

世界銀行グループ総裁による序文

この『世界開発報告』の新版は、COVID-19(新型コロナウイルス感染症)がもたらした危機の結果として、世界中の世帯や、企業、金融機関、政府が直面している相互に関係した経済リスクに焦点を合わせている。この報告書は、財務状況(バランスシート)や潜在的な波及効果の部門をまたぐ相互関連性に関する調査から得られた新たな洞察を提示している。さらに、このような洞察に基づく政策勧告も提供している。特に、公平な回復を支えると同時に、COVID-19危機に対応して採用された異例の政策に起因する金融リスクを削減するにはどのようにすればよいかという問題に取り組んでいる。

広い範囲に及んでいるCOVID-19のパンデミックはすでに何百万件という死亡や、失職、企業倒産、学校閉鎖などをもたらし、ほとんど100年に一度と言える規模の最も広範囲にわたる経済危機を引き起こしている。貧困率は急上昇し、不平等は各国間と各国内の両方で拡大した。危機の当初から金融面での強靱性が限定的であった社会的に不利な立場の人たちや教育水準の低い労働者——特に若者と女性——が、不釣り合いに大きな悪影響を受けている。

政府による対応策は、家計向けの現金給付や、企業向けの信用保証、流動性条件の緩和、民間部門の大部分に対する返済猶予、多くの金融機関に向けた会計や規制面での猶予などのような諸施策の組み合わせを含むものとなっている。このような措置はパンデミックの経済的および社会的な影響を部分的に緩和することに役立っているものの、リスクの高まりにも帰結している。例えば、公的債務の過剰な累積、財務面での脆弱性の増大、透明性の広範な低下などが生じている。途上国には財政面で非常に限られた余地しか残っていない。そして、先進国が金融政策を正常な状態に戻そうとしていることから、途上国はよりいっそう脆弱な状態になるであろう。

本報告書では行動にとってのいくつかの優先分野が強調されている。

第1に、重大な金融リスクを早期に探知することが必要である。世帯、企業、金融機関、および政府の財務状況は密接に相互関連していることから、リスクは覆い隠されている可能性がある。不良貸出の割合は、危機発生時点で懸念されていた水準を総じて下回っている。しかし、これは債務返済を遅らせることや、会計基準を緩和したりする猶予政策によって可能となった。途上国の企業調査から、多くの企業が今後の数カ月の間に支払い滞納に陥ると予想していることが明らかになった。それ故、民間債務は過去の危機の際と同じく、突如として公的債務に転化する可能性がある。

経済政策が各国間を通じて相互に依存していることも重要な問題である。公的債務は前例のない水準に到達している。先進諸国において金融政策が引き締められていることから、途上国でも金利を引き上げる必要が生じるであろう。そして、途上国の通貨の価値が下がる公算が大きいであろう。金利の上昇は利払いをより高価にして、近年のトレンドを強化する。さらに、通貨の減価は、経済規模との相対比で、債務返済の負担をより一層重くする。流動性問題が突如として支払い能力問題に変質する可能性がある。

企業と政府の間の結び付きは偶発債務や隠れ債務のもう1つの発生源になる可能性がある。国有の公益事業会社は料率の引き上げを遅らせ、代金回収の遅延を容認するよう要請されている。利権や官民パートナーシップは歳入の劇的な減少に直面している。遅かれ早かれ、損失は予算上に計上されてくるだろう。一方で、外国の国有企業からの借入は往々にして債務管理機関の監視を免れている。このような偶発債務や官民連携ローンは低所得国や一部の新興市場諸国において重大な金融リスクを引き起こす可能性がある。

第2に、不良資産(distressed asset)については積極的な管理が必要である。民間部門の債務に対する有効な解決の仕組みが存在しない状況においては、バランスシート問題は本来よりもはるかに長期化し、ローンのエバーグリーン化は「ゾンビ」企業を存続させ、経済回復力を弱める。正式な破産の仕組みを強化し、裁判外紛争解決(Alternative Dispute Resolution)制度を促進する必要がある。法的な仕組みの改良は、債務免除を促進し、かつての債務者の長期的な評判を保護する一助になることができる。

リスクの早期探知と事前対策的な管理も、公的債務の元利払いにかかわるリスクを削減するだろう。再編(リプロファイリング)は満期を長期化し、債務関連の支払いを平準化することを可能にする。今が、それを行うときである。国際的な金利は依然として低水準であり、国際的な金融市場へのアクセスは依然として1つの選択肢である。債務管理も為替相場の変動性や通貨の弱体化に対するヘッジ策になり得るだろう。

最大の取り組むべき課題は公的債務の再編(restructuring)である。公的債務再編に向けた予測可能で、秩序立った、迅速なプロセスが存在しないことはコスト高につながり、そして回復の見込みを暗くし、不確実性を生み出す。歴史的な実績は、債務再編のプロセスが長引くほど、債権者が経験する「目減り」は大きくなることを示している。債務国側にとっては、遅延は成長、貧困削減、そして開発などに対する重大な後退を意味する。残念ながらG20の「共通枠組み」の下での最貧諸国の債務再編にかかわる交渉は、現在は行き詰っている。

第3に(最後に)、金融への広範な基盤に基づくアクセスの実現に向けて努力することが極めて重要である。低所得世帯は、貯蓄と借入が可能であれば、消費をよりいっそう平滑化できる可能性が高くなる。小規模の企業は、借入を利用できるならば、よりうまく投資して雇用を創出することができる。デジタル金融は金融へのアクセスを可能にし、そして新しい経済機会を促進することにおいて重要な役割を演じることができる。

途上国は財務的なバッファを再建するとともに、その過程で資本蓄積——物理的および人的な面の両方において——を犠牲にすることを回避する必要がある。財政強化に向けて選択される方針がこの側面では非常に重要である。政府支出の構成は経済成長に影響を及ぼし、より活発な経済活動は、長期的に開発目標と債務持続性を達成するために決定的に重要である。

先進諸国については、異例の刺激策を慎重に収束させ、グローバルな混乱の生成を回避すべきである。自国の中央銀行のバランスシートを縮小させながら、資産の短期化に向けて構成の再調整もするべきである。というのは、グローバルな供給チェーンの主力を構成している中小企業にとって、短期金利はより重要であるからだ。

『世界開発報告』のこの新しい2022年版は、COVID-19危機によって生み出された金融面の脆弱性に対処するためのロードマップを提示している。世界銀行グループは加盟国がその努力を遂行するのを支援するために、休むことなく働き続ける所存である。



デイビッド・マルパス
世界銀行グループ総裁

序文

異例の不確実性の中であって、世界中の政策立案者は、COVID-19 パンデミックの早期の段階で導入した経済支援措置の規模を縮小しながらも、経済活動や成長を回復するのに必要とされる条件の創出を奨励する、という細心の注意を要する職務に取り組んでいる。

取り組むべき1つの重要な課題は、官民両部門の財務状況(バランスシート)におけるリスクに関する透明性の欠如である。透明性の欠如はパンデミックによって生み出された、あるいは深刻になったものであり、(意図せずに)政策措置によって悪化した。確かにわかっているのは、パンデミックが誘発した2020年の不況が、過去数十年間の中で、世界全体の債務について、1年間での最大の急増をもたらしたということである。パンデミック以前に、民間の債務は多くの先進国や途上国ですでに記録的な高水準に達しており、このことによって、マイナスの所得ショックに耐えるための備えは、多くの世帯や企業において不十分であった。多くの政府もパンデミック以前に記録的な高水準の債務を抱えていた。そして、多くの政府が生死にかかわる対応策に資金を提供するために債務負担をさらに著しく増加させた。2020年においては、低・中所得国の総債務負担の平均は対GDP比で9%ポイント増加した。これと比較して、過去10年間における平均の年当たり上昇幅は1.9%ポイントであった。51カ国(開発途上の44カ国を含む)が公的債務の信用格付けの低下を経験した。

しかし、私たちがまだわかっていないのは、経済回復を阻害する可能性をもつ隠れリスクを政府や民間の負債者がどの程度抱えているかである。とりわけ、公的債務市場における複雑性と不透明性(誰がどのような条件で負債を負っているのかに関して)が増加したことは、多くの場合に、政府のバランスシート内のリスクの全体を評価することを困難にする。民間部門の側では、銀行借入にかかわる支払い猶予や、一般的な猶予政策、財務報告要件の著しい緩和などの、パンデミックに対応するための経済政策に共通する要素が、債務者は短期的な流動性問題に直面しているのか、あるいは債務者の収益は永続的に影響を受けてきているのかを決定することを困難にしている。債権者と債務者の双方にとってのリスクは、事前に測定しておくことが困難な規模と範囲で破綻が発生することである。

不確実な状況において、世界は、グローバルなパンデミックのなかで舵取りを続けながらも、世帯、企業、金融、そして政府の各部門の全体にみられる金融リスクを管理し、そして削減するという困難な課題に立ち向かっている。1つの分野における問題は、全部門の金融面での健全性を結び付けている相互補強的な経路を通じて経済全体に波及する可能性があり、確かにそうになっている。一見では、一部門における孤立した混乱のように思われたことが、経済の他の部門に非常に急速に波及していきることがありうる。例えば、仮に世帯や企業が金融面で切迫した状態の下にあるならば、金融部門は債務不履行が生じるリスクの高まりに直面し、信用を供与して経済回復を支援することに消極的になる、あるいはそうすることができにくくなる。公的部門の財務状況が公的債務の増大と税収の減少の結果として悪化しており、多くの政府は経済活動を支援する能力が低下してきていることに気付いている。

経済および金融の脆弱性の早期の探知と迅速な解決を促進する政策は、強固な経済回復か、あるいは頼りない経済回復か——さらに悪いことには回復をむしろ遅らせるか——というまったく異なる成果をもたらさう。パンデミックの最も厳しく最も逆進的な経済金融面でのインパクトに関する徹底した評価で始めて、本報告書は焦点を絞った実行可能な政策アジェンダを提示している。各国はそのアジェンダをパンデミックの有害で持続する懸念のある経済的影響の一部に対処するために採用することができよう。このような政策の一部は、例えば、銀行がローンの質に関して正確でタイムリーな指標を報告することを確保することによって、あるいは公的債務の規模と条件に関する透明性を高めることによって、

金融市場における不透明性の削減に努めている。他の新たな構想は、会社や個人向けの倒産手続きの改善や、公的債務のリプロファイルないしは再編に向けた先見的な努力を通じて、問題を抱えている債務の解消を加速化することを目的としている。

経済回復に対する万能薬的なアプローチはないことから、政策の適切なミックスはその時の支配的な状況と政策能力に強く依存する。パンデミックが退潮する中で、直面しているすべてのチャレンジに同時に対処するための資源と政治的余裕をもっている政府は、あるとしても極わずかである。各国は優先順位を付ける必要があるだろう。持続的かつ包摂的な回復に貢献する政策の潜在力は、政府が国際的な金融機関や他の開発実務家と協働して、迅速な行動に向けて政治的意思を奮起できる能力次第であろう。



カーメン・M・ラインハート
上級副総裁兼主任エコノミスト
世界銀行グループ

目次

世界銀行グループ総裁による序文	iii
序文	v
謝辞	vii
略号	x

概観..... 1

はじめに	1
パンデミックの経済的なインパクト	3
パンデミックに対する経済政策面での対応：迅速だったが国ごとに大きく異なっている	6
金融リスクの解消：公平な回復のための前提条件	8
結論	19
注	20
参考文献	21

序論..... 25

はじめに	26
世帯に対するインパクト	26
企業に対するインパクト	32
金融部門に対するインパクト	36
政府の短期的な対応策とそれの公的財政に対するインパクト	38
注	43
参考文献	45

1. 回復にとって新たなリスクが生じてきている..... 49

はじめに	50
経済全体にわたって相互に結び付いている金融リスク	51
健康に関する危機から財務的な苦境へ：回復に対する新たなリスクの発生	54
グローバル経済	67
結論	70
注	70
参考文献	71

スポットライト 1.1 金融包摂と金融の強靭性 73

2. 銀行が抱える不良資産の処理..... 77

はじめに	78
NPL はなぜ問題なのか？	80
NPL を特定する：資産の質，銀行の資本，および実効的な監督	81
増加しつつある不良債権を管理するための能力を構築	90
問題を抱えている銀行への対処	97
結論	104
注	105
参考文献	109

スポットライト 2.1 零細金融機関の規制と監督を強化 114

3. 企業と世帯の債務再編……………119

はじめに	120
倒産制度に注意すべき理由	120
正式な倒産の仕組みを強化	123
調停や仲裁などの代替的な〔裁判外〕紛争解決制度の促進	129
MSME 向けにアクセスが容易で安価な法廷内および法廷外の債務処理手続きを確立	132
自然人債務者の債務免除と免責を促進	136
結論	138
注	138
参考文献	140

スポットライト 3.1 小規模企業を維持するために零細金融を支援 145

4. 経済回復期、およびそれ以降における貸出……………151

はじめに	152
新型コロナウイルス感染症リスクの謎を解く：リスク可視性と求償性	153
リスク軽減策の改善	157
信用へのアクセスを可能にし、リスクに対処するための政策	180
結論	185
注	186
参考文献	187

スポットライト 4.1 公的信用保証制度 195

5. 公的債務の管理……………199

はじめに	200
COVID-19 の公的債務に対するインパクト	200
債務危機の人的コスト	203
公的債務の管理と解決における新たな挑戦課題	206
公的債務の管理と困難に陥っている公的債務の解決	209
将来展望：歳入を動員し、透明性を改善し、債務交渉を円滑化するための改革	220
結論	229
注	230
参考文献	232

スポットライト 5.1 資本市場のグリーン化：ソブリン・サステナブル債 236

6. 回復に向けた政策の優先順位……………245

はじめに	246
最も緊急性の高いリスク源に対処する	248
回復に対する国内のリスクを管理する	249
グローバル経済全体にわたり相互に関係するリスクを管理する	251
より持続可能な世界経済を構築するための機会をつかむ	252
注	252
参考文献	253

