

国際的商業銀行貸付と累積債務国問題*

河 合 正 弘**

要 約

累積債務LDCs問題は、現在、アメリカの対外債務問題と相まって、世界経済の不安定化要因の基軸となっている。

この問題の根源は、1970年代初頭からの各種の外生的ショックや世界的な需要構造の変化に、LDCsの国内生産——とりわけ需要の所得弾力性の大きい貿易財生産——が十分対応できなかったところにある。2次のオイル・ショック時に多くのLDCsは投資・貯蓄ギャップを、国際的商業銀行からの借入れによってファイナンスした。しかしLDCs国内においては、資源・生産要素の非貿易財部門から貿易財部門への移動、また貿易財部門の中でも、輸入代替部門から輸出部門への調整が不十分にしか行なわれなかった。

1980年代に入って、アメリカのデシインフレ政策、原油等一次産品価格の低下、借入れ実質金利の増大、先進国の需要鈍化を契機に、債務返済困難に陥るLDCsが続出した。同時に、国際的商業銀行によるLDCs向け新規融資は激減し、LDCsの構造調整は一層むづかしくなっている。この間、従来のIMF型の緊縮的経済調整政策に対して、大きな疑念を抱く累積債務LDCsがあらわれ、「債務返済よりも経済成長」を確保しようとする態度があらわれてきた。すなわち、債務返済に伴う相対的成本が過大であるという認識から、債務返済能力をもちつつも、意図的に支払拒否を選択する債務国が出て来ている。いまや累積債務国問題は単なる「流動性」、「債務返済能力」の問題ではなく、「債務返済意思」の問題である。

累積債務LDCs問題の根本的な解決のためには、債務LDCsみずからが自立的な経済成長を達成する以外にない。そのためには、非効率的な国内経済構造の改善、外国貯蓄の効率的利用による国内生産基盤の強化、一次産品価格変動に対し抵抗力のある貿易財部門の育成、農産物価格の引上げ、実質賃金・実質為替レート下落などが重要である。国内経済の成長こそが、債務返済「能力」と「意思」を高める手段なのである。

* 本稿の作成に当たっては早川英男氏(日本銀行金融研究所)からきわめて有益な助言とコメントを受けた。

** 東京大学社会科学研究所助教授

． は じ め に

現在の累積債務国問題の根源は、1970年代初頭からの各種の外生的ショックや世界的な需要構造の変化に、開発途上諸国（以下、LDCs）の国内生産——とりわけ需要の所得弾力性の大きい貿易財生産——が十分対応できかつたところにある。2次のオイル・ショック時にLDCs輸出商品に対する世界的な需要が低下した際、多くのLDCsは投資・貯蓄ギャップを、国際的商業銀行からの借入れによってファイナンスし、この借入れによって多くのLDCsでは投資活動が支えられ、同時に国際的商業銀行もそうした投資活動を本来的に健全、高収益のものと見なして融資を続けてきた(Sachs〔1981〕)。しかしLDCs国内においては、資源・生産要素の非貿易財部門から貿易財部門への移動、また貿易財部門の中でも、輸入代替部門から輸出部門への調整が不十分だった。

1980年代に入って、アメリカのディスインフレーション政策、原油等一次産品価格の低下、借入れ実質金利の増大、先進国の需要鈍化を契機に累積債務問題は深刻化し、債務返済困難に陥るLDCsが続出した。同時に、国際的商業銀行によるLDCs向け新規融資は激減し、LDCsの構造調整は一層むづかしくなっている。この間、従来のIMF型の緊縮的経済調整政策に対して、大き

な疑念を抱く異累積債務LDCsがあらわれ、「債務返済よりも経済成長」を確保しようとする態度があらわれてきた。すなわち、債務返済に伴う相対的成本が過大であるという認識から、債務返済能力をもちつつも、意図的に支払拒否を選択する債務国が出て来ているのである。いまや累積債務国問題は単なる「流動性」、「債務返済能力」の問題ではなく、「債務返済意思」の有無の問題であるという面が強い。

本稿は、現在の累積債務LDCs問題を理解するための枠組みを設定しようとするものである。まず第1節では、債務問題の歴史的背景と深化の過程を簡単に整理し、データに基づき最近の顕著な特徴を明らかにする。続く第2節では、累積債務「問題」とは何かという点を明確にする。第3節においては、国際資本移動、国際貸借とそれに伴う各種の「市場の失敗」について理論的にまとめ、同時に、簡単な銀行貸付けモデルを展開して問題点を整理する。ただし、ここでは基本的な問題点だけに触れることにする。第4節で、問題解決のための諸方策について吟味し、国際的商業銀行累積債務LDCs、先進国政府り間でシェアすべき負担について述べたあと、最終節で今後の展望を示すことにしたい。

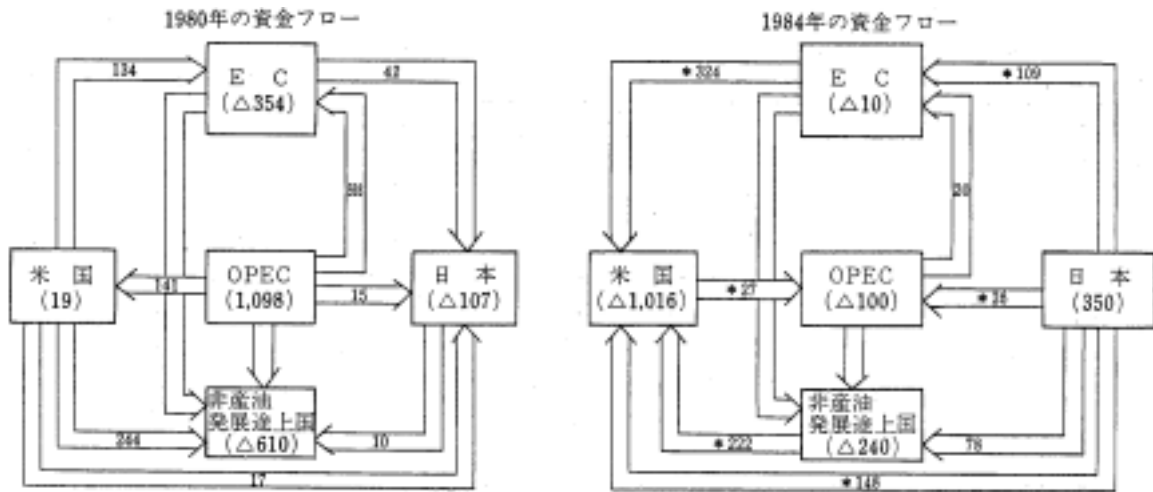
． 累積債務LDCsの現状

1 累積債務LDCs問題の歴史的背景

1970年代においては、LDCsをめぐる世界の資金循環は、ユーロ預金市場を媒介とした銀行貸付（バンク・ローン）が中心だった。第1次オイル・ショック時にはOPEC諸国のオイル・ダラーがユーロ市場に還流し、それが国際的商業銀行貸付という形で非産油LDCsにリサイクル

され、経常収支赤字をファイナンスした。第2次オイル・ショック時においてもその基本的な資金循環の構造、すなわち、OPEC→ユーロ市場→非産油LDCsというパターンは維持された。それに加えて第2次オイル・ショック時の1980年には、アメリカから非産油LDCsへの資金の流れ（米銀による貸付けが主と考えられる）も240億ドル以上に達していた（第1図左側）。

第1図 世界の資金フローの変化（単位：億ドル）



(注) 1. ()内は経常収支。

2. *印は流れが逆になったところ。

(資料) 「我が国国際収支統計」, *Survey of Current Business*, 「BOE 四季報」。

(出所) 大蔵省『財政金融統計月報』, 1986年6月。

第1表 開発途上国をめぐる経済環境指標

	1968-77	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
先進国の実質GDP (GNP) 成長率, %	3.5	4.2	3.4	1.3	1.4	-0.4	2.7	4.7	3.0	2.4
先進国の輸入数量成長率, %	8.0	4.8	8.9	-1.6	-2.3	-0.3	4.8	12.4	5.0	8.9
石油価格, 米ドル/バレル	5.8	12.9	18.8	30.7	33.7	32.3	28.6	27.9	26.7	13.8
LDCs 輸出価格(ドル建)増加率, %	14.6	3.0	28.9	37.4	4.6	-4.5	-7.6	-0.4	-4.7	-13.3
LDCs 一次産品輸出価格(除石油, ドル建)増加率, %	10.8	-5.5	17.9	5.5	-13.5	-9.9	6.9	4.1	-12.9	-1.1
交易条件変化率, %	5.0	-7.0	10.0	16.3	3.6	-1.0	-3.5	1.1	-1.4	-16.8
名目ドル金利 (LIBOR, 6ヶ月), %	7.8	9.2	12.2	14.0	16.7	13.6	9.9	11.3	8.6	6.8
実質ドル金利(アメリカ) ^a , %	1.3	1.9	3.4	4.9	7.1	7.1	6.1	7.4	5.3	4.2
実質ドル金利(LDCs) ^b , %	-6.8	6.2	-16.7	-23.4	12.1	18.1	17.7	11.7	13.3	20.1

注 a. 実質ドル金利(アメリカ)=名目ドル金利-アメリカGNPデフレーター上昇率。

b. 実質ドル金利(LDCs)=名目ドル金利-LDCs 輸出価格(ドル建)増加率。

(資料) International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, October 1986 and April 1987.

LDCsは、IMF等公的金融に付随するコンディショナリティー（融資条件）や国際起債市場における厳しい信用基準よりも、銀行からの借入れを選好していたのである。1979～80年とLDCsにとって実質金利がマイナス（それぞれ-17%、-23%〔第1表〕）になっていたことも、銀行からの資金需要を拡大させた要因のひとつだった。国際的商業銀行も非産油LDCsでの主要な借手が政府又は政府系機関（公営企業）か、もしくは

は政府保証付きの民間部門だったため、「国家は民間企業と異なり、最終的に破産することはない」としてソブリン、リスク（後述）については楽観的に考え、国際的商業貸付を拡大した。ただし、その場合商業銀行側も、将来の金利変動リスクを考慮して比較的短期かつ変動利付の貸付を増加させたのである。

ところが1982年に入って、アメリカをはじめとする先進諸国のリセッション（先進諸国の実

第2表 開発途上国の経常収支とそのファイナンス

(単位: 10億ドル)

		1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
経常収支	経常収支	6.1	30.1	-48.7	-87.3	-63.8	-34.2	-23.8	-47.6
	財貨・サービス収支	-9.5	15.6	-63.6	-100.6	-79.9	-52.4	-45.1	-72.5
	貿易(財貨)収支	56.4	94.9	36.6	6.8	16.3	49.4	46.4	8.7
	輸出(f.o.b.)	478.8	630.6	619.8	546.5	521.2	555.6	534.6	501.4
	輸入(f.o.b.)	-422.5	-535.7	-583.2	-539.7	-505.0	-506.2	-488.2	-492.7
	サービス収支	-65.8	-79.3	-100.2	-107.4	-96.2	-101.8	-91.4	-81.2
	投資収益収支 ^a	-9.2	-9.4	-17.7	-33.3	-33.5	-42.9	-45.7	-44.0
	移転収支	15.5	14.5	14.9	13.3	16.1	18.4	21.3	24.9
	公的移転収支	6.2	5.4	7.1	8.2	9.9	11.1	13.7	14.3
	民間移転収支	9.3	9.1	7.8	5.1	6.2	7.2	7.5	10.6
資本収支・対外準備取引	資本収支	37.1	29.1	44.8	49.2	56.6	46.7	41.4	49.2
	直接投資	8.4	4.6	18.6	20.3	14.3	14.4	13.3	12.6
	輸出信用等資産取引	-49.7	-79.9	-99.1	-49.8	-10.9	-16.8	-13.6	1.5
	借入	78.4	104.4	125.3	78.7	53.2	49.1	41.7	35.1
	公的債権者からの長期借入 ^b	33.1	24.5	34.0	32.2	30.3	35.4	24.5	32.1
	その他借入 ^c	45.3	79.9	91.3	46.5	22.9	13.7	17.2	3.0
	誤差脱漏 ^d	-4.5	-16.4	-18.7	-25.1	-10.2	-2.7	-5.9	-2.9
	対外準備取引	-38.6	-42.7	22.7	63.3	17.4	-9.9	-11.6	1.3
	対外準備使用	-41.3	-47.8	13.6	38.9	-3.7	-14.8	-17.3	-14.6
	準備関連債務	-0.2	2.5	12.3	25.6	21.4	7.3	0.4	2.5
	SDR配分	2.9	2.6	-3.2	-1.2	-0.3	-2.4	5.3	3.4

a) 外国による対内直接投資に対する所得支払以外の全ての投資所得を指す。

b) 公的債権者(外国通貨当局以外のもの)による純融資実行額を指す。

c) 主として民間債権者からの借入と短期資本を含む。

d) 無記載の資本流出の推計を反映する。

e) 外国通貨当局から当該途上国通貨当局に対する短期借入、IMF信用の使用等を含む。

(資料) International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, April 1987.

質成長率は - 0.4% (第1表)), 借入実質金利の増大(18% (第1表)), 1次産品価格の低迷(対前年比10%減 (第1表)), 交易条件の悪化(同1%減 (第1表))を反映してLDCsの経常収支が赤字化した。(873億ドルの赤字 (第2表))。1982~83年を境にして国際的商業銀行による新規貸付は大幅に減少することになった。81年3月, ポーランドに始まった対外債務の返済不能は, 82年アルゼンチン(1月), メキシコ(8月), ブラジル(83年1月)にまで広まった。こうした中で, 商業銀行は, 少数特定国へのエクスポージャーの集中(ソブリン・リスクの増大),

期間変換リスクの増大, 調達資金のインターバンク市場依存度の上昇, 自己資本比率の低下から対LDCsの貸付に消極的になり, 長期の融資実行額は81年の1230億ドルをピークに低下した(第3表)。その結果第4表に示されているように, LDCs全体の債務残高伸び率は1982年以降減少に転じた。国際債券市場に直接的なアクセスを持たないLDCsにとっては, 国際的商業銀行からの借入の急減は, 国内アブソープションを急速に低下させなくてはならないこと, つまり経常収支赤字のファイナンスが急激に困難化することを意味したのである。

第3表 長期累積債務残高と資本のネット・フロー、ネット・トランスファー

(単位: 10億ドル)

		1970	1975	1980	1981	1982	1983	1984	1985
D R S 報 告 途 上 国	長期債務残高(DOD) ^a	67	163	430	494	551	630	673	731
	融資実行額(A)	14	44	103	123	116	97	88	82
	デット・サービス(B+C)	9	23	74	88	97	91	99	108
	元本返済額(B)	6	15	42	46	49	44	46	54
	利子支払額(C)	3	8	32	41	49	47	53	54
	ネット・フロー(A-B)	8	30	61	76	67	53	42	28
	ネット・トランスファー (A-B-C)	5	21	29	35	18	6	-11	-26
主 要 債 務 12 カ 国	長期債務残高(DOD) ^a	40	98	241	283	319	372	405	430
	融資実行額(A)	8	26	55	74	65	49	47	41
	デット・サービス(B+C)	5	14	44	53	59	53	58	64
	元本返済額(B)	4	9	24	27	27	23	23	27
	利子支払額(C)	1	6	20	26	32	31	35	36
	ネット・フロー(A-B)	5	17	30	47	39	26	24	13
	ネット・トランスファー (A-B-C)	3	11	11	21	6	-4	-11	-23
重 債 務 17 カ 国	長期債務残高(DOD) ^a	31	77	204	244	277	329	354	368
	融資実行額(A)	7	22	53	69	60	40	32	22
	デット・サービス(B+C)	6	14	44	51	57	48	52	50
	元本返済額(B)	4	9	25	26	26	19	18	17
	利子支払額(C)	2	5	20	25	31	29	33	33
	ネット・フロー(A-B)	3	13	29	43	34	21	14	5
	ネット・トランスファー (A-B-C)	2	8	9	18	4	-9	-19	-28

a) DOD=Debt Outstanding, Disbursed.

b) 主要債務12カ国とは、1985年末現在の既実行長期債務残高(DOD)が170億ドル以上の開発途上諸国を指す。それは、アルゼンチン、ブラジル、チリ、エジプト、インド、インドネシア、イスラエル、韓国、マレーシア、メキシコ、トルコ、ヴェネズエラの12カ国である。

c) 重債務17カ国とは、債務残高、債務返済比率の大きい中所得開発途上諸国を指す。それはIMFの定義する重債務15カ国(アルゼンチン、ボリビア、ブラジル、チリ、コロンビア、コートジボアール、エクアドル、メキシコ、モロッコ、ナイジェリア、ペルー、フィリピン、ウルグアイ、ヴェネズエラ、ユーゴスラビア)及びコスタリカ、ジャマイカである。

(資料) International Bank for Reconstruction and Development, *World Debt Tables*, 1986-87 Edition.

