

Tbk	165	165	165	165
Indon	990	990	990	990
Indone	550	550	550	550
Perser	900	880	860	870
ka Mul	2550			
	215	225	210	215
akmur	111			
do Tbk	1300	1290	1270	1270
strind	710			
Realty	190	181	181	181
do Tb	2150			
r Usa	131			
t Met	690			
do Ut	83			
(Per	3925	3900	3	
Tour	250			
ntert	102			
ama D	1700			
issis	104000			
rima	460			
1448.569/453.875/14.744				



概觀

概観

2008～2009年、世界経済は未曾有の金融不安の時期を過ごしたが、それは過去数十年間で最悪の世界経済の後退と世界貿易の崩壊を伴うものであった。このような経済的な嵐の影響を免れた国はなかった。IMFは、危機に起因する当面の課題への加盟国の取り組みや、強固な新しい国際金融システムの確立に向けた各国の取り組みを支援するうえで、主導的な役割を果たした。その際、①加盟国のニーズに見合った政策助言とタイムリーな金融支援の実施、②危機の再発防止にむけ金融システムを強化するため、何が機能しなかったのかを分析、③新しい国際金融アーキテクチャーの構築、といった3項目を重視した。同時にIMFは、危機の結果、作業プログラム的一部分を加速化するとともに、サーベイランス（政策監視）の優先課題の推進、IMF融資枠組みの改革、低所得国向け支援、能力強化分野でのIMFの活動の拡大、IMFのガバナンス改革、IMF財源の強化、といった分野にその資源を再配分した。IMFの近代化に向けた動きは、2008年度のIMFの組織再編の動きとともに加速化したが、2009年度¹においても継続された。また、その他の制度上の取り組みとして、IMF財務基盤の強化に加え、IMF内の説明責任と透明性の向上、IMFの人事関連業務の刷新、IMFの財政政策やその他業務の保護などに焦点がおかれた。

¹ IMFの会計年度は、5月1日から4月30日まで。

金融市場の混乱から世界的景気後退へ

今般の世界危機の種は、高成長と低金利の時代に播かれていた。この時代に過度な楽観主義とリスク選好が生まれ、市場規律、金融規制、マクロ経済政策、世界レベルでの監視など、広範囲に渡る失敗を引き起こしたのである。また、世界の金融システムは大きく拡大し、低いリスクで高いリターンを生むようにみえた新しい金融商品が生みだされた。こういった事象は、金融市場の規律が無謀な行動を根絶し、金融イノベーションはリスク集中でなくリスク分散につながるとの前提に立った「軽いタッチ」の規制に対する一般的に見られた信頼により、促進されたという側面もある。

しかしこれら前提は双方とも誤り、あるいは少なくとも誤解であることが判明した。結果として我々が目撃したのは、対外不均衡の持続不可能なレベルまでの拡大、先進及び新興市場国における特に住宅を中心とした多くの資産バブルの発生、或いは第一次産品の急騰であった。また、正規銀行システム内外の主要な金融システムに、レバレッジとリスクが膨大に蓄積された。

現下の危機を理解する

安定性の回復、並びに今般の危機と同規模の危機の再発防止に向け、健全な世界金融システムを構築するには、現下の危機の原因を理解することが肝要である。危機の分析には長い年月がかかるとされる。しかし我々が初期に行った分析により、危機発生以前に十分な警告を発することができなかった、国際金融制度の機能上の問題が明らかになった。これは特に、金融システム上重要な先進国に対するサーベイランスにおいて顕著であった。以上に加え、様々なレベルでの規制上の欠陥も見受けられた：

- 長期に渡った低い実質金利と高成長に起因する過剰なレバレッジとリスクテイク
- 国内及び国際金融の規制に対する取り組み上のマイナス要因
- 分断的な規制構造
- 不十分なリスク開示
- 危機管理と銀行破綻処理の脆弱な枠組み

一般的に、金融規制当局はリスクの集中と金融イノベーション・ブームの背後に潜んだ歪んだインセンティブを認識する能力がなかった。市場規律や規制も、急速にすすむイノベーションや、長年にわ

たって累増していたレバレッジの帰結であるリスクを、抑制することができなかったのである。

マクロ経済政策に関しては、金融システム並びに住宅市場でのシステムミック・リスクの拡大の要因となった、増大するマクロ経済の不均衡を、政策当局は十分勘案しなかった。国際レベルで有効な政策協調が行われなかったことにより、脆弱性の増加や国境を越えた連関性を見抜くことができないことに潜むリスクを増大させた。中央銀行は、高資産価格やレバレッジの拡大に関連するリスクではなく、インフレ問題に主に注目し、また金融監督当局は、シャドー・バンキング・システムの中で膨らみ続けたリスクではなく、正規銀行部門での問題に没頭した。

