

論 説

国際金融市場の動向と問題点

布 目 真 生

目 次

はしがき

I 国際金融市場

- (1) 世界の国際収支パターン
- (2) 国際銀行業資金フローとインターバンク市場
- (3) 国際銀行業センター別分析

II 国際資本市場

- (1) 国際債券市場
- (2) ユーロ・ノート市場
- (3) ユーロ・クレジット市場

III 発展途上国の債務状勢

- (1) 1980年代後半の重債務国
- (2) 重債務国の債務削減
- (3) 債務問題解決への方途

あとがき

はしがき

1982年の発展途上国債務危機の顕在化以降、債務問題の永続化、石油価格の軟化、先進工業国間における国際収支不均衡の拡大などの要因が、国際金融フローのパターンを大きく変化させてしまった。そして、このことが国際金融の新しい工夫と手段を求めさせることになり、銀行は資本市場の方向へその活動を展開し、いわゆるセキュリティゼーション (securitization) が進展した。その結果、国際銀行業市場と国際資本市場の伝統的境界はあいま

いなものになってしまった。

国際資金供給の測定が近年ますます困難になってしまったのは、銀行業統計には表われない資本市場経由の資金供給が、銀行業活動として含まれており、比重を高めているからである。そこで銀行貸出統計と国際資本市場統計とを合せて、国際資金供給の広範な測定が、国際決済銀行(BIS)によって工夫されている。この測定によれば、ネット国際資金供給は1985年に1,860億ドルであったのが、1986年には2,870億ドルに増加し、さらに1987年には3,800億ドルへと増加している。これらの数字を債務危機勃発以前の1981年と比較すれば、いまや国際資金供給は確かに1982～84年の停滞期より回復したということが出来るのである。

それにもかかわらず、債務危機以前とは依然として二つの重要な相違があるといわねばならないだろう。すなわち、第一に、いまや国際資金供給は、1981年の場合より固定利付債(Fixed-rate bonds)や変動利付債(Floating-rate notes)の形態で行なわれる部分がはるかに大であり、第二に、発展途上国向け新規資金供給の部分がはるかに小さいことである。

1986年に国際資金フローは大幅に増加したが、それはそれ以前に較べてもはるかに先進国間に集中している。アメリカの経常勘定不足は一層拡大し、日本の経常勘定余剰は2倍近く増加したことによって、両国間の資金フローは一層拡大したが、しかし、国際金融市場における借入活動は経常勘定ポジションをただ単純に反映するだけのものではなくなっているのである。それは全ての先進工業国の借手が、経常勘定余剰国の借手をも含めて、彼等の資金調達のために国際金融市場の各種の方式をますます使用するようになっていったからである。

1986年は長期金利が低下したために、固定利付債発行が60%の増加を促がされたが、その大部分は債務残高をより安価にリファイナンスするためであった。これに対して、変動利付債の発行は1970年代にこの市場が開発されてから初めて減少に転じた。一方、先進国借手向けの銀行貸出は前年度より倍増した。金利と通貨のスワップ技術が一般化し、銀行業市場と債券市場の規模の拡大を促すことになっていった。

1987年の国際資金フローは主要先進工業国間の巨大な経常勘定不均衡の一層の拡大によって支配され、発展途上国の借入は依然として停滞していた。同年に870億ドルの経常勘定余剰をかかえた日本は、資本市場での借手として、また銀行業市場からの短期資金の借手としてますます大きなシェアを占めたが、この借入は多く金融資産への投資に使用されたものと思われた。

1987年10月の証券市場の価格暴落は、株式ワラント付き固定利付債発行の急落、ポートフォリオ投資フローの急減などの直接的影響をもたらしたが、さらにはユーロ・ボンド市場の過剰能力のリスクをも認識せしめることになった。そして、同年における銀行貸出の大幅の増加は、銀行仲介の方向への復帰の動きを示唆するものとなった。

1988年の国際銀行業市場は87年の大幅の拡大の後、成長率を鈍化するものとなったが、これは銀行の自己資本充実を促す BIS 提案が銀行の成長よりも収益性重視の方向を導くとともに、貸出のスローダウンをもたらす要因となったこと、各国の規制の緩和が国内向け活動への復帰を促したことなどによるものであった。

国際銀行業資金フローは1988年も国際収支不均衡の金融に引続き重要な役割を果たしたが、とくにイギリスにおける銀行短期資金の流入は経常勘定不足に見合うものであった。日本の大きな余剰にもかかわらず、日本の銀行はネット借手のポジションを依然として継続した。

国際資本市場では、1988年にはボンド発行は前年秋以降の低水準から再び回復し、とくに利子率の上昇とともに変動利部門も活発化した。これは工業国間の投資と企業間合併活動の活発化によるものだが、資本市場の過剰能力、引受手数料の低水準、第2次市場取引の減少など、資本市場における競争の激化をますます露呈しているのである。

重債務発展途上国の債務危機に対する包括的救済措置に含まれないわば非自発的な貸出を除いては、発展途上国向け銀行貸出は全く縮小してしまい、国際銀行業活動は専ら先進国借手を対象に激しく競争することになり、少しでも借手にとってコスト安の資金を供給することが、セキュリタイゼーションを押し進めた要因となったのだが、また、銀行の自己資本充実を促す監督

当局からの圧力が、オフ・バランス・シートの資産の拡大を促した要因でもあった。

繰り返して行なわれる引締め政策と構造改革にもかかわらず、重債務発展途上国の債務状況は好転せず、1987年には銀行の重債務国向け債権の損失引当金の大幅の積増しがあった一方、債務の転換による削減策の進展もあったが、89年には先進国側のより包括的な債務救済策として、債務および利払いの削減計画が提案された。しかし、これは銀行と債務国政府のケース・バイ・ケースの自主的な交渉に依存するものであり、その成果を推測することは困難である。

本稿では、まず1980年代後半の世界の国際収支のパターンと国際資金フローの関り合いをみて、次に国際金融市場の変化の動向を国際銀行業市場と国際資本市場において検討し、最後に発展途上国の債務状況と問題点を考察することにする。なお、国際金融市場の章では主として国際銀行業資金のフローが扱われ、国際資本市場の章では国際的長期資金の供給が扱われる。したがって、単に国際債券市場だけでなく、従来国際銀行業市場に含めていたユーロ・ノート市場とユーロ・クレジット市場も国際資本市場に含めることにする。両者ともに、とくに前者は多分に銀行貸出と証券とのハイブリッドの市場となっていることを考慮して、その方が適当と思われるからである。

I 国際金融市場

(1) 世界の国際収支パターン

世界の国際収支状況を経常勘定においてみると、OECD 諸国は1980年代を通じて全体として不足を継続し、1984、85年にはとくに大幅の不足であったが、86年にやや好転したものの、その後再び不足を拡大している。80年代初頭の第二次石油価格引き上げによって大幅の余剰を出した OPEC 諸国は82年には不足に転じ、85年が僅かに余剰であったのみで、その後再び不足を続けている。非産油発展途上国は80年代初めの巨額の不足が、その後次第に不足の幅を減少して、87年には余剰に転じている。^(注1)

OECD 諸国の不足が継続しているのは、80年代後半において、日本、西ド

表1. 世界の経常勘定 1985～1988年
(単位 10億ドル)

	1985	1986	1987	1988
OECD				
アメリカ	-118	-139	-154	-136
日本	49	86	87	78
西ドイツ	17	40	45	48
イギリス	4	-	-5	-25
フランス	-	3	-4	-4
イタリア	-4	3	-1	-7
カナダ	-1	-8	-8	-9
主要国	-53	-15	-40	-55
その他OECD	-4	-4	-16	-22
OECD合計	-57	-19	-57	-77
OPEC諸国	6	-27	-10	-22
発展途上国	-24	-17	12	4
その他	3	2	8	8
世界総計	-71	-61	-46	-87

(注)各数字は概数のため合計に正確には合致しない。その他は主として東欧圏。世界総計のマイナスは、不完全なカバレッジ、時期的、統計的相違などによる誤差を意味するが、それは主として記録されないサービスないし投資所得などが計上されないことによる。

(資料) *Bank of England Quarterly Bulletin*, August 1988, Feb. 1989 & May 1989 より作成。

みると、以下のようなになる。(表2参照)

アメリカの経常勘定不足は、1988年は前年に較べてやや改善されたが、これを金融する資本フローの構成において顕著な変化があった。1987年の資本フローは大部分がアメリカ証券の外国の購入と銀行借入によるものであった。直接投資は僅かのネット流出であったが、88年にはそれが大幅のネット流入に転じている。ポートフォリオ投資も前年を上回っているが、これは公的部門流入が前年とほぼ同一水準であったものの、民間資本流入が金利高と為替相場の回復期待によって増加したためであった。銀行業部門のネット流入は前年の半分以下だったが、それは国内金利とユーロ市場金利との金利差が縮小したことによってもたらされた。^(注2)