82～83年の累積債務危機は、債務LDCs側の一定の犠牲と国際商業銀行団の負担によってさしあたり乗り越えることができた。LDCs側はIMFの要求するコンディショナリー(融資条件)、すなわち経済調整策と経済安定化政策—為替価値の切下げ、財政赤字の削減やマネー・サプライ抑制を主とする緊縮的なマクロ経済政策—を受け入れることにより、債務のリスク

ジュール(返済繰延べ)と必要に応じた新規融資を得て、当面の危機を回避したのである。こうした緊縮的調整政策はそれなりの効果を持ち、貿易収支黒字を計上する債務国が多数あらわれ、累積債務問題は解消するかに見えた。しかし、LDCsの貿易収支黒字の増大は、先進国に向けての資本の逆流出を意味する。先の第3表に見られるように、DRS報告途上国全体では、

第4表 開発途上諸国の対外債務の推移(1980-1987年)

(単位:10億ドル)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985 ^a	1986 ^b	1987 ^b
DRS 報告国	573	666	739	797	833	892	932	972
長期債務	430	494	551	630	673	731	775	812
公的資金ソースから	162	179	197	221	236	268	290	310
民間資金ソースから	268	315	354	409	438	463	485	502
短期債務 ^c	134	158	167	137	126	124	118	160
IMF 信用	9	15	20	30	33	37	39	
その他開発途上国^d	77	83	86	93	96	100	103	108
長期債務	59	58	60	67	68	74	77	83
公的資金ソースから	17	18	20	17	20	23	24	25
民間資金ソースから	42	40	40	50	48	51	53	58
短期債務	18	24	25	25	27	25	25	25
IMF 信用	0	1	1	1	1	1	1	
合 計	650	749	825	890	929	992	1035	1,080
(増加率, %)	(-)	(15.2)	(10.1)	(7.9)	(4.4)	(6.8)	(4.3)	(4.3)

(注) a. 速報値

b. 1986年は推計値, 87年は予測値

c. 銀行に対する短期債務のうち, 1983年から86年の間にリスケジューリングにより長期債務に振替えられた約450億ドルを反映している。

d. DRSによる報告を行わない開発途上国および標準的な表には合致しない形で報告する国のデータを含む。高所得石油輸出国の債務は除く。

(出所) International Bank for Reconstruction and Development, *World Debt Tables*, 1986-87 Edition, p. viii.

ネット・トランスファー^(注1)は1982年から減少をはじめ, 84, 85年にはマイナスになっている。そのうち主要債務12ヶ国, 重債務17ヶ国では1983年からマイナスになり, 特に後者ではネット・フローもゼロに近づきつつある。しかも, こうした資本の逆流出はLDCsの根本的な経済調整を達成しないまま発生したのであり, 累積債務問題の解決は先送りされることになっ

た。

1985~86年に入るとLDCs輸出価格(とくに一次産品輸出価格)の低迷, アメリカの景気拡大速度の鈍化等は, 主要累積債務LDCsの輸出を抑制し, 貿易収支を再び悪化させるというマイナスの効果を与えた。他方, 同時に発生した原油価格の下落^(注2), 名目ドル金利の低下, LDCs向け貸出しスプレッドの縮小は, LDCs全体に

(注1) ネット・トランスファー=融資実行額-元本・金利支払額。

ネット・フロー=融資実行額-元本返済額。

(注2) 原油価格の下落がLDCs全体に利益をもたらすか否かは次の3つの効果に依存する:

- () 原油価格下落は産油LDCsの貿易収支を悪化させ, 非産油LDCsの収支を改善させる。
- () 原油価格下落は先進諸国, とりわけアメリカにディスインフレ, 金利低下をもたらし, その結果, 累積債務諸国の名目利子支払負担を軽減する。この名目金利低下が実質金利下落につながるか否かは, 原油等一次産品価格(ドル建)の期待上昇率に依存する。
- () 原油価格下落は先進工業諸国の経済成長率を高めその輸入を刺激する。一次産品生産諸国は, 先進国の一次産品消費原単位の低下から輸出増加をさほど期待できないが, 輸出における工業製品比率の高い中所得LPCsは対先進国輸出を拡大できる。

プラスの効果を与えた。しかし、このプラスの効果はマイナスの効果によって大きく相殺された。(名目ドル金利の下落は、LDCsにとって必ずしも実質金利の低下を意味せず、むしろ1986年には実質借入金利は20%へと上昇した〔第1表〕。)この間、IMF主導の緊縮的経済調整政策の効果に大きな疑念を持つ累積債務LDCsが続出した。とりわけ、緊縮政策を緩和し、内政重視の路線に転換したブラジルは、そのクルザード・プランの破綻から87年2月に対外債務の利払いを一方的に停止する旨発表した。それに対抗する形でシティ・コープなど主要米銀(及び一部の英銀)が貸倒れ準備金の積み増しを行ない強い態度で臨むなど、債務国をめぐって国際金融の緊張が高まっている。

要するに累積債務LDCs問題は、種々の外生的ショックが引き金になって顕在化した。しかし、その根本原因は、世界需要の構造的変化にLDCsの国内経済が十分対応できなかったことにある。一言でいえば、経済開発政策全般が誤っていたということになる。(注3)とりわけ貿易部門、輸出部門の成長が阻害されていたといえよう。農業に関しては農産物価格を国際価格よりも低く設定することによって、生産者への誘因を低めている(IBRD〔1986〕。)貿易関連製造業部門においては、高い実質賃金と過大な実質為替レート(注4)のために、貿易財生産が阻害されている。累積債務問題の根本的な解決のためには、国内資源・生産要素を非貿易財部門から貿易財部門へ移動させ、産業構造の調整を図って、経済全体の効率性を増大させる以外にない。そしてその過程で一時的に発生するであろう資金不足は、先進諸国からの公的・民間資金の流入により充足されることが望ましい。

もう一つ見逃してならない点は、1982～83年以降、アメリカが景気拡大にも拘らず拡張的財政政策をとり続けたため、国内実質金利を上昇させて世界中から資金を吸収するようになったことである。とりわけ1984年には非産油LDCsからさえも220億ドル以上の資金を吸収していた(第1図右側)。アメリカの財政赤字は、LDCsの資金需要を国際的にクラウドアウトする役割を果たしていると言える。

2. LDCsのマクロ経済動向と主要債務指標

発展途上諸国(LDCs)の、最近のマクロ経済パフォーマンスは第5表に示されている通りである。この表ではLDCsを資本輸入LDCsと重債務15ヶ国(注5)のカテゴリーに分けて示されている。(両カテゴリーは相互排他的ではない。)この表から、1982～83年とLDCsの経済成長率が低く、とりわけ重債務15ヶ国では経済成長がマイナスになっていることが知られる。1人当たりGDPの成長率ではLDCs全体、資本輸入LDCs、重債務LDCsのすべてのカテゴリーで

Cline〔1984〕は、原油価格の下落は、産油LDCsに与えるマイナスの影響が非産油LDCsに与えるプラスの好影響を上回るため、累積債務問題を深刻化させる(邦訳p.101)としている。これに対してIBRD〔1986〕は、原油価格の下落はネットでLDCsに利益をもたらすと結論づけている(pp.50～51)。

(注3) 具体的には、次の点が挙げられる：

- () 輸入代替指向の工業化過程でとられた過度の保護措置。
- () 過大な国内資本調達コスト。
- () 実質為替レートの過大評価。
- (iv) 高い実質賃金。
- (v) 過度に野心的・非効率的な政府系企業活動と、それに伴う政府財政支出の拡大。

(注4) 過大な実質為替レートの原因は多くの場合、インフレの昂進、拡張的財政政策にある。インフレーションが進行する国では同時に名目為替レートの切下げが進むが、それはラグを伴ない勝ちであることから、実質為替レートは過大な水準に維持される傾向にある。また拡張的財政政策は資本市場への圧力を通じて実質為替レートを高める。

(注5) 重債務15ヶ国の定義については、第3表の註c)または第5表の註a)を参照のこと。

第5表 開発途上諸国のマクロ経済パフォーマンス

(単位：パーセント，10億ドル)

		1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
全 開 発 途 上 国	実質 GDP 成長率	5.1	4.2	3.5	2.1	1.6	1.4	4.1	3.2	3.5
	1人当たり実質 GDP 成長率	2.2	1.8	1.0	-0.3	-1.0	-0.8	1.9	1.1	1.3
	粗資本形成(対GDP比)	28.0	25.9	25.9	25.5	24.3	23.3	22.9	22.4	22.5
	CPI インフレーション率	18.7	21.5	27.2	26.4	25.0	34.0	39.4	40.6	28.6
	マネー・サプライ増加率		33.9	37.5	37.5	35.9	37.8	49.4	46.2	31.5
	中央政府財政バランス(対GDP比)	-3.4	-2.4	-1.5	-3.6	-5.4	-5.6	-4.7	-4.6	-6.0
	輸出数量増加率	4.2	4.4	-4.2	-6.0	-7.6	3.2	7.1	1.0	8.2
	輸入数量増加率		3.5	7.3	7.8	-4.0	-2.4	1.8	-0.2	-3.1
	貿易(財)収支(10億ドル)	-7.0	56.4	94.9	36.6	-1.0	-3.5	1.1	-1.4	-16.8
	サービス収支(10億ドル)		-65.8	-79.3	-100.2	-107.4	-96.2	-101.8	-91.4	-81.2
資 本 輸 入 開 発 途 上 国	実質 GDP 成長率	5.7	4.7	4.6	3.0	2.0	1.7	4.7	4.0	4.2
	1人当たり実質 GDP 成長率	3.2	2.5	2.4	0.9	-0.2	-0.3	2.7	2.1	2.2
	粗資本形成(対GDP比)	28.1	26.8	26.5	26.0	24.5	22.5	22.3	22.1	22.2
	CPI インフレーション率	19.9	23.6	29.8	28.9	28.0	39.1	46.2	48.2	32.7
	マネー・サプライ増加率		35.6	39.1	39.1	39.8	43.6	57.7	54.3	36.5
	中央政府財政バランス(対GDP比)	-3.1	-3.3	-2.9	-4.0	-5.4	-5.1	-4.0	-4.1	-4.9
	輸出数量増加率	7.8	6.5	3.8	1.5	-0.9	8.0	11.0	3.9	7.0
	輸入数量増加率	7.9	5.6	6.4	5.5	-6.2	-1.8	4.1	3.4	0.0
	貿易(財)収支(10億ドル)	-5.5	3.3	3.6	-1.6	-2.2	-1.4	1.4	-1.7	-8.8
	サービス収支(10億ドル)		-37.9	-43.4	-70.3	-50.8	-16.7	16.4	10.4	-0.3
重 債 務 15 カ 国 ^{a)}	実質 GDP 成長率	3.4	6.1	5.0	0.5	-0.4	-3.4	2.2	3.1	3.5
	1人当たり実質 GDP 成長率	0.6	3.6	2.6	-1.6	-2.7	-5.5	-0.1	0.9	1.4
	粗資本形成(対GDP比)	27.0	24.9	24.7	24.5	22.3	18.2	17.4	16.5	16.8
	CPI インフレーション率	37.4	40.8	47.4	53.2	57.7	90.8	116.4	126.9	76.2
	マネー・サプライ増加率		51.8	55.2	64.0	69.3	86.7	117.7	125.4	73.9
	中央政府財政バランス(対GDP比)	-2.1	-0.8	-0.8	-3.7	-5.4	-5.2	-3.1	-2.7	-4.5
	輸出数量増加率	6.1	7.3	0.6	-2.2	-5.1	6.4	9.6	1.8	-6.5
	輸入数量増加率	4.1	7.2	7.9	4.3	-16.7	-21.2	-2.4	1.1	-8.5
	貿易(財)収支(10億ドル)	-8.2	9.7	13.4	-2.8	-4.1	-3.5	2.2	-1.9	-16.1
	サービス収支(10億ドル)		-1.9	4.4	-7.5	3.2	28.3	43.2	40.8	22.9
重 債 務 15 カ 国 ^{a)}	サービス収支(10億ドル)		-25.8	-36.1	-45.9	-56.0	-46.8	-47.2	-44.8	-39.3
	経常収支(10億ドル)	-24.6	-24.6	-29.5	-50.3	-50.6	-15.2	-0.6	-0.1	-11.8

a) 重債務15カ国とは、アルゼンチン、ボリビア、ブラジル、チリ、コロンビア、コートジボアール、エクアドル、メキシコ、モロッコ、ナイジェリア、ペルー、フィリピン、ウルグアイ、ヴェネズエラ、ユーゴスラビアを指す。これはベーカー15カ国でもある。

(資料) International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, Oct. 1986 and April 1987.

