

カントリーリスク論の視座から

石田 寿彦
(日本興業銀行)

ラテン・アメリカの債務問題を扱った論文等は極めて多い。しかしカントリーリスク分析論の立場から論じたものは筆者の知る限り左程多くはない。本稿はカントリーリスク分析に使用される、あるいは使用されるべき諸指標に焦点を当てて債務問題を論じることとしたい。なお本稿の骨子は84年11月11日のラテン・アメリカ政経学会のシンポジウムにおいて発表した内容の一部手を加えたものである。

1. カントリーリスクの度合い

1) 主要西側銀行のエクスポージャー

発展途上国の83年末対外債務残高は短期を含めて8100億ドル、うちラ米のシェアは4割強の3500億ドル、そしてブラジル、メキシコ、アルゼンチン、ベネズエラの4大借金国のシェアはラ米全体の80%（途上国全体の約3分の1）であることはよく知られている。

これを貸手サイドからみたのが資料1である。大雑把にいつてラ米向けでは米銀が40%弱、邦銀15%弱、英銀13%前後といえよう。EC諸国という括り方をすると約25%に達し、米欧国の銀行で全体の80%を占めているものと推定される。

2) 主要米銀の対外融資自己資本比率

資料2は主要米銀の4大借金国向け融資に対する自己資本の比率である。これをみると当然のことながらブラジル、メキシコのような大国に対しては30%以上に達している銀行が多く、なかには60%を超えているところもある。アルゼンチン向けは銀行によってばらつきがあるのに対し、ベネズエラの場合は平均して比率が高いのが特徴といえよう。理由としてはMHTCのようにアルゼンチンに拠点をもっているところはとも角、一般に欧州との関係の強い同国とは他のラ米諸国に比し絆が弱いことが挙げられよう。いずれにせよ各行（除

資料 1

10大累積債務途上国に対する西側銀行の融資シェア

1983.6.

	BIS 報告 銀行からの 総借入 百万ドル	西側銀行融資シェア			注2) (邦銀) (%)
		米銀 %	英銀 %	独銀 %	
1. メキシコ	69,797	38.2	12.3	2.9	(13.8)
2. ブラジル	68,192	33.7	13.0	4.0	(13.2)
3. ベネズエラ	28,057	41.7	10.4	5.2	(16.8)
4. アルゼンチン	27,124	34.5	12.9	5.5	(14.8)
5. 韓国	25,913	53.9	13.9	1.4	(28.6)
6. フィリピン	15,252	44.3	11.0	0.8	(15.4)
7. インドネシア	14,070	30.6	7.2	9.8	(23.5)
8. ナイジェリア	12,852	15.9	13.5	9.2	(-)
9. テリ-	11,770	49.7	15.4	4.1	(10.2)
10. ユーゴスラビア	10,194	22.4	13.7	12.7	(5.1)
(ソ連・東欧7カ国)注1)	(54,712)	(7.2)	(14.4)	(13.3)	(8.1)

(出所) : AMEX BANK REVIEW

(注1) : ウィーン比較経済研究所

(注2) : 日本経済新聞 82/12/15. から推定

資料 2 主要米銀の対外融資・自己資本比率

	ブラジル		メキシコ		アルゼンチン		ベネズエラ	
	M\$	%	M\$	%	M\$	%	M\$	%
Citi	4,700	68	2,900	42	1,090	16	1,500	22
BDA	2,484	41	2,741	45	300	5	1,614	26
Chase	2,560	57	1,553	34	775	17	1,226	27
MHC	2,130	66	1,915	60	1,312	41	1,084	34
Morgan	1,785	44	1,174	29	741	18	468	11
C. Ill.	476	20	699	29	383	16	436	18

注 左側 : exposure 残 (出所 : Keefe)

右側 : 自己資本との比率 (当方試算)

：コンチネンタル・バンク）とも4ヶ国向けエクスポージャー合計でみると100%を超えており、債務問題の深刻さが窺えよう。

2. カントリーリスクに関する諸指標比較

発展途上国の中には債務問題が表面化した国，換言すればIMFの管理下に入って調整経済政策の実行を余儀なくされている国とそこまで至らず従前同様国際金融市場で必要な資金を調達可能な国とがある。後者の代表例として韓国が挙げられよう。これらの国のカントリーリスク諸指標の中から外貨獲得力および生産力の観点から比較してみたい。

