

債務の網目

蜘蛛の巣状につながった 戦間期の政府債務

第一次世界大戦と第二次世界大戦の間を戦間期と呼ぶ。この時代を研究することで、複雑につながりあった政府債務のネットワークが金融危機をどう悪化させるのかを理解できる。

マーク・デ・ブルック エラ・ダブラ=ノリス
ニコラス・エンド マリナ・マリニコフ

世界恐慌が本格化しつつあった1930年代前半、世界経済が機能するために不可欠な国際的な資本の流れが止まった。この原因については議論がまだ続いているが、候補として常々挙げられているのは、例えば投機家や銀行の無謀な行為、誤った金融政策、為替相場が均衡レートから大きく乖離するミスアライメントなどである。持続不可能な財政政策や公的債務の削減が資産市場や国際的な資本フローの崩壊の主な理由だと主張する人は少ないかもしれない。しかし、1920年代と30年代初頭のヨーロッパでは、民間部門よりも政府への資本流入の規模が大きかったのである（図1を参照）。

IMFが独自に構築した政府債務の個別債権データベースを用いて、私たちは戦間期における主要国間の債権債務関係のネットワークを詳細に分析した。債

務のほとんどは第一次世界大戦が原因で発生したものだ。分析は、財政政策や政府債務返済の信頼性に関して投資家が懸念を持ち、これが世界恐慌時の金融混乱の直接の原因ではなかったとしても、その深刻化・長期化をもたらしたことを示している。

戦間期を取り上げた私たちの研究は、対外債務が世界金融に生じる好不況の波を大きくしうることを示している。とりわけ、対外債務が複雑な金融ネットワークの中核をなす場合にはその影響は大きい。2008年の世界金融危機と2010年の欧州債務危機と同様に、投資家の信頼が失われたこと、流動性の枯渇によって国債市場が混乱したこと、金融セクターに政府が介入したことが、対外債務の負担をさらに重くした。したがって、戦間期の様相を振り返ることは、2008年の危機をよく理解するための鍵となるだけでなく、現時点での脆弱性を特定し、分析する上でも役立つだろう。

第一次世界大戦後、各国は非常に高い水準の公的債務を抱え、厳しいマクロ経済環境に置かれることになった。ほとんどの国が財政赤字を削減し、経済成長を加速させるための施策をとった。イギリスは戦前の平価で金本位制に復帰すべく物価を下げるため、緊縮財政と金融引締を実施した。対照的に、オーストリアとドイツは当初、財政や金融政策の改革に失敗し、ハイパーインフレへと向かった。イタリアや日本、そし

引受証券会社と銀行が債券の宣伝販売やリスクを引き受ける重要な役割を果たした。

て、ある程度はフランスでも、資本規制や金融抑圧（政府による銀行支配や金融市場の管理）を試みた。

2008年の危機に続く数年間でも、類似する戦略の採用が見られる。ギリシャが公的債務の再編を行った一方で、アイスランドとキプロスは資本規制を実施した。ギリシャとイタリア、ポルトガルとスペインの銀行部門は、自国国債の保有を急速に増やした。ホームバイアスと呼ばれるこうした行動は、政府の借入コストを引き下げ、ストレス下でも財政にいくばくかの猶予を与える。しかし、戦間期に同様の経験が示すように、リスクの価格付けが不透明なものになってしまった。

複雑なネットワーク

戦間期における政府債務を通じた各国間の債権債務の実際の連関は、各国間の純資産負債関係だけから推測されるものよりも、ずっと密なものであった（図2を参照）。こうした債務の相互連関は次に挙げるように様々な形をとった。

- 戦中や戦後における同盟国政府間や中央銀行間の融資

政府の対外債務には、ドイツなどの国々に科された賠償金が含まれていた。こうした賠償金によって、債務間の相互連関性に新たな層が重なることになった。また、戦勝国間の債務返済をドイツからの賠償金支払いにリンクさせようとする試みによって、債権債務関係はさらに複雑化した。

- 外国市場での政府債務の民間投資家への販売

外国市場で民間投資家に国債を販売する動きは1920年代に大きく拡大した。引受証券会社や銀行が国債発行に際して、宣伝販売とリスクを引き受ける重要な役割を果たした。例えば、外国国債が米国市場に供給されるように当たってはJPモルガンが主導的な役割を果たした。

- 国債以外の債券の海外発行が拡大

また、アメリカ人を中心とした国外投資家に国家以外の借り手が債券を売る動きが1920年代に加速した。ドイツ政府は民間部門や州・地方自治体政府による対外借入を奨励したが、これは賠償金の支払いに必要な外貨確保を目的としていた。

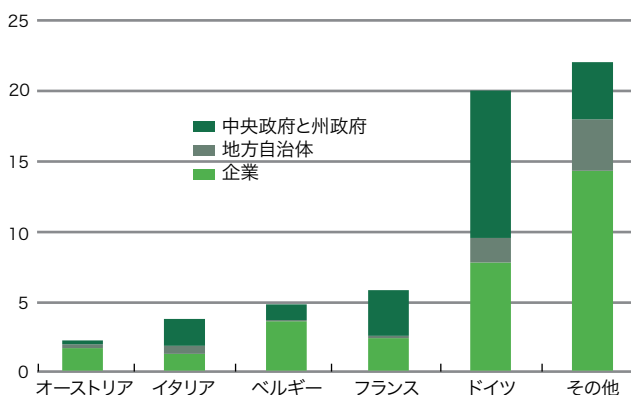
このような連関は、相互に影響しつつ、グローバルな金融システムをカントリーリスクに対して脆弱なものにした。多国間や二国間で行われた一連の交渉の結果、連関はさらに深まることになった。合意を通じ、相当な規模の債務返済が免除されたものの、債務の大部分は借り換えられた。この結果、債権債務関係の網はさらに複雑になった。この点では、2008年の危機と重要な類似点が見られる。世界金融危機当時、政府はさらなる借入を行うことで借金の返済を行っており、レバレッジが蓄積していたが、この結果、グローバルな金融システムはショックに対して脆弱性を高めていった。

