支払い能力を向上させなかったケース, そして債務国の借り入れ返済能力を超えた安易な借り入れが行われたケースなど, さまざまな事情があったが, 近年の債務削減という大きな流れを経て, 債務問題は新しい段階を迎えたといえよう。

こうした債務問題の対応に当たって, これま

2) CACsについては, 2002年9月のG10及び民間部門においてモデル条項が作成された。G10のモデル条項には, 債権者代表の設置, 75%多数決による債務再編策の決定, 個別債権者による訴訟の一時的制限等が盛り込まれており, その後, 2003年2月にニューヨーク法下でのメキシコによる債券発行を皮切りに, ブラジル, 韓国, ポーランド, 南アフリカ, ウルグアイ等多くの新興国が, CACs付き債券をニューヨークで発行することとなった。なお, ユーロ圏におけるCACs導入に関する最近の動きにつき, 脚注38) 参照。

で主要な役割を果たしてきたのが、いわゆるパリクラブである。これは、対外債務の返済が困難になった国に対し、IMF とのプログラム（スタンダード・バイ（SBA）、拡大信用供与措置（EFF）、貧困削減成長ファシリティ（PRGF）等）の合意を前提として、バイの公的債務（ODA 借款、非 ODA 融資、政府保証または保険が付された商業債権等）についての債務再編交渉（リスク）を行うための二国間公的債権者による会議である。原則毎月パリで開催され、メンバー国は G7 諸国、EU8 カ国にノルウェー、スイス、ロシア、オーストラリアを加えた、計 19 カ国となっている。あくまでもパリクラブは非公式会合であるため、ここにおける再編合意に法的拘束力はないが、これに基づいて各国は債務国とそれぞれ二国間合意を締結することとなる。（我が国の場合には、二国間合意後に、閣議決定を経て交換公文（Exchange of Note, E/N）を締結している。）

パリクラブにおけるもっとも基本的なリスクは、一時的な流動性危機に陥った国に対して、IMF プログラムを前提に、プログラム期間中に期限が到来する債務支払いのうち債務国が支払えない部分を、市場金利で 10 年（内据え置き期間 5 年）繰り延べることにより、資金繰りのギャップを埋めるもので、クラシック・タームと呼ばれる。リスク対象期間を IMF のプログラム対象期間とするのは、債務国に対して規律を働かせようという目的であるが、このことから具体的なリスク額は、IMF プログラム対象期間中に予想される国際収支見通し（IMF 融資を含む）から、通常必要とされる一定の外貨準備および優先弁済される国際金融機関向けの支払いを差し引き、残額に対してパリクラブ債権者、および非パリクラブ債権者に対して等価のリスクを行った後の支払い額が、当該債務国の支払い可能な額に一致するように算定されることになる。なお、クラシック・タームに加えて、債務負担が重い等の条件を満たす一定の低中所得

国（一人当たり GDP が 2995 ドル未満）の公的債務に関しては、1990 年のヒューストン・サミットにおいて繰り延べ期間の長期化が合意されたことを受け、ODA 債権の譲許的金利による 20 年（内 10 年据置）繰延、非 ODA 債権の市場金利による 15 年（内 2～3 年据置）繰延という、ヒューストン・タームが合意された。

繰延の対象となるパリクラブの対象債務は、債務国政府が責任を有している債務、具体的には債務国政府自身の債務や、政府の監督下にある公的企業の債務であり、かつ債権者が公的債権者（政府自身ないし政府の監督下にある公的機関）となっているものである³⁾。また、原則としてリスクは一時的な流動性不足（liquidity issue）に対応するものであるという観点から、上述のように、一定の繰り延べ対象期間に期限が到来する期間 1 年超の中長期債務の元利返済分が、リスク対象となる（フローベースでのリスク）が、場合によっては、後述のように一部の重債務貧困国に対して、支払い不能の問題（solvency issue）に対処するために、IMF プログラム期間後に期限が到来する返済分をも対象に含め、債権残高全体に対するリスク（ストックベースでのリスク）を行うこともある。また、過去にリスクを行ったことのある既リスク債務より、一度もリスクされたことのない未リスク債務のリスクが優先される。なお、満期 1 年までの短期債務については、これが決済されないことと必需品の輸入に悪影響を及ぼしかねないことから、原則として繰り延べの対象とはしていない。（どうしても必要な場合には、10 年以上のリスクという形ではなく、より短期の支払い猶予（デファール）を認めることがある。）

パリクラブにおける債務再編交渉は、次のいくつかの諸原則に則って行われる。

①コンパラビリティ原則

債務国は、パリクラブで合意された条件より

3) 債務国が有する対民間金融機関の債務の繰り延べに関しては、パリクラブではなく、ロンドンクラブと呼ばれる会議において、交渉が行われる。

も非譲許的な条件で、他の債権者（非パリクラブ債権国や民間債権者）と合意してはならない。これは、もし非パリクラブ債権者に対してより非譲許的なリスクを認めると、パリクラブ債権者が供与したリスクによる経済的便益が、債務者の支払い能力向上にあてられるのではなく、非パリクラブ債権者に対する返済にあてられることになってしまうからである。

②ソリダリティー原則

パリクラブメンバー国は、パリクラブ合意よりも債務国にとって不利な条件を提供してはならない。（逆に、パリクラブ合意をミニマムのコンセンサスとして、合意形成後にこれよりも債務国に有利な措置をとることは、個別の債権国の自主的な判断にゆだねられることになる。）

③カットオフデット不変の原則

リスクは、ある一定期日を設定し、これ以前に契約が締結された債務のみをリスク対象とし、それ以降の貸付に関しては、繰り延べの対象外とする。また、一度設定したカットオフデットは変更しない。これは、債権国がカットオフデット後に新規の融資をした場合でも、常にこれがリスクの可能性にさらされることになると、新規融資の供与に大きな支障が生ずる恐れがあるからである。ただし、どうしても必要な場合には、短期債務の場合と同様、短期の支払い猶予（デファール）を認めることはある。

④コンディショナリティー原則

債務再編の前提として、IMF プログラムが合意され、かつ当該プログラムにおいて国際収支ギャップの存在が認定されなければならない。これは、債権国としてリスクに応じるための前提として、その後の対外債務支払い能力の回復に必要な施策は、IMF プログラムに依拠することによって担保するのが合理的であるとの認識がその背景にあ

る。それと同時に、IMF 側からみた場合には、プログラムにおける国際収支ギャップを埋めるために、IMF 融資に加えてパリクラブによるリスクも活用することになることを意味する。そのため、IMF プログラムが理事会に諮られる前に、IMF からパリクラブに対して一定のリスク措置を求め、パリクラブ債権者がこれに同意する（資金保証する）という手続きを経る⁴⁾。

債務問題を歴史的にみると、当初は中南米諸国などの中所得国の債務問題が発生したが、後には、サブサハラ・アフリカ諸国等の最貧国の債務問題が大きな課題となっていく。

まず、1970年代の二度にわたる石油ショックによる原油代金支払いの増加、そして1980年代前半の、いわゆるレーガノミックスによる米ドル金利の高騰、80年代後半の、先進国の景気低迷からくる輸出の伸び悩みと一次産品価格の下落等を背景として、1982年のメキシコの債務元利払い停止宣言を始め、中南米諸国を中心に対民間債務の返済が困難になる債務危機が1980年代に発生した。こうした累積債務問題への対応として、1985年10月に、米ペカー財務長官より、債務国の自助努力による抜本的な経済構造改革を前提に、経済構造調整を支援するために民間金融機関から新規の融資（ニューマネーの供与）を行うことによって債務問題を切り抜けようとする、いわゆるペカー提案が行われた。さらに、翌86年のIMF・世銀総会において、ペカー長官はこの提案を補足する形で、民間金融機関から途上国への資金フローの具体的な形態として、債務の債券化、債務の株式化、債務の買い戻し等のいくつかのメニューの中から選択することを提唱した（メニューアプローチ）。しかし、民間金融機関は、債務危機の原因は債務国の一時的な流動性不足（liquidity crisis）ではなく、債務国の支払い能力不足の問題（solvency crisis）にあるととらえ、

4) 資金保証のIMFにとってのもう一つ趣旨は、プログラムが適用される債務国からIMFに対する支払いが、他の債権よりも優先されることをパリクラブが認めることにある。

また、お互いに他の金融機関から供与される新規融資によって可能となる金利回収を期待して、自らの新規融資にはあくまで慎重な態度を維持した。その結果、1986年から88年まで200億ドルの新規融資を行うとの目標に対して、実際には40億ドルにとどまるなど、ペカー提案は大きな成果を上げることができなかった。そこで、1989年に、米ブレイディ財務長官が、債務国がIMFとの間で中期経済調整プログラムに合意することを前提として、債務の証券化による対民間債務の削減、IMF・世銀等のプレトン・ウッズ機関による経済構造プログラム実施を支援するための新規融資という、新規融資よりも債務削減、利払い軽減を柱とした、いわゆるブレイディ提案を行った。当時、バイバック、債券とのスワップ、デッドエクイティスワップ、環境スワップ等、証券化に関する手法が種々開発、定着してきていたこともあり、この新しい債務戦略はうまく機能し、1990年にメキシコ、1993年にアルゼンチン、1994年にブラジルに対して、債務削減のためのパッケージが民間銀行団の間でまとめられるなど、結果として債務削減が成功裡に実現した。

しかしながら、このブレイディ提案や、この時期に行われたパリクラブによる債務救済措置は、より所得水準の低い最貧国が抱える国際機関向け等の公的債務等を対象にしておらず、1990年代には、主としてこうしたいわゆる重

債務貧困国(Heavily Indebted Poor Countries, HIPC)の公的債務を、いかにして維持可能なレベルにまで削減するかに議論の焦点が移っていった。その結果、1994年、パリクラブにおいて、世銀の国際開発協会(IDA、脚注10)参照)オンリー国に対するODA債権の譲許的金利による40年(内16年据置)繰延、非ODA債権の市場金利による最長で40年(内20年据置)繰延による実質67%の債務削減という、いわゆるナポリ・タームが合意された。これによれば、IMFプログラムの3年以上の良好なトラックレコードを有する国に対しては、ケースバイケースで非ODA債権のストックベースでの削減措置も認める措置となっており、具体的な削減方法としては、市場金利での長期繰延のほか、元本削減、繰延金利を引き下げる金利削減、金利元加等いくつかのオプションの中から債権国が選択できることとなっている。

また、こうした議論の過程で、各債務国の債務を維持可能なレベルまで削減するためにはどの程度の債務削減が必要かを算定するための債務持続性分析(Debt Sustainability Analysis, DSA)が開発され⁵⁾、さらに国際機関向けの債務も対象としたいわゆるHIPCイニシアティブが、1996年のリヨンサミットの際に合意された⁶⁾。その後、1999年のケルンサミットにおいて、対HIPCのODA債権の100%削減が合意され(拡大HIPCイニシアティブ)⁷⁾、さら

5) HIPCイニシアティブの適用開始時点における各債務国の必要債務削減量を計算するために策定された分析ツール。2002年からはIMFがサーベイランスにおいて債務問題をモニターする目的で、2003年にはパリクラブで合意されたエビアン・アプローチ(脚注9)参照)の下で個別国の状況に見合った債務再編措置を検討する際に、このDSAが活用されることとなった。

6) ODA債権はナポリ・タームと同様だが、非ODA債権は実質80%に削減比率を上げ、さらに国際機関に対する債務軽減を含む包括的な債務救済策(リヨン・ターム)。

7) ODA債権はナポリ・タームと同様だがG7により自発的に100%削減、非ODA債権は実質90%に削減比率が引き上げられた(ケルン・ターム)。この拡大HIPCイニシアティブが適用されるためには、まず第一段階として原則として3年間、期日到来分に関してナポリ・タームでの債務削減を行うと同時にIMF調整プログラムを実行し、良好なトラックレコードを達成すれば初めて適用決定時点(Decision Point, DP)となる。この時点において所得が低く、債務負担が重く(ナポリ・タームによるストックベースでのリスクを与えても債務/輸出比率が150%以上であること等)、かつ貧困削減戦略ペーパー(Poverty Reduction Strategy Paper, PRSP)を策定すること等の条件が満たされれば、第二段階として、その後の構造改革に必要とされる一定期間、期日到来分の非ODA債権につき中間的救済として90%のフローリスクが行われる。こうしてIMFの調整プログラムを一定期間実施した後、貧困削減戦略ペーパーの完成を持って完了時点(Completion Point, CP)となり、その時点で第三段階として非ODA債務残高の原則90%が削減され、債務/輸出比率を150%以内に抑制することで債務持続性を回復することとなる。(参考1)

に2000年の九州・沖縄サミットにおいて、非ODA債権の100%削減が、そして2005年のグレンイーグルスサミットにおいて、HIPCの対国際機関向け債務の100%債務削減が合意されるに至った⁸⁾。(Multilateral Debt Reduction Initiative, MDRI) この時点において、HIPCの債務に関してはG7によりODA、非ODA債権ともに100%削減が合意され、さらに国際機関の債権も100%削減対象となったことになり、公的債務に関しては最大限可能な範囲まで削減可能なスキームが整備されたといえよう。

なお、HIPC以外の低所得国や、中所得国に関しては、自ら国際金融市場において債券を発行することにより資金調達が可能のため、パリクラブ対象債務である公的債務よりも、対民間債務の方が多くなる傾向にある。こうした国に対しては、2003年のフランスドービルにおけるサミット財務大臣会合での合意を受け、同年10月にパリにおいて、いわゆるエビアン・アプローチが合意され、債務負担が大きく、支払い能力に問題がある国に対して、一定の条件を満たした場合、包括的な債務救済措置が取られることになった⁹⁾。

