



債務の見方

債務に光を当てる

経済回復と危機回避のためには、隠れ債務とその返済条件を明らかにしなければならない

セイラ・パザルバシオル、カーメン・M・ラインハート著

新型コロナウイルス感染症危機が長期化する中、新興市場国と発展途上国は過去の債務不履行の記憶を呼び覚ますようなきわどい状況に陥りつつある。全ての国が共通してパンデミック対策のために債務を抱え込んだが、新興市場国と発展途上国における経済回復は先進国に大幅に遅れている。先進国における金融引き締め政策は国際金利の上昇を招き、結果として通貨に圧力をかけ債務不履行が発生する確率を上げる傾向がある。厄介なことに、新興市場国と発展途上国の債務の規模とその返済条件は、完全に把握されていない。これらの諸国が継続的な回復を遂げ危機のリスクを抑えるためには、公的および民間の隠れ債務をすべて明らかにする必要がある。

IMFの2021年10月財政モニターによると、新興市場国と発展途上国は複雑な課題に直面している。成長が弱まる見通しで、財政余地は限られており、公的債務の満期が短いことにより借り換えリスクが高まっているためである。これらの国の多くは、その信用履歴やマクロ経済ボラティリティの高まりをはじめとする複数の要因から、負債への耐性が低い。多くの国が、2021年よりも債務水準が低い時に(図1)危機に直面した経験がある(Reinhart, Rogoff, and Savastano 2003)。

債務危機に共通する特徴は、急激な債務水準の上昇である。これは、外貨建債務を抱える

アーティスト: JOEL KIMMEL

国における為替レートの大幅な下落と、国有企業・地方政府・銀行・企業が抱え込んだいわゆる偶発債務を政府が肩代わりすることにより引き起こされることが多い。こういった危機は低い成長率、高いインフレ率、貧困撲滅やほかの開発目標への取り組みの後退に関連しているため、長期的な不履行は債務国の経済と社会機構に打撃を与える。

公的部門の外貨建債務は、(以前と比べ改善は見られるものの)依然として脆弱性の要因である。為替レートの下落が続いた場合、政府は大規模な外貨建債務を抱える民間組織の救済を迫られる可能性がある。このような救済は、公的借り入れニーズの急激な増加を招きうる。そのような事態は、先進国だけでなく新興市場国や発展途上国で過去に起きた数多くの危機で発生している。

新興市場国では、公的債務水準が上昇しソブリン格付けが引き下げられたにもかかわらず、ソブリンスプレッドは平均してパンデミック以前の水準に戻りつつある。しかし、過去10年間の世界的な低金利にもかかわらず、新興市場国の対外債務返済負担率は着実に上昇した(図2)。輸出が落ち込み債務が急増し、多くの国の借り入れ条件が厳しくなった2020年には特に上昇した。

先進国の中央銀行が予想外に続くインフレ圧力を抑制するため引き締め政策をとる中、金融情勢が世界的に悪化するだろう。中国は国内不動産部門における破産と新興市場国と発展途上国に対する多数の債権の不良化への対応に追われおり、海外融資が減少。金融情勢の悪化に追い打ちをかけるだろう。

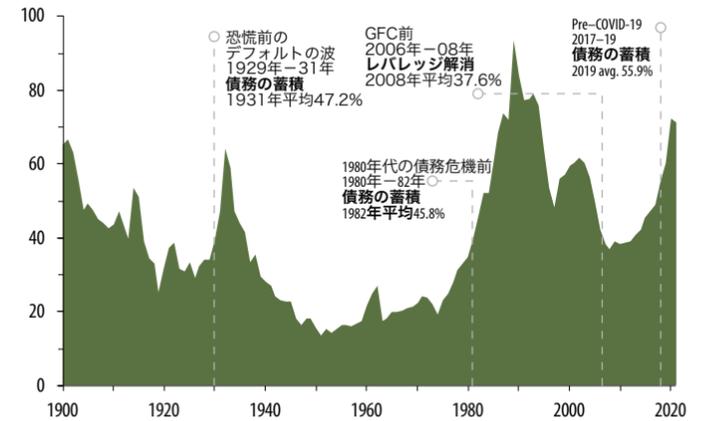
さらに、これらの国では、国内のソブリン債務のシェアが過去20年で急激に増加した(IMF 2021)。パンデミックの最中に海外投資家が撤退したことから、政府は資金ニーズを満たすために国内の銀行を頼った。新興市場国の国内銀行が保有する国債の増加は、過剰なソブリン債務が銀行や年金基金、家計、国内経済のその他の分野に波及する恐れがあることを意味する。

パンデミックの影響により、新興市場国と発展途上国の公的部門の継続的な総資金ニーズが増加したことから、債務リスクが高い状態が今後数年は続くだろう。多くの国で、既に国内資金源が枯渇している。そして、インフレ圧力が持続した場合には、これらの国の中央銀行からの借入能力は(一部の国は2020年初頭

図1

限界点

多くの新興市場国と発展途上国が、2021年の値よりも債務水準が低い時に危機に直面した経験がある。(GDPに対する公的債務の割合、1900年-2021年、単純平均、EMDE46か国)