マイナスである。LDCsの粗資本形成(対GDP比率)は1980年代に入って低下しており、とくに重債務LDCsの落ち込みが大きい。ここではこれ以上のデータは示さないが、資本形成の低い国ほど、そして限界資本産出高比率(Incremental Capital Output Ratio)の高い国(投資効率の低い国)ほど1人当たりGDP成長率も低いことが知られている(IBRD[1986], p. 27)。また、重債務15カ国のインフレ率は80年代に入ってマネーサプライの急激な上昇を反映して極めて高くなっている。

最近の、LDCsをめぐる資金流出入は、次のように整理されよう。第1に、1970年代を通じてLDCsに流入した資金は、公的信用から民間信用とウェイトが移ったが、その結果、債務総額に占める短期債務(当初期限が1年未満)^(注6)の割合、変動金利付債務(LIBOR連動)の割合が増加した。第2に、LDCs政府債務または政府保証債務が増大した。なかでも1980年代初頭までは国際的商業銀行による貸付が急増した。第3にしかし、1982～83年以降は、債務返済困難に陥るLDCsが続出するなかで民間信用のシェア、とりわけ国際的商業銀行による貸付けシェアが低下し、銀行貸付の中味も「自発的融資」から「非自発的」「強制的」融資へと中心を移しつつある^(注7)。(その結果、一時過大になったこれら商業銀行のエクスポージャー比率は最近になって低下しつつある。)

実際、LDCsに対する融資実行額は1981年をピークに以降漸減し、その一方でデッド、サービスが高水準に維持された結果、82年からネット・フロー、ネット・トランスファーともに減少し近年では資金の純流出が見られることは既に第3表で確認した。債務国であるLDCsは、

いずれ資金の純流出を引き起こして元本・金利の支払いを行わなくてはならない。しかし、現在の時点において、累積債務国が自らの生産能力を増強した結果、債務返済を実行しているとは思われない。むしろそのような状況に到る前に、急激にかつ大きな規模で資金純流出が発生しているのである。そしてこの資金純流出は、LDCsにおける輸出の増大ではなく輸入の抑制によって可能になった。第6表は、全LDCs、資本輸入LDCs、重債務LDCs15カ国の3つのカテゴリーにおける主要債務指標を整理したものである。この表から債務残高/GDP比率、債務残高/外貨準備比率、債務残高/輸出比率、デット・サービス/GDP比率、デット・サービス・レイシオ(年間元利返済額/輸出額比率)、のすべての指標が1982～83年を境として高い水準に達しており、債務負担が高まっていることが明らかである。とりわけ、重債務15カ国ではGDPの6～7%、財・サービス輸出の40%以上がデット・サービス(元本返済+利子支払)として海外に流出している。

3. ソブリン貸付けの増大

最近の累積債務LDCsにおいては、政府、政府系機関(公営・公共企業)が対外借入れを行なう、または政府が民間借入れを保証するというソブリン貸付けの比重が高くなっている。国内貸付のケースでは、債務者が債務返済不能に陥った場合、債権者は法律上の破産手続きにより、債権の一部を確保することが可能である。しかし国際貸付のケースでは契約義務の履行を強制せしめたり、破産に対して債権保全を認めるための法的体系が存在しない。しかも債務者が政府である場合、自国領土内において自国の

(注6) 短期債務は、ひとたび債権者が貸出について懐疑的に1になると、通常の借換えであっても中断されうる。従って、債務国の観点からすれば、短期借入れは長期開発資金としてさほど依存できない金融形態といえる。

(注7) 債権を保有する国際的商業銀行が「非自発的融資」の形で債務LDCsへの貸付を増加させるのは、そのことによって既存債権の保全が図れると判断するからである。その意味で非自発的融資は、「貸倒れリスクの高い不良資産の積み増し」という性格を持つというよりも、貸倒れリスクを最小化しようとする商業銀行の利益に適うものといえる。

第6表 開発途上国の主要債務指標

(単位: 10億ドル, パーセント)

		1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
全 開 発 途 上 国	短・長期累積債務残高(10億ドル) ^a		533	634	746	850	898	947	1,009	1,095
	債務残高/GDP比率		24.7	24.4	27.6	32.0	34.3	35.3	37.5	39.8
	デット・サービス/GDP比率		3.8	3.9	4.7	5.2	4.9	5.3	5.2	5.3
	元本返済/GDP比率		2.2	1.9	2.0	2.2	1.9	2.2	2.3	2.6
	利子支払/GDP比率		1.6	2.0	2.7	3.0	2.9	3.1	2.9	2.7
	債務残高/財・サービス輸出比率		90.8	81.6	94.6	120.1	133.3	133.7	147.8	167.5
	デット・サービス・レイシオ		14.1	12.9	16.2	19.5	18.9	20.1	20.5	22.4
	元本返済/財・サービス輸出比率		8.1	6.2	7.0	8.1	7.5	8.3	9.0	11.1
	利子支払/財・サービス輸出比率		6.0	6.7	9.1	11.4	11.4	11.8	11.5	11.3
	デット・サービス/外貨準備比率		46.0	48.0	67.2	85.7	77.8	79.9	71.4	72.6
資 本 輸 入 開 発 途 上 国	短・長期累積債務残高(10億ドル) ^a	399	505	603	706	804	848	892	952	1,032
	債務残高/GDP比率	25.6	27.1	27.2	30.7	35.4	37.8	38.9	41.2	43.1
	デット・サービス/GDP比率	3.6	5.4	4.3	5.2	5.8	5.4	5.8	5.8	5.8
	元本返済/GDP比率	2.3	3.1	2.1	2.3	2.4	2.2	2.5	2.5	2.9
	利子支払/GDP比率	1.3	2.2	2.2	2.9	3.3	3.2	3.4	3.2	2.9
	債務残高/財・サービス輸出比率	132.2	122.8	113.5	128.4	155.8	164.2	158.1	171.2	182.9
	デット・サービス・レイシオ	18.7	19.2	18.0	21.9	25.4	23.4	23.7	23.9	24.7
	元本返済/財・サービス輸出比率	11.9	11.2	8.8	9.7	10.8	9.4	9.9	10.6	12.3
	利子支払/財・サービス輸出比率	6.9	8.0	9.2	12.2	14.6	14.0	13.8	13.3	12.4
	デット・サービス/外貨準備比率	72.5	82.9	93.3	129.0	154.9	122.6	110.3	100.8	95.3
重 債 務 15 カ 国	短・長期累積債務残高(10億ドル) ^a	179	218	269	331	383	394	411	417	434
	債務残高/GDP比率	30.1	30.2	30.8	34.6	41.7	47.0	46.8	46.3	48.4
	デット・サービス/GDP比率	4.9	5.7	5.5	6.7	7.6	6.9	7.1	6.3	6.3
	元本返済/GDP比率	3.1	3.3	2.5	2.8	2.9	2.0	2.1	1.9	2.4
	利子支払/GDP比率	1.8	2.4	2.9	3.9	4.8	4.9	5.0	4.4	3.9
	債務残高/財・サービス輸出比率	204.3	182.3	167.1	201.4	269.8	289.7	272.1	284.2	337.9
	デット・サービス・レイシオ	33.8	34.7	29.6	39.0	49.4	42.5	41.1	38.7	43.9
	元本返済/財・サービス輸出比率	21.4	20.2	13.7	16.2	18.6	12.5	12.3	11.9	16.6
	利子支払/財・サービス輸出比率	12.4	14.6	15.9	22.7	30.8	30.0	28.8	26.8	27.3
	デット・サービス/外貨準備比率	145.7	107.3	114.3	203.2	365.7	238.6	161.3	143.3	197.0

a) 短・長期累積債務残高は10億ドル単位, その他は全てパーセント表示。

b) 重債務15カ国とは, アルゼンチン, ボリビア, ブラジル, チリ, コロンビア, コートジボアール, エタ
アドル, メキシコ, モロッコ, ナイジェリア, ペルー, フィリピン, ウルグアイ, ヴェネズエラ, ニュー
スラビアを指す。

(資料) International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, April 1987.

不利益となる請求を却下しうるため, 債権者たる国際的商業銀行は, 契約の履行を強制(en-force)することが困難になる^(注8)。一般的に言

えば, LDC政府と国際的商業銀行との間の契約は, その履行が当事者双方の長期的利益に合致するという認識の下で取り交されるものであ

(注8) かつては債権者側の政府を通じた軍艦・砲艦圧力で外国に支払いを迫ることも可能だったが, 現在ではこのような「帝国主義」的行動に訴えることは問題外である。

る。しかし、債務LDC政府にとっては、ある時点において債務返済義務を果さずにデフォルトする場合の純便益の現在割引価値が、債務返済義務を果す場合の純便益の現在割引価値を上回ることがありうる。そのような時には、たとえ「債務返済能力」がある場合でも返済を拒否することが合理的な選択である。このように、ソブリン貸付においては、「債務返済意思」をもたない債務LDC政府に対して、返済義務を強制することが困難になるという「ソブリン・リスク」が存在する。

4. 資本逃避(Capital flight)

1983～84年以降、多くの累積債務LDCsで資本の逆流出が発生していることを見たが、その一因として資本逃避(capital flight)が挙げられる。資本逃避とは、一般的には、国内資産価値の相対的減少を防ぐ目的で自国資産から外国資産に乗り換える現象のことである。それは通常、民間非銀行部門がノーマルな対外活動を超えて、未報告の形で対外資産を取得するという事態を指す。具体的には、海外(とくにアメリ

カ等先進諸国)での銀行口座設置、有価証券・不動産購入などが一般的な形である。

累積債務LDCsに海外資金が流入したとしても、それが債務国内で生産的目的に活用されず先進国に逃避資本として還流したのでは債務残高が累増するだけである。資本逃避が発生するのは、国内資産の期待収益性(実質金利等)が海外資産のそれよりも低い^(注9)、あるいは、為替レート切下げ、資産所得課税、通貨の交換性停止などの可能性から国内資産保有のリスクが大きいからである^(注10)。それは究極的には、債務LDCsの居住者が自らの経済に対する信認を持っていないことの反映といえる。累積債務LDCs問題の解決のためには、資本を国内にとどめるに十分魅力のある経済政策を採用することによって、資本逃避を根絶させることが必要である。

モルガン・ギャランティー・トラストの推計によれば、資本逃避は大きな規模に達しており、メキシコ、ヴェネズエラ、アルゼンチン等主要債務国では、対外債務残高(グロス)と匹敵するほどの額という^(注11)。

・累積債務問題

1. 流動性、債務返済能力、債務返済意思

LDCsにとって多額の海外資本を輸入して債務国になることが有利であるとすれば、それは、追加的資金が消費パターンを平準化させ、あるいは追加的国内投資が借入れ利子費用を上回る(社会的)便益をもたらすからである。従って、経常収支を赤字化させて対外債務を累積

させること自体は、債務国にとって何ら問題ではなく、国際的商業銀行もそのためのファイナンスに応ずるはずである。

問題が生じるとすれば、それは次の3つのケースであろう。(a)債務LDCの正味資産(将来の収益の現在割引価値マイナス対外債務)は正であり債務返済能力はあるものの、正味資産の一部を一般的支払手段に転換できず、さしあた

(注9) LDCsは、政府財政負担の増大、国内設備投資の阻害を避けるために実質金利を総じて低めに設定しようとするのである。

(注10) 実質為替レート切下げの予想が持たれるのは、現在のレートが過大であると認識されているからである。Edwards[1984]は、現在のレートが過大である理由の1つとして、資本取引規制の緩和による海外資金流入の活発化を挙げている。海外資金流入は為替をオーバーシュートさせて切上げ、その後切下げるというのがその議論の骨子である。

(注11) Morgan Guaranty Trust Co. of New York[1986].

りの「流動性」(liquidity)が不足して元本・利子支払に困難をきたすという「流動性」欠如のケース。(b)債務LDCの正味資産が負となり、債務返済が不可能になるという「債務返済能力」(ability to repay, solvency)欠如のケース。(c)正味資産は正であって債務返済能力があり、かつ流動性が十分にあるとしても、債務返済を実行しない方が有利であるという「債務返済意思」(willingness to repay)欠如のケース。

まず(a)の「流動性」欠如のケースは、債務国の支払能力そのものに欠陥があるわけではなく、一時的な資金繰りが問題になっていることから、当面の必要資金が供給されれば本来解消する性質のものといえる。(b)の「債務返済能力」欠如のケースは、債務国の支払能力に構造的な欠陥があり、一定の破産手続をもってしなければ処理しえない性質のものといえる。この場合には国際的商業銀行は、自己の貸付債権を不良債権と見なし、償却・債務切捨て・返済免除などを図りつつ回収可能な資産を取得するという行動をとろうとするであろう。いずれにせよ、国際的商業銀行と債務LDCsとの間で(あるいは先進国政府、国際機関を媒介にして)コストを分担することが必要になる^(注12)。

(c)の「債務返済意思」欠如のケースは、債務LDCsにとって元本・利子返済に伴う相対的コストが大きい場合に顕在化する。つまり、債務返済履行のコストが債務返済拒否のコストと比較して大きくなると、それに応じて返済意思が減退すると考えられる。元本・利子返済に伴うコストとしては、返済すべき元利合計額の

他に、緊縮的経済調整策の発生させる経済的・政治的「苦痛」が挙げられる^(注13)。元本・利子支払拒否に伴うコストとしては、国際的商業銀行の回収しうる当該LDC保有資産額の他に、「名声の喪失」(loss of reputation)が挙げられよう。債務国は、債務返済実行のもたらす純便益の現在割引価値と債務返済拒否のもたらす純便益の現在割引価値とを比較考量し、後者が前者を上回れば債務返済不履行に訴える(repudiation)のである。従って、この債務返済「意思」の問題は債務返済「能力」(正味資産の正負)の問題と概念上別個のものである——しかし実際には、返済「能力」の低下は返済「意思」の低下をも意味することが多い。債務返済「意思」の欠如から元本・利子支払が停止する場合には、その相対的コストを高めて一部分なりとも債務国に返済させることがパレートの意味で望ましい場合がある。

ところで対外債務の返済は具体的には、対外準備の取崩し、民間対外資産の取崩し、財・サービス輸出の増大、財・サービス輸入の縮小、海外資金の流入、のらちいずれかの形で行なわれる。対外準備・対外資産の取崩しや輸入縮小は一時的・短期的には可能だが、中・長期的には限界がある。また海外資金流入は、返済時期を先送りさせて対外債務を累増させるだけであり、最終的な債務返済にはつながらない。対外債務の返済は究極的には輸出の増大によってしか達成されえない。つまり債務LDCsは、海外資金を国内投資、とりわけ貿易財部門(なかでも輸出関連セクター)拡大のために振り向け、

(注12) 債務返済「能力」の程度を示す指標の1つとしてSimonsen[1985a, b]の債務/輸出比率の動学基準がある。すなわち、1国の債務負担が発散的に拡大しないためには、輸出収入は借入れ金利水準以上の伸び率で増加しなくてはならない。その意味では債務/輸出比率が増大しているLDCsでは債務返済能力が低下しつつあることになる。

(注13) たとえば、債務返済に必要な経済調整が国民に過大な犠牲をおしつける結果、当該政権の存続が脅かされる場合には、債務国は返済実行の経済的能力はある(solvent, 正の正味資産)ものの、政治的能力がないといえよう。こうした債務返済の「政治的能力」の問題をも債務返済能力(solvency)の一部に含める考え方もある(Dornbusch[1986, p.138])。また、ソブリン貸付の場合、財政黒字を生み出すことが必要になることから、Sachs[1984]は政府の徴税能力を債務返済能力の一部に含めている。しかし本稿では、債務返済「能力」を純粋に経済的な観点——すなわち、債務国における正味資産の正負——から捉え、他の(非経済的・政治的)要素を債務返済「意思」の中に含めて整理することにする。

そこでの投資効率を高めて国内経済の構造調整と財貨・サービス輸出の増加を図る必要がある。

逆に、海外資金の導入によっても生産基盤の拡張、貿易財（輸出財）部門の比重増大がもたらされない場合には債務返済「能力」は強化されず、同時に債務返済に伴う相対的コストが上昇するため返済「意思」も低下するであろう。たとえば海外資金が(i)消費、非生産的目的（軍事支出その他）のための輸入のファイナンス、()既往債務の金利支払、()対外資産の積増し（資本逃避）のために用いられる場合には対外債務が累増するだけであり、将来の債務返済が望めない。債務返済「能力」と「意思」を高めるためには、海外資金を生産的、輸出拡大的な目的に活用せしめて生産基盤を拡大することが決定的に重要だといえる。

2. 累積債務「問題」

累積債務問題とは、累積債務LDCs、国際的商業銀行、先進国政府の3者の観点から、それぞれ異なった、しかし関連する「問題」として次のように整理することができよう。

まず債務者であるLDCsの主要な目的は、経済開発・成長に必要な海外資金を継続的に調達し、それをテコに世界経済の需要変化に対応した経済構造を作り出して行くことである。そうしたLDCsにとっての「問題」は、現下の累積債務の重圧の下でいかにして経済発展・成長を確保してゆくか、また返済困難に陥った場合、いかにして国際商業銀行団から有利な形で新規融資、リスケジュール、一定の債務救済^{デッド・リリーフ}を引出すかという点であろう。そのために、国際商業銀行団に対して、みずから健全かつ節度ある経済環境を維持し経済開発を進めていることを納得させる必要がある。

