

# アイスランドの資本規制の成功と IMF プログラム

大 田 英 明

<目次>

はじめに

1. 世界金融危機前後のアイスランド経済

1.1 2000年代のアイスランド経済と政策

1.2 金融危機発生直後のアイスランド経済と銀行国有化

1.3 資本規制の導入と安定化

1.4 ポスト IMF プログラムのアイスランド経済 / 社会

2. アイスランドの IMF プログラム

2.1 アイスランドの IMF プログラムの特徴

2.2 IMF プログラムの進展と評価

3. アイスランドの資本・金融規制の分析・評価

3.1 変数とモデル

3.2 金融収支各項目 (FDI・証券投資・その他投資) の GDP への影響

3.3 Bayesian ベクトル自己回帰 (BVAR) 分析

3.3.1 インパルス応答関数 (1) 金融収支各項目の GDP への影響

3.3.2 インパルス応答関数 (2) 金融収支、実質実効為替レート、金利への影響

3.4 分散分解 (Variance Decomposition) による分析

4. アイスランドの成功と教訓

結論

はじめに

本論文は世界金融危機 (2008) 発生後、資本の急激な流出に伴う危機が発生したアイスランドを対象として、同国が IMF プログラム下においても他のユーロ危機国に比べ大幅かつ速やかな回復を実現させたことの背景として、政府の自主的な判断の基に資本流出規制を実施した

ことが大きかったことを検証するものである。アイスランドは世界金融危機発生前まで金融立国を目指し資本・金融自由化を推進した。EU 諸国に比べても高めの金利水準等から欧州諸国から預金を含め大幅な資本流入に伴い、同国の主要銀行資産は急激に拡大した。しかし、リーマンショック（2008年8月）後、その繁栄を謳歌していた状況が一変し、資本流出が加速、そのため同国は深刻な危機に陥り IMF 支援を要請し 2008年11月より IMF プログラム下におかれた。

アイスランドの IMF プログラム（2018～2011）は従来のものと大幅に異なっていた点は主に二点ある。第一に、通常の IMF プログラムで一般的な急激な緊縮政策を採用せず、非常に緩やかなコンディショナリティに加え、構造改革も実際の金融機関の再建を目指した建設的なものであったこと、第二点として上記のように資本規制を導入したことである。アイスランドにおける IMF プログラムは同国の自主性を大幅に取り入れたものとなり、厳しい緊縮政策は導入されず、しかも IMF プログラムでは例外的な資本取引規制、特に流出規制を実施した。これは IMF プログラムの趣意書（Letter of Intent）でコンディショナリティとして導入されたものではなく、むしろアイスランド政府がそれなしでは同国の破綻が迫っているとの認識の下で実施されたものである。むしろ、IMF は、スタンドバイ取極に基づくレビューでも当初から資本規制の緩和・自由化を催促するものであり、条件が整えば資本規制を撤廃することを約束する内容であった。

アイスランドは他のユーロ危機に見舞われた GIIPS に比べはるかに急速な回復と正常化を達成し、IMF プログラム下の支援期間も最小限にとどまった。この「成功」に対して IMF は当初同国での北欧に根付いた社会福祉政策がセーフティヘッジになったなど、資本収支危機の性格を持つ危機とは全く無関係の理由を挙げて同国の速やかな回復と成功を理由づけていた。しかも、IMF は同国プログラム終了後のモニター報告書でも執拗に資本取引の自由化を迫った。しかし同国政府は資本取引制限には非常に慎重で IMF プログラム終了後も長期間資本規制を継続し、2017年3月まで継続した。現在では危機発生前の水準まで為替・資本取引は戻されているものの、EU・ユーロ諸国のように全て自由化しているわけではない。それに加え、従来 IMF は決してアイスランドプログラムの「成功」は資本規制の導入であったと認めておらず、むしろ強い政府の ownership（自主性）によるプログラムへのコミットのおかげであると述べていた。

アイスランド危機とその回復を IMF プログラム及び資本規制の観点から論じた文献は数少ない。こうしたなか、本論文はアイスランドの世界金融危機前後の状況と IMF プログラム、それに対する独自の資本規制策を実施した同国の政策の背景と帰結を分析し、さらに、計量分析により金融収支各項目の GDP 成長率に対する影響を考察し、資本収支危機時における資本・金融規制、とりわけ流出規制の有効性を提示するものである。

## 1. 世界金融危機前後のアイスランド経済

### 1.1 2000年代のアイスランド経済と政策

2000年代にはアイスランドは金融立国を目指し大幅に金融自由化とともに金融部門の活動強化を行なった。まず2001年に、同国は金融政策にインフレターゲットを採用、為替相場に介入せず自由な変動為替レートを採用した。金融自由化政策の一環として2002年と2003年には、大手商業銀行3行(Lands banki, Kaupping banki, Glitnir banki)が民営化された。危機以前の2003年から2007年にかけて、3行とも国内外で投資銀行業務を飛躍的に拡大し、預金の獲得と共に外国人投資家に債券売買を大幅に拡大した。2008年にはアイスランドの4大銀行の対外債務は1400億ユーロに達した。さらに同時期にアイスランドの銀行資産は同国のGDPの約10倍にも達した<sup>1)</sup>。

この時期は2001年に日銀による最初の金融緩和政策が実施され、円キャリートレードが盛んに行なわれており、米国や欧州への資金流入が活発化した時期であった。世界的に流動性の増加の影響に伴い小国アイスランドにも同国の規模としては非常に大きな資金が流入した。このため、世界金融危機直前の2004~07年のアイスランドのGDP成長率は平均7.2%と非常に高い成長率を達成した。また、2000年代半ばまでに一人当たり所得は2000年に32,016ドルであったが2007年には69,054ドルまで大幅に上昇した。危機後、アイスランドはユーロ危機諸国に比べ早期に回復し2018年には73191ドルに達している。

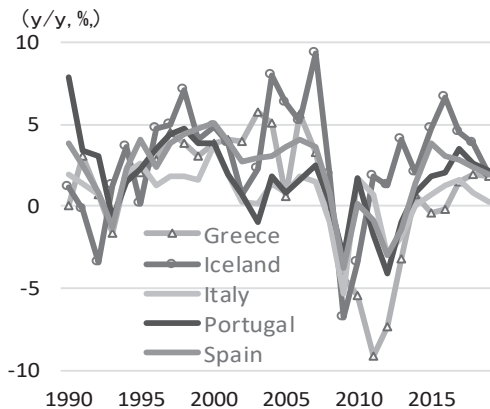


図1 GDP Growth

Source: World Bank database

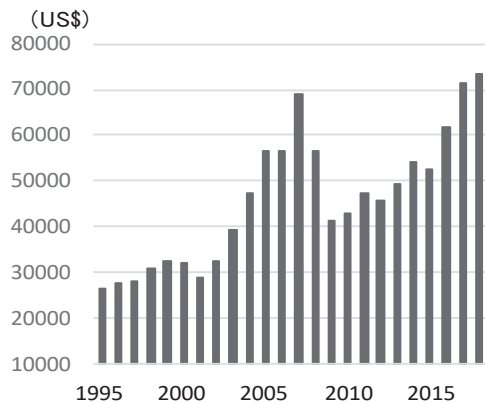


図2 GDP per capita (Iceland)

Source: World Bank database

アイスランドの場合、ユーロ危機に見舞われたギリシャとの根本的な違いがある。それは第一に、ユーロ加盟国として資本規制を導入できなかったギリシャに対し、非 EU/ ユーロ国であるアイスランドは政策の自由度があり、資本流出規制も実施可能であった。

第二にアイスランドでは、危機発生により民間銀行が破綻し国有化されたため、その海外投資家の預金（すわち負債）としての対外債務の大半はバランスシートから抹消されていた事、第三に、ギリシャのようにユーロ通貨であって為替調整が効かない状況にはなく、為替レート的大幅な下落によって輸出競争力が改善、貿易・経常収支の黒字化が可能であったことである。このため、外貨準備の蓄積に伴い対外債務の返済も可能となった。

### 1.2 金融危機発生直後のアイスランド経済と銀行国有化

2008年世界金融危機の発生とともに大手商業銀行や貯蓄銀行は経営破たんし国有化された。これは短期に資本流出と共に為替の大幅下落を伴う資本収支危機であり、アイスランド経済は大幅に悪化した。まず、資本の流出により為替（アイスランド・クローナ）は大幅に下落した（図3）。それに伴い輸入物価が消費者物価の上昇を加速させ、2007年まで平均%のCPI上昇率であったものが2008年から9年には平均12%超のインフレとなった（図4）。

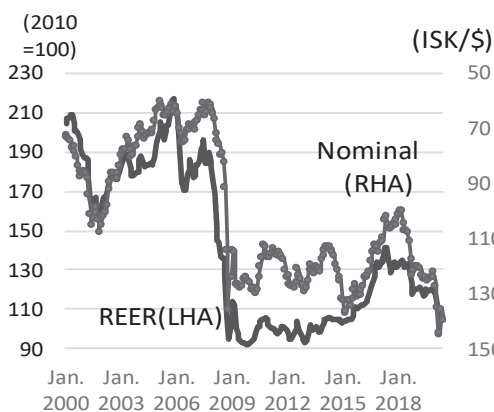


図3 Iceland Nominal/ REER

Source: FRED

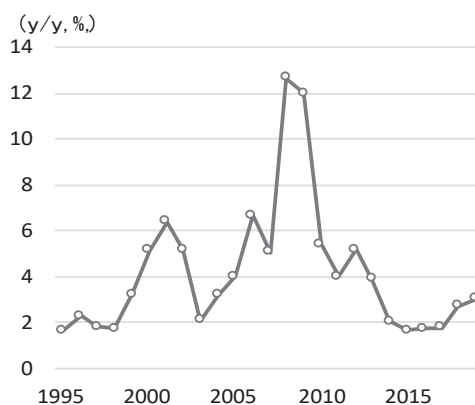


図4 CPI (Iceland)

Source: World Bank database

さらに景気悪化とともに財政赤字も大幅に拡大、一般政府財政収支は、2005-7年はGDP比平均5%の黒字であったが、2008年に同12.9%もの赤字に達した（図5）。一方、経常収支は金融収支が大幅に黒字化したことも反映し、2006年から赤字幅が拡大し2008年にはGDP比22.3%まで大幅に拡大した（図6）。この経常収支赤字幅はユーロ危機で最も深刻な打撃を受けたギリシャの同14.5%に比べてもはるかに大きなものであった。世界金融危機後、急速に欧州

からの資本引揚げが加速し、そのままでは銀行の不良債権が大幅に拡大しアイスランドも金融危機に見舞われた。図7に示すように、2008-10年には証券投資およびその他投資の短期資本の流出が著しかったことがわかる。

