

国際金融システムにおける二つの対外債務問題

小川英治

一 序

一九七〇年代初めに固定相場制から変動相場制へ移行した国際金融システムは、二度にわたる石油ショックを経験した後、一九八〇年代を迎えた。そして、一九八〇年代において国際金融システムにおける国際資金フローが大きく変化した。第一に、石油ショック後に問題となっていたOPEC諸国の潤沢な原油収入を発展途上国へ

還流させるというオイル・ダラー還流問題は、原油価格下落による原油収入の減少のために自然消滅してしまった。第二に、米国が双子の赤字を抱えて、外国からの資金流入に対する依存が高まった。その結果、米国が世界最大の対外純債務国に転落した。この二つの国際資金フ

ローの変化は、二つの対外債務問題を生み出している。その一つは発展途上国の累積債務問題であり、もう一つは米国の対外純債務国化問題である。そこで、本稿では、一九八〇年代の国際金融システムにおいて問題となっている、そして一九九〇年代に入っても問題として残ると予想されるこの二つの対外債務問題を考察する。

次節において対外債務問題を考察するためのフレームワークとして国際貸借の理論モデルを提示する。現在と将来の異時点間の選択の結果として国際貸借が行われることから、モデルは異時点間の選択を明示的に含むものである。最も単純な異時点間モデルとして現在と将来の二時点から成る二期間モデルを利用する。⁽¹⁾

第三節では、二期間モデルを二国二期間モデルに拡張

して、米国の財政赤字拡大による対外純債務国化を考察する。米国が現時点で一時的に財政支出を増大させると、実質利子率が世界的に高まると同時に、米国は貿易収支が悪化し、対外純債務国になることが示される。

第四節では、小国二期間モデルを利用して、発展途上国の対外債務返済不能に関して、「債務返済能力 (solvency)」問題、「流動性 (liquidity)」問題及び「債務返済拒否 (repudiation)」問題を中心に発展途上国の累積債務問題を考察する。発展途上国の輸出の大半を占める一次産品の価格の低迷や世界的な高金利によって債務返済能力や流動性制約が悪化することが示される。そして、債務国による債務返済拒否の可能性がある場合には、債権国が債務返済拒否を恐れて信用割当を行う結果、債務国の成長が阻害されることも示される。さらに、債務返済拒否の可能性は流動性制約を厳しくする場合がある。

二 国際貸借の理論モデル

ある国が外国に対して債務を負ったり、あるいは外国に対する債権を保有することは、経済主体の異時点間の選択の結果として行われる。現在から将来にかけて得る

ことができる所得の現在価値を予算制約として、現在から将来にかけて消費を決定する。現在において所得以上に消費し、そして将来において所得以下で消費することによって最大の効用が得られる場合には、現在において外国に対して債務を負って、消費と所得の差額に充てる。当然、将来において外国にその債務を返済しなければならぬ。逆に、現在において所得以下で消費し、そして将来においてその所得以上に消費することによって最大の効用が得られる場合には、現在において外国の債務を保有し、将来においてその返済を受けて、消費に充てることができる。このように、国際貸借は現在と将来の異時点間の選択の結果として生ずる。

そこで、国際貸借を理論的に説明するために異時点間モデルを提示する。単純化のために、現在と将来の二時点に焦点を当てた二期間モデル⁽²⁾を利用する。さしあたり、単一の貿易可能財を生産・消費する小国開放経済を想定する。経済主体は、代表的家計と代表的企業と政府から成る。したがって、モデルは、これらの経済主体の異時点間にわたる最適化行動に基づいている。さらに、経済主体が国際金融市場で自由に貸借することができる完全

(3) 国際金融システムにおける二つの対外債務問題

資本移動を仮定する。小国の仮定より、価格と利子率は所与である。

モデルの供給サイドから示す。各期の国内総生産(②)は、資本ストック(K)と労働量(L)の関数で示される。生産関数は収穫逓減の増加関数を仮定する。

$$(1) \quad Q_i = Q(K_i, L_i), \quad \frac{\partial Q_i}{\partial X_i} > 0, \quad \frac{\partial^2 Q_i}{\partial X_i^2} < 0; \quad i=1, 2;$$

$$X = K, L$$

ただし、通時的に労働量を一定として、完全雇用を仮定する($L_1 = L_2 = L$)。資本の減耗を捨象して、第二期の資本ストックは第一期の資本ストックに第一期の投資(I_1)を加えたものである($K_2 = K_1 + I_1$)。

