

国際通貨制度の中のIMF —グローバル化と分断化*1—

有吉 章*2

要 約

第二次世界大戦後のブレトンウッズ体制においてIMFは国際通貨制度の中で中核的な役割を担っていたものの、複数国際通貨制とグローバルな金融システムへの移行という環境変化への適応を迫られてきた。IMFの国際通貨制度上の役割は緊急時の支援に特化した限定的なものとなる中、援助機関としての役割が拡大するなど伝統的なマクロ・為替政策以外への傾斜が強まっている。IMFは専ら分析と提言を通じて影響力を発揮することとなったが、そのためには十分な専門性を有し、広く信頼と支持を得ていることが必要である。今後の国際通貨制度面のリスクとしては金融システムから生じるものが重要であるが、この面でIMFが十分な専門性を有しているとは言い難い。また、国際政治情勢はIMFへの広範な支持獲得に影を落としている。国際通貨制度の今後を展望すると、金融技術、国際政治面などから分断化のリスクを抱えている。国際通貨制度の協議の場としての役割を維持し、いかにグローバルな機関として知的リーダーシップと求心力を発揮し続けられるかがIMFにとって大きな課題である。

キーワード：国際通貨基金、国際通貨システム、国際機関、国際協力
JEL Classification：F33, F53, F55

I. はじめに

国際的な支払いにおいて特定の通貨が広く使用されることで、その通貨は為替レートの決定において参照される通貨として利用され、また対外準備として保有されることとなる。国際通貨制度を巡る論考は、この国際通貨の選択の問題を巡るものが多く、本論文集も例外ではない。これは通貨の三つの機能—交換、価値尺度、価

値保存—を国際的な枠組みの中で適用したものであり、通貨制度を考える上で自然なアプローチと言える。他方で、こうしたアプローチでは、あたかも国家が国際通貨を用いて国家間で支払いを行っているかのように扱われており、企業や個人などの実際の通貨の利用者を捨象している。また、通貨の利用についても、現金を使っ

*1 本稿執筆に当たっては、本フィナンシャル・レビューの論文検討会議での論文発表と議論を参考にさせていただいたので、出席各位に感謝したい。

*2 国際大学国際関係学研究所特任教授

た支払いと特段区別することもなく、実際の決済や流動性の創出に関わるインフラについて特に注目することもない。

ブレトンウッズ体制が発足した第二次世界大戦後しばらくの間は、ほとんどの国で、唯一の国際通貨と言って良い米ドルの保有を中央銀行に集中させ、民間が米ドルを保有することを厳しく制限する体制がとられていた。そうした状況では、国際通貨による支払いを国と国との間の決済と考えることも自然な考え方と言える。しかしながら、資本移動の自由化と国内金融の自由化は、決済面を含む金融技術の進化とも相俟って、金融のグローバル化を進展させ、国際通貨制度をも大きく変貌させ、それに伴い新たな展開も生まれてきている。

国際通貨制度の変貌に伴って、国際通貨基金（IMF）をはじめとした国際機関の役割も変化してきた。ブレトンウッズ体制において国際通

貨制度の中核を担ったIMFの役割は縮小しており、今後も国際通貨制度の変貌に従って変化していくものと思われる。本稿では、「21世紀の国際通貨システム」という本論文集のテーマに従い、変容する国際通貨制度の中でのIMFの役割の変化について検討することとする。

そのため、まず出発点となる戦後のブレトンウッズ体制における国際通貨制度の中でのIMFの役割を起点にその歴史を簡単にたどり、21世紀に入ってから環境変化の中での将来的なIMFの役割と課題について考察することとしたい。IMFを巡る過去の議論と提言ではIMFの融資プログラムの改善を巡るものが多いが¹⁾、融資制度については既にかんがりの改革が見られたこともあり、本論では危機時の支援は国際通貨制度の中の限定された一要素として、細かい融資制度の変遷にはあまり触れていないことを予めお断りしておく。

II. 国際通貨制度とIMFの役割の変遷—第二次世界大戦後からアジア通貨危機まで²⁾

国際通貨制度と国際通貨システムに対応する英語はいずれもInternational Monetary System (IMS) だが、両者は語感としてはやや異なる。IMSは例えば、IMFの定義では、①外国為替、国際支払い、国際資本移動及び流動性確保のための規則と慣行に加え、②国際収支調整のためのメカニズム、及び③規則・慣行・メカニズムの実現のための機関からなるとしている（IMF（2016））。「国際通貨制度」はこの

中で規則と機関に重点を置いたコンセプトと言える。ブレトンウッズ体制においては規則と慣行の内容と、IMFが機関としてその執行に当たる仕組みが明確に定められており、ブレトンウッズ体制は正しく国際通貨制度であった。しかし、明確な規則と慣行が後退し、それに伴いその執行を司るIMFの役割も縮小していき、現状では国際通貨システムはあるものの、確たる制度とは言い難く、「ノンシステム」³⁾と称すべき状態

1) 例えばDe Gregorio et al. (1999)においても具体的な危機防止と危機対応の改善を融資制度とその運用の改善に求めており、そのためにもガバナンス構造の改革を提唱している。

2) 国際通貨制度の歴史については膨大な量の文献があり、ここで逐一参考文献をあげることはしない。IMFの公式な歴史としては一定の期間をカバーしたものが何巻か出ているが、1999年までをカバーした Boughton (2012) を最後に出版されていない。いずれも膨大なもので、より簡略なものとしてはIMFが50周年記念に委託したJames (1996) がある。また、最近のものではOcampo (2017) のものが本稿の問題意識とマッチしている。

3) ノンシステムと言う言葉をはじめで使用したのはJohn Williamsonとされる(Truman (2012))が、ブレトンウッズ体制崩壊後のIMSを表現するものとして広く使われている。

にある。

II-1. ブレトンウッズ体制

ブレトンウッズ体制で最大の目的とされたのは、自由で多角的な国際貿易の維持発展であり、国際通貨制度面ではそのための国際的な支払いの円滑化が目標となった。そのためには、①本国通貨から（貿易支払いのために）自由に外貨に交換できること [一般的に受容される通貨への交換可能性]、②通貨間の安定的な為替レートが維持されること [価値の安定性]、及び③対外支払いに使用される国際通貨（外貨）への安定的なアクセスが可能なこと [流動性へのアクセス]、が必要である⁴⁾。

当初のブレトンウッズ体制では、米ドルを実質的に唯一の国際通貨と認定し、上記の各機能を実現するための中心的な役割をIMFに与えた。即ち、上記の三点に対応して、①原IMF協定（第8条）において経常取引についての交換可能性を加盟国に義務づける等の形で支払い時の為替規制を原則禁止し、残存する規制についてはIMFによる年次審査の対象とし（第14条）、②各国通貨の為替レートを米ドルに対し固定化し、その変更にはIMFの承認を必要とさせ（第4条）、③外貨が不足した場合には（実質的に）IMFがドルを貸し付ける仕組みを構築した。これに加え、④世界経済の規模の拡大に応じた安定的な国際通貨の供給も必要だが（有

吉（2005））、ブレトンウッズ体制においては国際通貨の供給は米国の国際収支の赤字に依存する不安定性を抱えていた⁵⁾。IMFはSDR（特別引出権）という国際流動性創出の仕組みの構築によりこの問題を解決しようとしたが果たせず、ブレトンウッズ体制崩壊の一因ともなった。さらに、戦前の金本位制は各国が「ゲームのルール」を自主的に守ることによって成り立っており、国際通貨制度を守るための組織がなかった。議論・協調の場はインフォーマルなものにとどまり、結果的に無秩序な金本位制からの離脱により世界経済の混乱を防げなかった。戦後IMFは国際通貨制度を巡る恒久的な議論の場としても国際通貨制度の安定維持のための重要な役割を果たした⁶⁾。

II-2. 複数国際通貨の下でのノンシステムへの移行とIMFの役割の低下

米国以外の各国の経済復興と成長が進み、先進国が金融と対外資本取引の自由化を進める中で、国際通貨制度は変化し政府やIMFの役割は低下した。まず、米ドルが依然圧倒的に重要な地位を占める⁷⁾とは言え、先進国の通貨はすべて国際取引において使用可能であり、いずれも「国際通貨」となった結果、ドルが実質的には唯一の国際通貨であった時代とは状況が大きく変わっている。国際通貨制度の果たすべき上記の三機能の観点から言えば、①先進国通貨に

4) これらの機能は有吉（2005）の分類に従う。なお、IMF（2016）においては、IMSの規則・慣行の対象を（i）為替レートと為替制度、（ii）経常取引の為の支払いと移転、（iii）国際資本移動、及び（iv）外貨準備の保有と流動性へのアクセスの仕組み、としている。資本取引についてIMFは規制を禁止する権限も要求する権限も（融資のコンディショナリティーとして設定される場合を除き）原則として有していない（Broos and Grund（2018））。ちなみにIMF発足当初から、資本の大規模若しくは継続的な流出に対処するためのIMF資金の利用は禁止されているものの、経常取引にかかる支払いの制限につながらない限り資本規制を自由に行うことができるとされている（IMF協定第6条）。

5) いわゆるトリフィンのジレンマ（Triffin（1960））

6) IMF協定第一条第一項で「国際通貨問題に関する協議及び協力のための機構となる常設機関を通じて、国際に関する国際協力を促進する」との目的が定められている。なお、IMF自体で議論されることがなくても、例えば、1971年のスミソニアン合意はIMFの資金を補充するためのGABに参加する先進国の集まりであるG10において合意された。

7) 世界の外貨準備の約三分の二、外国為替取引の9割弱、などがドルで、米連銀の試算した通貨の国際的利用シェアでは一貫して7割程度占めている（Bertaut et al.（2021））。ユーロの域内利用も統計に含まれることから考えると、実質的なシェアはさらに大きいと考えられる。

つについてはその国際的利用に制約がなく、金融資本取引を含むすべての取引において他国通貨に交換可能であり、実際、円を含む主要国の通貨がかなり広範に利用されている。また、②主要通貨間の為替レートは変動相場制のもとで市場メカニズムにより自由に決定されている。さらに、③先進国においては基本的にはどのような通貨や資産を保有することも制約されておらず、流動性は民間銀行や資本市場を通じて供給される。その結果、現状は国際通貨「制度」と呼べるような明瞭な枠組みはない、ノンシステムの状況にある⁸⁾。

