

途上国債務問題の歴史と教訓： イズ・ジスタイム・ディフエレント？

浅沼 信爾

1818 Society Japan Chapter

2023年10月28日



サプライヤー・クレジットとプロダクション・シェアリング (1940's-60's)

- 実質的に閉鎖された国際資本市場(1963年のアメリカの金利平衡税)。
- 貿易金融の拡張: サプライヤーズ・クレジットの拡大。
- 輸出競争と公的輸出保険制度。
- 輸出入銀行の展開(直接貸し付け)。
- パリ・クラブの創設(1956, アルゼンチンの債務繰り延べ)。
- Consortia と Consultative Groups (1958-): ギャップ・フィリング・エクササイズ。

第1次オイルショックとユーロ市場 (1970's)

- ペトロダラーのリサイクルとユーロ市場。
- ユーロ-バンキングの隆盛：シンジケート・ローン市場の急拡大。
- 一次産品価格の高騰と「資源の呪い」。
- インドネシアの債務危機とアドバイザリー・グループ(トロイカ)。
- 「トロイカ」(Kuhn-Loeb, Lazard, Warburg)の活動。

第2次オイルショックとソブリン債務危機 (1980's)

- 「資源の呪い」とアメリカのボルカー・ショック(金融引き締め)。
- 1982年夏のメキシコの債務破綻に端を発する危機の蔓延。
- IMF(融資拡大)、世銀(構造調整)、パリ・クラブ、**ロンドン・クラブ**(1976、ザイール): **リスクとニューマネー**。
- デフォルトと貸し手銀行の問題("If you owe a bank a thousand dollars, you have a problem; if you owe the bank a thousand million dollars, then the bank has the problem!").

ベーカー・プラン(1985)と ブラディ・プラン(1989)

- ベーカー・プラン:三者(ブレトンウッズ機構、パリ・クラブ、ロンドン・クラブ)に対して協調融資をするよう政治的プレッシャー(モラル・スエージョン)。
- 世銀の構造調整ローン、IMFの拡大プログラム等。
- ブレディ・プラン:初めての**実質的債務削減**、**ディストレス・ローン市場**で債務国が自国のローンをディスカウントで購入、購入資金としてアメリカ政府はゼロクーポンボンドを提供。
- ラテンアメリカ諸国の「失われた10年」とその後の再生。

HIPCイニシアティブによる債務削減 (1996, 1999)

- 1996年のリヨン・サミット、1999年のバーミンガム・サミット：最貧国の債務救済処置。
- 世銀(IDA)、IMF、アフリカ開発銀行(ADF)、米州開発銀行の債権放棄：パリ・クラブだけでは不十分。
- プログラム完了時点までのパフォーマンス(PRSP—‘Poverty Reduction Strategy Papers’)を債務救済の条件とする。
- 十分な成果？ 開発援助のグラント化、フリーライダー問題。
- 現代の「徳政令」(鎌倉時代)あるいは「棄捐令」(徳川時代)？

アジア金融(通貨)危機(1997-)

- タイの通貨危機から韓国、香港、インドネシア、マレーシア等に伝播。
- 短期の外国資本の流入、銀行経由私企業に融資、あるいは私企業の直接借り入れ。
- 基本的にはコーポレート・ファイナンスの失敗、それが銀行危機、さらに(銀行救済に乗り出した)ソブリン危機に転化。
- IMF、世銀、アジ銀、日本等による救済(ニューマネーの注入)。
- チェンマイ・イニシアティブとAMRO、国内的に破産法等。

危機の歴史の教訓(1)

- Defaultのコスト・ベネフィットとオーダーリー・レゾリューション：
 - 借り入れ国： 国際金融・資本市場へのアクセスの確保
 - サプライヤー： 将来の輸出市場の確保、損害の最小化、Odious debtの問題
 - 銀行： 自己資本棄損の回避、Default回避のためのニューマネー
 - 債券： 市場価格の存在、損切り
 - 中国： 地政学的影響力の維持

危機の歴史の教訓(2)

- 債務再編と債務削減:

Liquidity vs. Insolvency

IMFのDSA (Debt Sustainability Analysis) (cf. 世銀のギャップ・アナリシス)とその問題点(e.g. PPP関連の各種保証)

- Collective actionの論理:

クラブ・アプローチとフリー・ライダー

いろいろなデバイス(negative pledge, pari passu, cross-default, collective action clause)

危機の歴史の教訓： 結論として

- ソブリン債務危機は今後も起こる、共生する覚悟と準備。
- 債務レゾリューションのための最適解、そのための装置。
- 現在のMuddling through戦略はすべてのパーティーにとってコストが高い。
- 国際的破産法(更生法)(SDRM-Sovereign Debt Restructuring Mechanism)の必要、要請されるリーダーシップ。