その結果、2009年度には金融危機は予想以上に速く広がり、世界の産出と貿易の未曾有の収縮を引き起こした。信用収縮と資産価格急落の影響は銀行セクターを通じて、世界経済のすべての部門と諸国にたちまち波及し、消費者と企業の心理が崩壊したことでさらに悪化した。

危機対応におけるマクロ経済政策の優先課題

2009年度を通じてIMFは、加盟国の融資及び政策助言への当面のニーズに応えるためにその資源を活用した。2007～2008年にかけておこった食糧及び燃料の価格急騰により、多くの国が金融・経済面で難しい状況に陥った。これは特に年度初頭に多くの低・中所得国を襲った。また金融不安の拡大を受け、今年度後半に金融・経済面が厳しい状況となった国もあった。金融危機が实体经济（貿易、産出、雇用）を襲い世界の隅々にまで拡大するなかでIMFは、以下のような国および国際レベルでの緊急の対応を要する政策課題を推奨した。

- **金融部門のバランスシートの修復。** 金融市場が機能し世界経済が再び動き出すためには、銀行の資本増強を図りバランスシートを浄化する、断固たる措置が必要不可欠であった。これが完了するまで、需要の回復に向けた試みは頓挫する可能性が高い。
- **金融政策による支援の重要性を認識する。** 国内の状況を考慮し、適切な政策を講じることが肝要である。
- **財政刺激策は、2009・2010年の両年に世界レベルで実施。** IMFは、先進国・途上国を問わず財政的余地を有する国に対し、刺激策を実施し需要の下支えを行うことを奨励した。この度の危機により、景気減退期に反景気循環的な財政政策を実施する財政余地の存在が、非常に重要であることが明らかとなった。大半の国が2009年に財政刺激策を実施したが、2010年についてもその継続が求められる。

- **国際的な公的融資を大幅に増加させる。**特に新興市場諸国や低所得国への圧力の軽減には、国際的な公的融資が不可欠である。2009年4月、G20の首脳は低所得国向けの譲許的融資能力を、少なくともこれまでの2倍とすることを含め、IMFの通常の融資能力を7,500億ドルへと3倍に拡充すると共に、国際流動性については、特別引出権（SDR）²の一般配分を通じて2,500億ドル投入することに合意した。これら措置に対しては、IMFの政策諮問機関である国際通貨金融委員会（IMFC）も承認した。このコミットメントは信認の強化には有益であるが、各国レベルで措置を実施し補完する必要がある。

国別支援

2009年初頭、食糧及び燃料の価格急騰は一部の低・中所得国にとり大きな問題となった。これに対しIMFは、複数の低所得国に対する貧困削減・成長ファシリティ（PRGF）に基づく融資を拡大するとともに、外生ショック・ファシリティ（ESF）へのアクセスをこれまで以上に容易にし、追加的な財政支出を可能とするため、一部のプログラムの調整を行った。また商品価格の高騰の、低所得国や新興市場諸国の経済に及ぼす影響を検討する公開セミナーを主催した。さらに2008年後半に理事会は、商品価格高騰に伴い導入された財政支援の国際的な波及効果などの影響を検証した。

金融危機が世界的な広がりを見せ始めるなかで、IMFは2009年中盤に、緊急融資メカニズムの活用を含め迅速な金融支援を提供するなど、加盟国への支援を強化した（ボックス3.1参照）。理事会は2009年度中に、伝統的な非譲許的融資制度や、新たに導入されたフレキシブル・クレジットライン（FCL）の下、15カ国に対し総額658億SDRに及ぶIMF財源の活用を承認した（表3.2参照）。また理事会は、

PRGF或いはESFの下での新規の取極に対しても、引き続き承認を行った（表3.3参照）。2009年4月30日現在、28加盟国の経済プログラムがこのような融資制度に基づくIMFとの取極の支援を受けており、そのコミットメントの総額は18億SDRに達する。なお2008年度末時点では、25カ国向けに11億SDRだった。

IMFの役割の強化

2008年、IMF専務理事は、危機対策としてIMFの戦略的ビジョンを見直すと共に、業務のダイナミズムの向上を図るため、抜本的な改革を実施した。さらにこれを推し進めることになったのが、G20の首脳が、危機に対しより広範な経済協力を推進し多国間での対応を採ることで合意した、2008年11月及び2009年4月のG20の会議だった。なかでもG20が、国際社会が求める優先的なマクロ政策対応を明確にしそれにコミットしたことは、注目に値する。このような政策はIMFが支持していた政策助言と整合的であった。G20は「危機対応におけるIMFの重要な役割」を強調するとともに、IMFと国際開発金融機関は「危機を克服するために十分な資金を有しているべきだ」と述べた。