日本の1988年における資本勘定は、巨額の長期資本ネット流出と短期資本ネット流入であり、それは80年代後半の変らないパターンであった。直接投

イツが大きな余剰を継続しているのを除いては、アメリカが巨額の不足を継続し、その他諸国もおおむね不足であるためである。(表1参照)

こうした経常勘定の不足が何によって金融されたかをみるためには、資本勘定の動向を知ることが必要である。イングランド銀行は定期的にG7諸国の対外金融に関する数字を発表しているので、これによって経常勘定不足国アメリカとイギリス、余剰国日本と西ドイツについて最近の状況を

表2. 主要国の資本フロー, 1985~1988年
(単位 10億ドル)

	1985	1986	1987	1988
ポートフォリオ投資				
アメリカ	63	109	75	82
資産	-8	-3	-5	8
負債	71	112	80	90
うち公的部門から	-1	33	45	43
民間部門から	71	79	35	47
日本	-43	-105	-97	-65
西ドイツ	2	24	5	-36
イギリス	-14	-25	28	-12
直接投資				
アメリカ	-1	-1	-3	22
日本	-6	-14	-18	-35
西ドイツ	-4	-8	-7	-9
イギリス	-6	-11	-15	-14
銀行業部門				
アメリカ	40	19	51	21
日本	-	55	80	47
西ドイツ	-9	-23	-4	-4
イギリス	10	14	4	26
その他				
アメリカ	20	16	21	14
日本	-1	-6	-12	-11
西ドイツ	-6	-31	-21	-17
イギリス	8	26	7	31
公的金融バランス				
アメリカ	-4	-	9	-4
日本	-	-16	-39	-16
西ドイツ	-	-1	-18	18
イギリス	-2	-4	-20	-5

(注)資本流入はプラス、資本流出はマイナス。
公的金融バランスのマイナスは準備の増加。
(資料) BOEQB, August 1988, Feb. 1988 & May 1989 より作成。

において、1987年のネット流入が、88年には大幅の流出に転じたことが特徴的であったが、これは他の金融センターの高利回りに引きつけられたためであった。直接投資ネット流出と銀行業部門ネット流出にはほとんど変化はなかった。資本勘定全体としての不足は、経常勘定の余剰を上回ったので、西ドイツは88年には前年とは逆に準備のかなりの減少を示した。

イギリスの資本勘定は、経常勘定不足と直接投資流出という構造的不足が、これまで流動性資金によって金融されるというパターンをとって来たのが、

資ネット流出は前年の倍増となった。ポートフォリオ投資ネット流出は前年よりかなり低下したが、これは主として外国人の日本証券に対する購入が増え、外国証券の国内購買がやや低下したためであった。銀行業部門では、短期銀行借入のネット流入が前年より大きく減少したが、これは BIS による銀行の自己資本充実に関する取決めが銀行の貸出抑制を促すことになったことと、法人企業が銀行借入に代る金融手段によって容易に資金調達が可能になって来たことのために、銀行が短期借入を抑制したことによるものであった。

西ドイツの資本勘定では、ポートフォリオ投資に

1988年には直接投資とポートフォリオ投資とのネット流出が、銀行業組織を通ずるネット短期資金流入に丁度見合うというパターンに変化したことが注目されよう。直接投資は流出・流入ともに近年増加しているものの、ネット流出が継続している。ポートフォリオ投資もまたクロス・ボーダーのテーク・オーバーないし合併活動によって活発化しているが、87年にはネット流入であったのが、88年にはネット流出に転じている。アメリカ企業買収のための流出が大きく、流入が弱かったためであった。銀行業組織を通ずる大きなネット流入は、非銀行民間部門に対する金融を反映するものであり、ネット流入の約2/3は債券建てであったが、それは金利差が有利となったためであった。

以上、世界の経常勘定、主要国の資本勘定の最近のパターンを簡単に鳥瞰してみても、直ちに目につくことは、アメリカの経常勘定不足の大きさと、日本の経常勘定余剰の大きさであり、アメリカはこれを金融するために、ポートフォリオ投資においても、銀行業部門でも、資金の大きなネット流入で、直接投資においてすらネット流入になっているのに対して、日本はいまやポートフォリオ投資においても、直接投資においても、大きなネット流出だが、銀行業部門だけは最大のネット流入を継続しているという矛盾したポジションにあるということであろう。

(注1) 「1988年の石油価格の20%低下は、OPEC 諸国の経常勘定を大幅に悪化させた。……同年までに OPEC の石油輸出名目ドル価格は、80年のピークから2/3方低下し、1970年代半ばの水準に落ちている。石油輸出収入減少に対する調整のために、輸入は6年間減少せしめられ、1988年の OPEC 輸入量は1982年水準のほぼ半分になった。石油輸出に大きく収入を依存する OPEC 諸国の政府は、一般に政府支出の大幅の削減によって輸入を削減した。また、大抵は対外借入と準備の取り崩しを行なった。」 OECD, *Economic Outlook*, June 1989, p.55.

「1981年から87年の間に、アジアの NIES 諸国以外の非産油発展途上国はグループとして、経常勘定を500億ドル以上強化した。この調整は銀行信用に依存する資金調達の大規模な削減を課せられ、且つ多くの場合に大きな輸入の圧縮によって達成された。このグループ諸国の経常勘定は、1988年から1990年までは約100億ドルまでの不足の方向で推移するものと予測される。」 *Ibid.*, p.56.

(注2)「1987年末以降は、強い民間資金フロー、時には経常勘定不均衡に対する過剰金融が目立つようになった。外国の直接投資がこの金融におけるシェアの拡大を示した。結果として、公的金融は一般に1987年程は重要な役割を果たさなかった。」 *Ibid.*, p.53.

(2) 国際銀行業資金フローとインターバンク市場

1987年の国際金融市場は市場環境の著しい困難にもかかわらず、新規資金供給を大幅に増加したが、これは国際資本市場における起債活動が縮小したものの、国際銀行貸出が1986年の拡大に引続いて、ネット50%以上の拡大で、過去最大の成長を示したからであった。BIS 報告地域以外の諸国、とくに発展途上国に対する貸出は引続き鈍化していたから、新規国際銀行貸出はほとんど BIS 報告地域内に集中し、この地域での増加が国際資金フロー拡大の主たる要素であった。

この国際銀行貸出の拡大の要因として、BIS は次の三つの要因を挙げている。第一に、主要先進国間の大幅の経常収支不均衡が継続しているため、国際銀行業市場はアメリカの経常収支不足に1986年以上にファイナンスしたことである。第二に、国際債券市場、とくに変動利付債 (FRN) 市場の困難によって、銀行自身もいまやこの分野の活動を縮小したが、この状況が、銀行部門を経由する国際資本フローの大規模なリインターミディエーション (“re-intermediation”) を導くことになったことである。第三には、国際銀行活動は金利の変動、利回り曲線の形の変化、国際金利差の変化によって得られる裁定機会から利益を得ることが出来た。加えて、金利、為替相場の明らかな変動が、ヘッジ目的の借入需要を活発化させたことも挙げられる。

しかし、より一般的に、国際銀行業活動の継続的急成長の最も重要な要因は、国内、国際金融市場間の浸透が進んでいることであると指摘されている。このグローバルイゼーション (globalisation) ということは、単に国際資本移動の量がますます大きくなることを意味するだけでなく、国際市場を通じて供給される資本フローの大きな部分が、国内信用フローに代替される、ないしはそれに追加されることを意味するのである。^(注3)

銀行の国際貸出総額は1986年の6,580億ドルが、87年には7,600億ドルとな

表3. 国際金融市場におけるネット資金フロー推定額, 1985~88年
(単位 10億円)

	1985	1986	1987	1988	1988末残高
国際銀行貸出総額	295	658	760	494	5,505
うちクロス・ボーダー貸出	232	510	598	419	4,485
外貨建て国内貸出	63	148	163	75	1,020
ネット国際銀行貸出	105	195	300	225	2,390
国際債発行総額	162	219	181	219	
マイナス償還・買戻し	39	59	71	82	
ネット国際債発行	123	160	110	138	1,085
ネット新規ユーロ・ノート	10	13	23	20	72
国際金融総額	238	368	433	382	3,548
マイナス二重計算	58	78	53	67	348
ネット国際金融総額	180	290	380	315	3,200

