

B・アイチェングリーン；
P・H・リンダート 編

『累積債務危機の 歴史的視座』

Barry Eichengreen; Peter H. Lindert 編, *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, ケンブリッジ (マサチューセッツ), MIT Press, 1989年, vi+282ページ

浜口 伸明

I

本書の分析の特徴は、ラテンアメリカが過去に起こした対外債務問題との比較において、1980年代に発生した対外債務問題はどのような共通点があり、何が異なっているのかを国際政治学、国際金融論の立場から明らかにしようとしていることにある。

現在の対外債務問題はブレイディ提案に見られるように債務削減を容認する方向で徐々に進展しつつあるものの、はたしてこれがグローバルな解決策となるのか、あるいはそのような措置は特定の条件を備えた国々に対して適用されるにとどまるのか、いまだ明確な展望が得られずにいる。また、ひとたび債務削減という事態に陥れば、そのような国に対して再び融資が行なわれるようになるとは到底考えにくいとする見方がある。もしそうであれば、債務削減は発展途上国の経済発展を遅らせるマイナスの影響を与えることはいままでもない。

このように債務問題が曲り角にさしかかった今日、歴史的視点から現在の問題を捉えようとする問題意識から本書のような研究成果がまとめられたことは時宜を得たものであり、非常に意義深い。また、対外債務問題は経済問題であるだけでなく、国際関係や国内の政治的問題とも深く結びついているだけに、本書で政治経済学的なアプローチがとられたことも適切であったと思う。

本書は、以下の各章から構成されている。

- 第1章 概論
- 第2章 洪水の後で——大戦間期のデフォルト、交渉、再調整
- 第3章 大戦間期のラテンアメリカ債権のデフォルトと再交渉

- 第4章 政策条件と返済意欲——1890年代との類似点
- 第5章 ブラジルの対外債務危機——過去と現在
- 第6章 メキシコの対外債務危機の歴史をめぐって
- 第7章 国際債務と国家安全保障——ヴィクトリア朝イギリスと戦後のアメリカ
- 第8章 対外債務問題への対応——1980年代では何が違うのか

II

本書はかなりの程度全体を貫く意志統一がされているが、各章が独立の論文として異なる10人の筆者により執筆されているという性格上、細部では若干の意見の不統一が見られる。したがって、まず章別に内容を紹介したうえで、本書を通じて強調されている論点を整理する必要があるだろう。

第1章 (B・アイチェングリーン, H・リンダート) は本書の概観を与えている章であるが、いくつか興味深いコメントが含まれている。たとえば、「銀行はなぜデフォルトを繰り返すような国に再び貸すか」、「デフォルトしても借りられるとすれば、債務国はなぜ返済するのか」、という疑問がある。前者について、(1)銀行マンの世代交代がある、(2)最終的にデフォルトが起きたとしても、平均してソブリン・ローン利益を生み出してきた、(3)ひとつの国でもその時々政府、政権の性格により、カントリーリスクは一様ではない、(4)過去にデフォルトを起こしても、現在整合性のある経済政策をとっていれば融資適格と考えられる、という説明が与えられ、後者については、返済を続けるか否かの選択は追加的な融資が受けられる状況かどうかによって決まり、返済を続けていようがいまいが外国からの資金フローが停止してしまう状況になると、返済のインセンティブは失われてしまうという。

第2章 (B・アイチェングリーン, R・ポータス) によれば、現在は個別債権者と債務国の間ではなく民間銀行団、パリ・クラブ、国際通貨基金が連携をとりながらグローバルな債務交渉を行なっているが、1930年代にもイギリスの外国債権者組合 (CFBH)、アメリカの外国債権者保護委員会 (FBPC) など、国別に自国の債権者の権益を代表保護する目的をもった団体があり、債務国との交渉に当たっていた。また、政府が債務処理に介入することは珍しくなく、問題国に対しては輸出金融や輸入を制限するといった制裁が与えられることがあった。しかし、1980年代には債権国政府はもっぱら債務国に圧

