

# 持続不可能な債務への対応

## 複雑化する債務再編のパズル

### アトラディウス経済調査 - 2024年4月

#### 要約

- 低所得国および中所得国は依然として債務問題に直面しています。過去3年間に、そのうちのいくつかは債務不履行に陥っています。G20共通枠組みは、これらの国々の債務問題を支援するために創設されました。しかし、このイニシアティブにおける債務再編は遅々として進みません。
- 債権者の多様化により、債務再編はますます複雑化しています。債権者構成は時間の経過とともに変化しており、最も大きな変化は対外債務に占める中国と債券保有者の割合の増加です。
- 中国は問題のある債務者に対するアプローチがパリクラブ諸国と異なっており、それが再編交渉を複雑にしています。また、債券保有者を同じ考え方に導き、公的債権者の提案を承認させることも困難です。
- 債権者間の複雑な関係により、債務交渉はより長期化し、より困難になっています。ザンビア、ガーナ、スリランカなどの国における再編問題がこれを浮き彫りにしています。これを改善するためのさまざまなイニシアティブにもかかわらず、解決策はまだ見えていません。

一連の不利な情勢により、脆弱な国々の債務問題は増大しています。新型コロナウイルス感染症のパンデミックとロシアのウクライナ侵攻は、世界的なサプライチェーンの混乱、インフレ率の上昇、金利の上昇を招きました。このような外的ショックが政策の失敗やその他の国内問題に重なり、多くの国にとって最悪の事態を引き起こしました。過去3年間に開発途上国における国家債務不履行の件数は合計18件となり、過去20年間の合計を上回っています。世界銀行の国際開発協会（IDA）からの融資資格を持つ20カ国が過剰債務危機に陥るリスクが高いため、来年はさらに多くの国がこれに追従する可能性があります。

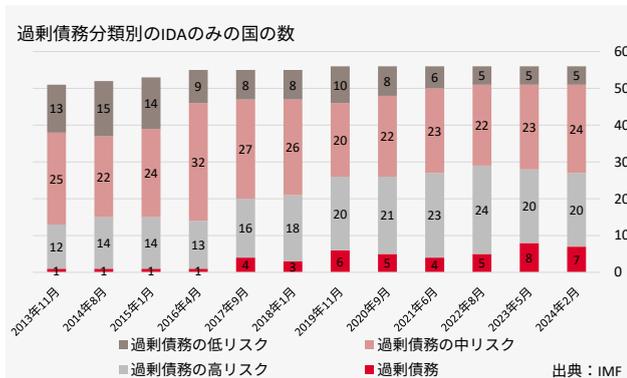
このような問題となる状況はすべての債務国に当てはまるわけではありません。多くの国々では厳しい環境に対

処する態勢が整っているため、以前のような一般的な債務危機は発生していません。しかし、多くの低所得国および一部の中所得国は脆弱な立場にあります。これまでの低金利、高い投資ニーズ、国内収入の不足に拍車がかかり、多くの貧困国の債務は憂慮すべきレベルにまで上昇しています。世界銀行によれば、IDA対象国の対外債務総額は2012年から2022年の間に109%増加し、過去最高の1.1兆ドルに達しています。この増加率は、中所得国で見られた58%の増加率のほぼ2倍の速さです。その結果、低所得国の公共及び公的債務（PPG）の返済コストは2023～2024年に最大40%上昇すると予想され、政府収入のかなりの割合を消費することになります。<sup>1</sup>連邦準備制度理事会は今年後半に金融緩和を開始すると予想されており、それがある程度の救済策となる可能性があります。とはい

<sup>1</sup>世界銀行国際債務報告書（2023年）

え、パンデミック以前のような低金利環境は戻ってきません。<sup>2</sup>さらに、その債務の3分の1以上が変動金利で融資されているため、今後数年間で債務危機に陥る国の数はさらに増加する可能性があります。