(注) 資金フロー額は為替相場変動を調整済み。

(資料) BIS, *59th Annual Report*, 1st April 1988~31st March 1989, p.106. より作成。

り、これは年間フローで過去最大の額となっている。しかし、その大部分は BIS 報告地域内銀行取引で、これは常に変らないパターンである。1987年の新規貸出の38%は日本の銀行によって行なわれ、日本の銀行はいまや最も重要なインターメディアリーの役割を果している。

1987年5月にシティバンク (Citibank) が発展途上国向け貸出にたいする引当金を大幅に積増ししたのをはじめ、アメリカ、イギリス、さらには大陸ヨーロッパの銀行がいずれも同様の措置をとり、債務改訂協定が結ばれるにしても、交渉は長引き、銀行は債務国への新規資金の提供にちゅうちょしている状態では、銀行の BIS 報告地域以外に対するクロス・ボーダー・レンディングが伸びなかったのは当然の成り行きであった。^(註4) (表3参照)

巨額の国際収支不均衡と世界経済の好調が続いたにもかかわらず、国際銀行貸出総額は1988年にいたって大幅に成長を鈍化したが、これは BIS 報告地域内における銀行間取引においても、非銀行借手向けの貸出においても起っており、また BIS 報告地域外に対する貸出においても同様であった。そのなかで日本の銀行は活発な活動を続け、国際銀行業市場でのシェアを一層拡大しているのである。

BIS 報告地域外諸国からの預金は1987年に急速に増加し、1987年、88年と

表4. 国際銀行業資金の使途と源泉, 1985~88年

使途	(単位 10億ドル)				
	1985	1986	1987	1988	1988末残高
報告地域	77	168	277	216	1,568
報告地域外	24	14	11	7	720
分類不能	4	13	12	2	102
合計	105	195	300	225	2,390
源泉					
報告地域	85	166	217	153	1,655
報告地域外	18	-2	49	40	518
分類不能	2	31	34	32	217
合計	105	195	300	225	2,390
ネット					
報告地域	-8	2	60	63	-87
報告地域外	6	16	-38	-33	202
分類不能	2	-18	-22	-30	-115

(注) 為替相場変動を調整済み。

(資料) BIS, 59th Annual Report, p. 111.

もにネット資金供給者であった。非産油発展途上国はグループとしては1988年に債務を返済しているが、これは主としてアジアのNIES諸国によるものであった。しかし、重債務国の場合における債務の減少は、これら諸国の債務

の売却ないしスワップの形態による債権銀行のバランス・シートの調整をより一層反映したものであったといえるであろう。債務を第二次市場で取引することは、債務のディスカウント分だけ銀行の貸出残高が減少することになり、貸出額の数字の減少を導くからである。いずれにしても、BIS報告地域外諸国に対する銀行貸出は、1985年以降ますます成長率を低めているのである。^(註5) (表4参照)

BIS報告地域内銀行間の国際インターバンク取引は、1986年の5,200億ドルから87年には5,580億ドルへと一層活発化したが、88年には3,580億ドルへ著しくスローダウンした。1987年の拡大には次の要因が挙げられる。まず先進国間経常勘定不均衡に対する資金のリサイクリングに重要な役割を果たした。また、銀行の証券購入はしばしばインターバンク市場において資金調達された。さらに、金利または為替レートの動きに対するヘッジのためにインターバンク市場が使用された。いずれの要因が拡大をもたらしたかは、金融センターによって異なっている。

しかし、1987年におけるインターバンク活動において最も特徴的なのは、日本の銀行と他のBIS報告地域銀行との取引の拡大であった。日本の銀行は

1986年にはインターバンク取引の55%を占めたのが、87年には2/3を占めるにいたっているのである。アメリカのインターナショナル・バンキング・ファシリティズ (IBFs) にならって、1986年12月に開設されたジャパン・オフショア・マーケット (Japan Offshore Market) はIBFsよりは規制の多いものであったが、1年後の87年12月には、IBFsがBIS地域銀行の対外資産の7%を占めたのに対して、JOMは5%を占めるまでに急成長した。そして、1987年のインターバンク活動の大きな部分は、JOMとホンコン、シンガポールの銀行との間の取引であったのである。^(注6)

1988年のインターバンク活動が大幅のスローダウンをした主たる理由は、銀行の自己資本充実に関するBIS提案が、銀行の収益性に対する注意を促すことになり、銀行は86年、87年の規模でのインターバンク活動を展開することを抑制したからであった。銀行は有利な場合には裁定機会を利用したし、国内資金需要を充足するために、インターバンク市場からの資金の取り入れをも行った。1988年第3四半期に日本の銀行とその他のセンターとのインターバンク取引が急上昇したのは、そうした理由によるものであった。だが、年間を通じて金利差は魅力に乏しく、活動ははるかに低調であった。アメリカの銀行と日本を除くその他の国の銀行とのインターバンク取引は低下した。日本の銀行とアジアのセンターの銀行との取引も1987年の水準を下回ったが、それにもかかわらず日本を含むクロス・ボーダー・インターバンク取引は、87年が総額の2/3であったのに対して、実に90%に及んでいるのである。換言すれば、日本だけが88年の環境のなかでインターバンク取引を行っていたという異様な状況であったのである。^(注7) (表5参照)

次に、資金の最終使用者である非銀行部門への貸出についてみると、ここでも1986年から87年へと大幅に拡大し、88年には発表されたユーロ・クレジット額の増加とは逆に、大幅にスローダウンしている。最終使用者に対する貸出に関するBIS見積りは、報告銀行間の資金の再預金をもたらず二重計算分を除き、銀行の国内貸出向け外貨の使用分を含めたもので、ネット銀行貸出として示されている。このネット銀行貸出がユーロ・クレジットの増加を反映するものでないのは、発表されたクレジット額が借手によって引出され

表5. BIS報告地域銀行間のインターバンク貸出, 1986~88年
(単位 10億ドル)

	1986	1987	1988	1988末残高
クロス・ボーダー・インターバンク貸出	441	496	351	3,068
うち日本とその他諸国の銀行間	247	334	319	1,270
アメリカとその他諸国(日本を除く)の銀行間	70	74	14	630
ヨーロッパの銀行間	78	61	38	741
クロス・ボーダー貸出総額に対する インターバンク貸出の割合(%)	87	83	84	68
国際インターバンク貸出	520	558	358	3,610
国際銀行貸出総額に対する インターバンク貸出の割合(%)	79	73	72	66

(注) インターバンク・フローは為替相場変動調整済み。国際インターバンク貸出はクロス・インターバンク貸出に居住者銀行に対する外国通貨建て貸出を加えたもの。

(資料) BOEQB, May 1989, p. 254.

るまでの間に、かなりのラグがあることと、さらにはクレジットの多くは既往のクレジット・ファシリティの再取決めか、あるいは予防的措置としてのファシリティで、引き出されることがないものが含まれていることのためでもある。^(注8)

1987年の非銀行部門への貸出の拡大の多くは、日本の居住者のユーロ市場からの直接的借入によって占められた。日本の非銀行借手は1987年には海外の銀行から260億ドル以上を借入れ、さらに日本所在の銀行から外貨で570億ドルを借入れた。この借入の多くは外国投資向けか、あるいは円にスワップするための外貨調達であった。ユーロ円の借入もまた急速に増加した。1986年に西ドイツの非銀行部門は大きな資金の提供者であったが、87年には僅かだがネット借手になり、イギリスの非銀行部門はネットの提供者だった。

1988年のスローダウンは非銀行部門に対するクロス・ボーダー貸出においても、外国通貨における国内貸出においても見られたが、非銀行部門による預金の成長もスローダウンしたので、非銀行部門がネット借手であることに変わりはなかった。最大の借手の日本の非銀行借手も前年のようには積極的でなかった。他方、イギリスの非銀行借手によるクロス・ボーダー借入が増加したのは、テーク・オーバー関連のクレジットを反映するものであった。

(注3) BIS, 58th Annual Report, 1st April 1987~31st March 1988, pp.

110-111.

(注4) *Bank of England Quarterly Bulletin (BOEQB)*, May 1988, p.215.

ブラジルは1987年3月、商業銀行に対する利払いのモラトリアムを実施することを発表し、これは同年中遅くまで継続された。これに対して商業銀行側は貿易信用の削減をもって対抗したが、銀行がこうした利払いの停止に耐えることが出来たのは、ここ2～3年、銀行が資本と引当金をともに引き上げて、バランス・シートのポジション強化に務めたことによる。

(注5) *BOEQB*, May 1989, p.254.

(注6) *BOEQB*, May 1988, pp.215-216.