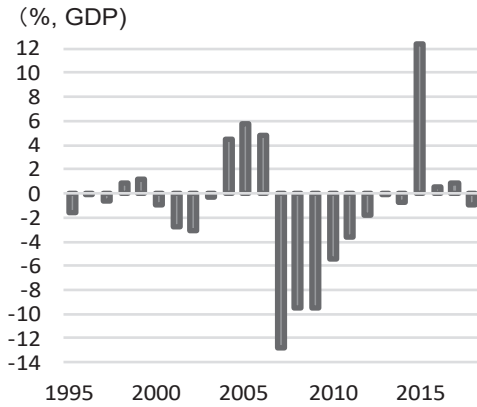


図5 Fiscal Balance (Iceland)

Source: WEO database (IMF)

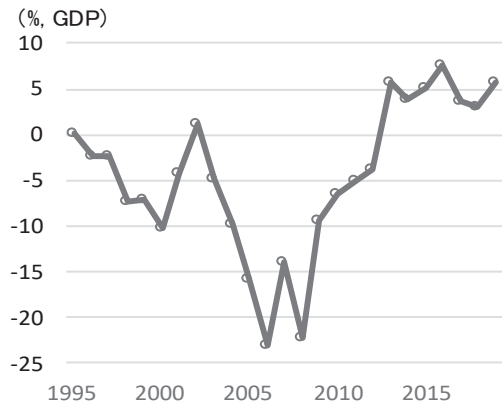


図6 Current Account (Iceland)

Source: World Bank database

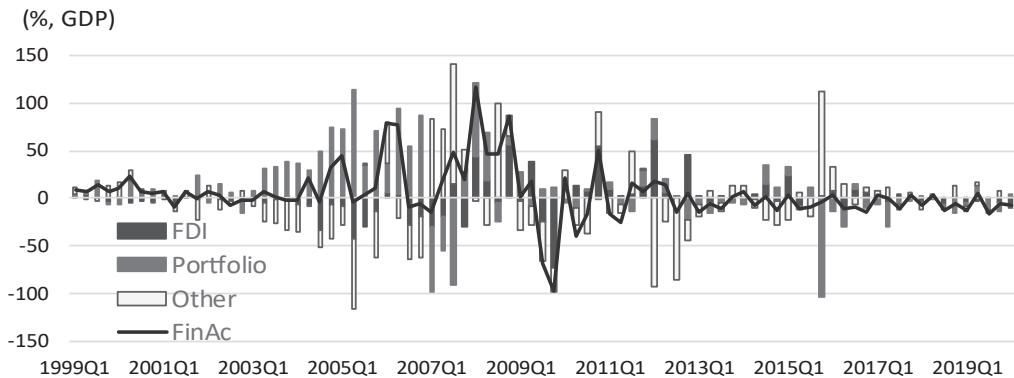


図7 Iceland: Financial Flows

Source: Central Bank of Iceland

危機発生後、政府・当局は、いち早く（2008年10月）破綻していた主要3行を国有化して救済した。最初の1行目である Glitnir banki は2008年9月末に国有化され、政府は6億ユーロで75%の株式を取得した。さらに2008年10月7日に金融監督当局は Lands banki、9日に最大の銀行 Kaupþing banki を支配下に置いた。また他の貯蓄銀行なども資本注入が実施され、再建が進められた。アイスランドでは危機後大手商業銀行の大半が国営となっており、リスクの高い営業はできにくい環境となっていることが、その後の投機的な投資を行ないがちな民間

銀行とは異なり、国際資本の移動リスクを回避することができたといえる。

### 1.3 資本規制の導入と安定化

アイスランドでは1990年代から2000年代まで資本・金融規制を撤廃、自由化を推進した。これはそれまでの漁業を中心とした第一次産業中心の経済構造を金融サービスにシフトして国民経済の構造変化を目指したことがある。世界金融危機（2008）まで同国では順調に金融機関に資金が欧州から流入して同国の主要銀行は大幅なバランスシートの拡大がみられた。これはユーロ圏などと比較して比較的高い金利水準で預金口座残高も大幅に増加した。

しかし危機発生に伴い、資本流出が加速し為替下落に対処するためにも、資本取引規制あるいは資本移動管理・規制（Capital Flow Management and Controls）、特に流出規制を導入した。これは、経常取引目的以外の為替取引を禁止したものである（表1）。

アイスランド政府は2008年の危機以降、度重なる資本規制、特に外貨取引と国内通貨の取引制限を中心として実施してきた。こうした規制は2016/7年にかけて中央銀行の監督や規制を維持したまま次第に緩和されてきた。特に注目されるのは2016年以降、それまで直接規制が中心であったが、中銀強制委託制度（URR）を中心とした間接的規制に移行してきたことである。アイスランドでは現在に至るまで基本的には外国投資の短期の投機的な動きを規制するために様々な改正を実施してきている。

金融開放度を示す Chinn-Ito による KAOPEN（Capital Account Openness）の指標では、2000年代前半まで同国の金融開放度は大幅に上昇していたが、規制導入（2008年第4四半期）後 IMF プログラム終了（2011）後も2017年第1四半期に自由化されるまで継続され、アイスランドの KAOPEN 指数は規制方向を一貫して示してきた（図8）。こうした資本規制の導入は、国内資金の海外への移転を抑制し、政府・当局に金融セクターの国有化と規制の整備の猶予を与えた。これは、アイスランドの危機後の政策として最も成功した経済政策のひとつといえる。このため、現在ではアイスランドの外貨準備高は回復した（図9）。それに伴い、対外債務は危機以前の水準にまで低下している（図10）。

表 1 Iceland: Capital Flow Management & Controls

Date	Contents
8-Oct-08	中銀、外貨売買制限；資本移動の制限
8-Nov-08	資本規制の正式法令導入
31-Mar-09	外為法改正；輸出は外貨限定
10-Jul-09	外為法改正；外為取引非合法取引規制強化
31-Oct-09	外為法改正；オフショアでの自国通貨取引禁止 FDI目的の外貨交換容認
29-Apr-10	外為法改正；旅行目的外貨獲得金額制限 オフショア取引不正に冠する取決
14-Jun-10	外為法、関税法改正；外貨取引取締強化 中銀の監督・検査強化
4-Apr-13	外為法改正；金融機関の海外からの債券引揚げ制限 IMF/政府当局による慎重な資本自由化合意 (銀行健全化＋外貨準備積増)条件)
4-Apr-13	中銀、外為取引に関する外国投資家の規則介入 5年以上のインフレ連動型再建売買許容
18-Jun-14	自国通貨のクロスボーダー取引に関する規制
6-Mar-15	非居住者の外為取引制限
14-Jun-16	クローナ建資産取引制限
17-Jun-16	中銀強制預託制度(URR)
19-Dec-16	国際資本移動に関する規則(財・サービス)所得移転緩和
12-Mar-17	外貨中銀強制預託制度(URR)規制緩和
27-Jun-17	海外金融取引制限(中銀報告義務)
2-Nov-18	新外貨の中銀預託に関する規則
5-Mar-19	クローナ建資産取引制限規則改正
5-Mar-19	中銀強制預託制度(URR)の外貨に関する規定改正
17-Mar-20	銀行のCountercyclical capital buffersに関する規定

(出所) Central Bank of Iceland, IMF

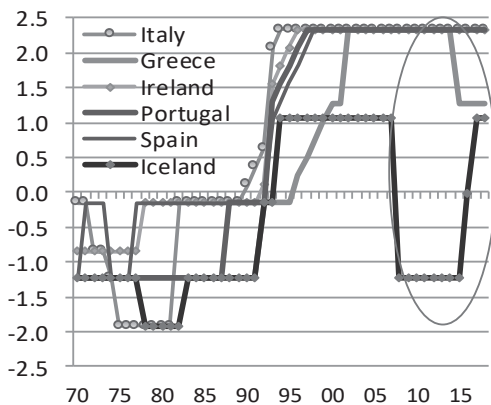


図 8 KAOPEN (GIIPS + Iceland)

Source: Chinn, Ito (2020) Trilemma Measures

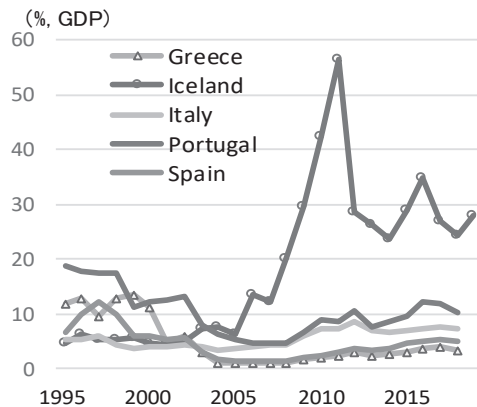


図 9 Foreign Reserves

Source: World Bank database

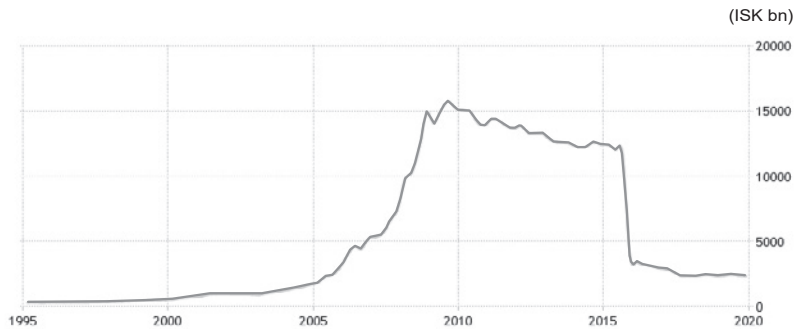


図 10 External Debt (Iceland)

(出所) Trading Economics

#### 1.4 ポスト IMF プログラムのアイスランド経済 / 社会

アイスランドの場合、ユーロ危機に見舞われたギリシャとの根本的な違いは、同国が社会保障・福祉政策を基本とした北欧諸国に共通する社会であることである。そのため、従来からアイスランドの失業率は低かったが、世界金融危機後大幅に経済状況が悪化し、失業率も一時8%まで大幅に高まった。しかし福祉社会のセーフティネットがあり、失業率も大幅に低下し、最近では約4%程度まで正常化した(図11)。これに対し、ユーロ危機発生から10年経た現在でもギリシャを始め GIIPS (Greece, Ireland, Italy, Portugal, Spain) では失業率が非常に高いことがその違いを明確に示している。また、所得分配の不平等度をはかる Gini 係数は元々アイスランドではスウェーデンなど他の北欧諸国と同様良好な所得分配を示していたが、危機後に悪化した。しかし、それでも危機前のギリシャなどに比べて低水準にあった。現在ではアイスランドはスウェーデンに比べても概ね所得分配は改善している(図12)。