索引……………254

ボックス

1.1	財政政策と金融政策の相互作用	42	4.3	COVID-19 デジタル・ショック	165
1.1	事例研究：インドにおける借り手と金融部門に対する支援	56	4.4	事例研究：ケニアにおけるモバイル・マネーの当座貸越	168
1.2	規制面での猶予がもたらす意図していない結末	62	4.5	事例研究：即金払い (PAYGo: Pay-as-you-go) の家庭用太陽光発電システム	173
1.3	回復における外的な要因：今回の「テーパー・タントラム」は異なるか？	68	4.6	事例研究：パンデミックの期間を通じて MSE ファイナンスを倍増	176
2.1	ローン分類および問題資産に関する国際的ガイダンス	82	4.7	供給チェーン金融のパンデミックへの対応	178
2.2	パンデミックの期間における銀行監督において監督技術 (suptech) を利用	86	4.8	事例研究：パンデミックの期間における信用調査機関による代替データの利用	183
2.3	銀行監督と銀行の国家所有	88	5.1	事例研究：ルワンダにおける社会支出の余地を生み出すための債務救済	204
2.4	スロベニアにおける零細・中小規模の企業の問題を抱えているローンの対処	94	5.2	事例研究：ベナンにおいて、より優れた債務の管理に向けて市場機会をつかみとる	212
2.5	ガーナにおける金融システムの再編	102	5.3	現実化しつつある債務危機における多国間調整の役割：G20 の「債務支払猶予イニシアティブ」と G20 の「債務処理のための共通枠組み」	216
3.1	手短な倒産手続入門	120	5.4	事例研究：アルゼンチンにおける金融抑圧の社会的および経済的なコスト	221
3.2	インドにおける破産制度の包括的かつ継続的な改革 (2016-20 年)	127	5.5	事例研究：モザンビークにおける隠れ債務の呪い	225
S3.1.1	パキスタンの MFI と規制当局はどのようにして危機に対応したか	146	6.1	危機対応策の成功を評価する：研究事項	246
S3.1.2	事例研究：レバノンにおける複合危機	147			
4.1	事例研究：メキシコの適応的な引受	159			
4.2	信用とアルゴリズムのバイアス	162			

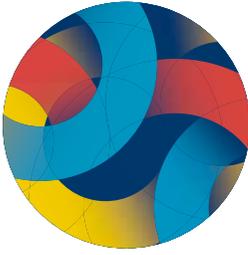
図

0.1	歴史的にみた COVID-19 の経済的インパクト	2	1.7	COVID-19 の企業に対する影響 (調査対象国)	34
0.2	概念的枠組み：相互に結び付いている財務状況 (バランスシート) リスク	3	1.8	COVID-19 危機下における経済的不確実性と雇用	36
0.3	概念的枠組み：悪循環と好循環	4	1.9	企業におけるリスクを抱えている債務の割合：30%減益の場合のシミュレーション (コロナ以前；調査対象国；所得による国のグループ別)	37
0.4	COVID-19 危機への財政対応 (所得による国のグループ別；調査対象国)	6	1.10	COVID-19 危機への財政対応 (所得による国のグループ別；調査対象国)	39
0.5	パンデミックに対する財政政策、金融 (monetary) 政策、および金融部門政策 (所得による国のグループ別)	7	1.11	パンデミックに対する財政政策、金融 (monetary) 政策、および金融部門政策 (所得による国のグループ別)	40
0.6	銀行システムが NPL の増加を吸収できる能力 (所得による国のグループ別)	9	1.12	世界全体でのソプリンの格下げ (1980-2020 年)	41
0.7	延滞中の企業あるいは 6 カ月以内に延滞に陥ると予想している企業の割合 (2020 年 5-9 月)	11	BI.1.1	COVID-19 危機の時期における中央銀行の資産購入プログラム (所得による国のグループ別)	42
0.8	融資条件の四半期ごとの動向 (所得による国のグループ別；2018-21 年)	14	1.1	概念的枠組み：相互に結び付いている財務状況 (バランスシート) リスク	50
0.9	一般政府の総債務 (所得による国のグループ別；2010-20 年)	16	1.2	概念的枠組み：悪循環と好循環	53
0.10	公的債務再編と債務不履行の状態で経過した時間 (調査対象国)	18	1.3	COVID-19 危機の期間における社会的セーフティネットと所得減少 (所得による国のグループ別)	55
1.1	COVID-19 危機が世帯に及ぼした影響	27	BI.1.1	インドにおける金利を引き下げのための金融 (monetary) 政策の利用	56
1.2	極度の貧困の世界全体での年当たり変化 (1992-2020 年)	28	BI.1.2	インドにおける部分的な信用保証制度を通じた新規貸出の支援 (企業の規模別)	58
1.3	世界全体での極度の貧困者数 (2015-21 年)	28	1.4	COVID-19 への対応における財政面での制約	59
1.4	COVID-19 危機に伴う所得減少に対する世帯の対処方法	30	1.5	サハラ以南アフリカにおける政府による支払の遅延	60
1.5	所得減少に対する家計の強靱性 (調査対象の途上国と先進国)	32	1.6	COVID-19 危機の期間における金融部門政策 (所得による国のグループ別)	60
1.6	さまざまな時間範囲における代替的な COVID-19 政策と対処戦略のインパクト (先進国と途上国)	33	BI.2.1	インドにおける不良貸出 (2005-16 年)	63

1.7	COVID-19 危機の期間における政府債務と銀行部門の脆弱性	64	B4.3.1	COVID-19 パンデミックが企業の技術採用に与えたインパクト(所得による国のグループ別)	166
1.8	政府の平均歳入の変化 (所得による国のグループ別; 2011-20 年)	66	B4.4.1	ケニアにおける対商人支払いとモバイル・マネー当座貸越の増加	169
1.9	政府の平均基礎的財政収支 (所得による国のグループ別; 2010-20 年)	66	4.3	COVID-19 パンデミックが消費者ローンの承認率に与えた影響(製品別; ポーランド; 2019-21 年)	171
B1.3.1	「テーパー・タントラム」のインドネシア経済に対するインパクト(2005-15 年)	69	B4.5.1	現金支払商品および PAYGo 商品として販売されたオフグリッド型照明器具の数	174
2.1	不良債権(NPL)率の変化 (所得による国のグループ別; 2020-21 年)	79	5.1	一般政府の総債務	201
2.2	不良貸出の増加を吸収できる銀行システムの能力	84	5.2	外部的な債務困難に陥るリスクのレベル (低所得国; 2011-2021 年)	202
2.3	有害なショック後の国有銀行と民間銀行における不良債権(NPL)の累増の比較	89	B5.1.1	貧困削減への支出: ルワンダと他の HIPC 諸国の比較	205
2.4	不良債権を削減する処理の流れ	92	5.3	公的債務について債務不履行に陥った国の開発にかかわる失われた十年	207
2.5	総貸出に占める不良債権(NPL)の比率 (セルビア; 2010-20 年)	96	5.4	低・中所得国の対外債務(債権者の種類別; 1980-2019 年)	208
2.6	金融のセーフティネットと銀行処理権限 (所得による国のグループ別; 2016-20 年)	103	5.5	全ての国, および低・下位中所得国における債権者の構成(1989 年と 2019 年)	208
S2.1.1	信用リスク比率と再編ポートフォリオ比率 (零細金融機関の規模別; 世界銀行による地域別; 2019 年および 2020 年)	116	5.6	公的債務再編と債務不履行の状態 経過した時間(調査対象国)	215
B3.1.1	倒産手続きの時系列	121	B5.3.1	DSSI 参加国(債務困難に陥るリスク水準別)	216
B3.2.1	インドにおける未処理の破産の数(2018-20 年)	127	B5.4.1	貧困と金融抑圧(アルゼンチン; 1995-2002 年)	221
3.1	延滞中の企業あるいは 6 カ月以内に延滞に陥ると予想している企業の割合(2020 年 5-9 月)	130	B5.4.2	アルゼンチンの経済危機の期間に預金者に影響を及ぼした金融措置	222
3.2	売上減少を乗り切る企業の能力	132	B5.5.1	モザンビークの対外債務返済予測(2015-27 年): 2016 年における隠れ債務の開示の前後	226
3.3	延滞中の企業あるいは 6 カ月以内に延滞に陥ると予想している企業の割合(2020 年 6-9 月)	133	5.7	調査対象の低・中所得国におけるソブリン債元本の満期: 債券に含まれる CAC の割合および種類別; 2021-33+ 年	228
3.4	前年と比較して月当たりの売上が低下した企業の割合(2020 年 6-9 月)	133	S5.1.1	政府が発行するサステナブルな金融商品を有する国の割合(2020-21 年)	237
3.5	アジアの調査対象国における不良債権(NPL)(1998-2005 年)	134	S5.1.2	グリーン債およびソーシャル債の発行割合と 1 人当たり GDP との間の相関関係	238
4.1	融資条件の四半期ごとの動向(所得による国のグループ別; 2018-21 年)	155	S5.1.3	資本市場におけるサステナビリティの要素に関する規制面での適用範囲	239
4.2	主要なリスク軽減戦略が可視性, 償還請求, およびリスクに与えるインパクト	158			
B4.1.1	コンフィオによるローン支払いの増加	160			
B4.2.1	伝統的統計モデルを使った場合と比較して, 機械学習モデルを使った際に信用力がより高いように見える借り手の割合	162			

表

B1.2.1	インドにおけるローン分類別の引当要件 (2008 年)	62	2.3	主要な銀行処理手段	101
1.1	中央政府の平均債務残高の変化 (2010-20 年; 所得による国のグループ別)	65	3.1	倒産枠組みを MSME 向けに適合させるための原則	135
2.1	資産分類制度に関する, 調査対象に選ばれた指標の国による採用状況 (所得による国のグループ別)	83	B5.2.1	ベナンの債務プロファイルとユーロ債市場における最近の発行(2019-21 年)	213
2.2	不良債権(NPL)を削減する措置	91			



概観

はじめに

2020年、世界中のコミュニティがCOVID-19(コロナウイルス感染症2019)の拡散を抑制し、その大流行が強要する医療コストや人的犠牲を管理するために苦闘している状況下で、各国の政府はパンデミックがもたらす最悪の社会的・経済的なインパクトを軽減することを目的として広範な危機対応策を実施した。

パンデミックに対処するために必要とされた移動制限、ロックダウン、およびその他の公衆衛生上の措置は、過去1世紀以上にわたる期間では世界的に最大の経済危機をたちまちもたらした。この経済危機は、パンデミックが消費者行動に影響を及ぼしたことによる需要の落ち込みによって倍加された。2020年には経済活動は約90%の諸国で収縮し、過去における、2回の世界大戦、1930年代の大恐慌、1980年代の新興国債務危機、それに2007-09年のグローバル金融危機の時期にそのような落ち込みを経験した国の数を上回った(図O.1)。新型コロナウイルスの大流行の最初の年である2020年に、世界経済は約3%収縮し¹、世界全体での貧困は一世代において初めて上昇に転じた²。

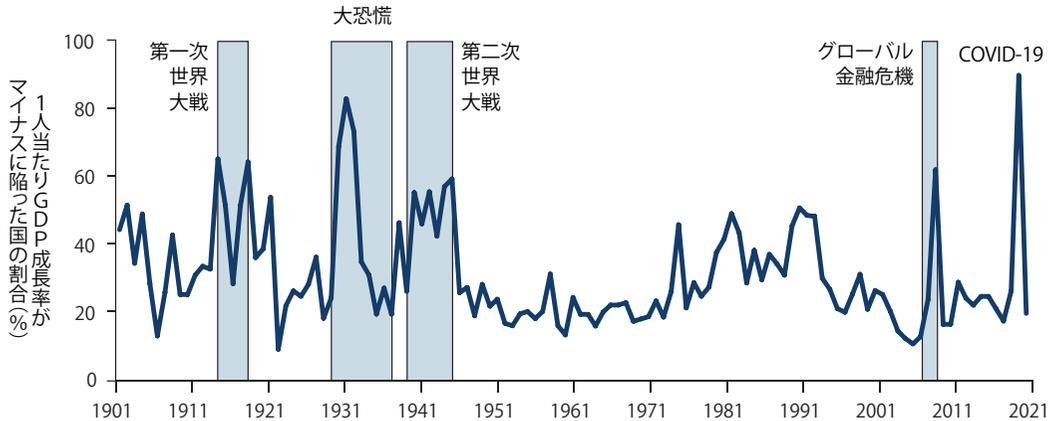
世帯や企業に対する危機のインパクトを制限するために、政府は財政政策、金融(monetary)政策、そして金融部門政策の組み合わせを用いる、迅速かつ包括的な政策対応を実施した。他の多くの諸国と同じく、パンデミックの第一波に対して大規模な緊急対応を実施したインドの事例は、危機がもたらす最悪の即時的な影響を緩和するための、幅広い範囲にわたる政策手段を用いる断固とした政策対応の一例を示している。2020年3月にパンデミックがインドで最初に発生した際、政府は、企業を休業させて労働者を自宅に待機させる2カ月間の全国的なロックダウンを宣言した。ロックダウンではあらゆる形の経済活動が停止され、そして所得も同時に減少した。小規模企業、および都市部や非公式部門の低所得労働者が最も厳しい影響を受けた。

インド政府が採用した最初の措置は財政刺激策のパッケージであった。それは総額がGDPの約10%に相当し、貧困世帯に対する直接的な支援が含まれていた³。金融政策においては、金利が引き下げられ、銀行や非銀行金融機関に対する貸出条件が緩和された。金融部門にかかわる政策も支援策の一部に含まれていた。この政策において、インドは世帯と企業に対して債務返済猶予策を実施し、それは最終的には6カ月間にわたって継続された。加えて、インド政府は、零細および小規模の企業が信用へのアクセスを持続けるのを確保することを目的とした大規模な信用保証制度を導入した。

経済危機に対するインドの対応策は、他の多くの諸国がとった対応策と類似していた。その戦略では、自国の経済の各部門——世帯・企業、金融機関、および政府——は相互に結び付いている、ということが考慮されていた。ある一部門に対する大きなショックは、仮に直ちに総合的な仕方では取り組まれないならば経済全体を不安定化させることになる波及リスクを生み出す可能性がある。パンデミックが経過し、感染の波が複数回にわたって発生する中で、多くの諸国は当初の予定期限を超えて救援措置を延長した。このような政策は短期的にはパンデミックがもたらす最悪の経済的結果を抑制することに役立ったものの、公平な経済回復を確保するために直ぐに取り組む必要のある挑戦課題——官民両部門における債務負担の増加など——も生み出した。

パンデミックの経済的な影響が持続するなかで、政策当局は危機の人的なコストを軽減するのに十分な支

図 0.1 歴史的にみた COVID-19 の経済的インパクト



出所：Holston, Kaminsky, and Reinhart 2021, based on data from Groningen Growth and Development Centre, Maddison Project Database 2020, Faculty of Economics and Business, University of Groningen, Groningen, The Netherlands, <https://www.rug.nl/ggdc/historicaldevelopment/maddison/releases/maddison-project-database-2020>; International Monetary Fund, WEO (World Economic Outlook Databases) (dashboard), <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLS/world-economic-outlook-databases>.