図1 債務問題を抱える国が急増

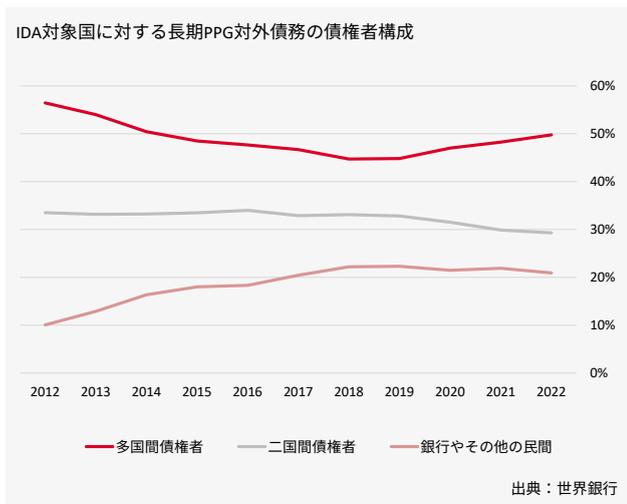


国が対外債務危機に陥っている、あるいは危機に近づいている場合、解決策を見つけるのは以前よりも難しくなっています。債務再編に関する交渉にはさらに時間がかかり、時には交渉開始すらできないこともあります。これに重要な役割を果たすのは、新たな債権者の出現です。

### 新たな貸し手が重要な役割を果たす

一見すると、過去10年間の長期公的債務とPPG債務の債権者構成はあまり変わっていません。2022年、IDA対象国は50%を多国間機関から、29%を二国間公的債権者から、21%を民間貸付（金融）機関から借り入れています。2012年には、これらの債権者グループが占める割合は、多国間機関が56%、二国間公的債権者が33%、民間貸付（金融）機関が10%でした。民間債権者の占める割合が倍増したことを除けば、変化は限られています。しかし、データをさらに詳しく調べてみると、際立って目立つ2つの動きがあります。

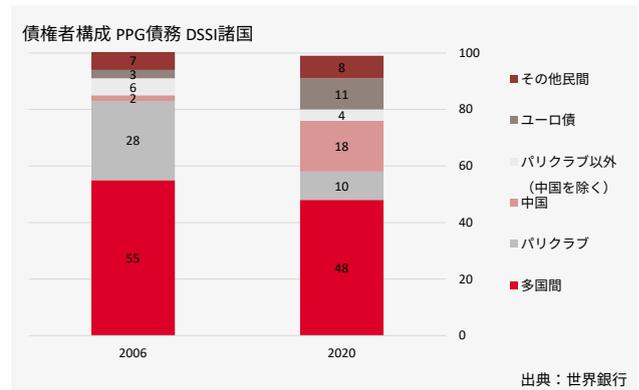
図2 一見すると公的債務の債権者構成に大きな変化はない



<sup>2</sup>例えば、IMFは最近の世界経済見通しの中で、低所得国の利払いは2024年には一般政府収入の平均14.3%に達すると予測しています。

まず、二国間債権国グループにおける中国の占める割合が急増したということです。2006年、中国の公的債権者がPPG債務に寄与した割合はわずか2%でしたが、2020年までに18%までに増加しました。中国の割合が増加した分は、パリクラブ諸国による融資を犠牲にして行われた。パリクラブ諸国による融資は、同時期に公的融資先に付与された総融資の28%から10%に減少しました。新型コロナウイルス感染症のパンデミックの間、中国から低・中所得国への新規債務コミットメントは減少しましたが、これは以下で説明するように、これらの国々への新規コミットメント総額の減少と一致しています。とはいえ、開発途上国が現在、パリクラブ加盟22カ国グループよりも中国から多くの資金を借り入れているという事実が変わりはありません。

図3 DSSI諸国への融資に関して中国はパリクラブ諸国を追い抜いている



第二に、IDA対象国による債券発行が増加し、長期の公的債務およびPPG債務において民間債権者の占める割合が倍増したということです。ユーロ債が占める割合は、2021年に13.9%でピークに達した後、2012年の3.8%から2022年には13.5%に増加しました。パンデミック以前、IDA対象国は好ましい世界的金融環境の恩恵を受けていました。低金利のため、多くの国が初めて債券を発行したり、複数回発行したりしました（ガーナ、ザンビア）。国内金利と比較すると、ユーロ債の金利は低いものでした。国内市場が未発達であったため、国内金利は高く、結果として支払利息が高額となりました。ガーナなどの国々は、予算の利子負担を軽減するために、高価な国内政府債を国際債に置き換えました。このような低金利は魅力的なものでしたが、国際債券への移行により、これらの国々は市場心理の変化に対してより脆弱となり、借り換えリスクと為替リスクが増大しました。この市場心理の変化は、パンデミックが発生し、その後ウクライナ戦争が勃発したときに生じました。ほとんどの開発途上国は国際資本市場へのアクセスを失い、借入コストの急激な上昇に直面しました。2018年まで債券発行が急増していたサハラ以南アフリカでは、2020年に各国が市場へのアクセスを失いました。アフリカの国（コートジボワール）が再びユーロ債を発行したのは2024年1月になってからでした。