(債務救済スキームの歴史的変遷については、参考2参照)

2006年以降、ポストHIPC国の多くが、債務削減実施後に再び債務負担の増加を経験した。途上国が再び債務問題に陥ることなく、MDGs等の開発目標を達成するという観点から

も、いったん債務を削減して債務負担能力が回復した最貧国等に対し、再度新興国ドナーが貸し込むことによって債務問題が再発することをいかに防止するかという点に、債務問題の議論の焦点が移っていった。実際に、2006年から2007年にかけて、ガーナ、マリ、コンゴ民主共和国などいくつかのアフリカ諸国が、IDA非譲許的借入れポリシーで決められた条件を上回る非譲許的借入れを行ったこともきっかけとなり、債務削減後の債務持続可能性を損なわないようにするために、良好な借入れ政策を維持する必要性が強く認識されることとなった。

その一つの成果が、世銀グループの一つである国際開発協会 (IDA)¹⁰⁾ が導入した信号機システム (Performance Based Allocation, PBA) である。これは、政策制度の強度、足元の債務水準、および今後20年間の債務維持可能性分析を判断要素として、IDA適格国に対するグラント/ローン比率を100%グラント (赤信号国)、50%グラント/50%ローン (黄信号国)、100%ローン (青信号国) の3種類に色分けするものである。(参考3) もう一つは、2005年4月にIMF理事会で承認された、債務持続性枠組み (Debt Sustainability Framework, DSF) である。これは、それまでのHIPCイニシアティブで使われていた債務持続性分析 (DSA) と比較して、シナリオ分析に必要な成長率、輸出、歳入等の数値を、DSAで用いていた過去3年の平均値ではなく、将来20年にわたる予測値を用いることで、forward lookingな性格を強めたこと、外性ショックを考慮したストレステストを取り

8) 完了時点で到達し、一定の要件を満たしたHIPCに対して、IDA、IMF、アフリカ開発銀行の有する債権を一律100%放棄することとなった。

9) すべての非HIPCを対象とし、債務が持続可能な国に対しては、既存のリスクテームをもとに債務の繰り延べを実施し、債務が持続不可能な国に対しては、IMFプログラムのもとでパリクラブからの卒業を保証する政策に債務国が同意し、かつパリクラブ以外の民間債権者等にも同等の措置を求めることを条件として、債務買戻し、債務スワップを含む包括的な債務救済措置を適用することとされた。なお、債務削減は、中進国に対しては例外的な場合に限って検討することとされた。

10) 国際開発協会 (International Development Association, IDA) は、国際復興開発銀行 (International Bank for Reconstruction and Development, IBRD) とともに世界銀行グループの中核的機関であるが、後者が市場金利連動の商業的ローンを供与する国際機関であるのに対して、IDAは無利子、長期の譲許的ローンやグラントを、より所得水準の低い国に供与する機関である。

入れたこと、債務の持続可能性を Low Risk, Moderate Risk, High Risk, In Debt Distress の4段階で評価するが、そのための閾値を政策制度環境の強度により、それが強い国の閾値はゆるく、低い国の閾値は高く設定したことなどに特色がある。（参考4）

これに加え、いわゆる新興国ドナーに関する責任のある貸付の議論が、G7、パリクラブ、OECD等でそれぞれなされた。これは、それまで伝統的なドナーが積み上げてきた HIPC イニシアティブ、MDRI 等の取り組みに新興国ドナーが参画してこなかった一方で、こうした伝統的ドナーの取り組みにただ乗りする形で援助を積極化してきたという問題をどう扱うかというものである。特に、パリクラブ債権国が債務削減を行い、債務の持続可能性が向上した債務国に対して、これらの新興国ドナーが多額の非譲許的貸付けを行うと、債務国の持続可能性が再び損なわれることになる。この問題に関しては、基本的には貸付国に対して、上述の債務持続性フレームワークに対する理解を浸透させるとともに、借り入れ国に対して、非譲許的借入れを行うことへのデイスインセンティブを付与するための措置に関する議論が行われている。具体的には、まず IDA において、2006年7月の IMF・世銀理事会で、IDA グラント対象国が債務削減後に非譲許的条件での借り入れを行った場合には、IDA グラントの減額や、その貸し付け条件を厳しいものとする措置を決定した。（参考5）さらに、2007年5月の世銀・IMF 理事会で、債務国が DSF に沿った中期債務計画を策定するにあたって、能力構築等の支援を行うことが合意された。他方、パリクラブにおいては、非パリクラブ債権者との間で、債務政策に関する意見交換を目的としたワーキンググループが設けられ、2008年10月以降、議論が行われている。また、OECD においては、IMF・世銀による非譲許的借り入れ制限と整合的な貸付、DSA を考慮した貸付を行うことを内容としたガイドラインが、輸出信用部会において合意され、同部会のアウトリーチ会合に中国等の

新興国ドナーを招聘して、その普及に努めているところである。

さらに、債権国や民間債権者から HIPC 向けの債権を相当程度割り引いた価格で買い取り、パリクラブ債権者が債務削減を行い、債務の支払い能力が向上した後で、訴訟を起こして額面全額を回収しようとする、民間のいわゆるハゲタカファンド（Litigating Creditors）の問題も議論されている。パリクラブでは、2007年6月に、HIPC イニシアティブに参加する意思のない者に対して、パリクラブ債権者はその債権を売却しないことを確認した。さらに、IMF・世銀においては、債務削減ファシリティー（Debt Reduction Facility, DRF）を活用して、HIPC が民間債権者から大幅なデイスカウントを伴う債務の買戻し（バイバック）を行うことを支援しているほか、アフリカ開発銀行において、アフリカ法的支援ファシリティー（African legal Support Facility, ALSF）が設立され、ハゲタカファンドによって訴訟を起こされたアフリカ開発銀行域内国の訴訟コストや、メンバー国の弁護士への研修、技術支援等を実施している。

2007年以降は、HIPC プロセスが一段落したこともあり、パリクラブにおいては、リスクにおけるより一般的なルールに関して、いくつか重要な議論が行われている。

まず第一に、債権の優先弁済権（シニョリティ）の問題がある。これに関しては、国際機関の債務は他のすべての債務に優先する（脚注4）参照）、ODA 債務は非 ODA 債務に優先する、COD 後の債務は COD 前債務に優先する等の基本的なルールは従来から合意されていたが、IMF 等国際機関と協調して行われる二国間の融資に関して、国際機関に対して通常認められる優先弁済権を有するかどうかという問題に関しては、これまで明確な合意がなかった。わが国は、世銀と協調融資される輪銀（現在の JBIC）アンタイドローンに関しては、パリクラブの再編対象外とすべきことを従来から主張してきたが、特に今回の世界金融危機を経て、

危機対応のための国際金融機関との協調融資が増加していくことが予想されたことから、議論の必要性が高まった。これに関しては、そもそも危機対応融資の範囲をどこまでと捉えるべきか、(IMF との協調融資に限定すべきか、より広く世銀等開発金融機関との協調も含めるべきか等) 国際金融機関との協調融資であることをいかにして認識すべきか、(協調融資協定等で明確になっているもののほか、いかなる事実を持って協調融資であると認定するのか。) プログラムローンやプロジェクトローンは危機対応と認識すべきか、遡及適用を認めるべきか、さらに、既存の債権者にとって見れば、新規の債権者のみが優先弁済権を与えられることには少なからず抵抗感を有すると思われるが、この二者のバランスをどう図っていくか等の重要な論点があり、現在のところパリクラブとしての結論は出ていない。

第二に、デットスワップの議論がある。公的債権のデットスワップは、交換対象となる債務者の権利、証券等に市場価値がある場合と、ない場合とに分類される。前者の代表例が、デットエクイティスワップであるが、これには直接スワップと間接スワップがある。直接スワップでは、債務国が債権国から債務の買い戻し(バイバック)を行い、その対価で債権国が債務国から株式を取得する。間接スワップでは、まず債権国は自国の民間投資家に、途上国向け債権を額面よりディスカウントして売却する。次に、民間投資家は、その債権を額面ないしはディスカウント価格ではあるが購入価格よりも高い価格で債務国政府に売却することで、現地通貨を取得する。そして最後に、投資家はその現地通貨で、途上国企業の株式を購入するというプロセスを経る。債権国にしてみれば、ディスカウントされ、一部ではあるが、即座に債権を回収でき、自国企業の海外進出にも資する。また、債務国にしてみれば、外貨建て債務の相当部分が削減され、かつ自国通貨での支払いが可能となる。ただし、自国通貨の支払いを通貨

増発によってまかなう場合には、インフレの要因にもなりうる。したがって、パリクラブでは、マルチ合意の中で各債権国がボランタリーベースで行う追加的な措置として行う場合のみ、上限付きで1991年末から導入している。(したがって、パリクラブで合意した義務的削減に代わるものとしてスワップを実施することはできない。) 具体的には、HIPC に対する自主的な追加削減措置に関して、デットスワップで実施が可能であることは、2003年3月のパリクラブで確認されている。他方、非HIPC の場合には、パリクラブ合意の中で、デットスワップ条項が明示的に設けられている場合のみ可能とされているが、明示的な条項がない場合であっても、改めてパリクラブに提起され、合意を得れば実施が可能とされている。

我が国の場合には、JBIC、JICA の債権は国自体の債権ではないので、財政法、債権管理法の直接の適用を受けるものではない。ただし、納税者への説明責任を重視する観点から、額面での債務削減を伴うオペレーションは、パリクラブ合意やHIPC イニシアティブ等のマルチの合意に基づく義務的措置を越えては行わないという対応をしてきたために、従来我が国がデットスワップを行った実績はない。ただし、JBIC、JICA の保有債権を民間に売却することは、日本政策金融公庫法、あるいは国際協力銀行法上、その目的規定に合致したオペレーションである限りにおいて、特に法的な障害があるわけではない。他方、仮にデットスワップを実施する場合、実施に伴うJBIC、JICA の財務に与える影響(例えば、JICA の円借款の額面毀損は、一般会計からの交付金、出資金の増加につながりうる。)を始めスワップによる債務削減額はODA 統計上無償資金として扱われることから、無償資金協力予算全体の中でいかにバランスをはかるか、さらには債務国の自助努力を損ないモラルハザードを招く可能性はないか、民間投資家のニーズはあるのか等に関して、詳細な検討が必要である。その上で、対象国、削減対象範囲を含む明確な基準を規定することで、我が

国としてもパリクラブで認められているデットスワップを行うことを検討する余地はあるのではないと思われる。

なお、直接スワップで行われるバイバックは、債務国が債権国から債権を市場相当額で買い戻す措置であり、期限前償還（プリペイメント）の一種である。パリクラブでは、これまで述べてきたように、債務救済措置のほとんどが債務繰延べであるが、場合によっては、債務危機から回復した国の中で、債務返済の前倒しを望むケースもある。パリクラブにおいては、こうした繰上げ償還は、リスクの卒業国（再実施リスクがない国として、すべてのパリクラブ債権者のコンセンサスが必要とされる。）に限り、すべてのパリクラブ債権国に同一の条件で行わ

れることを前提として認められ、債権者のバイバックへの参加は、任意とされる。実際にパリクラブにおいては、対象債務の市場価値を計算するための割引率や、具体的な実施スケジュール等に関して、債権国・債務国双方の合意を得ることが難しかったために、しばらくはバイバックの実績はなかったが、2007年7月にガボン、同年10月にヨルダンとの間で、バイバック合意が成立した。我が国は、デットスワップで述べたのと同じ理由から、これまでバイバックには応じていないが、少なくともパリクラブで合意され、市場価格を適性に反映したと認められるバイバック価格が、債権の期待回収額を上回るような場合には、バイバックへの参加を検討してもよいのではないと思われる。

Ⅲ．国際通貨基金（International Monetary Fund, IMF）の機能とその変遷

IMFは、第二次世界大戦後の金・ドル為替本位制、いわゆるブレトン・ウッズ体制を担う国際機関として、1946年に設立された。ただし、1971年のニクソンショックを契機として、固定相場制が崩壊し、金が廃貨された以降は、加盟国のサーベイランス（経済監視）や、途上国の債務問題、そして累次の通貨危機に際して、大きな役割を担うようになってきた。

IMFの目的はIMF協定の第1条に明記されており、国際収支上の困難に陥った加盟国に対し、融資を通じて国際収支不均衡の是正をはかることが、その重要な任務である。具体的には融資（Use of Fund Resources, UFR）、サーベイランス、そして技術協力（Technical Cooperation）がIMFのオペレーションの3つの柱となっているが、中でも、加盟国が国際収支困難に陥った場合に、外貨貸付という形で短

期の融資を行うとともに、融資を行う条件（コンディショナリティー）として、融資対象となる国のマクロ経済政策に対して国際収支バランスを回復するための様々な目標を課すことが、IMFの政策上の大きなツールとなっている¹¹⁾。上述のように、1980年代に発生した中南米の累積債務問題に際しては、債務国の自助努力を前提に、債権国、民間金融機関がその解決にあたって中心的な役割を果たしたが、プレイディ提案による新債務戦略の中にあって、IMFも債務国に対して為替レート切り下げ、財政・金融政策の引締め、規制緩和を柱とする緊縮型の調整政策を提示することにより、一定の機能を発揮した。