企業は企業価値を最大化するように生産・投資を行うと仮定する。企業価値(V)は、配当の現在価値に等しいことから、次式で表される。

$$(2) \quad V = (Q_1 - w_1 L - I_1) + \frac{(Q_2 - w_2 L)}{1+r_1}$$

ただし、 w_1 : 賃金率、 w_2 : 実質利子率。

企業価値最大化の条件より、

$$(3) \quad \frac{\partial Q_2}{\partial K_2} = 1+r_1$$

第一期の最適投資量は次式のように決定される。

$$(4) \quad I_1 = K_2(r_1) - K_1, \quad \frac{\partial K_2}{\partial r_1} < 0$$

次に、モデルの需要サイドを示す。家計は、異時点間の予算制約式を条件として二期間の消費(C_1, C_2)の関数である効用関数 $U(C_1, C_2)$ を最大化する。効用関数は各期の効用の和の形をとると仮定する。

$$(5) \quad U(C_1, C_2) = U(C_1) + \delta U(C_2)$$

ただし、 δ : 主観的割引因子 ($\delta = 1/(1+\rho)$), ρ : 時間選好率)。

家計は、各期において労働所得と配当所得の合計から租税(一括税: T)を控除したものを支出することができる。第一期の余剰資金は貯蓄されて、第二期の消費に利用される。また、資金が不足する場合には借り入れることができる。第二期において所得が全て消費される。

さらに、第一期の期初において債権債務がないと仮定する。したがって、各期の予算制約がそれぞれ次式に示される。

$$(6) \quad G_1 = w_1 L + (Q_1 - w_1 L - I_1) + B_1^P - T_1$$

$$= Q_1 + B_1^P - I_1 - T_1$$

$$(7) \quad G_2 = w_2 L + (Q_2 - w_2 L) - (1 + r_1) B_1^P - T_2$$

$$= Q_2 - (1 + r_1) B_1^P - T_2$$

ただし、 B_1^P : 第一期における民間部門の債務 ($B_1^P \geq 0$)。完全資本移動の仮定より、家計の選択は(6)式と

(7)式を統合した現在価値の予算制約式(8)に制約される。

$$(8) \quad G_1 + \frac{G_2}{1 + r_1} = (Q_1 - I_1 - T_1) + \frac{Q_2 - T_2}{1 + r_1}$$

次に、政府は、消費支出のみを行い、資本形成を行わないと仮定する。各期の支出を一括税の税收によって、または国債発行によってファイナンスする。そして、もし第一期において国債を発行したならば、第二期において新規に国債を発行することなく、第二期に発行した国債を完済しなければならない。政府も第一期の期初に債権債務がないと仮定する。政府の各期の予算制約式は次式のとおりである。

$$(9) \quad G_1 = T_1 + B_1^G$$

$$(10) \quad G_2 = T_2 - (1 + r_1) B_1^G$$

ただし、 B_1^G : 第一期における政府部門の債務。

政府は通時的に均衡予算の制約を受けるため、政府の異時点間の予算制約式は、政府支出の現在価値が税收の現在価値に制約されることを意味する。

$$(11) \quad G_1 + \frac{G_2}{1 + r_1} = T_1 + \frac{T_2}{1 + r_1}$$

(11)式を(8)式に代入すると、家計の予算制約式は次式となる。

$$(12) \quad G_1 + \frac{G_2}{1 + r_1} = (Q_1 - I_1 - G_1) + \frac{Q_2 - G_2}{1 + r_1}$$

したがって、家計は異時点間の予算制約式(12)を条件として効用関数(5)を最大化する。

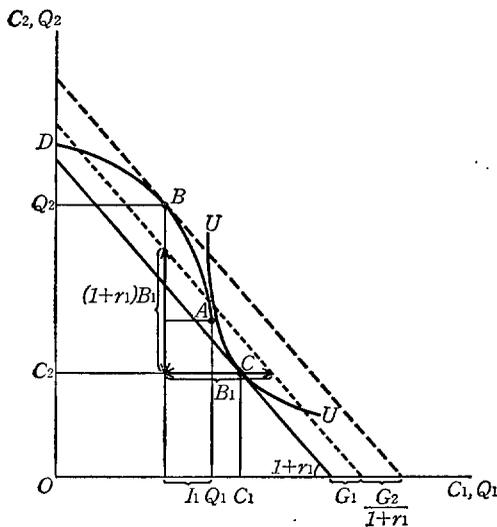
この最適化問題を解くと、次式が得られる。

$$(13) \quad \frac{\partial U / \partial G_1}{\partial U / \partial G_2} = \frac{\delta - 1 + r_1}{\alpha_1 - 1 + r_1}$$

ただし、 $\alpha_1 (= 1/(1+r_1))$ は割引因子である。(13)式より、第一期と第二期の消費が利子率と時間選好率に依存して決定される。

この最適化問題の解が図1に示される。UU曲線は、家計の無差別曲線を表す。そして、ABD曲線は、第一

図1



期の投資によって達成される第二期の国内総生産を表す。この曲線上における点 Δ は、第一期において投資が行われない場合の第一期と第二期の国内総生産を意味する。予算制約式は、 $1 - (1+r)$ の傾きをもつ右下がりの直線で示される。破線の予算線は政府部門を考慮に入れない場合を表すが、政府部門が存在する場合には実線の予算線が制約となる。

図1では、家計の時間選好率が比較的高いと想定して、無差別曲線が図の右下方に位置する。外生的な利子率を所与として、企業価値最大化の結果として第一期において投資が I_1 だけ行われる。したがって、第一期と第二期の国内総生産は Q_1 と Q_2 となる。一方、消費に関しては、政府支出が行われることを想定して、家計の消費の選択は実線の予算線によって制約される。したがって、第一期と第二期の消費の組合せは、この予算線と無差別曲線との接点 $C(C_1, C_2)$ となる。