これは15年前の約2倍の水準になります。

また、低所得国および中所得国への長期債務の総額が2021年と2022年に大幅に減少したことにも注目する必要があります。実際、公的融資先に対する新規コミットメントは2011年以来最低水準に達しました。主な要因は、民間債権者からのコミットメントの減少であり、中でも債券保有者からの減少が最も大きいものでした。世界的な金利上昇、一部の借り手国の信用格付け引き下げ、全体的なリスク回避志向の高まりにより、2022年の公的および民間セクターの借り手による債券発行は大幅に減少しました。

ここ数年の不透明な世界経済環境の中で、二国間債権者や民間債権者が融資活動に慎重になる一方で、多国間機関債権者が最後の貸し手として名乗りを上げました。世界銀行およびその他の多国間開発銀行は、2022年に過去最高の1,150億ドルの新規融資を行い、その年の開発途上国への新規融資の主要な供給源となりました。これは、多国間機関が脆弱国の債務問題の解決や、少なくともその問題の軽減に中心的な役割を果たしていた、かつての時代を呼び起こすようです。<sup>3</sup>しかし、多国間機関にはもはやかつてのような決定力はありません。なぜなら、再建に関わる債務の大部分が新たな債権者の手に渡っているからです。

### DSSI：一時的な救済

新型コロナウイルス感染症のパンデミックの際、G20は公的債権者に対する債務返済の停止を通じて、低所得国に一時的な債務救済を提供しました。このイニシアティブ、つまり債務支払猶予イニシアティブ（DSSI）は、2020年4月から2021年末まで実施されました。これにより、参加国には保健医療や最も脆弱な世帯への支援への支出を強化する余裕が生まれました。実際のところは、参加国はこれらの解放されたリソース（資源）を新型コロナウイルス感染症のパンデミックの影響を和らげるために使用することが求められていました。また、各国はこれらの国々を監視しているIMFや世界銀行と緊密に協力する義務を負っていました。

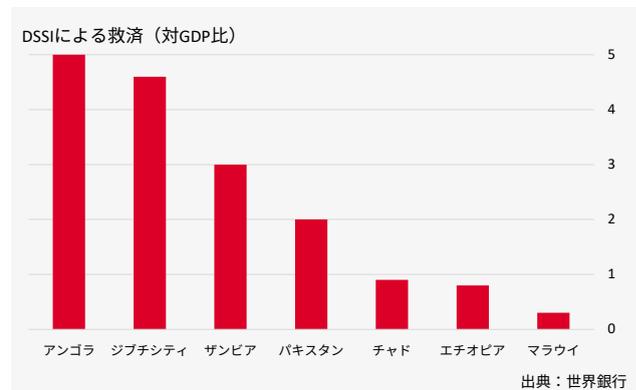
DSSIは、二国間公的債権者に対する利息および元本の支払いの停止から構成されています。民間債権者にも同等の条件で参加するよう要請されましたが、参加したのは1社のみでした。<sup>4</sup>しかし、DSSIの借り手の大半は、民間債権者に返済猶予を要請することにも躊躇していました。多くの国々が、ソブリン（国債）格付けや将来の市場アクセスへの潜在的な影響を恐れていました。

IDA加盟国および国連が定義する後発開発途上国（LDC）のうち、IMFおよび世界銀行に対する滞納がないすべての国々がDSSIの対象となりました。対象となる73カ国のうち48カ国が参加し、二国間公的債権者に支援を要請しました。それらのほとんどがアフリカ諸国です。IMFによれ

ば、2020年5月から2021年12月まで、推定総額89億ドルの債務返済が停止されました。この額は当初予測された129億ドルを下回ります。

参加資格のあるすべての国がDSSIへの参加を熱望したわけではありません。ナイジェリアやホンジュラスなど一部の国では、二国間公的債務の水準が低いため、DSSIによる救済は限定的でした。ガーナやベナンなどのように、DSSIへの申請が信用力の低下を示す可能性があるため、ソブリン（国債）格付けへの悪影響を懸念して参加を見送った国もあります。しかし、DSSIへの参加による格下げは起こりませんでした。一部の国は信用格付け機関からネガティブウォッチに指定されましたが、全体としてはDSSI参加が市場に深刻な悪影響をもたらすことはありませんでした。<sup>5</sup>それどころか、ソブリン（国債）スプレッドが縮小した国さえあります。

