

外貨建て債務と企業行動

古屋 核

特集／開発途上国における金融的脆弱性

一九九〇年代以降、開発途上国（とくに新興市場諸国）への資金流入量は飛躍的に増加した。金融自由化を背景に、これら資金の大半（一九九〇年代では六〇～八割）は途上国の民間部門に流れ、各地で投資ブームを引き起こすこととなった。

このような資本市場動向の変化のなかで、途上国特有の脆弱性も浮き彫りになってきた。途上国の民間部門が社債・銀行借入れ等を用いて国際資本市場から資金調達をする際、自国通貨建ての借入れを行うことは、先進国の場合よりも困難を伴う。この結果、民間負債に占める外貨建て債務の割合は、先進国よりも途上国の方が高くなる傾向がある（参考文献②）。高水準の外貨建て債務は、為替レートが安定し資本流入が続いている間は問題とならないが、ひとたび資本流入の途絶・為替減価が生じると、債務者の実質返済負担（自国通貨換算の債務返済額）を増加させ、いわゆるバランズシート不況を誘発するリスクを持つ。

このようなリスクは、一九九四年のメキシコ・ペソ危機を端緒とする一連の通貨・金融危機の中で現実化した。これを教訓と

して、近年、多くの途上国で現地通貨建て借入れ比率の引き上げ、外貨準備積み上げなどの対応が進みつつあるが、東・南欧諸国（とくにハンガリー、トルコ）を中心に、高水準の外貨建て債務（および経常収支赤字）の問題は残存している（参考文献④）。

上記のような現実を受け、過去一〇年ほどの間、通貨・金融危機のメカニズムに関する研究の蓄積が急速に進んだ。この過程で、外貨建て債務が途上国経済を不安定化させる様々な経路が明らかになってきた。

本稿では、これら諸経路に関する先行研究の要点をまとめるとともに、先行研究では捨象されていた経路に関する筆者自身の研究の一端を紹介したい。

本稿の構成は以下のとおりである。まず、途上国における実質為替レートと国内生産量の動向を分析するための基本枠組みを提示する。次に、基本枠組みに準拠しつつ、外貨建て債務に関する多くの先行研究に共通するメカニズム（為替減価の設備投資抑制効果）を明らかにする。最後に、先行研究では欠落している別メカニズム（外貨建て債務の価格調整抑制効果）について、先

行研究と対比しつつ略述する。

●分析の基本枠組み

まず、外貨建て債務の影響が無視できるベンチマーク・ケースを見てみる。単純化のため、名目価格は伸縮的で貨幣数量説・購買力平価説が常時成立しているとすると、変動相場制下での小国開放経済の均衡決定過程は図1のように表わされる（全市場とも完全競争が成り立っているとすると）。図中の曲線ADが需要サイド（財市場）の均衡条件、曲線ASが供給サイド（労働市場）の均衡条件、横軸が国内総生産（Y）を表わしている点で、閉鎖経済の総需要・総供給モデルと類似しているが、縦軸が自国財価格（P）でなく、**自国財価格（P）を外国財価格（ P^* ）**、ただしEは名目為替レート、 P^* は外国財の国際価格）で割った自国財相対価格（q）となっている点が異なっている（自国財と外国財は異質のため、完全代替的ではないと仮定する）。

図1の右下がりの曲線ADの意味するところは単純である。名目為替レート（E）が減価し、外国財価格（ P^* ）が自国財価格

図1 外貨建て債務が不在の場合の均衡決定過程

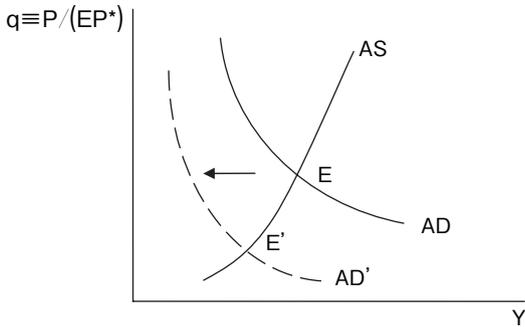
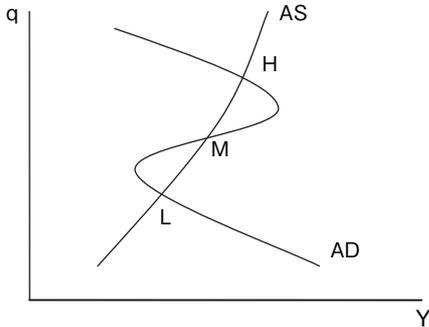