IMFの融資の原資となるのは、IMF加盟国の出資を原資としてIMFが保有している自己資金である¹²⁾。出資金だけでは融資の財源と

11) IMFが融資を行う際にコンディショナリティーを課すことは、IMF協定第5条第3項(a)が根拠となっている。

12) ただし、IMFが低所得国向けに譲許的融資を行う場合には、別途IMFが市場から必要な原資を調達し、加盟国からのグラントを充当することによって、市場金利よりも低い譲許的金利での貸付を行う。

して不足する場合には、加盟国からの借入金をもって、追加的な原資とすることができる。(IMF 協定第 7 条)¹³⁾ 各国の出資分に関しては、その 25% を特別引出権 (SDR)、残り 75% を自国通貨で払い込むこととされている (IMF 協定第 3 条第 3 項 (a)) が、自国通貨のうち現金で払い込むのは、75% のうち 0.25% のみであり、残り 74.75% については、通貨に代わる証書 (通貨代用証券) で払い込む (IMF 協定第 3 条第 4 項)。我が国の場合、これらすべての払い込みは外国為替資金特別会計で保有する SDR、円現金および同特会が発行する通貨代用証券によって行われるため、一般会計に対して財政的な負担は生じない。

国際収支困難から通貨危機に陥る経路としては、伝統的には次のようなプロセスをたどることが多かった。すなわち、放漫な財政運営の結果として財政赤字が累増するが、それが貨幣供給増を招き、物価水準が上昇する。実質為替レートが増価することにより輸出競争力が損なわれ、経常赤字が累増していき、最終的には外貨準備を喪失する。従って、こうした危機に対応するための IMF の処方箋は、財政赤字削減と金融引き締めで代表される需要引き締め政策、そして為替レートの切り下げによる輸入抑制に代表される支出転換政策、となるのが一般的である¹⁴⁾。それに加えて、こうした処方箋によって短期的に国際収支が改善しても、景気回復とともに再度国際収支が悪化する可能性があることから、供給サイドでの構造調整政策、例えば規制緩和策や銀行部門の改革、民間貯蓄促進策、公企業改革、そしてこうした改革に伴

う各種社会保障網の整備といった政策がとられることもある¹⁵⁾。

しかし、1994 年 12 月から翌 95 年にかけてメキシコを襲った、いわゆるテキーラ危機や、1997 年から 98 年にかけて発生したアジア通貨危機は、従来の通貨危機と様相を異にしていた。前述のように、1982 年に債務危機に陥ったメキシコにおいては、債務削減が成功した後再度資本流入が急増したが、資本の中身をみると、証券投資が直接投資を大幅に上回り、またその証券投資の内訳をみると、株式投資よりも債券投資が増加していた¹⁶⁾。政策的にも、1986 年のガット加盟、1994 年の NAFTA 発効等により、貿易および資本の自由化が積極的に促進されていったが、こうした貿易自由化の流れと、資本流入により引き起こされた為替レートの上昇とが相まって、経常収支の赤字が拡大することとなった。ただし、1982 年の債務危機時とは違って、この経常赤字の原因が財政赤字ではなかったこと、また、通貨危機直前における通貨供給量の増加も、赤字国債を中央銀行が引き受けるいわゆるマネタリゼーションによるものではなく、上述したように海外からの大量の資本流入によるものであったことに注目すべきであろう。こうした状況の下、サリナス大統領 (当時) の後継候補であったコロシオ候補が選挙活動中に暗殺されるなどの国内的な政治不安および、1994 年 4 月以降アメリカの連邦準備委員会が従来の金融政策のスタンスを変更して公定歩合の引き上げを行ったこと等がきっかけとなり、資本が急激に流出に転じた。これに対して、通貨当局が為替の不胎化介入で対抗しようとした

13) IMF が加盟国からの借入を行う枠組みとしては、従来より一般借入取極 (GAB) と新規借入取極 (NAB) があり、合計 340 億 SDR の借入が可能となっていた (脚注 18) 参照)。今回の世界金融危機の影響で IMF の融資が急増する中、2009 年 4 月の G20 ロンドンサミットにおいて、NAB の借入枠を 5000 億ドルに拡充することが合意された。

14) IMF が経済調整プログラムを策定する際、その前提となるマクロ経済の枠組みは、ファイナンシャル＝プログラミングと呼ばれる (詳細は、別添参考)。なお、このモデルによれば、ある国の財政収支が悪化する場合には、その収支尻は必ず最終的には国際収支尻に現れることになる。従って、IMF が財政支援をするとは、IMF 協定の目的に抵触するものではない。

15) ただし 2009 年以降、構造政策は IMF 融資を引き出すための条件としないこととされた。

16) メキシコ政府は、ペソ建ての短期国債であるセテスの発行を抑制する一方で、事実上ドルリンクの短期債であるテソボノスの発行を増加させたが、このことも海外からの債券投資の急増の一因となった。

結果外貨準備が急減し、結果としてメキシコは1994年12月に変動相場制への移行を余儀なくされた。メキシコは、IMFに対しても支援要請を行い、翌95年2月には、IMFからの178億ドルのスタンドバイクレジット、米財務省の為替安定基金からの200億ドルのスワップ等を含め、総額528億ドルの国際的な金融支援策が決定された。さらに、このメキシコのテキーラ危機は、当時カレンシー・ボード制¹⁷⁾を採用していたアルゼンチンを始め、ブラジルやペルーなどの新興市場国にも波及することとなった。

この中南米危機は、適切なマクロ経済政策運営がとられていたにもかかわらず、市場心理の変化をきっかけに資本フローが急速に反転することによりもたらされる資本収支型の危機（あるいは21世紀型の危機）の最初の例であるといわれる。伝統的な通貨危機に比べて、この新しいタイプの危機は、次のようなプロセスをたどる。すなわち、まず短期資本の流入により需要が緩和され、金利が低下し、バブルの発生を促す。他方、その結果実質為替レートが上昇し、経常収支が赤字に陥る。その後何らかのきっかけで短期資本が流出に転じて、為替レートが下落し、それに為替介入で対抗しようとして外貨準備が急減する。実体経済面でも、不良債権が累積し、株、不動産等の資産価格も暴落に転じる。失業が増加し、成長率も下落する。

このテキーラ危機をきっかけとして、国家の流動性危機をいかに回避するかの議論がG7等の国際会議においてなされ、その結果、加盟国によるIMFに対する融資取極めである「一般借入取極め（GAB）」の参加国、利用可能額を拡充した「新規借入取極め（NAB）」が合意され¹⁸⁾、また、巨額かつ短期の資金ニーズに

より例外的な国際収支上の困難に直面する加盟国を支援するための、補完的準備融資制度（Supplementary Reserve Facility, SRF）という融資ファシリティが新たに創設される（ただし、2009年3月に廃止）など、いくつかの措置がとられることとなった。ただし、こうした新しいタイプの通貨危機に対して、従来からのIMFの処方箋が有効たり得たかどうか、その問題が先鋭化したのが、1997年に発生した東アジア通貨危機であった。

東アジアの場合も、1990年代には高い貯蓄率や、巨額の資本流入に支えられて、高い成長率を謳歌していた。この旺盛な資本流入を可能とした背景の一つに、東アジア各国が探っていた実質的なドルベッグ制という為替制度があったことは、注目されるべき点である。そもそも途上国が、自国通貨をドルなどの主要国通貨にベッグしようとする動機としては、マネーサプライよりも為替レートをアンカーとすることによる物価の安定と、海外の投資家にとって為替リスクを排除することによって資本流入の促進をはかろうとすることにあった。しかしながら、東アジア通貨のこの実質的なドルベッグは、90年代前半に米ドル自体が円や欧州国通貨等他の主要国通貨に対して上昇していったこと、巨額の資本流入に対してドルベッグを維持するために行われた為替介入（自国通貨売り・ドル買い介入）により外貨準備が増加する一方で、インフレ圧力が顕在化したこと¹⁹⁾等の理由により、結果として1995年以降実質為替レートの増価を招き、東アジア各国の輸出競争力を損なう結果となった。実際に95年から96年にかけて、東アジア各国の経常収支は、程度の差はある

17) 特定の外国通貨と自国通貨での公定平価を法定した上で、外貨準備によりベースマネーを100%カバーすることを義務付けた通貨制度。これにより、金融政策の独立性は放棄される。

18) これにより、IMFの借入枠は、それまでの170億SDRから340億SDRに倍增された。

19) 為替介入を行っても、その後ベースマネーを市場から吸収する不胎化が厳格に行われればインフレ圧力にはつながらないが、不胎化が不十分であったり、さらに不胎化を行った結果国内金利が上昇したりする場合には、より一層の資本流入を招き、インフレにつながる可能性が高くなる。

ものの中国を除いて悪化していたが、それを上回る短期の資本流入によって経常収支赤字がファイナンスされていた²⁰⁾。東アジアの場合には、前述したメキシコの場合と異なり、流入した資本の中身をみると証券投資というよりも、銀行貸し付けや非居住者による預金を含む「その他」に分類される投資が、その太宗を占めていた。ただし、経常収支の赤字が財政赤字に起因するものではなかったことは、メキシコ危機時と同様であった。

こうして、危機直前の東アジア諸国では、高い経済成長、実質的なドルベッグによって経常収支赤字を招いていたが、さらに、ドルベッグを維持するために、為替介入を繰り返した結果マネーサプライが増え、インフレが顕在化して、輸出競争力の一層の低下、経常収支赤字の増大を招いていった。さらに、流入した短期資本が、土地、株式といった資産に向かい、それらの価格を押し上げてバブル的な様相を呈した。銀行部門の脆弱性と相まって、通貨危機を招来する素地が確実に生まれつつあったといえよう。そして、1997年夏の通貨危機の発生とともに、これと全く逆の資本の動きが起こることになる。

タイでは、1995年以降経常収支赤字が高水準で推移していたが、他方でバンコク国際金融市場といったオフショア市場等を通じて外貨の調達が発達に行われ、取り入れた外貨が、金融会社（Financial Company）といわれるノンバンク等を通じてパーツ建てで国内の不動産市場等、証券市場に流れ込み、不良債権化していた。こうしたことを背景に、既に96年からパーツに対する圧力が高まっていたが、97年に入ってから、前年第4四半期の財政収支が赤字になったこと等をきっかけに、資本が流出に転じ、株式や土地価格が暴落する中で、ヘッジファンド等によるパーツ売りの投機が発生した。通貨

当局は、当初は介入により実質的なドルベッグ制を維持しようとしたが、結局同年7月2日にフロート制に移行し、同月29日にIMFに対して支援を要請することとなった。その後、8月11日に行われた東京における支援会合を経て、IMF、日本による各40億ドルの支援を含む、総額172億ドルの支援パッケージが合意された。しかし、その後もパーツは安定せず、首相の交代等の政変も経て、金融会社の抜本的な再編等が進められ、98年に入ってからやっとその安定を取り戻した。

1997年10月下旬になると、タイの通貨危機が台湾ドル、香港ドルにも波及し、11月には韓国に飛び火することになる²¹⁾。韓国では、それまで財閥系企業を中心とした輸出主導型成長を謳歌してきたが、過剰投資による銀行融資の不良債権化という問題が97年に入ってから表面化し、いくつかの財閥グループが破綻した。これに加えて、賃金上昇からくるインフレ、円安の影響もあり、経常収支が悪化していった。これをファイナンスしたのは、短期の銀行貸し付けに代表される資本流入であり、韓国政府の銀行部門に対する暗黙の政府保証を背景に、短期債務は1996年には韓国の対外債務の約3分の2を占めるに至った。ウォンに対する圧力に対抗するため、韓国の通貨当局は、為替介入と為替変動幅の拡大容認（1997年11月9日に、2.25%から10%に拡大）という措置をとったが、結果的に外貨準備が急落し、同月21日にIMFに対して支援を要請した。その後も欧米の銀行が韓国の債務の借り換えを拒否し始めたことなどを背景にウォンは安定せず、12月4日にIMF210億ドル、世銀と日本各100億ドルの支援を含む総額580億ドルの支援パッケージが合意され、12月16日には結局フロート制に

20) ドルベッグ以外の資本流入の背景としては、世界的な金利低下傾向、東アジア以外の地域における市場の縮小に加え、例えばタイのバンコク国際金融市場（Bangkok International Banking Facility, BIBF）といったオフショア市場の創設等に代表される、積極的な資本流入策が政策的に採られたことなどがあげられる。

21) 香港では、10月の23日、24日に株価が急落した。これに対して、香港当局は徹底的な介入で対抗し、結果的にカレンシー・ボードの防衛に成功している。

移行することとなった。19日に、IMFとの合意に批判的な金大中大統領が選挙で当選したこともあって、最終的にウォンが安定化したのは、主要な債権銀行が債権のロールオーバーに同意した年末になってからであった。その意味で、韓国の通貨危機は、伝統的な意味での経常収支危機ではなく、短期の銀行貸し出しのロールオーバーが可能か否かという、流動性危機の側面が強かったといえる。