第一期において民間部門と政府部門がそれぞれ

$$(6') \quad B_1^P = C_1 + I_1 + T_1 - Q_1$$

$$(9') \quad B_1^G = G_1 - T_1$$

を借り入れる。したがって、経済全体では、

$$(14) \quad B_1 = B_1^P + B_1^G = C_1 + I_1 + G_1 - Q_1$$

を外国から借り入れることになる。(14)式の左辺は資本収支黒字に相当し、一方、その右辺は貿易収支赤字に相当する。

第二期において民間部門と政府部門が返済しなければならぬ額はそれぞれ

$$(7'') \quad (1+r_1)B_1^P = Q_2 - C_2 - T_2$$

(10) $(1+r_1)B_1^0 = F_2 - G_2$
 である。経済全体では、

(15) $(1+r_1)B_1 = (1+r_1)(B_1^P + B_1^G) = Q_2 - C_2 - G_2$
 を返済しなければならぬ。(15)式を書き換えし、

(15') $B_1 = (Q_2 - C_2 - G_2) - r_1 B_1$

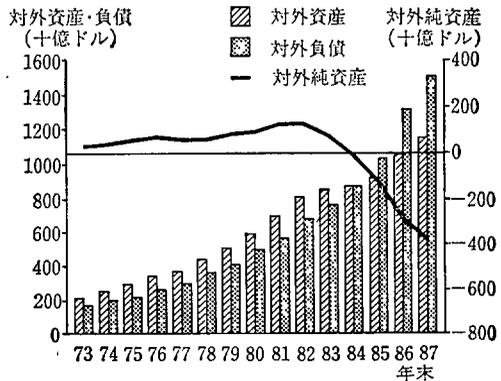
(15')式の左辺が資本収支赤字に相当し、右辺が経常収支黒字に相当する。そして、右辺の括弧が貿易収支黒字に相当し、 $-r_1 B_1$ が貿易外収支の内の投資収益収支赤字に相当する。

三 米国の対外純債務国化

米国は、一九八一年以降ドル高の影響を受けて経常収支赤字が増大した。その結果、一九八五年には対外債務が対外債権を上回り、対外純債務国に転じている。その後も、対外純債務が増大し、世界最大の対外純債務国になっている(図2)。米国を対外純債務国へ転じさせた一九八〇年代前半のドル高の原因にいくつかの説明があるが、その中で最も有力な原因が同時期の米国の財政赤字の拡大であろう。

そこで、前述した小国二期間モデルを二国二期間モデル

図2 米国の国際投資ポジション



資料: Survey of Current Business, June 1988

ルに拡張して、米国の財政赤字拡大による対外純債務国化を考察する。同じ規模を持つ自国と外国の二国を想定する。財政支出の効果に焦点を当てるために、両国において生産関数が同一であり、第一期における資本ストックと労働量が両国で等しいと仮定する。したがって、両国の国内総生産も等しい。一方、両国の効用関数が相似拡大的で同一であると仮定する。すなわち、両国の時間

(7) 国際金融システムにおける二つの対外債務問題

選好率、換言すれば、主観的割引因子(θ)が等しきモデルの体系は以下に示される。

$$(5) \quad U(C_1, C_2) = U(C_1) + \delta U(C_2)$$

$$(12) \quad C_1 + \frac{C_2}{1+r_1} = (Q_1 - I_1 - G_1) + \frac{Q_2 - G_2}{1+r_1}$$

$$(16) \quad U^*(C_1^*, C_2^*) = U(C_1^*) + \delta U(C_2^*)$$

$$(17) \quad C_1^* + \frac{C_2^*}{1+r_1} = (Q_1^* - I_1^* - G_1^*) + \frac{Q_2^* - G_2^*}{1+r_1}$$

$$(18) \quad Q_1 - (C_1 + I_1(r_1) + G_1) = (C_1^* + I_1^*(r_1) + G_1^*) - Q_1^*$$

$$(19) \quad Q_2 - (C_2 + G_2) = (C_2^* + G_2^*) - Q_2^*$$

(5)・(12)式は、それぞれ自国の効用関数と異時点間の予算制約式を表す。一方、(16)・(17)式は、外国の効用関数と異時点間の予算制約式を表す。(18)・(19)式は、各期において自国の貿易収支黒字(赤字)が外国の貿易収支赤字(黒字)に等しいことを意味する。あるいは、(18)・(19)式を次式のように書き換えると、それらは各期における世界財市場均衡を意味する。

$$(18') \quad Q_1 + Q_1^* = (C_1 + I_1(r_1) + G_1) + (C_1^* + I_1^*(r_1) + G_1^*)$$