次に債権者たる国際的商業銀行の立場から見ると、累積債務「問題」とは、いかにして予定

期間中に元本・利子支払いを実現せしめるかという問題にほかならない。本来商業銀行は、十分な信用調査と貸出審査（リスク・リターンの健全な評価）に則った上で貸付を行なっているはずのものであり、貸付債権が未回収に終る場合には、そのリスクはみずから負うべきものである。従って国際的商業銀行にとって重要な点は、貸付に当たり、優良な借手と不良な借手の選別を行ない、債務国に返済せしめる形で貸付契約を結ぶこと、貸付けたあとは低コストで債権保全のためのモニタリングを行なうことである。そして債務LDCが元本・利子の支払困難に陥った場合には、債務返済不履行の相対的コストを高めて一部なりとも返済せしめることが重要な課題となる。

先進国政府にとっての「問題」は、いかにして、国内銀行組織の安定性、信用秩序を維持して国内的・国際的公共財としての金融システムを円滑ならしめるかという点にある。たとえば、LDCsが債務返済不履行に訴えた場合、そのことから発生する個別の金融機関の脆弱化、破綻が、全般的信用秩序の混乱、国際金融システムの不安定化につながることを未然に防止する必要がある。そのために先進国政府（中央通貨当局を含む）は、国際的商業銀行に対し各種の規制を課しつつ、同時にデフォルトに際してその負担軽減を図る政策を採用しなくてはならない。また最悪の事態では、「最後の貸手」機能に訴えることも要求されよう。

このように、累積債務「問題」とは単に、債務返済困難に陥っているLDCsの経済運営の問題や、貸付債権の保全に支障をきたしている個別の国際的商業銀行の経営上の問題だけなのではない。むしろ、債務LDCsの返済不能、返済拒否が、商業銀行組織全体の健全性を損ね、それが「国際公共財」としての国際金融・信用システムを動揺させ、金融パニックにまで導きかねないという点が重要なのである。

・ 国際貸借の理論的アプローチ

1. 国際資本移動と市場の「失敗」

国際資本移動の一般理論

国際資本移動とは、一般的に言えば、諸国民経済の間での純貯蓄の貸借——異時点間にわたる財の国際交換——に外ならない。つまりそれは、現在から将来におよぶ消費の期待効用極大化をめざす経済主体が、現在財と将来財を一定の交易条件（利子率）の下で国際交換しようとする結果発生するものであり、経常収支不均衡の裏側に相当する。このような資本移動の役割としてはさしあたり次の2つが挙げられる。

第1に、資本移動は、一過的・短期的な外生的ショックの結果発生する国際収支赤字をファイナンスするバッファとしての機能を果す。一過的・短期的なショックに対して、生産の拡大、アブソープションの縮小により対応することは国民経済上のロスを生むと考えられる。むしろ海外資本の流入——すなわち、貯蓄の国際的融通——によって、生産とアブソープション水準を安定化させることが望ましい場合がある。逆に、国際収支黒字を発生させるような一過的・短期的なショックが起きた時には、資本流出や過去の債務への元利返済によって生産、アブソープションの変動を小幅のものにすることができる。要するに、国際貸借によって、生産、アブソープションの平準化が達成せられるのである。このようなケースでは、累積債務の返済は国内経済に大きな調整を要求しない。

第2に、国際資本移動は、中・長期にわたる構造的なISギャップの補完のためにも有効である。資本稀少国、過少貯蓄国＝高時間選好率国、投資超過国（構造的財政赤字国を含む）

は、中・長期的に低金利で海外貯蓄を利用し資本蓄積を進め、将来高い国内産出量を得ることができる。流入資金が効率的に投資され、産出量が増大する限りにおいては債務返済は容易になされ、国内経済調整も円滑に進むであろう。

国民所得水準が低く、貯蓄が絶対的に不足しているLDCsにとっては、国内アブソープション（消費・投資）補填のために短期的に、あるいは中・長期的な期間にわたって経常収支を赤字化させ、海外資本を流入させることは当然のことといえる。

このように資本移動は、本来、資源の国際的配分を最適化させ、その結果、世界全体の産出量と消費水準を高めるものである。しかし、実際の国際資本取引においては、資本市場の不完全性、将来の不確実性（環境的不確実性）、情報の不完全性（通信的不確実性）が存在するため、資本移動が期待された効果を挙げえない可能性がある。とくに^{モラル・ハザード}道徳的陥穽や^{アドバース・セクション}逆選択^{モラル・ハザード}等の問題が発生しうが、これらの問題は、同質的な金融商品を売買する国際債券市場よりも、国際的商業銀行貸出市場において顕著にみられる。銀行貸出の場合には、通常貸手（国際的商業銀行）と借手（債務LDC）の間に情報の非対称性が存在し、情報優位者、劣位者ともに戦略的な行動をとろうとする。しかもLDCsへの銀行貸付の多くは、借手が政府（ないし政府保証付きの民間部門）であり、貸付にはソブリン・リスクが伴うという点も問題を複雑にしている。こうした問題を分析する枠組としては、「情報の経済学」、^{（注14）}「ゲーム理論」が有用である。

資本市場、銀行貸出市場の「失敗」

（注14）「情報の経済学」については、Hirshleifer and Riley[1979], Stiglitz[1986, 1987], 黒田[1979], 早川[1986]を参照されたい。累積債務国貸付の文脈の中で「情報の経済学」、「ゲーム理論」に関わる問題を論じたものとしては、Eaton, Gersovitz and Stiglitz[1986], Crawford[1987]がある。他にも包括的なサーベイとして、Swoboda[1985], Eaton and Taylor[1986], Glick[1986]を参照のこと。

資本市場の不完全性

LDCsでの投資の多く、殊に基礎的インフラ投資（交通・運輸、水利等）や人的投資（教育、医療）は、外部経済効果まで含むと高い社会的収益性を持つ。しかし、民間投資家は外部経済に起因する収益を取得し難いため、このような投資機会には民間資金流入を期待しにくい。この問題は、LDC政府みずからが対外債務を負って（あるいは公営・公共企業の対外債務に政府保証を付して）海外民間資金を取入れ、外部的便益をも含んだ社会的収益に見合う金利を支払うことにすれば、さしあたり解決される。しかしその場合でも、社会的共通資本への投資は、通例、懐妊期間が長く（時には数10年）、初期の数年間には全く収益を生まない場合があり、返済に必要な外貨を短期間に獲得することが困難であることが多い。従って、LDCsへの経済開発投資には、民間資金に比べ長期の公的資金（先進諸国政府によるODAなど）がより適している。

情報の非対称性

債務LDCsの中には様々なリスク・グループが存在すると考えられる。ここでリスクとは、LDCの債務返済能力に関するリスク（プロジェクト自体のもつ固有のリスク、及び債務国・世界経済において債務返済能力を外生的に悪化させる要因を含む）と、債務返済意思に関するリスク（債務国はプロジェクトの効率性増大のための努力をするか否か、プロジェクトが成功した場合、債務返済に応じるか否か）の両者を含む。

銀行貸付には通常「情報の非対称性」（asymmetric information）が伴う。すなわち、貸手は借手の質、リスク度を十分識別できない（情報劣位）ことから、情報収集、分析、監視を行なおうとするが、それはしばしば不完全であ

る。借手は、自らの質、リスク度を貸手よりも良く認識しており（情報優位）、ある場合にはその質、リスク度を貸手に伝達しようと試み、あるいは戦略的に行動しようとすると考えられる。こうした情報の非対称性の結果、^{モラル・ハザード}、^{アドバース・セレクション}逆選択^{アドバース・セレクション}等の問題が発生し、貸手は貸付債権保全のために信用割当や非線型金利政策を採用しようとする（注15）。

たとえば、貸手は債務返済不履行の危険に備えて、リスク・プレミアムを確保するために貸付金利を高く設定することがありうる。しかし、貸付金利が高くなると、モラル・ハザード、つまり借手がリスクの確率分布を変化さ迂る行動をとる、という問題が発生しうる。借手は、低金利の下であれば採用しないであろうハイ・リターン、ハイ・リスクのプロジェクトを選好する結果（注16）、貸手の貸付リスクが増加する可能性があるのである。

あるいは高金利の結果、アドバース・セレクション、すなわち、借手自身の質、信用度が変化することもありうる。すなわち、優良な（債務返済意思の強固な）借手の資金需要額が減少し、不良な（債務返済意思の薄弱な）借手の需要が増大するおそれがあるのである。

こうしたモラル・ハザード、アドバース・セレクションの問題に対して、貸手は、融資プロジェクトと借手に関する精度の高い情報を得ようと努力し（screening）、その行動を監視しようとする。また借手も自ら優良、健全な借手であることを貸手に納得させるため各種の信号を伝達しようとする（signaling）。たとえば、債務LDCは、IMFのコンディショナリティを受容することにより自ら高い信用度を維持しようとする意思を国際商業銀行団に伝えようとするかもしれない。しかし、これらの screening, signaling, monitoringは完璧なものでなく、

（注15） 本節で展開されるモデル、及びその原型となっている Jaffee and Russell[1976]、Stiglitz and Weiss[1981]などを参照されたい。

（注16） 「高金利になると企業は、成功する確率は低いが、成功した場合の収益が大きいプロジェクトを選好ようになる」（Stiglitz and Weiss[1981], p. 393）。

コストもかかるものである。

自発的債務返済不履行

借手が借入資金をあるプロジェクトに投入したものの、それが失敗に終り、債務返済不能に陥る（正味資産が負になる）ことは国内貸付においてもしばしば見られることである。このような場合には、債権者と債務者は法律上の手続きに従い、両者の間で損失を分担する必要がある。しかし国際貸付、とりわけソブリン貸付においては、プロジェクトそれ自体あるいは債務国政府自身は債務返済能力を持つ（solvent）にも拘わらず、一方的に元本・利子返済を停止することがありうる。

すなわち合理的な債務国は、債務返済拒否から発生する純便益の現在割引価値が十分大きいならば、自発的債務返済不履行（repudiation）を選択すると考えられる。

自発的債務返済不履行の可能性が存在する下では、国際的商業銀行は債務国にとってのレピューディエーション・コストを相対的に高める形で貸付を行なおうとするであろう。その主要な手段が信用割当てであり、非線型金利スケジュールの設定である。（次節を参照のこと。）

Arrow-Debreu流の完全市場の欠落

累積債務LDCs問題の直接の引金になった要因として、1980年代初めの各種の外生的ショック（交易条件悪化、実質高金利、先進諸国低成長 etc.）の重要性については既に第 3 節で見た通りである。債務国経済全般に限らず、債務国内部の各プロジェクトも固有のミクロ的なショックの影響を受ける。

こうした外生的ショックの発生は、銀行貸付契約の時点で全く予期されるものでなく、また予期されたとしても全てのショックが貸手、借手の双方に等しく観測され確認される訳ではな

い。従って、全ての発生可能な事象（contingency）を考慮に入れて条件付き契約を作成することは不可能に近い。条件付完全市場（complete, contingent market）が欠落している状態の下では、契約作成時点で予期されない事象予期されたとしても相互確認が困難な事象が実際に発生した場合には、パレート最適性を攪乱させるはずである。相互確認可能な事象が発生した場合、パレート最適性を回復させる 1 つの方法として、契約作成時点の精神に立戻り、その事象を発生可能なものとして考慮に入れて再契約を試みることが挙げられる（Sachs [1986]）。無論、当該事象が相互確認可能でなければ、そのような手段をもってしてもパレート改善は望めない。

国際貸出市場における非協力ゲーム

貸手は貸付を行なう際、他の貸手に与える影響（外部性）を無視して、私的な便益・費用を比較考量として意思決定を行ないがちである。

たとえばある借手が、流動性欠如から債務返済困難に陥り新規融資を必要としているときに、それぞれの商業銀行が自らは新規融資を行わずにフリー・ライダーになろうとすると、結局いずれの銀行も利潤を実現させることができない場合がありうる（注17）。個々の銀行にとっては一行だけが貸出す時のリスクが大きすぎるため、他の銀行も貸出さないという期待の下では全く貸出さなくなるのである。借手には債務返済能力があるが当面の流動性が欠如しているという条件の下では、さしあたっての流動性補填のために、十二分な資金供給を行なえば当初の元本・利子も回収されるはずである。このようなときには、銀行組織全体の便益・費用を勘案して協調行動をとり共同融資（シンジケート・ローンなど）を行なうことによって全ての商

（注17） この傾向はアメリカの中小銀行にしばしば見受けられる。大銀行とともに対LDCs貸付によりメリットを享受してきたはずの中小銀行は債務問題の顕在化とともにこれ以上の新規融資を行わず債権回収に走ろうとしてきた。これらの中小銀行は、大銀行の新規融資を利用して自らの対LDCs債権の保全を図ろうとしてきたといえる。債務問題が「流動性」の欠如にある場合には、こうしたフリー・ライダーにも応分の負担を課することが重要である。しかし問題が「債務返済能力」「債務返済意思」の欠如にあるときには、デット・リリーフなどが必要となる。

業銀行の債権保全を図ることが可能になる。

2. 商業銀行貸付と自発的債務返済不履行

それでは次に国際的商業銀行貸付における「自発的債務返済不履行」の問題をモデル化することにしよう。ここでレピューディエーションに焦点を当てる理由は、現在の累積債務問題の大半が「流動性」や「債務返済能力」の有無ではなく、むしろ「債務返済意思」の有無にかかわるものと判断されるからである。そしてそれは「ソブリン貸付」と「情報の非対称性」に伴う諸困難から発生しており、経済学上の文献もこの点に関するものが多い^(注18)。以下まず、標準的な確実性下、完全情報下での国際貸借のモデル分析から始めることとする。

国際貸借の標準モデル

債務返済履行のケース

ここでは単純化のために、2 期間モデルを考察する。債務国の意思決定は政府が行なうものとし、政府は異時点間の消費効用を極大化するべく行動する。経済には何ら不確実性はなく、政府は第 2 期において常に債務返済に応じるという標準的な仮定を置く。このとき債務国政府

の最適化問題は次のように整理される：

$$\max_{\{C_1, C_2, D, K\}} u(C_1) + \frac{1}{1+\rho} u(C_2), \quad (1)$$

$$\text{s. t. } Q_1 + D = C_1 + K, \quad (2)$$

$$Q_2(K) + (1-\delta)K = C_2 + (1+r)D. \quad (3)$$

ただし、変数名は以下のように定義される：

C_1 = 第 1 期の消費，

C_2 = 第 2 期の消費，

Q_1 = 第 1 期の産出量（外生パラメーター），

Q_2 = 第 2 期の産出量，

D = 第 1 期の借入額（第 2 期に利子とともに返済される），

K = 第 1 期の投資額（第 2 期の生産量を決定する），

ρ = 主観的時間選好率（外生パラメーター），

δ = 資本の減耗率（外生パラメーター），

r = 借入れ利率（外生パラメーター）

第(1)の $u(\cdot)$ はフォン・ノイマン・モーゲンスターン型の効用関数である。ここではさらに内点解の存在を保証するために、

$$\lim_{C \rightarrow 0} u'(C) = \infty, \quad \lim_{C \rightarrow \infty} u'(C) = 0,$$

と仮定する。

第(2)式は第 1 期の、第(3)式は第 2 期の予算制約式である^(注19)。

(注18) Jaffee and Russell[1976], Stiglitz and Weiss[1981], Sachs and Cohen[1982], Kletzer[1984], Sachs[1984], Cooper and Sachs[1985], Cohen and Sachs[1986], Aizenman[1986], 内田[1986]等を参照されたい。