出所: IMF世界経済見通し、Reinhart and Rogoff (2009)
注: 点線は4回の危機を網羅している。1929年-31年と1980年-82年、EMDEにおける大債務危機初期の2006年-08年、主に先進国に影響を与えたGFCの初期と、2017年-19年、新型コロナウイルス感染症前のEMDEにおける債務の蓄積。EMDE=新興市場国と発展途上国、GFC=世界金融危機。

図2

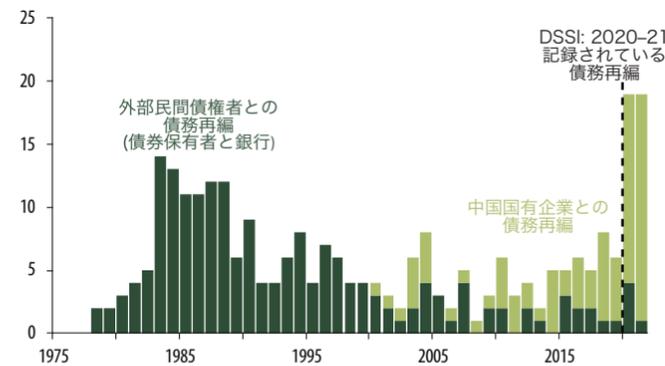
上がり続ける

過去10年の世界的な低金利にもかかわらず、EMDEの対外債務返済負担率は着実に上昇し続けており、2020年には急激に上昇した。(平均総対外債務返済率、EMDE、物品・サービス・主要収入に対する割合)



出所: 世界銀行世界債務統計、Reinhart and Rogoff (2009)
注: 債務不履行のシェアは全ての国(2020年時点で193か国)に基づく。債務返済はEMDE123か国の平均。EMDE=新興市場国と発展途上国。

図3
測定範囲外
隠れ債務の急増は記録されない債務再編の増加を招いた。
(対外ソブリン債務再編の数)



出所：ホーン、ラインハート、トレベッシュ（近日発表）。
注：この図は、外部の民間債権者（債券保有者と銀行）の不良債権再編に関するデータと中国の債権者の同データを組み合わせたものである。中国のケースには、2020-21年の債務支払猶予イニシアティブ（DSSI）を受けて、債務危機に直面しているか、そのリスクが高い国に対して認められた債務繰延べ33件が含まれる。パイアスを避けるために、小口でゼロ金利のローンの「象徴的な」再編149件を除外している。

から大規模な借入れを行っている)さらに制限されるだろう。こういった展開は、新興市場国と発展途上国をさらに外部金融に依存させ、外部からの資金調達が途絶した際のリスクが大きくなる可能性がある。最後に重要な点として、資金ニーズ(そして債務)は当初予想を上回ることが多々ある。

不透明なバランスシート

無秩序で長期的な債務不履行を回避しようとしている債務国政府の多くは、重大な問題に直面する。これらの国の債務の実際の規模またはその返済条件を、債権者の多くや、これらの国を支援する国際金融機関が完全に把握していないことが多々あるのだ。2014年頃まで続いた世界的な一次産品価格の上昇と相対的な繁栄の最中に、多くの新興市場国と発展途上国はパリクラブの公的債権国以外の国、特に中国から大規模な借入れを行った。こうした債務の多くが主要データベースに記録されることなく、格付け会社に把握されないままとなった。国営企業または政府保証企業による外部からの借入れも増加したが、これらの報告基準はまちまちだった。隠れ債務の急増は、記録されない債務再編の増加(図3)と隠れた

債務不履行の増加を招いた(Horn, Reinhart, and Trebesch, 近日発表予定)。これらの債務の返済条件または再編条件はあまり知られていない。過去の例から、不透明性は危機の解決を阻むか、少なくとも遅れさせると言える。

バランスシートの透明性の欠如は、公的部門に留まらない。2022年「世界開発報告」で強調されているように、多くの国が会計・規制上の猶予制度を導入し、パンデミックが経済に与える影響の緩和を保証している。これらの制度の意図せぬ結果は、銀行のバランスシートにまだ反映されていない不良債権が増加する可能性があることだ。隠れ不良債権の増加とソブリン債務の保有額の増加は、銀行の財務健全性が次第に政府の財政健全性と結びついてくる、いわゆるソブリンバンク・ネクサス(国家と銀行の結び付き)を強化させた。金融危機とソブリン債務危機は、短期間に連続して起こることが多い(Reinhart and Rogoff 2011)。パンデミックは民間と公的部門のバランスシートの不透明性を高めると同時に、この「破滅のループ」を強化させたのだ。

検知、透明性、解決

公的・金融・企業部門の透明性を高める包括的戦略を立て、特定されたバランスシートのリスクを評価し対策を講じることが、新興市場国と発展途上国の経済回復を支援し、既に過剰債務に陥っている国のソブリン債務問題を解決するための最初の一步となる。継続的な債務問題に直面する国を支援するために、G20が「債務措置に係る共通枠組」を導入してから1年以上になるが、未だに債務再編を達成した国は一国もない。前述の例と同様に、遅延の理由は様々で、債権国と債務国の双方に原因がある。よって、共通枠組を確実に実施するためには、全てのステークホルダーが緊急対策を講じる必要がある。これには、共通枠組プロセスの段階とスケジュールを明確にし、交渉が終了するまで債務返済を停止することが含まれる。