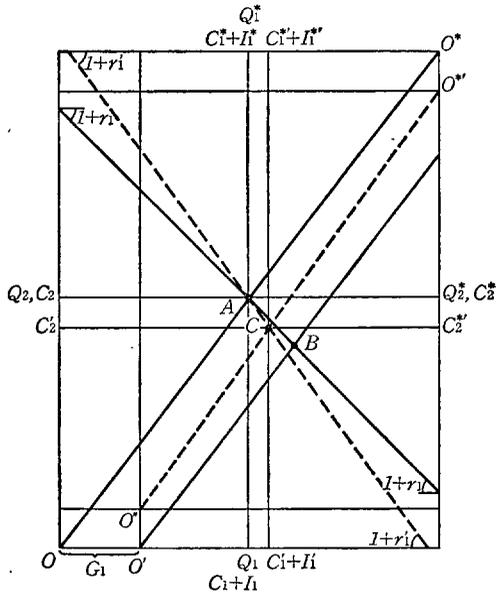
$$(19') \quad Q_2 + Q_2^* = (C_2 + G_2) + (C_2^* + G_2^*)$$

この二国二期間モデルを利用して、自国の財政支出が今期一時的に増大した場合の効果を考察しよう。そのために、最初の状況として両国において政府支出が行われないうち状況($G_1 = G_2 = G_1^* = G_2^* = 0$)を想定する。そして、次に、自国が第一期のみに政府支出を行う状況($G_1 > 0, G_2 = G_1^* = G_2^* = 0$)を想定し、最初の状況と比較する。

世界経済の均衡が図3のエッジワース・ボックスによって描かれる。両国において政府支出が行われない状況が、自国の原点 O と外国の原点 O^* のエッジワース・ボックスによって示される。一(十)の傾きを持つ右下がりの実線の直線が両国にとっての予算線である。直線 OA_0O^* は、ある利子率を所与として両国の消費・投資拡張経路を示す。したがって、両国の第一期の消費+投資と第二期の消費は予算線と消費・投資拡張経路の交点である点 Δ で決定される。点 Δ は両国の第一期と第二期の国内総生産の組合せの点でもあるから、両国の貿易収支は均衡している。

次に、自国が第一期に一時的に財政支出を増大させる

図3



と想定しよう。その結果、両国の民間部門が利用可能な第一期の財が Q_1 の大きさだけ減少する。今仮に世界利率が i で不変であるとすると、自国の民間部門の原点が点 O から点 O' へ移動し、消費・投資拡張経路も直線 $O'B$ へシフトする。このときの自国の第一期の消費と投資及び第二期の消費は点 B で決定される。一方、外国に関しては点 A で決定される。しかしながら、こ

の状況では世界全体で第一期の財について超過需要が生じ、一方、第二期の財について超過供給が生じる。したがって、異時点間の調整を通して、世界利率が上昇する。

世界利率が上昇すると、予算線の傾きと消費・投資拡張経路の傾きが急となる。また、世界利率の上昇によって、両国の第一期の投資が減少するために、第二期の国内総生産 (Q_2, Q_2^*) が減少する。したがって、両国の民間部門にとって利用可能な第一期と第二期の財は、点 O'' と点 O''^* を原点とするエッジワース・ボックスに縮小される。この時、世界経済は点 C で均衡する。

自国は、第一期に OQ_1 を生産し、第二期に $O''Q_2$ の生産に縮小する。民間部門は、第一期に $O'(C_1+I_1)$ の消費・投資に減少し、第二期に $O''C_2$ の消費に減少する。したがって、政府支出 G_1 を勘案すると、自国では第一期において $Q_1 - (C_1+I_1)$ だけ貿易赤字が生じ、外国に對外債務を負う。そして、第二期において $Q_2 - C_2$ だけ貿易黒字が生じ、それをもって外国へ返済する。一

方、外国は、第一期に $O_1^*Q_1^*$ を生産し、第二期に $O_2^*Q_2^*$ の生産に縮小する。民間部門は、第一期に $O_1^*(C_1^*+I_1^*)$ の消費・投資に減少し、第二期に $O_2^*(C_2^*+I_2^*)$ の消費・投資に減少する。したがって、外国は第一期に $Q_1^*(C_1^*+I_1^*)$ だけ貿易黒字を生じ、自国の債務を保有する。そして、第二期に自国からその返済を受けて、 $C_2^*Q_2^*$ だけ消費が国内総生産を上回ることができる。

このモデルより明らかになったことは、第一に、現在、自国で財政支出が増大すると、現在の世界財市場において超過需要が生ずる一方、将来において超過供給が生ずるために世界利子率が上昇する。第二に、この世界利子率の上昇によって現在の投資が減少し、両国の将来の国内総生産が縮小する。一方、世界利子率の上昇は、両国において現在の消費から将来の消費へ代替させる効果を持つ。第三に、国際金融市場の存在によって、自国では政府支出の増大ほど民間部門の現在の消費・投資が減少しない。そのため、消費・投資及び政府支出の和が国内総生産を上回る。その結果、貿易赤字が生ずると同時に、対外純債務が増大する。それに対して、外国では、現在の消費・投資が減少することによって貿易収支黒字が生