(注19) ここで、(2), (3)で与えられる予算制約式が満足される限り、この債務国には「債務返済能力」があるといえる。「債務返済能力」をより一般的な形で示すと以下のようになる。

まず、各時点の予算制約式を

$$D_{t+1} - D_t = C_t + I_t - Q_t + r_t D_t$$

と表わすことができるとしよう。(ノーテーションは本文と同じ、ただし I_t = 投資額。) この予算制約式は、

$$\frac{1}{1+R_{t,t+s-1}} D_{t+s} = D_t + \sum_{j=0}^{s-1} \frac{1}{1+R_{t,t+j}} (C_{t+j} + I_{t+j} - Q_{t+j}),$$

の形に置き換えられる。ただし $\frac{1}{1+R_{t,t+s}} = \prod_{j=0}^s \frac{1}{1+r_{t+j}}$ である。

ここで Sachs[1984]に従い、将来のある時点 $t+s$ までには債務が返済されなければならないと仮定し、 $t+s$ 期の債務は正でない、即ち $D_{t+s} \leq 0$ という条件を設けよう。その場合には、

$$D_t \leq \sum_{j=0}^{s-1} \frac{1}{1+R_{t,t+j}} (Q_{t+j} - C_{t+j} - I_{t+j})$$

が成立することから、 t 期における債務 D_t は、将来の産出量 (Q_{t+j}) とアブソープション ($C_{t+j} + I_{t+j}$) の

差、あるいは経常収支の現在割引価値より小さくなくてはならないことが明らかである。これが「債務返済可能条件」(solvency condition)に他ならない。

また、当該国の対外債務は全て政府部門の負う債務(ソブリン・ローン)とすると、政府の予算制約式

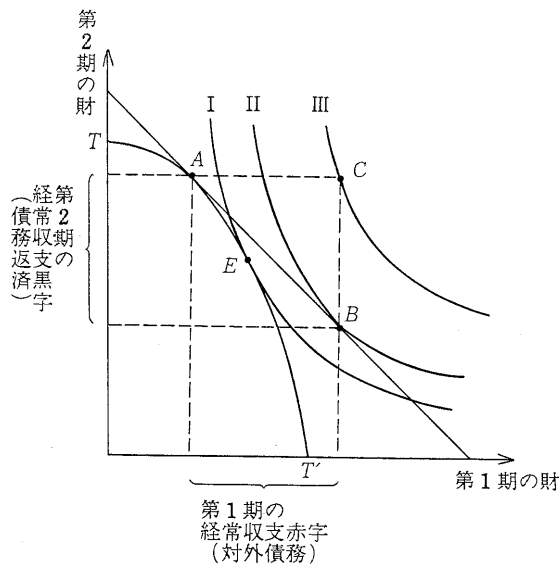
この最適化問題を通常の手続に従って解くと、

$$(1+\rho)\frac{u'(C_1)}{u'(C_2)}-1=r=Q_2'(K)-\delta, \quad (4)$$

を得る。(4)式の最左辺は、2期間の消費効用変化で調整された社会的時間選好率であり、それは対外債務に課せられる(限界)利子費用 r に等しい。つまり、この国は時間を通じて消費を平準化させる目的で海外資金を調達するといえる。最右辺は資本ストックの減耗を考慮した資本の純限界生産性であることから、この国はそれが借入れ利子率に等しくなる点まで資本投資を行なう。

この最適条件を図示したのが第2図である。この図は、横軸に第1期の財、縦軸に第2期の財をとり、その2財の間の変形曲線(生産可能性フロンティア TT')^(注20)と消費無差別曲線(効用関数)を示している。閉鎖経済における

第2図 最適消費と対外債務



均衡は変形曲線と無差別曲線の接点Eで与えられ、その接線(図には示されていない)の傾きが均衡利子率(プラス1)である。開放経済において、世界利子率 r が閉鎖経済均衡利子率よりも低い水準で与えられるとすれば、当該国は生産点としてAを、消費点としてBを選択する。即ち、第1期に経常収支赤字を作り出し対外純債務国となり、第2期に経常収支黒字を作り出し債務を返済するであろう。その結果、閉鎖経済の場合よりも高い効用水準()を享受することができる。このように対外債務の存在は、生産・消費の機会を拡大し、経済厚生を高める効果を持つのである。

債務返済不履行の可能性

しかし債務国は、元本・利子返済を実行しない可能性がある。事実、債務国は第2期において、当初の債務返済計画に従わず、返済を拒否することにより経済厚生を一層高めることが可能である。これを先の第2図で示せば、消費の点としてBでなくCを選択し、効用水準を達成することを意味する。つまり第2期において債務返済分を消費に回すのである。

従って、債務国にとって第2期目の最適な政策は、前期に決定した消費・債務返済の計画を実行せず、債務返済不履行に訴えることである。その意味で当初の最適計画(4)は時間的整合性(time consistency)を持たない^(注21)。しかも債務国は第2期において返済を拒否する方が常に有利であることから、第1期でできるだけ多くの額を借入れようとする。しかし、貸手がそのことを認識するに至ると貸付けを一切行なわない。というのは、債務国はいかなる金利水準であっても返済を拒否するため、貸手にとつ

$$D_{t+1}-D_t=G_t-T_t+r_tD_t$$

から、「債務返済可能条件」として、

$$D_t \leq \sum_{j=0}^{s-1} \frac{1}{1+R_{t,t+j}} (T_{t+j}-G_{t+j})$$

を得る。(ただし G_t = 政府支出, T_t = 租税。)従って債務返済能力は、将来の徴税能力に大きく依存することになる。(Sachs[1984]も参照のこと。)

(注20) 言うまでもなく変形曲線 TT' は、第1期の財を消費せず投資に回した場合、どれだけの量の財が第2期に消費されうのか、という関係を表わす。

(注21) 最適政策の時間的整合性の問題に関しては Kydland and Prescott[1977]を参照のこと。

での最適政策は、融資額をゼロに設定することだからである。

しかし、融資額がゼロになるということは、資源配分の国際的効率性という観点から見た場合、決して望ましいことではない。貸手、借手とも「異時点間にわたる財の国際交換」のもたらすメリットを享受できないからである。資本が豊富な先進諸国から資本が稀少なLDCsに貯蓄が流れるという当然のことが起らなくなるのである。

自発的債務返済不履行のコスト — 情報の対称性

上記の標準的モデルにおいて、国際貸借活動の機能が停止してしまう理由は、債務国が必ず元本・利子の返済を拒否するからである。そして債務国が常に返済を拒否するのは、貸手がそれに対して制裁を課すことができないからである。

現実には、債務国が返済不履行を決定すると、貸手は様々な形でペナルティを課し、制裁・報復措置によって対応しようとする。ペナルティには、現時点で課せられるものと、将来時点にわたって課せられるものとがある。第1に、国際的商業銀行は、債務返済拒否に対して、債務国が国外に保有する各種の資産 — 商業用航空機、船舶、船積貨物、銀行預金等 — を回収・取得しようとする。これは、債務返済不履行に訴える債務国が現時点で支払わなくてはならないコストと言える。第2に、国際的商業銀行は、債務国への貿易信用供与の停止、新規・将来貸付の停止（国際金融市場からの排除）によって制裁を加える。あるいは、先進国政府も、援助、貿易、技術、軍事等の面で債務国との公的結びつきを断ち切るかもしれない。これは、債務返済不履行のもたらす「名声の喪失」(loss of reputation)の代価と言える。

以下に展開されるモデルでは自発的債務返済

不履行が債務国にもたらす相対的コスト（一括してZと呼ぶ）を明示化する。将来に及ぶコスト（「名声の喪失」のもたらすコスト）は、本来2期間モデルで十分捉えることのできないものであるが、ここではそのようなものも含めたものとする。重要な点は、このZはレピューディエーションに伴う相対的なコストであり、債務返済を実行した場合の間接的なコスト — 緊縮的経済調整の結果、国民の不満が高まり、クーデター、内乱、革命等現政権の存続が脅かされる危険性 — を差引いたネットとして定義されるということである。またモデルのこの段階では、国際的商業銀行、債務LDCともZの値に関して確実かつ対称的な知識・認識を持つものと仮定する（情報の対称性）。情報の非対称性が存在するケースは後に展開される。

債務LDCの最適化問題

レピューディエーション・コストが存在する場合、債務国の最適化問題は、

$$\max_{\{C_1, C_2, D, K\}} u(C_1) + \frac{1}{1+\rho} u(C_2), \quad (1)$$

$$\text{s. t. } Q_1 + D = C_1 + K, \quad (2)$$

$$Q_2(K) + (1-\delta)K = \begin{cases} C_2 + (1+r)D & \text{if } (1+r)D \leq Z \\ C_2 + Z & \text{if } (1+r)D > Z \end{cases} \quad (5)$$

と表わされる。目的関数(1)と第1期の予算制約式(2)は以前と同じだが、第2期の予算制約式は(3)ではなく(5)となる。(5)式は、債務返済不履行に伴うマストが相対的に高く、 $(1+r)D \leq Z$ であれば、債務国は返済をなし、逆に $(1+r)D > Z$ であれば返済を拒否することを示す。

まずはじめに、債務国が返済をなす場合($D \leq \frac{Z}{1+r}$ のケース)の最適化条件を求めると、それは第(4)式と一致する。従って、対外債務の需要は金利の減少関係として右下りの曲線(第3図のBB')となる(注22)。

(注22) 以下、分析を単純化するために、資本投資Kを無視し、第2期の産出量 Q_2 を外生パラメーターと見なして分析を進める。同様の単純化はJaffee and Russell[1976]、黒田[1979]、Sachs and Cohen[1982]、内田[1986]にも見られる。

債務返済条件

$$1+r \leq \frac{Z}{D}$$

は、右下りの双曲線(第3図のPP'で、これを債務返済臨界曲線と呼ぶ)の下方領域(同双曲線を含む)である。従って、債務国が返済をなす場合の需要スケジュールは、BB'曲線のうち、債務返済臨界曲線PP'の下方に相当する部分だけである。BB'曲線とPP'曲線は1度交差するか全く交差しないかのいずれかであることが容易に知られる(注23)。両者が1度交差するケースでは、交点をAとすると(第3図)、BB'曲線の一部BAが需要スケジュールになる。両者が全く交差しないケース(図示されていない)では、BB'は常にPP'の下方に位置するため、BB'曲線全体が需要スケジュールとなる。

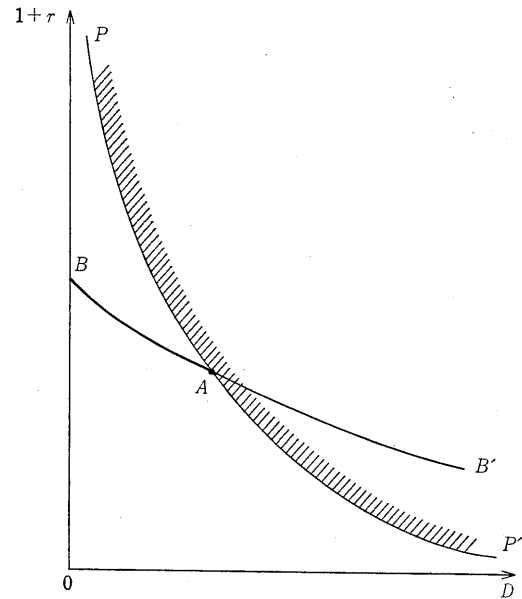
次に債務国が返済を拒否する場合($D > \frac{Z}{1+r}$ のケース)には、その対外債務需要は、いかなる金利水準の下でも無限大となり、需要スケジュールを特定化することはできない。第3図を用いて強いて言えば、債務返済臨界曲線PP'の上方(影の部分)がフィジブルな需要領域となる。

以上の点を整理して、債務国の等効用曲線を描いたものが第4図である。PP'の下方領域では、等効用曲線は、需要スケジュールBB'上でピークとなる山形の曲線として描かれる(注24)。それに反して、PP'の上方領域では等効用曲線は垂直となる。垂直になる理由は、この領域において債務国はどのような金利の下でも必ずレピューディエートするため、効用水準は金利と独立になりかつ借入れ額が大きければ大きいほど第2期の消費、従って効用水準が高くなるからである。

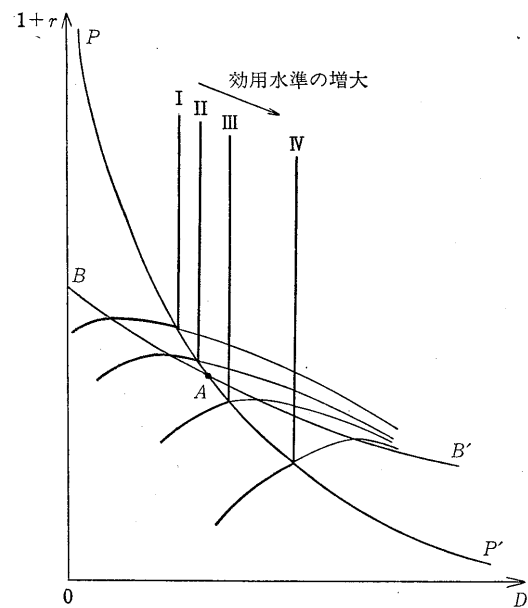
国際的商業銀行の貸付行動

債務国にとってレピューディエーション・コストが相対的に小さく($1+r)D > Z$ であれば、

第3図 債務国の借入需要スケジュール



第4図 債務国の等効用曲線



債務国は必ず返済を拒否し、逆にコストが大きく($(1+r)D \leq Z$ であれば返済を履行する。従って、商業銀行は融資額に $\frac{Z}{1+r}$ の上限(credit ceiling)を設定し、それ以上の融資を行なわな

(注23) Jaffee and Russell [1976].