債務契約は、より透明性が求められる重要な分野だ。一般的な返済条件(満期、金利、通貨)に加え、多くの新興市場国の債務契約の重要な要素(担保、クロスデフォルト、秘密保持条項等)は開示されていないことが多い。担保付対外公的債務は近年増加しているが、その普及率の正確な値は十分に把握できていない。民間債権者からの担保付シンジケート債とシンジケートローンへの依存が一部の国に集中しており、石油業界との不透明な契約も見られ

る。さらに、中国との二か国間インフラ融資の多くが担保化されていることを示唆する証拠もある(Gelpern and others 2021)。

以前にも述べた通り、透明性により全ての課題を解決できるわけではない。しかし透明性は、現時点では失われ気味な債権者間の信頼を構築し、秩序ある迅速な債務再編の可能性を高めることができる。全ての債権者と債務国が開示しなければならない。多国間でより包括的な新たなデータベースを構築しつつ、既存のデータベースを引き続き補足し、開示要件を強化するために融資政策の見直しを行うべきである。

財政政策、金融政策、そして金融部門の政策は、パンデミック中に金融の安定性を支えてきた。いずれこれらの措置が終了した場合、脆弱性が明らかになり銀行部門を圧迫する可能性がある。タイムリーな行動が重要であり、資産査定と危機管理計画準備のための負荷試験実施を通じて、ソブリン債務と偶発債務へのエクスポージャーを含む銀行資産内容の透明性を改善する必要がある。正確なリスク診断が、問題解決と必要とされる資産再編に向けた最初の一步となる。

過去に何度も繰り返されてきたように常緑化(無限に融資を更新すること)により苦境を乗り切れることは、経済回復を遅れさせることとなる。査定の結果、確固たる資本増強や債務の再編が求められる場合は、ソブリン債務負担を著しく悪化させない方法でこれらを迅速に実施すべきである。一部の国では、政府の介入が必要となるかもしれない。このような介入には、家計と商業不動産部門の過剰債務の軽減に的を絞ったプログラムが含まれる。

「ゾンビ化」を避けるためには、市場原理が資産再編を推し進め、これを(貸倒の分類・引当金・開示の分野を含む)規制強化と監視強化により支えることが重要である。

IMFと世界銀行はソブリン債務再編を支援するために、今後もデータの公表、能力開発、融資政策を通じて透明性の課題への取り組みを支援していく。返済が滞っている国または現在再編が行われている国に対するIMFの融資政策のレビューが現在行われている。このレビューで、自国の累積債務額と返済条件に関する包括的情報を全ての債権者と共有する国に対してのみ、IMFが融資できるとする新たな政策を職員が提案している。対象国が既に返済が滞っている状態か、または滞納を回避しようとしているかにかかわらず、このような情報の共

有が求められることになる。

世界銀行の国際債務統計の債務網羅率は、この数年で著しく上昇した。最新の報告書では、以前は報告されていなかった約2,000億ドルの融資額が統計に追加された。これは、世界銀行の国際債務統計が始まって以来50年の歴史の中で、一度の追加額として最大である(Horn, Mihalyi, and Nickol 2022)。既に過剰債務に陥っている、またはそのリスクが高まっている低所得国の割合は、2015年には30パーセント未満であったが、現在では約60パーセントとなっている。こういった国は透明性のギャップが特に深刻であるものの、同様の問題が新興市場国や発展途上国の間でも広がっている。こうしたギャップへの迅速な対応を怠った場合のリスクは重大であり、そのリスクは急激に高まっている。ID

セイラ・バザルバシオルはIMFの戦略政策審査局長。カーメン・M・ラインハートは世界銀行の副総裁兼チーフエコノミスト。

参考文献:

Gelpern, Anna, Sebastian Horn, Christoph Trebesch, Scott Morris, and Bradley Parks. 2021. "How China Lends: A Rare Look at 100 Debt Contracts with Foreign Governments." Peterson Institute for International Economics Working Paper Series WP21-7, Washington, DC.

Horn, Sebastian, David Mihalyi, and Philipp Nickol. 2022. "Hidden Debt Revelations." Unpublished. World Bank, Washington, DC.

Horn, Sebastian, Carmen M. Reinhart, and Christoph Trebesch. Forthcoming. "Hidden Defaults." *American Economic Review: Papers and Proceedings*, May 2022.

International Monetary Fund (IMF). 2021. "Issues in Restructuring of Sovereign Domestic Debt." Policy Paper 2021/071, Washington, DC.

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2009. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2011. "From Financial Crash to Debt Crisis." *American Economic Review* 191 (5): 1676-706.

Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff, and Miguel A. Savastano. 2003. "Debt Intolerance." *Brookings Papers on Economic Activity* 1 (Spring): 1-74.