インドネシアに関しては、通貨危機以前はやはり高い成長率を維持し、健全なマクロ経済環境のもとで通貨危機の兆しはなかった。しかしながら、従来からの民族的・宗教的対立という社会的不安定性に加え、特にインドネシアの場合には、民間の非金融部門の企業が直接外国銀行より借り入れる形で、短期の資本流入が累積していた。こうしたことを背景として、タイの通貨危機の発生がインドネシアにも伝播し、短期資本が流出に転じたことで為替に圧力がかかり、株価も下落した。当初はタイ、韓国と同様、インドネシアの通貨当局も為替介入で対応しようとしたが、1997年の8月14日には、変動フロート制に移行した。しかしルピアは安定せず、9月下旬には急落することになる。結局、インドネシア政府は10月8日にIMFに支援を要請し、同月31日にIMF100億ドル、日本50億ドルの支援を含む総額約400億ドルの支援パッケージが合意された。なお、この時合意されたIMFプログラムには、緊縮的な財政、金融措置に加えて、16の銀行を直ちに閉鎖し、大口預金者には払い戻ししない等の急進的な構造改革が含まれていた。その後しばらくルピアは安定したものの、年が明けて1998年1月に再び圧力がかかり、大幅な下落にみまわれた。その後のルピアの推移をみると、インドネシアの通貨危機は、スハルト大統領の後継者問題や、カレンシー・ボード創設に関する大統領と中央銀行総裁との対立に象徴される、政治的な不安定性が、ルピア暴落の大きな原因となったことにその特徴があったといえよう。

4月にはIMFとの間で財政引き締め策を緩和した改訂プログラムが合意されたが、5月に発表された燃料補助金の削減、生活必需品に対する統制撤廃をきっかけとして、学生暴動が発生し、同月21日にスハルト大統領が退陣するに至った。その後、6月の国際銀行団とインドネシア政府との間で借り換え交渉の合意が成立し、ルピアはやっとその安定を取り戻すことになる。

以上述べたように、1997年から98年にかけてアジアを襲った通貨危機は、必ずしも財政政策を始めとするマクロ経済政策が不健全ではなかったにもかかわらず、短期資本の動きが急激に流出に転じる中で、通貨に下落圧力がかかり、それが他の国にも伝播したという意味で、従来の経常収支型の危機ではなく、資本収支型の危機であったといえる。確かに、短期資本の反転が、ファンダメンタルズの悪化や、政治不安をきっかけとして起こったのは事実であるが、そもそも短期資本の流入自体がバブルを引き起こし、ファンダメンタルズの悪化を招いたのであるから、やはり従来型の通貨危機とは、その背景、構造において、かなり質を異にしたものであったといえよう。こうした新型の通貨危機に対して、IMFは従来と同様、極めて緊縮的なマクロ経済政策と、為替の大幅な切り下げによって対応しようとした。しかし、そもそも経常収支赤字の原因が財政赤字ではない場合には、財政を引き締めても経常収支改善効果は限定的であり、かつ金融引き締め政策と相まって、マクロ経済のデフレ傾向を必要以上に強める可能性が高い。金融の引き締めは、アジア通貨危機の際には短期資本の流出阻止を目的として行われたが、そもそも海外の債権者が、債務者の流動性に疑念を有している場合には、金利引き上げによる債務者の資金繰りの悪化への懸念から、むしろ資本流出が加速する可能性がある。さらに、構造問題、特に金融セクターが脆弱であったことが危機を増幅させたことは事実であるが、構造問題が経常収支悪化の直

接の原因でない以上、あまりに急激な金融セクター改革等の構造改革の実施はかえって資本流出を促進し、インドネシアでみられたように、政治的な不安定性をも惹起しかねない。従って、こうした資本収支型の危機に対しては、従来からの緊縮的なマクロ政策一辺倒ではなく、むしろ短期の流動性供給に重点をおいた対応策の方が適切であり²²⁾、さらに場合によっては投機的な資本移動に対する一時的な規制措置が、より効果的な場合もあるのではないかと思われる。

例えば、マレーシアの例をみると、通貨危機以前には他の東アジア諸国と同様、欧米日の機関投資家による証券投資、ラブワン島のオフショア金融センターを通じた外国銀行からの短期借入が急増し、不動産市場への資金流入がみられていた。1990年代前半には、為替介入によって通貨高圧力に対抗しようとしたが、ドルの増価に伴って、結果としてリングgitの実質レートも上昇していった。これらを背景に、マレーシアにも通貨危機の影響が波及し、1997年9月にはフロート制に移行する。マレーシア政府は、当初政府支出の削減、民間投資の抑制等の総需要引き締め策で事態を乗り切ろうとしたが、その後の景気の落ち込みや資産価格の下落が深刻となったことから、翌1998年9月には金融政策のスタンスを緩和に転換するとともに、直接投資以外の海外からの流入資本の1年間の流出禁止、オフショア銀行間でのリングgit取引の禁止、海外からのリングgit建て資産の移転の禁止等を含む短期資本規制措置を導入した。同時に、ドルにペッグする固定相場制に為替制度を変更し、結果としてIMFに支援を要請することなく、危機を乗り切った。また、

タイ、インドネシアと同様非効率な金融セクターを抱えていた中国においては、もともと中国への流入資本が証券投資よりも息の長い直接投資であったという事情に加え、従来からの資本規制を維持することにより、実質的な固定相場制の維持に成功している²³⁾。

さて、2008年秋に発生した世界的な金融危機の中で、IMFはその機能を大きく強化しようとしている。今回の金融危機の影響を受け、世界各国の資本市場は深刻なドル流動性不足に直面した。これに対しては、米国の中央銀行たる連邦準備理事会が、欧州中央銀行（ECB）、スイス国民銀行、日銀、イングランド銀行等、主要14カ国の中央銀行と通貨スワップ協定を締結して、各中央銀行がドル供給オペを行うための原資となるドル資金を供与する仕組みを設定したほか、我が国の麻生総理（当時）がいち早く、2008年11月のワシントンG20サミットでIMFの資金基盤強化の必要性を訴え、最大1000億ドルの融資をIMFに対して行う用意のあることを表明した。日本のこうした意図表明を受け、その後、米国（1000億ドル）、EU（750億ユーロ）等がそれぞれ融資枠を増額する表明を行い、中国（500億ドル）、ロシア、ブラジル、インド（各100億ドル）も債券購入の形でIMFの資金基盤の増強に協力するなど、加盟国からの融資によるIMFの資金基盤拡充は、国際的に大きな流れとなった。結果として、翌2009年4月のロンドンG20サミットで、これらバイの融資計2500億ドルを、将来的に拡大された新規借入取極（NAB、脚注13）参照）に組み入れることとし、NABの規模を最大5000億ドルに拡充するとともに、IMFに対する特別引

22) この点、IMF等国際機関から供給される流動性のみならず、民間債権者（金融機関および一般の債権者）に対してロールオーバーを働きかける等、民間セクターの関与（Private Sector Involvement, PSI）も重要な論点となる。PSIに関する最近のユーロ圏の動きにつき、脚注38）参照。

23) 理論的に、自律的な金融政策、自由な資本移動、安定的な為替レートの3者は同時に達成することは不可能で、少なくともこのうちのどれか1つを犠牲にすることで、他の2者が成立する（国際金融のトリレンマ）。この観点からは、通貨危機に対しては、タイ、韓国、インドネシアは為替の安定性を、中国、マレーシアは自由な資本移動を、香港は自律的な金融政策を放棄することによって危機に対応したとされる。

出権（SDR）をあらたに2500億ドル配分することで、IMFの資金基盤をそれまでと比べて3倍増となる7500億ドルまで拡充することが合意された。その後、NABは最終的に6000億ドルの規模となり、現在各参加国の国内手続きが進められている。（以上、参考6）他方、SDRの新規配分についても、IMFにおける総務投票で85%以上の賛成を得て発効し、2009年8月28日に実際の配分が行われた²⁴⁾。これに加えて、IMFに対する出資（クォータ）に世界経済における加盟国の相対的地位を適格に反映させるというガバナンス向上の観点から、クォータ改革の議論がこれまで行われてきた²⁵⁾が、この議論の中で、IMFがその役割を十分に果たしうよう、自己資本を拡充するための増資に関しても議論が進められ、2010年12月15日に加盟国間のシェアを調整するとともに出資額を倍増（4,768億SDR、約7,339億ドル）するための決議が、総務会で承認されたところである。

また、こうしたIMFの資金基盤強化に加え、その融資スキームに関しても、融資の迅速性、規模増大の必要性、コンディショナリティーのあり方等を巡り議論が行われ、結果的に2009年春に、IMFの融資制度が大きく改革されることとなった。具体的には、経済ファンダメンタルズが強固であり、優れた経済運営実績を有する国に対して、コンディショナリティーを課すことなく引出しが可能であり、かつ利用限度額の上限を定めない、フレキシブル・クレジットライン（Flexible Credit Line, FCL）と呼ばれる新たな融資制度を創設し、危機対応のみならず危機予防機能を大幅に強化することとした。また、既存のスタンド・バイ取極等の融資制度に関しても、アクセスリミットが引き上げられ、また構造調整に関する基準を引出し条件としては設定しないこととする（脚注15）参照）など、

全体としてIMFの融資制度をより現実的なものとし、かつ柔軟に活用しやすくする方向での改革が図られている。

なお、2010年に入ってから、先進国の緩和的な金融政策の継続や、リスク選好の復活等を背景として、先進国から新興国への資金流入が大きく増大している。資本流入自身は、新興国の成長のために必要な要素であるが、他方で通貨高圧力、資産バブル、さらには急激な資本流出をも生み出す、両刃の刃ともなりうる。これに対して、10月以降タイ、ブラジル、韓国等で、海外からの債券投資に対する源泉徴収税や金融取引税、銀行の対外借入に対する負担金などの、資本規制・マクロ健全性政策がとられ始めてきた。この問題は、11月のG20ソウルサミットでも取り上げられ、外貨準備のレベルが適切であり、為替レートが過大評価されている新興国は、注意深く設計されたマクロ健全性措置の採用も考え得るとされた。（サミット文書パラ6）こうした議論を受け、IMFでも、いかなる状況下で資本規制が正当化されるか、資本フローに関してIMFの果たすべき役割は何かの議論が行われている。

従って、今後は、経常取引のみならず、今回の金融危機においてみられたようなグローバルな資本取引、フローをIMFがどうモニターし、どういった観点から関わっていくのか、さらには金融機関の流動性枯渇や、システム上重要な金融機関の破綻等によって引き起こされる国際金融システム全体の不安定化という問題にどう取り組んでいくかが、IMFにとっての大きな課題となる。必要に応じ、IMF協定第1条の目的規定の見直しも含め、IMFの責任、機能に関するより抜本的な議論が望まれるところである。

24) 現在SDRの累積配分額は2040.6億SDR、うち先進国に対する配分額は1237.3億SDR、新興国・開発途上国に対する配分額は803.3億SDRとなっている。

25) 2009年9月のG20ピッツバーグサミット的首脳声明では、「過大代表国から過小代表国への少なくとも5%の、ダイナミックな新興国・途上国へのクォータ・シェア移転にコミットしている。」という文言が盛り込まれた。

Ⅳ．東アジアにおける地域金融協力

アジア通貨危機後の1999年になると、多くの東アジア諸国で、早くも経済の回復基調が顕著に現れるようになった。ばらつきはあるものの、成長率もすべての国でプラスに転じ、物価上昇率も沈静化した。外貨準備のレベルも回復し、対外短期債務比率も大きく改善した。これは、為替レートの大幅な減価によって輸出が大きく拡大したこと、適切な財政、金融政策が実施されたことなどがその背景にある²⁶⁾。しかしながら、通貨危機の経験を踏まえ、今後同様な通貨危機の発生を防止、対処するために、東アジア域内においていかなる金融協力が可能であるかが、危機後の一つの大きな課題となっていた。

実際、東アジア地域では、経済の相互依存関係が確実に高まってきている²⁷⁾。こうした相互依存の深化に加えて、WTOにおける貿易自由化の進展が、必ずしも当初の期待通りのスピードで進展しなかったこと、さらに欧州においては、1999年に共通通貨ユーロの導入という革新的な動きがあったこと等を背景として、地域主義は、2000年代に入るとアジアのみならず、全世界的に大きな潮流となった。特に東アジアにおいては、上述したようにアジア通貨危機に際してIMFが示した処方箋が、必ずしも資本市場型の危機に対して適切なものではなかったという認識が生まれたことも、ひとつの大きな契機となった。

既に1990年代に入ってから、アジア地域に

経済、金融を議論するためのいくつかのフォーラムが設置されていた。アジア太平洋経済協力(APEC)大蔵大臣会議、アジア・ヨーロッパ(ASEM)大蔵大臣会議、ASEAN+3(日本、中国、韓国)大蔵大臣会議、マニラフレームワーク会合等がそれである。これらのうち、域内の通貨・金融メカニズムの議論が一番具体的な形で進展したのが、ASEAN+3の場合である。このASEAN+3は、アジア通貨危機が発生した1997年12月に、初めて日中韓の首脳がASEAN側に招待を受けたことに端を発する。翌98年に、中国からの提案を機に、ASEAN+3の枠組みが、財務大臣プロセスにも広がることとなり、それ以降、ASEAN+3財務大臣プロセスは、1999年4月にマニラで初会合を開いて以来、積極的に金融協力のイニシアティブを推進してきた。

従来は、通貨危機が発生するたびにIMF等の国際機関や各ドナー国が、支援国会合という会議にその都度参集し、その場で、各国、各機関が資金支援額をブレッヂすることによって危機に陥った国のファイナンシャルギャップを埋める努力を行ってきた。しかしながら、今後はこのようなアドホックな対症療法ではなく、高い貯蓄率に裏付けられた東アジア域内のリソースを活用して、事前に危機を防止する、あるいは危機が発生した場合には迅速に対応するためのメカニズムを確立したいという期待がASEAN+3諸国の間にあった。この観点からは、アジア諸国の中には、1997年秋に我が国が提