II-2-1. 交換可能性

こうした中で、IMFの役割が変化するのは自然の流れであった。まずは、ほとんどすべての国が経常取引における為替規制を撤廃し、いわゆる8条国に移行した⁹⁾ため、IMFのこの面での役割はほぼなくなった。資本取引にかかる規制に関しては、資本取引に対し自由化を促す方向でIMFの権限を拡張する試みもあったが、アジア通貨危機の勃発もあって立ち消えになった。資本取引については先進国についてはOECD（経済協力開発機構）の資本自由化コードが採択されている他、実態としてほぼ自由化されている現状にある。新興国においても、貿易の増加に伴う貿易金融の拡大、直接投資の積極的な受け入れ、さらには国内金融の自由化に並行して資本勘定の自由化が進んでいる。

II-2-2. 為替相場の安定

為替相場制度については、平価制を公式に廃止した1978年の協定改正により各国は協定上もほぼ自由に相場制度を選択できることとなっ

た。改正協定では加盟国は「国際収支の効果的な調整を妨げるため又は他の加盟国に対し不正な競争上の優位を得るために為替相場又は国際通貨制度を操作することを回避すること」とされているものの、協定上の主な義務は、「秩序ある為替取極を確保し及び安定した為替相場制度を促進するため、IMF及び他の加盟国と協力することを約束する」（下線筆者）となった（いずれも改正IMF協定第4条）。IMFには同条で「加盟国の為替相場政策の確実な監視を実施する」ことが要求されており、これに基づきIMFと加盟国の間で定期的な協議（いわゆる4条協議）が行われているものの、平価の設定とIMFの同意というIMFとしての為替相場への直接的な影響手段はなくなった。もっとも、IMFから融資を受ける必要がある場合には、融資のコンディショナリティーのひとつとして為替政策に関する条件がつくことがあり、その場合IMFは為替政策への影響力を発揮できる。反面、国際収支に問題がない黒字国などへのIMFの介入は難しく、IMFの影響力の非対称性の問題がたびたび指摘されている。

そうした中、IMF支援を要しない国、特に主要な国際通貨を発行する先進国間のみならず、為替レートを巡る調整は専らG7（当初はG5）など先進国間、あるいは日米などの二国間¹⁰⁾で協議されることとなった。IMFは多国間の会合にはオブザーバーとして参加することが多く、背景となる分析ペーパーを提供するものの、直接的な権限は有していない。

IMFの役割は、当初の安定的な為替相場の実現から、国際収支の不均衡に伴う世界経済の不安定化を防止ないし是正するためのメカニズムとしての為替相場の適切な機能発揮を支援す

8) この移行の過程にあって国際通貨制度は様々な緊張にさらされ、混乱し、各種の対応がなされたが、本稿ではこの部分は飛ばし、曲がりなりにも一つの安定的な（ノン）システムが確立した後の状況について検討する。

9) IMF協定第8条を全面的に受諾した国で、IMF設立直後は加盟国の1割だったものが、1980年代には4割を超し、2005年には9割に達した（IMF（2006））。

10) 米国は1988年以降、半年ごとに財務省が議会で提出する為替政策報告書において対米国での通商上の利益を目的とした為替操作を行っている国を特定し、IMFを通じ、あるいは二国間で是正のための交渉を行うこととされている。

ることが中心となった。その為のツールとしては融資時に伴うコンディショナリティーはあるものの、それ以外の局面では概ね分析と政策提言にとどまっている。

II-2-3. 流動性へのアクセス

流動性供給に関しては、金融機関や資本市場からの調達が増大し、通常時にはリスクプレミアムを負担すれば多くの国と企業にとって対外資金調達が可能となった。実際、資本フローが急激に拡大した 2000 年代初頭には IMF 不要論が出るまでになった。

こうした中で IMF の役割は市場や民間金融機関からの外貨調達が困難となる危機時の流動性支援という国際通貨制度の中でもかなり限定した役割に特化するようになった。しかも、かつては必要額のかなりの部分を IMF 単独で賄えたものが、1980 年代のラテンアメリカの債務危機以降は債務の元利払いの額が大きくなり、むしろ民間銀行や二国間融資等のリスクを支援するための触媒的な役割 (catalytic role) が重視されるようになった。IMF は債務国の経済調整と必要な資金支援のバランスをとるためのいわば honest broker の役割を果たしつつ、債務国側が約束を遵守し債務の返済可能性が回復しつつあるかを確認する役割を果たすようになった。

また、IMF 融資は当初は経常収支の一時的な悪化に対応するための限られた額の短期的なものであったものの、規模が増大し融資期間も長期化した。拡大した規模を支えるために、IMF はクォータをベースとした相互扶助から

脱し、借入れ資金にも依存するようになった。さらに、民間資金調達が出来ない低所得国の支援のため、譲許的な条件による長期融資を拡大し、この為の資金は先進国等らの援助や金の売却などによる利益を充てるようになった。

II-2-4. 国際的な流動性

資本取引と金融の自由化により、外貨準備は経常収支の黒字を通じた蓄積に依存することなく、銀行からの対外借入れなど資本フローを通じて相当程度自由に創出できるようになった。過去には国際流動性は (米国以外の) 外貨準備の総和として把握され、その供給も基本的には米国の国際収支の赤字によるという制約を受けていたが、米ドル以外の通貨が国際通貨となり、かつドルと他の通貨との売買が自由に行われるため、世界全体としての流動性不足は問題として認識されなくなった。また、国際的流動性の定義自体が曖昧となり、例えば BIS (国際決済銀行) ではグローバル流動性の指標として銀行部門の対外資産を用いており、ECB (欧州中央銀行) では先進国や新興国の M2 の残高を指標としてウォッチしている。国際流動性の問題が発生するとすればその偏在、即ち一部の国にとって流動性へのアクセスが困難になるという点と理解されるようになった。その結果、ドルの補完として構想された SDR も必要性が明らかでなくなり¹¹⁾、1979 年から 1981 年にかけての第二回の一般配分を最後に新規の SDR の一般配分は行われなくなり、SDR の機能も IMF における計算単位としての役割にとどまるように見えた。

III. 21 世紀における国際通貨制度の環境変化と IMF の対応

今後国際通貨制度とそこでの IMF の役割 を考えるに当たって、まずはいくつかの側面か

11) IMF 協定では SDR は「既存の準備資産を補充することについて長期的かつ世界的な必要」に応じて配分 (発行) を決めるとされている (18 条)。

ら最近の国際通貨制度を巡る環境の変化を概観する。環境の変化は連続的に進んだものの、21世紀の新たな展開を告げたのは1994年のメキシコの通貨危機と1997年のアジア通貨危機であった。当時のカムドゥッシュIMF専務理事がメキシコの危機を「21世紀の最初の金融危機」と称したが（Camdessus (1995)）、メキシコの危機はそれまでの新興国の危機と異なり、グローバルな金融資本市場への統合が進んだ結果、資本の流出入の規模が拡大し、資本の急激な流出に伴う国際収支・為替危機という「資本収支型」の危機の嚆矢であった。アジア通貨危機においては資本取引に加え金融の自由化が進んだ結果、資本取引と国内金融システムとの連関が強まり、国際収支・為替危機が金融危機にもつながったものである。しかもアジア危機では同じような状況に置かれた各国に危機が連鎖する極めて深刻なものとなった。

21世紀に入ってから最近に至る変化はこうした金融のグローバル化と深く関わっている。金融のグローバル化は国際通貨制度に対し相互に関連しつつ様々な影響を及ぼすが、ここでは大きく国際通貨の供給と流動性へのアクセスの問題と為替相場の安定の問題にわけて、IMFの対応も含め検討する¹²⁾。

Ⅲ－1．国際通貨の供給と流動性へのアクセス

先進国における金融と資本移動の自由化により、多くの通貨が国際的な支払いと投資・資金調達に利用される国際通貨となり、これら国際通貨の供給はそれぞれの通貨にかかる金融システムが担うこととなった。また、中央銀行がそれぞれの国の金融システムの中心にあって金融調節を行うものの、各通貨の流動性の供給はそれぞれの銀行システムが担い、グローバルな銀行ネットワークを通じて交換・配分される。そのような仕組みの下では、国際通貨制度の安定は国際金融システムの安定とも同義になり、金

融システムの不安定性や機能不全が危機の発生と拡大に大きくかかわることとなる。さらに、国際的な資本市場の発展と統合により流動性へのアクセスは銀行システムからの直接の供給に限らず、様々な形で行われるようになった。

Ⅲ－1－1．資本移動の拡大と要支援額の増大

金融資本市場の自由化とグローバル化によって、国際収支危機の規模が拡大した。当初は經常収支の赤字を一時的に埋め合わせれば良かったものが、Ⅱ－2－3で述べたように、1980年代の中南米の債務危機では借入れの元本償還をもカバーする必要が出た。これは専らリスクによって手当てされた。ところが、新興国等の資本市場からの調達やこれらの国向けのポートフォリオ投資が拡大するにつれリスクによる対応では不十分となり、一旦問題が生じた場合には大規模な資本流出や資産価格の低下、為替の下落等が起きることとなった。

このため、事態を安定化させ改善に向けるための支援も、投資家に安心感を与え、つなぎ止めるだけの十分な規模とプログラム内容であることが必要となった。表1では過去の代表的危機におけるIMF支援の規模を比較している。銀行貸し出しを中心とした1980年代の中南米債務危機においてはリスクを中心とした対応で債務負担の削減も経済調整も不十分だったこともあり、比較的小規模のIMF支援を繰り返していたものが、アジア通貨危機以降は、同危機での対応への反省から、一回の支援が大型化し、特に国際金融危機以降はそれまでとは破格の支援規模となった。他方で、調整が順調に進めば資本流入が復活し、危機は比較的早く収束することとなる。

Ⅲ－1－2．主要通貨における金融危機

アジア通貨危機は金融のグローバル化がもたらした危機ではあったが、アジア通貨危機にお

12) 「IMF」の対応と書くと、とすればIMFが一つの独立した主体として行動しているように考えがちだが、IMFの意思決定は最終的には出資国の意向を反映し、その過程で専務理事以下の事務局の分析や提言などのインプットが行われ、出資国を代表する理事や本国政府などによる相互の議論を経る。

表 1 危機における IMF の支援規模の比較 (対 GDP 比, %)

	国名	IMF プログラム (開始年)	IMF 支援規模 (対 GDP 比, %)
中南米債務危機 (1982～)	メキシコ	1983, 86, 89	5.2
	ブラジル	1983, 88, 92	3.7
アジア通貨危機 (1997～)	タイ	1997	2.6
	インドネシア	1997, 98	4.8
	韓国	1997	4.0
国際金融危機 (2008～)	ハンガリー	2008	10.6
	アイスランド	2008	13.1
	ラトビア	2008	7.1
ユーロ危機 (2010～)	ギリシャ	2010, 12	23.9
	アイルランド	2010	14.5
	ポルトガル	2011	14.9