(注7) BISは1987年、88年に国際インターバンク市場が著しく活動の成長を鈍化したことの要因として次の三つを挙げている。「第一に、国際債務危機とともに銀行貸出がまず減少し、そして銀行が大量の購入者であった変動利付債市場が実質的に消滅したことが、インターバンク市場でLiborベースの資金調達を低下させた。同時に、1987年以降のクレジット市場の復活は、時に市場性証券の発行を含む極めて広範囲の借入選択権と関連していた。第二に、1980年初めと対照的に、銀行は資産・負債管理において、主としてオフ・バランス・シートの広範囲の金融手段を用いて来た。金利ミスマッチをカバーするために銀行によって最も広範に用いられた手段として、シカゴ・マーカンタイル取引所 (Chicago Mercantile Exchange) において取引されたユーロダラー先物契約の未決済残高は、1988年に80%拡大して5,290億ドルに達した。……最後に、規制の変化もインターバンク活動のスローダウンに寄与した。新しい国際自己資本ガイドラインは、インターバンク資産に相対的に小さなウェイトしか付さなかったが、銀行はその低収益性からしてインターバンク市場に参入することに以前よりもちゅうちょするようになったと思われる。」 *BIS, 59th Annual Report*, 1st April 1988～31st March 1899, p.108.

(注8) *BOEQB*, May 1988, p.217.

(3) 国際銀行業センター別分析

イギリスは多年にわたって世界最大の金融センターであった。1987年においても国際銀行業活動における最大のセンターであることには変りはなかったが、1986年末23.8%、87年末22.1%と国際資産残高におけるシェアを低下させていた。そして、1987年にシェアを成長させた唯一の主要センターは日本であった。1986年末におけるJOMの開設は、国際資産残高総額における日本のシェアを高めることになり、86年末15.2%は87年末には18.6%となり、そして遂に88年末では21%となって、イギリスの20.9%とほぼ同水準に上昇

表6. 国際銀行業センター別シェア

	(%)			
	1986末	1987末	1988末	1988末残高
貸出総額				5,505
うち				
ルクセンブルグ	4.2	4.2	4.1	223
フランス	6.4	6.6	6.3	347
西ドイツ	4.0	4.0	3.8	210
スイス	6.1	6.2	5.5	304
イギリス	23.8	22.1	20.9	1,149
日本				
JOM	2.3	4.0	6.8	372
その他	12.9	14.6	14.2	783
アメリカ				
IBFs	6.0	5.4	5.6	309
その他	5.7	4.5	4.5	246
オフショア・				
センター	17.7	18.0	18.5	1,020

(注) 1988年末残高は単位10億ドル。

貸出総額は居住者、非居住者に対する外国通貨貸出に非居住者に対する国内通貨貸出を加えたもの。

アメリカの居住者に対する外国通貨貸出は明らかでないので、これを除いたクロス・ボーダー貸出総額で見ると、1988年末現在でイギリス8,830億ドル、日本7,340億ドル、アメリカ5,550億ドルとなる。

スイスはスイス信託勘定を含む。オフショア・センターはバハマ、ケイマン諸島、ホンコン、シンガポール等。

(資料) BOEQB, May 1989, p.255.より作成。

した。アメリカのシェアは1986年末11.7%、87年末9.9%で、88年末には10.1%へ僅かばかり回復した。大陸ヨーロッパ諸国のセンターは1988年にはいずれもシェアを低下させているのである。(表6参照)

日本の銀行の対外債権は1986年、87年の急速な成長から88年にはやや成長が鈍化したものの、88年末では7,340億ドルに達し、これはアメリカの銀行の5,550億ドルを上回っている。日本の銀行の対外債権の拡大はJOMの対外債権の急成長によるところが大きく、1988年末のJOM債権は3,720億ドルで、発足以来2年間で日本の銀行のクロス・ボーダー貸出の約1/3に及んでいるのである。だが、日本は巨額の経常勘定余剰の継続にもかかわらず、銀行組織を通じて資金のネット借手である矛盾したポジションにとどまっている。銀行組織を通ずるネット借入は1987年507億ドルで、うち銀行が246億ドル、非銀行部門へ向けられたものが262億ドルであったが、88年は369億ドルへ縮小

表7. 主要国の国際銀行業資金フロー, 1986~88年
(単位 10億ドル)

	1986	1987	1988	1988末残高
アメリカ				
銀行	23.5	47.9	13.5	34.5
非銀行	-6.1	4.5	5.8	-73.5
計	17.4	52.4	19.3	-39.0
西ドイツ				
銀行	-27.8	-4.1	-8.7	-77.0
非銀行	-21.0	1.9	0.2	17.0
計	-48.8	-2.2	-8.5	-60.0
日本				
銀行	21.0	24.6	23.3	38.7
非銀行	2.3	26.2	13.6	50.5
計	23.3	50.7	36.9	89.2
イギリス				
銀行	9.5	6.2	27.6	78.6
非銀行	3.2	-2.9	3.6	1.8
計	12.7	3.3	31.2	80.4

(注) 居住者によるネット借入はプラス、ネット貸出はマイナス、非銀行はB I S 地域銀行に対するネット対外フロー。

(資料) BOEQB, May 1989, p.255.

し、銀行は233億ドルでほぼ前年と同程度であったものの、非銀行部門向けは136億ドルへ半減した。国内外国通貨貸出もまたかなり縮小した。これは同年半頃からドル高が進み、ドル借入コストが高まって、対外ポートフォリオ投資は前年程度でも、ドル借入が減少したためであった。(表7参照)

アメリカの銀行は経常勘定不足金融に重要な役割を果たす点で典型的なパターン

を示しているが、1988年にはこの役割はかなり減少した。ただし、四半期毎のパターンでは例年強い変動を示している。

イギリスにおける国際銀行業活動の成長率は1986年以降鈍化を続けているが、これは他のセンターよりも一層著しいため、国際銀行業市場でのシェアを低下させることになり、88年末には前述の如く日本と並んでしまった。そうはいつても、国際貸出の主要な要素である非居住者に対する外国通貨貸出においては、ロンドンが矢張り最大のシェアを占めていることに変わりはないのである。^(註9)

ロンドン所在の銀行の国籍別グループとしては、日本の銀行は1986年末以来最大のグループで、88年末でロンドン所在銀行国際資産の36.4%を占めている。ただし、日本の銀行の国際取引全体に占めるロンドンでの取引のシェアは、1985年末に34%であったのが、88年末では26%程度に低下している。これは日本における国内外国通貨取引が急成長したこと、オフショア市場の成長、アジアのセンターとの裁定機会が増加したことなどを反映するものである。

日本の銀行がロンドンに進出した主たる理由は、ロンドンで取り入れた資金を本店および海外店舗に貸出すことであったが、1987年にロンドン・インターバンク市場での外国通貨取引を縮小し、88年も同様であったので、ロンドン支店からの本店その他の海外店舗への資金供給は減少した。しかし、日本の銀行が88年においてもロンドン市場からの資金のネット取手であることに変わりはなかった。一方、これまで日本の銀行へロンドンにおいて資金を供給して来たその他の海外銀行は、1988年にネット取手となったが、これは日本の銀行からの貸出が急速に増加したためであった。日本の銀行は海外非銀行借手に対してもネット貸手で、貸出は急速に増加した。また、日本の銀行は他の銀行グループよりもはるかにCD発行に依存しており、ロンドンの銀行によって発行されるCDのほぼ半分は、日本の銀行によって発行されたものである。^(注10)

ロンドンにおける国際活動を縮小し続けて来ていたアメリカの銀行は、1986年末以降ほぼそのシェアを維持するようになった。日本の銀行の場合と同様、アメリカの銀行にとっては、ロンドンで取り入れた資金を本店、海外店舗に貸出すことが重要な機能であり、ロンドン・インターバンク市場からのネット取り手となっている。ただし、アメリカの銀行はロンドン外国為替市場やスワップの如き新しい手段の市場の主たる参加者であり、オン・バランス・シートにおけるシェアだけで、ロンドン市場におけるその影響力を過小評価することは出来ないのである。

(注9) ロンドンのシェアが低下し、日本のシェアが上昇して、両者がほぼ並ぶにいたったことの主たる要因は、日本において外国通貨による居住者向け貸出が増加したことと、ロンドンにおける日本の銀行を除いた多くの銀行が低いマージンのインターバンク取引を大幅に削減したことを挙げる必要があるであろう。BOEQB, May 1989, p.256.