(注24) Jaffee and Russell [1976] のAppendixを参照されたい。

いはずである。融資額がこの限度内にとどまる限り、債務国には返済拒否のメリットが全く無く、融資の貸倒れリスクはゼロになる。国際的商業銀行がリスク中立的かつ競争である（つまり商業銀行が他にも多数存在する）という仮定の下では国際貸出市場に競争圧力がかかり、利潤がゼロになると考えられる。その場合には、貸付金利 r は一定で安全資産金利（これを i と呼ぶ）と一致しよう。

以上の点から、商業銀行による貸出供給スケジュールは第5図のVTで与えられる。供給スケジュールは、融資額(D)が $\frac{Z}{1+i}$ に達するまでは金利 i の水準で完全に弾力的だが、 $\frac{Z}{1+i}$ を超えてはいかなる金利であろうとそれ以上の融資は行なわれない。融資額が上限 $\frac{Z}{1+i}$ に達する場合にも金利は i でなくてはならない。なぜならば、金利をさらに上昇させると貸付の点は PP' 曲線の上方領域に入ると、債務国は必ず返済拒否に訴えるからである。

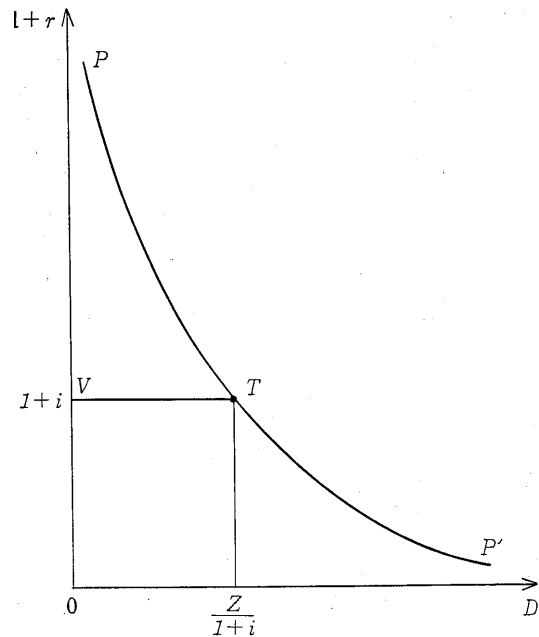
供給スケジュールVT上では、仮定から、利潤がゼロである。つまりそれは国際的商業銀行にとって、ひとつの等利潤曲線でもある。

均衡融資額の決定

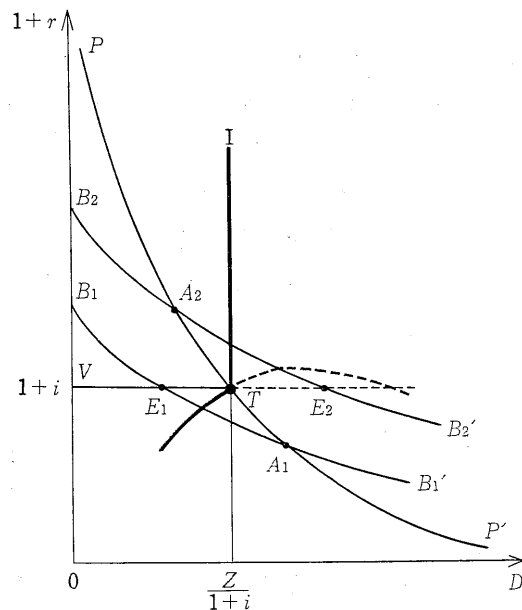
国際的商業銀行が競争的に行動するという仮定の下では、均衡融資額はどのように決定されるのだろうか。第6図に債務の需要スケジュールと供給スケジュールがまとめて描かれている。需要スケジュールとして、 B_1B_1' 、 B_2B_2' の2種類が示されている。供給スケジュールVT上の右端の点Tは債務返済臨界曲線 PP' 上に位置している。

今、需要スケジュールが B_1B_1' で与えられるときには、需給の一致する E_1 点で均衡が達成され、それに対応する均衡融資額が決定される。第6図には示されていないが、 E_1 では、債務国の等効用曲線が供給スケジュール(等利潤曲線)に接しており、通常のパレート最適性が満足されている。需要スケジュールが B_2B_2' で与えられるときには、通常の需給一致

第5図 対称情報下での貸付供給スケジュール



第6図 対称情報下での均衡



点は存在しない。しかしこのことは均衡の非存在、国際貸借の停止を意味するものではない。なぜならば、国際的商業銀行がVTの供給スケジュールを提示して競争的に行動する限り、債務国はT点を選択して効用極大化を図るからである。(等効用曲線I。)しかしT点は通常のパレート最適性を満足させる均衡点ではない。なぜならば、債務国が返済を確実にこなうことを

コミットして、 E_2 の点まで融資を受けることがパレート最適だからである。(無論、この2期間モデルでは E_2 点で融資額が決定されると債務国はレピューディエートするため、均衡点ではありえない。)また、T点は需要スケジュール B_2B_2' の左側に位置していることから、一種の「信用割当」(credit rationing)が発生していると考えることが可能である。

以上の単純なモデルから、いくつかの示唆が得られた：

第1に、確実性かつ情報の対称性という条件の下では、商業銀行は安全資産金利を課し、同時に信用供与の上限を設定することによって、債務国がレピューディエートするインセンティブをゼロにすることができる。その結果、債務国は常に債務返済をなすことから、制裁・報復措置を発動する必要がない。しかし、この種の均衡は通常のパレート最適性を満たすとは限らない。

第2に、信用供与上限額は、レピューディエーション・コスト Z と安全資産金利 i に依存する。 Z の上昇は「担保」の増大を意味し、レピューディエーションのインセンティブを低下させるため、貸付上限額を引上げる効果を持つ。(前項で見た標準モデルは $Z = 0$ に相当する特殊ケースだったため、融資上限額がゼロとなり、国際貸借が全く行なわれなくなるのである。)

レピューディエーション・コスト——情報の非対称性

では次に、レピューディエーション・コストに関して貸手(国際的商業銀行)と借手(累積債務LDCs)との間に情報の非対称性が存在す

る場合を考察しよう^(注25)。

単純化のために、一借手には様々なリスク・クラスのものが存在するが、貸手には外見上その識別が可能でないとする。具体的には、相対的なレピューディエーション・コスト Z が大きければ大きいほど優良な借手であると定義する。レピューディエーション・コスト Z は私的な情報である、即ち借手は自己の Z の値を知っている(情報優位者)が、貸手は Z の値を正確には知らない(情報劣位者)と考える。このような場合には、貸手は信用供与枠上限を設定することによって債務不履行の可能性をゼロにすることが一般的には可能でないことが知られる。

債務LDCの最適化問題

債務LDCは自らのレピューディエーション・コスト Z の値を知っており、何らの不確実性に面していない。従って、その最適化問題は先の(1)、(2)、(5)で与えられ、その結果、第3図、4図の対外債務需要スケジュール、等効用曲線と同一のものを得る。

国際的商業銀行の貸付行動

一方、国際的商業銀行は、潜在的債務LDCが優良な借手(相対的なレピューディエーション・コスト Z が大きい)か、不良な借手(Z が小さい)か識別できない。ここで債務国が返済拒否を行なった場合、商業銀行は債務国の失なうコストの全額 Z を回収できると仮定しよう^(注26)。

以上の仮定、及びリスク中立的、競争的な商業銀行の仮定からゼロ期待利潤の条件は、

$$E\left[(1+r)D \mid D \leq \frac{Z}{1+r}\right] + E\left(Z \mid D > \frac{Z}{1+r}\right) = (1+i)D, \quad (6)$$

(注25) 情報の非対称性は、「各取引参加者が保有する取引対象の性質に関する情報の内容に、客観的にみて格差が存在するとともに、そうした格差の存在を各取引参加者が認識している」(池尾[1985, P.94])という事態を指す。

(注26) 法律制度上の破産手続が整備されている国内貸付においては回収可能額は、ほぼ Z に近いものと考えられる。しかしソブリン・リスクの存在する国際貸付においては回収可能額は通常 Z よりも小さいであろう。とりわけ、貿易信用停止、将来の国際貸出市場からの排除という制裁措置は債務国のコストを大きく引上げるものであっても、商業銀行にとっての直接的なベネフィットを増大させるものではない。しかし以上の議論ではさしあたりこの点を無視して分析を進める。

となる。(6)式の左辺第1項は、債務国が返済をなす場合の期待元本・利子受取額、第2項は返済をなさない場合の期待回収額である。この和は右辺の商業銀行の資金調達コスト（あるいは安全資産へ投資した場合の機会費用）と等しい。 Z は、上限と下限を持つ確率変数（ $\bar{Z} \leq Z \leq \bar{Z}$ ）であり、商業銀行は $f(Z)$ の確率密度関数を持つものと想定する。

以下、可能なケースを次の3つに分けて分析を行なうこととしよう。

$$(i) \quad D \leq \frac{\bar{Z}}{1+r}.$$

このケースでは、どの潜在的債務国をとってもレピューディエーション・コストが十分に高いため、必ず債務返済をなす。従って債務返済不履行の確率 $\text{Prob}\left(D > \frac{Z}{1+r}\right)$ はゼロとなり、

(6)式から

$$r = i,$$

を得る。すなわち、貸付金利として安全資産金利 i を課することが最適政策である。これは第7図における直線VTに相当する。

$$(ii) \quad \frac{\bar{Z}}{1+r} < D \leq \frac{\bar{Z}}{1+i}.$$

このケースでは、比較的優良な債務国は返済義務を果たすが、比較的不良な債務国は返済を拒否する。とのとき(6)式は、

$$(1+r)D \int_{(1+r)D}^{\bar{Z}} f(Z) dZ + \int_{\bar{Z}}^{(1+r)D} Z f(Z) dZ = (1+i)D, \quad (7)$$

となる。ここで(7)式を $1+r$ と D に関して全微分することにより

$$\frac{d}{dD}(1+r) = \frac{1+i-p(1+r)}{pD} > 0, \\ p = \int_{(1+r)D}^{\bar{Z}} f(Z) dZ,$$

を得ることから、貸付の供給スケジュールは右上りの曲線（第7図のTSの部分）となる。（ p は借手が返済義務を果たす確率。）^(注27)供給スケジュールが右上りの曲線になるのは、不良な債務国は元本・利子の返済を拒否するため、商業銀行はそのリスクをカバーしなくてはならないからである。

$$(iii) \quad \frac{\bar{Z}}{1+r} < D.$$

このケースでは、債務返済額が大きく、レピューディエーション・コストが相対的に小さいため全ての債務国が支払いを拒否する。つまり債務返済不履行の確率は1となる。従って商業

銀行は $\frac{\bar{Z}}{1+r}$ を信用供与の上限とし、それ以上の貸付けを行なわない。(6)式から、

$$D = \frac{E(Z)}{1+i},$$

を直ちに得るが（ $E(Z)$ は Z の期待値）、これが信用供与枠の上限となるのである。この上限は、商業銀行の期待利潤がゼロという条件の下で、債務国が返済しうる最大の資源であり、この額を超えてはどのように高い金利を課しても貸到れリスクをカバーすることができないものである^(注28)。（この上限は第7図のSに相当する。）また、この信用供与の上限において貸付金利を $\frac{\bar{Z}}{E(Z)}(1+i)$ より上げると最も優良な債務国といえども必ず返済を拒否するため、銀行はそれよりも高い金利を課することができないのである。

以上(i),(),()を整理すると第7図の供給スケジュールVTSが得られる。図から明らかに、供給スケジュールは非線型・非減少関数である。TSの部分は凸形(convex)とは限

(注27) ただし、このスケジュールは、借手による最終的な自己選択的反応を考慮したうえでの供給スケジュールではなく、その意味で必ずしも完全均衡(sub-game perfect equilibrium)を与えるものではないことに注意されたい。

(注28) 一定の条件の下では金利がある水準を超えると貸付供給スケジュールは左上り(backward bending)になりうる。それは金利が上昇すると債務返済不履行の可能性が一層高まり、商業銀行の観点からみた最適貸付額が減少するからである。

らないが、ここでは十分な凸性をもつものとして描かれている。貸付額と金利の両者に上限が設定されるのは、全ての債務国がレビューディエーションとする事態を回避するためであることは既に述べた。

均衡融資額の決定

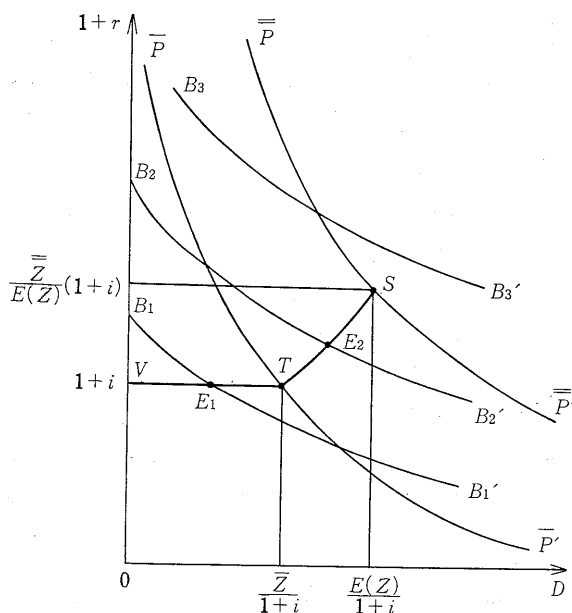
次に非対称情報下での国際的銀行貸出市場の均衡を考察することにしよう。ここでも以前と同様、国際的商業銀行は、みずからの貸付供給スケジュールを債務国に提示し、債務国政府はその提示された供給スケジュールの上の点を選択すると仮定する。

第7図に、国際的商業銀行の供給スケジュールVTSの他に、債務国の3種類の需要スケジュール B_1B_1' 、 B_2B_2' 、 B_3B_3' が示されている。

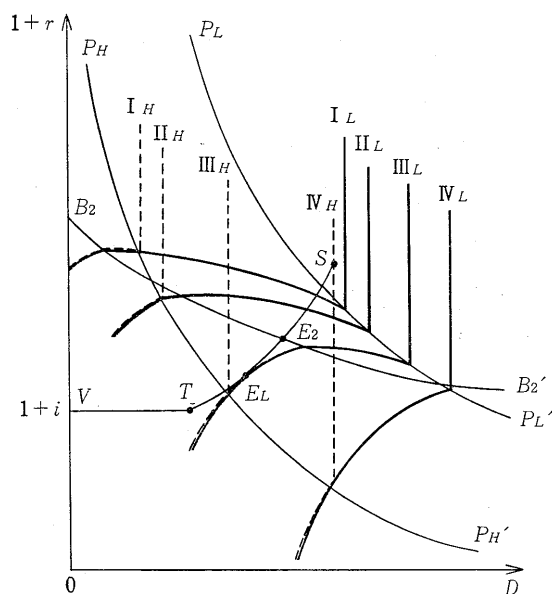
まず需要スケジュールが B_1B_1' で与えられるときには、均衡点は E_1 となりパレート最適性が達成される。(図示されていないが、 E_1 で債務国の等効用曲線が供給スケジュールに接している。)この場合には、もっとも不良な(返済意思がもっとも薄弱な)債務国であっても債務返済義務を果たすのである。従って、貸付額がVTの直線上で決定される場合には100%安全な貸借関係を結ぶことができるといえる。

債務国の需要スケジュールが B_2B_2' で与えられるときには、それが比較的不良な債務国のスケジュールなのか、比較的劣悪な債務国のスケジュールなのか(ただし国際的商業銀行には債務国の質の識別が出来ない)が重要となる。第8図に B_2B_2' が比較的優良な債務国と比較的不良な債務国の需要スケジュール、それぞれに対応するものとして、均衡貸付額の決定が示されている。比較的優良な債務国(ロー・リスク)にとっての返済返済臨界曲線が P_LP_L' で、比較的不良な債務国(ハイ・リスク)にとっての返済返済臨界曲線が P_HP_H' で与えられている。このとき、優良な債務国が効用を極大化させる点は、その等効用曲線(太線)と供給スケジュールVTSとの接点 E_L となる。つまり優良な借手は、需要スケジュールと供給スケジュールの交

第7図 非対称情報下での供給・需要スケジュールと均衡



第8図 非対称情報下での均衡： B_2B_2'



点 E_2 よりも左側の点を求めるのであり、一種の「信用割当」(credit rationing)を選好する。そして E_L は返済返済臨界曲線 P_LP_L' の下方に位置しているため、レビューディエーションの問題は発生しない。これに反して、不良な債務国の場合には、S点でその効用が極大化される。なぜならば、その等効用曲線(破線)が供給スケジュール上で最大の値(H)に達す

るのはS点においてだからである。そしてS点は不良な債務国の返済臨界曲線 $P_H P_H'$ の上方に位置するため、必ずレピューディエーション・コストが $\bar{Z}$ と $\bar{Z}$ の間に分布していることを想定した。しかし、ここで単純化のため、債務国の質は $\bar{Z}$ と $\bar{Z}$ との2種類しか存在しないものと仮定しよう。レピューディエーション・コストが $\bar{Z}$ の債務国は不良、 $\bar{Z}$ の債務国は優良だが、国際的商業銀行にはこの識別がつかないという点は以前と同様である。