図2 外貨建て債務の不安定化効果—複数均衡の生成



(P)よりも割高になると、自国財相対価格(q)は低下する。このような実質為替レートの減価は自国財の価格競争力を高め、輸出の増加を通じて総需要(Y)を拡大する。

図1の右上がりの曲線ASは、労働者が自国財のみでなく外国財も消費することから生じる。自国財価格と名目賃金が同一でも、外国財価格が上昇すると、企業は労働者の確保が難しくなり、収益の圧迫要因となる。したがって自国財相対価格(q)が低い(外国財価格が相対的に高い)場合には自国財の供給量(Y)は少なくなる。

均衡における相対価格と産出量は図1の曲線AD、ASの交点Eで与えられる。図から明らかかなように均衡Eは一意かつ安定となる。

負の対外ショック(輸出需要の急落など)は曲線ADを点Eのように左シフトさせ、均衡を図1の点Eから点E'にシフトさせる。この結果、自国財相対価格は低下(実質為替レートは減価)し、産出量は減少する。

●外貨建て債務と設備投資

外貨建て債務と途上国経済の脆弱性に関する先行研究の中核をなす前提は、企業の借入制約の存在である。資本市場が完全に企業が借入れ制約を受けない場合、各企業の設備投資量は当該投資の収益性と機会費用にのみ依存し、企業の財務状況(内部資金や担保可能資産の額など)の影響を受けない。しかし、情報の非対称性など資本市場の不完全性から借入れ制約が存在する場合には、財務体質の弱い(内部資金や担保可能資産額が少ない)企業は十分な資金が調達できず、各企業の設備投資量は財務状況にも依存することになる。

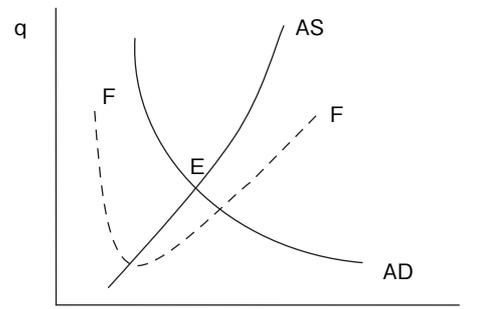
上記の前提を、外貨建て債務を負う企業に当てはめると、為替レートの減価が「(自国通貨換算の)債務負担の増加↓純資産額の低下↓借入可能資金量の減少」という経路を通じて設備投資量を減少させることがわかる。クルーグマン(参考文献③)、アギオン他(参考文献①)などを嚆矢とする先行研究は、すべてこの設備投資抑制効果に立脚している。

設備投資に関する以上の議論をふまえ、外貨建て債務(および借入れ制約)の効果

を前節の枠組みに即して図示すると、図2のようになる。供給サイドの条件は、前節と同様右上がりの曲線ASで表わされるが、需要サイドの条件は、以下で述べるようにより複雑となる。

前節と同様、自国財相対価格(q)の低下(実質為替減価)は輸出を増加させる効果を持つが、同時に実質返済負担の増加を通じて投資を減少させる効果を持ちうる。総需要(Y)への影響はこれら相反する二つの効果の大小関係に依存する。qの値が非常に高く、実質債務負担が小さいときには、借入れ制約は効かず、qの低下(実質為替減価)は輸出増の効果を通じてYを増加させる。この結果、曲線ADは右下がりとなる。また、qの値が非常に低く、実質債務負担が大きいときには投資はすでに下限まで落ち込んでいるため、qの低下は輸出増の効果のみを通じてYを増加させ、曲線ADはやはり右下がりになる。一方、qの値が中間的な場合には、qの低下の投資抑制効果が輸出促進効果を上回り、Yが減少する可能性がある。この場合、曲線ADは右上がりとなる。以上をまとめると、曲線ADは図2のように逆S字型になることがわかる。

曲線ADが図2のように屈曲する結果、曲線ASとの交点が複数生じ、均衡は一意に定まらない可能性がある。図2の場合、経済にはH、M、Lの三点で表わされる三つの均衡が存在している。これら三つのうち、安定な均衡点H、Lに注目すると、Hは自