図4 DSSIによる救済にもかかわらず、一部の国では債務問題が生じた



DSSIは確かに各国を支援しましたが、債務返済の一時停止を規定したため、一時的な流動性解決策に過ぎませんでした。2020年に提供された債務猶予は、1年間の猶予期間と4年間の返済期間で再スケジュールされました。2021年に提供された債務猶予も、猶予期間は1年、返済期間は5年に再スケジュールされました。すべての国はすでにDSSI救済金を返済しています。これは、すでに債務残高が過大となっている政府にとって、今後数年間の債務返済に余分な負担を強いることとなります。特に、これらの債務支払い停止が比較的高額であった場合はなおさらです。

前述のように、DSSIは流動性の問題を解決しただけで、各国で顕在化している支払能力の問題には対処していません。DSSI参加国のうち、公的債務総額がGDPの100%を超え、対外債務の割合が大きい国がいくつか存在します。多くの国にとって、公的債務水準の上昇とそれに伴う債務元利返済額の高さにより、債務返済が困難になる可能性があります。特に世界的および国内的な高金利を考慮すればなおさらです。借入コストの上昇と国際資本市場へのアクセスの欠如により、多くの債務国で借り換えリスクと債務不履行リスクが高まっています。

Note: DSSI Fiscal Monitoring update (IMF-WBG 共同スタッフノート：DSSI 財政監視アップデート)、2021年9月

<sup>5</sup>IMF Working Paper 出版「debtor (non) participation in Sovereign Debt Relief: a real option approach (ソブリン債務救済への債務者（不参加）：リアルオプションアプローチ)」、2023年9月

<sup>3</sup>過去における最も著名なイニシアティブとしては、IMFと世界銀行がそれぞれ1996年と2005年に開始した重債務貧困国イニシアティブ（HIPC）と多国間債務救済イニシアティブ（MDRI）が挙げられます。

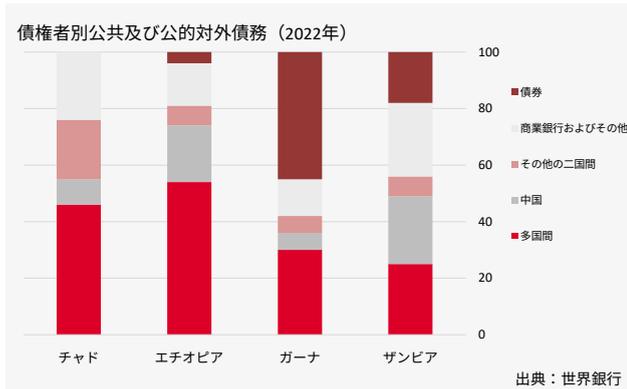
<sup>4</sup>民間債権者として参加する国立開発銀行、「Joint IMF-WBG Staff

## 共通枠組み：忍耐が必要

より構造的な債務問題や長期化する流動性問題に対処するため、IMFとG20はパリクラブと共同で、2020年11月に共通枠組み（CF）を導入しました。CFはDSSIを凌駕するものですが、十分ではないという意見もあります。債務国は、CFの下で、G20諸国のすべての債権者の債務処理を要請することができます。これらの債権国には、従来のパリクラブ加盟国だけでなく、中国やインドのような新興の債権国も含まれます。これに加えて、CFは公平な負担分担を確保するために民間債権者に対しても同様の扱いを要求しています。CF債務処理にはIMFプログラムが伴います。