債務国の需要スケジュールが $B_3 B_3'$ (先の第7図)である場合にも、貸付額の決定はほぼ同様である。この場合には比較的優良な債務国であってもS点を選択し、レピューディエーション・コストが $\bar{Z}$ である最優良債務国は返済義務を果す。あるいは、等効用曲線とTS曲線との間に接点が存在することも可能であるが、そのようなときにはレピューディエーションは起こらない。)比較的不良な債務国は、いうまでもなくS点を選択しかつレピューディエーションする。

このように、国際的商業銀行と債務LDCとの間に、債務返済意思に関する情報の非対称性が存在する場合には、非線型金利スケジュール、信用枠上限を設定し、信用割当を行なうことによって、債務返済拒否の可能性を完全に排除することはできない。従って商業銀行は貸付にあたり、債務国に関する情報を収集し、同時にレピューディエーション・コストを相対的に高めるよう行動するであろう。たとえば、債務国にIMFのコンディショナリティを受け入れさせ、あるいは貿易の自由化を進めさせる(貿易の自由化はレピューディエーションの相対的成本を高める)政策がそれである。

優良債務国と不良債務国の自己選択と一括均衡

ただ上記のモデルにおいても、不良な債務国が優良な債務国と同じ借入行動をとることが強制され、その結果商業銀行貸付が100%安全なものになるケースがあるので、そのケースを簡

単に指摘しておこう。

上記の分析では、債務国の質を代表する相対的なレピューディエーション・コストが $\bar{Z}$ と $\bar{Z}$ の間に分布していることを想定した。しかし、ここで単純化のため、債務国の質は $\bar{Z}$ と $\bar{Z}$ との2種類しか存在しないものと仮定しよう。レピューディエーション・コストが $\bar{Z}$ の債務国は不良、 $\bar{Z}$ の債務国は優良だが、国際的商業銀行にはこの識別がつかないという点は以前と同様である。

このより単純なケースの下では債務国の最適化問題は以前と同様、(1)、(2)、(5)で与えられる。従って需要スケジュールの性質も全く同様である。他方、国際的商業銀行の供給スケジュールは次の形で与えられることが容易に示される：

$$1+r = \begin{cases} 1+i & \text{for } D \leq \frac{Z}{1+i}, \\ \frac{1+i - \frac{1-p}{p} \frac{Z}{D}}{p} & \text{for } \frac{Z}{1+i} < D \leq \frac{(1-p)Z + pZ}{1+i}, \\ \text{undefined} & \text{for } D > \frac{(1-p)Z + pZ}{1+i}. \end{cases}$$

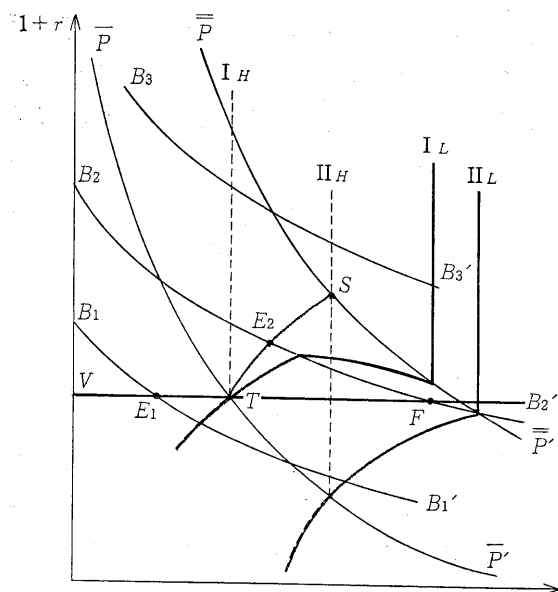
ただし p は $\text{Prob}(Z = \bar{Z})$ 、すなわち、債務国が優良な借手の確率である。ここから、第9図に示されるように、供給スケジュールの1部分TSは凹型(concave)になる。(注30)またこのTSの傾きは十分大きい(p が小さい)と仮定する。

第9図のVTSは供給スケジュールであり、 $B_1 B_1'$ 、 $B_2 B_2'$ 、 $B_3 B_3'$ は3種類の需要スケジュールである。(第9図では、 $B_2 B_2'$ に対応する優良債務国の等効用曲線が太線で、不良債務国のそれが破線で描かれている。)需要スケジュー

(注29) 従って、債務国の質が低下すればするほど、高金利でもより多くの貸出しを受けようとするインセンティブが存在する。言い換れば、金利を高くするとより不良な借手が貸出しを求めるという逆選択の問題が発生するのである。

(注30) この供給スケジュールの一部TSは、最終的には完全均衡を保証するものではない。

第9図 非対称情報下での自己選択と一括均衡



ールが $B_1 B_1'$ のときには均衡は E_1 点で与えられることから不良な債務国といえども債務返済義務を果す。需要スケジュールが $B_2 B_2'$ 又は $B_3 B_3'$ で与えられるときには、優良な債務国は必ず T を、不良な債務国は必ず S を選択することが容易に示される。優良な債務国が T を選択する理由は、等効用曲線の傾きが TS の傾きよりも常に小さいため、 T 点で効用が極大化されるからである。不良な債務国が S を選択するのは、先の第8図の議論と同様、不良な債務国の効用は、借入れ額が大きくなればなるほど高まるからである。

優良な債務国が必ず T を、不良な債務国が必ず S を選択するという「自己選択」(self selection) が明らかになると、国際的商業銀行は債務国の質を完璧にスクリーンできることになる。つまり商業銀行は、 T を選択する債務国に貸付け、 S を選択する債務国には貸付けないという政策を採用することにより、自らの貸付債権を100%保全しうる。そしてこのことは、不良な債務国といえども T 点を選択せざるをえな

いことを意味する。従って、完全均衡は、優良・不良を問わず、全ての債務国が同一の点 T を選ぶという「一括均衡」(pooling equilibrium) である。この一括均衡においては優良な借手は、不良な借手が存在することによって不利益を蒙る。即ち、不良な借手が存在しなければ(つまり $p = 1$ であれば)、商業銀行の貸付供給スケジュールは $1 + i$ の金利水準で完全に弾力的となるため、第9図の点 F を選択してより高い効用を享受できるはずである。しかし不良な借手が存在するために(つまり $p < 1$ であるため) 優良な借手といえども T を選択してより低い効用水準 (I_L) に甘んじなくてはならないのである。

デット・リリーフ 債務救済

上記の自発的債務返済不履行のモデルにおいては、債務国は元本・利子の支払を完全に行なうか、又は支払を金面的に拒否して制裁を受ける(レピューディエーション・コストを支払う)か的一方を選択すると仮定されていた。しかし現実には、債務返済をなす場合でも部分的な支払しか行なわない、あるいは債務返済を拒否する場合でも部分的なデフォルトに訴えるということが多い。つまり、貸手(国際的商業銀行)の側が事実上、「債務救済」(debt relief) に応ずることがあると考えられるのである。以下、全面的な債務支払拒否と比較して、^{デット・リリーフ}債務救済(元本・利子の減免)が事後的にパレートの意味で経済厚生を改善させる可能性があるという点を指摘しておきたい。

前述の情報非対称性モデルにおいては、債務国にとってのレピューディエーション・コスト Z に相当するものと同額を国際的商業銀行が回収・取得すると想定されていたが、ここでより現実的な仮定を置き、国際的商業銀行の取得額は Z を下回るものとしよう(注26を参照のこと)。即ち、 $(1 + r)D > Z$ の条件下で債務国が

(注31) このことは結局、借手による最終的な自己選択過程を考慮に入れたうえでの供給スケジュールは VT 全体ではなく、その一部 VT であることを意味する。即ち、どの借手も S を選択しないことを貸手が認識したときには、供給スケジュールは VT になるはずである。

レピューディエーションを決意した場合、債務国は Z を失ない、国際的商業銀行は αZ （ただし $0 < \alpha < 1$ ）を得るとする。この仮定の下で、債務国が全面的な債務返済不履行に訴えることなく、制裁・報復を免がれることと引換えに βZ （ $\alpha \leq \beta \leq 1$ ）の額を国際的商業銀行に支払うとしよう。このような合意が債務LDC、国際商業銀行間で成立するならば、その片方あるいは双方ともに経済厚生が高められる。言い換えれば、このような形での債務救済はパレート改善を達成するのである。

インプリケーション

以上の非対称情報下における国際的商業銀行貸付の分析からいくつかの点が明らかになった。

第1に、債務国の質、信用度に関して情報の非対称性が存在する場合には、貸手は貸倒れリスクを高めないようにするために、信用供与枠上限、非線型金利スケジュールを設定する。その結果、「信用割当」が発生する可能性がある。

第2に、ただしそのことによって自発的債務返済不履行の可能性を完全に排除することはできない。つまり、債務支払拒否は実際に発生しうるのであり、そのときには商業銀行は制裁・報復措置を実際に発動することになる。債務支払拒否が発生するとすれば、それは比較的不良な債務国であり、とりわけ融資額が一定水準以上（しかし信用供与枠上限以内）の場合に限ら

れる。

第3に、一定の条件の下では商業銀行は、信用供与枠上限を伴った非線型金利スケジュールを提示することにより、優良な債務国と不良な債務国を完全に自己選択せしめることが可能となる。その結果、不良な債務国に対し、優良な債務国と同じ借入行動を強いることができ（一括均衡）レピューディエーションの発生を防ぎ、従って貸倒れリスクをゼロにすることができるのである。しかしそのことは、優良な債務国は、不良な債務国が存在することによって信用割当を余儀なくされ不利益を受けることを意味する。

第4に、債務返済拒否の確率を減少させるためには、債務返済に伴うコストを相対的に引下げる、あるいは返済拒否に伴うコストを相対的に引上げることが必要になる。そのためには債務国の経済成長促進、対外貿易・資本取引の緊密化、先進諸国政府との間の援助・外交関係の緊密化等をすすめることにより、潜在的な制裁力を強めることが考えられよう。

第5に、債務国が全面的な返済不履行を決意しているときには、国際的商業銀行との交渉によって債務救済を行なうことが望ましい場合がある。すなわち、債務救済（元本、利子の一部減免）は、事後的な対応策として貸手・借手の経済厚生を高めて、パレート改善を達成しうるのである。

累積債務問題の解決のための諸方策

1. マーケット・ソリューション

累積債務問題の解消に向けて、市場メカニズムに乗るいくつかの方法が考案されてきた。

第1に銀行貸付債権の流通市場の発展があげられる。それは、LDCs向け貸付債権のリスク評価・すなわちリスクの価格づけを可能にするものである。リスク評価が可能になる結果、債

権者銀行、債務LDCsの両者に節度が課されるという利点がある。すなわち、国際的商業銀行はリスクが過度に高い債権を削減し、資産内容を健全化しようと努力し、LDCsは信用度を維持するためにみずからの債務のリスク度を高めないような行動を取ろうとするであろう。しかし、ニューヨークやロンドンでの流通市場は依然小さく、相対取引が主で、今後も急激な市場

拡大はさほど期待できないと言われる。

第2に「債務の資本化」があげられる。それは、債務国内に現地法人をもつ外資系企業などの投資家が、銀行から貸付債権をディスカウントで買い入れ、これを債務国政府または中央銀行に呈示して、額面ないし比較的小額のディスカウントで現地通貨に交換し、この現地通貨を、現地法人の増資や新規直接投資の資金として用いるというものである。このような債務の資本化の結果、債権銀行には、不良債権を処分し資産内容を健全化できるという利点があり、投資家・企業にとっては、割安なコストで現地通貨を手に入れるというメリットがある。また債務国は、対外債務を現地通貨で(かつしばしばディスカウントで)買い戻すことができ、同時に、金利負担の軽減、新規外資導入による経済の活性化が望める。しかし、もともと債務国内で活動する優良企業の現地法人が少なく、また債務国自身が直接投資の流入にさほど積極的でない(現地通貨発行によるインフレ懸念、外資に対しあまり友好的でない)ことから債務の資本化には限界があると指摘されている。

こうしたマーケット・メカニズムに則った債権国、債務国の対応はより積極的に支援すべきであり、そのための環境整備を進めて現時点での限界を乗り越える努力が必要であろう。

2. ベーカー構想

現行の累積債務LDCs問題は、単なる流動性問題ではなく、より構造的な問題であることを強調したのはジェームズ・ベーカー米財務長官である^(注32)。ベーカー長官は累積債務問題を流動性問題と見なすのではなく、中・長期的な経済構造調整を必要とする問題として位置づける。このような立場から、従来のIMF融資の際に条件づけられた厳格なコンディショナリティー(後述)を最重要視するよりも、構造改善をともなっただうえで経済成長、国際収支均衡を図るために、世界銀行・IMFなど国際機関と

協力し民間商業銀行から新規貸付を引き出すという面を重視している。つまり、LDCsの債務返済能力を改善させる経済構造改革の達成と結びついた公的・民間資金の追加供与の必要性を主張するのである。

このベーカー構想によれば、1986～88年の3年間に、民間商業銀行は重債務LDC15カ国に200億ドルの資金を、国際機関も年間90億ドルの資金を供与するはずだった。しかし実際には、民間商業銀行による新規融資額は減少し、逆に債務国による元利払いが進んだため、債務国から商業銀行に向けて資金が逆流出している。ベーカー構想が期待されたほど進展していない理由は、債務国側での支払能力、支払意思に問題があり、民間銀行側が融資を抑制しているからである。

3. 累積債務問題への対応

現行の累積債務LDCs問題を「流動性」問題と見なすのではなく「債務返済能力」問題、あるいは「債務返済意思」問題と捉えたとすれば、国際的商業銀行のこうむる貸倒れ損失は、誰かが負担しなくてはならない。その負担の仕方は、国際的商業銀行とLDCsのどちらに主に犠牲を強いるのか、あるいは先進国政府も一定の負担を負うべきなのか、という観点から、IMFの融資条件(コンディショナリティー)、債務返済繰り延べ(リスケジュール)、債務救済(デット・リリーフ)の3つに分けて整理することができよう。

IMFの融資条件(コンディショナリティー)

IMFの融資条件(コンディショナリティー)とは、IMFがLDCsに救済融資を行なう際に課する条件である。(近年では世界銀行IBRDも対LDCs融資にあたり、同様の条件を課す傾向にある。)それは、経常収支改善のための一連の緊縮的なマクロ経済政策——通貨価値切下げ、マネー・サプライ抑制、財政赤字削減等

(注32) Baker[1985].