(出所) Barkbu et al. (2011) Table 1 より抜粋。支援額は同一危機に対する複数のプログラムについてはその累計。ギリシャについては 2012 年のプログラムを合算した筆者推計。

いて問題となったのは新興国の金融システムの脆弱性が危機の引き金になる、あるいは危機を増幅させることであった。IMF を中心とした既存の国際通貨制度の改善としては新興国を念頭においたサーベイランスのあり方や非常時の流動性支援の仕組みについての再考を促すものにとどまった。

しかし、2008 年の国際金融危機では米国を震源として、主要通貨の銀行システムが危機に陥った。アジア通貨危機を含めた従来の新興国等の通貨危機では国際収支の悪化によってドル等の国際通貨の借入れが困難になるなど、基本的には借り手側の問題から生じたと認識されていた¹³⁾。しかしながら、国際通貨発行国の金融危機により、借り手国の健全性の如何を問わず通貨へのアクセスが制限される状況が生じた。即ち、主要通貨国における金融危機が円滑な国際通貨の供給という国際通貨制度の根源を脅かす事態を生じうるということが明らかとなった。

アジア通貨危機の反省から、1999 年には G7 を中心に Financial Stability Forum (FSF) が設立され、従来の財務省、中央銀行のマクロ政策の協議・協力体制に金融監督当局が加わった体制が整備された。これは 2008 年の国際金融危機を経て 2009 年には参加国を G20 参加国に拡大した Financial Stability Board (FSB) に拡充・改組された。FSB は独立した組織ではあるが、金融安定性のために各国当局と IMF を含む関係国際機関が協議・推進する場として機能し、事務局もごく小規模なものが BIS 本部に設置されており、運営経費も BIS が負担している。

IMF は金融システムの脆弱性が通貨・国際収支危機につながる可能性を認識し、それまで金融や為替制度と政策に関する技術支援を主に担っていた金融為替局を改組し金融資本市場局を設置し、金融システムのサーベイランスに力を入れるようになった。具体的には、従来からある「世界

13) とはいえ、資本の反転流出の前提として、過剰な資本流入があり、これは必ずしも資本受け入れ国の政策の問題だけではないことが主張された。その対応として、投機的な資本流入規制や流出規制の是非も議論された (Ariyoshi et al. (2000))。

経済見通し」(World Economic Outlook)の姉妹編として、金融システムにかかるリスクを分析する「国際金融安定性報告書」(Global Financial Stability Report)を2003年以降、半期毎に公表している。また、個別国についてはほぼ5年周期で「金融セクター評価プログラム」(Financial Sector Assessment Program)に基づく詳細な審査を行い、「金融システム安定性評価」(Financial System Stability Assessment)を実施し、かつ年次の4条協議の中でも金融システムにかかるリスクについての分析を増やしている(IMF IEO (2019))。

Ⅲ-1-3. 国際資本移動におけるプッシュ要因

国際資本移動が活発化し、金融のグローバル化が進展する中で、国際資本移動におけるいわゆるプッシュ要因の重要性が注目を浴びるようになった。これも上述の供給側要因の重要性増大の一環であるが、従来から資本流入を規定するとされていた資本流入国側の国内要因（いわゆるプル要因）だけでなく、国際金融市場における流動性やリスク選好が受け入れ国への資本の流れを大きく左右することが立証・認識された¹⁴⁾。これは新興国、途上国において経済の対外開放度が上がり、それに伴い貿易や直接投資に関連した資本移動が増加すると共に、ポートフォリオ投資についても開放が進んできたことにもよる。こうした認識が深まるに伴い、IMFにおいても資本・為替規制に対して否定的な従来のスタンスを見直し、2012年に公表したいわゆる Institutional View (IMF (2012))においても一定のケースでは資本フロー管理策も是認するようになった。また、危機時対応として、ユーロ圏危機においては為替規制も危機管理に活用した。とはいえ、基本的には資本規制は最後の手段であり、その有用性や副作用に関して懸念を抱いていることもうかがわれる(Ariyoshi (2013))。

Ⅲ-1-4. セーフティーネットの多様化

ブレトンウッズ体制やその後のノンシステムの中でも、非常時の流動性供給は国際通貨制度の中でのIMFの中核的な役割として残った。のみならず、資本移動規模の拡大や危機の原因の多様化に伴い、「最後の貸し手」としてIMFの融資規模の拡大と融資プログラムの多様化が進められた。とは言え、要支援規模の拡大と、協調行動がとりづらい債券発行による資金調達増大の結果、IMFが主導して関係債権者から必要な支援額を確保しつつ調整プログラムを作成することは困難となった¹⁵⁾。また他方で、アジア通貨危機において適切な対応をとれなかったとしてIMFに依存することについての警戒感や不信感が一部の新興市場国や途上国で芽生えた。

これに対し、self-insuranceとして外貨準備を積み増したり、地域的な、あるいは二国間の相互扶助の仕組みを構築することで、IMFへの依存を低下させようとする動きが強まった。IMFのグローバルなセーフティーネットが効果的に機能していれば、本来はこうした追加的なセーフティーネットは必ずしも効率的ではない。外貨準備の積み増しは、多額の資金を低利で持つことによる機会費用の増大や、外貨保有に対応する国内通貨債務との逆鞘や為替レートの上昇に伴うキャピタルロスなどの問題が指摘されている。また、地域的な相互扶助の仕組みとしていわば地域版のIMFについては、IMFの関与なしに問題を解決する可能性やIMFが関与する場合でも国毎の支援割合を議論することなく迅速に補完的支援を発動する可能性が利点として考えられる。しかしながら、IMFとの役割分担や協調が必要となるほか、同じようなショックに地域がさらされた場合一斉に資金需要が生じセーフティーネットとして機能しない恐れもある。

ユーロ危機に際しては欧州委員会(EC)と

14) Calvo et al. (1993) 以降、新興国への資本流入における国際経済金融環境の重要性が認識され、特に2000年代に入ってから多数の研究が行われている。

15) かつてはIMFが算出した要支援額が完全にコミットされた状態になってはじめてIMF支援が実行された。

ECBとIMFのいわゆるトロイカが協力して対応に当たったが、IMFの独立評価機関（IEO）の行った事後評価によれば、全体としては効率的な対応が出来たものの、それぞれの責任や実際の交渉に当たったIMF事務局とIMFの意思決定機関である理事会との関係など、いくつかの問題点が指摘されている。報告書では、IMFが地域的な取極との協力関係を明確化すべきであると指摘されている（IMF IEO（2016））。

さらに、国際金融危機に際しては、中央銀行間における二国間スワップがセーフティーネットとして大きな役割を担った。ASEANと日中韓におけるチェンマイ・イニシアティブなど、外貨供給の手段としてスワップ取引が採用されることはある。また、IMFの融資も自国通貨による他国通貨の購入（purchase）と言う形をとり、スワップと構造としては同じである。国際金融危機においては、国際取引において広く利用される米ドルへの米国以外の銀行によるアクセスが困難となった。米連銀は米国内のインターバンク市場の機能不全に対し自国内の銀行に対して直接ドル供給を行って対処したが、米銀から外国銀行に対するドル供給の減少には役立たなかった。米連銀としても取引のない外国銀行に対して直接ドル供給を行うことが出来ないことから、他国の中央銀行にスワップ取引を通じドルを供給した。他国の中銀はこうして得たドルを自国の銀行に対して供給することで国際通貨としてのドル供給の継続を維持した。

金融危機時のスワップラインは、特に新興国にとっては国としての健全性を示しつつ無条件かつ低コストで米ドルを手に入れることが出来るという魅力的なものであり、多くの国が希望したとされる。しかし、米連銀としてもすべての中銀に対して無差別に取引を行うことは信用

リスク上できず、欧、日、加、スイス等の先進国の中央銀行に対して行った他、ブラジル、メキシコ、韓国、シンガポールの新興市場国4カ国に対してもスワップラインを設定した¹⁶⁾。ECBと日銀を主に、連銀スワップの規模は危機の中で急激に膨張し、ピーク時には総額で6,000億ドルに達した¹⁷⁾（Steil et al. 2021）。

金融危機時の流動性供給のためのスワップラインはユーロ圏でも活用され、ECBやスウェーデン中銀がユーロ未採用のEU加盟国の一部に流動性の供給を行った。また、国際金融危機時に創設された米国と主要先進国のスワップラインは恒久化された。さらに、コロナ禍に対応するため、再び米連銀とECBは新興国を含めスワップラインを復活させた。なお、中国も人民元のスワップを2009年以降、多くの国と締結しており、これについては第VI-2節で検討する。

IMFの融資制度においても外的要因等に伴う国際収支上の問題に対し迅速かつ多額の支援を予防的な観点から提供する仕組みとして、Flexible Credit Line（FCL）が2009年に創設された。これはアジア通貨危機以来の懸案でありながら加盟国に進んで利用されるような形での合意が得られなかったものの国際金融危機を契機に導入が決まったものである。FCLは強力な政策を遂行する国に対して多額の「見せ金」を約束することで資金流出を防ぐという思想で設計されており、実際に資金が引き出されることは予定されていなかった。FCLに関してはメキシコ、ポーランド、コロンビアに対して承認されたものの、それ以外の国による利用にはつながらず、その後FCLを改組する形で作られた予防的な融資制度もほとんど利用がなかった。予防的といえどもIMFに対する支援を要請した形になり、国際的な環境悪化の際の新規

16) Steil et al. (2021) によれば、スワップの締結基準は当該国へのドル供給が制約されることでの米経済と世界経済への悪影響が懸念される国が対象とされ、なかでも米国住宅債券の保有が大きく、またドルのファンディングギャップが大きいことから米債の投げ売りがおき、米国の債券市況をさらに悪化させる懸念がもたれていた。

17) 比較として、IMFの2008年11月時点の利用可能な資金規模は概ね2,000億ドル程度であった。https://www.imf.org/external/np/tre/liquid/2008/1108.htm

の申請はレピュテーション上の問題を生じる恐れもあるなど、中銀のスワップラインや自らの外貨準備の積み上げに比べ、魅力は劣っている。

Ⅲ－１－５．世界規模の流動性不足とSDRの新たな役割

SDRについては、長らく新規の一般的配分が途絶えていたが、国際金融危機で再び注目されるようになった。国際金融危機は、前述のように主要な国際通貨である米ドルの供給が世界的に途絶する事態であった。そのため、国際流動性の不足を短期的に大規模に解消するための手段として、2009年8月に1,612億SDRに及ぶSDRの新規配分が行われた。この金額は、過去の累計配分額の7.5倍に当たる金額であった。さらに、コロナ危機に対応し、2021年8月には4,656億SDRの新規の配分が行われた。コロナ危機は国際金融危機とは異なり、国際流動性供給の問題とは言えないが、多くの国がコロナ禍による経済的打撃と国際収支の悪化に苦しんでいる中、ワクチンの購入や経済の立て直しの為の輸入に当てることでコロナ禍からの脱却と世界経済の安定に役立つものとされている。