1) 外貨獲得力からみた指標

デット・サービス・レーシオ(DSR)は外貨獲得力から要返済債務負担をみたものであるが，ラ米諸国は共通してこの比率が高い。同様のことが債務／輸出等ならびに利払／輸出等の指標についてもいえる。特に利払／輸出等の比率が資料3にみる通りブラジル，メキシコ，アルゼンチンについて40%を超えているという事実は重要である。仮に元本につき全額リスクを前提にしてみても利払いのために獲得した外貨の40%以上が自動的に流出することを意味するからである。かつて健全なDSRとして15%が目途とされていたことを考慮すれば，利払／輸出等の比率は15%以下であることが望ましい。20%を超えると債務管理が相当難しくなるということが過去の例から推察できよう。

2) 生産力からみた指標

債務／GDPならびに利払／GDPは生産力からみた債務負担を現わしている。外貨獲得力からみたときには韓国やインドネシア等に比較して相当劣後しているのに対し生産力をベースにすると遜色ない。むしろブラジルの場合は韓国よりも優れているということになる。少なくとも利払／GDP比率が5%前後であれば，これをもってこれらの諸国が生産能力以上の借入をしてしまったとはいえない。

つまり一部の国を除くラ米諸国の大半は外貨獲得力が不足しているために外貨の流動性(liquidity)問題に直面しているのであって支払不能(insolvency)問題に陥っているのではないといえよう。

資料 3

債務関係指標比較

	80年	81年	82年	83年	80年	81年	82年	83年
	〈D. S. R.〉 (%)				〈債務／輸出等〉 (%)			
ブラジル	60.8	67.0	88.4	e 81.3	286.6	286.4	367.7	e 380.0
メキシコ	39.8	44.7	65.4	59.3	206.3	243.3	277.1	309.5
アルゼンチン	32.7	54.6	104.7	125.7	252.3	309.0	454.0	481.8
ベネズエラ	12.5	14.5	25.7	NA	119.2	115.7	148.8	170.6
コロンビア	16.3	23.8	29.0	42.0	114.6	176.0	197.1	293.6
韓国	18.8	20.7	21.0	19.5	121.2	119.1	131.6	132.0
フィリピン	※1 22.1	※1 27.7	※1 38.6	NA	161.4	177.5	313.9	316.7
インドネシア	9.4	10.0	13.4	NA	74.8	70.5	96.0	NA
	〈利払／輸出等〉 (%)				※2 〈外債／輸入〉 (年)			
ブラジル	32.0	38.3	53.5	e 40.0	0.2	0.1	0.1	e 0.2
メキシコ	23.2	28.8	37.4	42.4	0.1	0.1	0.1	0.2
アルゼンチン	20.2	33.3	51.7	56.9	0.6	0.3	0.5	0.6
ベネズエラ	7.3	10.7	17.9	25.0	1.2	1.0	0.6	0.9
コロンビア	10.4	18.1	21.4	26.3	0.9	0.8	0.6	0.5
韓国	11.8	13.4	13.5	11.3	0.2	0.2	0.2	0.2
フィリピン	10.8	16.5	24.6	22.2	0.3	0.2	0.2	0.1
インドネシア	※3 4.5	※3 4.8	※3 6.1	NA	0.3	0.2	0.2	NA
	※4 〈債務／GDP〉 (%)				※4 〈利払／GDP〉 (%)			
ブラジル	26.8	26.8	38.1	40.2	3.0	3.6	5.5	4.2
メキシコ	27.2	30.9	50.0	52.0	2.9	3.5	6.5	6.8
アルゼンチン	41.8	53.3	65.4	66.5	3.4	5.7	7.5	7.8
ベネズエラ	44.5	42.0	43.1	43.2	2.7	3.9	5.2	NA
コロンビア	20.0	24.0	25.5	27.6	1.8	2.5	2.8	2.5
韓国	43.9	47.2	51.6	52.3	4.3	5.3	5.3	4.5
フィリピン	35.9	38.4	61.2	64.4	2.4	3.6	4.8	5.3
インドネシア	※5 23.0	※5 20.6	※5 22.6	NA	1.4	1.4	1.4	1.6

(注) ※1 中長期のみ

※2 外債には金を含む

※3 中長期のみ

※4 83年のGDPは82年のGDPを用いて算出

※5 中長期のみ

(出所) J C I F (国際金融情報センター)調べ

3. カントリーリスク分析上の留意点

資料4はカントリーリスク分析に際し世銀や米銀はどのような経済指標に注目してきたかを示すものである。これによると中長期債務をベースにした古典的DSRや輸出・入の構成、伸び率あるいは国民所得の伸び率、債務残高などは大方の機関がみていたことが判る。しかし筆者は①短期債務を含めた指標、②利払負担比率、③資本逃避状況、④自助努力の度合いの4点を今後のカントリーリスク分析の指標として加えることを主張したい。次にその主張の背景・理由を述べたい。