(注10) 「ロンドンに集中されるインターバンク市場は三つの要素を持つ。第一に、他のロンドン所在銀行との外国通貨取引で、これは全インターバンク取引の1/4程度を占める。第二に、自行関係店舗とのクロス・ボーダー取引は、全体の2/5程度を占める。第三に、他行店舗とのクロス・ボーダー取引は、自行関係店舗との取引とほぼ同程度である。1985年末の国際インター

バンク取引の顕著な構造的特徴は、イギリス所在の日本の銀行が、海外およびロンドン所在のその他の国の銀行から、自行の店舗、主として日本の本店に対して資金供給のために借入れた大きさであった。」 'International banking in London, 1975-85', *BOEQB*, September 1986, p.369.

II 国際資本市場

(1) 国際債券市場

長期金利の低下によって1986年は固定利付債の発行が著しく促進され、他方、フローティング・レート・ノート（FRN 変動利付債）の発行は、1970年代にその市場が発展して以来、初めて低下をみせたが、国際債券市場は全体として過去最大の拡大を示した。ただし、固定利付債の拡大は既往債務をより安価にリファイナンスするための発行が多かったためでもあった。

だが、1987年は国際債券市場における借入活動が過去6年間に於いて最初の大きな低下を示した年となった。新規発行は1986年の2,217億ドルから87年には1,771億ドルへ約20%低下し、償還分を考慮すれば、ネット新規発行は約1/3縮小して1,603億ドルから1,101億ドルへと低下した。上半期はともかくとして、下半期には急減し、とくに10月の証券市場の危機以後は、固定利のドル建債や株式関連債の発行はほとんど停止状態になってしまった。

国際債券市場縮小の原因として、BISは長期金利の一時的上昇と、主要先進国間經常勘定不均衡の継続に伴う全般的な為替相場と金利の不安定性を挙げ、さらにマクロ経済状況とは別に、ミクロ経済的マイナス要因が重なったためであると指摘している。すなわち、過当競争、価格設定の誤り、FRN市場の停滞、税制上の取扱の変更の発表、株式市場の危機がユーロ債の流動性に及した影響などである。多くの商業銀行や投資銀行は証券市場での活動を縮小し、コスト削減、リスク・マネジメントの再検討を行ない、他の機関との合併をも企てた。^(注11)

1988年は前年第4四半期に発行停止状態にあった固定利付債券の発行が強く回復して、1,608億ドルに達し、FRMの発行も224億ドルへと前年水準を倍増した。償還も815億ドルで、ネット発行総額では1,379億ドルとなったが、

表 8 . 国際債券市場発行状況、1986～1988年
(単位 10億ドル)

	1986	1987	1988
新規発行公表総額	221.7	177.1	225.4
うち			
普通固定利付債	146.6	121.3	160.8
変動利付債	47.7	12.1	22.4
株式関連債	27.3	43.7	42.1
新規発行完了総額	219.6	181.2	219.4
償還	59.3	71.1	81.5
ネット新規発行額	160.3	110.1	137.9

(注) 非ドル建債は公表日の相場でドル換算。
株式関連債は転換社債とワラント債。
新規発行完了総額は発行日の相場で換算。
(資料) BIS, 59th Annual Report, p.122
より作成。

なお86年水準には達しなかった。(注12) (表 8 参照)

1988年の国際債券市場における重要な特徴として、スワップ市場の拡大が挙げられよう。これは高い質の借手に資金コスト削減のより大きな余地を提供するものであり、スワップは必ずしも発表されるわけではないから、正確な数字

はわからないが、ボンド発行の大部分がスワップされたとみられている。カナダ・ドルやオーストラリア・ドルの如き高利回り通貨から米ドルその他への通貨スワップが通常用いられるが、同年上半期には金利スワップも活発に行なわれ、とくに円やマルクでの金利スワップが増加した。1988年にはプライベート・プレースメントが約400億ドルあったと見積られているが、その多くはスワップを含んでおり、日本の機関投資家が主要な応募者であったとみられている。(注13)

株式関連債の発行が、1988年には前年とほぼ同程度の421億ドルあったが、その約70%が株式ワラント付ボンドであり、大抵は日本企業によりドル建てで発行され、所得は円にスワップされた。1987年の証券市場危機以後実質的に停止されていたこの部門の発行が回復された主たる理由は、88年前半に日本の証券市場で活発化したためだが、同年夏には、過度の供給過剰と将来の不安定性への懸念から、新規株式ワラント債の発行は一時停止されねばならなかった。

ユーロ・ボンド市場での主たる借手は産業会社で、1988年に全債券発行額の約40%を占めた。金融機関も固定利付債、FRN とともに発行を増加し、同年38%にシェアを高めた。これは BIS 提案に基づく自己資本比率を高めるために劣後債の発行を行なったからである。政府借手による発行が13%に低下したのは、国際収支や財政上の必要が改善された諸国において、政府の借入必

要が減少したからである。

日本の証券会社、銀行、アメリカの投資銀行が、ユーロ・ボンドの引受において支配的シェアを占めたが、競争の激化はますます市場のイノベーション、スワップ能力の開発、リード・マネージャーによる高度に競争的な価格設定へと駆り立てることになり、第一次市場、第二次市場での収益性を低下せしめている。いまや投資機関は市場シェアの獲得よりも収益性改善へ重点を置きかえなければならぬ段階に置かれていると見てよいだろう。

(注11) BIS, *58th Annual Report*, p.108.

(注12) BIS は1988年の国際債券市場活動の回復要因として次の四つを挙げている。第一に、国内規制の歪みと税制が借手の海外での発行を促した。ただし、発行された債券の最終的購入者は大部分が借手国の居住者であり、日本企業による株式関連株の発行、ポンド建起債の活発化、海外ドイツマルク債の活況はそのためであった。ドル相場安定化の予想がドル債発行の拡大をもたらした。第三に、スワップ市場の拡大にともなって、主要通貨以外の通貨建発行が増加した。第四に、1987年秋の危機以降の投資家の株式離れから国際債券市場が利益を得た。BIS, *59th Annual Report*, p.123.

(注13) *BOEQB*, May 1988, p.258.

(2) ユーロ・ノート市場

短期および中期のノートを発行して国際市場で資本調達を行なうユーロ・ノート・プログラム (Euronote programmes) の公表された設定額は、1988年には前年をやや上回って771億ドルであった。ユーロ・ノート発行残高では同年初めに530億ドルであったのが、年末には730億ドルに増加した。この成長は主としてユーロ・コマーシャル・ペーパー (ECP) とユーロ CD (ECDs) の増加によるもので、1986年以前にはこの市場の大部分を占めたノート・イシュアンス・ファシリティズ (NIFs) とリボルビング・アンダーライティング・ファシリティズ (RUFs) からのシフトが続いている。ミディアム・ターム・ノート (MTNs) といわれる中期ノートも増加している。^(注14) (表9参照)

1987年以来ユーロ・ノート市場の最大の部門はECP市場で、その継続的成長は、ECPがNIFsに較べてコストが一般に安く、エージェントとして行動

表9. ユーロ・ノート市場公表額, 1986~88年

	(単位 10億ドル)		
	1986	1987	1988
ECP/ECDs	17.8	45.7	51.4
NIFs/RUFs	47.6	15.1	10.5
MTNs	5.5	12.1	15.2
合計	70.9	72.9	77.1

(注) MTNsにはMTNオプション付ECPが含まれる。

(資料) BOEQB, May 1989, p.261.

するディーラーを通じての分配が、より能率的に行なわれるという理由によって、借手に好まれたことによるものであったといえよう。金利上昇の場合に、固定利付債では損失を招くことを恐れた投資家

が、短期ペーパーの保持を好んだということもあろう。

アメリカとイギリスの企業が新規ECPの主たる発行者で、多くは最も有利な条件を提供するものを選んで、アメリカ国内CPとECPとを両方利用するようになっているのである。しかし、ECPの投資家として、会社、機関投資家、銀行まで含まれるにいたって、小規模投資家が排除される結果を招いている。ECPにはアメリカ国内CP市場のような格付けなどはなかったが、ECPの質に対する懸念が高まるにつれて、ようやくECPについても格付けを取得する会社が現れるようになって来ている。

銀行が引受のコミットメントを与えてバックアップする形のNIFsやRUFsの如き引受プログラム方式のファシリティは、優良な発行者にはあまりにコストが高く、手続きがわずらわしいと思われて、1987年以降急速に減少し、引受のないECPがこれにとって代り、またECPと長期債の期間の差を埋める引受のないMTNsも顕著に拡大しているのである。これにはMTNs発行オプション付きのECPプログラムのようなものも現れている。したがって、ECPは銀行借入よりも低コストの短期国際金融手段として長期国際債券市場を補完するものであり、これまでのFRN市場を継承する役割を果すようになって来たということが出来よう。さらに、国内CPとECPを同時に発行するプログラムのように、ユーロ・ノート市場は国内市場の国際的統合を促す作用を及し、国内市場と国際市場の金利差を狭める役割も果すことにもなっているといえよう。^(注15)

(注14) BOEQB, May 1989, p.261.