注：上図は 1901–2021 年の間に 1 人当たり GDP に関してマイナスの成長率を経験した国の割合を示す。データは 2021 年 10 月 21 日現在。

援を供与すること、危機の結果としての債務水準の上昇から発生し得る長期的な金融およびマクロ経済のリスクを抑制することの間でバランスをとることを目指している。これらのリスクは途上国や、とりわけ低所得国において、より急速に顕現する可能性がある。というのは、これらの国では官民両部門の債務負担能力が先進国よりもずっと低く、多くの場合に経済状況はパンデミック以前においてさえ困難であったからだ⁴。

入手可能なこれまでの証拠は、パンデミックの経済的影響は途上国にとってより執拗で厳しいものになりそうであることを示唆している。例えば、2020 年に世界全体にわたる国々で 1 人当たり所得が急落した後(図 0.1)、2021 年には 40%の先進国が回復し、そして 19 年の自国の産出水準を上回った。2021 年に 2019 年の値を上回る 1 人当たり所得水準を達成した諸国の比較可能な割合は、中所得国では大幅に低く 27%であり、低所得国についてはさらに低く、21%であった。これは貧しい諸国ほど回復が遅いということを示している⁵。

この『世界開発報告』では一世紀に一度と言われている危機からの回復において金融が果たす中心的な役割を検討して、堅固で公平な回復に向けた経路を描いてみたい。「公平な回復」の達成というのは、貧しい成人や、女性、小規模企業などの脆弱なグループに属する人を含む、すべての成人が、仕事、所得、人的資本、そして資産などの損失から回復できるということを意味する⁶。COVID-19 は各国内および各国相互間の両方で不平等を拡大した。金融リスクへ取り組むことは、医療や教育といった公共サービスへの投資を通じることも含めて、政府や金融機関が回復をサポートできるのを確保するために重要である。世帯や企業が金融サービスへのアクセスを失わないことも極めて重要である。というのは、金融サービスはパンデミックの期間に多くの人が被っている所得減少や予期せぬ消費も含む経済ショックに対する強靭性を強化することができるからだ。このようなリスクへの取り組みを成功裡に行うことは、持続可能な開発の成果に対する打撃を限定化し、公平な回復を支えることに役立つ。

本レポートは、パンデミックの即時的な金融および経済的なインパクト、政府の対応、そして顕在化ないし切迫しているリスクを詳しく検討するために、国別の事例研究に加えて、新しい調査や、危機の期間を通じて収集されたデータを組み合わせている。このようなリスクに含まれるのは、不良貸付金の増大や金融部

門の苦境、家計や企業がパンデミックの期間に負った債務を正式な倒産を通じて処理できる選択肢の欠如、信用へのアクセスの厳格化、公的債務残高の増加などである。公平な回復を支援しうるオプションに向けて各国を導くという目標を持って、本報告書では危機の悪影響の一部に対処し、金融リスクの波及を緩和する政策に光を当てる。

パンデミックの経済的なインパクト

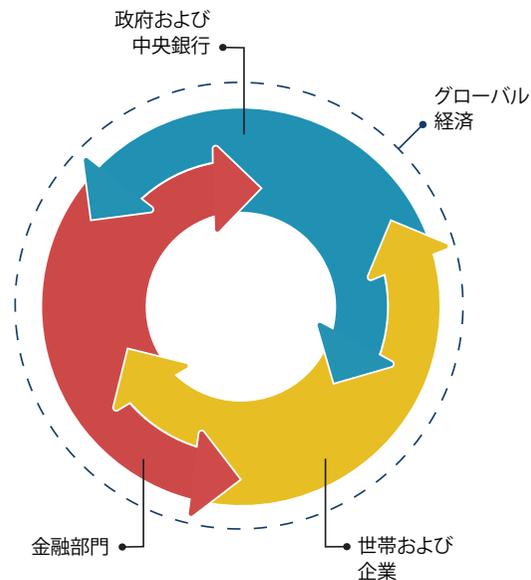
相互に結び付いている金融リスク

家計と企業が危機から最も直接的に影響を受けたものの、この大きなショックは、世帯と企業、金融機関、そして政府の金融的な健全性を結び付けている多数の相互に補強し合う経路を通じて経済全体に波及した(図0.2参照)。このような相互連結の故に、ある1部門における金融リスクの増加は、調査が行われなければ、容易に他部門に波及して、広い範囲にわたって経済を不安定化させうる。世帯や企業が金融面でストレス下にある際には、金融部門は債務不履行のリスクの高まりに直面し、信用を供与する能力が低下する。同様に、公的部門の財務状況が、例えば債務と利払い負担の高まりの結果として悪化すると、世帯や企業を支援する公的部門の能力は低下するだろう。

しかし、この関係は決定的なものではない。適切に設計されている財政、金融(monetary)、および金融部門の政策は、そのような絡み合ったリスクに対抗してそれを削減し、経済の部門間の連動を、悪い「破滅のループ」から好循環に転換することに役立つ(図0.3参照)。

決定的な違いをもたらしうる政策の一例は、世帯、企業、および金融部門の金融面での健全性における繋がりに対象を絞った政策である。ウイルスの拡散を防ぐために必要なロックダウンや移動制限への対応において、多くの政府は、債務返済猶予や信用保証を含む直接的な現金給付や金融政策手段を通じて借り手を支

図0.2 概念的枠組み：相互に結び付いている財務状況(バランスシート)リスク

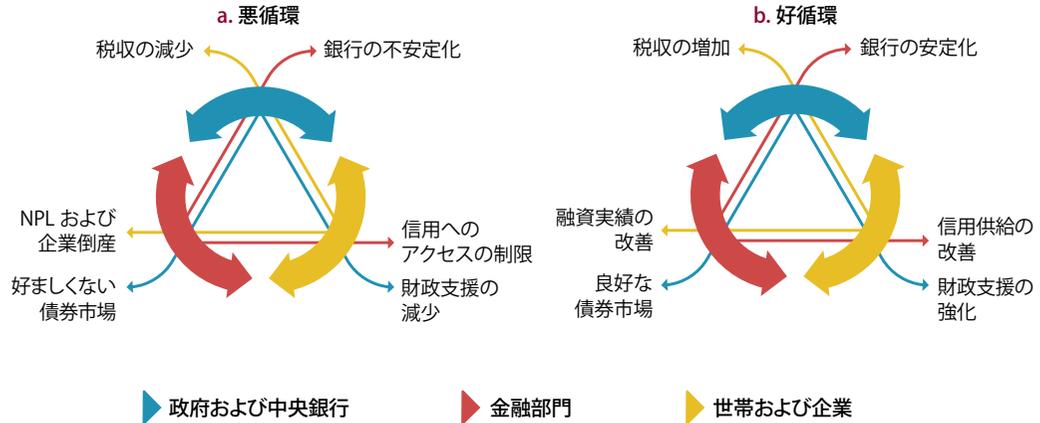


危機以前 / COVID-19 パンデミック / 危機からの回復

出所：WDR 2022 チーム。

注：上図は、ある経済の主要な部門の間の結び付きを示している。ある1部門におけるリスクは、より広範な経済に影響しうる。

図 0.3 概念的枠組み：悪循環と好循環



出所：Schnabel (2021) に基づき WDR 2022 チーム。

注：NPL = 不良債権。

援した。危機の展開に伴って、このような政策は、切望されていた支援を、家計や小企業に対して提供し、金融部門の安定性を脅かすのを回避することに役立った。先行きを展望すると、世帯や企業に対する債務負担が持続可能であり、そして信用へのアクセスが継続されるのを確保することが、公平な回復にとっては不可欠である。

同様に、政府、中央銀行、および規制当局も、金融機関側を支援し、金融部門のリスクが経済の他の分野に波及するのを阻止するために政策手段を用いた。多くの諸国で、中央銀行は金利を引き下げ、市場に流動性を注入し、借り換えファシリティへのアクセスを拡大し、引当金積立の要請を引き下げた。このような措置は銀行やその他の機関が家計や企業に継続して資金を提供することを可能にした。他の多くの中央銀行と同様に、例えば、ペルー中央準備銀行は政府保証の買戻し条件付き(レポ)取引を通じて銀行システムに流動性を注入した。この取引によって、新規貸出にかかわる金利が低下した。中央銀行は、資産購入プログラムなど、前例のない非伝統的な金融政策手段を活用した。開発途上の 27 カ国が、COVID-19 危機への対応において、そのようなプログラムを初めて採用した⁷。このような措置は、流動性危機を阻止し、金融の安定性を保護することを目的としていた。しかし、債務の支払猶予や金融部門への追加的な流動性供給は、借り手の基本的な経済状況を変えるものではない。今や銀行のバランスシートに埋め込まれているリスクは、金融部門が回復局面に入りつつある状況下で十分な資本を持ち、消費や投資に資金提供するための信用を供与するという役割を成就できるのを確保するために、取り組まなければならない。

回復に対して効果的に支援を行う能力を政府が保持するのを確保するために、危機への対応は高水準の公的債務から発生するリスクに取り組む政策を含む必要もあるだろう。家計や企業に対するパンデミックの即時的なインパクトを緩和するために採用される支援措置は、多くの政府がすでに高水準の公的債務によって苦境にある時に、新たな政府支出を必要とした。債務水準が高いことは、家計や企業に対する直接的な支援を通じた回復を支援する政府の能力を削減する。そのような状況は、貧困や不平等に対する経済危機のインパクトを削減することができる公共財や社会的セーフティネットへ投資する政府の能力も低下させる。したがって、高水準の公的債務を管理および削減することが、公平な回復のための重要な条件になる。

また、COVID-19 は、人命や経済に対する気候変動の拡大しつつあるインパクトから生じているより大きな危機のなかで発生した危機の 1 つであるということも認識することも重要である。グリーン経済への移行に投資する政府の能力を保持することは、気候変動が及ぼす不公平なインパクトに対抗するために決定的に重要であろう。

各国内および各国の間における不平等の拡大

パンデミックの経済的なインパクトは各国内と各国間の両方で非常に不均等となっている。2020年にCOVID-19危機が展開するのに伴って、パンデミックがもたらすこのような長さと同規模の所得に対する打撃に耐えるには多くの世帯と企業が準備不足であることが明らかになった。2020年においては、世界全体の世帯の50%以上が、所得の減少という状態の中で、3カ月間よりも長く基礎消費を維持することはできなかった。一方で、平均的な企業の手元現金は51日分の経費を下回る見込みとなった⁸。

各国内をみると、危機は不利な立場の人たちに対して過度に大きな影響を及ぼした。2020年には、70%の諸国において、一時的な失業の発生件数は初等教育しか修了していない労働者の間では他のグループよりも多かった⁹。所得の減少も同様に、若者や、女性、自営業者、教育水準の低い日雇い労働者などの間ではより大きかった¹⁰。特に女性が、所得や雇用の減少から影響を受けた。というのは、女性はロックダウンや社会的距離を保つ措置から最も影響を受けた部門で雇用されている割合が高く、例えば、保育園や学校の閉鎖に関連する家族の面倒をみることの必要性の増大の矢面に立ったからだ。世界銀行が収集した高頻度電話調査(high-frequency phone survey)のデータは、2020年7月までというパンデミックの初期局面では、42%の女性が失業し、これと比較して男性の場合は31%であり、ジェンダーの間で危機の影響が不平等であることを強調している¹¹。

不利な立場にある人たちのグループに危機がより大きなインパクトを与えているというパターンは、途上国と先進国の双方に当てはまっている¹²。多数の途上国から得られた早期の証拠は、国内における不平等の著しい拡大を示唆している¹³。その証拠は、失職にかかわる初期の格差はロックダウンや社会的距離を保つ措置が緩和されて以降も縮小しなかったことも示している。初期の損失でより大きな影響を受けた人たち——女性や、若年労働者、都市部労働者、学校教育水準が低い人たちなど——は、その他の比較対象の人たちよりも回復が遅かった、あるいは損失にかかわる当初の格差を実質的には逆転できなかった、のいずれかである¹⁴。驚くべきことではないが、所得の平均が低下し、悪影響が富裕でない人たちの間に集中している状況下で、入手可能なグローバルなデータは、パンデミックは世界全体の貧困に対して顕著なインパクトを与えたことを示唆している¹⁵。

企業についても類似のパターンが現れている。小規模企業や、非公式企業、公式な信用市場へのアクセスが限定的な企業などは、パンデミックに起因する収入の減少からより大きな打撃を受けた。大規模企業は経費を65日まで賄うことができる手元現金をもって危機を迎えたが、これと比較して、中規模企業では59日、小規模企業および零細規模企業では、それぞれ53日と50日であった。加えて、宿泊・飲食サービス業や、小売業、個人向けサービス業などの危機で大きな被害を受けた部門においては、零細・中小企業が大きな割合を占めていた。このような企業は、在庫あるいは供給品へのアクセスを制限する供給チェーンの混乱から悪影響を受ける可能性がより高かった。調査から得られたデータは、影響を受けた企業は、公共部門を含め、購入者からの支払期間の延長ないし支払い遅延に対処する必要があったことも示唆している¹⁶。

このような指標は特に憂慮させられるものである。というのは、多くの途上国では小規模で非公式な企業が経済活動全体や総雇用のなかで大きな割合を占めているからだ。例えば、ラテンアメリカとサハラ以南アフリカについては、非公式経済がGDPの34%を、南アジアではGDPの28%を占めていると推定されている¹⁷。インドでは総労働力の80%以上が非公式部門で雇用されている¹⁸。したがって、小規模で非公式な企業の生き残りは、経済の広い範囲に直接的な影響をもたらす。

パンデミックはまた、金融部門における既存の脆弱性を露呈するとともに、それをいっそう悪化させた。世帯や政府の場合と同じく、パンデミックが発生した時点の銀行や金融機関の強靭性は、国ごとに大きく異なっていた。2007-09年のグローバル金融危機で大きな影響を受けた一部の諸国は、対応において金融部門の有効な改革にすでに着手していた。そして自国の銀行システムが十分に資本を持つことを確実にしていた¹⁹。ガーナなど他の諸国では、改革は、零細金融や非銀行部門の規制や資本充実度の強化も行っていった。その結果、このような諸国の金融部門はパンデミックがもたらした困難をうまく乗り切ることができた。

しかし、多くの途上国は危機以前の時期に金融部門の脆弱性に取り組んではいなかった。そしてこのこと

は、民間部門における金融仲介や信用が慢性的に低水準にとどまっているという問題をいっそう悪化させた。その結果、これら諸国の金融部門は、COVID-19 不況のような大きさの危機への備えができておらず、このことが、回復を通じた消費や生産的投資に資金提供する能力をさらに低下させた。