これまでにCFに基づく債務救済を要請したのは4カ国のみです。チャド、エチオピア、ガーナ、ザンビア。進捗は非常に遅く、債務再編交渉に成功した唯一の国がチャドです。これら4カ国はそれぞれ独自の課題を抱えていますが、複雑な債務構造は共通しています。これらの国々では債権者基盤の変化がはっきりと見て取れます。銀行に対する商業債務（チャド、ザンビア）とユーロ債（ガーナ、ザンビア）の重要性が高まっています。中国のような新興の債権国の役割も増大しています（ザンビア、エチオピア）。複雑な債務構造に加え、国内問題も進展を遅らせる要因になっています（エチオピア、ザンビア）。エチオピアは当初2021年初頭に債務救済を要請しましたが、内戦のためこの手続きは遅延しました。エチオピアは2023年9月に中国との二国間債務返済猶予に合意した後、2023年11月に公式二国間公的債権者と2025年までの債務支払い停止に合意しました。パリクラブによるこの債務軽減は、エチオピアが2024年3月までにIMF融資を確保することを条件としていますが、これについてはまだ合意に至っていません。エチオピアは2023年末の国際債の利払いを滞納し、正式に債務不履行状態に陥りました。

図5 共通枠組みにおける債務構成の国別変化



CFの下で合意に達した最初の国であるチャドは、多くの銀行やファンドが保有する商業担保債務を再編する必要がありました。大手民間債権者は2024年に期限を迎える債務返済の一部を再配分することに合意しており、これが不十分な場合は公的債権者が負担することになります。ガーナの場合、国内債務再編は負担が大きすぎるとみなされたため、CFの要件に追加されました。ガーナは2022年12月にユーロ債の債務不履行に陥り、国内債務の再編を完了した後、2023年4月にCFに申請しました。2024年

## ボックス：高額な国内債務が複雑な要因となっている

国内債務の負担が大きすぎるため、再編から除外できない場合もあります。多くの低所得国および中所得国では、過去数年間に国内債務が増加しました。多くの国は、債権者の裾野を広げるために国内資本市場を発展させる努力をしてきましたが、特にパンデミックの際には、対外的な資金調達手段が枯渇し、国内の資金源に過度に依存した国もありました。二国間公的融資の減少と資本市場へのアクセスの喪失に直面して、各国政府は国内債券の発行を増やしています。平均的に国内債務は金利が高く、満期が短いため、借入コストとロールオーバーリスクが高まります。国内債務の増加は債務不履行の引き金となる可能性があります。例えば、ガーナが2022年12月に債務再編を要請した時点では、公的債務はGDPのほぼ90%で、国内債務の割合はGDPの48%でした。ガーナは2022年7月にIMFプログラムを要請しましたが、IMFの承認前に国内債務の再編が必要でした。これは、2023年2月までにほとんどの金融機関で完了しました。債務再編は経済の安定を回復するためには重要ですが、一般的には経済に混乱をもたらします。特に国内債務の再編の際には、銀行や年金基金が保有資産で損失を被るため、金融の安定性にさらに大きな混乱が生じる可能性があります。

1月に公的債権者との基本合意に達しました。しかし、それでも国は債券保有者との交渉を開始する必要があります。

ザンビアは、CFの下での再編プロセスがいかに難しいものかを示す良い例です。ザンビアは2020年11月にユーロ債の債務不履行に陥った後、2021年1月にCFの下で債務救済を要請しました。3年間の交渉を経て、ようやく合意に達したかに見えました。少なくとも、ザンビア政府が多数の民間ユーロ債保有者と締結した債務再編協定は、同等取扱い原則に違反しているとして、公的債権者委員会によって拒否されるまではそうでした。最終的に、ザンビアとその債券保有者の間で改訂された契約の合意に至り、中国と他の公的債権者によって承認されました。ザンビアにとって、トンネルの先により光が見えてきたようです。しかし、それでも中国の銀行など他の商業債権者と条件に合意する必要があります。

CFに申請する場合、債務国と債権国の両方に忍耐が必要です。これまでのところ、債務協定に合意したのはチャドだけであり、ザンビアの交渉には3年を要していることから、G20の共通枠組みは適切に機能していないようです。プロセスの長期化と複雑さのため、他の重債務国はCFへの参加にますます消極になる可能性があります。

マラウイ、ジブチ、ラオスの最近の事例のように、CFに参加できる国の中には、代わりに二国間交渉を追求している国もあります。マラウイはCF外の商業債権者および公的債権者と交渉中です。ジブチは2022年12月に主要債権国である中国への債務支払いを停止し、現在はアンゴラに倣って債権者と交渉中です。2020年、アンゴラは債務問題に直面し、中国に対する対外債務の一部を再編し