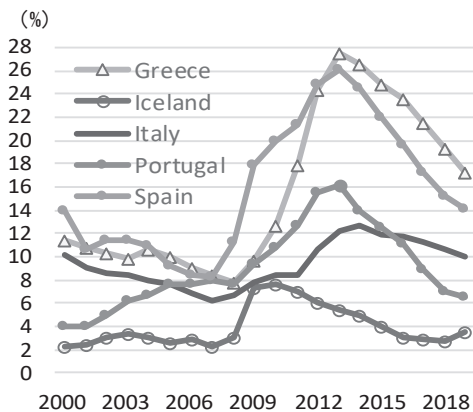


図 11 Unemployment

Source: WEO database (IMF)

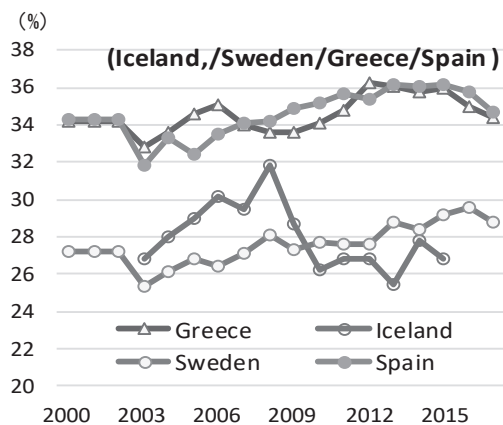


図 12 Gini

Source: World Bank database



## 2. アイスランドの IMF プログラム

### 2.1 アイスランドの IMF プログラムの特徴

世界金融危機直後の 2008 年 10 月に急速に悪化する経済・市場の状況を鑑みアイスランドは IMF に支援を要請した。これによりスタンドバイ取極に基づく融資（総額約 21 億ドル）が同年 11 月に開始された。これは、同国の主要 3 銀行が破綻した直後のことであった。その主な合意内容は以下のようなものであった。

第一に、通常 IMF が実施する厳しい緊縮政策の導入を見合わせ政府の意向を最大限尊重し、非常に緩やかなコンディショナリティが課せられた。本来厳しい条件である Performance Criteria には政府財政収支が入れられるのが通常であるが、アイスランドではそれが最初から条件として付けられておらず、はるかに簡素で緩やかなものであった（表 2）。このため厳しい緊縮政策を強えられることは免れた。

表 2 Iceland Quantitative Performance Criteria/ Targets

	2018		2019				2010		
	December PC	Actual	Mar [PCs]	June Actual	June PC	Dec Prog	Dec Actual	May 10 Prog.	May 10 Actual
1 ΔNet financial balance (krona, bn)	-12	-117	-55	2	-55	-200	-167	-65	-48
2 Δ Net domestic Asset (krona, bn)								65	16
3 Δ中銀貸出.(ceiling) (krona, bn)	25	2.1	50	28.9	50	42.6	30.3		
4 Δ対政府中銀貸出.(ceiling) (krona, bn)	25	7.8	25	-31.0	25	70.0	13.6	80	19.5
5 ΔInternational reserves (Ceiling) (US\$ mn)		-543	-600	-70		-475	-319	-325	-122
6 Contracting/ guaranteeing new external debt (US\$ mn)	4,000	0	4,075	55	4,150	3,500	487	2,500	0
7 short-term external debt (Ceiling) (US\$ mn)	650	137	650	189	550	1,400	0	750	0
8 Δ中銀純国内資産 (US\$ mn)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	2010				2011				
	Sep Prog.	Oct Prog.	Oct Actual	Dec.10 Prog.	Dec.10 Actual	Mar. Prog	Mar. Actual	June Prog.	June Actual
1 ΔNet financial balance (krona, bn)	-120	-175	-140	-158	-121	-40	-11.9	-80	-55.4
2 Δ Net domestic Asset (krona, bn)	65	20	34	40	-15	35	-29.0	14	-40.0
3 Δ中銀貸出.(ceiling) (krona, bn)									
4 Δ対政府中銀貸出.(ceiling) (krona, bn)	80	70	8.6	80.0	41.6	70	-14.0	70	-7.0
5 ΔInternational reserves (Ceiling) (US\$ mn)	-350	-425	-278	-580	812	-692	369.0	-480	904
6 Contracting/ guaranteeing new external debt (US\$ mn)	2,500	3,500	55	2,500	1,486	2,000	0.0	2,500	1,000
7 short-term external debt (Ceiling) (US\$ mn)	750	1,400	0	750	22	700	0.0	700	0
8 Δ中銀純国内資産 (US\$ mn)	0	0	0	0	0	0	0.0	0	0

(出所) IMF, Argentina Letter of Intent (Nov. 2018); 1st (Oct. 2009), 2nd (Apr. 2010); 6th (Aug. 2011) reviews

第二に、通常アジア危機などでみられたような厳しい構造改革を IMF から強要されなかったことであり、収益が急激に悪化した 3 銀行を国有化、資本注入を容認したことである（表 3）。例えばアジア危機時にはインドネシアでは銀行が危機の最中にリストラ・整理されたが、アイスランドでは全くそれがなく、むしろ一時国有化した主要銀行を中心に銀行資本注入を

structural conditionality に入れて銀行部門の再建を促すものであった。

第三に、IMF はアイスランドの危機では急激な資本流出に伴う資本収支危機が発生、通貨クローナは大幅に下落していたため、最初の趣意書 (Letter of Intent, 2008 年 11 月) 資本規制を導入することを容認したことである。アイスランドが IMF プログラム下にもかかわらず資本・為替取引規制を実施したことは画期的なことであり、これは世界金融危機発生という世界規模の急激な「資本流出」に伴う危機 (すなわち「資本収支危機」) 後であったからこそ可能となったともいえる。

IMF プログラム下で例外的に導入された資本流出規制は、アイスランド政府・当局の積極的な関与と独自性が発揮されたことが背景にあるとみられる。この点でアフリカなど途上国での案件と異なり経済政策に関する真の ownership が示された例となっている。

表 3 IMF Structural Conditionality (Iceland)

November 2008	
Prior Actions	期限
1 政策金利18%に引き上げ	
2 関係者による銀行リストラ委員会設立	
Structural Performance Criteria	
3 3銀行への資本注入+資本適正比率10%	2009年2月
4 銀行監督強化	2009年3月
Structural Benchmarks	
5 資産回復への戦略作成	2008年11月末
6 3銀行監督・監査・事業計画作成	2009年1月15日
7 国際的監査法人による3銀行の評価	2009年1月末
8 中期的財政改善計画作成	2009年6月
October 2009	
Prior Actions	期限
1 通貨安定に向けた金融政策	
2 資本規制廃止への戦略	
3 中期的財政開演計画	
4 Kaupthing/ Islandsbankへの資本注入+資本適正比率12%	2009年2月
Structural Benchmarks	
5 New Landsbankへの資本注入+資本適正比率12%	2009年11月末
6 saving bankの資本封入完了	2009年11月末
7 3銀行監督・監査・事業関連法令化	2009年12月末
8 中期的公的債務管理計画承認	2009年12月
April 2010	
Prior Actions	期限
1 Kandsbankinnbankへの資本注入+資本適正比率12%	
2 中期的公的債務管理法提案提出	
Structural Benchmarks	
3 地方政府財政枠組み設定	2010年12月末
4 Byr/ Keflavik(貯蓄銀行)への資本注入+資本適正比率16%	2010年5月末
5 Non Bankkへの再生・資本注入	2010年8月末
6 Basel基準適合に向けた強化策	2011年3月末
7 家計債務のリストラ強化関連法制	2010年6月末

(出所) Argentina Leter of Intent (Oct. 2008); 1st (Oct. 2009), 2nd (Apr. 2010); 6th (Aug. 2011) reviews

なお、アジア危機時のマレーシアでは短期資本流出規制を導入したが、これは IMF プログラム下にはなかったものである。マレーシアは他の ASEAN 諸国に比べ回復が早く、為替は危機前に比べ非常に安い水準で米ドルに固定されたため、競争力を損なうような為替水準とはならなかった。一方、アイスランドの場合、2008 年 11 月当初 IMF プログラムの趣意書 (Letter of Intent) には明確にコンディショナリティとして規定されなかったものの、その後の報告書では幾度も資本規制の緩和と自由化について言及するものとなった<sup>2)</sup>。

IMF プログラム下にもかかわらず資本規制が導入できたのは、「暫定的」という表現で当面の危機的状況が終了すれば自由化を前提としたものであった<sup>3)</sup>。また、当初から IMF プログラムにおいて、この資本規制が緩和・撤廃されるためには、「金融システムが安定化し、外貨準備が適切な水準に回復し、通貨の安定性が確認されるまで」という条件が挙げられていた。このことは、IMF が危機に面した当該国が危機回避のために資本規制を導入することを積極的に支持しているわけではなかったことを示す。例えば、IMF は、プログラム実施中のみならず、プログラム終了後の第 3 次 Monitoring Report (IMF 2013) でも、最も大きな課題として資本規制の撤廃を挙げており、その報告書ではアイスランドの資産構成が国内に偏っているともしっとアイスランドの資産を海外資産に振り向ければ資産の効率的配分が実現できるなどと、自由化を奨励していた。さらに、第 4 次 Monitoring Report (IMF 2014) でも自由化に向けた方策について国際収支の安定化や国有金融機関の資産構成などについて議論していた<sup>4)</sup>。

## 2.2 IMF プログラムの進展と評価

IMF プログラムは通常の国では 3 年以上かかる例が大半である中、アイスランドでは総選挙実施 (2009 年 4 月) に伴う一時中断にもかかわらず、2008 年 11 月から 2011 年 8 月までの 3 年未満で終了した。これはアイスランドの経済・市場安定化が比較的早いペースで進んだことを示している。同国の例は、ユーロ危機で IMF プログラム下に置かれたギリシャが厳しい緊縮政策と構造調整政策によって同国の経済・社会は極めて悪化し、かえって景気回復が遅れ、失業率等社会的な影響が非常に長く続いている状況と対照的であり、極めて成功したものといえる。アイスランドのこうした成功は上記の資本規制に伴う安定化のみならず、財政緊縮政策が強要されなかったことが大きな背景と考えられる。

IMF はアイスランドのプログラムが終了した後も、同国の資本規制に対し緩和・自由化問題を Post Program Review や (Article IV に基づく) 年次サーベイ報告書のたびにに取り上げて同国政府当局に自由化への方針を促してきた。このことからみても、IMF は資本自由化を早期に再開することを主眼としてきたように見える。しかし、実際にアイスランドが資本規制を緩和し自由化の方向に転換したのは 2016 年 10 月から 2017 年 3 月にかけての期間であった。

例えばオフショアのコロナ通貨決済の規制が解除された。資本規制を一部緩和・自由化した背景には、外貨準備高の低下に歯止めがかかっており、ユーロ危機経験国に比べても大幅に改善したことがある（図13）。