周知のようにSDRは使用する側から見れば銀行の当座貸し越しと同等の機能を持ち、無条件で外貨を借り入れられるメリットを持つ。その意味ではIMFが加盟国に提供するスワップラインに類似している。他方、SDRを受け入れて資金を融通する側から見れば、外貨に交換できる金利が付される準備資産を持つことになる。もっとも、外貨への交換はIMFのSDR制度の存続が前提であり、配分されたSDRを専ら低所得国等が使用し、SDRが先進国に一方的に蓄積するだけではSDRの配分拡大にも限界がある¹⁸⁾。

Ⅲ－２．為替相場の安定化

新興国や途上国については全体的なマクロ経済パフォーマンスや持続可能性の観点から為替相場制度の選択の問題が議論されるが、規模の大きい先進国に関しては、ユーロ圏の通貨統合を除けば、実質的には変動相場制以外の選択肢が議論されることはあまりない。それは、資本移動の規模の拡大に伴い、固定相場制を維持することは出来ないということが広く認識されたことにもよる¹⁹⁾。

国際通貨制度の枠組みで考えると、主要通貨については、国際通貨間の通貨代替が起こるため、主要通貨国間の政策や外的ショックへの反応が相互に影響し合うこととなる。変動相場制に移行した1970年代以降、1985年のプラザ合意や1987年のルーブル合意など主要国間での比較的明示的な為替協調が合意されたこともあったが、現状のレートの是非や望ましい相場水準に関する合意を得ることは困難である。G7のコミュニケ等は過度の為替相場の変動は望ましくなく、ファンダメンタルズを反映すべきであるとの宣言、あるいは「インフレなき持続可能な成長を目指す」等の文言を採択するにとどまっている。理論的に言えば、後者は中長期的なファンダメンタルズの主要国間での安定化を通じて長期的な為替レート期待をアンカーさせ、ひいては現時点での為替レートも安定化させるという発想と思われる。ちなみに、現在主要な先進国中央銀行はすべて2%程度のインフレ目標を掲げた金融政策を運営しており、その面から長期的な為替相場のアンカーを形成している。明示的ではないにせよ、金融政策の協調を通じた為替相場の安定化を図っているとも言える。

相対的な経済パフォーマンスや政策スタンス

18) 現時点では世界の外貨準備の保有総額13兆ドルに対し、SDR残高は約9,000億ドルであるが、どのくらいの額なら受容可能かは定かでない。

19) なお、先進国でもスイスが2011年9月から2015年1月までの間、対ユーロレートの上限を設定して、介入によりこれを維持したように、自国通貨は自由に創出できるため為替の増加圧力に長期にわたり抗することは不可能ではないが、スイスがこの政策を放棄せざるを得なかったように、様々な弊害を生む（Financial Times (2015)）。

の差に依存する主要国間の為替相場の安定化に比べ、比較的マイナーな国の場合は先進国でも国際経済学で言う小国と見做すことが出来、為替の安定化を図るためには国際的な状況を所与とした自国の政策対応が必要となる。しかしながら、上述のようなプッシュ要因が強まった結果、例えば国際金融危機以後に見られたように、米国が超緩和的な金融政策をとるとより高い収益率を目指した新興国等への資本流入が加速化し、それに伴い望ましくない為替レートの上昇が起こることとなる。さらには2013年のtaper tantrumと呼ばれる事象で見られたように、米国の金融政策のタイト化が予想されるだけで資本流出と為替の急落が起きるといった現象が見られるようになった。為替の安定化を図るためには国内均衡上望ましくない金利政策を採用が必要が生じるなど、困難な政策運営を強いられるケースが見られるようになった。

為替レートとその背後にある資本移動等を巡るこうした事態に対し、IMFでは従来のWEOにおける世界経済を分析する多角的サーベイランスに加え、主要国5カ国・地域（米、ユーロ圏、中、日、英）の政策が相互及び世界に及ぼ

す影響を分析するSpillover Reportの定期的な刊行を2011年に始めた。このレポートはその後テーマ別の分析に衣替えしたが、2015年には廃止された。これは政策の対外的影響に関する関心が薄れたためではなく、主要国の4条協議において対外的影響についてもより深く取り上げるなど、むしろIMFにおけるサーベイランスの重要な役割の一つと認識されるようになったためともいえる²⁰⁾。とは言え、現実的にこうした協議やレポートが各国の政策にどの程度のインパクトを与えているかという点に関しては心許ない。国際資本市場の動向は先進国、なかでも米国の金融政策に影響されるが、中央銀行は制度上、自国の物価と（米国の場合）雇用に関し責任を負っており、またその目標を達成するために政策を運営することで独立性を付与されており、他国への影響に配慮した政策運営を行うことは基本的にしてはならない。できるとすれば、他国への影響が自国の政策目標に影響を与えるような形で跳ね返ってくる（いわゆるspill back）として正当化できる場合のみである²¹⁾。

IV. 現在の国際通貨制度の中でのIMFの役割とそれを支えるもの

IMFが強い権限を持っていた時代には、例えば平価の調整についてIMFが下す判断が適切であることが重要であり、これはIMF融資における債務持続性の判断やコンディショナリティーの設定においても同様であった。しかしながら、直接的な権限が縮小し、IMF以外の

資金調達源が拡大し、またユーロ危機におけるようにIMFが支援においても主導的な役割を担えないケースも出てきている。さらに、近年では国際通貨や国際金融を巡る政策課題がIMFの権限や専門性の範囲にとどまらなくなったことから、国際通貨制度を巡る議論の場

20) 2012年に採択されたIntegrated Surveillance Decisionによって、政策の対外的影響も4条協議で議論することが正式に導入された。ただし、協定上の義務としては、他国への影響を考慮した政策運営を行うことが新たに要求されたわけではなく、そうした影響の存在を認識することで、代替的な政策を検討することが期待されるにとどまった(Schenk C (2019))。

21) 為替介入についても、インフレターゲットに基づく政策運営を行っている中央銀行では、為替介入が正当化されるのは理論的には為替変動が物価目標の達成上必要な場合に限られる。

がG20やFSBなど、IMFの外に設定されることが多くなった²²⁾。

そうした中で、IMFが危機時の流動性支援以外の面で果たす役割は、客観的な分析を自ら公表し、G20等の会議に提供することを通じて各国の政策が国際通貨制度の安定に寄与するように勧奨し、また政策面でのコンセンサスを形成することでpeer pressureを通じて各国にそうした政策の実行を促すことが中心となった。

そうした活動を通じて実際にIMFが国際通貨制度の安定に寄与できるかはいくつかの点にかかっている。一つはIMFの専門性が十分であるか、二つ目は第一の点とも関連するが加盟国の政府や国民の信頼を得ているか、である。

IV-1. IMFの専門性

専門性に関しては、IMFは伝統的にマクロ経済中心で在籍エコノミスト（2016/17年度で1,743名、長期契約職員を含む）のほぼ四分の三が一般的なマクロエコノミストである²³⁾。これは国際通貨制度の安定を各国のマクロ経済政策と為替政策の問題として処理すれば良かった時代には適切な専門性であったが、上述のように国際通貨制度の安定が金融システムの安定と表裏一体となった現状ではミスマッチが起きている可能性が高い。IMFでも2000年代に入り、累次の金融危機を経て金融部門のスタッフを拡大しており、同分野を主管する金融資本市場局の人員は2007年の100名強から180人程度（2017年）に増強され、その半分弱が中央銀行や監督当局での実務経験を有する金融セクターの専門家とされる。とはいえ、同局は金融政策や為替政策からはじまり、マネロンや気候変動にかかる金融まで、広範な領域を担当して

おり、十分な人員と質を確保しているとは言い難い。

また、IMF-IEOが2019年に公表したIMFの金融サーベイランスにかかる政策評価（IMF IEO（2019））では、金融や銀行にかかる問題でアドバイスを受ける場合には、特に先進国や主要新興市場国ではBISがIMFより信頼されているとの結果が出ている。国際通貨制度の安定の上での金融システムの重要性が高まっている以上、金融システムにかかる専門性の向上を図るか、そうした専門性を有するBIS等他の機関との連携を図っていく必要がある。実際各国の金融システムのサーベイランスを行う金融セクター評価プログラム（FSAP）においては各国の中央銀行や監督当局から専門家を招き、審査チームを組成しているが、その場合でも分析と審査の各国での整合性を担保し、一定以上の水準を確保するためにはIMF自身が高度な専門性を有している必要がある。

IMFは1990年代には、ワシントンコンセンサスという、競争的な市場経済重視の立場に偏っているとの批判を受けた。IMF内部の知的な環境としてもスタッフの大部分が欧米人か、欧米以外の出身でも多くは米英の少数のトップ大学で博士号を取得した者で占められており、同質な職員集団となっていた²⁴⁾。その後IMFではいわゆるダイバーシティの推進を掲げており²⁵⁾、スタッフの国籍、性別面のみならず、米英の経済学大学院以外で教育を受けた職員を積極的に採用し、昇進させている。また、中途採用を活発化させ、職員の現地駐在事務所勤務や政府等への出向を奨励することも行っている。ただし、各国に対し政策を勧告したり融資のコンディショナリティーを設定したりする

22) 先進国の中央銀行間協力としては、1970年代から既に2ヶ月に一度開催されるBIS中央銀行総裁会議がより重要な役割を果たしていた。

23) IMF人事局による2017年度の集計（Stedman（2018）, p. 20）。

24) 筆者がIMFに勤務していた1980年代後半では、地域局のスタッフは当該地域出身のスタッフがそれぞれに在籍していたが、IMFの政策的な司令塔とも言うべき部局（ETR）は課長以上全員が北米と英国出身の白人男性スタッフであった。

25) IMFは1996年以降職員のダイバーシティに関するアクションプランを策定しており、2000年以降は全IMFとしての達成状況をモニターする年次報告書（Diversity Report）を公表している。

際には組織としてIMFの統一的なものの方が必要となるため、ダイバーシティの推進がどの程度組織としての公式見解に影響を与えているかは明らかではない。考え方の変革は、例えば社会党政権下でフランスの財務大臣を務めたストロス＝カーン専務理事の下で、ケインジアンとして知られるオリヴィエ・ブランシャールがIMFのチーフエコノミストとして積極財政を推進したように、トップダウンで行われたり、後述のように社会的な要請を背景に行われたりすることが多いようにも思われる²⁶⁾。