力をかけているのに対して、大戦間期には何らかの解決を図るように債権者にも働きかけていた、としている。

第3章(E・ジョルゲンセン、J・サククス)によれば、大戦間期にはラテンアメリカの政府債券への投資はアメリカ内の債券投資よりも高い金利がつけられていたうえに、一次産品の輸出が好調でラテンアメリカ諸国の返済能力も高く評価されていた。そのため、アメリカでは対ラテンアメリカ投資ブームが起こったが、反面、ラテンアメリカ諸国では借入に対する依存が強まって次第に返済を行なうために新たな借入れをするという事態が広がった。そして債権の質は低下した。1930年代の大恐慌によって対ラテンアメリカ資金供給は急激に縮小し、債務国は返済のための借入れはできなくなっていき、31年のボリビアを発端とする連鎖的なデフォルトがこの地域で発生した。このときデフォルトを起こさなかった数少ない国のひとつであったアルゼンチンが他の国と比べて優先的に資金を得たという事実は全く認められなかった。したがって、資金供給が停止したといってもそれはデフォルトに対する制裁ではなく全般的な経済状況に影響されたものにすぎなかったのであって、再び資金が供給されるようになったときにはアルゼンチンはデフォルトを起こした国と全く平等に扱われたという。

第4章(A・フィッシュロー)では、19世紀末に債務返済に困難をきたしたブラジルとアルゼンチンに、債権者が要請したコンディショナリティについて論じている。当時債権者が債務国に要求した政策は厳密な貨幣数量仮説に立脚しており、債務国の返済能力は政府の財政状況に依存すると考えられていた(注1)。そこで与えられた処方箋は、緊縮的な財政・金融政策と債務国通貨を増価させるという政策の組み合わせで、財政改善のためには増税や輸入関税の引上げなども勧告された。筆者は、債務返済困難を引起した要因はこのような貨幣数量的アプローチでは十分明らかではなく、資本流入の減少や輸出産品価格の低下がもたらした国際収支困難にも注目しなければならないとする。また輸出業者や地主階級は為替レートの増価や金融の引締めには難色を示したため、コンディショナリティは厳密には守られず、債権者も返済が続けられる限りにおいてはそれほど厳しくコンディショナリティの履行を迫らなかつたとしている。

第5章(E・A・カルドーゾ、R・ドーンブッシュ)は、1890年代と1930年代にブラジルが直面した債務危機との比較の観点から1980年代の債務問題を分析している。1890年代の債務危機は、通貨供給の急増とコーヒー

価格の暴落によって為替レートが急激に減価し、債務負担を増加させたことが引金となったが、外国からの資金フローが停止しなかったこと、財政赤字削減と通貨供給量の削減が行なわれたこと、コーヒー価格の回復とゴム輸出のブームによって国際収支が改善に向かったことによって完全なデフォルトに陥ることは避けられた。1930年代の債務危機では、結局債権者は43年に金利軽減か元本削減のいずれのオプションをとるかという選択を迫られたが、多くの場合元本削減が選択され、その後債務負担が減少した結果、ブラジル債権の市場価値は上昇したという。

筆者によれば、1980年代の債務危機では、ブラジルは最もはやく資本市場に復帰できる国と考えられていた。しかし、予想よりも長く高金利と一次産品価格低迷が続くなかで、返済にとまらぬ財政赤字の拡大と貿易黒字増大を狙った為替レート切り下げがインフレを高進させたうえ、投資が落ち込んで経済成長が損なわれた。そのうえ債権者カルテルが存在したこともあって、問題は長期化してしまった。筆者は、ブラジルが資金の対外移転よりも投資の拡大と経済成長を優先させる方が、長期的には債権者にとってもプラスであると提案している。

第6章(V・K・アガーワル)は、メキシコの対外債務問題の歴史を1820年代～80年代、1880年代～1913年、20年代～40年代、70年代～今日と4つのサイクルに分け、メキシコと債権者の行動を、調整政策、債務軽減の実施の程度、債権者と債務国の良好な関係の継続、をめぐるゲームとして分析している。メキシコにおいても何度となく返済停止が繰り返され、債権者との交渉によって、債務の証券化、借換え、利子の元本化、債務元本削減などさまざまな譲歩を引出したことが述べられている。また、資本逃避や銀行の貸渋りという行動もこれまで何度となく繰り返されてきている。銀行はソブリン・ローンに関してはかなり不用意に貸出し、メキシコ政府は開発目的よりも財政あるいは国際収支の補填を目的として借入れを行なってきたとも指摘されている。注目すべきは、アメリカが対墨戦勝後メキシコの領土とともに債務を引受けたり、返済不履行を起したメキシコの大統領を更迭に追い込んだりといった、債務問題とも関係した政治的干渉が見られたこと、およびメキシコの石油が常に債権者の関心であったことである。

第7章(C・リップソン)では、債務問題が発生したときの政府の公的な対応について、19世紀のヴィクトリア朝イギリスと戦後のアメリカの比較を行なっている。ヴィクトリア朝イギリスでは債務問題は国家安全保障の間