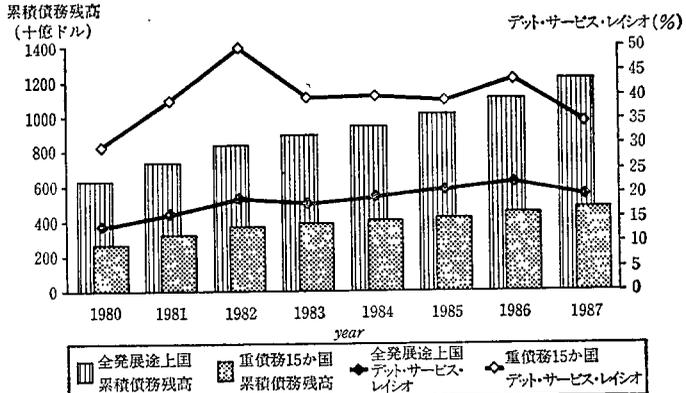
じ、それによって自国の債務を保有することができる。このように、自国を米国に置き換えることによって、米国の財政赤字が世界的な高金利とともに米国に貿易赤字をもたらし、米国を対外純債務国へ転落させたと説明することができる。

四 発展途上国の累積債務問題

発展途上国の累積債務問題は、一九八二年にアルゼンチン、メキシコ、ブラジルのラテン・アメリカ諸国で次々と対外債務が返済不能となり、国際的な経済・政治問題と発展した(図4)。これらの対外債務は、OPEC諸国のオイル・ドルがユーロ市場を通して、すなわち先進諸国の国際商業銀行を介在として、還流したものであったことから、その問題は発展途上国だけの問題ではなく、国際金融システムの根幹に関わる問題として考えられている。本節では、第二節で提示した小国二期間モデルを利用して、発展途上国の累積債務問題について考察する。

累積債務問題については、「債務返済能力(solvency)」問題、「流動性(liquidity)」問題及び「債務返済拒否

図4 発展途上国と重債務国の累積債務残高と
デット・サービス・レインオ



- 1) 重債務15か国とは、アルゼンチン、ボリビア、ブラジル、チリ、コロンビア、エクアドル、メキシコ、ペルー、ウルグアイ、ヴェネズエラのラテン・アメリカ10か国とコートジボアール、モロッコ、ナイジェリアのアフリカ3か国とフィリピンとニューズラビアから成る。
- 2) $\text{デット・サービス・レインオ} = \frac{\text{長短期債務の利子支払} + \text{長期債務の元本返済}}{\text{財・サービスの輸出額}}$

資料：IMF, *World Economic Outlook*, Oct.1988

資金を借り入れるためには、債務返済能力が第一の必要条件となる。次に、たとえその国が長期的に債務返済能力を持っているとしても、輸出財の生産や価格に対するショックや金利の上昇などによって短期的に利払いが不能になる場合がある。あるいは、資金供給サイドから、債権国が重債務国の債務不履行を恐れて貸付を削減することによって短期的に利払いが不能になる可能性もある。これが流動性問題である。最後に、債務返済能力問題や流動性問題がなくなると、債務国自身が債務返済を停止したり、拒否する意思をもつ可能性がある場合に債務返済拒否問題が生じる。以下では、順次、これらの問題を理論的に考察する。

(一) 「債務返済能力」問題

(regulation)「問題が関係している。債務返済能力とは、長期的に債務を返済する能力を意味する。その能力は将来の生産能力に規定される。そして、ある国が外国から

形成を行うための外国からの借入れも制約するもの、資本形成によって長期的に生産能力が増大し、それにもなって債務返済能力が増大する。

一国の対外債務残高は、第一に、長期的な債務返済能力に制約される。債務返済能力は資本

第一期において貿易収支赤字と投資収益収支赤字をファインانسするために新たに対外債務を負わなければならない。第二期においては Q_2 の国内総生産に対して C_2 だけ消費される。そして、 Q_2C_2 だけの貿易収支黒字となり、それをもって第0期と第一期の対外債務の返済と利払いに充てる。すなわち、 $r_1(I_1 + (1+r_0)B_0)$ の投資収益収支赤字と $I_1 + (1+r_0)B_0$ の資本収支赤字が生ずる。

(23) 式より第一期に負うべき債務が $(1+r_0)B_0$ であるから、第一期の債務返済能力(S_1)が次式に表される。

$$(24) \quad (1+r_0)B_0 \leq S = \max \left\{ Q_1 - I_1 + \frac{Q_2}{(1+r_1)} \right. \\ \left. - \left[\bar{Q}_1 + \frac{\bar{C}_2}{(1+r_1)} \right] \right\}$$

ただし、 \bar{C}_1 は必要最低限の消費水準を表す。右辺の前の括弧は、投資によって増大する生産能力から投資を控除したものの現在価値の最大限を意味する。生産的富と考えられる⁽¹⁰⁾。後の括弧は最低消費水準の現在価値である。したがって、債務返済能力は生産的富から最低消費水準を控除したものに等しく、対外債務残高がそれよりも大きくならない⁽¹¹⁾。仮に図5において各期の最低消費水準が