(注15) BIS, *59th Annual Report*, pp.120-121.

(3) ユーロ・クレジット市場

1982年以前において発展途上国と東欧諸国は借手としてユーロ・クレジット市場で大きなシェアを占めたが、債務危機以降はこれら諸国への自発的貸出は實際上停止状態で、公表されたクレジットの取り決めは大部分が OECD 諸国向けのものであった。それでも1986年は299億ドルに過ぎず、87年になって887億ドルに急拡大し、さらに88年には1,017億ドルに拡大した。総額の82%は OECD 諸国内の会社で、発展途上国は9%、東欧諸国は1%に過ぎない。

1987年にユーロ・クレジット市場の強い成長があったのは、OECD 諸国内の経済活動の活発化に加えて、合併、テーク・オーバーが、ブーム状態にあったこと、さらには伝統的クレジット形態からマルチプル・オプション・ファシリティズ (Multiple-option facilities) への再構成が行なわれたことを挙げることが出来よう。1986年に僅かに10億ドルの借入に過ぎなかったイギリスの企業が、87年には310億ドルの借入に転じた。これは BP に対する50億ドルのクレジット、ユーロタンネル (Eurotunnel) に対する80億ドル、ブリティッシュ・エアウエイズ (British Airways) に対する20億ドルなどの巨額のクレジットが取り決められたからである。イギリス、アメリカの借手だけで全シンジケートッド・クレジットの半分以上を占めた。^(注16) (表10参照)

合併のため、ないし資本支出のための借入に、イギリスの会社が主として利用した新しい資金調達方式の MOFs といわれるものは、如何なるものであろうか。MOFs も銀行がシンジケーションを形成して金融を行なうものであるが、それは借手の選択によって使用され得る資金調達のオプションを具体化出来る極めて柔軟な金融形態であるといえよう。それには CP の発行、手形引受、短期前貸、クレジット・コミットメントなどが含まれ得る。

商業銀行も投資銀行もこれに参加し、中心的グループがコミットされたクレジットを提供し、他の銀行はコミットされないオプションを提供するという場合もあった。ユーロ・ノート市場が最初に出現した時には、借手は銀行のコミットメントのある NIFs を用いたが、最近では借手は ECP を選好し

表10. ユーロ・クレジット市場公表額, 1986~88年

	(単位 10億ドル)		
	1986	1987	1988
主要OECD諸国	11.6	61.4	72.8
その他OECD諸国	6.6	14.9	18.3
発展途上国	8.7	9.6	9.3
東欧諸国	2.0	1.9	1.2
その他	1.0	0.8	0.2
合計	29.9	88.7	101.7
うち、売却可能なもの	3.3	2.7	2.3

(注) 売却可能なものとは、貸出銀行によって第三者に転売され得るローン。

(資料) BOEQB, May 1989, p.262.

た。1987年10月の証券市場の危機以降は、借手も貸手も証券市場の流動性について疑問を持つようになり、借手にとっては矢張り銀行にコミットされた資金調達源に接近することが重要であった。

MOFsは企業借手により大きな柔軟性と保証を与える点で、1987年中に急速に拡大したのであり、イングランド銀行は同年中のMOFs設定額を322億ドルと見積っている。^(注17)

1988年のユーロ・クレジットの拡大には、主として三つの要因があった。企業はMOFsの形態におけるより柔軟なスタンド・バイ形式の資金借入を望んだこと、受入れ可能なレートではユーロ・債券市場に接近出来ない二流の会社からの資金需要があったこと、そして合併・買収のための巨額の資金需要が引続きあったことである。1988年を通じてユーロ・クレジット総額のうち約300億ドルが、合併・買収のために使用されたと見積られ、その多くはイギリスの会社によるアメリカでの買収のためのものであった。

ユーロ・クレジット市場での競争の激化は、MOFsのマージンを極端に低下させており、しばしば優良借手に対してはロンドン銀行間金利(Libor)を僅かに上回るに過ぎない。合併・買収活動によって得られる手数料とマージンは、銀行にとってより利益を挙げ得るのであり、一般にクレジット市場での銀行はよりハイ・リスク・ハイ・リターンへの貸出に向うことになっていったのである。^(注18)

(注16) BOEQB, May 1988, p.211.

(注17) *Ibid.*, pp.212-214.

1987年10月に起った証券市場の危機は、単にそれ以降の国際資本市場に影響を与えただけでなく、既にそれ以前から進行していた傾向を促進した

のである。危機の最初の影響は、ユーロ・ボンド市場を魅力のないものにし、ユーロ・クレジット、ユーロ・ノートの魅力を相対的に回復させたことにあるが、しかしユーロ・ボンド市場の過剰能力と利子率の格差出現は、危機以前に不安視されていたから、危機後急速に多くの借手をクレジット市場にシフトさせることになったのであり、この場合に、新しい金融イノベーションの一つとして MOFs がテストされることになったのである。借手は多くボンド市場で発行していた第二級会社であったが、競争の激しさは、ボンド市場とは対照的に、Libor を僅かに上回る低いスプレッドを招来することになったから、シンジケートド・ローンにおける MOFs の重要性が成長したといっても、依然として銀行貸出への部分的シフトであるといわねばならないだろう。それは銀行のクレジット・ラインによるバック・アップがある場合でも、証券化された手段として一つの役割を意味するものだからである。

(注18) *BOEQB*, May 1989, p.262.

「政府借入、とくに発展途上国からの借入が市場に主たる刺激を与えた1970年代末から80年代初期とは違って、1988年の新規ファシリティの大部分は先進国の非銀行企業顧客向けであった。幾つかの国で進行中の金融再編成の過程、および会社の資金調達方法の多様化の努力が、こうした発展の背景にある主たる要因であった。同時に、十分の流動性とローン・ポートフォリオの多様化を計りたいことから、銀行は会社の借入需要に応えることに熱心で、顧客獲得競争は手数料とマージンの縮小を招くことになった。」 *BIS, 59th Annual Report*, p.199.

III 発展途上国の債務状況

(1) 1980年代後半の重債務国

1985年10月 IMF・世銀年次総会で、重債務負担をかかえる中所得発展途上国15カ国の持続的経済成長とクレジットワーシネスの回復を促すための計画が、アメリカの財務長官ジェームズ・ベーカー (James Baker) によって提案されて以来、ほぼ4年を経過している。

ベーカー・イニシアティブ (“Baker initiative”) の前提は、債務国の成長とクレジットワーシネスの回復は、その自立経済達成への努力に主として依存するという事、そしてその努力は開かれた健全な世界経済の中で、継続的な公的並びに民間貸出によって支えられなければならないということであ

った。1982年の債務危機以降、工業国の実質 GNP 成長は少なくとも年率3%が維持されないと、重債務国の成長は回復されないとされて来た。1984年はかなり上回って5%近く、1985~87年は3%前後、1988年は4%であった。重債務15カ国も1985年以来輸出量を改善し、激減していた輸入量を増やすことが出来た。石油を除いて商品価格も上昇し、88年には84年以来初めて貿易条件も改善された。工業国経済は拡大したにもかかわらず、それ程インフレ的ではなかったから、金利も1988年は上昇したが、平均して84年水準以下であった。そこで、重債務15カ国の1988年対外債務金利負担は、債務危機以降輸出所得との比率で低下しているのである。

こうした有利な外部環境であったにもかかわらず、重債務国の経済成長は十分なものではなかった。15カ国のうち1/3だけが実質 GNP 4%以上の成長を示したに過ぎなかった。多くの国において、その理由は大部分が国内的理由によるものであり、公的部門の不足の拡大、民間投資の停滞、インフレ圧力の悪化が阻害要因であった。多くの政府は経済の安定化政策と構造改革の実施を十分に貫くことは出来なかった。

重債務国に対する外部金融の不足も困難を容易でないものにした。世銀とインターアメリカン・ディベロップメント・バンク (IADB) は1986~87年間に70億ドルを供給したが、これはペーカー目標の90億ドルをかなり下回った。IMF の15カ国への支払も1983年の75億ドルをピークに、85年以降は30億ドル以下に低下した。しかも、1986~88年には債務国から IMF へはネット資金還流であったのである。^(註19)

商業銀行は短期貿易金融を与え、長期ローンの満期を延長し、価格を切下げ、また IMF、世銀による調整計画に含まれる新規資金の供与に応じた。1985年10月以降15カ国への銀行からの新規資金コミットメントは200億ドル程度で、そのうち85%が支払われた。しかし、銀行は同時にローンの返済を求め、とくに民間部門借手からの返済と公的輸出信用保証機関から与えられた保証の実行とを求めた。したがって、重債務15カ国に対するネット200億ドル供給のペーカー目標に、1985年以降どれだけ近づいているかは、測定が困難なのである。15カ国で1988年に商業銀行に対して200億ドルの利払いをしていること

からすれば、商業銀行は国際機関の場合と同様に、主要債務国から大きなネット・トランスファーを得ているとされているのである。^(注20)

1987年5月にシティバンク (Citybank) はLDC ローン損失引当金の大幅増しを行ない、既往のローンの売却を進めると発表し、多くの銀行がこれに追随した。重債務国の長期銀行債務を市場で売却するには、1987年初めには平均35%位のディスカウントとされていたが、いまや市場圧力はそれを平均60%位まで押し上げているのである。重債務国政府のなかには、債権者が大幅のディスカウントでも債権を処分しようとしているのをみて、債務の額面額に対して利払いを継続することの妥当性に疑問を持つものが現れた。そして、債務者としては、これらディスカウント分の一部を受けとることになる債務削減措置に関心を深めることになっていったのである。^(注21)

(注19) Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets*, 30 December, 1988, p.3.