26) なお、我が国の貿易収支の動向を見ると、東アジアの回復プロセスにおいて、東アジア各国からの輸入拡大を通じて我が国が積極的な役割を果たしたことがわかる。

27) 例えば、2008年の域内輸出(カッコ内は輸入)比率は、EUが66(61.9)%, NAFTAが48.7(33.7)%, それに対して東アジア(ASEAN+3に香港を加えたベース)では39.3(43.5)%であり、他地域に比べても、東アジア域内の貿易依存度は相当程度にまで高まっている。

唱したアジア通貨基金構想（Asian Monetary Fund, AMF）のような具体的なメカニズム²⁸⁾を希望する国もあったが、日中韓の財務、通貨当局間では、2国間の通貨スワップ取極めのような穏やかな協力から始めることが適当であるとの判断で一致した。さらに、1999年11月にマニラで行われた第3回 ASEAN+3 首脳会談において、通貨・金融分野における自助、支援メカニズムの必要性に関して、首脳間で合意が形成されたことを受け、翌2000年5月にタイのチェンマイで開かれた ASEAN+3 蔵相会議において、既存の国際的な制度を補完する域内の金融アレンジメントとして、いわゆるチェンマイ・イニシアティブ（Chiang Mai Initiative, CMI）が合意された。これは、

- ①当時既に存在していた ASEAN 諸国内でのスワップアレンジメント（ASEAN Swap Arrangement, ASA）の参加国を、それまでの5カ国から10カ国に増やし、コミットメントの総額もそれまでの2億ドルから10億ドルに拡充すること、
 - ②新たに日中韓と ASEAN 諸国との間で、2国間のスワップ取極めのネットワーク（Bilateral Swap Arrangement, BSA）を構築すること、
- の二本柱からなっていた。

特に、チェンマイ・イニシアティブの新しい柱であった BSA は、国際収支支援もしくは流

動性支援が必要となった被支援国に対して、参加国が有する外貨準備を通貨スワップという形で供与する²⁹⁾ ことにより、短期の資金支援を行うための仕組みであり、あくまで IMF の支援を含む既存の国際的な資金支援制度を補完するものであるとされた。取極めにおける引出し上限額は、それぞれの2国間交渉によって決定されるが、実際の資金支援は、スワップ供与間の協議に基づき、各供与国が協調して資金支援を行うこととされた³⁰⁾。ただし、支援が行われる際の判断の根拠となるべき域内の経済サーベイランスが、ASEAN + 3 において未だ確立していなかったために、実際のスワップ協定の発動は、IMF のサーベイランスに依拠することとした。具体的には、IMF の融資制度（スタンバイ・クレジット、EFF、もしくは CCL）が発動される場合、もしくは極めて近い将来発動されることが確実に見込まれる場合に、2国間スワップ取極めに基づき、資金支援が実施される。ただし、スワップ発動国が直面している問題が短期の流動性の問題であり、IMF の経済調整プログラムを必要とするような危機ではないと判断される場合には、各アレンジメントの引出し上限額の10%までは、IMF プログラムとのリンケージなしに引出し可能とされた。

チェンマイ・イニシアティブの特徴は、第一に、急激な資本流出により外貨支払いに支障を来すような通貨危機が起こったときに、IMF 支援を補完する形で外貨準備を短期的に融通することにより危機に対応することに目的があった

28) AMF 構想においては、AMF は独立の事務局を有し、通貨危機を未然に防止するために平時よりサーベイランスを行うとともに、通貨危機が発生した場合には、IMF の支援を量的に補完する形で貢献を行うこととされていた。結局 IMF との重複、被支援国のモラルハザード等の観点からの問題点が指摘され、現実のものとはならなかった。ただし、域内のサーベイランスの枠組としては、アジア地域を中心に14カ国の間でマニラフレームワークが新たに合意され、1997年11月から2004年11月まで、年2回マクロ経済政策等に関して活発な議論が行われた。

29) したがって、わが国の場合には、外国為替資金特別会計がスワップ取極の契約者となる。

30) 実際の発動にあたっては、例えば我が国の外貨準備から米ドルを供与する代わりに、スワップ発動国の通貨を受け取り、一定期間後にそれを買い戻すというオペレーションとなる。なお、全く同じ仕組みの取極めを中国、韓国とも締結することにより、必要なときには日中韓が協力して、被支援国に対して同時にドル供与を行うことが可能となる。その意味で、当初のチェンマイ・イニシアティブは、完全なパイの協力でも、マルチの協力でもない、その中間的な形態での協力の仕組みであったといえる。

ことである。しかし、それと同時に、こうした東アジア域内での通貨スワップのネットワークを確立することにより、そもそも短期資本の極めて流動的な動きを牽制するという意味で、危機予防策という機能を果たすことも期待された。第二に、チェンマイ・イニシアティブによって供与される資金は、その用途において特に制限はなく、例えばスワップ発動国が通貨防衛のために為替介入を行う際の原資にもなり得る。従って、現在の東アジアにおいて為替介入が主として米ドルで行われている実情を踏まえると、チェンマイ・イニシアティブによる供与資金は当面のところ米ドルとなっている。第三に、スワップが発動されたら、発動国には市場ベースでの金利が課される。従って、チェンマイ・イニシアティブは政府開発援助（ODA）ではなく、新しいタイプの非 ODA 協力の一つの形である。

チェンマイ・イニシアティブはその後、ASEAN+3 諸国の中の 8 カ国（日中韓とインドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール及びタイ）の通貨当局間で BSA が締結され、2009 年 12 月時点で計 16 本、総額 640 億ドルの通貨スワップネットワークが構築された。その過程で、IMF プログラムとのデ・リンケージ割合が 10% から 20% に引き上げられたが、さらに通貨スワップの発動をより迅速、円滑なものとするために、2007 年 5 月に京都で開催された ASEAN+3 財務大臣会議において、それまでは二国間の取極めであった BSA を一本の多国間契約に基づく仕組みとする（チェンマイ・イニシアティブのマルチ化）ことが合意された。結果的に、2009 年 12 月に ASEAN+3 各国の財務大臣・中央銀行総裁が、チェンマイ・イニシアティブのマルチ化のための契約に署名し、2010 年 3 月に、総額 1200 億ドルとなるマルチ

のスワップ網が発効した³¹⁾。今後は、今般の世界金融危機の経験を踏まえ、前述のように IMF において危機予防機能を強化するための融資制度の抜本的な改革が行われたことに応じて、チェンマイ・イニシアティブにおいてもいかに危機予防機能を付与拡充するか、また、資金基盤を強化した IMF との協調を具体的にいかに構築するか、さらに、域内サーベイランスをいかに充実させるのかが大きな課題となろう。

なお、この最後の点、すなわちチェンマイ・イニシアティブを実効ならしめるための域内経済サーベイランスに関しては、前述のようにチェンマイ・イニシアティブ自身当面 IMF のサーベイランスに依拠する仕組みとなっているが、2002 年以降、ASEAN+3 においても、域内の経済情勢に関する政策対話が行われてきた。さらに、ASEAN+3 各国に対して域内の経済状況の監視、分析を提供することにより、マルチ化されたチェンマイ・イニシアティブの適切な運営に資することを目的として、ASEAN+3 マクロ経済リサーチ・オフィス（ASEAN+3 Macroeconomic Research Office, AMRO）を設立することが 2010 年 5 月の ASEAN+3 財務大臣会議で合意され、2011 年にその活動を開始することが期待されている。

チェンマイ・イニシアティブと並んで、ASEAN+3 の枠組みで発展してきたもう一つのイニシアティブに、アジア債券市場育成イニシアティブ（Asian Bond Markets Initiative, ABMI）がある。アジア通貨危機の一つの背景として、アジア諸国がドル等の域外国のハードカレンシーを短期で借入れ、自国通貨建てで国内の中長期の融資に向けていた（例えば、タイの金融会社などが好例）ことがあった。（いわゆる、

31) マルチ化されたチェンマイ・イニシアティブのもとでのスワップの発動は、あらかじめ規定された集団的な意思決定プロセスを経て、加盟各国が事前にコミットした外貨準備をスワップ発動国に供与することになる。ただし、あくまでもチェンマイ・イニシアティブは短期の流動性に対応するためのものであること、既存の国際的枠組みを補完するものであること、という基本的な目的に変化はないことが加盟国間で確認されている。なお、総額 1200 億ドルの内、日中韓のコミットメントは 960 億ドル、（日本と中国（香港を含む）がそれぞれ 384 億ドル）、ASEAN 側のコミットメントが 240 億ドルとなっている。

為替と期間のダブルミスマッチ）この観点からは、今後通貨危機を招来しないために、そもそも東アジア諸国の豊富な民間貯蓄を、欧米の金融機関を経由することなく現地通貨建てで域内の中長期の健全な投資に活用することが有効であり、そのために、域内の債券市場を積極的に育成していこうという考え方がありうる。チェンマイ・イニシアティブが、将来通貨危機が再度発生したときに、東アジア域内の外貨準備（米ドル）を通貨スワップという形でお互いに融通する形で危機に対処しようという金融協力の枠組みであるのに対して、アジア債券市場育成イニシアティブは、通貨危機を再度招かないという予防的目的で、域内に存在する豊富な貯蓄を直接域内の投資に転化するために、現地通貨建て債券市場を育成、発展させようとするものである。従って、チェンマイ・イニシアティブは、あくまでもドル基軸通貨体制を補完、強化しようとする枠組みであるのに対して、アジア債券市場育成イニシアティブは、米ドルを介在させないで、域内で資本の還流を完結させるという目的からして、現在のドル基軸通貨体制とはある一定の距離を置いたシステム構築のための試みであるともいえる。このイニシアティブのもとで、これまでアジア開発銀行等の国際機関や、我が国の国際協力銀行（JBIC）等の政府系金融機関による現地通貨建て債券の発行等、債券の発行体、債券の種類の多様化、市場インフラの整備等の取り組みが進展し、結果的に域内の現地通貨建て債券市場の規模も、大きく拡大してきた³²⁾。

今後は、このイニシアティブのもとで、現地通貨建て債券の供給、需要の促進、規制の枠

組みや債券市場関連インフラの改善といった取り組みが継続される。例えばアジアの企業が発行する債券を保証するための「信用保証・投資ファシリティー」（Credit Guarantee, Investment Facility, CGIF）の設立³³⁾や、各国の規制や基準、市場慣行の調和に向けた議論を行う官民フォーラムの設置などの具体的な成果も進展しつつあり、このイニシアティブがさらにアジアの安定的な成長に向け、積極的な役割を果たすことが期待される。

ただし、1997年のアジア通貨危機を契機に発展してきた上述のようなASEAN+3における金融協力、特にチェンマイ・イニシアティブのような具体的な金融協力メカニズムが、今後さらに通貨協力のための枠組みとして進化していくためには、金融市場の統合よりも、むしろ財市場の統合が先行する必要があると思われる。すなわち、東アジア域内におけるモノ、ヒト、サービスの移動が自由化し、さらにこうした実物取引、資本取引が米ドルではなく、域内通貨で行われるようになって、初めて域内通貨同士の為替変動を安定化しようという現実的な要請が生まれるのであり、通貨市場における具体的な協力、さらには統合に向けてのさらなるモメンタムが生じることになる³⁴⁾。実際問題として、1999年に共通通貨ユーロの誕生を見たユーロ圏においても、まず1968年の関税同盟の完成という形で、財市場の統合、すなわちモノの域内移動の自由化からすべてのプロセスが始まっている³⁵⁾。他方、通貨協調の面では、1972年にいわゆる「トンネルの中の蛇」といわれる欧州共通為替マージンアレンジメントが発足した

32) 日本を除くASEAN+2の現地通貨建て国債、社債の発行残高をみると、1997年の3495億ドルから、2009年9月には4兆830億ドルへ急増している。

33) 債券発行による資金調達に困難なアジアの企業の信用力を高め、債券発行を円滑化する目的で保証を供与するもので、2010年11月25日に、アジア開発銀行の信託基金として7億ドルの規模で設立された。

34) 前述のように、現在の東アジアにおける為替介入が主として米ドルで行われている実情を踏まえ、チェンマイ・イニシアティブによる資金供与は当面のところ米ドルとなっているが、将来的に米ドル以外の通貨、例えばアジア通貨を互いに融通するメカニズムに転化する可能性は、必ずしも排除されていない。

35) ヒトの域内移動に関しては、1985年のシェンゲン協定及び1999年のアムステルダム条約の発効で自由化された。

が、76年にフランスが脱退するなどで崩壊した。その後、1979年に欧州通貨制度（European Monetary System, EMS）が設立され、対ドルではなく欧州通貨間の為替の許容変動幅を設ける

（原則上下2.25%）とともに、参加国に対して無制限の介入義務を課すメカニズムが導入され、これが20年後の1999年に、最終的に共通通貨ユーロの導入に結びつくこととなった。

V. 共通通貨ユーロとラトビア・ギリシャ問題

最適通貨圏の議論によれば、お互いの経済構造が同質的であり、外生ショックによって対称的なインパクトをもたらす場合や、生産要素市場が統合されている場合には、価格や賃金が下方硬直的であっても、為替変動によって不均衡を調整することは困難になり、ひとつの通貨圏の生成が正当化されることになる。しかしながら、現実の最適通貨圏の範囲をめぐることは、最近のラトビア、そして現在危機に陥っているギリシャの経験が、我々に多くの教訓を与えてくれているように思われる。