\bar{C}_1 と \bar{C}_2 とすれば、債務返済能力が破線と点線で表された異時点間の予算線の水平距離で表される。

第一期の実質利子率(r_1)の上昇が債務返済能力に及ぼす効果が、(24)式を r_1 に関して微分して、(3)式を利用することによって得られる。

$$(25) \quad \frac{\partial S}{\partial r_1} = -\frac{1}{(1+r_1)^2} (Q_2 - \bar{C}_2)$$

(25)式より、実質利子率が債務返済能力に及ぼす効果の正負は第二期の国内総生産と消費の差に依存する。債務国の場合には第二期に債務返済のために必ず国内総生産が消費を上回らなければならないから、(25)式の符号は負となる。すなわち、実質利子率の上昇によって債務返済能力が低下することになる。一方、(24)式より明らかのように、各期の国内総生産(Q_1, Q_2)を縮小させるような影響を及ぼす供給ショックも債務返済能力を低下させることになる。さらに、当該国の生産物の相対価格、特に輸出財の相対価格の下落もこれと同様の効果を持つ。

(一) 「流動性」問題

債務国に長期的に債務返済能力が十分あったとしても、

輸出入財の生産や価格に対する一時的なショックのために一時的に貿易収支赤字が拡大したり、あるいは、資金供給サイドから債務不履行を恐れて貸出が縮小する可能性がある。一時的な貿易収支赤字拡大に対しては、債権国がそのファイナンスのために一時的に資金を供給する用意があれば、流動性問題は生じない。しかしながら、債権国が債務不履行を恐れて債権国に対する資金供給を制限すると、債務国の流動性が制約されるであろう。最悪な場合には、その流動性制約によって債務利払いも不可能となる。

上述の小国二期間モデルを利用して、流動性問題を考察しよう。最初に、全ての債務が第二期に返済すればよいという長期債務を想定しよう。その場合、第一期に新たに借入れなければならない債務 (B_1^N) は、第一期の消費と投資と第0期の債務の利払いの和と国内総生産との差額に相当する。すなわち、(21)式より、

$$(26) \quad B_1^N = C_1 + I_1 + r_0 B_0 - Q_1$$

流動性が制約されると、消費、投資又は債務利払いを減少せざるを得ない。もし各期の消費が必要最低限の水準であったとすれば、減少することができるのは投資と

債務利払いである。投資が減少した場合には第二期の国内総生産が縮小することになる。また、流動性制約が厳しく、投資のみならず債務利払いにまで制約がかかる場合には、債務利払いが停止されることになろう。ここに、流動性制約から生じる利払い停止の問題が発生する。

債権国が短期債務で借り入れている場合には、流動性問題はもっと深刻となる。第一期において第0期の債務の利払いの他に債務の借り替えもしなければならぬ。すなわち、第一期における新規の債務は次式のとおりとなり、流動性制約が厳しい場合には、債務の利払いのみならず、債務の返済も不能になる可能性がある。

$$(26') \quad B_1^N = C_1 + I_1 + (1 + r_0) B_0 - Q_1$$

このように、流動性制約、すなわち貸付削減の可能性がある場合には、投資の懐妊期間に一致した期間の債務で借り入れることによって流動性制約による債務不履行の可能性を低下させることができる。しかしながら、債権国としてはリスクな資産を長期で保有するよりも短期で保有することを選択するので、貸付を短期で回転させたい。短期貸付の場合には、いったん債権国に債務不履行の危険性が現れると、債権国にとって債権の回収が

容易である。したがって、債務不履行の危険性が流動性問題を反映したものであったとしても、債権国は短期債権の回収を図り、それによって債務不履行が現実のものとなる。

(三) 「債務返済拒否」問題

最後に、債務国が長期的に債務返済能力を有し、かつ短期的に流動性制約を受けないが、債務国に債務の返済を拒否しようとする意思がある状況、すなわち債務返済拒否問題を考察しよう。債務返済拒否問題に関しては、債務国と債権国との間の情報の非対称性を強調した考察がある。しかし、ここでは債務国の債務返済拒否による便益と費用に焦点を当て、債務国の債務返済拒否の可能性による債権国の信用割当の効果を考察する。

債務国の債務返済拒否の可能性は、債務返済拒否による債務国にとっての便益と費用の比較に依存する。国内における貸借と異なり、国際貸借においては債務不履行に対して債権国が債務国内の資産まで差し押さえることはできない。せいぜい債権国内にある債務国の資産を凍結することができる程度である。したがって、債権国は、基本的には債務返済拒否に対して債務国にペナルティー

を科すことによって債務国の債務返済拒否を防止せざるを得ない。このペナルティーは、具体的には、第一に、将来において国際金融市場で新規の貸付を受けられなくなることである。第二に、現代の貿易が貿易信用のリボルビング・システムに基づいていることから、貿易信用が受けられなくなり、債務国の貿易量が大きく減少することである。

このような状況において、債務返済拒否の費用は債権国から科されるペナルティーとなる。特に、貿易の縮小によって国内総生産が縮小するとすれば、国内総生産の縮小分を直接的な債務返済拒否の費用と見なすことができる。一方、債務返済拒否の便益は、債務を返済しなくて済むことによってその資金を消費支出に利用できることである。