(注20) *Ibid.*, p.5.

(注21) 「引当金積増しの最も直接的な効果は、損失を吸収する銀行の能力を改善することによって、銀行の交渉力とショックに耐える能力を強化することであった。さらに、カントリー・リスクに対する大きな準備の強化は債務状態に多くの複雑な間接的な影響を与えた。……引当金の積増しは、とくに新規クレジットが既存のエクスポージャーと同様に引当金を必要とする時に、同じ債務者に新規資金の供給を一層困難にする。引当金積増しの影響の一つは、銀行側にローンの売却を通じて債権を処分しようとする欲求を一層強めさせるだろう。」BIS, *58th Annual Report*, p.136.

(2) 重債務国の債務削減

通常の返済以外に債務削減措置をとることは、コーポレート・リストラクチャリング (Corporate restructurings) においてよくみられることだが、重債務国においてもすでに各種の債務削減措置がとられて来た。

まず、コーポレート・リストラクチャリングはメキシコにおいて大規模に行われた。1982年の債務危機が顕在化した時、それ以前には外国信用に接近出来た主要民間会社が、債務返済の処理が出来なくなったところから必要と

なった。債務は通常既存債務を大幅にディスカウントして現金ないし株式に交換することによって削減された。しばしば世銀の傘下にあるインターナショナル・ファイナンス・コーポレーション (IFC) がこれに参画した。メキシコに次いで、チリ、その他の債務国にて小規模に行なわれたが、メキシコ、チリだけで約40億ドルの削減と見積られている。

次に、デット・バイ・バック (Debt by-backs) は、ブラジル、メキシコ、チリの民間部門、公的部門の会社によって、債権者と合意されたディスカウントにて外国通貨債務支払を行なうことによって大規模に行なわれた。海外にある民間部門資産を引き出すことによって、あるいは公的レートを上回るプレミアムを付けて購買した外国為替をもって支払う場合に、最も大きなディスカウントが得られたが、国内通貨で支払う場合のディスカウントははるかに小幅のものとなった。

1982年以降あらゆる種類のバイ・バック方式により、債務は約80~100億ドル方削減されたと見積られている。大部分は現金を十分に持つか、ないしは借入能力が十分にある企業によって行なわれた。債権者にとっては、債権がリスケジュールリングに適用されるリスクのあるとき、早期ディスカウントで現金決済してしまいたい場合に適していた。^(註22)

1988年初め、ボリビア政府は84年以来利払いをしていなかった商業銀行ローン2億4,000万ドルを、外国政府援助資金を用いて、バイ・バックしたが、これは額面額の11%相当であった。同年11月には、チリー政府は商業銀行債権者のオークションによって提案された価格で債務のバイ・バックを行い、1億6,800万ドルを支出したが、これは額面額の56%で、これによりチリーは長期債務のうち3億ドルを削減した。しかし、これらは両国の全対外債務の僅小部分に過ぎない。

債務の株式への転換 (Conversions of debt into equity) は、債務依存を少なくしたい新規・既存の企業が株式の資本化を求めている国において、重要な手段である。この方式は投資家が配当の送金に対する制限 (通常最初3~4年間送金されない) を受け入れ、転換される額のディスカウント (典型的には15~40%) に同意してくれる場合には、債務者にとくに利点があった。

転換される債務は、民間部門、公的部門のいずれの場合でも、民間会社ないし国有企業の民有化される会社の株式に転換された。債務危機以降、こうした転換で約130億ドルの債務が削減されたと見積られている。^(注23)

債務の債券への交換 (Debt-for-bonds swaps) は、1988年初めに、メキシコが見返り証券に債務を交換する方式を発表して注目された。政府は、銀行が特別に発行される20年メキシコ国債と交換に、中期ローンを自発的にディスカウントして売却することが出来ることにした。政府はこの特別国債については Libor 上乗せ1.625%のスプレッドの利払いを行なうことにしたが、これはリスケジュールされた銀行債務の場合の2倍であった。この国債の元本は、メキシコ政府が購入する20年アメリカ財務省証券にて保証されるとした。当初200億ドルの銀行債務が交換されることを期待したが、23~37%のディスカウントで37億ドルの銀行ローンが26億ドルの国債と交換されたに過ぎず、債務は11億ドル削減されたただけだった。実際の交換の規模が期待を裏切るものだったのは、国債の流動性と価値が第2市場でどうなるか分からず、また各国の税制、会計上、規制上の取扱いが不確かであったためであった。^(注24)

(注22) Morgan Guaranty Trust, *op. cit.*, p.6.

(注23) 「外国銀行は彼等自身のローン債権を通常は金融機関に対する株式投資に転換するために用い、一方、外国の非銀行者は直接投資ないし国内金融資産の購入の金融のため、第二市場でディスカウントでローン債権を購入するかも知れない。その国の居住者国民は彼等自身の対外資産(逃避資本)を用いて、銀行ローン債権をディスカウントで購入し、国内金融資産に転換するかも知れない。」IMF, *International Capital Markets: Development and Prospects*, 1988, p.58.

(注24) BIS, *58th Annual Report*, p.137.

(3) 債務問題解決への方途

1982年以来発展途上国債務の各種削減措置による減少は、なお累積270億ドル程度で、これは重債務15カ国の長期銀行債務の11%に過ぎなかった。債権国、債務国の政府が、双方ともに債務削減に対する環境を変える措置をとることが必要であり、市場関係条件で自発的ベースに立って、これらの取引が

行なわれるようにならなければ、債務削減のペースを早めることは困難といわねばならない。^(註25)

債務の株式への転換を阻む要因として、各国の規制が銀行の金融・非金融企業に対する株式所有に制限を置いていることが挙げられる。最も厳しいアメリカでは、連邦準備制度が重債務国の民間部門会社の株式の40%までの投資を許可するようになった。しかし、債務国政府が大抵は債務の株式転換をちゅうしょして、厳しく制限していることが一層の阻害要因である。債務国側が、外国銀行や多国籍企業がその国の産業のあまりに大きなシェアを買収してしまうのではないかという懸念を軽減するの でなければ、この困難は解消しないだろう。これに対しては、非居住者だけでなく、居住者も債務の転換に従事せしめるようにすることが必要である。居住者が債務を購入するために海外資産を使用し、それを自国通貨に交換し、国内で投資することを促されるようにすることが、債務国政府に必要とされる ところである。居住者が転換のオークションに参加して競争すれば、転換の価格はそれだけせり上って、債務国に有利になるだろう。

民間部門債務だけでなく、公的部門債務をバイ・バックするためには、逃避資本 (“flight capital”) を還流させることが不可欠である。ここで逃避資本とは、非銀行民間部門居住者によって海外に保有された資産のことをいう。1970年代末から80年代初期にかけて、主要債務国から異常な規模で資本逃避が起った。逃避資本は収益の再投資によって一層大きな資金プールとなり、潜在的に送還可能なものだが、これをいかにして送還させるかが問題である。(表11参照)

一般的に逃避資本は国内経済における異常なリスクに対応するもの、ないし自国政府のコントロールの及ばないところに資産を置きたいという欲求によるものと見なされ得よう。したがって、資本逃避の多くは不適当なマクロ経済ないし構造政策の結果であることが多いといえよう。過大評価された為替レート、財政不足の拡大、インフレ高進、金利の上限制限、金融市場の歪みなどは、いずれも海外へ資産をシフトさせる強い誘因となる。租税規制の歪みと輸入許可制のような割当制度は特定のグループに利益を与え、彼等は