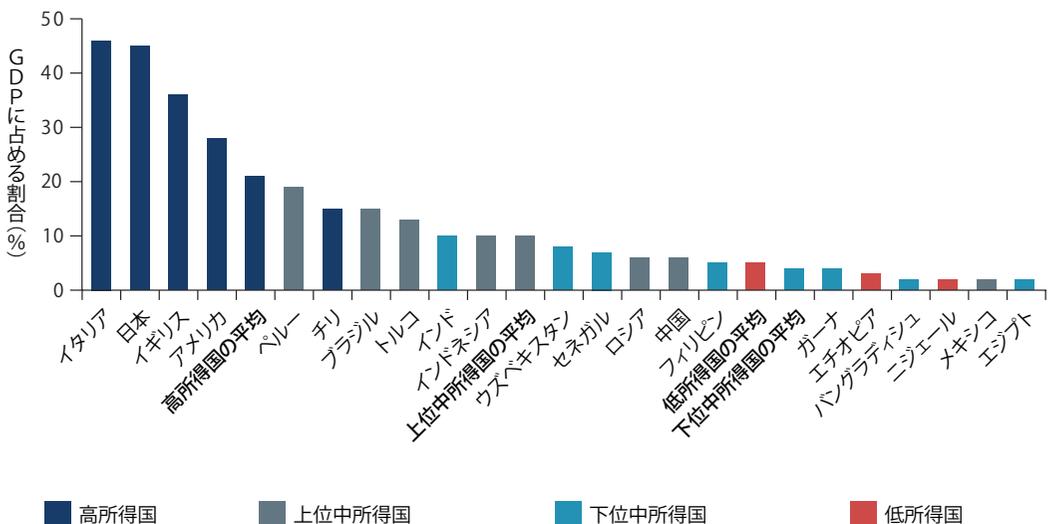
パンデミックに対する経済政策面での対応：迅速だったが国ごとに大きく異なっている

危機への対応においても国ごとに著しい不平等があった。それは各国の政府にとって利用可能な資源と政策手段の相違を反映している。2020年にパンデミックが激しさを増したことから、政府が支援するプログラムの規模と範囲の国ごとの相違が大きくなった。多くの低所得国はパンデミックが即時にもたらす影響と戦うために必要な資源を動員するために苦闘したか、または危機対応に資金提供をするために巨額の新規債務を負う必要があった。例えば、G20の「債務支払猶予イニシアティブ」(DSSI)に適格な低所得国の半数は、パンデミックの以前にすでに債務に関して困窮していたか、またはそれに近い状態にあった²⁰。パンデミックの最初の一年間にこれら諸国の債務残高は対GDP比で54%から61%に増加し、このことは、長引く可能性がある回復に対応する能力をいっそう制限した²¹。このような債務水準は、債務負担能力がはるかに高い先進国の基準からすると低いものの、低所得国における債務危機の発生と関連を有してきている²²。

図0.4はパンデミックに対処する財政政策の規模が国ごとにまったく異なっていることを示している。GDPに対する割合でみた財政対応策の規模は、高所得国ではあらゆる歴史的な指標でみて一様に大きい一方で、低所得国では一様に小さいか、まったく存在しないかである。中所得国では財政対応策には著しく大きな差異があり、これは財政資源を動員して支援プログラムに支出する政府の能力と意欲が、国ごとに著しく異なっていることを反映している。

多くの事例では、財政面での緊急措置は金融政策の大規模な介入によって支えられていた。例えば、いく

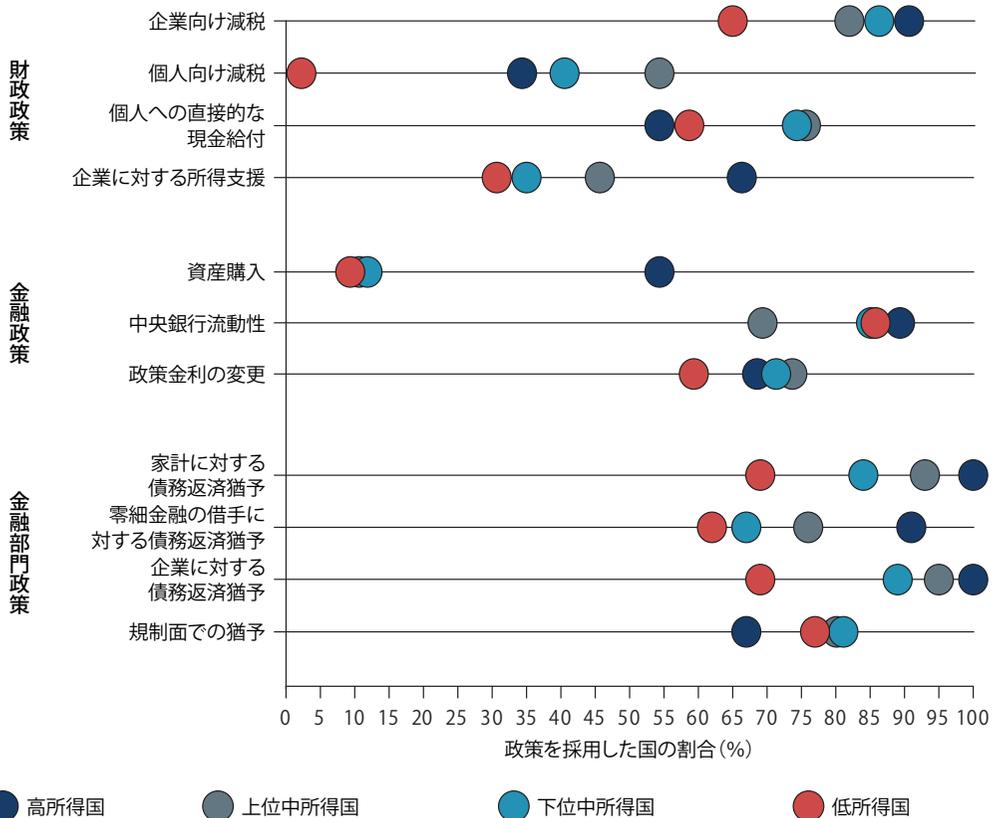
図0.4 COVID-19 危機への財政対応(所得による国のグループ別；調査対象国)



出所：IMF (2021a)に基づくWDRチーム。データは下記から：International Monetary Fund, Fiscal Monitor Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic, Fiscal Affairs Department, <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Fiscal-Policies-Database-in-Response-to-COVID-19>.

注：上図は、GDPに占める割合としての財政支援総額を示している。これは、政府の歳入と歳出に影響を与える「経常的措置(above-the-line-measure)」と、流動性支援策(融資や信用保証など)の小計の和として算定されている。データは2021年9月27日時点。

図 0.5 パンデミックに対する財政政策, 金融 (monetary) 政策, および金融部門政策 (所得による国のグループ別)



出所：財政措置——Lacey, Massad, and Utz 2021；金融措置——World Bank, COVID-19 Finance Sector Related Policy Responses, September 30, 2021, <https://datacatalog.worldbank.org/dataset/covid-19-finance-sector-related-policy-responses>；金融部門——World Bank, COVID-19 Crisis Response Survey, 2021, http://bit.do/WDR2022-Covid-19_survey.

注：上図はパンデミックへの対応において、列挙した各政策を実施した国の割合を示す。金融部門措置に関するデータは2021年6月30日時点のもの。

つかの開発途上国の中央銀行は、資産購入プログラムなど、慣例とは異なる金融政策を歴史上初めて採用した。このようなプログラムは、財政対応策を支援し、最も緊急に必要なとされている時期に流動性を供給した。しかし、このような仕方では危機対応策を支援する中央銀行の能力は国ごとに大きく異なっていた。それ故、厚みのある資本市場と洗練されている金融市場を有する、所得が中程度以上の諸国においては、このような政策手段は幅広く採用されると同時に有効であった。対照的に、ほとんどの低所得国では、政府は危機への対応について制約を受けていた。金融政策が同じような支援的な役割を演じることができなかったことがその理由である。

パンデミックの初期のインパクトは、大部分が各国の間での不平等の拡大に転換された。これは多くの政府が家計や企業を援助することにおいて制約に直面していたからだ²³。貧困は世界全体で増大したものの、危機の結果として極度の貧困状態(1日1.90ドル未満の生活をしている人の数として測られる)に陥った人たちのほぼ全員が下位中所得国や低所得国に居住している人たちである²⁴。

政策対応の規模に加えて、経済に対するパンデミックの即時的な影響との戦いに使われた政策手段の組み合わせも大きく異なっていた。これは図0.5で示されている。この図は、財政政策、金融(monetary)政策、および金融部門政策についてさまざまな種類を採用した、所得による国のグループ内の国の割合を示している。この図は、各国が直面した経済的リスクの特質の相違によって説明できる政策ミックスの違いだけではない。

く、資源の制約によって説明される政策ミックスにおける違いも強調している。例えば、高所得国と上位中所得国は、債務モラトリアムなどの金融部門政策を大幅に広範囲に利用した。これはそれらの国の金融機関では家計や小規模企業に対するローンへのエクスポージャーが高く、その信用リスクがパンデミックから大きな影響を受けたからだ。

図 O.5 は次のことも示している。すなわち、パンデミックに対する即応的な対応策には、途上国ではまだ試されていないか、またはこのような規模での実施はまったく前例がない政策が含まれていた。その一例は、広範な債務返済モラトリアムや信用報告の凍結であり、それらは世界中の多数の諸国によって法制化された。これらのプログラムは家計や企業が直面していた短期的な流動性問題を軽減することにおいて重要な役割を演じたものの、必ずしも将来の返済能力には取り組んでおらず、貸し倒れを見えなくするという意図していない結果をもたらした。そしてそのことによって、信用リスクの透明性や金融部門の真の健全性の欠如という新たな問題が生み出された。

金融リスクの解消：公平な回復のための前提条件

COVID-19 がもたらした経済危機のインパクトは、前例のない金融リスクを生み出した。このようなリスクは、政府や、規制当局、金融機関に短期的には安定化政策を追求し、そして長期的には経済が持続的で公平な回復に向かうように舵取りをするための構造的な政策を追求することを強いるだろう。この方針に沿って進むことは、次の 4 つの政策分野において適切な時期に行動を起こすことが必要となるだろう。

1. 不良貸出を管理および削減する
2. 法的倒産の枠組みを改善
3. ファイナンスへの持続的アクセスを確保
4. 公的債務水準の上昇を管理

政策分野 1：不良貸出を管理および削減する

多くの諸国において、危機対応には、債務モラトリアム(支払猶予)や信用報告の凍結など、大規模な債務救済措置が含まれていた。これらの政策の多くには歴史的な前例がない。したがって、金融市場に対するこれらの政策の長期的な影響を予測するのは困難である。政府が借り手に対するそういった支援策を弱めつつあることから、貸し手は各国や各部門の全体を通じてさまざまな規模の不良債権(NPL)の増加を目にすることになると予想される²⁵。多数の諸国が危機の期間において NPL を定義するルールを緩和していることから、政策立案者は今では不透明性が高まりつつある財務状況(バランスシート)を解釈するという難題に直面している。モラトリアムが終了し、他の措置が段階的に廃止され、そしてパンデミックの影響が明らかになると、問題を抱えている貸出へのエクスポージャーの真の規模を控え目に評価することに対する銀行のインセンティブは増大するであろう。仮に強固な銀行統治、堅固な規制面での NPL の定義、そして慎重な銀行監督などによる対抗が行われなければ、隠されている NPL は、報告された資産の質の数字と表面下にある経済的現実の間に重大な相違を生み出す可能性がある。NPL の透明性が欠如していることは、銀行システムの潜在的なストレスの適切な時期における特定を阻害し、金融部門に対する信頼性を低め、投資や貸出の削減につながる。そしてこのことは、パンデミック後の公平な回復を遅らせる可能性がある。

銀行は通常の業務遂行においては NPL を管理する手続きを確かに持っているが、COVID-19 危機の結果として NPL の増加の規模と複雑さが増加する可能性があり、このことは、銀行のそのような能力に大きな負担を課すかもしれない。それが次には、健全な金融機関を有する諸国においてさえ、信用逼迫を扇動し、最悪の場合には金融部門を不安定化させるかもしれない。自己資本に大きく影響するローンの質の低下に直面している銀行は貸出を制限する傾向にあり、そうした貸出の削減は典型的には低所得世帯や小規模企業に最も大きな打撃となる。このような仕方では、NPL の急な増加は金融部門のパフォーマンスの悪化と実

体経済活動の弱まりとの間における負のフィードバック・ループを発生させる可能性がある。そしてこのことは、経済的な不平等の拡大をもたらさう。

したがって、NPLの増大に関する不透明さによってもたらされるリスクを管理することが優先課題になるべきである。それは、ストレスの程度や増加したNPLを吸収する能力が各国の間で異なっていることを認めながら、出現しつつある金融ストレスの早期かつ明瞭な診断を可能にし、そうすることで問題解決を促進するためである(図0.6)。

零細金融機関(MFI)も同じような難題に直面しており、それ故、政策当局から同様の注視を受けるのは当然である。途上国の低所得世帯や零細・中小規模企業(MSME)は、金融サービスに関しては一般的には、通常の銀行の代りにMFIに依存している。MFIは当初の予想よりもうまくパンデミックを凌いできているものの、自己の債務の借り換えや資産の質——部分的には政府の支援によって、これまでのところ比較的安定している——に対する圧力に関して直面している課題は、モラトリアムが全面的に解除され、融資の返済期限が近づき始めるのに伴って、より一層困難になるかもしれない。

過去の危機から、次のことが明らかになっている。迅速で包括的な政策対応がなければ、ローンの質に関する問題は持続し、時とともに悪化する公算が大きい。それは、「ゾンビ企業」に対するローンが典型的に増加することに縮図的に示されている。すなわちそれは、健全になって債務を返済するという見込みがほとんど、ないしはまったくない脆弱な企業への貸し出しである。そのような企業に対する融資の継続的な延長やロール・オーバー(「エバー・グリーン化」とも言われている)は、生産性と潜在成長力が高い企業に向けられたほうがよいであろう資金を吸収してしまうことによって、成長を阻害する。

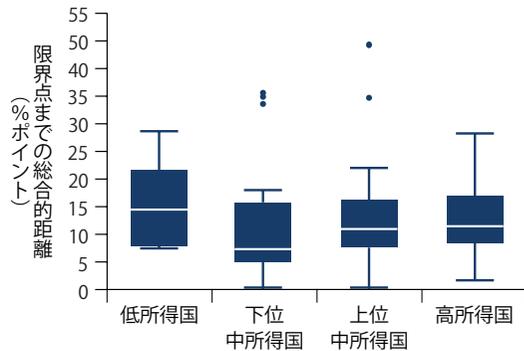
一部の金融機関はNPLの増加に対処できないかもしれず、そして資本補強ないしは清算が必要になるだろう。もし対処されずに放置されれば、NPLの増加はシステム的な銀行危機の環境を作り出すことになるだろう。それは厳しい長期にわたる不況と関連があり、その結果として貧困と不平等に対して影響が及ぶ。したがって、迅速かつ包括的な対応が、公平な回復を支援し、金融システムに対する損失が累増するのを回避する金融部門の能力を維持するために極めて重要である。NPLのタイムリーな特定と管理を支援する戦略が必要である。そのような戦略にとっての鍵となる要素は、透明性、ローン整理、そして問題を抱えている銀行の整理である。

透明性と監督を改善し、誤った測定に対するインセンティブを削減

重要な第一歩は銀行資産の真の状態に関する透明性を支持する、執行可能なルールやインセンティブを確立することである。パンデミックの期間に資産の質を評価することは複雑である。というのは、経済の見通しや所得減少の範囲と持続性が非常に不確実であるからだ。借り手に対する債務モラトリアムやその他の支援措置が広範に使用されたことによって、銀行が既存の、および予想される借り手の真の返済能力を評価することがいっそう困難になっている。実際に、債務モラトリアムや他の支援措置は、各国内および各国相互間の両方で、NPL指標の経時的な比較可能性を低下させている。