小国二期間モデルにおいて債務返済拒否問題を考察するために、債務国は第二期において債務返済拒否の意思決定を行い、債務国が債務返済を拒否した場合にペナルティーが科されて債務国の国内総生産が S_0 だけ減少すると仮定する。そして、債務国が第二期において債務返済を拒否するか否かは、債務返済を拒否する場合の第

防止するに十分に大きくなく、第一期の現在価値においてベナルティーが第0期の債務の返済と利払いに等しいと仮定する。したがって、(29)式より、ベナルティーの現在価値に等しく、かつ第0期の債務の返済と利払いに等しいだけの信用割当を債務国が第一期に受ける。すなわち、

$$(30) \quad \bar{B}_1 = \frac{0Q_2}{(1+r_1)} = (1+r_0)B_0$$

債務国が(30)式に示される信用割当を受けるために、すなわち、第一期における債務残高が第0期の債務残高と利払いの和に限定されるために、第一期において投資が全く行われない。そのため、第二期における国内総生産が Q_2 となる。これは、債務返済拒否問題がない場合に達成される国内総生産 Q_2^* より小さい。したがって、異時点間の予算制約が厳しくなるために、予算線が点線で示した予算線まで内側にシフトする。第一期と第二期の両方の消費が小さくなり、それにもなって効用も小さくなる。

このように、債務返済拒否の可能性が存在する場合に、債務返済拒否を防止するために、債権国は債務国に

ベナルティーを科す用意があること示すであろう。しかし、そのベナルティーが十分に大きくないならば、債権国は信用割当を行うことによって債務返済拒否に対処しなければならぬ。信用割当を受けた債務国は、債務返済拒否問題がない場合に比較して投資を削減しなければならぬ。これによって国内総生産の成長率が低下し、相対的に低い効用しか得ることができなくなる。このような状況は、実際に債務国によって債務返済が拒否されなくとも、債務国が債務返済拒否を恐れることによって起こりうる。

五 結論

本稿は、国際貸借を説明する異時点間モデルを利用して、一九八〇年代における国際金融システムの二つの対外債務問題、すなわち米国の対外純債務国化問題と発展途上国の累積債務問題を考察した。米国の対外純債務国化は、現在の米国の財政赤字に原因を求めることができ、米国の財政赤字によって世界的な高金利とともに、米国の貿易収支赤字が拡大し、その結果、米国は世界最大の対外純債務国に転落した。一方、発展途上国の累積

債務問題については、債務返済能力問題と流動性問題と債務返済拒否問題に焦点を当てた。上述の世界的な高金利は一次産品価格の低迷とともに発展途上国の債務返済能力と流動性を低下させた。また、債務返済拒否の可能性によって債権国が債務国に対して信用割当を行い、発展途上国の成長が阻害されるであろう。そして、この信用割当は債務国の流動性を制約し、流動性問題をもたらす可能性を高めるであろう。

今後これらの対外債務問題の解決が国際金融システムの間滑な運営にとって重要な課題となる。米国の対外純債務国化問題は、その根本的原因である財政赤字の解消及び貿易・經常収支の黒字化によって改善されるであろう。しかしながら、米国がこの問題をインフレによって安易に解決しようとすれば、その後遺症はきわめて大きく、国際通貨としてのドルの信任が揺らぎ、国際金融システムに悪影響が及ぶであろう。一方、発展途上国の累積債務問題に関しては、ペーカー提案を始めとして多くの解決案が議論されている。上述の累積債務問題に関わる三つの問題が相互に関連していることを踏まえて、解決に取り組む必要がある。そして、今や対外純債権国と

なった日本の果たすべき役割を考える必要がある。

(1) 二期間モデル (Sachs (1981), Frenkel & Razin (1987)) が異時点間モデルの基本である。多期間モデルとして、無限期間 (infinite horizon) モデル (Sachs (1982))、有限期間 (finite horizon) モデル (Blanchard (1985))、世代重複 (overlapping generations) モデル (Buiter (1981), Persson & Svensson (1985), Frenkel & Razin (1987)) がある。

(2) モデルは、その多くを Sachs (1981), Frenkel & Razin (1987) に依拠している。

(3) Frenkel (1985)

(4) Feldstein (1986)。ドル相場決定において財政赤字拡大の予想も重要な役割を果たしている (Branson (1985, 1988)、小川 (1989))。米国の財政赤字拡大と金融引締め政策のポリシー・ミックスを強調する説明もある (Sachs (1985a))。

(5) 米国のような大国を分析する際には、外国への効果及び自国への反作用効果を考慮に入れなければならないので、小国モデルではなく、二国モデルを利用する必要がある。

(6) ラテン・アメリカ諸国等のようにある程度所得水準が高いために、先進諸国からの融資を受けて債務国となった中所得債務国の問題に限定する。これらの多くが重債務国となり、デット・サービス・レイシオも高い (図4)。累積債務問題の原因を含めて、データに基づいた分析は