題と関係することはほとんどなかったため、債務問題の解決は債権者と債務国間のプライベートな問題とされて、政府が債務処理に介入することにはきわめて消極的であった。しかし、1980年代には少数の大銀行に巨額の債権が集中して債務問題がアメリカの金融機能全般に影響を与えかねないため、アメリカ政府の関心は当然ヴィクトリア朝イギリスよりも高かった。よって戦後アメリカも直接に債務問題に介入することはあまりなかったものの、外交的な重要性に応じて公的な貸付を資金制約のなかで行なうことがある。しかし、民間の資金フローを左右するだけの政策手段はアメリカも持ち合わせておらず、結局債務問題に政府がなせることは限られているとしている。

第8章(P・H・リンダート)は、過去のデフォルトの歴史と1980年代の債務危機の違いを分析している。1970年代の対途上国融資の増加の速度はこれまででもっともはやかった。しかし、1980年代に債務国が受けた外生ショックの強さは1930年代ほど深刻ではなかったとしている。

第2次世界大戦以前は英・米政府は債務問題へはほとんど介入しなかった。債権者もそのような介入を期待しておらず、そのかわり融資には現在よりも高い金利プレミアムが課されていた。1955年以降は債権国政府および国際通貨基金、世界銀行、パリ・クラブといった国際機関が債務問題に介入するようになり、政府から公的な低利の緊急融資も行なわれた。1980年代の債務危機後は主要な中進国への公的融資の金利は商業金利とほぼ同じくらいまで高まったが、中進国が不利な返済条件を課されたのは、過去のデフォルト歴やマクロ経済状況とは関係なく、主要債務国は債務危機発生以前の81年の段階ですでに過重な債務負担を抱えており、低利の公的融資を行なうことには納税者の抵抗が強かったからであるという。他方民間金融機関は金利の引上げではなく信用割当により対応してきた。

1930年代には、デフォルトを起こしたラテンアメリカの国々は、返済を継続した国々や債権保有国よりもはやく経済成長を回復した。第2次オイル・ショックの後1980年代には先進国はすぐに高い成長率を回復した反面、ラテンアメリカ、アフリカ諸国は低成長に陥っている。筆者はこの低成長の原因が債務危機を長引かせている現在のリスケジュールング・アプローチにあることをほのめかしながらも、そう明言することは避け、今後の研究課題であるというにとどめている。

III

本書で扱われている主要な論点は以下の4つに集約される。

- (1) 債務国がデフォルトに陥る理由、
- (2) 債務問題に対して債務国と債権者の間で最終的にどのような解決が図られたか、
- (3) 債務問題解決の過程への債権保有国政府の介入の程度と内容、およびその影響、
- (4) デフォルトによって債務国が受けるコスト、あるいは返済を続けることによって債務国が期待するベネフィット。

以下、上記の4点についてまとめながら若干のコメントを述べてみたい。

第1のデフォルトの要因についてであるが、フィッシュローの以前の研究(注2)では、デフォルトに至る国が開発デフォルター (developmental defaulter) と財政デフォルター (revenue defaulter) の2種類に分類されている。前者は鉄道などのインフラ投資に借入れを行なっていて輸出による外貨獲得能力は高まっているが、輸出品の価格暴落や資本流入の途絶によって、主たる政府の財政収入源である関税収入をもたらず輸入が落ち込むため、財政困難を引起し債務返済を滞らせてしまうタイプ。後者は財政補填のため高利で外国から借入れを行なっているために、結局は債務返済不能に陥ってしまうタイプである。共通しているのは財政危機が債務危機につながる点であるが、前者を短期的な変動によるものとし、後者を構造的な問題と考える点において、1980年代に見られた外貨の流動性の問題 (liquidity problem) と返済能力の問題 (solvency problem) という分類の仕方に似ている。債務危機発生直後には、多くの主要債務国については一時的な流動性の問題にすぎないと受けとめられたが、一次産品価格の低迷や金利の高騰が予想外に長期化し、結局は返済能力の改善が必要との認識もたれ、ペーカー提案に見られるような構造調整アプローチがとられるようになったのである。

第2にこれまでの債務問題の解決手法についてである。本書でたびたび述べられているのは、債務問題がひとたび発生すると、短期的には返済猶予期間が設定され、いよいよ根本的な解決が必要となれば、元本の削減、金利の軽減、返済期間の長期化などが実施されて、債権者も応分の負担を分かちあつたということである。また、債務国が債権者にことわりなく第2市場でかなり