2009年3月までに理事会は、IMFの対応の内容、適時性、実効性を向上させると共に、全加盟国のニーズに対し決然たる対応が行えるよう、いくつかの重要な改革を承認した。この点でIMFは、経済政策議論と危機解決の中心に躍り出たといえる。さらにこの一環で、危機の深刻な影響を受けた国に必要な金融支援を行うための力を付与すべく、IMFの財源を拡充するという決定がなされたのである。

IMFの融資枠組みの改革

このような中、理事会は、IMFの融資制度を加盟国の変わり行く

2 SDRの詳細については、IMFファクトシート「特別引出権（SDR） www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.htm」を参照のこと。



マラウィでのタバコの収穫

ニーズにより適応させるため、近代化に向けた作業を推し進め、政策助言、コンディショナリティー、融資条件の改革が行われた。IMFの中核的な権限・責務の実施に最も有効な改革を評価・決定すべく、2008年初頭より理事会並びにIMFスタッフが議論を重ねた結果、2009年3月に理事会は、IMFの融資枠組みの抜本的改革を承認した。承認された改革には、すべての借入国を対象としたIMFプログラムのコンディショナリティーの近代化、非常に強固なファンダメンタルズと政策を有する加盟国を対象とした、フレキシブル・クレジットライン（FCL）の新規導入、IMFの伝統的なスタンド・バイ取極及び譲許的融資制度の柔軟性の向上、非譲許的・譲許的な融資の通常の融資利用限度の倍増、融資のコストと満期の構造の簡素化、減多に利用されない融資制度の廃止、などが含まれている。2009年度中に理事会は、IMFが新規に設立したFCLの下で、メキシコに対し予防的なベースでの取極を承認した（315億SDR）。2010年度の初めには、FCLに基づき、ポーランド（137億SDR）とコロンビア（70億SDR）向けに各々、予防的なベースでのコミットメントが承認されている。

予防的融資を含め融資制度を強化し、IMF資金の利用条件が加盟国の政策及びファンダメンタルズの特性に合ったものとなるよう、コンディショナリティーの枠組みを近代化することで、加盟国のIMFへの早い段階でのアプローチを促し、危機の可能性の低減及びかかる総費用の軽減を図っている。IMF財源の大幅な拡充と共に、この改革は、現在および将来の危機への加盟国の対処に、IMFが積極的に取り組むための強固な基盤を構築するものである。

世界の経済ファンダメンタルズ・金融システムの的確な把握

IMFはこの度の危機の原因、その影響範囲、そして結果を理解すると共に、金融安定理事会（FSB）³をはじめとする他の国際金融機関と

の連携の強化に尽力した。2009年初頭IMF理事会は、IMFCの要請を受けて行った、危機からの初期の段階での教訓に関するスタッフの分析について議論を交わした。理事会は議論が暫定的なものであることを強調するとともに、IMFの責務・権限を鑑み、世界の金融の安定性及び経済成長の回復を支えることにおいて、危機を分析し、国・国際レベル双方で他の関係者と密接に協力することが、IMF独自の責任であると強調した。

危機の要因とされた欠点の相対的な重要性に関する広範囲に及ぶ見解（上記参照）を基に、理事会は多様な面・レベルでの是正措置の必要性を認めたが、これは政策立案者にとっては野心的なアジェンダであり協調行動の必要性を示したものであった。IMFは同レビューを加味した上で、将来の危機の防止に重要と思われる、規制の改善、サーベイランスの改善、融資取極の改善、国際協調の改善、以上の4分野を特定した。IMFはこれらの分野において、それぞれ異なるものの、果たすべき重要な役割を担っており、2009年度、これらの解決、或いは適切と判断された場合には解決に向けた支援を行うとして、作業に取りかかった。

- 金融の規制と監督を改善する。規制の範囲を拡大し、経済全体あるいは国境を越えてリスクをもたらすあらゆる活動をカバーすることが優先課題である。IMFはこの問題に関しては先導的役割を担っているわけではないが、サーベイランスのプロセスを通じ、合意事項の実施状況を監視することができる。規制の範囲ないし規制の対象を拡大して、国内経済及び海外市場にリスクをもたらす、あらゆる活動を網羅する必要がある。市場規律は強化する必要がある。格付機関の利益相反の削減、並びに投資家のデュー・デリジェンス向上のためのイニシアティブが現在進行中である。最後に、中央銀行は金融システムに対する流動性供給の枠組みを見直す必要がある。また主要な金融市場を支えているインフラも改善されるべきである。