金融部門の全体的な健全性や、近い将来に現実化する可能性のある貸倒を銀行が吸収する能力を測るた

図0.6 銀行システムがNPLの増加を吸収できる能力(所得による国のグループ別)



出所：Feyen and Mare (2021) に基づく WDR 2022 チーム。

注：この図は、銀行システム資産の20%以上を占める銀行の資本バッファを帳消しにする、国レベルの不良債権(NPL)比率の%ポイントの増加を示している(Feyen and Mare 2021 参照)。数字が大きいくほどNPLの増加を吸収する能力が高いことを示す。NPL率における%ポイントの増加に関する国の分布は、所得による国のグループ別に示されている。基礎をなしている銀行レベルのデータは2021年7月までのものである。点はヒゲの範囲外の数値。

めには、ローンの質に関する正確で時宜に適った指標が不可欠である²⁶。銀行資産の質を一貫性をもって監視および評価することによって、NPLの国際的に合意されている定義を使うことが極めて重要である²⁷。規制上の定義を緩和することは、銀行資産の真の質にかかわる課題を曖昧化してしまう。そしてそれは、回避されるべきである。

規制による堅固な定義は銀行に対する効果的な監督によって下支えされるべきである。このような規制上の定義の執行の責任を負っている銀行監督当局はますます挑戦的になっている環境下で、銀行が健全性の(prudential)ルールを順守することを確保しなければならない。銀行資産の質に対する圧力が高まるにつれて、銀行は、監督ないし市場の反応を回避する試みとして、問題の程度を偽装するための努力を強化するという動機に対してますます弱くなりつつある。そのような動機に直面して、一部の銀行は規制の抜け穴を利用したり、貸付のエバー・グリーン化や、資産の質について過度に楽観的な姿を示すために貸付を簿外に移すなどの疑わしい慣行に関与するかもしれず、このことは次には、銀行監督当局の仕事をより困難にする可能性がある。

規制介入策を通じて問題を抱えている融資を解消

政府や銀行監督当局は、問題を抱えている融資を解消することに向けて取り組むよう銀行を促すために、多種多様な介入策を活用することができる。不良債権の量的な増加を管理するために、政府や銀行監督当局は銀行に対して、延滞ローンを回収するために適切な手続きを採用し、そして十分な財源を充当するよう要請することができよう。銀行のビジネスモデル、組織構造、戦略、そして内部資源など、これらのすべてが、行内に専門のワークアウト部門を設置することや、借り手の存続性を評価するための方法論を策定することを含め、増加しつつあるNPLを管理するための首尾一貫したアプローチを反映していなければならない。

不良貸出の管理に対する主たる責任を負っているのは銀行である。しかしながら、問題を抱えている融資が実体経済に融資する銀行システムの能力を危うくする、あるいは金融システムの安定性を脅かす場合には、公的な介入策も必要になるかもしれない。個別銀行レベルの戦略は、パンデミック以降に起こることが予想されているように、NPLの増加がシステム全体に及ぶ場合には、十分ではないかもしれない。経済の利害関係者全体を含む、NPLの解消に向けた取り組みを調整するための国家的な戦略などのような公的な政策介入は、不良貸出の削減を加速することにおいて有益な役割を演じることができる。例えばセルビア政府は、世界金融危機の後に銀行部門のNPL比率が23.5%にまで上昇したことから、2015年5月に国家的なNPL作業グループを創設した。官民両部門の参加者を含むこの作業グループは、NPLを削減するための包括的な戦略を策定および実施した²⁸。このことによって、NPL比率は2020年12月には3.7%という歴史的な低水準にまで低下した。

NPLの規模が銀行システム全体的に急増したことに対応して、一部の諸国は、銀行のバランスシートから削除された問題を抱えている貸出を管理するために、公的な資産管理会社(AMC)、ないしシステム全体を対象にした「バッド・バンク」を創設した。そのような措置は、銀行部門における大衆の信頼を回復し、不必要な投げ売りを回避することに役立つ。例えば、過去の危機への対応において、マレーシアとスペインでは公的資金による銀行資本増強スキームと連動して、公的なAMCが創設され、そうしなければ問題を抱えている貸出に対する銀行のエクスポージャーの全容を認識することに向けた努力を妨げたであろう資本スペースの制約を克服した。公的AMCの実情と有効性は当該国の状況とその全体的な設計次第である。これは、実際に途上国がしばしば困難を経験している分野である。

問題のある銀行の取り扱い

パンデミックによって生じた追加的な金融ストレスを吸収して実現可能な回復計画を策定することを銀行ができない場合、当局は不振に陥った銀行を立ち直らせ、破綻した銀行を整理するために、一連の強固な早期介入措置を展開できなければならない。破綻した銀行を処理するための措置は、銀行倒産を一般的な支払い不能の枠組みから区分し、そしてより幅広い政策オプションと、損失を株主や無保険の債務保有者に配分

生産的投資は抑制されてしまう。第2に、倒産問題の解消に必要とされる時間が長いほど、債権者にとっての損失は大きくなる。第3に、債権者の損失がより大きくなると、その経済において信用貸しを入手する可能性が低下し、信用貸しのコストは上昇する³¹。第4に(最後に)、倒産手続きが長引くほど、仮により生産的な企業のために再利用されたならば公平な経済回復を支援できるであろう資源を、過剰債務に陥っている「ゾンビ企業」が無駄に吸収している時間が長くなる。

COVID-19の危機の余波のなかで、倒産制度の利用可能性と効率性が、どれだけ迅速に維持不可能な債務負担が削減されて、結果としてどれだけ速やかに回復が達成されるかを決定することになるであろう。諸研究から次のことが明らかになっている。倒産の枠組みの改善は、信用へのアクセスの増加³²、より迅速な債権者の回復、雇用維持の強化³³、生産性の上昇³⁴、小企業の倒産率低下³⁵と関連がある。コストを削減するための改革も、存続不可能な企業が清算を申請する適切な状況を生み出すことができ³⁶、このことは、より成長の見込みがある、より生産的な企業に振り向けることができる資源を使えるようにする。

以下のような改革は、COVID-19による債務の苦境を緩和し、公平な経済回復を促進する一助となり得る。このような改革は、さまざまな開発段階にある国によって、当該国の既存の倒産法における複雑さのさまざまな程度で、そして制度面の能力のさまざまなレベルで取り組むことが可能であり、多くの諸国における証拠によってその有効性が示されてきている。

正式な倒産の仕組みを強化

強固な正式の倒産法制度は、秩序立った法廷内および法廷外のワークアウトに必要な権利と行動を定義している³⁷。設計の良い制度には、債権者と債務者が解決プロセスにおいて協力するのを動機付けるインセンティブが含まれている。強固な制度がもっているべき他の制度は、債務が返済される順序を定義している予測可能な債権者の年功序列ルール³⁸、全主体を法廷外のワークアウト[裁判所外の交渉・整理]に従事するよう動機付けるプラスのフィードバック・ループを生み出すタイムリーな解決³⁹、そして倒産法の複雑さについての十分な専門知識である。最後に、企業の不振を探知できる早期警報ツールは、金融面で困難な状態にある債務者を、債務者の困難が倒産という段階にまで悪化する前に早期に特定するのを支援することにおいて非常に有望である。

裁判外紛争解決(Alternative Dispute Resolution)制度を促進

裁判外紛争解決(ADR)の枠組みは、法廷が供与する厳格さの一部を保持しながら、正式な法廷制度よりも迅速かつ安価な紛争解決を提供することができる。ADRの手続きでは、債務者と債権者は直接的に関与する。その手続きは第三者によって仲介されることが可能である。解決は契約上の拘束力を有し、参加者は秘匿性を維持することができる。さまざまなADRプロセスにはある程度の法廷関与が含まれている。ADRプロセスには債権者の明確な賛同と一体感が必要である。というのは、債権者が譲歩を躊躇している場合、プロセスが停止する可能性があるからだ。規制当局による民間部門との積極的なコミュニケーション、ないし小口債権者が再編取引の進展を妨害するのを阻止する法的な仕組みは、債権者の連帯に関連する課題に取り組むことに役立つ2つの方法である。

小規模企業のためにアクセスしやすい法廷内および法廷外の手続きを創設

中小規模企業は大規模企業と比べて資本充実度が低く、多くの場合に複雑で高価な倒産制度を効果的に理解および利用するための資源と専門知識を欠いている。パンデミックは、そのような構造問題をさらに悪化させ、大規模企業よりも小規模企業により大きな打撃を与えた。このような要因により、中小規模の企業に合わせた倒産制度を設計するために、専用の改革が必要とされている。そのような改革に含まれるのは、法的手続きを簡素化することによる存続可能な企業にとっての債務再編の効率性の向上、可能な場合には債務者が自らの業務のコントロールを維持できるようにすること、新規のファイナンスを利用可能にすること、そしてコストの低い状態を維持するために法定外手続きを利用すること、などである。このような改革によっ

て、政策当局は生存可能だが流動性不足の企業の存続と、生存不可能な企業の速やかな退出の促進を支援することができる。

過去の債務者向けに債務免除および長期にわたる評判保護を促進

COVID-19のパンデミックに起因する失職や、操業削減、売上減少は、歴史的に信用の高かった多くの個人や企業家を債務不履行に押しやった。小規模企業は、少なくとも一部は企業家による個人的な保証でファイナンスされており、企業倒産はそのような企業に厳しい悪影響をもたらし得る。このような借り手の多くは、自分自身の過失ではないことを通じて大きな打撃を被っていることから、裁判所は「収入も資産もない」事例を早急に解決し、法律は自然人企業家を免責して、新たなスタートが切れるような仕組みを提供すべきである。高コスト(裁判所申請手数料)やアクセスの障壁(過度に面倒な、あるいは混乱を招く手続きなど)は、特に収入も資産もないような、個人破産に対しては、削減ないし除去されるべきである。

政策分野3：金融へのアクセスの継続を保証

多くの世帯と小規模企業はパンデミックに起因する複数の要因が理由で、公式な金融へのアクセスを失うリスクにさらされている。ほとんどの貸し手はパンデミックに関連する大規模な流動性問題を経験してはいないものの、NPLの増加を予想している。また、新規融資を拡大する能力は、継続している経済的混乱と前述の透明性の問題によって制約を受けている。このような状況下で、貸し手は新規の融資を抑制する傾向にあり、実行されている新規の融資は優良な借り手に対して行われている。先進国と途上国の両方における融資条件に関する中央銀行の四半期調査から、調査が実施されている諸国の大多数が、危機が発生して以降の数四半期にわたって融資基準の厳格化を経験していることが明らかになった(図0.8参照)。融資が引き締められる時期にあっては、物的担保ないし十分に長い信用履歴がない小規模企業や低所得世帯を含む最も脆弱な借り手が最初に融資を打ち切られる傾向にある。

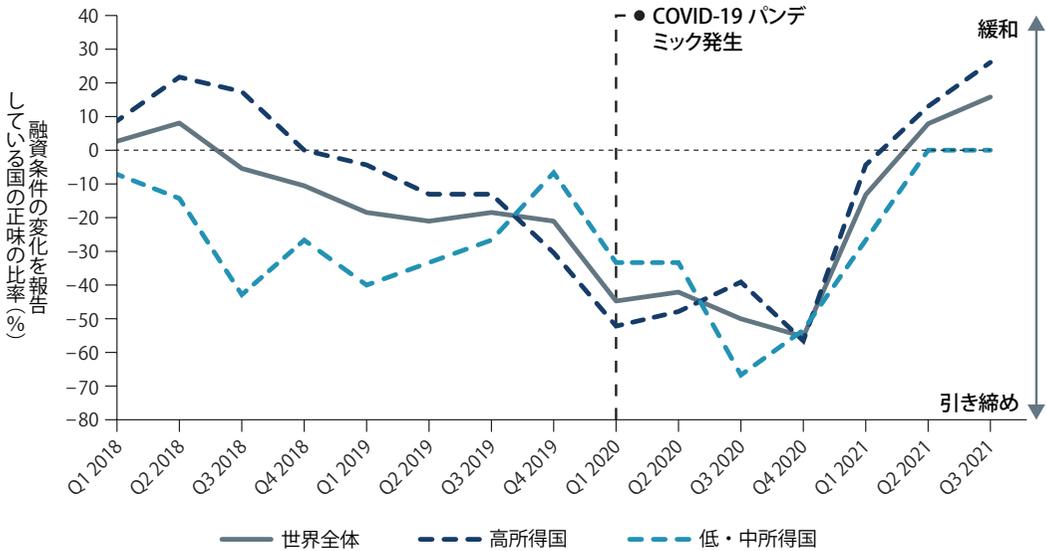
パンデミックとその経済的な影響からの完全な回復に各国がどれくらいの時間を要するかを推定することは困難である。経済回復や予想される借り手の金融面の健全性に関する不確実性の故に、金融機関はリスク評価が非常にむずかしいと感じている——しかしリスク評価は、融資を引き受ける際の前提条件である。債務モラトリアムや融資報告の凍結は、ショックの即時的な影響に取り組むためには重要であるが、銀行が一時的な流動性問題を経験している借り手と、真に支払い不能な借り手を区別することを一層困難にしている。低所得世帯と小規模企業に関しては、その信用リスクは平常時においてさえ評価するのは難しい。というのは、低所得世帯や小規模企業は信用履歴や監査済み財務書類を欠いているからだ。ビジネス活動や生計の広範な混乱によって評価はより一層難しくなっている。それ故、銀行や銀行以外の貸し手は、信用の引き締めや、貸出を——可能ならば——低リスクであることが観察可能な借り手へ再配分することによって対応している。リスク評価と商品設計についての新しいアプローチを組み込んだ貸出の革新は、このような傾向に対抗することができる。パンデミック期間中に生じたデジタル化の加速は、消費者と金融部門の保護という面における金融サービス業と金融インフラにおいて進展中のデジタル転換と相まって、このような革新を可能にし、貸し手がCOVID-19に関連する不確実性のなかをうまく航行して、信用の供与を続けるのを支援できるだろう。

可視性と償還(リコース)を改善することによってリスクを軽減

パンデミックは、潜在的な借り手の信用リスクを評価することをより困難にしており、借り手が債務不履行に陥った際の貸し手の償還請求権を制限している。

新しいデータと技術は、既存のリスク・モデルを更新し、借り手の返済能力の可視性を高めるために活用することができる。例えば、Konfio——デジタル式の「MSME貸し手」であり、伝統的な信用情報を補完するために電子請求書やその他の代替的データを活用している——は、メキシコの小規模企業に対するCOVID-19のインパクトに関するきめの細かいデータを統合するために、パンデミックの初期の数カ月に

図 0.8 融資条件の四半期ごとの動向(所得による国のグループ別；2018-21年)