IV-2. IMFは信頼されているか

IMFの提言に強制力がない状況でIMFの政策提言が受容され、実行に移されるためには、IMFが広く信頼され、たとえ特定国がその提言に従わなくても、国際的な世論として確立されることで当該国にpeer pressureを与え、国際通貨制度の安定に寄与できることが重要である。

IMFに対する信頼という観点からは、いくつかの問題が指摘されている。その最も大きいものはIMFのガバナンスが適正で、加盟国の総意を反映した意思決定が出来ているか、と言う問題である。この点では各種のIMF改革案でも度々指摘されているように、いくつかの問題がある。従来から指摘されている問題点とIMFでの最近の改革の成果は以下のようなものがある。

IV-2-1. 議決権の不均衡と理事の選任

IMFは出資額に相当するクォータをベースに運営されており、借入れ可能額などの基礎となるほか、IMFの運営にかかる投票権は若干の基礎票を除けばクォータに比例して各国に付与されている。また、IMFの日常的な運営に

関する決定権を持つ理事会の理事の選任については、加盟国が適宜グループを形成し、自国をIMFで代表する理事を投票により選んでいる。

クォータはIMFの増資時に、原則として増資分につき増資時点での経済規模等を反映する形で増額されるため、経済規模が急激に拡大した国についてはクォータが実態に追いつかず、また、当初からのメンバーであった欧州先進国等のクォータが過大となる傾向にあった。また、IMFの理事会に選任される理事も伝統的に24名中9人が欧州国籍であり、問題視されていた。EU内部でも、ユーロ圏諸国のIMFにおける理事が8つの席にわかれており²⁷⁾、ユーロ圏、あるいはEUとしての統一的なポジションを主張できない問題が指摘されている。2015年に欧州委員会はIMFにおいてユーロ圏を代表する単一の理事を選任する提案を行ったが、各国からの反対が多く、進展はない(De Ryck (2019))。

クォータ配分は長らく議論の対象になり、新興国、途上国のウエイトを増大させる方向に徐々に進んできたが、2010年に至って国際金融危機を経てIMFの資金基盤の強化の必要性にコンセンサスが得られた結果、出資規模の倍増が合意された。2016年に発効したこの増資により大幅なクォータシェアの再配分も可能となった。アジア通貨危機の前でIMFに対する批判がそこまで強くはなかった1997年時点で合意された第11次増資見直し(発効は1999年1月)後の姿と比較すると²⁸⁾、先進国のクォータシェアは61.6%から57.7%に3.9ポイント低下し、新興国・途上国に再配分された。加えて、投票権においては加盟国に平等に分配される基礎票が3倍に増額されたため、投票権ベースのシフトは5.3ポイントに達する。これにより、クォータ配分を決定する際の算定式²⁹⁾と比較し

26) より基本的な問題としては、国際金融危機によって既存のマクロ経済学自体に対する疑念が生じていることがあげられる。マクロ経済学を再構築しようとする試みが多く生まれたが、未だに特定の方向と枠組みがコンセンサスを得ているとは言えない。

27) 単独で理事を選任する独仏に加え、他のユーロ圏諸国は非ユーロ圏EU諸国及び欧州外の諸国と共同して理事を選任している。

28) 計数自体は2006年の時点のもので、第11次増資直後と比較すると新規加盟に伴う若干の増資がある。

でも、あるいは単純にGDP³⁰⁾比で配分した場合と比較しても、先進国がトータルとして過大な投票権を有する状況は解消された（表2）。

理事の選任についても2010年に合意されたクォータ改革と合わせ合意され、2016年に発効したIMF協定の改正により、クォータの上位5カ国が理事を指名できる任命理事制度を廃止すると共に、13の理事ポストで複数の理事代理を選任できるようにすることで小国の代表が理事会に参加できることとなった³¹⁾。

Ⅳ-2-2. 専務理事の選出

IMFのトップたる専務理事はIMF設立時の了解で欧州出身者とされており（世銀総裁は米国人）、歴代の総裁13名はすべて欧州出身であり、なかでも1978年以降では4人のフランス人総裁が合計34年間にわたってIMFをリードした。専務理事の選出は随時、より透明性が高められた形で進んできているが、2020年に選任された現専務理事もブルガリアの出身である。ただし、これまでと違い欧州の先進国ではなく、資金の出し手ではなく借り手国の出身という面で変化が感じられる。

Ⅳ-2-3. ガバナンス改革の効果

以上のような形でガバナンス構造の改革は進んできたが、これがどれだけIMFに対する信頼の向上につながるかは必ずしも明らかでない。IMFに対する否定的な見方は根本的にはその主導する政策に対する反対ないし反感に基づくもので、それらが先進国の利益を推進するものであるとの見方から具体的な問題としてガバナンス構造を提起している面もあると思われる。クォータ配分の見直しにより、より「公正」な議決権シェアになっているとはいえ、議決権の半分以上（55.3%）を先進国が保有する状況には変わりなく、また米国及びEUも協定改正や増資を阻止できる議決権数を有している。ユーロ危機に際してはアジア危機の反省から多額の信用を柔軟に供与したが、これは政治的な動機からの救済であるとして、主要な株主であり専務理事を輩出している欧州への配慮からアジア危機との違いを見る向きもある³²⁾。

表2 2010年合意増資後のIMFのクォータと議決権シェア（%）

	GDPシェア	クォータ理論シェア	2006年クォータシェア	増資後クォータシェア	増資後議決権シェア
先進国	60.0	58.2	61.6	57.7	55.3
新興・途上国	40.0	41.8	38.4	42.3	44.7

（出所）IMF

29) 現行の算定式は2008年に合意されたもので、以下の通りである。

$$(0.50 * \text{GDP} + 0.30 * \text{開放度} + 0.15 * \text{変動度} + 0.05 * \text{外貨準備})^{\text{圧縮係数}}$$

なお、算定式自体が交渉を通じていわば結果を見つつ合意されるため、必ずしも客観的なものとは言えない点は留意すべきである。

30) クォータの見直しにおいてIMFでは市場価格GDPとPPPベースのGDPを6:4で加重平均したものを指標として使っている。

31) 24名の理事を選任するには、単純に考えれば4%強、米国等の大出資国があるため実際には平均約3%の投票権を集めれば一人の理事を選任できる計算になる。従来理事を単独で指名していた国はいずれも投票権がこれらの水準を超えており、単独で理事を代表させる状況には変わりなく、任命理事の廃止はシンボリックな意味しかもたない。従って、小国の発言機会の増大という点では複数理事代理の任命が可能になったことが大きい。なお、この改革にあわせ欧州先進国は出身理事を2名減らすことをコミットしている。

V. 国際通貨制度以外へのIMFの役割シフト

国際通貨制度プロパーにおけるIMFの役割の低下の反面、IMFはマクロの財政金融及び為替政策以外の面に活動をシフトさせている。これは、広く経済動向における環境変化を踏まえたニーズへの対応という面があるが、同時にIMFが引き続き国際通貨制度の中で各国政府のみならず市民社会にも信頼される機関としての支持を得るために必要な対応とも考えられる。

V-1. IMFの援助機関化

上述の通り、1970年代以降、国際金融危機とユーロ危機が勃発するまでは国際流動性へのアクセスが問題となるのは新興国と途上国に限られるようになっていた。しかし、低所得途上国のニーズは短期の流動性支援で満たすことができる性格のものではなく、より長期にわたる譲許的条件での資金支援が必要と認識された。低所得国の国際収支問題の解決は短期的なマクロ政策調整だけでなく、長期的な経済構造の改革が必要であるとして、期間10年金利0.5%の長期低利の融資制度SAF (Structural Adjustment Facility) が1986年に導入され、翌年にはESAF (Extended Structural Adjustment Facility) として拡充された。さらに1999年にはESAFをPRGF (Poverty Reduction and Growth Facility) に改組し、貧困削減を最重点に、借入れ国がIMF・世銀のみならずNGOや援助国政府の意見を取り入れて作成するPRSP (Poverty Reduction Strategy Paper) を基に融資プログラムが設計されることとなった。

実際新興国への資本流入が活発化した2000年代にはIMFからの借入れの返済も進み、国際金融危機直前の2006年にはIMFから通常資金の借入れを行ったのは二カ国での少額のEmergency Post-Conflict Assistanceを除けばトルコ国のみとなった。これに対し、PRGFは同年で27カ国に対して供与されていた。即ち、IMFとして融資を通じて政策に対する直接的なレバレッジを有するのは低所得国にほぼ限られ、援助機関としての性格が強くなった。

こうした事態は国際金融危機とユーロ危機で先進国や新興国に対する与信が大幅に復活した結果、修正を見ることになり、またPRSPの策定においてもIMFの役割はマクロ面に特化するとの分業体制が強まった。他方で、後述のように国際社会において途上国の貧困問題への関心が強まり、IMF自身そうした問題への傾斜も強めている。

また、技術協力(能力開発)はサーベイランス、融資業務とならんでIMFの中核業務の一つとされ予算の約四分の一を占めている。IMFの技術協力は旧社会主義国が市場経済体制に移行するに当たって大きな役割を果たしたが、これらのニーズが一巡すると共に低所得の発展途上国に技術協力の中心が移り、全体の約7割が低所得国向けとなった(IMF IEO (2005))。

コロナ危機に伴ってIMF融資は対象国、額とも飛躍的に拡大し、2022年3月9日時点で90カ国、1700億ドルに達しており³³⁾、IMFの流動性支援の役割の復活を一見思わせるもので

32) IMF IEO (2016) においては、支援に関する決定過程で理事会への事前の説明がほとんど無くプログラムの交渉が行われ、巨額の支援を行うための融資限度に関するIMFの内規を議論なく変更したことなど、本来の意思決定機関であるべき理事会がないがしろにされた点などがこうした見方を助長している可能性がある指摘している。

33) IMF ウェブサイトによる。<https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/COVID-Lending-Tracker> 所得分類は世銀の定義に従う。

ある。しかし、子細を見ると、融資先の大半は低所得国と低中所得国であり90カ国中57カ国を占める。なかでも低所得国は26カ国中、紛争下のシリア、エリトリア、イエメンを除く23カ国がコロナ対応のIMF融資を受けている。また、高中所得国以上に分類されている融資先も欧州の紛争を経験した移行国、小規模島礁国や従来からIMFの予防的な取極を継続的に利用しているメキシコとコロンビアをはじめと中南米諸国が多く、IMFの緊急時の流動性支援が復権したとは必ずしも言えず、低所得国援助の延長線上にあるとも見られる。

また、2021年に行われたSDRの新規配分も低所得国の輸入制約を緩和することが目的と明示されており、世界的な準備資産の不足よりも、迅速に資金援助を提供する仕組みとしての意義を持っていると考えられる。