ました。債権者が1人である国（ほとんどの場合は中国）では、すべての債権者が同じ条件で再編するよりも二国間再編の方が効率的である可能性があるようです。より効率的だからといって、必ずしも借入国にとって有利であるとは限りません。例えば、ラオスは、今年末の債務不履行を回避するために支払猶予について、おそらく中国と合意に達するものと思われる。しかし、これまでと同様に、中国の支援は、鉱物や水力発電所などの戦略的資産や資源へのアクセス、およびより広範な貿易投資の機会と引き換えに行われることになるでしょう。

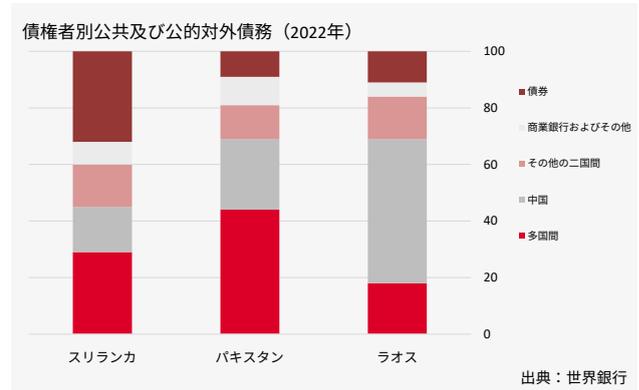
### スリランカ：債務交渉継続中

財政管理の失敗や政情不安により困難に陥った国々では、対外債務に関する困難な交渉も行われています。ここでも、債権者による債務の構成が重要な役割を果たします。悪名高い事例としては、中所得国であるにもかかわらず、2022年4月に債務不履行に陥ったスリランカが挙げられます。新型コロナウイルス感染症のパンデミックやテロ攻撃などの外的ショックが公的債務の急増につながりました。しかし、このような偶発的な出来事よりも、長期にわたる財政の誤った管理の方がはるかに大きな役割を果たしています。2009年に内戦が終結して以来、政府は一連の大規模なインフラプロジェクトの資金を中国からの借款で賄うことを選択し、同時に他国からの補助金やプロジェクトを拒否してきました。<sup>6</sup>さらに、スリランカ政府は港湾、エネルギー、運輸への投資のための二国間融資に加え、比較的高いクーポンレートで発行された国際ソブリン債も大量に購入しました。スリランカが債務不履行に陥った際、同国の対外債務の約3分の1は債券保有者の手に渡り、中国、日本、アジア開発銀行、世界銀行はそれぞれ9%から13%を保有していました。

2023年に入り、トンネルの先に光が見え始めました。スリランカは二国間債権者から債務再編の予備承認を得て、IMFの28億ドルの拡大信用供与措置（EFF）を利用するための理事会レベルの合意を確保しました。さらに、経済は2年連続の縮小の後、今年は再び好調に推移しています。しかしながら、スリランカはまだ危機を脱したわけではありません。金融危機による金融・財政政策の引き締めなどの悪影響が、個人消費や企業投資を抑制しています。さらに、実際の債務再編プロセスは年末まで続く可能性が高いため、債務状況に関する不確実性は続く予想されます。中国、インド、イラン、クウェート、サウジアラビア、パキスタンなど幅広い債権国が関与しているため、交渉は難航しています。その結果、スリランカは対外債務返済を停止したまま、今年いっぱい債務不履行状態が続くと予想されています。一方、10月に予定されている大統領選挙と議会選挙は、政府がIMFの支援を受けた不人気な緊縮政策を実施しなければならない時期に政情不安が続くことを意味しています。その結果、社会不安により現政権が切望されているIMF改革の実

施を延期または遅延せざるを得なくなるまで、ほとんど何も起こりません。

図6 ラオスは主に中国から借り入れているが、スリランカは債券保有者への借り入れが比較的多い



### パキスタン：繰り返される借り換え問題

対外債務問題に取り組んでいるもう1つの中所得国はパキスタンです。この国は債務不履行に陥っておらず、近い将来もおそらく陥らないものと予想されます。しかし、パキスタンの輸出収入は将来の債務を返済するには低すぎるため、債務再編に関する交渉が必要になると予想されます。ここでも政府はインフラ整備事業に多額の投資を行い、中国が融資提供に大きな役割を果たし、公的債務水準を押し上げました。現在、IMFとパキスタン当局は、9カ月間のスタンドバイアレンジメント（SBA）の最終審査についてスタッフレベルで合意に達しており、状況はやや安定しています。IMFの支援による重要なポジティブな結果は、他の債権国がパキスタンに財政支援を行うよう促したことです。中国、サウジアラビア、UAE、そして世界銀行とアジア開発銀行はパキスタンに融資する用意があり、当面は債務不履行を回避しています。