まずラトビアは、他のバルト国とともに、2004年にEUに加盟し、翌年ERM2に参加して、ユーロ導入を目指してきた。その後対内直接投資の増大を背景に、高い成長率を維持してきたが、貿易赤字の拡大に伴い経常赤字が大きく増大したことに加え、2008年秋以降金融危機の影響が深刻化した。銀行救済のための流動性供給等の措置により、ラトビアの財政状況は急速に悪化し、資本収支も一気に流出に転じた。通貨防衛のための為替介入により外貨準備も減少し、最終的にIMFに支援を要請するに至った。結果として、同年12月にEU31億ユーロ、IMF17億ユーロを含む、計75億ユーロの支援パッケージが成立したが、その過程で、ラトビアの通貨制度についての議論がなされた。主としてラトビアが過大評価されたレベルに自国通貨をペッグし続けるべきかどうかという点であったが、結局ラトビア当局およびEU側の強い

要請もあり、通貨を切り下げて競争力を回復するという手段はとらずに、賃金の引き下げ、厳しい財政支出の削減等、いわゆる国内的減価（internal devaluation）によって、経済を立て直すことになった。その理由としては、9割が外貨建てであった対外債務の存在、エストニア、リトアニア等他のペッグ制採用国への波及の怖れのほかに、脱露入欧という強い政治動機から、あくまでラトビア政府がユーロ導入という目的にこだわったことが大きな原因としてあげられる³⁶⁾。今後、IMFプログラムの下で、厳しい経済緊縮努力が続くが、果たして通貨による対外的調整手段を放棄して、実体経済のみによる経済調整措置がスムーズに効果を挙げるかどうか、注目すべきところである。

ラトビアは、まだユーロに加盟していない段階での通貨政策の選択にかかるケースとして興味深い。ユーロ加盟後に危機を招いたのがギリシャのケースである。ギリシャでも、2001年にユーロを導入後、通貨安定を背景に、海外からの資本流入が加速化した。しかし、それと同時に労働コストが急上昇し、競争条件が悪化し、経常収支赤字が急拡大（2007年には△14.7%）した。さらに金融危機以降景気が急速に落ち込む中で、財政赤字も拡大したが、2009年10月の政権交代を機に、前政権における統計上の不備等を理由に財政赤字の実績、見通しが大幅に上方修正（2009年△3.7%→△12.5%、実績は△13.6%）されたこともあり、2010年1

36) ユーロ導入のためのマーストリヒト基準では、ほかの加盟国の通貨に対して切り下げを実施することなく、少なくとも2年の間、欧州通貨制度の為替相場メカニズムで定められた通常の変動幅を守ることとされている。

月以降債券市場が不安定化した。さらに格付け会社が、2009年12月に引き続き2010年4月にギリシャ国債を相次いで格下げするなか、同年5月19日の約85億ユーロのギリシャ国債償還を控え、それに先立つ4月23日にIMFとEUに対して正式な支援を要請するに至った。（ギリシャは、2010年に借換えを含めて約530億ユーロの国債発行を計画している。）これを受けた関係者による精力的な協議の結果、ユーロ圏・IMFによるギリシャへの支援パッケージ（3年間で総額1100億ユーロ。うち、ユーロ圏800億ユーロ（初年度は300億ユーロ）、IMF300億ユーロ）の内容が5月2日に公表された。

これに基づき、EU側では、5月7日、ユーロ圏加盟国首脳会合が開催され、ギリシャ支援パッケージが決定された。その内容は、要約すれば次の通りである。

- ①ギリシャに対し、ユーロ圏から800億ユーロ（IMF支援と合わせて1100億ユーロ）の財政支援を行うことを再確認する。ギリシャへの資金供給の第一弾は5月19日より前に行われる。
- ②現在の危機対応策として、各加盟国が財政健全化に取り組み、遅くとも6月までに財務相理事会がそれを評価する。また、EUの金融安定のための「欧州安定化メカニズム」

を創設するため、5月9日（日）の臨時の財務相理事会に欧州委員会が案を提出する。

- ③ユーロ圏の協調的な経済政策の実現策（経済ガバナンス）としては、欧州委員会が、ユーロ圏加盟国の統一的な経済政策の立案及び監視に関する提案を5月12日（水）に行う。
- ④金融市場への規制と投機的な活動への対応策としては、ソブリン債に対する最近の投機的な動きへの対応など、金融規制について6月の欧州理事会で議論する。

上記②を受け、財務相理事会は、9日未明緊急の会議を開催し、総額7500億ユーロにのぼる、ユーロ加盟国に対する資金繰り支援³⁷⁾のための「欧州金融安定化メカニズム」を決定した。これは、ユーロ圏諸国による4400億ユーロの欧州金融安定化ファシリティ（European Financial Stability Facility, EFSF）³⁸⁾及び600億ユーロ規模の欧州金融安定化メカニズム（European Financial Stabilization Mechanism, EFSM）計5000億ユーロからなるが、それに加えて、国際通貨基金（IMF）からも既存の融資制度を通じて各国ごとに支援を実施することにより、最近のIMFと欧州との取極めにおおむね比例した支援規模（2500億ユーロ）の支援が想定されている³⁹⁾。また、上記③の経済政策協調に関しては、6月30日

37) 加盟国の制御を超える、例外的に困難な状況を前提としている。（リスボン条約第122条）

38) メカニズム参加国が特別目的会社（SPV）を設立し、参加国による政府保証を付与することによって、市場から資金調達を行うこととされ、その後2010年6月7日に、SPVがルクセンブルクに設立された。なお、このEFSFは、2013年6月まで3年間の時限付メカニズムとされているが、これを恒久的な「欧州安定化メカニズム」（European Stabilization Mechanism, ESM）に転換するため、欧州理事会は2010年12月17日に、リスボン条約を改正することに合意した。この関連で、同年11月28日にユーログループから出されたステートメントによれば、ESMにおいてはケースバイケースで民間セクターの債務者の参加を求めるとされ、具体的には2013年6月以降発行されるユーロ圏の国債に、集団行動条項（CACs）を導入するとしている。

39) 欧州金融安定化メカニズムを活用したパッケージ第1号として、2010年11月28日に、アイルランドに対する欧州・IMFによる総額850億ユーロの支援プログラムが発表された。うちEFSM、EFSM（及びバイの融資）、IMFが各225億ユーロを負担し、アイルランド自身が175億ユーロを負担する。また、850億ユーロのうち350億ユーロが銀行システム支援に、残り500億ユーロが財政支援に宛てられることとなる。ただし、ギリシャのケースと違い、アイルランドの財政赤字（2010年の見直しは対GDP比△32%）の主因は、不動産バブルの崩壊と世界的な景気後退の影響で多額の不良資産を抱えた銀行セクターの救済である。従って、アイルランドに対するプログラムにおいては、銀行の資本増強及び再構築が、財政再建策と並んで大きな柱となっている。なお、IMFは、アイルランドに対するEFFプログラム（3年間で225億ユーロ。クォータ比2322%）を、同年12月16日の理事会で承認した。なお、この過程で、銀行セクターの優先債券のヘアカットの必要性が議論されたが、他国へのスビロオーバーの懸念等から、結局ヘアカットは行われず、結果として銀行債務のリストラには手を付けずに、救済パッケージが決定されることとなった。

に、欧州委員会が、マクロ経済不均衡の拡大を防ぐための警告・是正メカニズムの導入、債務残高の管理強化、財政政策の相互評価等の措置を含む、政策協調の強化のための具体策を提案した。

これに加え、欧州中央銀行によるユーロ加盟国の国債買い入れ及び長期（6ヶ月物）資金供給オペの実施、そして、日米欧中央銀行間の通貨スワップによるドル供給策等、中央銀行間の協調措置も、相次いで打ち出された。（以上、参考7）

他方、IMF側も、ギリシャへのSBAプログラム（3年間で300億ユーロ。クォータ比3, 212%）を10日の理事会で承認した。その経済調整プログラムの概要は、次の通りである。

- ①財政の持続可能性の回復。財政健全化プログラムを前倒ししたスケジュールで着実に進めていき、2009年の財政赤字対GDP比△13.6%を2010年に△8.1%、2014年は△2.6%に抑制する。そのため、年金や公的部門賃金の抜本的な改革や、付加価値税の税率引上げ（21%→23%）、徴税強化等に取り組む。
- ②対外的競争力の向上。構造改革として労働市場の柔軟性や競争力の改善、公的企業の縮小に取り組む。
- ③金融機関の安定の確保。100億ユーロ規模の金融安定化基金を設立し、必要な際に金融機関への資本注入が可能となるシステムを整備する。

さて、ユーロに関しては、金融政策は一元化しても、財政政策は各国が主権の下に行使するという、マクロ経済政策の二元性がよく指摘される。確かに、通貨同盟を安定化させるためには、加盟回問の財政資金の移転が最終的に必要であるとする論者も多い。しかしながら、ギリシャ問題を、単にユーロ加盟国の過剰財政赤字の問題であるとのみ認識すべきではない。より根本的には、2000年以降雇用者報酬が物価上昇率を大きく上回るペースで上昇し、単位当り

労働コストも増加を続けた結果、ギリシャの競争力が大きく低下したという構造問題が重要である。（参考8）ユーロ導入後は、当然のことながら為替レートを通じた不均衡調整は不可能となり、加盟国間では、ドイツの経常黒字が拡大する一方で、ギリシャ等他のユーロ加盟国の経常赤字は急拡大した。一般的にいつて、構造問題を監視するメカニズムはユーロ圏には存在せず、ギリシャを始めユーロ加盟各国は、ユーロ加盟による低利の資金調達力と、強い購買力というメリットを享受する一方、生産性向上のための構造改革努力を促すインセンティブは働いてこなかった。

理論的には、相対的に高成長を遂げている国の実質為替レートには、上昇圧力がかかる。（バラッサ＝サムエルソン効果）その結果、輸出競争力が阻害されることになるが、実質為替レートの増価を緩和するためには、名目為替レートの減価か、相対的な物価上昇率の低下が必要となる。言うまでもなく前者は通貨同盟への参加によって不可能な選択肢となり、実際には後者のマクロ経済緊縮策（Internal Devaluation）のみが可能な政策手段となる。その意味で、今回のラトビア、ギリシャの経験を見ると、共通通貨圏を維持するためには、単に金融政策を一元化し、経済政策に関して協調を強化するのみならず、中長期的に生産性を改善するための構造政策が不可欠であることが明白になったことが重要であろう。

なお、この観点からは、マーストリヒト基準に規定されているインフレ基準（CPIがEU内で最も低い3カ国の平均の1.5%以内であること）と、為替基準（少なくとも2年間、ERMの通常の変動幅にとどまっていること）との間にはそもそもコンフリクトがありうる。名目為替レートが貿易財の物価上昇率格差で決まると仮定した場合、貿易財の物価上昇率が、ある高成長のユーロ加盟候補国とEU全体とで同じであれば、為替基準は満足しても、非貿易財もあわせた総体的なインフレ率はその高成長国でより高くなる（高成長国の非貿易財部門の

生産性が相対的に低いことが前提。) ために、インフレ基準を満たすのは難しくなる。逆に、高成長国での貿易財の物価上昇率がEU全体に比べ低下し、非貿易財も含めた総体的な物価上昇率がEU並みに低下すれば、インフレ基準は満足するが、他方で名目為替レートが上昇することで、為替基準が充足されない可能性が出てくる。ラトビアや、ユーロ導入後のギリシャにおいては、上述のように構造問題により労働コストが高まり、輸出競争力が失われたことは明白であるが、これらの高成長国の貿易財の物価上昇率が目立って低下することは考えにくいことから、為替レートを安定化しつつ、インフレ率を収斂させ、高成長国が共通通貨圏にとどまるためには、特に非貿易財部門（サービス部門）の生産性を向上させる努力を行うことが、理論的にも必要になってくることになる。

（別添）IMFのフィナンシャル＝プログラミングの概要

フィナンシャル＝プログラミングは、国際収支に関するマネタリーアプローチと呼ばれる。多くの途上国において一番信頼出来るデータは、実体経済に関するデータ、財政データよりも、中央銀行が管理する金融データである。こうした事実を鑑み、マネタリーなターゲットをプログラム上の中心に据えて、最終的な目標である国際収支の改善を図るために必要なマクロ政策調整措置を、定量的に分析するためのツールである。

具体的には、通貨当局と国内預金銀行とのバランスシートを統合した、広義の銀行部門のバランスシートを考える。（これを、IMFではマネタリーサーベイと呼んでいる。）マネタリーサーベイの借方は、現金、預金等からなる通貨ストック（M2）であり、借方は対外純資産（Net Foreign Asset, NFA）と、対内純資産（対政府信用および、対民間信用, Net Domestic Asset, NDA）からなる。

$$M2=NFA+NDA$$

これを全微分して移項すると、

$$\Delta NFA = \Delta M2 - \Delta NDA$$

通貨供給が通貨需要（ $Md = 1/v * PY$ ）と等しい状態では、

$$\Delta NFA = \Delta Md - \Delta NDA$$

他方、対外純資産の増分は、定義上経常収支（CAB）と資本収支（ ΔFI ）の合計（国際収支）に等しいので、

$$CAB + \Delta FI = \Delta Md - \Delta NDA$$

ここで、資本収支を所与とすれば、国内信用の増分が通貨需要の増分を超える場合には、経常収支が赤字となる。これは、経済的には、国内信用が拡大して通貨供給が通貨需要を上回ると、物価が上昇して経常収支が悪化することを意味する。逆に、経常収支を所与とすれば、金利が低下して資本が流出し、対外純資産が減少して通貨供給が低下し、事後的に通貨の需給が均衡することを意味する。いずれにせよ、貨幣需要関数を所与とすれば、国内信用をコントロールすることにより、国際収支の目標達成が可能となる。