国財相対価格が高く（自国通貨が強く）、投資・産出量ともに多い高位均衡となつてくるのに対し、Lは自国財相対価格が低く（自国通貨が弱く）、投資・産出量とも少ない低位均衡になつていることがわかる。経済のファンダメンタルズ（選好、技術に関する条件）が同一でも、実質為替レートに関する期待に差異があると、実現する均衡は大きく異なつてしまう。

通貨・金融危機は、突然の期待の変化に起因する高位均衡（図2の点H）から低位均衡（点L）への移行として解釈できる。

また、外貨建て債務（および借入れ制約）の不安定化効果とは、経済の性質を図1のような一意均衡から図2のような複数均衡に変えてしまうこととして解釈できる。

●外貨建て債務と価格調整

前節で見た先行研究では、外貨建て債務は設備投資を通じて实体经济に影響を与えており、企業の生産活動を直接制約することとはなかつた。すなわち、分析の主眼は設備投資支出を中心とする需要サイドに置かれ、各企業の価格設定過程など供給サイドは極力単純化されていた。以下では、先行研究を補完するため、外貨建て債務が供給サイドに影響を与える可能性を探つてみる。供給サイドの分析の鍵となるのは、企業の資金繰りと利潤の関係である。期末に一定額—例えば元利合計で一〇万ドル—の返済義務を負う企業にとって、返済資金の調

達方法は一般に三通りある。第一は手持ちの資産（預金、受取手形、債券等）を一〇万ドル分取り崩すこと、第二は一〇万ドル分のつなぎ融資をとりつけること、第三に当期利潤（営業利益）から一〇万ドル分捻出することである。最初の二つの手法を合わせても調達可能金額が一〇万ドルに満たない場合、当該企業はいわゆる自転車操業状態となり、返済資金の不足額を当期利潤でカバーしなくてはならなくなる。以下では、過去に何らかの理由（貸し出しブームなど）で多額の外貨建て債務が積み上げられ、自国の企業部門全体が自転車操業状態にある（債務返済資金を当期利潤に依存せざるを得ない）と仮定する。

上記の返済資金制約とともに、供給サイドの分析のもう一つの鍵となるのは、自国財の価格形成過程である。前節までは自国企業がプライス・テーカーであると仮定していたが、以下では自国財産業の内部で独占的競争を展開しているプライス・セッターであると仮定する。すなわち、各企業は、競合他社の製品価格、外国財価格、生産要素価格（賃金）等を所与としつつ、自社製品の価格を自ら設定可能とする。

以上の二つの仮定（返済資金制約と独占的競争）を組み合わせると、外貨建て債務の存在が、企業の価格調整の自由度を狭め、対外ショックに対する実質為替レートの調整機能も低下させる、という結果が得られる（企業家は債務に対して無限返済責任を

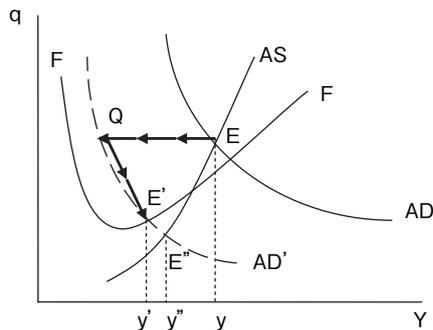
負い、債務不履行・部分返済等は不可能とする）。

このことを、自国財産業に対する負の需要ショックが生じたケースを例に確かめてみる。当該ショックは産业内のすべての企業に及ぶため、個別企業の直面する需要曲線は左方シフトする。為替レート、賃金等の水準が当初のままですると、各企業は需要減退に合わせて生産量を削減するため、経済全体の雇用量も減少することになる。

このような雇用環境の悪化は賃金低下をもたらすが、労働コスト減による収益性の改善を受けて企業の生産意欲が高まるため、各企業は競って生産を拡大し、雇用量も回復に向かう。産业内の競争圧力より、この過程で自国財の相対価格は低下（実質為替レートは減価）していくが、同時に、各企業の実質返済負担も増加してしまう（外貨換算の名目利潤額が低下する一方、外貨建て返済額は不変のため）。実質債務負担の増加によって各企業の純利益（営業利益と債務返済額の差）がゼロになると、これ以上の相対価格切り下げは（倒産を招くため）不可能となり、生産回復のプロセスは停止を余儀なくされることになる。外貨建て債務の存在は、相対価格変動に対する企業の耐性を低下させ、対外ショックに対する実質為替レートの緩衝機能をも弱めてしまふのである。