V-2. 構造問題とIMF

IMFは伝統的にマクロの財政金融と為替政策を守備範囲としてきた。ミクロの構造問題については国際機関としては途上国に関しては世銀が、先進国に関してはOECDが主導してきた。しかしながら、主としてマクロ政策によって是正することができる短期の国際収支問題が少なくなった結果、途上国においては構造的な問題の解消を通じて持続的な成長と国際収支の均衡を目指すことが重要となり、先進国においても国際収支危機はまれになり長期的な成長の引き上げという観点から労働市場等の構造問題に焦点が移った。特に最近では債務残高の大きさや金利の低さから財政、金融政策とも発動余地が狭まっており、IMFの政策提言において構造政策への傾斜が強まっている（IMF（2021））。財政金融政策と為替政策が経済全般に作用し、個人や個々の企業に対する影響が間接的で因果関係が見えにくいのに比べ、構造政策による影響は直接的に感じら

れやすいため政治的・社会的な軋轢と政策を推進するIMFに対する批判と反感を生みやすい³⁴⁾。それがひいてはIMFの正当性と役割の遂行能力に影響を落とすこととなる。その反省からIMFは数を絞ったマクロ・クリティカルな構造政策に特化するとの方針を示している（IMF（2019））。

V-3. 社会的要請とIMF

近年に至ってIMFに大きく影響を与えてきていると考えられるのは、市民社会からの圧力である。それが直接的にIMFに影響を与える場合もあるが、特に先進国政府に影響を与えることでIMFが目標とする方向を左右する。反グローバリゼーションやOccupy Wall Streetのような反金融の動きは金融面でのグローバリゼーションと密接に重ね合わせられることが多いIMFにとっては、組織としての正当性を問われる動きである。

近年の代表的な例は最貧国の債務免除問題である³⁵⁾。世界的規模でNGOが連携して低所国の債務免除を推進したJubilee 2000を受けて、先進各国は最貧国の債務免除を行い、最貧国の債務を維持可能なレベルまで削減するIMFのHIPC（重債務貧困国）プログラムを拡大強化させ、さらには2006年にはMDRI（マルチ債務救済イニシアティブ）を通じたIMF、世銀、アフリカ開発銀行からの借入れの100%免除まで実現させた。

これらの債務免除はIMF自身が供与した³⁶⁾債務を含む債務処理の問題であり、IMF自身として対応する必要があった問題ではあるが、近年は伝統的なマクロ問題とは離れた社会的に関心の高い貧困や格差、ジェンダー、気候変動の問題に関しIMFは積極的に関与、発信している。例えば、IMFのウェブサイトではIMFが各種の問題にどう取り組んでいるかを説明するページを設けているが、そこではIMFの伝統的な中核

34) 筆者が出席したある会合でタイの元閣僚がIMFはアジア危機時にバス運賃の引き上げまで要求してきたとして強い不快感を示した。

35) 経緯等はBaillot（2021）に詳しい。

36) より正確にはIMFの最貧国向け融資は、IMFが管理、運用する信託基金から行われている。

業務であるサーベイランスや財政問題以外に気候変動、所得格差、汚職、ジェンダー、SDGs、低所得国などをトピックとして掲げ、こうした問題に対してIMFとしてもいかに高い関心を持って対応しているかをPRしている。これはIMFの政策が貧困や格差など社会問題に無関心であり、組織として正当性を有していないとの見方に反論する意図を持っていると考えられる。

IMFは実際そうした分野での分析にも注力している。半期毎に公表される世界経済見通しでは毎号特定のトピックを取り上げた分析を行っている。過去6年で28のテーマ別の章が

公表されているが、最近ではコロナ関係が多いのは当然としても、格差、気候変動、低所得国に関するものがそれぞれ3～4件ずつあり、財政金融などの伝統的なマクロのテーマ（8件）を上回っている³⁷⁾。また、内容的にも、例えば従来はトレードオフの関係にあるとも見られていた公平と効率の問題に関連し、格差の減少は経済成長にもプラスだといった立場を支持する研究や主張がなされている。これは、IMFの伝統的な関心事である経済成長の促進などと格差是正などの社会的関心事が矛盾しないことを主張するものとなっている。

VI. 国際通貨制度が抱えるリスク

VI-1. 現行国際通貨制度のリスク

現在進行している様々な変化は、国際通貨制度を不安定化するリスクを内包している。

VI-1-1. 政府債務の拡大

国際金融危機とコロナ禍を経て、世界的に政府債務が爆発的に増加し、先進国ではGDP比でも第二次世界大戦直後のレベルに達している（図1）。政府債務の増大は国際通貨制度へのリスクにつながる脆弱性を生んでいる。

まず、かねてから指摘されているように、政府と銀行の連関（sovereign banking nexus）によって、銀行部門か政府部門に危機が生じた場合には、銀行の国債保有と政府の銀行支援に伴う財政支出が相互に影響し、両部門を悪化させる。特に政府債務が既に大きい場合は、銀行支援を行う財政余力が無いことから銀行危機に歯止めをかけられないか、銀行支援を通じてさらに財政状況を悪化させ、政府債務危機につながる恐れがある。主要な国際通貨でこのような

事態が起きた場合には、国際金融危機の際と同様に、国際通貨制度の機能不全をもたらし、世界的な危機につながる可能性がある。

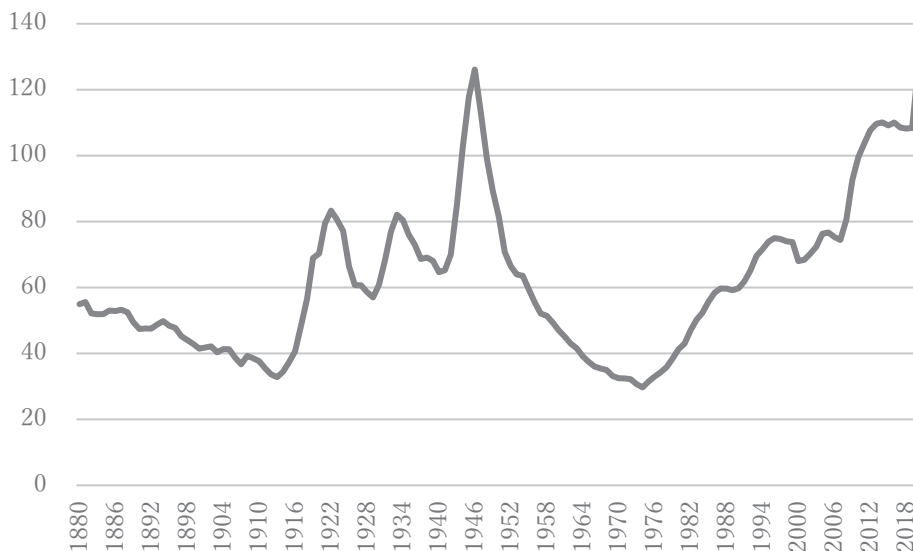
今ひとつの懸念は、何らかの事由で高水準のインフレが持続した場合、国によって政府及び民間債務が過大で金融引き締め策がとりづらく、結果的にインフレ率の各国間の格差が生じることである。主要通貨間でこれが起こると、為替相場変動が拡大し、保護主義的な動きを生み、為替規制や資本規制につながるなど、国際通貨システムを不安定化させる恐れがある（有吉（2021））。

VI-1-2. 金融規制と金融制裁

国際通貨制度の最も重要な機能とも言える国際的な支払いに大きなインパクトを持ちつつあるのが、マネロン・テロ資金対策（AML-CTF）の強化と金融制裁の多用であり、中でも主要国際通貨の発行国である米国の動向は大きな影響を持つ。AML-CTFは銀行のコンプライアンスコ

37) 2017年から22年までのWord Economic OutlookのThematic Chapterのトピックを筆者が分類したもの。章によっては二つ以上の分野に関わるものもある。

図1 先進国の公的債務残高の推移（対GDP比）



（出所） IMF Fiscal Outlook, April 2021

ストの増大を招くとともに、違反に対し米当局により巨額の罰則が適用される例が頻発していることから、収益性が低くリスクの高い国とのコルレス契約の縮小が進んでおり、途上国の貿易金融や対外送金へのアクセスを縮小させることが懸念されている（Erbenová et al. (2016)）。また、米国による金融制裁は単に米国の金融機関に適用されるだけでなく米国の決済システムを経由する取引も対象とし、また外国金融機関についても禁止行為を行った場合に米国内の銀行とのコルレス契約や銀行経由支払い口座の開設を禁止できるなど、外国金融機関のドルベースの金融取引を著しく制限することができる³⁸⁾。

ロシアのウクライナ侵攻に対する制裁措置として、西側各国はロシアの主要な銀行をSWIFTから排除した。これはロシアによる対外的な資金のやりとりを極めて困難にする措置で、資産凍結とあわせ、事実上、主要先進国通貨の利用を排除することとなった。さらに、西側主要国はロシア中銀の資産を凍結し、外貨準備

の使用を不可能にするという措置をとった。これらは、政治外交目的の経済制裁措置を新たな段階に引き上げるものである。

さらに、金融規制全般も大きなインパクトを持ち始めている。パーゼル規制を始めとした国際金融規制の標準化の動きは、グローバリゼーションを前提にいかんシステムの安定と競争条件の均衡を保障するかという観点から構築されてきた。しかし、金融危機の発生を防げなかったばかりか、一部のルールがむしろリスクの拡大を助長したことから、ルールの厳格化と追加的なルールの導入が行われている。金融システム支援のための財政支出が結果的に他国の預金者等を救うために使われることを防ぐための監督強化なども相俟って、規制強化は国際的な銀行業務の遂行コストを高めている。例えば covered interest parity が成立しなくなる³⁹⁾など、市場の分断化につながっており、規制が国際金融システムを安定化させる反面、国際通貨制度の効率性の低下をもたらす恐れがある。

38) 現行の制裁内容については米財務省のウェブサイトにも説明がある。 <https://home.treasury.gov/policy-issues/office-of-foreign-assets-control-sanctions-programs-and-information>

39) Du et al. (2018) はバランスシートのレバレッジ制約を原因の一つとして指摘している。

VI-1-3. フィンテックの拡大

金融技術の進展は国際的決済を含む様々な金融サービスの質と効率性を画期的に改善する可能性を秘めている。これにより、国際的な資金決済⁴⁰⁾や貿易金融にかかるコストと時間やリスクが大幅に低下し、大きな便益をもたらすことが期待される。また、国際投資でもコストが低下しポートフォリオの構築が容易になるなどの積極的効果が期待できる。反面、資本移動の規模が拡大し、その反転も瞬時にして起こりうるなど、リスクも増大する可能性がある(Prasad (2021))。