³ 2009年4月2日、金融安定化フォーラム（FSF）は、金融安定理事会（FSB）として、参加メンバーが拡大し再構成された。詳細はFSFプレスリリース no. 14/2009「Financial Stability Forum Re-established as the Financial Stability Board（FSF）ホームページ：www.fsforum.org/」を参照のこと。



中国江西省南昌市の職業斡旋所に集まっている労働者

- ・ 融資取極は、加盟国や変化を続けている市場の変転するニーズに適応しなければならない。IMF融資は、各国の状況にこれまで以上に見合ったものとなり、加盟国が初期の段階でIMFにアプローチすることを促すため、引き続き適応していかなければならない。
- ・ 国別サーベイランスを改善する。システミック・リスクに焦点を当て、国際的な波及効果を検証し、マクロ経済政策及び金融部門に関する分析の更なる一体化を目指すべきである。
- ・ 国際協調とマルチラテラル・サーベイランス（多国間政策監視）を改善する。IMFのガバナンス改革は、新興市場諸国と低所得国のオーナーシップを拡大し、世界レベルでの政策協調を推進するという点から、改革のなかでも重要な取り組みとなろう。IMFが真に加盟国を代表する機関となれば、国際機関としての正当性と信頼性が高まり、その責務及び権限の実効的な遂行に役立つだろう。

サーベイランスの優先課題を推進する

サーベイランスとは、IMFの用語で、IMFによる国際金融システムの監視及び加盟国の経済・金融政策のモニタリングを意味し、IMFの主要な責務の1つである。理事会は2009年度、世界的危機により明らかとなった懸念事項に対処するため、IMFのサーベイランス活動の妥当性並びに有効性を確認するものにする取り組みを強化した。2008年10月に完了したIMFの「3年毎のサーベイランス・レビュー」の流れのなかで、理事会は初の「サーベイランス優先分野に関する声明」を発表、IMFサーベイランスの経済及びその実施における2011年を通じた優先課題各々4項目を明示した。レビューを締めくくる議論のなかで理事会は、今後2～3年間でのIMFサーベイランスにおける優先

4分野（リスク評価、マクロ金融の連関性、多国間の観点、対外安定性と為替相場の評価）について、大筋において合意した。さらにこれら優先課題のフォローアップとして理事会は、金融部門の関連事項をサーベイランスに組み込む上での課題を検討するセミナーを開催した。またIMFは、金融安定理事会（FSB）と共同で行う早期警戒演習をはじめ、他の組織との連携強化を目指したプランを推し進めた。さらに世界危機で明らかになった様に、現在進められているデータの透明性に関するイニシアティブの強化が肝要である。このことからIMFは、諸機関で構成されるグループを設立し自らが議長役を務め、危機をふまえたうえで、経済・金融データのニーズに対し協調的かつグローバルな視点を促している。またその最初の活動として、同グループは「主要国際指標」というホームページを作成し、G20諸国の金融・政府・海外・実物の各部門にかかわるデータを提供している。最後に、IMFの第4条協議プロセスの効率性の向上に向けた取り組みを含め、IMFの国別・地域別・マルチラテラルの各サーベイランス活動は、2009年度も継続して行われた。

IMFの近代化

危機の影響への加盟国の対応を支援し、国際金融システムの安定性を回復する努力をリードするという取り組みが、当該年度の主要な業務であったことは明白であるが、IMFは2008年度に強化された、近代化に向けた取り組みの継続が重要だと認識していた。2008年度の重要課題だった、IMFのガバナンス改革は、2009年度も引き続き重要な課題であった。IMF加盟国は、2008年度末に総務会によって承認された、クォータ（出資割当額）とボイス（投票権）の改革の実施プロセスに着手した。理事会は、IMFのガバナンスに関する独立評価機関（IEO）の報告書へのIMFの対応を、指揮し統一するための作業

部会を設置した。一方IMFのマネジメントは、IMFガバナンス改革についての提言を行う特別賢人委員会を設立した。また2009年4月初頭、IMFCは、IMFにおける新興市場並びに途上国の声をより反映させるために、IMFクォータの見直しの加速化を要請した。IMFスタッフは、改革プロセスに市民社会やその他の関係者が関与できる包括的なプランを策定した。