さらに、国内貯蓄率は危機後一時一桁台まで低下したが、2015年以降には国内貯蓄・投資率ともGDP比20%台を回復、貯蓄・投資バランスも正常化し、直近ではプラスに転じている（図14）。ただし、同国はEU諸国のような完全な内外金融自由化は採用していないため、2008年危機以前の水準に戻っただけであり、一部の規制（例：非居住者中銀預託制度、対外FDI投資や家計部門の自由な対外投資制限）は残されている<sup>5)</sup>。

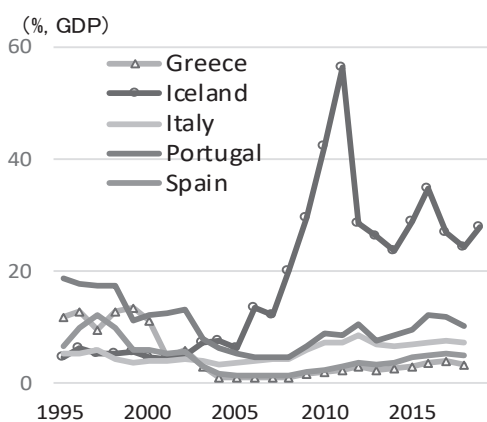


図13 Foreign Reserves

Source: World Bank database

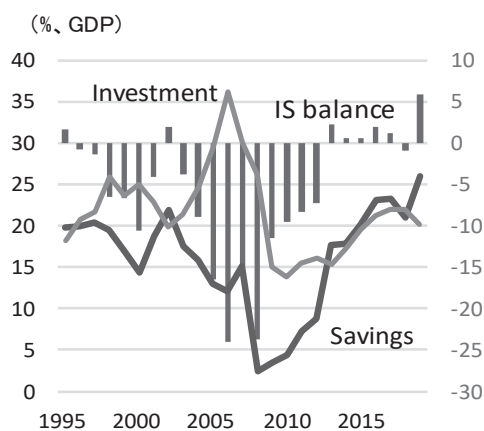


図14 Domestic Savings & Investment/IS balance (Iceland)

Source: World Bank database

### 3. アイスランドの資本・金融規制の分析・評価

アイスランドの資本・金融規制は他のIMFプログラム下のものと大幅に異なり、資本・金融規制の直接的規制でも最も強力な外貨への変換を認めず、自由な資金の流出を制限したことにある。こうした資本流出規制は直接的な規制を主体としたものであり、海外からの資本流入規制のみならず、間接的な規制に比べはるかに有効に機能したといえる<sup>6)</sup>。

すでに第1節にてマクロ経済的な急速な回復については示しているため、本節では資本規制期間とそうでない前後の期間を含む時期と比較し、資本移動が実質GDPにどの程度影響したかに関して考察する。対象期間はEU諸国がユーロ通貨を導入した1999年以降、2019年までを対象期間としている。本節では通常の回帰分析に加え、Bayesianベクトル自己回帰(BVAR)

モデルに基づく分析を行う。主にインパルス応答関数に加え同モデルに基づく分散分解による資本流入の国内経済・金融市場への影響について検証する。

### 3.1 変数とモデル

本分析では通常回帰分析に加え、時系列分析として BVAR モデルを用いて資本流入（ネット）の各項目による GDP 成長率および金融市場（長期金利、長期国債利回り）に対する影響を分析する。全期間（1999～2019）に加え、資本規制導入前（1999Q1～2008Q4）、本格的資本規制導入期（2008Q4～2017Q1）、および最近までの期間（2018Q2～2019Q4）を対象として分析した。

- (1) モデル 1：回帰分析（OLS）による資本・金融収支（各項目）の GDP 成長率への影響

$$GDP\_g_t = \alpha_t + \beta_1 Finac \text{ (or } FDI / Portfolio / Other)_t + \beta_2 REER_t + \beta_3 Resv_t + \beta_4 Intrate_t \text{ (or } Yield_t) + KAOPEN_t + \varepsilon_t \text{ (}\varepsilon_{it} \text{: 誤差項目)}$$

但し、分析に用いる変数は以下の通りである。

- ・実質 GDP 成長率 ( $GDPg$ ) (前年比、%) [IMF]
- ・実質実効為替レート ( $REER$ ) (2015 年 = 100) [FRED]
- ・国際収支上の金融収支（ネット流入、GDP 比）： $Finac$  (Financial Account) [IMF]
- ・外国直接投資 ( $FDI$ 、ネット流入、GDP 比)：証券投資 ( $Portfolio$ 、同)；  
その他投資 ( $Other$ 、同) [IMF]
- ・長期金利 ( $Intrate$ )；長期国債利回り ( $Yield$ ) [Bank of Iceland, FRED]

- (2) モデル 2: BVAR モデルに基づく資本・金融収支の GDP 成長率への影響（変数は上記同様）  
配列は  $FDI, Portfolio, Other, Finac, GDP\ growth$  の順とする。

- (3) モデル 3: BVAR モデル（に基づく資本・金融収支（各項目）の実質実効為替相場 ( $REER$ )  
及び長期金利 / 長期国債利回りへの影響（同）

変数は  $FDI, Portfolio, Other, Finac, Intrate, Yield$  の順である。また、BVAR 分析のラグ次数は 4 期、各変数は定常性を保っているためレベルで計測する。

### 3.2 金融収支各項目（FDI・証券投資・その他投資）の GDP への影響（回帰分析）

GDP 成長率に対する各金融収支項目の関係について表 4 のような結果となった。

表4 GDP growth and Capital Inflows (Iceland)

		[Dependent Variables] GDP Growth							
		[1999Q1-2019Q4]				[1999Q1-2008Q3]			
<b>REER</b>	0.2319 *** (0.039) (5.901)	0.2405 *** (0.041) (5.932)	0.2335 *** (0.040) (5.830)	0.2338 *** (0.041) (5.772)	0.2091 *** (0.063) (3.342)	0.2047 *** (0.067) (3.043)	0.2135 *** (0.063) (3.366)	0.2174 *** (0.062) (3.484)	
<b>Finac</b>	0.0281 * (0.013) (2.101)				0.0211 (0.023) (0.934)				
<b>FDI</b>		0.0207 (0.021) (1.010)				-0.0243 (0.043) (-0.560)			
<b>Portfolio</b>			0.014 (0.012) (1.092)				0.007 (0.015) (0.452)		
<b>Other</b>				0.0020 (0.012) (0.167)				0.006 (0.016) (0.386)	
<b>Resv</b>	(0.001) (0.002) (0.455)	0.001 (0.002) (0.442)	(0.002) (0.002) (0.813)	(0.001) (0.002) (0.383)	(-0.000) (0.090) (-0.571)	-0.0599 (0.091) (-0.656)	(-0.000) (0.091) (-0.606)	(-0.000) (0.092) (-0.637)	
<b>KAOPEN</b>	-1.3608 ** (0.555) (-2.451)	-1.1585 * (0.564) (-2.055)	-1.2998 * (0.568) (-2.290)	-1.2083 * (0.565) (-2.138)					
<b>Constant</b>	-21.391 *** (4.053) (-5.277)	-22.203 *** (4.188) (-5.302)	-21.563 *** (4.132) (-5.218)	-21.476 *** (4.183) (-5.134)	-19.619 *** (7.013) (-2.798)	-18.910 ** (7.509) (-2.518)	-19.933 *** (7.105) (-2.805)	-20.215 *** (7.050) (-2.867)	
<b>No. Obs.</b>		85				39			
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0.427</b>	<b>0.403</b>	<b>0.404</b>	<b>0.3953</b>	<b>0.286</b>	<b>0.275</b>	<b>0.272</b>	<b>0.271</b>	
		[Dependent Variables] GDP Growth							
		[2008Q4-2017Q1]				[2008Q4-2019Q4]			
<b>REER</b>	0.2874 *** (0.075) (3.813)	0.3045 *** (0.073) (4.166)	0.2952 *** (0.077) (3.846)	0.2989 *** (0.077) (3.859)	0.3120 *** (0.054) (5.779)	0.3206 *** (0.052) (6.132)	0.3180 *** (0.055) (5.777)	0.3192 *** (0.055) (5.760)	
<b>Finac</b>	0.0220 (0.019) (1.154)				0.0217 (0.017) (1.286)				
<b>FDI</b>		0.0413 * (0.023) (1.809)				0.0424 * (0.020) (2.089)			
<b>Portfolio</b>			0.017 (0.048) (0.355)				0.014 (0.038) (0.355)		
<b>Other</b>				-0.0085 (0.020) (-0.422)				-0.0063 (0.018) (-0.353)	
<b>Resv</b>	(0.000) (0.002) (0.130)	0.0002 (0.002) (0.074)	(0.001) (0.004) (0.353)	(0.001) (0.003) (0.311)	(-0.000) (0.002) (-0.007)	-4E-05 (0.002) (-0.020)	(0.001) (0.003) (0.270)	0.0004 (0.002) (0.178)	
<b>KAOPEN</b>	-0.8844 (2.552) (-0.347)	-1.318 (2.468) (-0.534)	-1.1221 (2.596) (-0.432)	-1.1809 (2.597) (-0.455)	-3.0716 *** (0.865) (-3.553)	-3.0316 *** (0.838) (-3.618)	-3.1531 *** (0.878) (-3.592)	-3.1656 *** (0.878) (-3.604)	
<b>Constant</b>	-25.849 *** (9.258) (-2.792)	-28.292 *** (8.975) (-3.153)	-26.894 *** (9.411) (-2.858)	-27.381 *** (9.494) (-2.884)	-30.610 *** (5.750) (-5.324)	-31.752 *** (5.565) (-5.706)	-31.315 *** (5.848) (-5.355)	-31.501 *** (5.903) (-5.337)	
<b>No. Obs.</b>		34				46			
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0.555</b>	<b>0.581</b>	<b>0.536</b>	<b>0.537</b>	<b>0.542</b>	<b>0.570</b>	<b>0.525</b>	<b>-3.153</b>	

(注) 1. KAOPEN は本来年次指数であるが、資本規制策導入、解除の時期を考慮して適宜四半期指数とした。

2. 1999Q1-2008Q3 の期間は KAOPEN 指標の変化がないため、説明変数に含めていない。

(出所) IMF, Central Bank of Iceland, FRED, Chinn-Ito Index

資本規制導入前 (1999Q1~2008Q3 は、各金融収支項目は GDP 成長率と正で有意な関係は見いだせない。FDI は非有意で負の関係、また証券投資・その他投資は非有意で若干負の関

係が示される。一方、資本規制導入期 (2008Q4~2017Q1) では FDI は正で有意な関係を示すが、証券投資・その他投資はともに非有意で係数は非常に小さく、資本流入の影響はほとんどなくなっていることを示す。また、2019 年第 4 四半期までの期間でもほぼ同様の結果である。