- Diaz-Alejandro (1984), Sachs (1985b) を参照せよ。また、ここでは累積債務問題を一般論として議論するが、各国の事情に即した議論 (Dornbusch (1985)) も行われている。
- (7) Cooper & Sachs (1985) に従って、われらの三つの問題に発展途上国の累積債務問題を集約する。Cline (1984) は流動性問題を強調する一方、河合 (1987) は債務返済拒否問題を強調する。しかしながら、後述されるように、両者は相互に密接な関係を持っている。
- (8) 実際には、対外債務の返済のために外貨が必要となるので、輸入に対して輸出を相対的に拡大するために貿易財部門の生産能力を拡大する必要がある。
- (9) 利子率が時間選好率に等しい状況で、第一期の消費が第一期の国内総生産に等しくなるような第0期の債務残高を仮定する。
- (10) Cooper & Sachs (1985)
- (11) 二期間モデルを無限期間モデルに拡張すると、最低消費水準を考慮に入れて、生産的富の成長率が実質利子率よりも十分に高ければ、債務返済能力が無限大となる (Cooper & Sachs (1985))。
- (12) 国内の貸出市場における情報の非対称性を扱った文献には、Jaffee & Russell (1976) や Stiglitz & Weiss (1981) がある。債務返済拒否問題における情報の非対称性を強調した分析としては、Jaffee & Russell に基づいた河合

(1987) や Eaton & Gersovitz (1981), Sachs (1984), Sachs & Cohen (1985) など。

〔参考文献〕

- Blanchard, O. J. (1985) "Debt, Deficits and Finite Horizons", *Journal of Political Economy*, 93: 223—247.
- Branson, W. H. (1985), "Causes of Appreciation and Volatility of the Dollar", *NBER Working Paper*, no. 1777.
- Branson, W. H. (1988), "Sources of Misalignment in the 1980s", in R. C. Marston ed., *Misalignment of Exchange Rates: Effects on Trade and Industry*, University of Chicago Press.
- Buiter, W. H. (1981), "Time Preference and International Lending and Borrowing in an Overlapping-Generations Model", *Journal of Political Economy*, 89: 769—797.
- Cline, W. R. (1984) *International Debt: Systemic Risk and Policy Response*, Institute for International Economics. (越智昭三訳『国際金融危機』金融財政事情研究会、一九八五)
- Cooper, R. N. & J. D. Sachs (1985) "Borrowing Abroad: The Debtor's Perspective", in G. W. Smith & J. T. Cuddington eds., *International Debt and the Developing Countries*, The World Bank: 21—60.
- Diaz-Alejandro, C. F. (1984) "Latin American Debt: I Don't Think We Are in Kansas Anymore", *Brookings*

- Papers on Economic Activity*, 2 : 335—389.
- Dornbusch, R. (1985) "External Debt, Budget Deficits and Disequilibrium Exchange Rate", in G. W. Smith & J. T. Cuddington eds., *International Debt and the Developing Countries*, The World Bank : 213—235.
- Easton, J. & M. Gersovitz (1981) "Debt with Potential Repudiation : Theoretical and Empirical Analysis", *Review of Economic Studies*, 48 : 289—309.
- Feldstein, M. S. (1986) "The Budget Deficit and the Dollar", *NBER Macroeconomics Annual*, MIT Press.
- Frankel, J. A. (1985), "Six Possible Meanings of 'Overvaluation' : The 1981—85 Dollar", *Essays in International Finance*, Princeton University, no. 159.
- Frankel, J. A. & A. Razin (1987) *Fiscal Policy and the World Economy*, MIT Press.
- Jaffee, D. M. & T. Russell (1976) "Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing", *Quarterly Journal of Economics*, 60 : 651—666.
- 河合正弘 (一九八七)「国際的商業銀行貸付と開放債務問題」『マネー・マーケット・レビュー』第六号 : 11—43
- 小川英治 (一九八九)「一九八〇年代における米国の双子の赤字とドル相場」『金融ジャーナル』第三〇巻第二号 : 61—70
- Persson, T. & L. E. O. Svensson (1985) "Current Account Dynamics and the Terms of Trade : Harberger-Laursen-Metzler Two Generations Later", *Journal of Political Economy*, 93 : 43—65.
- Sachs, J. D. (1981) "The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970's", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1 : 201—253.
- Sachs, J. D. (1982) "The Current Account in the Macroeconomic Adjustment Process", *Scandinavian Journal of Economics*, 84 : 147—159.
- Sachs, J. D. (1984) "Theoretical Issues in International Borrowing", *Princeton Studies International Finance*, 54.
- Sachs, J. D. (1985a) "The Dollar and the Policy Mix : 1985", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1 : 117—185.
- Sachs, J. D. (1985b) "External Debt and Macroeconomic Performance in Latin America and East Asia", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2 : 523—564.
- Sachs, J. D. & D. Cohen (1985) "LDC Borrowing with Default Risk", *Kredit und Kapital*, 8 : 211—235.
- Stiglitz, J. E. & A. Weiss (1981) "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, 71 : 393—411.