近年、低所得国（LIC）の関連事項に関する焦点を鮮明にするとともに、LICへの関心を高めることの重要性は高まっていたものの、2009年度では特に緊急の課題となった。その背景には、2008年前半の食糧・燃料の価格高騰により、特に低所得国がリスクにさらされたこと、さらにその後、先進国発の金融市場の世界的な不安定性の波及効果が、最終的には低所得国を含め諸外国に広がった（危機の「第三の波」）ことなどがある。当時、食糧及び燃料価格は低下を見せ始めたばかりであり、低所得国には回復するだけの時間的余裕がほとんどなかった。理事会は年度を通し、IMFの低所得国における活動の見直しを行い、こういった国々におけるIMFの活動についての声明を発表するとともに、危機が展開するにつれ変化する低所得国のニーズにIMFの譲許的融資を適応させるための、提言済みだった譲許的融資制度の改革について議論を深めた。

IMFの能力強化活動では、IMF加盟国の技術をはじめとする様々な能力の向上を目指し、IMFが研修や技術支援を行う。このIMFの活動のターゲティングの向上にむけた取り組みが、近年行われてきている。さらに、IMFの資源を最大限に効率よく活用しながら最大限のインパクトをあげるための努力が、数年間にわたって継続されている。IMF理事会は、この1年間の研修プログラムや技術支援のレビューを行い、費用効果或いは柔軟性の向上の面からも、地域技術支援センター或いは研修センターをより活動の中心に据えることで、研修の分散化

を図るとする点について支持した。また、2008年度のIMFの活動方針の見直し作業の一環としてスタートした、技術支援提供における大規模な改革を承認することとなった。さらに、IMFの能力強化サービスの利用に関して、加盟国から段階別に手数料を徴収するという新しい方針を理事会が承認したことを受け、IMFは能力強化活動を支える新たな資金調達の一環を開始すると同時に、アフリカ、中央アジア、中央アメリカに新しい地域技術支援センターを開設するプランを発表した。

IMFの財務、組織、説明責任

IMF再編の一環として2008年度に着手された主要な改革によって、IMFは2009年度には合理化され焦点を定め直した。資金調達については、IMFの新規歳入モデルに関する理事会の合意が、2009年度初めに総務会によって承認され、主としてIMFの投資権限の拡大を通じて、IMF収入源を多様化する道が開かれた。IMFをより健全かつ持続可能な財政基盤におくために、2008年度に見直しが行われたIMFの歳入と歳出の枠組みの導入に向けたIMFの取り組みは、2009年度も継続された。2008年度の再編作業に伴い、予想以上に節減が可能となったことから、2009年度の管理予算に大幅な余裕が生まれ、理事会は2010年度への繰り越しを承認した。

IMFの人事・採用活動は、2009年度に新たな課題に直面した。これはスタッフの規模が、2008年度に着手された組織再編作業に伴い減少していたなか、世界危機の影響でIMFスタッフに対する需要が増加したことによるものだ。2009年度の初頭で実施されていた採用の凍結は、年度の後半には採用努力の強化に道を譲ることになったが、これは組織再編が進展するなか、スタッフの離職数が目標を上回った結果、ア

シスタントなどのランクにおいても正規職員を採用する余地が、予算的に生じたことを反映している。これは世界危機を一因としたIMFの労働力に対する変転する要求に応じられるよう、スタッフ間のスキルミックス（職種混合）を見直す好機ともなった。採用努力はIMFの多様性の向上にもつながった。2009年度は、特に男女バランスの改善と、職員の輩出がこれまで少なかった地域からの職員が増加するなど進展が見られた。活動ニーズの変化に対応するため、十全に柔軟性をもった人事の枠組みを維持するための取り組みを継続するなかで、IMFは人事関連プロセスを合理化し、関連政策の簡素化を図った人事管理プロジェクトを推進し、会計年度末には、後継人事及びリーダーシップ育成に対し、より体系的なアプローチを導入することとなった。

これまで行われてきた作業を基に、2009年度のIMFは、説明責任、開示性、透明性の向上に向けた一連の流れを継続した。IEOは、IMFのガバナンスについてこの面で開きがあるとの評価を発表したが、これに対しIMF理事会は、IMFのマネジメントを対象に説明責任の枠組みを導入し、成果評定基準、プロセス、評価をインセンティブに結び付ける手法を特定するための作業が進行中となっている。

2008年6月には「倫理ホットライン」が設立され、スタッフからは、匿名或いは身元を明かしたうえで、極秘に職員の不正行為を報告することができるようになった。報告内容については倫理室が追跡調査する。さらに理事会の承認を受け、ホットラインの対象は拡大され、専務理事と理事も含まれることになった（ただし追跡調査のメカニズムは異なる）。IEOは、IMFの方針並びに活動の客観的な評価を独自に実施するという使命を引き続き遂行した。IMF理事会は、IMFガバナンス、及びIMF支援プログラムの構造的コンディショナリティーに対するIEOの評価に対処するための、IMFマネジメントの実施プランに対するIEO評価について、議論を重ねた。またこれに加えIEOは、2009年度末に国際貿易政策関連事項へのIMFの関与について評価を行っている。リスクの評価及び管理の強化にむけた継続的な取り組みの一環として、理事会はIMFの規模縮小と組織再編に伴う一時的なリスクについて説明を受けるとともに、リスク管理に関する諮問委員会の報告書を検討した。最後に、IMFの透明性に関する方針の導入に関する2009年の評価報告書によると、いくつかのカテゴリーの文書に関する公表率の向上など、制度上の透明性に関する数多くの措置について改善がみられた。