— を指す。実際には、IMFは債務国への新規融資のうちごく一部しか提供しないのが通常であるが、IMF融資は当該債務国に対するIMFの「信認」と受け取られるため、民間商業銀行による多額の新規貸付を引き出す効果をもつ。(もっとも最近では、民間商業銀行の貸出しを前提としてIMF融資が供与される傾向がある。)

IMFのコンディショナリティーにともなう経済緊縮策・経済再建策は、たしかに短期的に貿易収支を改善させる効果をもつ。そしてそれは、流動性欠如が原因で債務返済困難に陥っている債務国に対しては有効な手段であろう。しかしそれは、国内アブソープションの低下による生活水準の切り詰め、投資率の削減を軸とするものであり、しかもすでに景気後退に陥っているLDCsでは、失業と資源の遊休化を拡大させるおそれがある。投資率の削減は、国内生産能力の増強につながらず、工業製品を中心として国際競争力を低下させる。このことから、債務返済能力、あるいは債務返済意思を持たない債務国にとっては、IMFコンディショナリティーは根本的な問題解決にはならない。むしろ、それは、累積債務諸国の過大な犠牲の下で国際的商業銀行への債務返済を強要し、債務返済に伴うコストを相対的に高め返済「意思」を減退させるものであるという批判もなされている。

債務返済繰り延べ(リスケジュール)

債務LDCsが返済困難に陥った場合、国際的商業銀行は債務返済繰り延べ(リスケジュール)に応じて、自らの財務状態を改善しようとするインセンティブをもつ。すなわち、銀行側にとっては、LDCsの債務返済不履行は貸付債権の不良資産化、バランス・シートの悪化を意味するため、それを当面回避しようとする。リスケジュールにおいては、通常、当初の金利に比べてスプレッドが上昇し、かつ手数料が課せられるため、それは、債務LDCsの負担を増大させ

るものように見られることが多い。たしかに債務返済困難が流動性欠如を原因としたものであれば、リスケジュールによって債務国の問題は解消しうる。しかし、債務返済が支払能力、支払意思を原因として発生している場合には、リスケジュールは、実際には国際的商業銀行の負担を将来に先送りするものにほかならない。リスケジュールによって不良債権の保有を続ける(あるいは拡大を図る)ことは、商業銀行の負担軽減にならないからである。

債務救済(デット・リリーフ)

アメリカのビル・ブラッドレー上院議員は、債務返済困難に直面しているLDCsに対する一定期間の金利減免、元本支払猶予を提案している(注33)。新規貸付は結局は対外債務の増大につながるものであることから、国際的商業銀行は、成長志向型の経済改革を採用するLDCsに対して金利減免、債務免除等の救済措置を講ずるべきであると主張する。債務救済措置のともなわない新規融資は債務国の返済能力を高めず、問題の解決を先送りするだけだという。

国際金融市場がそもそも不完全であり、すべての確率的事象を考慮して契約が作成されえないものとする、社会的に重大な帰結をもたらす事象が発生したときには、契約時点の精神に立ち戻って再契約を行なうことがパレート最適性を達成させる一つの方法であるという点は第

節で既に見た。そして債務国は各種の予期しえなかった事象の発生によって返済能力を失っているという認識の下で再契約を行なうとすれば、現在の時点では債務救済が妥当なはずである。また、債務返済に伴う過大なコストのために、支払意思を失ないレピューディエーションを決意している債務国に対して一定の債務免除・金利減免を認めることはその支払意思の回復に有効でありうる。返済義務の軽減は、返済コストを低下させてレピューディエーションのインセンティブを減ずるからである。従って部分的なデット・リリーフは、国際的商業銀行、

(注30) Bradley[1986].

債務国両者の経済厚生を高めるパレート改善策でありうるのである。

4. 負担配分

累積債務LDCs問題の根本的な解決のためにはLDCsの経済開発・成長を図らねばならず、そのためには先進国からの持続的な資金供給が必要である。現在、LDCsへの資金供給が停滞している理由は、債務国側での返済能力と意思が低下し、その結果、国際的商業銀行が融資をしづけているからである。債務国に返済意思を持たせるためには、さしあたり、自発的債務返済不履行のコストを相対的に高める（あるいは債務返済に伴うコストを相対的に低める）しか方法がない。レビューディエーションにあたって、当該LDCを半永久的に国際貿易・金融から追放する(permanent embargo)という制裁措置が実効性を持つのならばそれも有益な手段であろう。しかし実際には、個々の商業銀行にとっては、このような制裁・報復措置に訴えないことの方がその利益に適っている場合が多い。

むしろ、債務国の返済「能力」・「意思」の低下に対応する現実的な方法は、累積債務LDCs、国際的商業銀行、先進諸国政府の3者が債務負担を応分にシェアすることであろう。この3者のうち、いずれか1つに負担を押しつけようとするのは非現実的である。たとえば、一方の極のIMF(あるいはIBRD)コンディショナリティーによる緊縮経済政策、有効需要抑制策は、LDCsに過大なコストを課そうとするだけで問題の根本解決にはならない。他方の極の債務免除は、国際的商業銀行、債務LDCs両者にとりパレート改善的な効果を持ちうるが、それだけで債務LDCsの経済構造調整が達成されるわけではない。

ここでより現実的な方策は、(a)累積債務LDCsのデット・サービスを軽減しつつ、同時

にマイルドなコンディショナリティーを課して効率的な投資促進、貿易財部門生産活動の拡大を図り、(b)国際的商業銀行の資産構成を健全化させ、もって債務LDCsへの新規資金流入を促し、同時に、(c)先進諸国ではそれに応ずるための財政支出を負担することであろう。

まず(a)について言えば、債務国はみずからの経済を持続的・安定的な経済成長経路に乗せるような産業構造調整を行なうことが必要である。そのために、実現可能な経済構造改革を前提とした緩やかなコンディショナリティーを受け入れると同時に、ケース・バイ・ケースで部分的債務免除を含むデット・サービスの軽減を行なうことが望ましい。(注34)軽減されたデット・サービスの返済が進めば、新規資本流入も可能となろう。

(b)については、商業銀行の保有する不良債権の流通、税制面からの償却促進が重要な課題である。ニューヨーク、ロンドン等ですでに形成されている不良貸付債権の流通市場を厚みのあるものにし、マーケット・メカニズムに乗るものは最大限押しすすめることが望まれる。また、日本の邦銀28行は1987年3月、不良資産化した対LDCs債権の売却により自己資本引き上げを行なうなど財務体質の改善を図ることを目的として累積債務国向け債権の共同買入会社(Japanese Bankers Association Investment, Inc.)をカリブ海上のグランド・ケイマン島に設立した。このような動きも、商業銀行の経営体質を強化させるものとして一定の意義がある。しかし、JBA等のファクタリング会社の設立によって債務LDCsのデット・サービスが軽減されるわけではなく、それはあくまでも債権流動化による銀行財務体質の強化を狙ったものである。

このことから(c)については、貸付債権の償却をめぐる税制措置によって、商業銀行の財務体質を強化させることが挙げられる。ただし、税

(注34) デット・サービスの軽減については、1人当たりアブソープションの低下(それは投資率の減少と消費削減による人的資本の減耗を意味する)がはなはだしい債務国に対して考慮されるべきである。

制面での措置を緩和することになると、商業銀行がよりリスクの大きい貸付債権を保有することになりかねないというモラル・ハザードの問題が出てくるため、その点の配慮も加味されなくてはならない。

さらに、本邦居住者による対LDCs投資を促進するために投資資産価値・収益の安全性の保証、利子補給や各種担保提供の形で民間資本移動を高める財政措置が考慮されてしかるべきであろう（大来〔1987〕）。

・ 結語と将来への展望

累積債務問題は、現在、先進諸国間（とくに日・米・独）の経常収支不均衡問題と相まって、世界経済の不安定化要因の基軸となっている。この問題の根本的な解決のためにはLDCsを持続的・安定的な成長経路に乗せるべく経済構造調整を行なうことが必要であり、債務国、国際的商業銀行、先進諸国政府はそのための努力とコストの分担に応じなくてはならない。またIMFや世界銀行等国際機関は、そのための調整・媒介の役割を果たすことが望まれる。回避すべき最悪のシナリオは、LDCsが累積債務の重圧の下で破綻し、債権者たる国際的商業銀行と共倒れになり、その結果国際信用秩序が崩壊し、全般的な信用恐慌が発生することである。

現在の累積債務問題は「債務返済能力」及び「債務返済意思」（の欠如の）問題であるという評価が正しいとすれば、債務国みずからが自立的な経済成長を達成すると同時に、債務国にとっての債務返済コストを相対的に引下げる努力が不可欠である。そのためには何よりもまず、非効率的な国内経済構造の改善、外国貯蓄の効率的利用による国内生産基盤の拡充、一次産品価格の変動に対し抵抗力のある貿易財部門の育成や農産物価格の引上げ、実質賃金・実質為替レート下落などが重要である。国内経済が成長し、残余世界との貿易・金融的統合が深まれば、債務返済に伴う相対的コストが次第に低下

しよう。

このような債務国側の努力と並行して、先進工業諸国も、みずからの経済構造調整をはじめ、農業保護の撤廃、市場開放（農産物・工業製品とも）などを進めなくてはならない。日本としても、内需指向型の産業構造へと転換をはかりつつ、現在、北アメリカ、西ヨーロッパに主として証券投資の形で流出している日本の民間余剰貯蓄を、ODA等種々のチャンネルを通じてLDCsに振り向け、その資本蓄積に充当させる努力が望まれる。

ただし、1980年代の累積債務LDCs問題解決のために、いま1つの重要な点は、アメリカがマクロ経済政策（とりわけ財政政策）の節度を回復し安定的な世界経済の中心として復帰することである。アメリカは現在、世界のマネー・フローにおいて多大な資金需要者としてあらわれており、本来LDCsに向けられるべき先進国資金を吸収している。すなわち、アメリカの拡張的財政政策が経常収支赤字を生み、海外資本の流入を促すことによってLDCsの資本需要を国際的にクラウド・アウトしているのである。したがって累積債務LDCs問題解決の必要条件のひとつは、アメリカ財政政策転換による均衡回復である。アメリカがまずもって構造的財政赤字を削減して、世界の資金需要を緩和させるとともに、健全なマクロ経済政策によって世界経済を主導してゆくことが必要なのである。

参 考 文 献

池尾和人〔1985〕、『日本の金融市場と組織——金融のミクロ経済学』（東洋経済新報社）。
内田真人〔1986〕、『国際貸借のメカニズム——累積

債務問題の一考察』研究資料(61)研1-2, 日本銀行金融研究所(2月3日)。
大来佐武郎〔1987〕,『OKITA REPORT: 日本版マ

- ーシャル・プランの実現へ向けて」(1月22日)。
- 黒田巖〔1979〕,「金融制度分析の理論的枠組——asymmetric informationの理論と金融制度」,『金融研究資料』第2号,日本銀行特別研究室。
- J・サックス〔1987〕,「債務免除と『銀行ショック』:『債務危機管理』の新プログラム」,『Economics Today』(Winter), pp.78-91.
- 服部正也〔1986〕「国際連帯銀行設立を提案する——発展途上国累積債務問題解決のために——」,『中央公論』(2月), pp.88-99.
- 早川英男〔1986〕,「『情報の経済学』について——概念的整理と理論的可能性」,『金融研究』,5巻2号(4月),日本銀行金融研究所, pp.39-82.
- Aizenman, Joshua〔1986〕, "Country Risk, Asymmetric Information and Domestic Policies," National Bureau of Economic Research Working Paper No. 1880 (April).
- Baker, James A.〔1985〕 "A Statement by the Hon. James A. Baker," (October 8).
- Bradley, Bill〔1986〕, "A Proposal for Third World Debt Management," presented at the Congressional Summit on Exchange Rates (June 29), Zurich, Switzerland.
- Cline, William R,〔1984〕, *International Debt: Systematic Risk and Policy Response* (Washington: Institute for International Economics).
- 〔越智昭二監訳『国際金融危機——銀行はいかに対応すべきか』(金融財政事情研究会,1985年)。〕
- Cohen, Daniel and Jeffrey Sachs〔1986〕, "Growth and External Debt under Risk of Debt Repudiation," *European Economic Review*, 30 (June), pp. 529 - 560.
- Cooper, Richard and Jeffrey Sachs〔1985〕, "Borrowing Abroad: The Debtors Perspective," in Gordon W. Smith and John Cuddington, eds., *International Debt and the Developing Countries* (Washington: World Bank), pp. 21 - 60.
- Crawford, Vincent P.〔1987〕, "International Lending, Long-Term Credit Relationships, and Dynamic Contract Theory," *Princeton Studies in International Finance*, 59 (March).
- Dornbusch, Rudiger〔1985〕, "External Debt, Budget Deficits and Disequilibrium Exchange Rates," in Gordon W. Smith and John Cuddington, eds., *International Debt and Developing Countries* (Washington: World Bank), pp. 213 - 235.
- Dornbusch, Rudiger〔1986〕, "The World Debt Problem: 1980 - 84 and Beyond," in his *Dollars, Debts and Deficits* (Cambridge: MIT Press).
- Eaton, Jonathan and Mark Gersovitz〔1981〕, "Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis," *Review of Economic Studies*, 48 (April), pp. 289 - 309.
- Eaton, Jonathan, Mark Gersovitz and Joseph E. Stiglitz〔1986〕, "The Pure Theory of Country Risk," *European Economic Review*, 30 (June), pp. 481 - 513.
- Edwards, Sebastian〔1984〕, "LDC Foreign Borrowing and Default Risk: An Empirical Investigation, 1976 - 80," *American Economic Review*, 74 (September), pp. 726 - 734.
- Glick, Reuven〔1986〕, "Economic Perspectives on Foreign Borrowing and Debt Repudiation: An Analytic Literature Review," Monograph Series in Finance and Economics, 1986 - 4, Graduate School of Business Administration, New York University.
- Hirshleifer, J. and John G. Riley〔1979〕, "The Analytics of Uncertainty and Information——An Expository Survey," *Journal of Economic Literature*, XVII (December), pp. 1, 375 - 1, 421.
- International Bank for Reconstruction and Development (IBRD)〔1985, 1986〕, *World Development Report*.
- Jaffee, Dwight M. and Thomas Russell〔1976〕, "Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing," *Quarterly Journal of Economics*, 190 (November), pp. 651 - 666.
- Kenen, Peter B.〔1983〕, "A Bailout Plan for the Banks," *New York Times* (march 6).
- Kletzer, Ken〔1984〕, "Asymmetries of Information and LDC Borrowing with Sovereign Risk," *Economic Journal*, 94 (June), pp. 287 - 307.
- Kydland, Finn E. and Edward C. Prescott〔1977〕, "Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans," *Journal of Political Economy*, 85 (June), pp. 451 - 472.
- Morgan Guaranty Trust Company of New York〔1986〕, *World Financial Markets* (march).
- Sachs, Jeffrey〔1981〕, "The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970's," *Brookings Papers on Economic Activity* (1981:1), pp. 201 - 268.
- Sachs, Jeffrey〔1984〕, "Theoretical Issues in International Borrowing," *Princeton Studies in Inter-*

- national Finance* , 54 (july) , Princeton University.
- Sachs. Jeffrey [1986] , "Managing the LDC Debt Crisis," *Brookings Papers on Economic Activity* (1986:2) , PP. 397 - 431.
- Sachs , Jeffrey and Daniel Cohen 1982 , "LDC Borrowing with Default Risk," National Bureau of Economic Research Working Paper No. 925 (July).
- Simonsen , Mario H. [1985a] "The Developing Country Debt Problem," in Gordon W. Smith and John Cuddington , eds. , *International Debt and the Developing Countries* (Washington: World Bank) , pp. 101 - 126.
- Simonsen , Mario H. [1985] , "Indebted Developing-Country Prospects and Macroeconomic Policies in the OECD , " in C. Fred Bergsten , ed. , *Global Economic Imbalances* , Institute for International Economics Special Reports No.4 (Washington: IIE , December).
- Stiglitz , Joseph E. [1986] , "Information and Economic Analysis: A Perspective," *Economic Journal* , 95 (Supplement) , pp. 21-41.
- Stiglitz, Joseph E. [1987] , "The Causes and Consequences of the Dependence of Quality on Price , " *Journal of Economic Literature* , XXV (march) , pp. 1 - 48.
- Stiglitz , Joseph E. and Andrew Weiss [1981] , "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information , " *American Economic Review* , 71 (June) , pp. 393 - 411.
- Swoboda , Alexander K. [1985] , "Debt and the Efficiency and Stability of the International Financial System," in Gordon W. Smith and John T. Cuddington , eds. , *International Debt and the Developing Countries* (Washington: (World Bank) , pp. 151 - 175.