したがって、パキスタンの見通しはおそらくスリランカよりも良好だと思われるが、ここでもさらなる債務交渉と不安定な政治情勢の組み合わせが重要なリスク要因となっています。SBAが前向きに締結されたのは、政府が昨年、電気料金とガス料金の大幅値上げや高インフレ対策のための金融引き締め政策など、IMF支援の政策改革を実施したことが主な理由です。対外支払能力を維持するために、EFFの形でIMFの支援を得るためのさらなる措置が必要です。しかし、これがうまくいくかどうかは不明です。2024年2月、物議を醸した選挙の後、連立政権が発足しました。政府は政治的支援として軍に頼ることができませんが、議会での議席数は過半数すれすれであり、また国民の幅広い層から不人気です。特に緊縮財政が国民の不満をさらに募らせることになれば、政治的安定は得られない状態が続くものと予想されます。連立政権が存続できない場合、あるいは政府がIMFを引き留めることができない場合、新たな金融危機が再び起こる可能性が出てきます。それ以外にも、他の債権者からの支援も不透明

<sup>6</sup>Thamashi De Silva, Simon Commander, Saul Estrin, 2022年。「What lies behind Sri Lanka's collapse? (スリランカ崩壊の背後に

何があるのか?)」 blogs.lse.ac.uk.

です。対外債務の一部を再スケジュールする交渉は短期間で開始される必要があり、中国がその取り組みの重要な部分を担う可能性が高いです。

## 中国対パリクラブ

以上のことから、新興の債権者の出現により、債務再編交渉が以前よりも難しくなっていることが分かります。これは主に、中国の役割の増大と、融資や債務救済に対する中国の異なるアプローチによるものです。さまざまな情報源を駆使した包括的な研究によれば、このアプローチは3つの側面に関係しているとのこと<sup>7</sup>。1つ目は、中国は他の国よりも債務不履行に対する債権者保護を重視していることです。例えば、中国では借り手に対し、債務を清算するための特別口座の開設を義務付けていますが、これは中国の貸し手の債権の優先順位を高め、債務救済の負担を他の債権者に転嫁するものです。さらに、債務国が問題に直面した際、中国は債務削減を実施する意欲をほとんど示しません。2番目の要件は、借り手が融資契約および債務再編の条件を守秘しなければならないということです。そして最後に、中国は債務問題に対して多国間アプローチに参加するよりも二国間解決を望んでいます。

この最後の点が、交渉が困難になっている根本的な理由であるように思われます。中国は、二国間債権国間の調整を促進するパリクラブに参加していませんが、この組織はかつてIMFが中心的な役割を果たしていた共通体制の一部です。中国はIMF内で第3位の出資国ですが、パリクラブに加盟していないため、IMFが困窮する借り手に対して迅速に対応することが困難になっています。債務の透明性と再編における負担分担をめぐって中国とIMFおよびパリクラブ諸国の双方との間に意見の相違があるため、中国から借り入れた国々がIMFとプログラムを交渉するのに必要な時間が長くなっています。実際には、長期にわたる交渉に伴う不確実性が借り手にとって追加コストにつながる事が分かっています。合意が得られない限り、資本市場へのアクセスは不可能であり、他の債権者への扉もほとんど閉ざされたままとなります。

## 民間債権者は容易な交渉相手ではない

債券保有者が債務再編に参加する場合、状況はさらに複雑になり、発言権を持つのは1人の保有者だけではなく、複数の保有者が条件に同意する必要があります。これにはすでにかなりの時間がかかる可能性がありますが、G20共通枠組みの下で見られる債務再編において重要な欠点は、債務国政府と交渉する債券保有者の提案はいずれも、公的債権者の承認を条件としている点です。ザンビアの債務再編の際、債券保有者との最初の合意が民間債権者に有利になるという理由から最大の債権国である中国に承認されなかったのも、この現象の現れです。現在、公的債権者がまずどの程度の債務再編が必要かを判断し、民間債権者も同様の条件でそれに従う必要があります。

現在、債務不履行に陥った債務のうち債券保有者の割合が非常に大きいため、債務国はすべての債権者と早期かつ同時に交渉を行う必要があります。これにより、迅速かつ効果的な債務解決が促進される可能性があります。