CHAPTER

第2章

世界経済と金融市場の動向

世界経済と金融市場の動向

世界経済は、2007年に先進国市場で発生した深刻な危機に引き続き、2008～2009年に第二次世界大戦以降最も深刻といわれる景気後退局面に陥った⁴。IMFの2008年度年次報告書では、金融危機の拡大に伴うリスクが強調されていた。しかし主要国による懸命な政策努力にもかかわらず、危機は2009年度中に予想を上回る広がりや速さで進展した。新興市場国・地域並びに低所得国は、アメリカの住宅ローン関連資産へのエクスポージャーが限定的だったことを背景に、金融危機からは比較的隔離されていたが、国際信用市場、貿易金融、そして多くの外国為替市場が大きな圧力を受けるなかで、嵐のなかに引きずり込まれた。

⁴ 本章は、2009年4月の世界経済見通し（WEO）及び国際金融安定性報告書（GFSR）を基にしている。2008年10月及び2009年4月のWEO並びにGFSRに関する理事会による協議の要旨はWEO・GFSRに反映されており、10月・4月のWEOはIMFのホームページ（www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/02/pdf/annex.pdf、www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/pdf/annex.pdf）で、また10月・4月のGFSRは、（www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/02/pdf/annex.pdf、www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/01/pdf/annex.pdf）で、或いはIMFのホームページ（www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2009/eng/index.htm）より入手可能である。

深刻化した金融危機は、2009年度の世界の産出と貿易の未曾有の収縮につながり、さまざまな経路を介して拡散していった。信用収縮と資産価格急落の影響は銀行システムを経由して、世界経済のなかの様々なセクターや国にたちまち波及し、消費者心理と企業心理の崩壊によって増幅された。幅広く時には非伝統的な政策対応が、2009年度中に市場の安定化に一定の進展をもたらした。しかし、金融危機の高まりと経済活動の弱体化の間に生じた、負のフィードバック・ループを阻止することはできなかった。

経済活動と商品貿易は、2008年第4四半期にすべての市場で急減し、2009年初頭になっても急速な減少が見られた。2008年第4四半期と2009年第1四半期に世界のGDPは年率6%を上回る縮小を示した。先進国は金融危機と住宅市場の悪化から深刻な被害を受けた。欧州と独立国家共同体（CIS）の新興市場国では、成長の押し上げを資本流入に大きく依存していたため、当初、金融の経路を通じて大きな損害をこうむった。東アジア諸国、日本、ドイツ、ブラジルなど工業品輸出への依存度が高い国は、輸出市場における需要の減少で打撃を受けた。アフリカ、ラテンアメリカ、中東の諸国は、商品価格の急落、輸出需要の減少、送金と外国資本流入の減少で損害を受けた。

実際、2008年第3四半期における急激な調整が商品価格ブームに終焉をもたらした。IMF商品価格指数は2008年下半期中に約55%もの下落をみせた。このような商品価格の急落は主として、世界経済の鈍化が商品需要に及ぼした悪影響を反映したものである。特に、2008年半ばに新興市場国と途上国の経済が予想以上に大きく鈍化したことがブーム期における需要増加のほとんどを占めていたため、商品価格の急落を説明する重要な要因であった。価格は2008年末には総じて安定化した。資本財の生産に密接に結びついている商品が最も影響を受けたが、食糧のように需要の所得弾力性が低い商品の価格は、比較的緩やかな低下にとどまった。

世界の大半の地域で、インフレ圧力は急速に後退し、経済不振の高まりが価格上昇圧力を抑制した。先進国における消費者物価指数は、2009年初頭には1%以下に鈍化、新興市場国でも大幅に鈍化した。ただし、一部の国では、為替相場下落でインフレ低下の勢いが緩やかになった。

このような背景のなかで、国レベルの或いは国際的な政策イニシアティブがとられ、金融システムの安定化に向けた協調的な政策対応に拍車がかかることになった。IMFは世界銀行や地域開発銀行とともに