上記の効果を先来の基本枠組みに即して図示すると、図3のようになる（図の複雑

図4 負の需要ショックに対する経済の調整過程



Yの結果、曲線FFの形状は図3のようにV字型となる。

以上の設定に基づき、負の需要ショック（輸出の急落など）の効果を図示すると、図4のようになる。当初、債務返済資金が営業利潤で十分まかなえていたとすると、営業利潤の起る前の均衡は二曲線AD、ASの交点Eで与えられ、産出量は Y となる。いま、自国財産業が負の需要ショックに見舞われたとすると、総需要曲線はADからAD（点線）へと左方シフトする。価格がすべて不変ならば均衡はAD上の点Qへと左方に

化を避けるため、設備投資は行われず、総需要は消費と純輸出のみから成るとする。右下がりのAD曲線、右上がりのAS曲線は図1の場合と変わらないが、外貨建て債務の価格調整抑制効果を表わす曲線FF（点線）が加わっている。この曲線FFは、自国企業部門の当期利潤が債務返済額とちょうど一致する条件を表わし、産出量 Y の様々な値に対して自国財相対価格 q が取り得る下限を与えている（この曲線より下の Y 、 q の組み合わせは実現不可能）。

曲線FFの形状の説明は以下のとおりである。Yが比較的高い値から減少していくと、雇用減少による賃金低下によって企業の値下げ余力が増すため、 q の下限は低下していく。しかし、Yの減少がさらに続くと、賃金低下の効果以上に収入低迷の効果が響くようになって企業の値下げ余力は減少に

水平移動するが、産出量・雇用量の減少とそれに伴う賃金コストの低下を受け、企業間に値引き競争が発生し、 Y と q の組み合わせは右下へと移動していく。この過程で産出量は回復していくが、同時に自国財相対価格の低下（実質為替レートの減価）も起るため、外貨建て債務の返済負担も増加、企業の資金繰りも苦しくなっていく。均衡がE'点（ADと曲線FFの交点）に到達すると、企業の値下げ余力は完全になくなり、生産の回復過程は産出量が Y' になったところで停止してしまう。

ここで注目すべきは、外貨建て債務がゼロのときには曲線FFは消滅、均衡は図中のE'点となり、産出量は Y' まで回復する、ということである（外貨建て債務がゼロでなくとも微小ならば、曲線FFがはるか下方に位置するため、均衡E'が実現する可能性が高くなる）。

図4のE'、E''を比べると、企業が外貨建て債務を負う場合、所与の需要減がもたらす相対価格の下落幅はより小さくなり、その分、産出量の減少幅が増幅されることがわかる。相対価格（実質為替レート）の調整が完全ならば、産出量は Y から Y' に減少するにとどまるが、外貨建て債務の影響で価格調整幅が制限される場合、需給の調整の一部は数量調整に委ねられ、産出量は Y' までではなく Y'' までより大幅に減少するのである。

上述のモデルは貨幣数量説・無限弁済責

任など極めて特殊な仮定を含んでおり、現実を叙述するには問題が多い。しかし、外貨建て債務の存在が、従来の需要サイドの分析にはなかった不況増幅効果を持ちうる、という点は留意に値するように思われる。この点に関する、より一般的な吟味は今後の課題としたい。

（ふるや かく／大東文化大学経済学部 准教授）

《参考文献》

- ① Aghion, Philippe, Philippe Bacchetta, and Abhijit Banerjee, "A Simple Model of Monetary Policy and Currency Crises," *European Economic Review*, 44(4-6), 2000, pp.728-738.
- ② Eichengreen, Barry and Ricardo Hausmann eds., *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, University of Chicago Press, 2005.
- ③ Krugman, Paul, "Analytical Afterthoughts on the Asian Crisis," in Gregor Irwin and David Vines eds., *Financial Market Integration and Capital Flows*, Elgar, 2001, pp.389-397.
- ④ Roubini, Nouriel, "Risks and Vulnerabilities in Central Europe and South Europe, with Special Emphasis on Hungary and Turkey" <http://www.emonitor.com>, June, 2006.