## 解決策はまだ見えない

近年債務不履行を経験した、あるいはそれに近い状況に陥った国々は、さまざまな債権者間の複雑な調整に直面しています。多くの場合、従来の債権者に加えて、中国や債券保有者が交渉のテーブルにつき、それぞれの利益や独自のアプローチを示しています。すべての債権国が参加するG20共通枠組みには欠点があり、このイニシアティブに参加している国々にとって資金調達は依然として困難です。

このため、交渉はより長期化し、困難を極めています。最近になってIMFは次のようなことを述べています。「今日の債権者を取り巻く環境はより複雑化しており、調整は困難を極めています。」対外債務の構成は国によって異なり、債務国は債務問題の解決をどの債権者に求めるかについてそれぞれ異なる選択をするため、ケースバイケースのアプローチが現在では一般的な慣行となっています。しかし、いくつかの国で現在起こっている再編問題は、このアプローチが理想からは程遠いことを示しています。

状況を改善するためにさまざまなイニシアティブが開始されました。その1つがグローバル・ソブリン債務ラウンドテーブル（GSDR）で、多国間融資国、パリクラブおよびパリクラブ以外の二国間債権国、民間融資国、借入国の間で共通の立場を見出すことを目的としており、IMF、世界銀行、G20議長国が共同議長を務めています。GSDRは、債務再編に関わる主要な利害関係者の間で、例えば情報共有や再編プロセスにおける多国間開発銀行の役割などについて、より深い共通理解を構築することで、この問題に根本的に取り組むことを望んでいます。このイニシアティブは問題の核心に迫るものですが、現在存在する大きな相違を考慮すると、債務再編のためのうまく機能する調整メカニズムが確立されるまでには、まだ長い道のりがあります。IMFもまた、主にIMF自身の手続きの迅速化と緩和に主眼を置いた改革案を打ち出しています。この改革により、債権者との交渉がまだ完了していない場合でも、IMFは融資を提供できるようになります。借入国はこの恩恵を受けることになると思われますが、これが交渉のより早い終結につながるかどうかは不透明です。こうしたイニシアティブにもかかわらず、債務再編をめぐって問題の構造的な解決策はまだ見えていません。

Afke Zeilstra、シニアエコノミスト  
[afke.zeilstra@atradius.com](mailto:afke.zeilstra@atradius.com)  
+31 20 553 2873

Bert Burger、主席エコノミスト  
[bert.burger@atradius.com](mailto:bert.burger@atradius.com)  
+31 20 553 2872

<sup>7</sup>Ferry, Lauren L., Alexandra O. Zeitz - 「China, the IMF, and Sovereign Debt

Crises (中国、IMF、ソブリン債務の危機)」、2022年10月17日。

#### 免責事項

本書は情報提供のみを目的とするものであり、いかなる読者に対しても投資助言、法的助言、または特定の取引、投資、もしくは戦略に関する推奨をするものではありません。読者は提供された情報の利用に関して商用または非商用を問わず、必ず独自の独立した判断に依拠するものとします。アトラディウスは、信頼できる情報源から得た情報を本書に掲載するよう最善を尽くしていますが、誤りまたは遺漏、あるいはこの情報の使用に起因して生じる結果に対して一切の責任を負わないものとします。本書に含まれるすべての情報は「現状のまま」提供され、完全性、正確性、適時性またはその使用に起因して生じる結果について、明示または黙示を問わず、いかなる保証も伴わないものとします。いかなる場合にも、アトラディウス、その関連するパートナーシップもしくは法人、またはそのパートナー、代理人もしくは従業員は、読者またはその他の者に対して、本書に含まれる情報に依拠した判断もしくは行為、またはいかなる機会の損失、利益の損失、製品の損失、ビジネスの損失もしくは間接的損失、特別もしくは類似のあらゆる種類の損害について、これらの損失もしくは損害の可能性について言及していた場合でも、一切の責任を負わないものとします。

Copyright Atradius N.V.2024

Atradius N.V.  
David Ricardostraat 1 – 1066 JS Amsterdam  
Postbus 8982 – 1006 JD Amsterdam  
The Netherlands  
電話：+31 20 553 9111

[info@atradius.com](mailto:info@atradius.com)  
[www.atradius.com](http://www.atradius.com)