に、迅速な金融支援を一層増やし、コンディショナリティーを合理化することによって、有益な役割を果たした。IMFは融資プログラムの条件を刷新し、融資能力を拡充するため、融資制度を近代化する措置をとった（第3章参照）。これには新しいフレキシブル・クレジットラインの創設も含まれる。

先進国

先進国の経済状況は、2008年9月のアメリカの大手投資銀行（リーマン・ブラザーズ）の破綻、アメリカ最大の保険会社（AIG）に対する公的支援の実施に加え、様々な金融システム上重要な機関への介入が欧米で行われて以降、急激に悪化した。これら一連の出来事の結果、多くの金融機関の支払い能力に関して疑念が生じた。その結果、ホールセール資金が枯渇し、海外の債券市場は閉鎖され、その他の国際金融システムでは無秩序なレバレッジの解消が続いた。総じて国際資本の流れは収縮し、流動性の高い、安全避難所的な市場をもつ国への資金流入が顕著となった。その結果、ドルと円は2008年後半には実質実効レートで大幅に上昇する一方、ユーロは総じて安定推移を続けた。

金融市場は2008年後半までには安定したが、2009年度の残りの期間は引き続き緊張下にあった。多くの国で株式市場はピークから40%以上下落したままであった。金融機関や家計は長年の間に記録的な水準の債務を累増していたが、レバレッジを低下する苦しいプロセスに着手した。これは焦げ付く債権が増えるなかで銀行が償却を増やすということに加え、家計や一部の企業が未来の貯蓄を切り崩すという形で行われた。高いレバレッジを活用した「シャドー・バンキング・システム」にかかわる多くの要素は、巻き戻しのプロセスを始めた。このレバレッジ解消のサイクルから発生する金融圧力は、实体经济との悪循環を反映して、広範囲にわたり、かつ執拗であった。生産の減少に伴って、企業や家計のデフォルトが増加するリスクが信用スプレッドを拡大させ、銀行のバランスシート上で融資関連の損失を増大させた。2008年第4四半期に先進国は、（年率）70%という前例のない産出の減少を経験した。

1年を通し政策対応は迅速かつ包括的ではあったが、下方スパイラルの歯止めは実現しなかった。各国当局は流動性供給の継続、銀行債務の保証拡充、銀行の資本増強に向けた公的資金の注入、不良資産の処理プログラムなど多面的な戦略を推進した。しかし、特に不良資産の



米国のペンシルバニア州ストラウスバーグで
差押住宅一覧表の宣伝をしている不動産屋

取り扱いを中心に、このような政策の一部は性急であったがゆえに具体性を欠き、当初は不良資産に関する不確実性を十分に削減するには至らなかった。中央銀行は金融市場の状況を緩和するため、伝統的あるいは非伝統的な政策手段を使い、政策金利を前例のない低水準にまで引き下げたが、それでも信用の伸びは全体として収縮を続けた。大規模で裁量的な財政刺激パッケージが中国、ドイツ、日本、韓国、イギリス、アメリカでは導入された。しかし、支出増加のインパクトが感じられるのは、ほとんどが2009年後半から10年にかけてとなると考えられる。

アメリカでは、大恐慌以来最大の金融危機を受けて深刻な景気後退に陥った。信用収縮が激化し、資産価格は下落を続けた。不確実性が高く、富の損失が巨額で、所得の見通しが暗かったため、消費者心理は記録的な低水準に下落し、貯蓄率が大幅に上昇した。消費の減少を受けて、実質GDPは2008年第4四半期に6%以上、2009年第1四半期に5.7%も減少し、失業率は8.5%に上昇した。

欧州では、金融システムは予想をはるかに超える深刻な被害をこうむり、マクロ経済政策は総じて反応が遅く、家計と企業が大幅に引き締めるなかで、景況感は急落した。アメリカ・ベースの資産の保有は銀行システムに重大な影響をもたらした。というのは、ヨーロッパの主要金融機関相互間の連関が密接で、レバレッジ水準が高かったからである。ヨーロッパ先進諸国のほとんどは2009年度に急激な落ち込みを経験した。

アジアでは、先進国が最大の被害をこうむった。これは特に、消費財を中心とする海外需要の落ち込みに対して脆弱な構造にあったためである。日本経済は2008年第4四半期に年率14%の落ち込みを示した。円相場の上昇と相対的に引き締めり気味の信用状況が、輸出部門の新たな問題になったためである。しかし、一部のアジア地域は2009年に回復の兆しを僅かだが示し始めた。

カナダ、オーストラリア、ニュージーランドなど他の先進諸国は、交易条件の急激な悪化や民間の富の大幅な削減に伴う影響、カナダについてはさらに、アメリカにおける需要減退に対処しなければならなかった。しかし、長年にわたる賢明な財政政策運営とより保守的な金融システム規制のおかげで、これら諸国は他の先進諸国と比べると、需要減退の緩和の実現により近い位置にあった。