資本・金融開放度を示す KAOPEN は、全期間 (1999~2019) では負で有意な関係を示しているが、資本規制期間 (2008Q4~2017Q1) では非有意となっており、資本規制策は GDP 成長率への影響は限定的であることがわかる。しかし、2017 年第 2 四半期以降、徐々に規制緩和されてきた期間 (2008Q4~2019Q4) では負で有意な関係を示している。すなわち資本規制の緩和は GDP 成長率には負の影響があることが示唆される。この結果からも資本規制策は成長率にも有効であったことが示される。

### 3.3 Bayesian ベクトル自己回帰 (BVAR) 分析

#### 3.3.1 インパルス応答関数 (1) 金融収支各項目の GDP への影響

本分析では 1999 年から 2019 年迄を対象期間として四半期ごとのデータに基づき、危機前までの期間 (1999Q1~2008Q3)、資本規制期間 (2008Q4~2017Q1)、資本規制緩和期 (2017Q2~2019Q4) の金融収支 (ネット) の GDP 成長率に及ぼす影響をインパルス応答関数 (累積) で計測した (図 15)。これを見ると対象期間全体では GDP 成長率に与える影響は非有意であり、資本流入全体では実体経済に与える影響はそれほど大きくないことを示している。ただし、ネットでの金融収支全体ではこのように両対象期間では大きな差異はないものの、次節に示すように各項目では影響が異なっている。

危機前までの期間 (1999Q1~2008Q3) を対象としたインパルス応答関数は、資本流入項目のなかでも特に「その他投資」のような短期資本の流出入の実質 GDP に対する影響が正で有意な影響を持っている。これは短期の資本流出時に対し Pro-cyclical (順循環的) に働くため、急激な資本流出時には GDP 成長率に大きな負の影響を与えるリスクがあることを示している。また、通常は長期資本として安定的な資本流入とされる FDI (ネット) 流入は GDP 成長率にむしろネガティブな影響を持っている。

一方、危機発生後の資本規制導入期 (2008Q4~2017Q1) では、すべての項目で応答関数は非有意で限定的である一方、通常長期的投資とされる FDI に対して GDP 成長率はポジティブに反応している。また、証券投資 (Portfolio) その他投資 (Other) では小幅な反応ながらむしろ GDP 成長率にマイナスの影響があることを示している。金融収支全体では小幅ながら負の影響を持っており、counter-cyclical (反循環的) な方向に働いていることを示す。さらに、資本規制導入以降最近まで (2008Q4~2019Q4) 基本的に市場が安定化したため、それほど大きな違いはないが、全体的に資本流入は GDP 成長率に非有意で大きな影響を与えていない。

以上から、資本規制導入前まで大量の資金が流入し短期資金の銀行からの資金フローが大幅

に GDP 成長率を左右していた (Pro-cyclical [順循環的]) ためリスクが大きかったことを示す。しかし資本規制導入後は逆に短期資金の成長率への影響はほとんどなくなり、資本規制が短期的な資本流出入に対して抑制的に働いており有効であることがわかる。

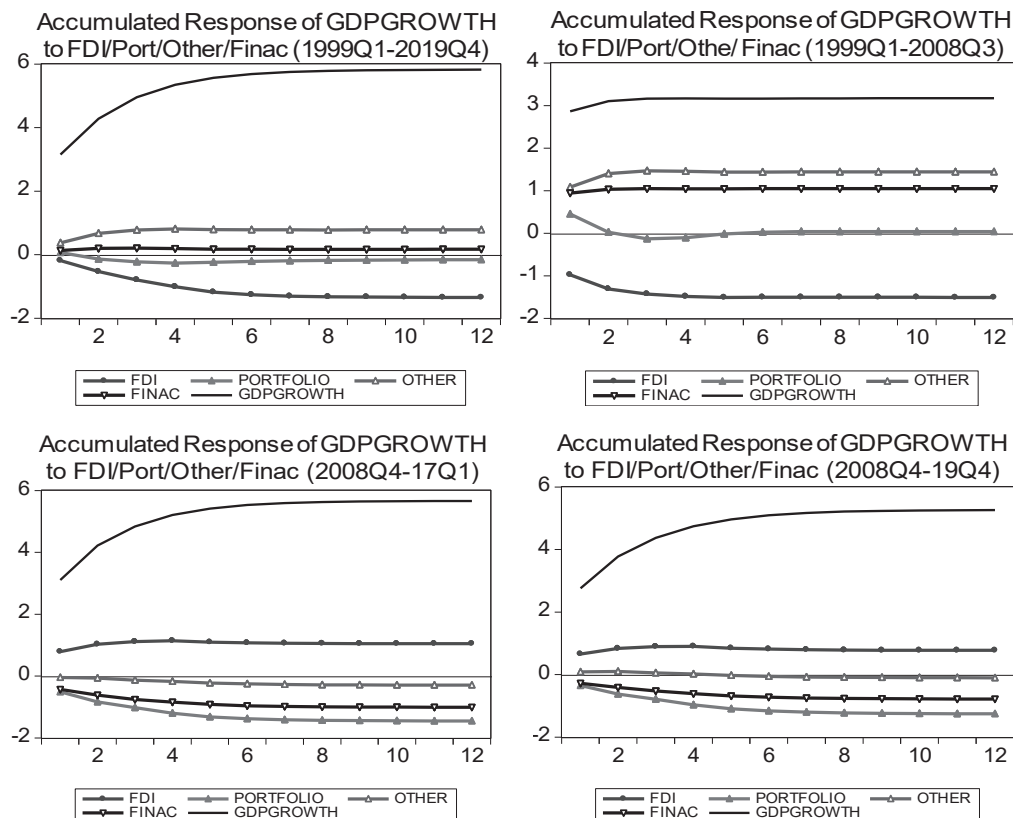


図 15 金融収支各項目に対する実質 GDP 成長率のインパルス応答関数

### 3.3.2 インパルス応答関数 (2) 金融収支、実質実効為替レート、金利への影響

各金融収支項目 (FDI、証券投資、その他) の実質実効為替レート (REER) に対する各金融収支および長期金利、国債利回りの影響について、資本規制導入前 (1999Q1~2008Q3) は、短期金融収支は比較的大きな影響が見られる (図 16)。特に短期のその他投資の影響が顕著である。同時に金利や証券利回りも大幅に低下している。これは為替相場 (REER) が短期資本の流出入に大きく左右されるリスクを示している。一方、資本規制期 (2008Q4~2017Q1) では REER に対し、短期金融収支 (証券投資、その他投資) の金利水準 (長期金利、国債利回り) の影響は軽微で限定的となっている。なお、2017 年第 2 四半期以降 (~2019 年) でも同様の傾向を示している。このことは、資本流出入、特に短期資本の動きが国内金融市場に与える影



響が少なくなっており、資本規制が為替相場や金融市場の安定化に寄与していることが確認される。

上記の結果から、資本規制期には非有意ながら比較的成長や市場の安定化にポジティブな影響があることが示された。以上のように、本分析においてもアイスランドの資本規制は経済・市場の安定化に有効であったといえる。

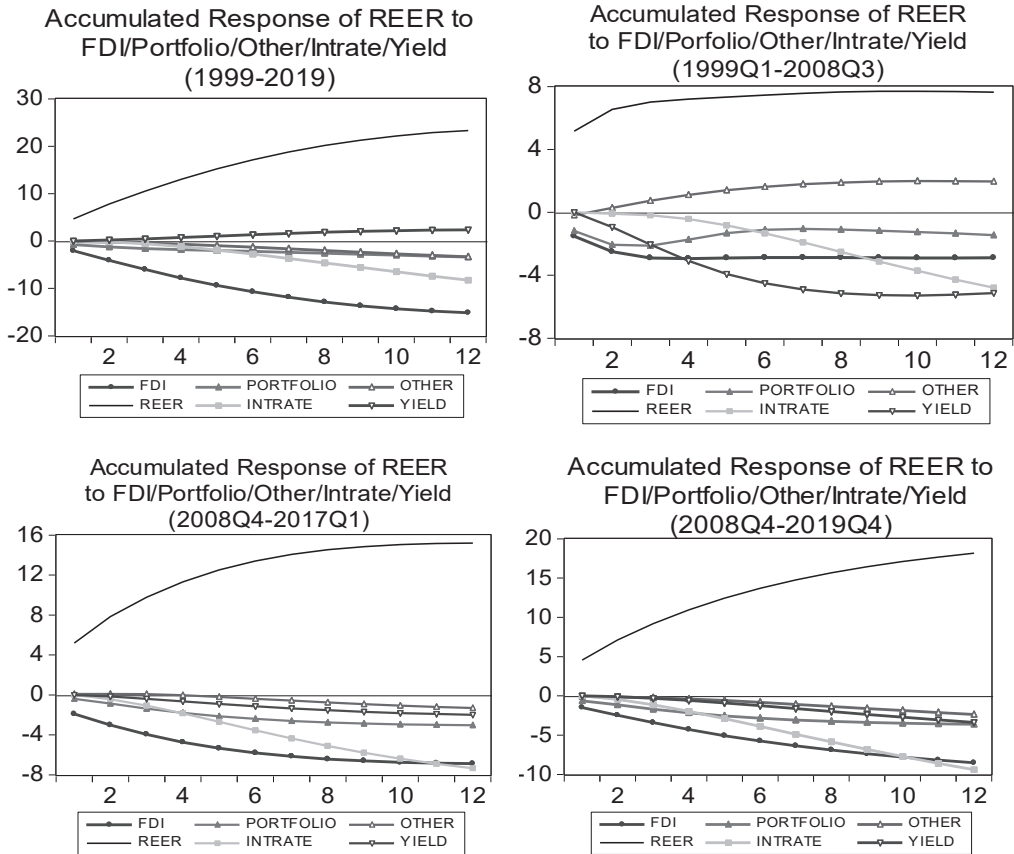


図 16 金融収支に対する実質実効為替レート・金利・長期債利回りのインパルス応答関数

### 3.4 分散分解 (Variance Decomposition) による分析

上記インパルス応答関数による分析に加え、同様の BVAR モデルに基づき、期間別に分散分解を行なって各指数の実質 GDP 成長率に与える影響を分析した (表 5)。これによれば、危機以前の資本規制導入前の期間 (1999Q1~2008Q3) では、実質 GDP 成長率に与える影響は FDI、証券投資 (Portfolio) 及びその他投資 (Other) が 10 期にそれぞれ 9.1%、3.5%、10.7% とその他投資の影響が全期間 (1999-2019) に比べ相対的に大きい。これは上記のイン