表11. 重債務国の逃避資本資産
(単位 10億ドル)
1980 1982 1987

	1980	1982	1987
アルゼンチン	11	35	46
ブラジル	6	8	31
メキシコ	19	44	84
ベネズエラ	15	33	58
ナイジェリア	6	13	20
フィリピン	11	19	23
重債務15国総計	76	159	295

(注) 各年末の数字。1977年以前の資本逃避による資産は除外。

(資料) Morgan Guaranty Trust,
World Financial Markets, 30
Dec. 1988, p.9より作成。

資産を海外の安全な逃避場所に移すことを求める。こうした政策が継続されれば、明らかに国内投資は阻害されるだろう。^(注26)

1977～87年の間に、重債務15カ国からの逃避資本は、税引後収益がLiborに等しいと仮定してほぼ3,000億ドルに達しており、ラテンアメリカからだけでは2,400億ドルと見積られているのである。これに、

さらにそれ以前の10年間の計測出来ない資本輸出の経常額が付け加わることになる。いずれにしても、債務国政府はいまや居住者の海外資産を国内投資に動員させ得る積極的な行動が不可欠となっているのである。

重債務15カ国の対外債務はいまや5,000億ドルを上回り、うち2,200億ドルが公的債権者に対する債務だが、民間銀行に対する債務は長期債務が2,400億ドル、短期債務が450億ドルとなっている。いま商業銀行が全てこの長期債権をかりに30%削減したとすると、720億ドルが削減されることになり、これまでに自発的手段によって削減されたものの約3倍となる。Libor 9%にスプレッド1%を上乗せしたものとして、債務者は年間利子負担を70億ドル節約することになる。だが、これによって15カ国の輸出対利子支払比率は26%から22%へ、輸出対債務支払比率は315%から270%に低下するだけであり、銀行がかりに全長期債権を断念したとしても、平均165%になるだけなのである。^(注27) (表12参照)

1989年3月に、アメリカの新財務長官ニコラス・ブレイディ (Nicholas Brady) は、ペーカー計画の線に沿いながら債務問題対策の重点を債務残高の削減に移した新しい提案 (Brady proposals) を行った。すなわち、商業銀行は債権の削減と利払いの軽減を行ない、IMF・世銀は利払い資金などを債務国に供給し、債務国は中長期経済改革を推進し、資本の流入促進を計るというものであった。そして、その最初の適用ケースとして、メキシコと民間銀

表12. 重債務15カ国の対銀行債務削減の効果

(単位 10億ドル)

	1981年末	1988年末 実際	1988年末 対銀行長期債務 30%削減後
対外債務総額	348	505	433
輸出に対する比率(%)	212	315	271
対銀行長期債務	138	240	168
輸出に対する比率(%)	84	150	105
対銀行短期債務	96	45	45
公的および非銀行 債権者に対する債務	114	220	220
利払い総額	36	42	35
輸出に対する比率(%)	22	26	22

(注) 1988年末実際は自発的債務削減見積を差引いた数字。輸出は当該年度の商品・サービス輸出とトランスファー、利払いは当該年度のもの。

(資料) Morgan Guaranty Trust, *World Financial Markets*, 30 December 1988, p.11.

行団との交渉が、7月には一応の合意に達したが、それによれば、銀行は次の四つの方式のいずれかを選択ないし組み合わせて債務救済に当たるというものであった。元本削減は35%とし、65%相当の銀行債権はメキシコ政府債と交換され、金利は従来通りとする。金利軽減の場合は、銀行債権が同額のメキシコ政府債と交換され、それは6.25%の低利のものとする。新規貸出については、保有債権の25%相当額を3年間提供する。金利を元本に付加する場合は、年間利子額の一定割合を銀行は受け取らないで元本に加算する。メキシコに対する数百に及ぶ債権銀行の自発的選択による協力と負担の平等化を実現することは、まことに容易でない作業といわねばならない。

メキシコは当初より大幅の債務削減を要求して、交渉は難航し、銀行側が譲歩して最終的に35%削減となった。銀行側の懸念は、経済調整を実施している債務国にのみ限定して適用され、他への波及を阻止し得るのか、また今後より削減幅を拡大し、最大限のものにしようとする要求が起らないか、さらには債務救済に過度の期待が寄せられ、債務履行を停止して債務国としての自立経済への努力がなされないようにならないかなどであった。銀行側の懸念が強ければ、それだけ債務国の金融市場への接近は閉ざされ、債務国への新規資金は枯渇することになる恐れがあるのである。^(註28)

ブレイディ提案でも、逃避資本の還流を計るための強固な経済調整の必要が強調された。健全な経済政策が実施されていなければ、いかなるコントロールも資本逃避を阻止し得ないことは、1982年のメキシコの失敗によって示されている。健全な需要管理と広範な構造改革は、発展途上国の生産的投資を確保するために不可欠である。債務国の多くを悩まし続けている極めて高いインフレ率からすれば、需要管理の必要は明白である。債務国は典型的に拡大され過ぎ、誤って運営されている公的部門や非能率の国営企業をもっている。金融市場も貯蓄促進に適していない。商業は内向きで、輸出向きではない。過度の国家干与が債務危機の長期化すらもたらしている。あらゆる部門で構造改革が必要であり、債務削減だけでは、実質的、永続的利益は得られないだろう。(註29)

(註25) Morgan Guaranty Trust, *op. cit.*, p.7.

(註26) BOEQB, August 1989, p.364.

(註27) Morgan Guaranty Trust, *op. cit.*, pp.10-11.

(註28) BIS, *59th Annual Report*, p.135.

(註29) 「限定された範囲で、ボーナスとして見られる外国の資金供給はあるとしても、将来の開発金融の中心的源泉は国内的貯蓄であらねばならぬ。1973年以来国内貯蓄水準における低下はあったが、幾らかの引上げの潜在力はある。だが、これは重債務国が健全な持続的成長の道へ帰る場合にのみ起こってくるだろう。」 Ingrid Iversen, 'Future financing for developing countries', Graham Bird (ed), *Third World Debt: The Search for a Solution*, 1989, p.183.

あとがき

私が高知大学を去るに当って、人文学部経済学科で初めての定年退官ということで、本誌の私に対する退官記念号を餞として贈っていただき、心から感謝をいたし、私もまた何かを書かねばと、当時債務危機によって行方も定かでなかった国際金融不安について一文を書いたが、あれからすでに数年が経ってしまった。今度、関田英里学長が退官されることになったので、本誌の退官記念号を編集するから、私も何か書くようにとの御依頼を先頃いただ

き、懐しさに堪えず、喜んで拙文を載せていただくことにした。

関田英里前学長が高知大学創設以来の本当に永い道のりを教育と研究に努力され、また学部長、学長として大学のために尽力された御苦勞に対しては心から敬意を表するものだが、同時に、私にとっては旧制高知高等学校以来の半世紀に及ぶ親しい友であり、その友に招かれればこそ、短い期間ではあったが、高知大学の教壇に立つことが出来たのであって、いま再び多年の友情に心から感謝するとともに、今後の一層の御健康を祈るものである。

思えば、私が国際金融に目を向け、ユーロ市場の動向をトレースし始めたのは、1960年代半ばからであった。日本の銀行は60年代終り近く遅れてユーロ市場に参加し、70年代初めにはジャパン・マネーが国際金融の秩序を乱すなどと非難されたのも、後れた一部銀行の焦りかも知れないと、当時銀行の内側にいた私には思われた。オイル危機以降の日本の銀行の海外展開は苦勞の連続であった。そして80年代半ば以降の日本の銀行は、いまや10年前には予想も出来なかったような飛躍を遂げているように思われる。

債務危機は繰り返し顕在化し、根本的解決にはまだトンネルの出口の薄明りも見えない状態だが、先進国市場では金融革命とセキュリタイゼーションの掛け声で、薄利多売の激しい競争が展開されている。アメリカで新しい工夫が行なわれて、日本がこれを利用するという形で、日本の銀行、証券のオーバー・プレゼンスが問題にされるようになっている。伝統的な銀行業市場と資本市場の秩序はわからなくなり、セキュリタイゼーションとか新しいイノベーションとかいうものにおいて、誰が最後に責任を負うのかははっきりしないのである。世界中がますます速度を早めて投機に走るかの如く、カジノ資本主義とはまことに言い得て妙であり、拙文を書くために、国際金融市場に関する最近の動向をトレースしてみると、ますますそんな感じがしてくる。金融大国といわれるものが、堅い岩盤の上に築かれるのではなく、流砂の上の楼閣であることを憂えるものである。