新興市場国

欧州新興国は、国際資本全体のフローの収縮とリスクからの逃避で、大きな打撃を受けた。同地域では多くの国が自国の信用ブームを支えるため、西側銀行からの資本流入に大きく依存していた。ヨーロッパ近隣諸国間で国境を越えた銀行のエクスポージャーが大きく、欧州新興国の銀行の多くは、問題を抱えた外国金融機関が所有するものだった。状況は2008年秋に急激に悪化し、ソブリン債のスプレッドは一律に急拡大し、変動相場制を採用している諸国の為替相場は急落



イギリスの港で行列を成している輸入車

した。先進国市場における輸入需要の減少、不動産価格の崩壊、信用へのアクセスの制限、巨額なバランスシート上のミスマッチを背景にした為替相場下落などが組み合わさって、激しいハードランディングにつながって本格的な危機に陥った諸国もなかにはあった。輸出と生産が急減し、政府の収入が悪化するなかで、複数の国が国際収支の均衡を維持するために、IMFや他の国際金融機関から支援を受けた。

昨年、独立国家共同体（CIS）の諸国は最大の後退を経験した。CIS経済は3つの大きなショックに見舞われた。外国からの資金調達が停止ないし大幅に削減されたこと、CISの輸出市場で需要が減少したこと、特にエネルギーを中心とする商品価格が崩落したことがそれである。一部のCIS諸国では金融システムが非常に開放的で、海外の金融不安の影響を受けやすかった。長年に及ぶ堅調な成長の後、産出高は2009年には5%を超える減少が予想されている。インフレは為替相場の下落に伴うパススルー効果（浸透効果）のため、他の新興市場諸国ほど鈍化しなかった。CIS諸国の非金融企業で外貨で借入れを行っていたところは、通貨下落の影響が大きな負担となり、投資と雇用を大規模に削減する必要が生じた。

ラテンアメリカもCIS諸国と同じ3つのショックに見舞われたが、総合的な影響は欧州ほど厳しくはなかった。というのは、官民ともバランスシートが比較的強固であり、金融システムの負債サイドで先進国の銀行システムに対するエクスポージャーが少なく、一部の大国は為替相場を緩衝材として活用することができたためである。それでも

金融危機は2008年後半に、株式市場における投げ売り、資金調達コストの急騰、社債と国債のスプレッドの急拡大につながった。資本フローは先細り、変動相場制を採用している諸国では通貨が急落した。この直後には、信用の伸びの鈍化や工業生産と輸出の崩壊が続いた。中央アメリカ・カリブ諸国は観光収入と海外送金受け取りの著減という打撃もこうむったため、同地域の数力国はIMFや他の国際金融機関に支援を要請した。

2009年度における石油価格の大幅な下落は、中東と南アメリカの諸国に大きな影響を与えた。輸出、観光、送金、外国からの直接投資の減少で影響を受けた諸国もあった。対外環境が悪化し、資本フローが逆流するなかで、株式および不動産の市場が下落する国もいくつかあった。ブーム期に蓄積されていた巨額の財政的な緩衝材を活用して、需要の落ち込みを埋めるべく、大規模な政府支出プログラムが迅速に打ち出された。

低所得国

低所得国（特にサハラ以南アフリカ諸国）と先進国の金融のつながりは比較的限定的だったにもかかわらず、経済的な嵐を免れることができた国はほとんどなかった。輸出需要が落ち込み、低所得国の大半の輸出品の価格の低下が組み合わさった。一方では、世界の商品価格の下落は確かにインフレを削減したので、交易条件の急激な悪化を相

殺する効果があった。輸出商品の価格は下落したものの、食糧や燃料などといった輸入商品の価格も下落したので、最貧層の実質所得を引き上げることにつながる場合が多かった。

しかし、労働者の本国送金の減少、世界的な与信条件の厳格化、外国からの直接投資の減少などが原因で、対外収支は悪化した。低所得国（LIC）全体の財政状況は、一部の石油輸出国における財政収支が

大きく振れたことを主因として悪化した。その他諸国については、財政収支の悪化は総じて正当化することができ、IMF取極の下で支援を受けた。政策立案者はマクロ経済の安定性を維持し、貧困との戦いにおいて近年ようやく獲得した成果を保持するための措置をとった。しかし、対外赤字をまかなうための資金調達がいっそう限られてくるなかで、国内および対外的な資金調達において厳しい制限に直面していた国はドナーに追加的な支援を要請した。