

< アルゼンチンの債務危機に関する考察 > (レジメ)

- 通貨制度上の対応の特異性・ゲ - ム理論の視点から見た債務再編 -

2004年12月18日

(財)国際通貨研究所 松井謙一郎

アルゼンチンの債務危機については、危機発生前後も含めて短期間の間に様々な通貨制度上の対応が模索された事、及び負担転嫁の問題において異例な措置が取られた事の2点において非常に特異であったと言えるが、これを筆者の債務危機対応における実際の体験も踏まえて考察する。併せて、同国の債務再編問題と併せて議論されてきたソプリンの債務再編に係る議論についてゲ - ム理論の視点から意義を考察する事が本発表の目的である。

1. アルゼンチンの債務危機問題の発生に至る経緯

カレンシ - ボ - ド制の導入とドル化の浸透 (1991年 ~ 1990年代後半)

(ア) 1980年代のハイパ - インフレへの対応

(イ) 他国での採用例

(ウ) ブラジルのリアルプラン、ワシントンコンセンサスに沿った成功

(エ) ドル化経済の浸透

信用不安の高まり (1999年 ~ 2000年末)

(ア) 1998年のロシア危機とブラジルの変動相場制への移行

(イ) 同国の国際競争力の低下と金融政策の制約

(ウ) 市場の不安の高まりとIMFの支援

カバロ経済大臣による経済危機打開の模索 (2001年3月 ~ 2001年12月)

(ア) カバロ氏の経済大臣への起用と政策

(イ) 「産業競争力強化法」の導入とバスケット通貨 (ドルとユ - ロ) へのリンク

(ウ) その他の政策 (債務スワップ) と信用不安の著しい高まり

債務危機の到来 (2001年12月)

銀行預金の流出 外貨準備の減少 銀行からの預金引出の制限

国内での暴動の発生 大統領辞任 新大統領による対外債務の支払の

一時停止宣言

2. 通貨のドル化について

ドル化の種類

非公式なドル化、公式的なドル化、片務的ドル化、双務的ドル化

ドル化のメリット・デメリット

(メリット)

- ・ 自国通貨がなくなるため、通貨の切り下げリスクが無くなる
- ・ 通貨交換取引に伴う不確実性・リスクの軽減、取引費用が節約できる
- ・ インフレ率の低下、国内金利の低下

(デメリット)

- ・ 通貨主権の放棄と自国金融政策の独立性の放棄
- ・ 通貨当局にとっての通貨発行益（シニョレージ）の喪失
- ・ 最後の貸し手としての機能が不在
- ・ 為替レートの変動を通じた調整機能の喪失

ドル化構想

(ア) ブラジル危機の際のドル化構想

(イ) 中南米のドル化の例（パナマ、エクアドル、エルサルバドル）

3. 債務危機に対する対応

第3の通貨アルヘンティノの導入挫折（2001年末）

(ア) 第3の通貨アルヘンティノの導入構想

(イ) 州債（パタコン）の流通の実績

(ウ) RGTに代表される地域通貨の存在

(エ) 新政権によるペソ切り下げ発表と構想挫折

二重相場制度（2002年1月）の導入と挫折

全面的な変動相場制度への移行と種々の規制（2002年2月）

4. アルゼンチン債務危機の特異性

通貨のペソ化と金融業界への負担の転嫁

(ア) 非対称なレートでのペソ化

(イ) 債務者から金融機関への損失の移転

ペソ化前の銀行の B/S		ペソ化後の銀行の B/S	
ドル建資産 100	ドル建負債 100	ペソ建て資産 140	ペソ建て負債 200 (1ドル=2ペソの 実勢レート)

公共企業への負担の転嫁

- (ア) 電力料金等公共料金の値上げに対する規制がなされる事による公共企業への負担転嫁
- (イ) 1990年代の同国の民営化の際の欧米資本の進出とインフレスライド条項
- (ウ) 条項の制限に対する国際的な非難の高まり、スペイン企業への影響

5. ソブリン債務再編メカニズムに係る議論

ソブリン債務再編メカニズム (SDRM 提案)

通称クル - ガ - 提案、米国の破産法がモデル、民間市場参加者等からの批判

SDRM 提案の背景

- (ア) 民間資本フロー - の増加と債券発行の増加
- (イ) 民間部門の関与 PSI (Private Sector Involvement)

集団行動条項 (CACs, Collective Action Clauses)

ソブリンの債務がリスクとなった場合の債券保有者の意思表示の問題

6. ゲーム理論から見たソブリン債務再編メカニズムの議論の意義

ゲーム理論の分類

プレイヤーの協力の有無 (協力ゲーム・非協力ゲーム)、利得の状況 (ゼロ和ゲーム・非ゼロ和ゲーム)

囚人のジレンマと債務交渉

(条件) $T > R > P > S$ $2R > T + S$

		債 務 者	
		協力	非協力
債 権 者	協力	(R, R)	(S, T)
	非協力	(T, S)	(P, P)

ゲ - ムの切り替え

ゲ - ム理論上の双方の利得を強制的に変える事による交渉の決着と SDRM の意義
[どちらか一方が非協力の場合に利得を強制的に配分しゲ - ムを切替]