パルス応答関数の結果でも指摘したように、短期資本が流出すれば、それだけ経済成長に大きな影響を与える可能性を示す。

これに対し、資本規制期（2008Q4～2017Q1）では、FDI、証券投資及びその他投資は10期にそれぞれ5.3%、3.5%、0.1%となっている。この結果は、資本規制前の期間に比べ資本規制下ではその他投資の比率が顕著に低くなっていることを示す。すなわち短期投資も実質GDPに及ぼす影響は資本規制期では相対的に限定的になったことを示す。さらに、資本規制緩和後も含む最近までの期間（2008Q2-2019Q4）でも短期投資（証券投資、その他投資）の比率は低下しており、相対的にGDP成長率に与える比率が低下しているため、経済成長にマイナスの影響を与えにくい構造となっている。

以上のように各変数の分散分解でもインパルス応答関数の結果と同様に、資本取引規制下ではそれ以前に比べ実質GDPは短期資本流出の影響を受けにくい構造になっており、資本規制の効果は現れているといえよう。

表5 Variance Decomposition of GDP Growth (Iceland)

	[1999-2019]						[1999Q1-2008Q3]					
	S.E.	FDI	Port	Other	Finac	GDP	S.E.	FDI	Port	Other	Finac	GDP
1	3.181	0.331	0.040	1.383	0.179	98.067	3.379	8.340	1.777	10.246	7.792	71.845
2	3.413	1.314	0.393	1.969	0.189	96.134	3.447	8.974	3.241	10.712	7.554	69.520
9	3.536	2.465	0.451	1.929	0.180	94.975	3.456	9.071	3.515	10.693	7.518	69.203
10	3.536	<b>2.465</b>	<b>0.451</b>	<b>1.929</b>	<b>0.180</b>	<b>94.975</b>	3.456	<b>9.071</b>	<b>3.515</b>	<b>10.693</b>	<b>7.518</b>	<b>69.203</b>
	[2008Q4-2017Q1]						[2008Q4-2019Q4]					
	S.E.	FDI	Port	Other	Finac	GDP	S.E.	FDI	Port	Other	Finac	GDP
1	3.273	5.780	2.440	0.021	1.756	90.003	2.875	5.180	1.487	0.085	0.920	92.328
2	3.487	5.585	3.018	0.023	1.833	89.541	3.069	4.898	2.094	0.076	1.011	91.921
9	3.588	5.352	3.515	0.097	1.994	89.043	3.180	4.650	2.762	0.137	1.210	91.241
10	3.588	<b>5.352</b>	<b>3.515</b>	<b>0.097</b>	<b>1.994</b>	<b>89.043</b>	3.180	<b>4.650</b>	<b>2.763</b>	<b>0.137</b>	<b>1.210</b>	<b>91.240</b>

(出所) IFS database (IMF) に基づく筆者算定。

一方、資本流入項目の為替・金融市場への影響を調べるために資本流入各項目（FDI, Portfolio, Other）と実質実効為替レート（REER）および長期金利（Intrate）、長期国債利回り（Yield）を対象とした上記BVARモデルに基づく分散分解（表6）をみると、資本規制以前（1999Q1～2008Q3）では10期の短期資本の証券投資（Portfolio）及びその他投資（Other）の各シェアはそれぞれ6.1%、1.9%であったが、資本規制期（2008Q4～2017Q1）ではそれぞれ1.9%、0.36%と非常に小さい値となっている。さらに、長期金利（Intrate）及び長期国債利回り（Yield）も資本規制以前（1999Q1～2008Q3）には10期に4.6%および10.6%であったが、資本規制期（2008Q4～2017Q1）では同期にそれぞれ8.2%、0.68%と特に国債利回りのREERへの影響は限定的であった。この傾向は最近までの期間（2008Q4～2019Q4）でも同様であった。

表6 Variance Decomposition of REER (Iceland)

		[1999Q1-2019Q4]							[2008Q4-2017Q1]						
		S.E.	FDI	Port	Other	REER	Intrate	Yield	S.E.	FDI	Port	Other	REER	Intrate	Yield
1		5.143	15.863	2.102	0.050	81.986	0.000	0.000	5.505	7.624	4.557	0.113	87.707	0.000	0.000
2		6.396	20.416	1.943	0.070	77.397	0.070	0.103	5.923	9.380	6.165	0.729	81.231	0.018	2.477
9		9.433	25.236	1.313	0.790	67.066	4.991	0.604	6.450	8.289	6.108	1.871	69.246	3.756	10.730
10		9.551	<b>25.063</b>	<b>1.324</b>	<b>0.895</b>	<b>66.280</b>	<b>5.825</b>	<b>0.613</b>	6.478	<b>8.219</b>	<b>6.073</b>	<b>1.856</b>	<b>68.657</b>	<b>4.554</b>	<b>10.640</b>
		[2008Q4-2017Q1]							[2008Q4-2019Q4]						
		S.E.	FDI	Port	Other	REER	Intrate	Yield	S.E.	FDI	Port	Other	REER	Intrate	Yield
1		5.553	11.820	0.532	0.030	87.618	0.000	0.000	4.844	9.274	1.768	0.032	88.926	0.000	0.000
2		6.280	12.383	0.931	0.023	86.106	0.482	0.074	5.609	10.003	2.078	0.042	87.193	0.643	0.041
9		7.499	12.774	1.918	0.319	<b>76.652</b>	7.684	0.652	7.524	11.990	2.708	0.606	72.634	10.717	1.346
10		7.530	<b>12.700</b>	<b>1.913</b>	<b>0.357</b>	<b>76.100</b>	<b>8.254</b>	<b>0.676</b>	7.633	<b>11.958</b>	<b>2.649</b>	<b>0.703</b>	<b>71.323</b>	<b>11.840</b>	<b>1.527</b>

(出所) IFS database (IMF) に基づく筆者算定。

以上から、資本規制期には短期資本の流出入の影響は GDP 成長率の変動リスクを抑制させ、さらに為替・金融市場にも最小限の影響にとどまったことが確認された。

#### 4. アイスランドの成功と教訓

アイスランドは世界金融危機・ユーロ危機時に IMF プログラム下にもかかわらず、政府当局の強い要請で例外的に資本流出規制を導入し成功した唯一の国である。さらに同国は IMF プログラム下 (2008-11) においても急激な緊縮政策を導入せず、それを最小限にとどめ、早期に経済・市場を回復させ、ユーロ危機に見舞われたギリシャをはじめとする GIIPS に比べはるかに高い成長率を達成し、社会も安定化している<sup>7)</sup>。現在ではアイスランドの GDP 成長率、所得水準 (一人当たり所得)、財政・経常収支、外貨準備高、失業率などすべての指標が危機前の水準まで回復しており、他のユーロ危機国に比べすべての指標で上回っている。

アイスランドの経験は IMF の主張に安易に同意せず、IMF プログラム下でも当該国の自主性をもったガヴァナンスを維持し資本流出規制を導入することが「資本収支危機」に面した国が採る有効な政策手段であることを証明している。アイスランド政府は IMF プログラム終了 (2011) 後も IMF が資本規制の自由化を再三推奨・勧告したにもかかわらず、経済安定化が実現するまで資本規制を貫き、結果として急速な景気回復と安定を達成した。これが同国の金融安定化と経済回復に大きく寄与したことは事実である。仮に同国が IMF の助言どおり早期に資本規制を解除していた場合、同国の安定的成長は達成しなかったであろう。しかし、こうしたアイスランドの経験は、最近の IMF プログラム (例: 2018 年以降のアルゼンチンの IMF プログラム) ではまったく適用されなかった。しかも、アイスランドでは現在に至るまで短期資金の流出入を抑制する中銀預託制度など間接的資本規制を実施しており、短期の投機的リスクに対処していることは注目される。

以上から、アイスランドのような小国では、金融自由化に対し歯止めをかけるとともに、外

貨交換の自由化には一定の制限を設け、短期資本の流出入における資本取引規制を導入することが長期的に安定的な成長につながると考えられる。このことは同国のような小国開放経済にとって重要な教訓となるものである<sup>8)</sup>。

## 結論

本論文では、世界金融危機発生後、資本の急激な流出に伴う危機が発生したアイスランドを対象として、同国がIMFプログラム下においても他のユーロ危機国に比べ大幅かつ速やかな回復を実現させたことを鑑み、為替取引を含む厳格な資本規制（特に流出規制）が非常に有効に作用したことを検証した。

アイスランドは2008年の世界金融危機発生前まで金融立国を目指し資本・金融自由化を推進し、EU諸国に比べても高めの金利水準等から欧州諸国から預金を含め大幅な資本流入に伴い、同国の主要銀行資産は急激に拡大した。しかし、リーマンショック（2008年8月）後、その繁栄を謳歌していた状況が一変し、資本流出が加速、そのため同国は深刻な危機に陥りIMF支援を要請し2008年11月よりIMFプログラム下におかれた。

アイスランドのIMFプログラム（2018～2011）は従来のものと大幅に異なっていた点は主に二点ある。第一に、通常のIMFプログラムで一般的な急激な緊縮政策を採用せず、非常に緩やかなコンディショナリティであり、構造改革も実際の金融機関の再建を目指した建設的なものであったこと、第二点として上記のように資本規制を導入したことである。アイスランドにおけるIMFプログラムは同国の自主性を大幅に取り入れたものとなり、厳しい緊縮政策は導入されず、しかもIMFプログラムでは例外的な資本取引規制、特に流出規制を実施した。これはIMFプログラムの趣意書（Letter of Intent）でコンディショナリティとして明示されたものではなく、アイスランド政府がそれなしでは同国の破綻が迫っているとの認識の下で実施されたものである。むしろIMFはスタンドバイ取極に基づくレビューごとに資本規制の緩和・自由化を催促してきた。

アイスランドは他のユーロ危機に見舞われたGIIPSに比べはるかに急速な回復と正常化を達成し、IMFプログラム下の支援期間も最小限にとどまった。この「成功」に対して当初IMFは同国での北欧に根付いた社会福祉政策がセーフティヘッジになったなど、資本収支危機の性格を持つ危機とは全く無関係の理由を挙げて同国の速やかな回復と成功を理由づけていた。しかも、IMFは同国プログラム終了後のモニター報告書でも執拗に資本取引の自由化を迫った。しかし同国政府は資本取引制限解除には非常に慎重でIMFプログラム終了後も長期間資本規制を継続し、2016年まで継続した。現在では危機発生前の水準まで為替・資本取引は緩和されているものの、EU・ユーロ諸国のように金融資本取引を全て自由化しているわけ