1) 短期債務を含めた指標

資料4

カントリーリスク評価システムで使用している経済指標

(E=Economic, S=Social or Social economic, P=Political, F=Financialの略)

	世 銀 (E)	FNBC (P.S.E)	Chase (E.P)	UBS (E.P)	AMRO (E.P)	BI (P.E.F)	モンテリ オール銀 行 (E.P)	BOA (E.P)	NAT WEST (P.E)	AMEX (E.P)	バンカー ズトラ スト (E.P/S)
デット・サービス・レ ーショ	○	○	○	○	○		○	○	○	○	○
輸入／外貨準備	○			○		○		○	○		○
資本流入額／債務残高	○			○		○		○		○	
1人当り国民所得 国民所得伸び率	○ ○	○ ○	○ ○	○		○	○	○ ○	○ ○	○	○ ○
輸 出 伸 び 率 輸 出 の 分 析 輸 入 / 輸 出 輸 出 / G N P 輸 入 の 分 析	○		○ ○ ○ ○		○ ○ ○ ○	○ ○ ○	○ ○ ○	○ ○ ○	○ ○ ○	○ ○ ○ ○	○ ○ ○ ○
IMF支援額/外貨準備 債務残高 債務残高		○ ○		○ ○	○	○	○ ○ ○	○ ○ ○	○ ○ ○		○ ○ ○
インフレ・金融政策・ 財政政策		○	○	○	○	○	○	○			○
買 取			○	○		○	○	○	○		○

(出所) Group of Thirty 「Risks in International Bank Lending」

FNBC=ファースト・ナショナル・バンク・オブ・シカゴ

AMRO=アムステルダム・ロッテルダム・バンク

Chase=チェース・マンハッタン銀行

BI=ビジネス・インターナショナル

UBS=ユニオンバンク・オブ・スウィッツランド

従来短期債務は金額的にも小さく、かつ各国とも統計的に不整理であったため貸手はカントリーリスク分析上ほとんど考慮していなかった。しかし実際には短期債務は貸手の気がつかない間に増大していった。IDB資料によると75年におけるラ米全体の短期債務は110億ドルであったものが82年には685億ドルと5年間に6倍強の増加をしていた。かくて全債務の4分の1を占めるに至った短期債務の利子負担あるいは一定限度を超えた短期の元本（AMEXは輸入の6ヶ月分を超える部分については過剰短期債務として要返済額に計上することを主張）についての要返済額として考慮すべきであろう。

2) 利払負担比率

利払負担比率とは利払／輸出等あるいは利払／GDPのことである。前者はligeudity問題に陥っているかどうか、後者はinsolvencyに至っていないかどうかそれぞれ判断する上で有効であろう。利払負担比率をみる背景には万が一の場合元本を全額リスクする考え方が内蔵されているといえる。その意味でこの指標は債務問題を前向きに解決するに際して理論的拠り所として重要と考えられる。

3) 資本逃避状況

債務問題発生の内的要因として種々挙げうる。これらの中で短期債務の急増ならびに資本逃避は今次問題発生 of 重要な要因として特記してよい。資本逃避の実体は把握しにくい、外からと内からの両面を調査すればそれなりの推測は可能であろう。すなわち外からとは米国財務省が発表する米国の国別債務残高表（非公的部門）やBIS統計による先進国の国別 non-bank debt 一覧表など制約はあるものの有効であろう。一方、内からとは各国の実質為替レート推移、実質金利、国際収支表の短期資本収支特に民間短期資本収支あるいは誤差脱漏などが手段として挙げられたう。

4) 自助努力の度合い

これは定量的というよりも定性的指標というべきものであろう。尤も定性的判断を入れるに当って財政赤字の改善、インフレ抑制（賃金抑制）、貿易収支黒字拡大等の定量的指標も主たる判断材料になるものと思うが、これら個々の指標とは別に自助努力の度合いとして考慮すべきであろう。何故なら結局債務問題は他力本願でなく自力で解決しようとする債務国の国民の強い意志が決め手になるものであって、これが延いてはその国の経済発展につながると考えら