フィンテックの進展で国際通貨制度と密接に関連するのは暗号通貨の普及と中央銀行によるデジタル通貨(CBDC)の採用である。暗号通貨は匿名性が高く、犯罪に関連しても利用されるが、価格変動の高さなどの魅力で投機的な需要を集め、価格の暴騰や暴落を繰り返しつつもその市場規模を拡大させてきた。またその嚆矢であるビットコイン以外にも多数の暗号通貨が考案され、暗号通貨を含む広義の暗号資産の価格集計サイトであるCoinMarketCapによれば、2022年6月初時点で19,713の暗号資産が発行されており、時価総額で1兆2千億ドルを超えている。とはいえ、世界の通貨総額(M1で約40兆ドル、M2で約100兆ドル)に比べればさほど小さくなく、また実際の取引は直近で一日1000億ドル程度と、通常の決済での利用は極めて限定的であるとされる。

現時点では大きな問題とはなっていないものの、暗号資産がさらに普及すれば、国際通貨制度にも影響する可能性がある。例えば、資本移動の激化による不安定化に対抗するため資本規制を含む資本移動管理策が一般的には有効だが、管理策は資本移動に関与する金融仲介業者が取引の当事者と取引内容を把握し、規制に

従った取り扱いを行うことを前提とする。暗号資産については取引当事者の国籍や送金目的を把握することが事実上不可能であり、資本移動の管理規制は難しい。そのため、投機的資本の流入や資本逃避などに対し有効な対策をとることが出来ず、国際収支危機を激化する恐れがある(Adrian et al. (2021))。特にその価値を特定通貨ないしそのバスケットに安定的にリンクさせたステーブルコインはビットコインなどの従来の暗号資産と違い価値の安定性が保証されるという建前であり、設計によっては匿名性も保たれるため、銀行預金の代わりにステーブルコインを保有する傾向が強まるかも知れない。さらに、通貨間の交換がより容易なことから、ステーブルコインを介した通貨代替が加速する可能性もある⁴¹⁾。

CBDCは中央銀行が発行するデジタル資産で、その設計にもよるが、決済に要する時間とコストを大幅に削減し、金融包摂を大幅に前進させる可能性を秘めている。今のところ一部中央銀行が発行するCBDCは国内利用のみを前提にしているが、外国人のCBDCの利用が認められれば、国際通貨制度に大きな影響を与える可能性がある。ただし、CBDCが国際金融システムに与える影響については現時点では研究がさほど進んでおらず、不明な点も多い。マネーローンダリング等の問題以外にも、各国のCBDCの設計が異なり、CBDCのシステム相互間の接続と運用が統一されず、分断化されたシステムとなる懸念が表明されている(Auer et al. (2021), Georgieva (2022))。

VI-1-4. サイバーセキュリティ

金融にとっての大きなリスクの要素はサイバー攻撃によるシステムの停止や資産の窃盗である。2016年2月、バングラデシュ中央銀行

40) 家計の行う200ドル送金では手数料が平均14ドルとされる(IMF(2020))。

41) しかも大規模な通貨代替が起こるとステーブルコインの発行者は発行額の増減に応じた裏付け資産の売買を行う必要があり、これがさらに各国の金融市場の不安定化を促す恐れもある。しかも裏付け資産の価値変動からパリティを維持することが難しくなった場合は国際金融危機時にMMFの元本割れが起きたような混乱がステーブルコイン市場にも生じる恐れがある(FED May 2022 Financial Stability Report)。

のシステムに不正に侵入したハッカーが SWIFT に不正な指示を出すことで同行が米国連銀に保有する外貨準備約1億ドルを盗んだ事件は大きな衝撃を与えた。一国の金融システムに対する大規模なサイバー攻撃によって金融危機が発生するリスクも高まっている。また、SWIFT のような国際的なシステムに問題が生じた場合には世界規模の混乱が起きる可能性がある。世界経済フォーラムとカーネギー国際平和基金の共同レポートによれば、金融技術の大幅な進歩やテクノロジー企業の金融分野への進出に対し、これに対処する責任の所在が曖昧で、金融、国家安全保障、外交の協力関係が確立しておらず、有効な対策が確立されていない（Mauer and Nelson (2020)）。

IV-2. 国際通貨制度分断化の恐れ

米国による金融制裁の対象となると国際通貨としてのドルの利用が困難になり、経済的なダメージも大きい。また制裁発動の可能性自体が米国の潜在的な政治的圧力手段となるため、金融制裁は米国と政治的な緊張関係にある国にとって脅威となる。そのため、米国の影響下にあるシステムの利用やドルそのものの使用を回避しようとする動きが出ている。

具体的にはロシアや中国がそれぞれ SWIFT に代替するループルと人民元の送金にかかるシステムを構築している。さらに、中国はドルへの依存リスクを低減させるため人民元の国際化を加速させている。国際化の推進策として、上述の送金システムの構築に加え、中国は中央銀行による人民元スワップ取極の締結を拡大させている。スワップ取極は2009年以降、2021年末までに32の国・地域と締結されているが、これは主として貿易相手国による人民元支払いのために活用されることを想定しているとされる。しかし、2014年の対アルゼンチンスワッ

プの発動は同国の外貨準備の強化のためとされ、アルゼンチンは取得した人民元を他通貨に交換できたとされている（Steil et al. (2021)）。

さらに、中国は CBDC の試験的な使用を始めている。現状では国内利用を前提としているが、国際的な取引での利用を許容すると、コスト的には既存の送金に比べかなり有利になる可能性が強い。米国による金融制裁の可能性を排除したいと考えるならば、人民元の使用を魅力的と考える国も増えてくるかも知れない。その結果、異なる通貨を国際的決済に活用する通貨圏が出来、かつその利用に関する規則や慣行が独自に定められる通貨圏ブロック、すなわち別種の「国際」通貨制度が構築される可能性がある。その場合でも、通貨圏と圏外の国との取引を巡る統一的なルールが確保されればさほど大きな問題にならない⁴²⁾が、通貨圏が独自のルールを設定すれば、国際通貨制度の分断化につながる恐れがある。

また、民間の暗号資産は既存の決済送金システムを経由することなく、金融規制と資金移動の追跡を回避して匿名で取引を行うことができるため、民間暗号資産の利用が広まれば、これも既存の国際通貨制度の枠外のシステムを拡大させることとなる。

既存の国際通貨制度に対抗する通貨圏の創出には至らずとも、国際的協調体制の喪失リスクはすでにいくつかの分野で生じている。特に急成長を続け世界経済で大きなウエイトを占める中国が必ずしも既存の国際的な枠組みに従う意思がないのではないかと懸念が提起されている（De Gregorio et al. (2018)）。国際金融の分野では、中国は資源確保と一帯一路のスローガンの下での経済圏の拡大、並びに国内の余剰生産能力のはけ口を求め、途上国へのインフラ輸出と資金提供を拡大させている⁴³⁾。その結果、一部の途上国では最大の債権国に躍り出てい

42) 現に EU における単一通貨をはじめ、地域的な共通通貨や通貨協力の仕組みは存在する。

43) 2019年の実績（推定）では中国による ODA 類似資金提供は59億ドルと、DAC加盟国に引き直すと6位に相当し、非譲許的資金の低・中所得国向け資金提供額は1,590億ドルと世界最大の債権国となっている（Johnson and Zühr (2021)）。

る。これは地政学的な覇権争いをもたらすだけでなく、国際金融での従来の慣行にも影響を与えている。例えば、中国がOECDの輸出信用アレンジメントに未参加でその枠外で融資が行われているために競争上優位な立場を得ている。政治的動機による金融が行われるためプロジェクトの採算性に関する十分な検証がなされず途上国が過剰な債務を負うこととなる。環境対策などが不十分なプロジェクトが推進される。プロジェクトにかかる債務不履行が起こった場合に当該施設等が中国の所有となる（いわゆる債務の罫）、などが問題となっている。さらに、中国はAIIB（アジアインフラ投資銀行）の設立を主導するなど、豊富な対外資産をバックに従来の国際開発金融機関に代替しうる国際的な秩序の構築にまで踏み込んでいる。

中国の国際金融上の地位が増すにつれ、国際通貨制度の上でも大きな影響を与え始めている。国際収支危機の対応においては、IMFを中心にパリクラブや民間銀行・投資家が協調して債務のリスクなどに合意し、対外債務の持続可能性を確保する必要がある。対民間債務については1980年代以降、銀行融資から債券調達にシフトしたため、かつてのような銀行による協調リスクは難しくなったが、対公的機関債務が中心となる途上国では依然パリクラブを通じた公的リスクの役割が大きい。中国は特にアフリカにおいては積極的な投融資からいくつかの国で最大債権国に躍り出るなど、途上国債務の救済を図る場合の重要性を増している。しかし、中国はパリクラブに参加せず自国の債権を開示しないばかりか、担保を設定したり自国の国有銀行による融資は公的債務の再編対象外の民間融資であると主張して（Riefell (2021)）、他の民間、公的債権者の債務救済での合意形成を妨げる状況が見られる。

もっとも、中国は重債務国への債務免除等の支援を相当の規模で行っており、2000-19年でアフリカ諸国に対し総額150億ドル強の債務免除とリスクを行っている（Acker et al. (2020)）。また、コロナ危機に伴う債務返済の困難化に対

応したG20の返済猶予措置及び2020年11月に公表された途上国の債務救済のための「共通のアプローチ」に参加している。これは中国が先進国主導のパリクラブに対し、新興国・途上国を含むG20を重視する姿勢が反映しているものとも見られる。とはいえ、中国の債務救済措置は個別融資レベルでの個別交渉を通じて行われる。そのため、従来のIMFとパリクラブの協調による統一的な措置とは異なり、債権者すべてによる公平な貢献が行われているかが明確にならない。中国による独自路線の追求は緊急時の流動性支援による国際通貨システムの安定化という、IMFの国際通貨制度において残る中心的な役割に影響を与えるものである。

遡れば、ブレトンウッズ体制においては、当時の共産圏諸国は参加せず、コメコン（経済相互援助会議）の枠組みの基、別個の通貨圏を形成していた。ソ連崩壊とともに、旧社会主義各国もIMFに加盟し、加盟国は現在190カ国で、キューバ、北朝鮮を除く世界のほぼすべての国が加盟する真にグローバルな機関となった。また、その活動については概ねコンセンサスが形成されている。しかし、今後、例えばIMFの中で重要性を増した中国が西側と異なる価値観からの運営を主張し、同調する国が多く出た場合、IMFとしてコンセンサスに基づく運営を確保できるかが心配される。内部的な意見の対立から無力化するか、最悪の場合分裂の危険もある。これは、国際通貨制度に関する合意形成の場としてのIMFの根本的な役割をも危機にさらすものである。