ではない。それに加え、最近の IMF スタッフによる手記でも、決してアイスランドプログラムの「成功」は資本規制の導入であったと認めておらず、むしろ強い政府の ownership (自主性) によるプログラムへのコミットのおかげであると述べているだけである<sup>9)</sup>。本論文はアイスランドの世界金融危機前後の状況と IMF プログラム、それに対する独自の資本規制策を実施した同国の政策の背景と帰結を分析し、資本収支危機時における資本・金融規制、とりわけ流出規制の有効性を BVAR モデルを含む計量分析に基づき示したものである。さらに、アイスランドでは資本規制の緩和や自由化は非常に長期にわたり慎重に行われており、現在でも各種の資本規制や為替取引規制を残していることに留意すべきであろう。

新型コロナウイルスの世界的な拡大に伴う「戦後最大の危機」(あるいは大恐慌以来最大の危機)の中で途上国・新興国の経済が大幅に悪化している現状で、2020年4月以来多数の低所得国にて IMF プログラムが開始されている (Appendix)。こうしたなか、IMF は危機に面した国々に対し、従来の緊縮政策や資本金融自由化等を前提とした伝統的なプログラムの適用・運営を根本的に改め、積極的な財政政策や資本・金融規制を採用し当該国が長期的に維持可能な (sustainable) 経済成長を促すよう方針を転換すべきであろう。

## 注

- 1) IMF (2011b) 参照。
- 2) 対アイスランド IMF プログラムは 2011 年 8 月のレビューをもって事実上終了したが、その後の Post-Program Monitoring 報告書でも度々資本規制の自由化を促すために為替や金融政策について論じている。(例: IMF2009, IMF2014, IMF2015)
- 3) アイスランドの資本規制についてはスティグリッツやクルーグマンも理解を示し、必要性を認めている (IMF 2011b)。
- 4) IMF は最近になって、アイスランドの成功の要因を①資本規制導入; ②銀行部門の再建; ③漸進的な財政収支改善; ④社会保障体制と認めたメモを公表している (2019a 参照)。
- 5) IMF (2017a) 参照。現在に至るまで IMF は資本・金融の自由化について公式文書では要請はしていない。
- 7) IMF はアイスランドのプログラムが終了した 2011 年には危機経験国の成功例としてアイスランドで会議を開催している (IMF, 2011 参照)。しかし、その内容は依然として資本規制は望ましくなく、早急に規制緩和・自由化を促す内容となっていた。
- 8) アイスランドは、2000 年代のように世界的な経済・市場環境に大きく左右されやすい脆弱な「金融立国」に基づく経済ではなく、現在同国は「観光立国」による維持可能な成長を目指している。最近では IMF ではアイスランドに関する特別報告書では観光業の発展に関する報告書を出している。IMF (2017b) 参照。
- 9) Thomsen (2018) 参照。IMF は最近になりようやく資本規制 (Capital Flow Management) の効用について真剣に関係機関などと対話をしているようである (Furness, 2019)。これはアルゼンチンの失敗例を考慮した可能性もある。しかし、依然として IMF のコンディショナリティ自体に資本・金

融規制を導入することになっているわけではない。これは外国人投資家・金融界は各国の危機をむしろ収益を拡大する機会ととらえており、IMF がコンディショナリティに資本金融規制を入れることはその利益に反するからであろう。

## 参考文献

- 荒巻 健二 (2018) 『金融グローバル化のリスク 市場の不安定性にどう対処すべきか』 日本経済新聞出版社  
2018年4月
- 大田 英明 (2007a) 「ブレトンウッズ機関の課題と展望—苦悩する IMF と迫られる根本的見直し」, 愛媛  
経済論集 26 (3), 1-21, 2007-08
- 大田 英明 (2007b) 「資本取引・金融自由化と安定的経済発展」愛媛大学法文学部論集 総合政策学科編 (22),  
23-91, 2007
- 大田 英明 (2009) 「資本流入と成長率、国内貯蓄・投資比率 -- 急速に変化する新興国における影響」, 季  
刊政策分析 4 (1・2), 25-41, 2009-03
- 大田 英明 (2009) 『IMF (国際通貨基金): 使命と誤算』 中央公論新社
- 大田 英明 (2010a) 「IMF 「改革」の現状と課題—欧州・アジア危機比較の観点から」愛媛大学法文学部  
論集 総合政策学科編 (28), 63-107, 2010
- 大田 英明 (2010b) 「欧州移行諸国における金融危機の影響—IMF 支援と資本自由化 (特集 世界金融危機  
と移行諸国)」比較経済研究 47 (1), 59-66, 2010-01
- 大田 英明 (2012a) 「ラテンアメリカの資本自由化と規制: アルゼンチンとチリの経験」愛媛大学法文学  
部論集. 総合政策学科編 (33), 1-55, 2012-09-29
- 大田 英明 (2012b) 「インドネシアの資本自由化と規制—実体経済と金融市場における有効性」『愛媛経済  
論集』第 32 号第 1 巻, 2012 年 9 月
- 大田 英明 (2012c) 『資本規制の経済学』, 日本評論社, 2012 年 9 月
- 大田 英明 (2012d) 「資本流入と経済成長—インドの資本規制政策を中心に」『国際開発研究』第 21 巻第  
1・2 号 2012 年 11 月
- 大田 英明 (2015a) 「国際資本移動拡大と F-H puzzle—安定成長に向けた課題」『立命館国際研究』, 28 巻  
1 号, 2015 年 6 月
- 大田 英明 (2015b) 「先進国金融政策の新興国への影響—国際資本移動に伴うリスクと規制の問題」『立命  
館国際研究』28 巻 2 号, 2015 年 10 月
- 大田 英明 (2016) 『IMF と新国際金融体制』 日本経済評論社, 2016 年 8 月
- 大田 英明 (2020) 「対アルゼンチン IMF プログラムの失敗と資本取引規制の重要性」『立命館国際研究』  
33 巻 1 号, 2020 年 3 月
- 吉富 勝 (2003) 『アジア経済の真実—奇蹟、危機、制度の進化』 東洋経済新報社
- Baldursson, F.M, R.Portes, and Thorlaksson, E.E. (2017) Iceland' Capital Controls and the Resolution  
of its Problematic Bank Legacy, Working Paper July 2017, Research Gate.
- Beattie A., (2012). IMF drops opposition to capital controls, Financial Times, Vol. 12
- Benediktsson, S., Eggertsson, G.B., Thorarrinsson, E. (2017) The Rise, Fall and Resurrection of  
Iceland: A Postmortem Analysis of the 2008 Financial Crisis, Brookings papers on Economic  
Activity Fall, 2017
- Bretton Woods Project (2017) Iceland's Road from Crisis to Recovery <https://www.highnorthnews.com/>  
22 ( 220 )

- en/icelands-road-crisis-recovery
- Bretton Woods Project (2018) The IMF in Argentina: Can an old dog learn new tricks? 6 December 2018
- Bretton Woods Project (2019a) Why did the IMF fail to take pre-emptive measures in Argentina? 3 October 2019
- Bretton Woods Project (2019b) Uprising and discontent: Global protests erupt against IMF-backed policies, December 12, 2019
- Central Bank of Iceland (Seðlabanki Íslands): Several Rules & Regulations
- Chinn, Menzie and Hiro Ito (2019) The Chinn-Ito Index – A de jure measure of financial openness –, 7 Sept 2019, [http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito\\_website.htm](http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm)
- Davíðsdóttir, Sigrún(2015) The ABCs Of The Capital Controls: What's The Plan?, Reyjavik Grapevine, June 21, 2015. [https://grapevine.is/mag/articles/2015/06/21/the-abcs-of-the-capital-controls-whats-the-plan/Sigrún Davíðsdóttir](https://grapevine.is/mag/articles/2015/06/21/the-abcs-of-the-capital-controls-whats-the-plan/Sigrún%20Davíðsdóttir)
- Dreher, Axel (2012) Do IMF and World Bank Programs Induce Government Crises? An Empirical Analysis, *International Organization* 66, Spring 2012:229-58
- Merling, Lara (2019) After the Argentina debacle, the IMF endorses weakening capital controls in Ecuador, *Bretton Woods Projects*, 18 December 2019
- Miroff, Nick (2018) The Role the U.S. Played in Reversing Latin America's Pink Tide," *The RealNews*, July 29, 2018.
- Dreher, Axel (2006) IMF and economic growth: The effects of programs, loans, and compliance with conditionality, *World Development*, Vol 34, Issue 5, May 2006, 769-788.
- Furness, Virginia (2019) IMF considers benefits of capital flow management in policy re-think, *Euromoney*, November 28, 2019
- Gilbert, Jonathan (2018) President Obama's Argentina Visit Is All about Trade, *Fortune* <https://fortune.com/2016/03/23/obama-argentina-macri-trade/>
- Groen, Andun and Fredholm, M.W (2013) Baltic and Islandic Experience of Capital Flows and Capital Flow Measures, *IMF Working Paper WP-13/242*, December 2013.
- Group of 20 & IMF (2018) The IMF's Institutional View on Capital Flows in Practice
- IMF (2008) Iceland: Letter of Intent and Technical Memorandum of Understanding, November 15, 2008
- IMF (2009a) Iceland: Stand-By Arrangement – Interim Review Under the Emergency Financing Mechanism, *IMF Country Report NO.09/52*, February 2009.
- IMF (2009b) Iceland: Staff Report for First Review under Stand-By arrangement and Requests for Extension of the Arrangement, Wavers of Non-observance of Performance Criteria, and Rephasing of Access, *IMF Country Report No.09/306*, October 2009.
- IMF (2010) Iceland: Staff Report for Second Review under Stand-By arrangement and Requests for Extension of the Arrangement, Rephasing of Access and Establishment of Performance Criteria, *IMF Country Report No.10/95*, April 2010.
- IMF (2011a) Iceland: Staff Report for Second Review under Stand-By arrangement and Requests for Post-Program Monitoring, 16 August 2011.