の割引のうえ債券を買い戻し、しかもその目的に新規の融資が用いられるという悪質な行動もあったといわれる。ただし、第2次世界大戦以前の対ラテンアメリカ融資にはかなり高い金利プレミアムがつけられていて、いくつかデフォルトのケースがあったとしても平均すれば債権者が自国に投資するのとそれほど変わらないリターンを得ることができたという指摘は重要である。そうでなければ、債務削減が行なわれた後、銀行が再び融資を行なうようになるとは、いかにも不可解に思えるからである。

第3に、債権保有国政府の介入について、本書中では1980年代を除けば政府が民間銀行の対発展途上国債権の紛争に介入することはほとんどなかったというのが大方の見解であるが、第2章では介入の事例を列挙して「全く介入しなかったとするのは誇張しすぎ」としており、見解の相違が感じられる。ただし、同章で述べられているように、過去においては政府が債務国に圧力をかけて返済を促すと同時に債権者にも債務軽減で解決を図るよう働きかけていたことは注目に値する。また、過去には外国債を保有することは民間ベースのビジネスであるからデフォルトのリスクも債権者が負うべきとして、政府が公的には一線を画していたことは本書で繰り返し述べられている。

このことを現在の状況と比較してみると、累積債務の規模と金融界全体に与える影響からいって現在の方がはるかに政府の関心が強く、政府自身も債権者となったこともあっては傍観者ではいられなくなっている。しかし、1980年代の債務問題に政府が介入して債務国に一方的に圧力をかけているために、債務問題を長期化させてしまっており、対外資金移転が続いて調整政策にも失敗したことが多くの国で経済成長の低下とインフレの高進をもたらしたという批判はたびたび行なわれ、本書でも何人かの著者が言及している（たとえば、第3章、第5章、第8章）。

第4に、デフォルトが及ぼす影響についてである。借りた金を返済するのは金融モラルのうえからはきわめて当然の行為であるが、デフォルトとなれば将来長期にわたって資金供与が受けられなくなるのではないか、あるいは、貿易および短期信用の面で何らかの制裁措置を受けるのではないかという恐れが債務国が安易に返済不履行を宣言することを抑止する力となっている。このことは過去においても現在においても変わっていないだろう。しかし本書で指摘されているとおり、歴史的事実として実際にデフォルトとなったケースでは、ラテンア

リカへの融資の増大→債務累積→債務返済負担過重になる→返済のための追加融資行なわれる、という過程を経て債務問題が悪化していくなかで、債権保有国における深刻な不況などの債務国にとっては外生的な理由から資金流入がストップして返済不能に陥る、という順序をたどった。ここで、デフォルトを引起こした制裁として融資が拒否されたという逆のプロセスではないことは重要である。債権者と債務国が負担を分けあった債務削減が成立したうえで、貸手側の国におけるマクロ経済状況が改善し、借手が総合的な経済政策をとっていけば過去のデフォルト歴によって差別されることなく借入れができるようになると考えられるからである。しかし、このような楽観論が債務国側にモラル・ハザードを起こさせるようでは問題であることは言うまでもない。

最後にないものねだりであるが、これまでのようにデフォルトが繰り返されてしまうのは、国際金融のシステム自体に過剰貸付や過剰借入れを不可避としてしまう何らかの欠陥があるのかどうか、発展途上国の経済発展にとって継続的に貢献するためには何らかの制度上の改善が求められるのか、という分析が欠けていたのは残念に思われる。発展途上国の経済改革の問題と並んで議論を深めるべき問題であろう。

(注1) 厳密な貨幣数量仮説では貨幣の流通速度が一定とされる。すなわち、財政赤字や放漫な金融政策によってインフレが発生すると債務国通貨が減価し、それによって債務返済負担が増大して財政をさらに圧迫するという悪循環が生じ、債務返済能力は著しく悪化する。

(注2) Fishlow, Albert, "Lessons from the Past: Capital Markets during the 19th Century and the Interwar Period," *International Organization*, 第39巻第3号, 1985年夏。

(アジア経済研究所総合研究部)

訂 正

本誌前号(第32巻第4号)所収の劉仁傑(研究ノート)「台湾工作機械工業の経営戦略と技術蓄積」中に誤りがありましたので訂正いたします。

64ページ、右段26行目

誤 マテリアル・プランニングシステム
正 MRP (material requirements planning) システム