Ⅶ. 終わりに

資本移動と金融の自由化に伴い、IMFの国際通貨制度における直接的な役割は大きく低下した。IMFの国際通貨制度への貢献としては、知的なリーダーシップを発揮することで、各国政府が国際通貨制度の安定と機能発揮をもたらすような政策を執ることを促すことが最大のものとなった。直接的な機能としては国際収支危機における流動性供給が残っている。この面では国際金融危機やユーロ危機、コロナ危機を経てIMFの流動性供給の役割は見直されることとなり、融資制度の拡充、増資、SDRの配分を含め、流動性の供給能力は拡大している。とはいえ、IMFが単独で危機を收拾するだけの流動性供給能力を持つわけではなく、支援のあり方などで国際社会のコンセンサスと協力を得つつ行う必要がある。

IMFがそうした協力を得るには広く各国政府とその背後にある市民社会の支持を得ることが必要である。そのためにはIMFとして専門性を高める必要がある。なかでも現在の国際通貨制度を支える金融システムに関する専門性を高める必要があり、BISやFSBなどの機関との協力、連携を強化することも必要である。同時にIMFは各国政府や市民社会から信頼される必要がある。最近においてIMFが格差、環境、ジェンダーなど、一見国際通貨制度とは関係の

薄い分野に注力しているのも、そうした分野への市民社会の関心に対応し、マクロ政策においてもそうした分野に配慮していることを示すことで、正当性と広範な支持を得ようとしているものとも考えられる。

組織への信頼という点では、加盟国すべてがIMFを自らの機関として認知するように、ガバナンスの改革に引き続き取り組んでいく必要がある。しかしながら、国際通貨制度も国際政治体制の一部であり、国際政治における分断化がIMF内の合意形成の困難化と国際通貨制度の分断化につながる恐れもある。それは国際通貨制度に関する議論と合意形成の場としてのIMFの根本的な機能すらも危うくさせる恐れがある。

理想的には、現代の環境に沿ったような形で国際通貨制度の再構築を図る、ブレトンウッズIIのようなものが必要である。しかしながら、ブレトンウッズ体制は第二次世界大戦の戦勝国が戦後体制を構築するための会議で決められたものであり、各国の政治体制と価値観が均質ではない現状ではコンセンサスを生み出す政治的な推進力があるかは疑わしい。IMFとしてはあるべき国際通貨制度に関するコンセンサスを得べく、地道な検討と議論を重ね価値観の共有を目指していくしかない。

参 考 文 献

有吉章（2005）「国際公共財としての国際通貨制度の変遷」『フィナンシャル・レビュー』2005年1号，pp. 99-122
有吉章（2021）「金融グローバル化は終焉を迎えるか？」『SRIDジャーナル』第20号（2021年1月）<https://www.sridonline.org/j/doc/j202101s03a01.pdf#zoom=100>

Acker K, Brautigam D and Huang Y (2020), “Debt Relief with Chinese Characteristics”, Working Paper No. 2020/39, China Africa Research Initiative, School of Advanced International Studies, Johns Hopkins

- University, Washington DC
- Adrian T, He D and Narain A (2021), “Global Crypto Regulation Should be Comprehensive, Consistent, and Coordinated”, IMF Blog, Dec 9, 2021 (<https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2021/12/09/blog120921-global-crypto-regulation-should-be-comprehensive-consistent-coordinated>) (参照 2022-06-30)
- Ariyoshi A (2013), “Coping with Capital Inflow Surges: Reviewing the IMF’s New Institutional View”, *Japanese Journal of Monetary and Financial Economics*, Volume 1 No. 1, pp. 25-36
- Ariyoshi A., Habermeier K., Laurens B., Otker-Robe I, Canales-Kriljenko J I and Kirilenko A (2000), “Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization”, IMF Occasional Paper No. 190
- Auer R, Frist J, Gambacorta L, Monnet C, Rice T and Shin H S (2021), “Central bank digital currencies: motives, economic implications and the research frontier”, *Annual Review of Economics*, vol 14, pp. 691-721, 2022, submitted, DOI: <https://doi.org/10.1146/annurev-economics-051420-020324>
- Baillet H (2021), “A Well-Adjusted Debt: How the International Anti-Debt Movement Failed to Delink Debt Relief and Structural Adjustment”, Cambridge University Press, (<https://www.cambridge.org/core/journals/international-review-of-social-history/article/welladjusted-debt-how-the-international-antidebt-movement-failed-to-delink-debt-relief-and-structural-adjustment/1CF3490E9260FD47B8730907B598D87D>)
- Barkbu B, Eichengreen B and Mody A (2011), “International Financial Crisis and the Multilateral response: What the Historical Records Show”, *NBER Working Paper* 17361
- Bertaut C, von Beschwitz B and Curcuru S (2021), “The International Role of the U.S. Dollar”, *FEDS Notes*, October 6, (<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-international-role-of-the-u-s-dollar-20211006.htm>)
- Boughton J M (2012), *World Without Walls: The Global Economy and the IMF, 1990-1999*, IMF
- Broos M and Grund S (2018), “The IMF’s Jurisdiction over the Capital Account—Reviewing the Role of Surveillance in Managing Cross Border Capital Flows”, *Journal of International Economic Law*, vol. 21, issue 3, pp. 489-507
- Camdessus M (1995), “Drawing Lessons from the Mexican Crisis: Preventing and Resolving Financial Crises—the Role of the IMF” (<https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/spmds9508>) (参照 2022-06-30)
- Clavo G C, Leiderman L and Reinhert C M (1993), “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors”, *IMF Staff Papers*, 1993, vol. 40, issue 1, pp. 108-151
- De Gregorio J, Eichengreen B, Ito T and Wyplosz C (1999), “An Independent and Accountable IMF”, *Geneva Reports on the World Economy I*, International Center for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research
- De Gregorio J, Eichengreen B, Ito T and Wyplosz C (2018), “*IMF Reform: The Unfinished Agenda*”, *Geneva Reports on the World Economy 20*, International Center for Monetary and Banking Studies and CEPR
- De Ryck P (2019), *Towards unified representation for the euro area within the IMF*, European Parliamentary Research Service Briefing, European Parliament
- Du W, Tepper A, and Verdelhan A (2018),

- “Deviations from Covered Interest Rate Parity,” *The Journal of Finance*, 73(3), pp. 915-957
- Financial Times (2015), “The Swiss National Bank jolts the financial system” 〈<https://www.ft.com/content/75138b30-9cb1-11e4-971b-00144feabdc0>〉 (参照 2022-06-30)
- Erbenová M, Liu Y, Kyriakos-Saad N, López-Mejía A, Gasha G, Mathias E, Norat M, Fernando F, and Almeida Y (2016), “The Withdrawal of Correspondent Banking Relationships: A Case for Policy Action”, IMF Staff Discussion Note SDN/16/06, IMF
- Georgieva K (2022), “Confronting Fragmentation: How to Modernize the International Payment System”, Concluding Remarks at the IMF-Swiss National Bank High-Level Conference, Zurich, May 10, 2022 〈<https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/05/10/sp051022-md-concluding-remarks-at-the-snb-high-level-conference>〉 (参照 2022-06-30)
- IMF, *World Economic Outlook*, various issues
- IMF (2006), “Article VIII Acceptance by IMF Members: Recent Trends and Implications for the Fund” 〈https://www.imf.org/-/media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/np/pp/eng/2006/_052606.ash〉
- IMF (2012), “The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View” 〈<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/111412.pdf>〉
- IMF (2016), “Strengthening the International Monetary System—A Stocktaking” 〈https://www.imf.org/-/media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/np/pp/eng/2016/_022216b.ashx〉
- IMF (2019), “2018 Review of Program Design and Conditionality” 〈<https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/PP/2019/PPEA2019012.ashx>〉
- IMF (2020), “Digital Money Across Borders: Macro-Financial Implications” 〈<https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/PP/2020/English/PPEA2020050.ashx>〉
- IMF (2021), “2021 Comprehensive Surveillance Review” 〈<https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/PP/2021/English/PPEA2021027.ashx>〉
- IMF IEO (2005), *IMF Technical Assistance*, Evaluation Report, IMF
- IMF IEO (2016), *The IMF and the Crises in Greece, Ireland, and Portugal*, Evaluation Report, IMF
- IMF IEO (2019), *IMF Financial Surveillance*, Evaluation Report, IMF
- James H (1996), *International Monetary Cooperation Since Bretton Woods*, Oxford University Press
- Johnson Z and Zühr R (2021), “A New Era? Trends in China’s financing for international development cooperation”, *Donor Tracker Insight*, May 10, 2021 〈<https://donortracker.org/insights/new-era-trends-chinas-financing-international-development-cooperation>〉 (参照 2022-06-30)
- Mauer T and Nelson A (2020), “International Strategy to Better Protect the Financial System Against Cyber Threats”, Carnegie Endowment for International Peace 〈https://carnegieendowment.org/files/Maurer_Nelson_FinCyber_finall.pdf〉
- Mussa M, Boughton J M, and Isard P (eds) (1996), *The Future of the SDR in the light of changes in the International Monetary System*, IMF
- Ocampo J A (2017), *Resetting the International Monetary (Non)System*, WIDER Studies in Development Economics, Oxford University Press
- Prasad E S (2021), *The Future of Money: How the Digital Revolution is Transforming Currencies and Finance*, Belknap Press,

- Cambridge, Massachusetts
- Rieffel L (2021), “Normalizing China’s Relation with the Paris Club” [〈https://www.stimson.org/2021/normalizing-chinas-relations-with-the-paris-club/〉](https://www.stimson.org/2021/normalizing-chinas-relations-with-the-paris-club/) (参照 2022-06-30)
- Schenk C (2019), “International Monetary Cooperation Since the Global Financial Crisis”, Chapter 1, IMF’s Work on Encouraging International Policy Cooperation, IEO Background Paper BP/19-01/06, IMF
- Stedman L (2018), “Strengthening IMF Financial Surveillance: Organizational and Human Resource Issues”, IEO Background Paper BP/18-02/05, IMF
- Steil B, Rocca B D and Walker D (2021), “Central Bank Currency Swap Tracker” [〈https://www.cfr.org/article/central-bank-currency-swaps-tracker〉](https://www.cfr.org/article/central-bank-currency-swaps-tracker)
- Triffin R (1960), *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*, Yale University Press
- Truman E M (2012), “The International Monetary System or “Nonsystem”?” in Bergsten C F and Henning R (eds), *Global Economics in Extraordinary Times: Essays in Honor of John Williamson*, Peterson Institute for International Economics, pp. 27-52