出所：以下の 38 カ国の中央銀行による調査報告からのデータ(2021年12月15日時点で発表ないしアクセス済み)に基づく WDR 2022 チームの試算: アルバニア, アルゼンチン, オーストリア, ベルギー, カナダ, チリ, キプロス, チェコ共和国, エストニア, フランス, ドイツ, ガーナ, ギリシャ, ハンガリー, インド, インドネシア, アイルランド, イタリア, 日本, ラトビア, リトアニア, メキシコ, オランダ, 北マケドニア, フィリピン, ポーランド, ポルトガル, ルーマニア, ロシア連邦, セルビア, スペイン, タイ, トルコ, ウガンダ, ウクライナ, イギリス, アメリカ, ザンビア。

注：上図は四半期ごとの中央銀行融資担当者調査または信用状況調査において、銀行が全体的な融資条件の変更を報告した国の正味の比率を示している。正味の比率は直前の四半期と比べて融資条件を全体的に緩和したと報告している国の比率と、融資条件を引き締めたと報告している国の比率の差である。正味の比率(%)の値がマイナスであることは、調査対象国に含まれている諸国の標本においては、融資条件が全体として引き締められたことを示している。チリ、日本、メキシコ、ポーランド、ロシア、アメリカ、およびザンビアについては、全体的な融資条件は、企業および消費者の部門で報告されている融資条件にかかわる指数から推定されている。

において自社の信用アルゴリズムを調整した。その上で、同社はパンデミックの期間中に、毎月のローン支出を2倍にした。可視性を高める他の戦略として、一時的な支払期間の短縮や、高頻度の経常取引データを収集するためのデジタル経路の活用がある。デジタル経路を活用することによって、コストを下げ、より効率的に小規模企業や世帯にサービスを届けることが可能になる。

ローン商品の設計や商品選択を調整することは、借り手が返済しなかった場合の償還請求(リコース)を改善することができる。借り手が動産を担保として抵当に入れることを可能にする、あるいは将来のキャッシュフローに対する先取特権などの、貸し手にあまり伝統的でない償還請求手段を提供する商品は、伝統的な担保に対するパンデミックの悪影響を相殺することに役立つ。供給チェーン内で発生する、あるいは商取引の業務フローに埋め込まれている運転資本の資金調達、基礎になっている経済活動やそれに関連のあるデータに加えて、既存の商業関係に信用を結び付けている。さまざまな形態の組込型金融が、支払いや、貸出、保険、さらに、eコマース、物流、注文や在庫の管理、それに、その他のデジタル・プラットフォームなどを含む、多様な状況における他の商品分野に拡大しつつある。これらや、その他の状況に応じた貸出の形態は、借り手の財務的な見通しの可視性の改善と、追加的な償還請求手段——例えば、借り手の売上からのプラットフォームを通じた自動的な返済など——の両方を提供する。

信用リスクに保証を付けることによって新規の貸出を支援

損失に保証を付けることは、上述の革新を利用して十分な可視性や償還を達成できない場合に、信用の増加を回復させることに役立つ。信用保証は、借り手が債務不履行に陥った場合に、貸し手に保証人に対

する償還請求権を与える。このような手段は、小規模企業のような資金調達に関して市場の失敗が生じている優先的に対応すべき部門への貸出を促進するために政府、開発銀行、あるいはドナーなどによって提供されている。保証は先進諸国や開発途上の数カ国においてはパンデミック対応策の構成要素の1つであり、部分的な保証制度は、回復において引き続き重要な役割を果たすかもしれない。例えば、ブルキナファソでは、世界銀行は政府が信用保証制度を創設するのを支援した。この制度は、コロナ危機で苦闘しているが、長期的には収益を生み出す潜在力のある中小規模企業のための、再構築や運転資本ローンに焦点を合わせていた。このようなプログラムは、持続可能であるために注意深く設計されなければならない。経済状況の改善に伴って、保証人とそのパートナーである貸し手は、与信を引き続き最も必要としている部門ないし消費者分野に向けて、その適格性を徐々に狭めることができる。そして、保証プログラムは、雇用創出や低炭素活動への金融フローなどのような優先事項を支援するための長期的な投資に関連のあるリスクを削減するために活用することができる。

アクセスを円滑化しリスクを管理するための政策を採用

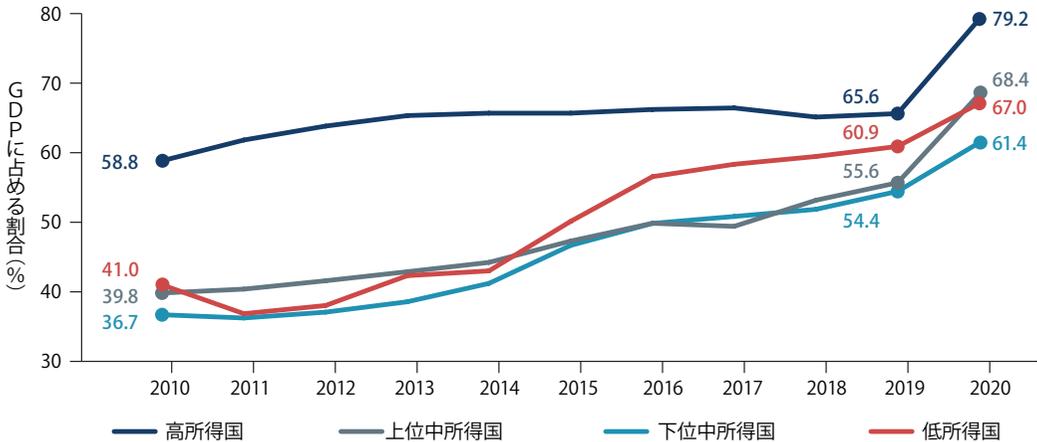
金融に関する革新には金融サービスの責任ある提供を支援する潜在力がある。しかし、監督されていない金融革新は消費者、および金融の安定性と誠実性の両方に対してリスクをもたらす。政府や規制当局は、責任ある革新を奨励する一方で消費者と金融部門の安定性や誠実性を保護するという、時として矛盾する責務を調整するために政策の枠組みを近代化しなければならない。そのように最新化された規制と監督によるアプローチは、新規のプロバイダーの市場参入、新商品の導入、およびデータと解析の使用における革新を認め、そしてそれらを可能にするよう努めるべきである。また、消費者保護の政策と、金融サービスのプロバイダーが提供できるものとできないものなどに関するルールを強化し、さらに、権限が重複している諸機関の間における規制格差の発生を阻止するために、競争や市場管理に加えて、デジタル金融や組込型金融の異なる側面を監督している規制当局と政府当局の間の協力を促進するべきである。政策は、運営上の強靱性とアクセスを促進するために、金融インフラの近代化を支援すべきである。そのような近代化は、通信ネットワーク、支払いネットワーク、データセンター、信用調査機関、担保登記所などに関連のある「ハード」なインフラと、基準や、アクセス、関与のルールを規定する政策や手続きをとりまく「ソフト」なインフラの両方を対象に含んでいる。デジタル変革を支援するためのこのような政府による政策対応は、より強固な、革新的で、包摂的な金融部門を育成することに役立つ。

政策分野 4：公的債務水準の上昇を管理

パンデミックは公的債務の劇的な増加につながった。図 0.9 で示されているように、低・中所得国での総債務負担の平均は、GDP に対する割合では、パンデミックの最初の 1 年である 2019-20 年の間に約 9%ポイント増加した。これに対して、それまでの 10 年間には、増加は平均で 1.9%ポイントであった。高所得国の利払いは近年は低下傾向にあり、平均では対 GDP 比でみて 1%強にとどまっているが、低・中所得国では着実に上昇してきている⁴⁰。

当該国が既に債務返済に支障をきたしている状態——一国が金融上の義務を履行できない場合——は甚大な社会的コストをもたらす。ある研究の発見では、一国が債務不履行の状態にある年は GDP の成長率が 1.0-1.5%ポイント低下する⁴¹。パンデミックの期間中に、政府は現行の支出を賄うために債務を累増させた。しかしそれは、教育や公衆衛生などの公共財に対する支出を含め、将来における支出の能力を制限するという代価を払ってなされた。このようなサービスへの過少投資は、不平等や人間開発の成果を悪化させる可能性がある⁴²。債務レベルが高いことと支出の柔軟性の欠如は、将来に起きるショックを処理する政府の能力も制限する⁴³。加えて、政府は多くの場合に最後の貸し手であることから、金融や経済の安定性が経済危機の中で脅かされ、そして公的援助が必要とされる場合には、民間部門の債務はたちまち公的債務に転換する可能性がある。公共財に投資する、反景気循環的な仕方で行動する、そして中央銀行が最後に頼る貸し手というユニークな役割を実行するのを可能にする、という政府の能力を保護することが、公的債務管

図 0.9 一般政府の総債務(所得による国のグループ別；2010-20年)



出所：以下からのデータに基づく WDR 2022 チーム：IMF (2021b); World Bank, World Development Indicators (database), <https://datatopics.worldbank.org/world-development-indicators/>.

注：上図は世界銀行の所得分類別の、GDP に占める割合(%)としての一般政府の総債務残高を示す。

理の中心的な目標である。

回復に向けて資源を使えるようにするために公的債務を管理する

債務返済に支障をきたすリスクが高い諸国は、支払い義務をより管理可能にするために、いくつかの政策オプションを追求することができる。このようなオプションの実現可能性は、国として民間資本市場にアクセスできる度合い、債務や債権者の構成、それに必要な改革を交渉および遂行する債務国の能力と意思を含め、状況の詳細によって決まる。オプションとしては、債権者との交渉と借り換え手段(債務再編(リプロファイリング))の効果的な活用を通じた、債務構造と将来的な支払い予定の修正がある。事前対応的な債務管理は債務不履行のリスクを削減して、公平な経済回復を支援するのに必要な財政資源を使えるようにすることができる。

再編の実施は同一の年に返済をする複数のローンを抱えている国にとっては有益であろう。当該国は、満期が長い、ないしは満期が等分の(すなわち分割返済式の)新規債務を発行することができよう。債務リプロファイリングの実施は、債務の持続可能性に関する懸念にしばしば追加される、為替リスクへの対処にも役立ちうる。この場合、既存債務の満期を変更する代わりに、債務リプロファイリングは、ある(より高価ないし変動の大きい)通貨建ての債務を、別の(より安価ないし安定的な)通貨建ての債務を新たに発行することによって償還する。

債務不履行のリスクの高まりに直面している諸国には、債務再構築(debt restructuring)を達成するために債権者との先制的な交渉を開始するというオプションもある。このオプションは債務の条件や所有権を巡る透明性という点でとりわけメリットがある。変更拒否の機会を最小化することは、迅速な解決を確保するために重要である。一部の証拠は次のことを示している。先制的な再編は債務不履行後の再編よりも速く実現し、当該債務国の世界資本市場からの排除期間を短くし、そしてより少ない産出の減少と関連がある⁴⁴。

債務不履行を解決

ひとたび政府が債務の返済に支障をきたしている状態に陥ると、問題に対処するためのオプションはより一層限定され、緊急性がより高くなる。この段階での主要な手段は、中期的な財政経済改革計画を組み合わせた債務再編である。この手段を利用することは、問題の範囲に関する速やかな認識、債権者との、および債権者の間での協調、そして再編は債務の持続可能性に向けた第一歩であるという全当事者による理解を必

要とする。世界銀行や国際通貨基金(IMF)などの国際金融機関は、問題を完全に理解するのに必要な債務持続可能性分析を提供し、取引を実行可能にするための資金をしばしば供与することによって、途上国の債務再編プロセスにおいて重要な役割を果たす。

迅速で層の厚い再編合意は、より速く、かつより持続的な回復を可能にする⁴⁵。しかし、歴史的な実績が明らかにしているところでは、返済に支障をきたしている公的債務の解決は、多くの場合に数年間にわたる遅れを伴っている。国が債権者との交渉に入ってからでさえ、返済に支障をきたしている状態を脱するまでには、多くの場合に複数回にわたって債務再編交渉会議を重ねる必要がある(図 O.10 参照)。コンゴ共和国、ジャマイカ、およびナイジェリアはそれぞれ債務状況を解消するのに7件の債務再編取引を交渉しなければならなかった。

公的債務の再編はより複雑になっているかもしれない。債権者のコミュニティは、今では非伝統的な貸し手(投資会社や、債券保有者、パリ・クラブ⁴⁶のメンバーではない公的債権者など)がより大きな割合を占めている。国内の金融資源も増加してきている。国有企業や特別目的事業体(SPV)などからの、簿外になる可能性があり、しばしば記録されていない公的部門の借入も増加傾向にある。全体として、このような動向は透明性を低め、債権者の間での調整を複雑にするかもしれない。

途上国では、公的債務(特に対外債務)の削減には多くの場合に債務再編が必要となるが、政府は、政府歳入や、財政収支、債務返済能力を改善するために、財政の統合(支出削減、増税、あるいはその両方)も追求している。

自国通貨建て債務を削減する他の方法として、インフレない金融抑圧を通じた弁済がある⁴⁷。このようなアプローチは多くの場合に債務の削減をもたらしているものの、それはしばしば貧困や不平等を悪化させる可能性のある社会経済的に非常に高価な代償を伴っている。インフレは逆進課税であり、既に高くなっている COVID-19 の危機の逆進的な効果を倍加するであろう。