実際のプログラミングの手順としては、基本的には次のような流れで作業が行われる。

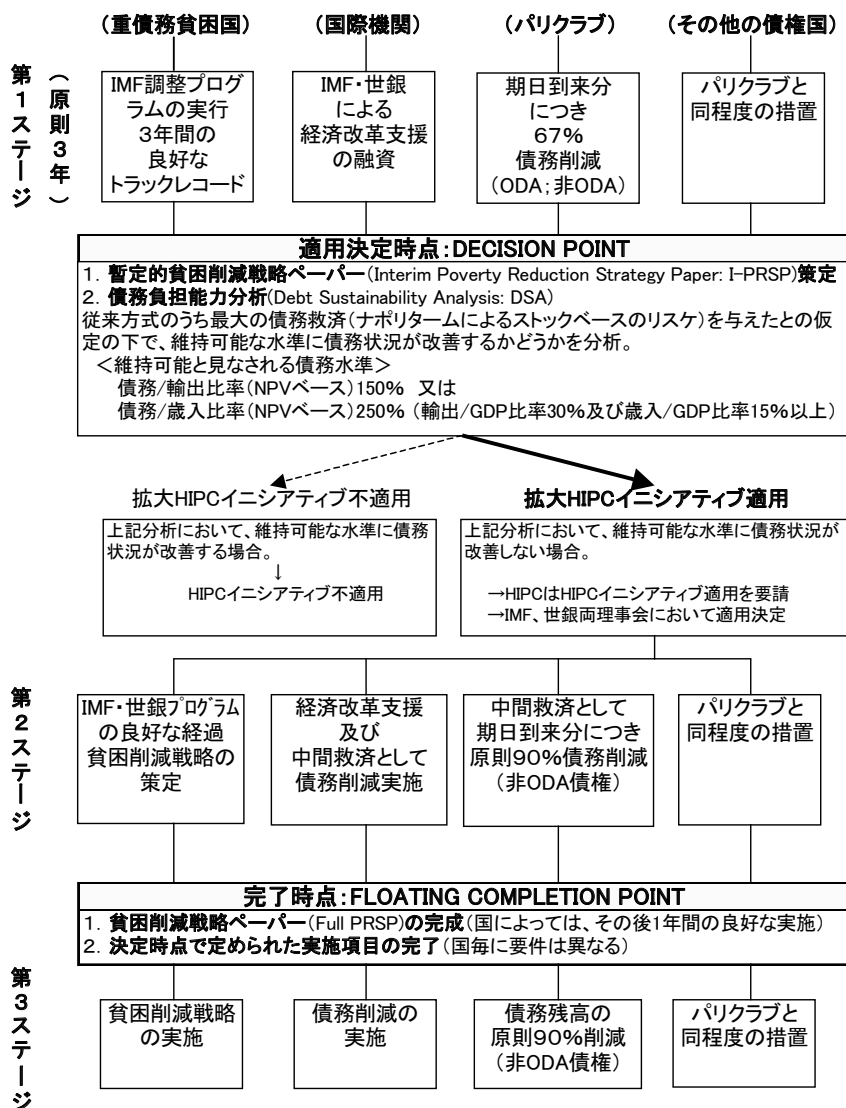
- ①国際収支の目標値を設定する。
- ②輸出や対内直接投資、債務返済等の見通しに基づき、①を達成可能とするために維持可能な輸入額、経常収支額を差し引きにより推定する。
- ③これとは別に、物価上昇率 ΔP および実質成長率 ΔY の目標値を設定し、これをもとに通貨需要関数を推定する。
- ④上式より、①の国際収支の目標額（CAB）から、③で推定した通貨需要額（ ΔMd ）を差し引いて、広義の銀行部門の対内純資産の増減の上限を設定する。

- ⑤ここで、民間部門が必要とする銀行信用増加額をまず確保し、残余を政府部門に配分する。具体的には、成長率見通し等から民間部門の銀行信用に対する需要を予測し、④で計算した、国際収支目標と整合的な対内純資産の増減額から差し引くことにより、政府部門に対する銀行与信の上限を設定する。
- ⑥この銀行与信の上限に、政府の対外借入の見通しおよび歳入（租税、関税収入）見通しを勘案して、政府の財政収支目標、財政支出の上限を設定する。
- ⑦最終的に、この財政収支、財政支出の上限目標値や②で推定した輸入額と、プログラムの前提となった実質成長率等实体经济に関する前提との整合性、財政収支目標と②で推定した経常収支見通しとの整合性を確認し、不整合がなくなるまで、プログラミングを繰り返す。たとえば、目標とした財政支出では前提となる成長率を達成出来ないことがわかったら、増税を行うなどして財政支出を増額するか、成長率の目標値を引き下げた後、もう一度プログラミングをやり直す。

参考 1

拡大HIPCイニシアティブ適用フローチャート

[プロセス参画条件: IDAオンリー国 かつ PRGF適格]

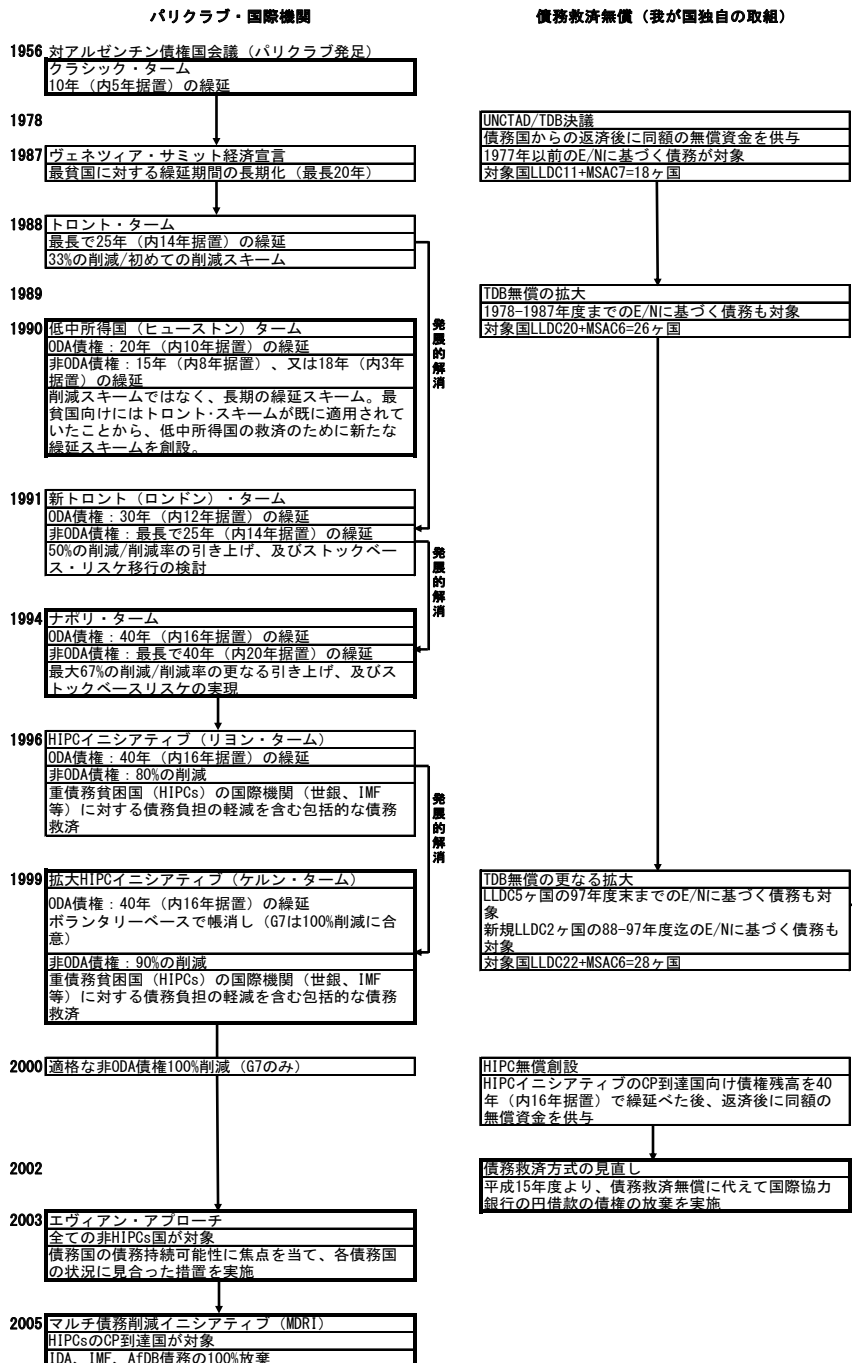


(注1) 第2ステージの長さは持続可能な発展と貧困削減を達成するために策定されている構造改革の実施状況により異なる。

(注2) 二国間債権者は、上記に加えて、自主的ベースでODA債権の100%削減を実施。

参考 2

債務救済スキームの歴史的変遷



参考3

IDAにおける債務持続可能性に基づいたグラント比率の判定

ステップ1: 制度政策環境による国の分類

CPIAに応じて各国の制度政策環境を強中弱の3つに分類

強	中	弱
$CPIA \geq 3.75$	$3.75 > CPIA > 3.25$	$3.25 \geq CPIA$

ステップ2: 基準値の決定

制度政策環境の良い国には高い基準値を適用

強	中	弱
(ストック指標) 債務/GDP比率: 50% 債務/輸出比率: 200% (フロー指標) 債務支払/輸出比率: 25%	(ストック指標) 債務/GDP比率: 40% 債務/輸出比率: 150% (フロー指標) 債務支払/輸出比率: 20%	(ストック指標) 債務/GDP比率: 30% 債務/輸出比率: 100% (フロー指標) 債務支払/輸出比率: 15%

ステップ3: 基準値からの乖離率の計算

3つの指標について、各国の指標と基準値との乖離率を計算

- (例1) 制度政策環境: 強 債務/輸出比率: 250% 乖離率 = $(250\% - 200\%) / 200\% = 25\%$
 (例2) 制度政策環境: 中 債務/GDP比率: 30% 乖離率 = $(30\% - 40\%) / 40\% = -25\%$

ステップ4: グラント比率の判定に用いる乖離率の選定

2つのストック指標の乖離率の平均値とフロー指標の乖離率のうち、より保守的な指標を選定

ストック指標の乖離率の平均値 $\geq$ 債務支払/輸出比率の乖離率  ストック指標の乖離率の平均値	ストック指標の乖離率の平均値 $<$ 債務支払/輸出比率の乖離率  債務支払/輸出比率の乖離率
---	---

ステップ5: グラント比率の決定

選定された乖離率の大きさに応じて各国の債務持続可能性を判定し、グラント比率を決定

グラント比率: 100%	グラント比率: 50%	グラント比率: 0%
乖離率 $\geq +10\%$	$+10\% > \text{乖離率} > -10\%$	$-10\% \geq \text{乖離率}$

参考 4

Debt Sustainability Framework のステップ

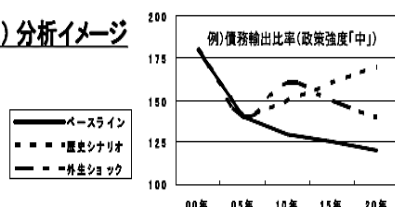
ステップ1: ベースラインシナリオ分析(動学的債務予測)

●右掲(参考1)の各債務指標について、将来20年にわたる予測値を算出する。なお、指標の算定に用いられるマクロ経済指標の(HIPCイニシアティブの適用可否判断に用いられてきた従来型DSAと比した際の)算出の特徴は、下記。

・分母(GDP、輸出、歳入)・・・従来型DSAでは過去3年の平均値を採用したのに対し、新DSAでは将来予測に基づくForward Lookingな数値を用いる。

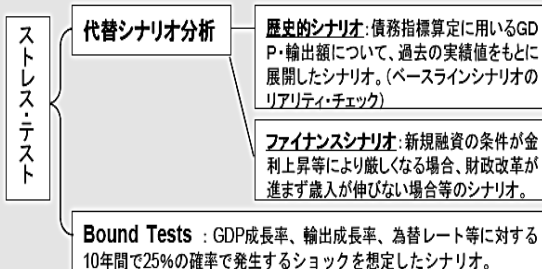
・分子(債務、債務支払)・・・将来の債務負担を現在価値に引き直す際の割引率として、米ドル市場金利を一律採用。(従来型DSAでは通貨毎のCIRRを使用)

(参考2) 分析イメージ



ステップ2: ストレス・テスト

●以下の各々の代替シナリオ／外生ショック下で、それぞれ将来20年にわたる債務指標予測値を算出。



次のステップ・・・DSFに従った借入・貸付

(参考1) 政策・制度強度による閾値の設定

政策・制度強度 (CPIAで判断)		強 CPIA ≥ 3.75	中	弱 $3.25 \geq \text{CPIA}$
ストック	債務/GDP比率	50%	40%	30%
	債務/輸出比率	200%	150%	100%
	債務/歳入比率	300%	250%	200%
フロー	債務支払/輸出比率	25%	20%	15%
	債務支払/歳入比率	35%	30%	25%

※下線の指標はIDA信号機で用いられる指標と共通。

ステップ3: 債務リスク評価

●下記の4分類で評価。なお、リスク判断の基準となる閾値については、国毎のCPIA値(政策・制度強度)によって、上掲(参考1)のどの列(強・中・弱)の数値を用いるかが決まる。