れるからである。

4. 今後の着眼点とわが国の協力のあり方

最後に今後の債務問題の進展具合をみる上でどういう点に着目すべきかを触れておきたい。

1) 政治の安定性

債務問題を克服するには自助努力が不可欠であることは既に触れた。この自助努力を可能ならしめるものは政治である。現在のラ米の政治情勢は歴史的にみて特異な時期、つまり軍政から民政移管の潮流にある時だけに、今後の政治の安定性に注目しなければならない。メキシコ債務危機が表面化した82年8月以降政権交代した国が1.0ヶ国、今後政権交代する国が5ヶ国、これら15ヶ国のうち民政移管に関係するのが7ヶ国にものぼり、このほかにチリやベルのように政治が揺れている国もある。特に民政移管して1年しか経過せず、しかも国民による信認不確定のアルゼンチン、来年3月に民政移管予定のブラジルの2ヶ国の動向は重要である。

2) 経常収支黒字実現の目処

経済的には経常収支の黒字をいかにして早く実現するかがポイントであろう。何故なら経常収支の赤字が継続するという事は外準の取り崩しに限度があるため結局利払いのための新規借入を余儀なくされることを意味するからである。一般にラ米諸国は主として利払負担から生じる貿易外赤字を貿易収支黒字でセット・オフできてはじめて経常収支の黒字を達成することができる。現在のところ債務問題国の大半はこの黒字目途がたっていない。これらの国々の中には資料5にみる通りブラジル、アルゼンチンが含まれているが、どのようにして黒字化の軌道にのせるかが注目される。

3) 資本逃避の回避

資本逃避はかつてメキシコ、アルゼンチン、ベネズエラで多く発生したことはよく知られている。これが発生すると新規融資を行なっても債務残高が嵩上げされるのみで国内経済の活発化に何ら役立たないばかりか外準の減少すら招く。資本逃避を回避するために単に規制を強化すればよいという訳にはいかない。何故ならアングラ経済を強めるだけだからである。やはり着実に国民の信認を得ることがこの逃避を避けうる最良の方法であり、さらには逃避した資金

匯米叶 ㄥ。 う米主要4ヶ国の短期的見通し

	Brazil			Mexico			Argentina			Venezuela		
	実績 83年	推定 84年	目標 85年	実績 83年	推定 84年	目標 85年	実績 83年	推定 84年	目標 85年	実績 83年	推定 84年	目標 85年
輸出 (億米ドル)	219	265~275	—	214	233	239	78	86	94	147	157	167
輸入 (億米ドル)	154	145	—	77	93	139	45	48	55	53	88	100
貿易収支 (＄)	65	120~125	108予測 100~120	137	140強	100	33	40	44	94	69	67
サービス輸出 (＄)	} 収支 -127	-137	108予測 -150	} 収支 -81	-90	-100	} 収支 -4	-64	-71	25	25	23
サービス輸入 (＄)												
経常収支 (＄)	-62	-10	108予測 -30~-50	55	50強	10	-24	-22	-22	50	17	6
ニューマネー (＄)	民間銀行団 44 (不要? IMF, IDB, 世銀のみ) (IMF, EFF 42.4億SDR等 57.8億SDR) (公的機関の輸出信用 25)	65	推定30~50	民間銀行団 50	38	15~20	民間銀行団 16 IMF ASOP 14億 8億SDR	54.5	IMF 14.2億SDR	0	0	0
インフレ (%)	GPI 211.0	(年初目標75%) 190	150	CPI 前年比 80.8 年平均101.9	60.0	35.0	CPI (年初公式目標150) 300(9月) 434 649 150(12月)			CPI 6.2	16.0	12.7
MONEY SUPPLY (%)	M1 95.0 MONETARY BASE 89.1	— 95.0	—	M1 41.4	55	30	M2 401 12月までに5% / 月へ (3月実績前月比13.4%)	目標 NA		M2 20.7	11.8	18.1
経済成長 (%)	-3.3	FIBGE予測 +3~4%	+5~6%	-4.7	+2~2.5	+3~3.5	+2.5	+4~5	+5~6	-4.5	1.0	3.0
財政赤字 (GDP比%)	NOMINAL 17.9 OPERATIONAL 2.5	17.8 黒字0.5	—	8.7	6.5	3.5~4.5	16.0(83/4Q) (含中銀 12.5)	8.0 10.2	0.0 5.0	-6.0	0.9 黒字	1.6 黒字
外貨準備(億ドル)	(84/6)	80		(84/8)	73		(84/8)	15		(84/8)	110	

(出所) J C I F 調べ

の還流を蘇生させる唯一の道でもあろう。

4) 米銀主導による支援

さきにみた通りラ米向けエクスポージャーは米銀が圧倒的で、しかもその通貨は米ドル主体であるばかりか、ラ米は地理的にも歴史的にも米国に最も近い。この事実から債務問題に対するわが国の協力はIMF、世銀等の国際機関と共に米銀主導による支援に沿って行なわれるべきであろう。