将来展望——透明性を改善し調整問題を削減する

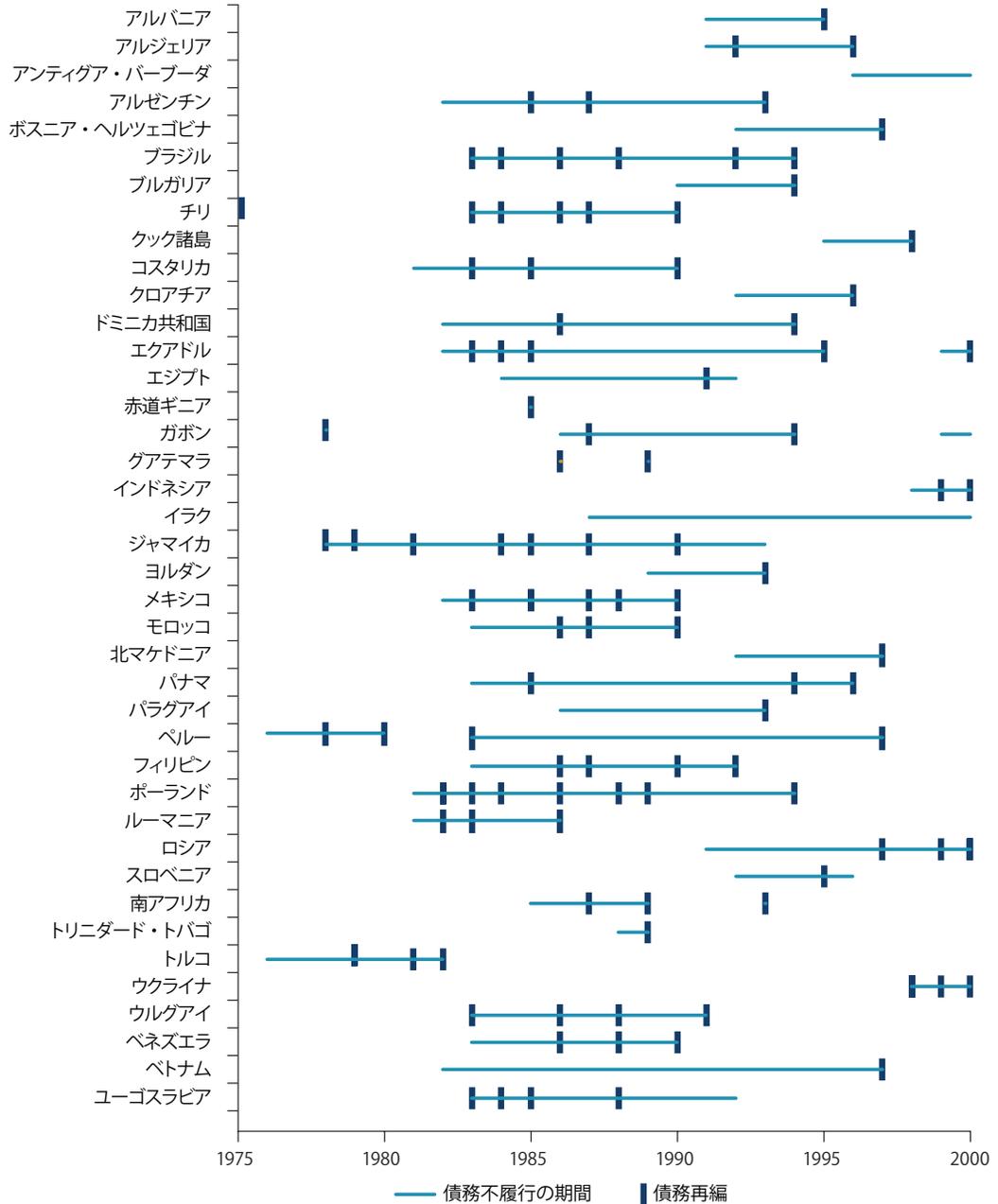
COVID-19 の危機における公的債務の急増は、有効な債務管理、債務交渉、そして長期にわたる資本市場へのアクセスを促進しうる戦略の必要性を明らかにした。次の3つの幅広いイニシアティブが際立っている。それは、債務の透明性向上、契約上の革新、そして租税政策と管理の改革である。

有効で前向きな債務管理のためには、政府に対する請求権と債務を統治している全契約条件の全面的な開示が必要である。債務に関する最近の事件は、「隠されている」、すなわち開示されていない債務の問題と、政府や準政府機関が債務契約締結の権限を持っていないことにかかわる訴訟の可能性に光を当てている。債務金額や契約そのものに関する透明性はスピーディな再編を保証しないが、債務の持続可能性問題の速やかな認識に向けた準備をすることは確実であり、したがって監視が改善する。また、債務者と債権者の間での、および債権者自身の間での交渉のためのより好ましい参入点を準備する。

一方で、契約面での革新は、調整の問題を克服して公的債務再編の解決を加速することに役立つ。このような革新に含まれるのは、より速やかな解決につながりうる集団行動条項(CAC)⁴⁸、災害リスクに対して借手手を保護する状態依存型(state-contingent)債務契約、国家に対する問題の多い執行慣行に取り組む法改正などである。このような革新は新しい債務契約に向けた前向きな方法を提供する。しかし、これらは再編が必要とされている債務への対処においては役割がより限定的である。というのは、状態依存型契約は新興諸国市場の未払いの債務契約の小さな割合しか占めていないからだ。強化された CAC を含む契約は未履行契約の約半分を占めるにとどまっている⁴⁹。

債務の持続可能性のためには適切に策定された税政策と管理が必須である。税収の増加は主に担税力への長期投資と当該国の経済の構造変化から生じる。財産や、所得、資本利得を通じた富に対する課税は、ほとんどの途上国において過少利用にとどまっている歳入創出戦略である。この戦略も、COVID-19 危機が貧困や不平等に及ぼす影響を軽減するだろう。歳入動員戦略は公式化に向けた企業のインセンティブの強化もするべきである。

図 0.10 公的債務再編と債務不履行の状態に経過した時間 (調査対象国)



出所: 以下に基づく WDR 2022 チーム—Cruces and Trebesch (2013); Farah-Yacoub, Graf von Luckner, and Reinhart (2021); Meyer, Reinhart, and Trebesch (2019); Reinhart and Rogoff (2009).

注: 上図は 1975-2000 年における公的債務不履行 (sovereign default) と債務再編の年表を示す。上図では国際開発協会 (IDA) と重債務貧困国 (HIPC) イニシアティブでカバーされている諸国は除外されている。

各国の政府が債務を管理するために変革を追求し、回復を後押しする慣行を促進しているなかで、COVID-19のパンデミックは危機下での危機であったという認識が重要である。というのは、気候変動が各国とその経済にインパクトを与え続けているからだ。再構築に向けた政府のプランはグリーン投資の必要性を最も重視すべきである。1つの有望な方法は、ソブリン・グリーン債やソブリン・ソーシャル債といった公債の発行である。先駆的な政府は、民間部門による同じような債券の発行のための道を開拓し始めている。2017年に、ナイジェリアはソブリン・グリーン債を発行したアフリカで最初の国となり、その後、アクセス銀行による初めてのグリーン社債の発行が続いた⁵⁰。2019年には、チリがラテンアメリカでは最初のソブリン・グリーン債の発行者となり、それに続いて、バンコ・デ・チリが再生エネルギー・プロジェクト向けの資金を調達するためにグリーン債を発行した⁵¹。この形式のグリーン投資は、回復しつつある経済の一部として拡大を必要としている。

結論

COVID-19のパンデミックと、それによって広まった前例のない世界的な公衆衛生上の危機は、数百万件の死亡や、失職、企業倒産、学校閉鎖などにつながった。それに引き続く経済社会的な混乱は、貧困率が急上昇し、そして不平等が悪化した特に途上国を中心に、既存の経済的な脆弱性を露呈すると同時に悪化させた。

危機が生み出した相互に関連している経済的リスクに取り組むことが、持続的で公平な回復にとっての前提である。それには、経済および金融のリスクの積極的な管理に加えて、バランスシート問題の速やかな認識が必要であろう。理想的な状況では、政府は、金融の不安定性、世帯や企業の間での過剰債務、信用へのアクセスの削減、そして公的債務の増加など、危機によって光が当たったリスクの各々に取り組むための適切な政策を実施することになるだろう。しかし、このような取り組むべき課題のすべてに一度に対処する資源と政治的な余地を持っている政府は、あったとしてもごくわずかである。各国は必要とされる最も重要な政策措置を優先しなければならないだろう。多くの低所得国にとっては、持続不可能な公的債務に対処することが第一の優先課題であろう。これとは対照的に、企業や世帯の債務に対する金融部門のエクスポージャーが大きい中所得国は、金融の安定性を支える政策に焦点を合わせる必要がある。

本報告書はパンデミックが生み出した鍵となる国内的な金融および経済のリスクを集中的に扱っているものの、一国の回復見通しは世界的な経済のなかで発生する諸事象によっても形成されるだろう。その一例は、一次産品価格の変動である。それは多くの途上国にとっての重要な収入源である。もう1つの例は、為替相場や金利のリスクである。これは、先進国では経済活動が回復して経済刺激プログラムが停止され、このことが中央銀行による世界の流動性の引き締めと利上げに帰結する中で顕在化してくるかもしれない。そのようなグローバルな動向は、途上国の世帯、企業、および政府を金融リスクにさらす。したがって、注意深く選定された政策のミックスは、公平な回復に対する国内のおよび国際的な、これら両方の脅威を考慮に入れなければならない。

同時に、パンデミックが生み出したリスクに取り組む必要性は、より効率的で持続可能な世界経済に向けた移行を加速化するための莫大な好機を提示している。気候変動は世界経済の中で軽視されてきていた主要なリスク源である⁵²。このようなリスクの管理に取り組まないことは、資産の誤った価格設定の持続、資本の誤った配分、そして壊滅的な気候災害が金融不安定性の急上昇によって複雑化するという悪循環に帰結するだろう⁵³。金融部門は気候リスクを認識し、そして価格付けすることによって好循環の始動を後押しすることができ、そうすることで資本はより持続可能な企業や産業に向かって流れるだろう⁵⁴。COVID-19のパンデミックの余波のなかで、政府には、例えば、リスク開示の義務化や、環境面で持続不可能な産業に対する税金や、監査、規制などにかかわる優遇政策の段階的な廃止を行うことによって、この役割を果たす金融部門の能力を支援する機会がある。

COVID-19のパンデミックは、おそらく一世紀の中で世界経済に対する最大のショックである。財政・

金融面での対応プログラム、および金融部門に対するプログラムが停止されることから、新しい政策課題が国内と世界全体の両レベルで出現してくるだろう。公平な回復を維持するためには、危機の経済的影響の早期診断とそのような断層線を是正するための決然とした政策行動が必要とされている。政策について自己満足している余地はない。

注

- 2020年におけるグローバルな実質 GDP 成長率は IMF の『世界経済見通し (World Economic Outlook)』(IMF 2021c) で -3.1%、世界銀行の『グローバル経済見通し (Global Economic Prospects)』(World Bank 2021a) では -3.5%と推定されている
- 詳細については Mahler 他 (2021) を参照。
- Kugler and Sinha (2020).
- See Reinhart, Rogoff, and Savastano (2003) on “debt intolerance.”
- Holston, Kaminsky, and Reinhart (2021).
- この定義は World Bank (2005) における equitable development のより広義の定義に基づいている。しかし、COVID-19 のパンデミックという状況に適応されている。
- Fratto et al. (2021); IMF (2021b).
- Andersen et al. (2020). データは次から : World Bank, COVID-19 Business Pulse Survey Dashboard, <https://www.worldbank.org/en/data/interactive/2021/01/19/covid-19-business-pulse-survey-dashboard>.
- 教育水準が高い労働者と低い労働者の間の休業率の相違は、23%の諸国において統計的に有意であった。詳細は Kugler 他 (2021) 参照。
- Bundervoet, Dávalos, and Garcia (2021).
- World Bank, COVID-19 Household Monitoring Dashboard, <https://www.worldbank.org/en/data/interactive/2020/11/11/covid-19-high-frequency-monitoring-dashboard>.
- Adams-Prassl et al. 2020; Chetty et al. (2020); Crossley, Fisher, and Low (2021).
- Mahler, Yonzan, and Lakner (forthcoming).
- Agrawal et al. (2021).
- 多くの諸国に関して包括的なデータが欠如しているため、グローバル・レベルでの推定は不平等には変化がないことを前提にしている。Lakner et al. (2020) と Yonzan et al. (2020) は COVID-19 の世界全体の貧困に対するインパクトを、国内の不平等に関するさまざまな前提を用いて推定している。
- Intrum (2020).
- Medina and Schneider (2019).
- 以下を参照 : International Labour Organization, “Informal Economy in South Asia,” <https://www.ilo.org/newdelhi/areasofwork/informal-economy/lang-en/index.htm>.
- World Bank (2020a).
- 下記からのデータに基づく WDR 2022 チーム : World Bank and International Monetary Fund, Joint World Bank–International Monetary Fund LIC DSF Database (Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries), <https://www.worldbank.org/en/programs/debt-toolkit/dsf>.
- 下記からのデータに基づく : IMF (2021b); World Bank, World Development Indicators (database), <https://datatopics.worldbank.org/world-development-indicators/>.
- Reinhart, Rogoff, and Savastano (2003).
- 下記に基づく : World Bank, Global Economic Prospects DataBank, <https://databank.worldbank.org/source/global-economic-prospects>; World Bank, PovcalNet (dashboard), <http://iresearch.worldbank.org/PovcalNet/>.
- Ferreira et al. (2021) と Mahler et al. (2021) は、このような貧困の推定値に依拠して、COVID-19 がもたらした追加的な貧困年にかかわる測定値を推定している。それらは、パンデミックに起因する貧困は、控えめに 1 年間持続すると仮定し、追加的な貧困年は 1 人当たり GDP と強固な右下がりの関係を有することを示している。
- この観察は、不良債権 (NPL) の定義がパンデミック期間中を通じて不変にとどまることを前提にしている。バーゼル銀行監督委員会の定義 (BCBS 2017) による NPL は、滞納状況 (一定期間にわたり未返済) や返済の見込みといった点で信用の質が低いローンのことである。
- Pancorbo, Rozumek, and Seal (2020).
- BCBS (2017).
- NBS and MFIN (2018).
- World Bank (2020b).
- Giné and Kanz (2018).
- Jappelli, Pagano, and Bianco (2005); World Bank (2014).
- Araujo, Ferreira, and Funchal (2012).
- Fonseca and Van Doornik (2020).
- Lim and Hahn (2003); Neira (2017).
- World Bank (2014).
- Giné and Love (2006).
- 以下からのデータに基づく : World Bank, COVID-19 Business Pulse Survey Dashboard, <https://www.worldbank.org/en/data/interactive/2021/01/19/covid-19-business-pulse-survey-dashboard>.
- 以下からのデータに基づく : World Bank, COVID-19 Business Pulse Survey Dashboard, <https://www.worldbank.org/en/data/interactive/2021/01/19/covid-19-business-pulse-survey-dashboard>.
- Gadgil, Ronald, and Vyakaranam (2019).
- Kose et al. (2021).

41. Borensztein and Panizza (2009).
42. Baldacci, de Mello, and Inchauste (2002); Furceri and Zdzienicka (2012); Ravallion and Chen (2009).
43. Mbaye, Badia, and Chae (2018).
44. Asonuma and Trebesch (2016).
45. Reinhart and Trebesch (2016).
46. パリ・クラブ——1956年に創設された、公的な債権者国の常設委員会——は、創設以来、大多数の公的債務の再編において役に立ってきている。
47. 以下を参照：Reinhart, Reinhart, and Rogoff (2015).
48. 集団行動条項(CAC)は、債券発行契約における条項であり、再編する場合のルールを定めている。特に、債券保有者の過半数が債務再編に合意するならば、その合意は、再編に反対した人を含め、全債券保有者に対して法的に拘束力をもつ。
49. IMF (2020).
50. Climate Bonds Initiative (2017); Fatin (2019).
51. Climate Bonds Initiative (2019).
52. Gennaioli, Shleifer, and Vishny (2012); Stroebe and Wurgler (2021).
53. Gennaioli, Shleifer, and Vishny (2012).
54. Bolton et al. (2020); Carney (2015); Fender et al. (2020).