(切替前)

(3, 3)	(1, 4)
(4, 1)	(2, 2)

(切替後)

(3, 3)	(2.5, 2.5)
(2.5, 2.5)	(2, 2)

ゲ - ムの繰り返し

(ア) 将来的・長期的な関係も考慮に入れた対応とゲ - ムの繰り返し

(イ) アクセルロッドの行った実験と、しっぺ返し戦略 (オウム返し戦略)

(ウ) トリガ - 戦略との違い

(エ) ゲ - ムの繰り返しによる解決策と現実性

7. ゲ - ム理論の視点から見た、債務再編議論の今後の課題

囚人のジレンマ以外のジレンマケース

ゲ - ムの分類と他のジレンマ状況

(対称的なゲ - ムの例)

(ゲ - ム)

(4, 3)	(3, 2)
(2, 1)	(1, 4)

(ゲ - ム)

(2, 1)	(1, 4)
(4, 3)	(3, 2)

(ゲ - ム)

(3, 2)	(4, 3)
--------	--------

(ゲ - ム)

(1, 4)	(2, 1)
--------	--------

(1、 4)	(2、 1)
----------	----------

(3、 2)	(4、 3)
----------	----------

ジレンマ状況の分類

(囚人のジレンマ)

(3、 3)	(1、 4)
(4、 1)	(2、 2)

(弱虫ゲ - ム)

(3、 3)	(2、 4)
(4、 2)	(1、 1)

(指導者ゲ - ム)

(2、 2)	(3、 4)
(4、 3)	(1、 1)

(英雄ゲ - ム)

(2、 2)	(4、 3)
(3、 4)	(1、 1)

コミットメントと弱虫ゲ - ム

(ア) 交互ゲ - ムとコミットメント

(イ) 弱虫ゲ - ムとコミットメントの関係

(ウ) 現実の交渉との関係

ゲ - ム理論の視点から見た、今後の債務再編議論の課題

(ア) 複数のジレンマ状況とゲ - ムの切り替えによる解決

(ウ) 双方の交渉力の非対称性

(エ) ゲ - ムの切り替えと S D R M の意義

(オ) S D R M が提起した問題の意義と今後の課題

8. まとめ

同国の通貨制度上カレンシ - ボ - ド制度は 1991 年に採用された後、長期間にわたって維持され、同国に対する信用不安が高まった 2001 年後半以降に、ドルとユーロのバスケットにリンクしたカレンシ - ボ - ド制への変更、通貨のドル化の試行錯誤も行われたが、一旦失われたカレンシ - ボ - ド制度に対する信用の回復にはつながらなかった。深刻化した債務危機への対応として、第 3 の通貨創設の導入の試みと挫折、二重相場制度という試行錯誤が行われたが、最終的には変動相場制度に移行した。これは、様々な規制を使える事で信用不安や資本逃避を抑えるという形でかなり歪めた形での対処となったが、債務危機の前後も含めて短期間の間に様々な形で通貨制度上の模索がされた点が特異性の第 1 点である。

更に同国の場合には、ドル化された経済であったがゆえに債務者負担の軽減のために強制化ペソ化、非対称なペソ化、特定の業界への負担の一方的な転嫁といった特異な政策を政府が取った事もあり債務危機を増幅させ、かつ解決を複雑なものにした点が特異性の第2点であると言える。

今回の債務危機における種々の通貨制度の模索や負担転嫁の問題といったこの2つの特異性は、今後の他国の様々な局面での通貨制度の在り方を考えていく上で大きな問題提起・教訓材料を提供したものである。

また、アルゼンチンの既存の債務再編交渉は長期化の様相を見せているが、債権者と債務者の利害が対立しており両者にとってより良い解決策の実現が見出せない状況は、総じて言えば囚人のジレンマのゲ - ムの状況に類似している。

アルゼンチンの債務危機と時期を同じくしてSDRMと呼ばれるソブリンの債務再編でのル - ル作りに係る問題提起がなされてきた。提案は米国の破産法をモデルとしており、国家の債務再編への適用は実際には難しいと考えられるが、実現性はともかく、ゲ - ム理論の視点から見た場合、ゲ - ムの切り替えにより解決を促進するという面において一定の意義付けが出来ると言える。

しかしながら、このように交渉が長期化して強制的な解決が必要というケースはまだまだ少ないと言え、囚人のジレンマのような状況であってもしっぺ返し戦略を予想して協調が続く事で解決が見出せる場合や、弱虫ゲ - ムのようなパターンでどちらかが強気に出てどちらかが弱気になって従う事で決着点が見出せるようなケースも実際には多いのではないかと思われる。

SDRMはソブリン債務再編の際の透明性を高め、膠着した場合の強制的なメカニズムを問題提起した点においては画期的であると言えるが、前述のような形の解決が現実的な場合もあり、一律なル - ルの適用には慎重な議論が必要であるというのがゲ - ム理論の視点から見た債務再編の議論に係る課題であると考えられる。(尚、本発表は個人の見解であり、所属する機関の公式見解とは異なる点を最後に付け加えておきたい。)

以 上