- IMF (2011b) Iceland's Unorthodox Policies Suggest Alternative Way Out of Crisis, IMF Survey online, November 03, 2011
- IMF (2011c) Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2008 Stand-By Arrangement, IMF Country Report No.12/91
- IMF (2013) Article IV Consultation and Third Post-Program Monitoring Discussions, IMF Country Report No.13/257, August 2013
- IMF (2014) Iceland: Fourth Post-Program Monitoring Discussions, IMF Country Report No.14/194 July 2014.
- IMF (2015) Sixth Post-Program Monitoring Discussions, June 2015
- IMF (2016) Island: Article IV Consultation, IMF Country Report No.16/179, June 2016
- IMF (2017a) Island: Article IV Consultation, IMF Country Report No.17/163, June 2017
- IMF (2017b) Selected Issues, IMF Country Report No.17/164, June 2017
- IMF (2019a) Iceland: Spectacular Turnaround from Financial Meltdown, IMF Lending Case Study: Iceland, May 20, 2019
- IMF (2019b) IMF 2019 Taxonomy of Capital Flow Management Measures
- Joyce, Joseph P. and Ilan Noy (2018) The IMF and the Liberalization of Capital Flows, Review of International Economics, Vol. 16, No. 3, August 2008 (revised in 14 June 2018)
- Merling, Lara (2019) IMF framework on social spending out of step with international standards, Observer, July 30, 2019 Bretton Woods Project.
- OECD (2018) Capital Flow Management Measures: Illustrative Examples and their Treatment under the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements: OECD Report to G20 International Financial Architecture Working Group, September 2018
- Prates, Daniela Magalhães and Barbara Fritz (2013) "The New IMF Approach to Capital Account Management and its Blind Spots" The Logo and Seal of the Freie Universität Berlin, Working Paper 35
- Hammer, K., (2015). IMF Survey: Iceland Makes Strong Recovery from 2008 Financial Crisis, IMF survey, 03
- Haque, N. U. & Khan M. S. (1998). Do IMF-Supported Programs Work?: A Survey of the Cross-Country Empirical Evidence, IMF Working Paper 98/169
- Johnsen, G., (2014). Bringing Down the Banking System: Lessons from Iceland, Palgrave Macmillan
- Katsimi, M. & Zoega, G., (2015). The Greek and Icelandic IMF programs compared, VOX, 11
- Krueger, Anne O. (2016) A Tale of Two Crises: Greece and Iceland, Working Paper, Stanford Center for International Development, June 2016.
- Mattiasson, Thorolfur (2015) Six Myths and few Facts, Recovery of the Icelandic Economy Post October 2008, Nordic Journal of Political Economy Vol.40 Article1, 2015.
- Ostry, J. D., (2010). IMF reconsiders capital control opposition, The Economist, 02
- Ostry, J. D. & Ghosh, A. R. & Habermeier, K. & Chamon M. & Qureshi M. S. & Reinhart D. B. S., (2010). Capital Inflows: The Role of Controls, IMF Staff Position Note, 02
- Ostry, J. D. & Ghosh, A. R. & Habermeier, K. & Chamon M. & Qureshi M. S., (2011). Capital controls: When and Why & quest, IMF Economic Review, Vol. 59, 03



- Ostry J. D. & Ghosh, A. R. (2013). Obstacles to international policy coordination, and how to over-come them. IMF Staff Discussion Note, No.13/11
- Pham, P., (2018). How Do Capital Controls Affect Capital Markets in Asia?, Forbes, 02
- Rogoff, K. S., (2002). Straight Talk — Rethinking capital controls: When should we keep an open mind? Finance Development, 12, VOL. 39, No.4
- Sigurgeirsdottir, Silla and Wade, R.H. (2015) From control by capital to control of capital: Iceland's boom and bust, and the IMF's unorthodox rescue package, Review of International Political Economy, 221-1:103-133
- Thomsen, P. M., (2018). Ragnarök: Iceland's Crisis, its Successful Stabilization Program, and, the Role of the IMF, Retrieved November 4th, 2018
- Vanhoose, D. D., (2008). Bank Capital Regulation, Economic Stability, and Monetary Policy: What Does the Academic Literature Tell Us?, Atlantic Economic Journal, Volume 36, Issue 1, Pp1-14

(大田 英明, 立命館大学国際関係学部・研究科教授)

## [Appendix] コロナショックによる IMF 緊急支援 (2020.4)

	Type of Emergency Financing	Amount Approved (in SDRs)	Date of Approval
<b>Asia/Pacific</b>			
Maldives	Rapid Credit Facility (RCF)	SDR 21.2 million	April 22, 2020
Nepal	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 2.85 million	April 13, 2020
Samoa	Rapid Credit Facility (RCF)	SDR 16.2 million	April 24, 2020
Solomon Islands	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 0.06 million	April 13, 2020
<b>Total Amount Approved</b>		<b>SDR 40.31 million</b>	
<b>Europe</b>			
Albania	Rapid Financing Instrument (RFI)	SDR 139.3 million	April 10, 2020
Bosnia and Herzegovina	Rapid Financing Instrument (RFI)	SDR 265.2 million	April 20, 2020
Kosovo	Rapid Financing Instrument (RFI)	SDR 41.3 million	April 10, 2020
Moldova, Republic of	Rapid Credit Facility (RCF)	SDR 57.5 million	April 17, 2020
	Rapid Financing Instrument (RFI)	SDR 115 million	
North Macedonia, Republic	Rapid Financing Instrument (RFI)	SDR 140.3 million	April 10, 2020
<b>Total Amount Approved</b>		<b>SDR 758.6 million</b>	
<b>Middle East</b>			
Afghanistan, Islamic	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 2.40 million	April 13, 2020
Kyrgyz Republic	Rapid Financing Instrument (RFI)	SDR 59.2 million	March 26, 2020
	Rapid Credit Facility (RCF)	SDR 29.6 million	
Mauritania, Islamic Republic	Rapid Credit Facility (RCF)	SDR 95.68 million	April 23, 2020
Pakistan	Rapid Financing Instrument (RFI)	SDR 1,015.5 million	April 16, 2020
Tajikistan, Republic of	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 7.83 million	April 13, 2020
Tunisia	Rapid Financing Instrument (RFI)	SDR 545.2 million	April 10, 2020
Yemen, Republic of	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 14.44 million	April 13, 2020
<b>Total Amount Approved</b>		<b>SDR 1,769.85 million</b>	
<b>Sub-Saharan Africa</b>			
Benin	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 7.43 million	April 13, 2020
Burkina Faso	Rapid Credit Facility (RCF)	SDR 84.28 million	April 14, 2020
	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 8.74 million	
Cabo Verde	Rapid Credit Facility (RCF)	SDR 23.7 million	April 22, 2020
Central African Republic	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 2.96 million	April 13, 2020
	Rapid Credit Facility (RCF)	SDR 27.85 million	April 20, 2020
Chad	Rapid Credit Facility (RCF)	SDR 84.12 million	April 14, 2020
	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 10.12 million	April 13, 2020
Comoros, Union of the	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 0.97 million	April 13, 2020
	Rapid Credit Facility (RCF)	SDR 2.97 million	April 22, 2020
	Rapid Financing Instrument (RFI)	SDR 5.93 million	April 22, 2020
Congo, Democratic Republic	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 14.85 million	April 13, 2020
	Rapid Credit Facility (RCF)	SDR 266.5 million	April 22, 2020
Côte d'Ivoire	Rapid Credit Facility (RCF)	SDR 216.8 million	April 17, 2020
	Rapid Financing Instrument (RFI)	SDR 433.6 million	
Gabon	Rapid Financing Instrument (RFI)	SDR 108 million	April 9, 2020
Gambia, The	Rapid Credit Facility (RCF)	SDR 15.55 million	April 15, 2020
	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 2.10 million	April 13, 2020
Ghana	Rapid Credit Facility (RCF)	SDR 738 million	April 13, 2020
Guinea	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 16.37 million	April 13, 2020
Guinea-Bissau	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 1.08 million	April 13, 2020
Liberia	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 11.63 million	April 13, 2020
Madagascar, Republic of	Rapid Credit Facility (RCF)	SDR 122.2 million	April 3, 2020
	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 3.06 million	April 13, 2020
Malawi	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 7.20 million	April 13, 2020
Mali	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 7.30 million	April 13, 2020
Mozambique, Republic of	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 10.89 million	April 13, 2020
	Rapid Credit Facility (RCF)	SDR 227.2 million	April 24, 2020
Niger	Rapid Credit Facility (RCF)	SDR 83.66 million	April 14, 2020
	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 5.64 million	April 13, 2020
Rwanda	Rapid Credit Facility (RCF)	SDR 80.1 million	April 2, 2020
	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 8.01 million	April 13, 2020
São Tomé and Príncipe,	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 0.11 million	April 13, 2020
	Rapid Credit Facility (RCF)		April 21, 2020
Senegal	Rapid Financing Instrument (RFI)	SDR 215.73 million	April 13, 2020
	Rapid Credit Facility (RCF)	SDR 107.87 million	
Sierra Leone	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 13.36 million	April 13, 2020
Togo	Augmentation of ECF	SDR 71.49 million	April 3, 2020
	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 3.74 million	April 13, 2020
<b>Total Amount Approved</b>		<b>SDR 3,060.14 million</b>	
<b>Latin America</b>			
Bolivia	Rapid Financing Instrument (RFI)	SDR 240.1 million	April 17, 2020
El Salvador	Rapid Financing Instrument (RFI)	SDR 287.2 million	April 14, 2020
Haiti	Catastrophe Containment and Relief Trust (CCRT)	SDR 4.10 million	April 13, 2020
	Rapid Credit Facility (RCF)	SDR 81.9 million	April 17, 2020
Panama	Rapid Financing Instrument (RFI)	SDR 376.8 million	April 15, 2020
Paraguay	Rapid Financing Instrument (RFI)	SDR 201.4 million	April 21, 2020
<b>Total Amount Approved</b>		<b>SDR 1,191.5 million</b>	
<b>Total Amount Approved (All Regions)</b>		<b>SDR 9880.54 million</b>	

## Capital Management and Controls in Iceland and the IMF Programme

This paper analyses the effectiveness of capital and financial controls, especially outflow controls, during the capital account crisis, by presenting the situation in Iceland before and after the Global Financial Crisis as well as the IMF program by analyses based on econometric evidence. It also captures the background and consequences of the country's policy of implementing its own capital control measures in response to the crisis, which have resulted in Iceland's early economic and market recovery.

Iceland had been promoting capital and financial liberalization with the aim of becoming a financial centre among the Nordic countries, with huge capital inflows. However, after the outbreak of the Global Financial Crisis in 2008, the country's situation changed drastically, with capital outflows accelerating and its currency depreciating substantially, causing a serious crisis resulting in a request for IMF support. Iceland's IMF program (2010-2011) embraced the country's autonomy in an exceptional way, avoiding the implementation of harsh austerity measures. Moreover, the IMF program allowed capital outflow controls. This was done because the Icelandic government recognized that without them, the country would face imminent bankruptcy. Iceland achieved a much more rapid recovery and normalization than the other countries affected by the Euro Crisis, especially GIIPS (Greece, Ireland, Italy, Portugal, and Spain), and the duration of the IMF program was minimal.

The IMF attributes this "success" to the country's commitment to the program with a strong "ownership" by the Government, citing reasons completely unrelated to the nature of the capital account crisis to explain the country's quick recovery and success. Moreover, the IMF persisted in its Letter of Intent and in the post-Monitoring Report, pressing for the relaxation and liberalization of capital controls. However, the government was very cautious about liberalizing capital transactions and continued to impose capital controls for a relatively long time after the IMF program ended (August 2011) until 2016/17. It should be noted that the capital account management and controls regime in Iceland has not been fully liberalized as in the EU and Euro countries, but it has just been returned to the pre-crisis levels.