参考文献

- Adams-Prassl, Abi, Teodora Boneva, Marta Golina, and Christopher Rauh. 2020. "Inequality in the Impact of the Coronavirus Shock: Evidence from Real Time Surveys." *Journal of Public Economics* 189 (September): 104245.
- Agrawal, Sarthak, Alexandru Cojocaru, Veronica Montalva, and Ambar Narayan. 2021. "COVID-19 and Inequality: How Unequal Was the Recovery from the Initial Shock?" With inputs by Tom Bundervoet and Andrey Ten. Brief, World Bank, Washington, DC.
- Andersen, Steffen, John Y. Campbell, Kasper Meisner Nielsen, and Tarun Ramadorai. 2020. "Sources of Inaction in Household Finance: Evidence from the Danish Mortgage Market." *American Economic Review* 110 (10): 3184–230.
- Apedo-Amah, Marie Christine, Besart Avdiu, Xavier Cirera, Marcio Cruz, Elwyn Davies, Arti Grover, Leonardo Iacovone, et al. 2020. "Unmasking the Impact of COVID-19 on Businesses: Firm Level Evidence from across the World." Policy Research Working Paper 9434, World Bank, Washington, DC.
- Araujo, Aloisio P., Rafael V. X. Ferreira, and Bruno Funchal. 2012. "The Brazilian Bankruptcy Law Experience." *Journal of Corporate Finance* 18 (4): 994–1004.
- Asonuma, Tamon, and Christoph Trebesch. 2016. "Sovereign Debt Restructurings: Preemptive or Post-Default." *Journal of the European Economic Association* 14 (1): 175–214.
- Baldacci, Emanuele, Luiz de Mello, and Gabriela Inchauste. 2002. "Financial Crises, Poverty, and Income Distribution." IMF Working Paper 02/4, International Monetary Fund, Washington, DC.
- BCBS (Basel Committee on Banking Supervision). 2017. "Prudential Treatment of Problem Assets—Definitions of Non-performing Exposures and Forbearance." Bank for International Settlements, Basel, Switzerland. <https://www.bis.org/bcbs/publ/d403.htm>.
- Bolton, Patrick, Morgan Despres, Luiz Awazu Pereira da Silva, Frédéric Samama, and Romain Svartzman. 2020. *The Green Swan: Central Banking and Financial Stability in the Age of Climate Change*. Basel, Switzerland: Bank for International Settlements.
- Borensztein, Eduardo, and Ugo Panizza. 2009. "The Costs of Sovereign Default." *IMF Staff Papers* 56 (4): 683–741.
- Bundervoet, Tom, María Eugenia Dávalos, and Natalia Garcia. 2021. "The Short-Term Impacts of COVID-19 on Households in Developing Countries: An Overview Based on a Harmonized Data Set of High-Frequency Surveys." Policy Research Working Paper 9582, World Bank, Washington, DC.
- Carney, Mark. 2015. "Breaking the Tragedy of the Horizon: Climate Change and Financial Stability." Address at Lloyd's of London, London, September 29, 2015. <https://www.bis.org/review/r151009a.pdf>.
- Chetty, Raj, John N. Friedman, Nathaniel Hendren, Michael Stepner, and Opportunity Insights Team. 2020. "How Did COVID-19 and Stabilization Policies Affect Spending and Employment? A New Real-Time Economic Tracker Based on Private Sector Data." NBER Working Paper 27431, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Climate Bonds Initiative. 2017. "Nigeria First Nation to Issue a Climate Bonds Certified Sovereign Green Bond." Media release, December 19, 2017. <https://www.climatebonds.net/resources/press-releases/2017/12/nigeria-first-nation-issue-climate-bonds-certified-sovereign-green>.
- Climate Bonds Initiative. 2019. "Banco de Chile." Green Bond Fact Sheet, September 17, Climate Bonds Initiative, London. <https://www.climatebonds.net/files/files/2019-08%20CL%20Banco%20de%20Chile.pdf>.
- Crossley, Thomas F., Paul Fisher, and Hamish Low. 2021. "The Heterogeneous and Regressive Consequences of COVID-19: Evidence from High Quality Panel Data." *Journal of Public Economics* 193 (January): 104334.
- Cruces, Juan J., and Christoph Trebesch. 2013. "Sovereign Defaults: The Price of Haircuts." *American Economic Journal: Macroeconomics* 5 (3): 85–117.
- Farah-Yacoub, Juan, Clemens Graf von Luckner, and Carmen M. Reinhart. 2021. "The Eternal External Debt Crisis: A Long View." Unpublished manuscript, World Bank, Washington, DC.
- Fatin, Leena. 2019. "Nigeria: Access Bank 1st Certified Corporate Green Bond in Africa; Leadership in Green Finance." *Climate Bonds Initiative* (blog), April 2, 2019.

- <https://www.climatebonds.net/2019/04/nigeria-access-bank-1st-certified-corporate-green-bond-africa-leadership-green-finance>.
- Fender, Ingo, Mike McMorrow, Vahe Sahakyan, and Omar Zulaica. 2020. "Reserve Management and Sustainability: The Case for Green Bonds?" BIS Working Paper 849, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements, Basel, Switzerland.
- Ferreira, Francisco H. G., Olivier Sterck, Daniel G. Mahler, and Benoît Decerf. 2021. "Death and Destitution: The Global Distribution of Welfare Losses from the COVID-19 Pandemic." *LSE Public Policy Review* 1 (4): 1–11.
- Feyen, Erik, and Davide Salvatore Mare. 2021. "Measuring Systemic Banking Resilience: A Simple Reverse Stress Testing Approach." Policy Research Working Paper 9864, World Bank, Washington, DC.
- Fonseca, Julia, and Bernadus Van Doornik. 2020. "Financial Development and Labor Market Outcomes: Evidence from Brazil." Working Paper 532, Research Department, Central Bank of Brazil, Brasília.
- Fratto, Chiara, Brendan Harnois Vannier, Borislava Mircheva, David de Padua, and Hélène Poirson. 2021. "Unconventional Monetary Policies in Emerging Markets and Frontier Countries." IMF Working Paper WP/21/14, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Furceri, Davide, and Aleksandra Zdzienicka. 2012. "How Costly Are Debt Crises?" *Journal of International Money and Finance* 31 (4): 726–42.
- Gadgil, Shon, Bindu Ronald, and Lasya Vyakaranam. 2019. "Timely Resolution of Cases under the Insolvency and Bankruptcy Code." *Journal of Critical Reviews* 6 (6): 156–67.
- Gennaioli, Nicola, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 2012. "Neglected Risks, Financial Innovation and Financial Fragility." *Journal of Financial Economics* 104 (3): 452–68.
- Giné, Xavier, and Martin Kanz. 2018. "The Economic Effects of a Borrower Bailout: Evidence from an Emerging Market." *Review of Financial Studies* 31 (5): 1752–83.
- Giné, Xavier, and Inessa Love. 2006. "Do Reorganization Costs Matter for Efficiency? Evidence from a Bankruptcy Reform in Colombia." Policy Research Working Paper 3970, World Bank, Washington, DC.
- Holston, Kathryn, Graciela L. Kaminsky, and Carmen M. Reinhart. 2021. "Bust without a Boom? Banking Fragility during COVID-19." Unpublished manuscript, World Bank, Washington, DC.
- IMF (International Monetary Fund). 2020. "The International Architecture for Resolving Sovereign Debt Involving Private-Sector Creditors: Recent Developments, Challenges, and Reform Options." Policy Paper 2020/043, IMF, Washington, DC. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2020/09/30/The-International-Architecture-for-Resolving-Sovereign-Debt-Involving-Private-Sector-49796>.
- IMF (International Monetary Fund). 2021a. "Fiscal Monitor Update." January, IMF, Washington, DC.
- IMF (International Monetary Fund). 2021b. *World Economic Outlook: Managing Divergent Recoveries*. Washington, DC: IMF.
- IMF (International Monetary Fund). 2021c. *World Economic Outlook: Recovery during a Pandemic; Health Concerns, Supply Disruptions, and Price Pressures*. Washington, DC: IMF.
- Intrum. 2020. "European Payment Report 2020: Special Edition White Paper." Intrum, Stockholm. https://www.intrum.com/media/8279/epr-2020-special-edition-white-paper_final.pdf.
- Jappelli, Tullio, Marco Pagano, and Magda Bianco. 2005. "Courts and Banks: Effects of Judicial Enforcement on Credit Markets." *Journal of Money, Credit, and Banking* 37 (2): 223–44.
- Kose, M. Ayhan, Franziska Ohnsorge, Carmen M. Reinhart, and Kenneth S. Rogoff. 2021. "The Aftermath of Debt Surges." Policy Research Working Paper 9771, World Bank, Washington, DC.
- Kugler, Maurice, and Shakti Sinha. 2020. "The Impact of COVID-19 and the Policy Response in India." *Future Development* (blog), July 13, 2020. <https://www.brookings.edu/blog/future-development/2020/07/13/the-impact-of-covid-19-and-the-policy-response-in-india/>.
- Kugler, Maurice, Mariana Viollaz, Daniel Duque, Isis Gadis, David Locke Newhouse, Amparo Palacios-López, and Michael Weber. 2021. "How Did the COVID-19 Crisis Affect Different Types of Workers in the Developing World?" Policy Research Working Paper 9703, World Bank, Washington, DC.
- Lacey, Eric, Joseph Massad, and Robert Utz. 2021. "A Review of Fiscal Policy Responses to COVID-19." Equitable Growth, Finance and Institutions Insight, World Bank, Washington, DC. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/35904>.
- Lakner, Christoph, Daniel Gerszon Mahler, Mario Negre, and Espen Beer Prydz. 2020. "How Much Does Reducing Inequality Matter for Global Poverty?" Global Poverty Monitoring Technical Note 13, World Bank, Washington, DC.
- Lim, Youngjae, and Chin Hee Hahn. 2003. "Bankruptcy Policy Reform and Total Factor Productivity Dynamics in Korea: Evidence from Macro Data." NBER Working Paper 9810, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Mahler, Daniel Gerszon, Nishant Yonzan, and Christoph Lakner [randomized order]. Forthcoming. "The Impacts of COVID-19 on Global Inequality and Poverty." Unpublished manuscript, World Bank, Washington, DC.
- Mahler, Daniel Gerszon, Nishant Yonzan, Christoph Lakner, Raul Andrés Castañeda Aguilar, and Haoyu Wu. 2021. "Updated Estimates of the Impact of COVID-19 on Global Poverty: Turning the Corner on the Pandemic in 2021?" *World Bank Blogs: Data Blogs*, June 24, 2021. <https://blogs.worldbank.org/opendata/updated-estimates-impact-covid-19-global-poverty-turning-corner-pandemic-2021>.
- Mbaye, Samba, Marialuz Moreno Badia, and Kyungla Chae. 2018. "Bailing Out the People? When Private Debt Becomes Public." IMF Working Paper 18/141, International Monetary Fund, Washington, DC.

- Medina, Leandro, and Friedrich Georg Schneider. 2019. "Shedding Light on the Shadow Economy: A Global Database and the Interaction with the Official One." CESifo Working Paper 7981, Munich Society for the Promotion of Economic Research, Center for Economic Studies, Ludwig-Maximilians-University Munich, and Ifo Institute for Economic Research, Munich.
- Meyer, Josefin, Carmen M. Reinhart, and Christoph Trebesch. 2019. "Sovereign Bonds since Waterloo." NBER Working Paper 25543, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- NBS (National Bank of Serbia) and MFIN (Ministry of Finance, Serbia). 2018. "NPL Resolution Strategy: Lessons Learned from the NPL Working Group in Serbia." Presentation at FinSAC NPL Resolution Conference, Vienna, May 15–16, 2018. <https://thedocs.worldbank.org/en/doc/3c28bd048d78efd27744987253e2c44a-0430012021/original/NPLConferenceDay211MilanKovacMarijaRandelovic.pdf>.
- Neira, Julian. 2017. "Bankruptcy and Cross-Country Differences in Productivity." *Journal of Economic Behavior and Organization* 157 (January): 359–81.
- Pancorbo, Antonio, David Lukas Rozumek, and Katharine Seal. 2020. "Supervisory Actions and Priorities in Response to the COVID-19 Pandemic Crisis." Special Series on Financial Policies to Respond to COVID-19, Monetary and Capital Markets Department, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Ravallion, Martin, and Shaohua Chen. 2009. "The Impact of the Global Financial Crisis on the World's Poorest." *VoxEU* (blog), April 30, 2009. <https://voxeu.org/article/impact-global-financial-crisis-world-s-poorest>.
- Reinhart, Carmen M., Vincent Reinhart, and Kenneth S. Rogoff. 2015. "Dealing with Debt." *Journal of International Economics* 96 (Supplement 1): S43–S55.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2009. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff, and Miguel A. Savastano. 2003. "Debt Intolerance." NBER Working Paper 9908, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Reinhart, Carmen M., and Christoph Trebesch. 2016. "Sovereign Debt Relief and Its Aftermath." *Journal of the European Economic Association* 14 (1): 215–51.
- Schnabel, Isabel. 2021. "The Sovereign-Bank-Corporate Nexus: Virtuous or Vicious?" Address at London School of Economics and Political Science public online conference on "Financial Cycles, Risk, Macroeconomic Causes, and Consequences," Systemic Risk Center, Frankfurt, January 28, 2021. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210128~8f5dc86601.en.html>.
- Stroebel, Johannes, and Jeffrey Wurgler. 2021. "What Do You Think about Climate Finance?" *Journal of Financial Economics* 142: 487–98.
- World Bank. 2005. *World Development Report 2006: Equity and Development*. Washington, DC: World Bank; New York: Oxford University Press.
- World Bank. 2014. "Debt Resolution and Business Exit: Insolvency Reform for Credit, Entrepreneurship, and Growth." Trade and Competitiveness Global Practice Note 343, World Bank, Washington, DC. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/912041468178733220/pdf/907590VIEWPOINT003430Debt0Resolution.pdf>.
- World Bank. 2020a. "COVID-19 and Non-Performing Loan Resolution in the Europe and Central Asia Region: Lessons Learned from the Global Financial Crisis for the Pandemic." FinSAC Policy Note, Financial Sector Advisory Center, World Bank, Vienna. <https://pubdocs.worldbank.org/en/460131608647127680/FinSAC-COVID-19-and-NPL-Policy-NoteDec2020.pdf>.
- World Bank. 2020b. *Doing Business 2020: Comparing Business Regulation in 190 Economies*. Washington, DC: World Bank.
- World Bank. 2021a. *Global Economic Prospects, June 2021*. Washington, DC: World Bank.
- World Bank. 2021b. *World Development Report 2021: Data for Better Lives*. Washington, DC: World Bank.
- Yonzan, Nishant, Christoph Lakner, Daniel Gerszon Mahler, Raul Andrés Castañeda Aguilar, and Haoyu Wu. 2020. "The Impact of COVID-19 on Global Poverty under Worsening Growth and Inequality." *World Bank Blogs: Data Blogs*, November 9, 2020. <https://blogs.worldbank.org/opendata/impact-covid-19-global-poverty-under-worsening-growth-and-inequality>.