・Low Risk

ベースライン指標が閾値に比してwell below。ストレステスト指標は、significantlyに閾値超ではない。

・Moderate Risk

ベースライン指標が閾値以下。ストレステスト指標が将来期間を通じsignificantlyに閾値超。

・High Risk

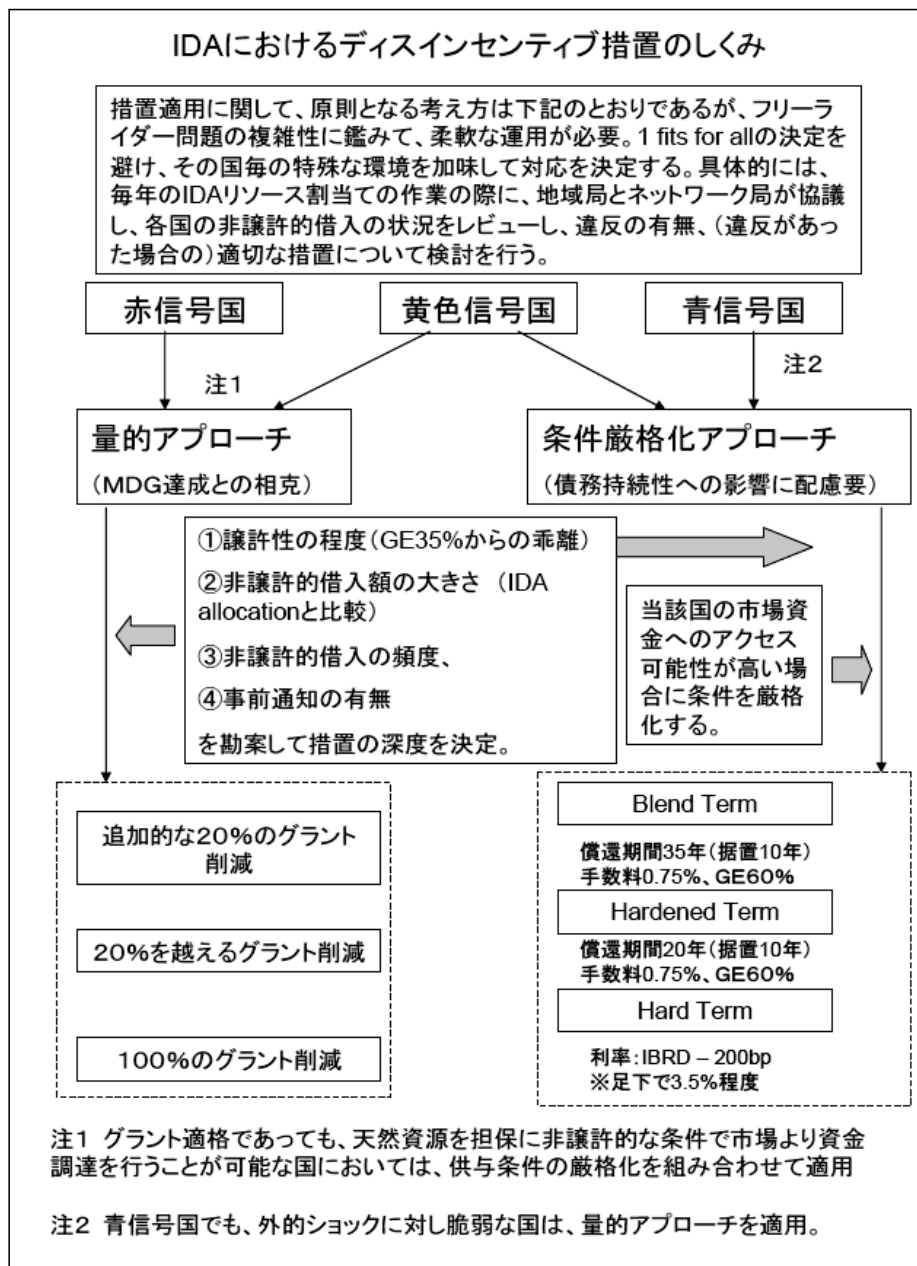
ベースライン指標が将来期間を通じ閾値超。ストレステストにより更に悪化。

・In Debt Distress

現状債務指標がsignificantlyに、かつ(又は)継続して閾値超。

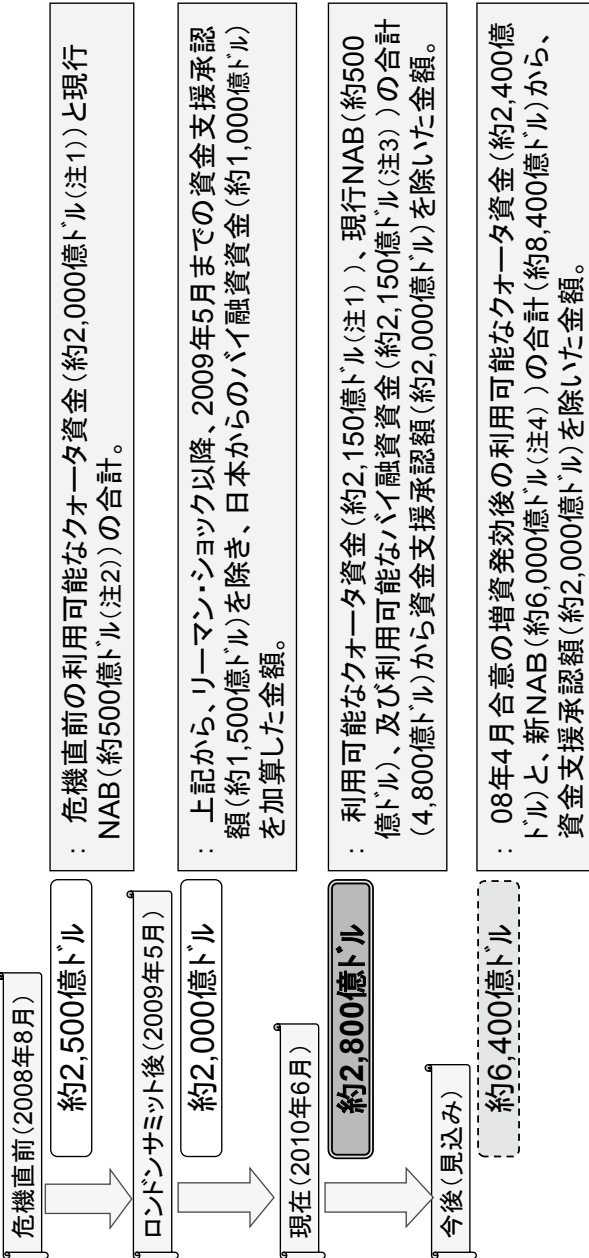
●但し、各々の指標が異なるシグナルを示す場合等、実際の分析は複雑であり、4分類に加えスタッフ説明文の解釈が重要。

参考 5



参考 6

IMFの資金基盤強化(貸付可能資金残高の変遷)



(注1). 利用可能なクォータ資金: IMF出資総額(約2,174億SDR、約3,300億ドル)から、利用不可能な資金(金、交換可能性の低い通貨での出資分)を差し引いた額に、流動性バッファ(20%)を更に差し引いて算出(2008年8月の約2,000億ドルから、2010年6月現在は約2,150億ドルと、約150億ドル増加)。

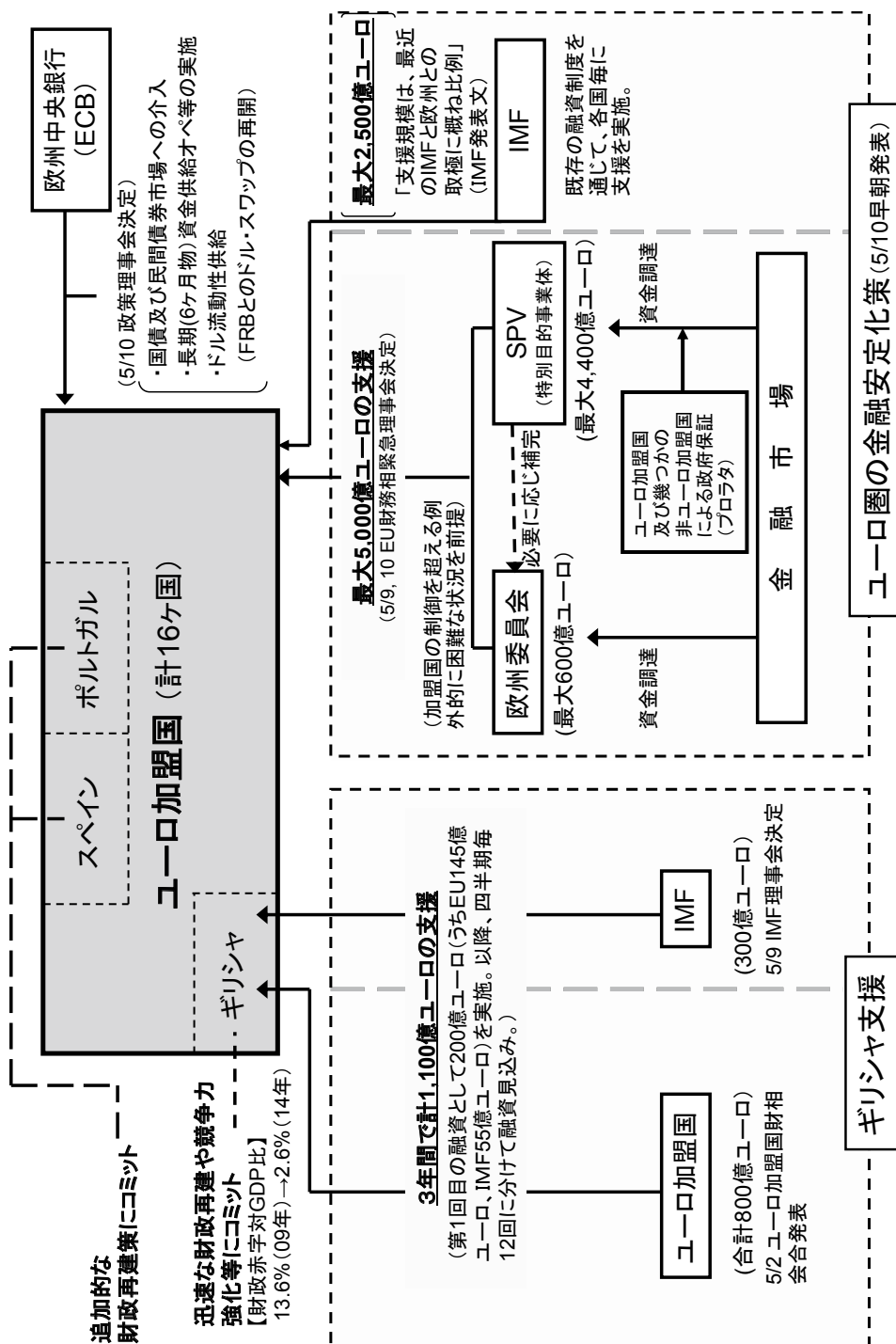
(注2). NAB(新規借入取極): 国際通貨制度の機能低下を予防し、これに対処するために、IMF資金基盤拡充が必要となった場合に、本取極参加国からIMFに対してあらかじめ合意された一定額までの資金を融資する仕組み。メキシコ危機を受けて、従来の一般借入取極(GAB)の規模・参加国を拡充する形で合意された(98年11月発効)。

(注3). 利用可能なバイ融資資金: バイ融資取極総額(約2,700億ドル)より、流動性バッファ(20%)を差し引いて算出(約2,150億ドル)。

(注4). 2009年4月のロンドン・サミットにおける合意により、バイ融資資金(約2,150億ドル)は新NABに組み入れられる。

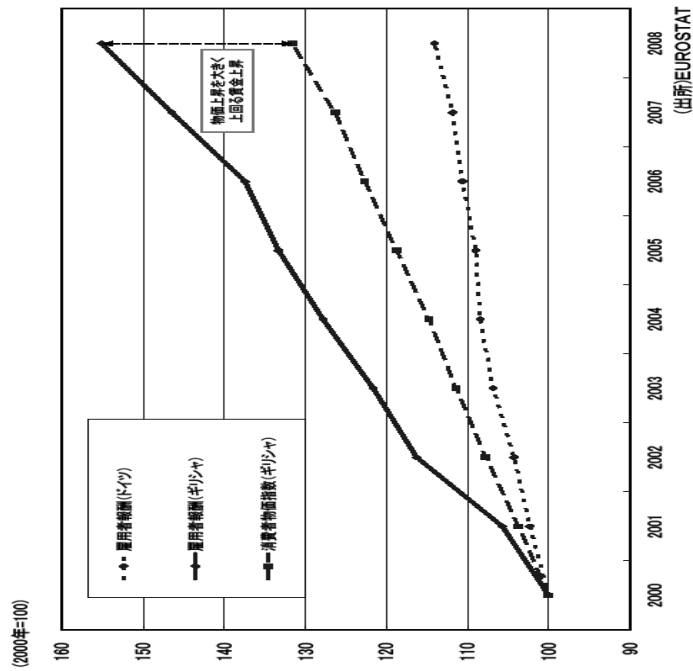
参考 7

ギリシャ支援及びユーロ圏金融安定化のための欧州・IMFの取り組みのポイント



ギリシャの競争力の低下

＜一人当たり雇用者報酬の推移＞



＜単位当たり労働コストの推移＞