戦間期には、多くの国々は国外で外貨建ての債券を発行せざるをえなかった。これは国内の金融市場が十分に発達していなかったためだ。こうした国々は、この結果、自国通貨の価値の下落に伴って債務額が上昇するリスクを抱えることになり、債務不履行の可能性が高まった。こうした状況と、最近の新興市場国危機で資本流入が急に止まった事例の間には類似点がある。例えば1980年代と1990年代にアルゼンチンやブラジル、メキシコで見られたようなケースだ。

ネットワークの中で影響が波及するリスクは、ネッ

図1
多額の債務

欧州諸国では、政府が民間部門よりも大きな対外債務を抱えていることが多かった。（1919年から1932年までに発生した対外債務の金額。単位は億ドル）

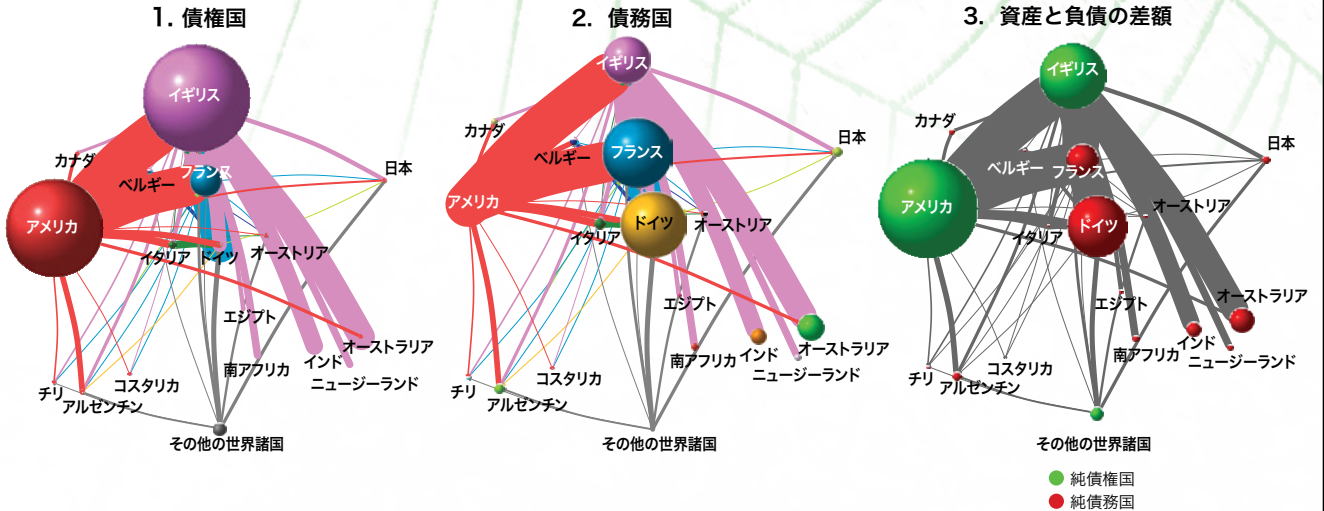


【出所】 国際連盟（1943年）Europe's Capital Movements 1919-1932: A Statistical Note
著者による試算

図2

債権国と債務国

1931年において、対外債務のネットワークではフランス、ドイツ、イギリスやアメリカといった数少ない大国が中核を占めていた。



[出典] デ・ブルック他 (近刊予定)

注:各国を結ぶ線の太さは二国間の債務額を示す。一方で、各国名が割り振られた結び目の丸の大きさは、次の内容を示している。1.各国政府の債務総額。2.各国政府が外国政府に融資した債権の総額。3.これら債権と債務の差額。米ドルに換算した金額に基づき、スケーリングパラメーターは1から3の全ての項目に共通のものを用いた。純債権国は世界の他の国からの債務よりも自国が他国に融資する債権の金額が大きい国。純債務国は世界の他の国からの債務が自国が他国に融資する債権の金額よりも大きい国。

ネットワークの構成員すべてが一人の構成員に依存している場合に特に大きくなる。これは1920年代に起こっていたことである。債権債務ネットワークの中では当時、ドイツが最大で、ほとんど唯一と言ってよい純債務国であった。第一次世界大戦後数年を経て、ドイツが救済なしには賠償金を含め債務を支払えないことが次第に明らかになってきた。にもかかわらず、フランスやイタリア、イギリスは自らの債務返済をドイツから支払われる賠償金の受取にリンクさせることをやめなかった。

システミックなリスク

ドイツの債務を削減するための一連の交渉は、経済的に楽観的すぎる前提に基づいて行われ、世界恐慌のような経済の深刻な落ち込みが起こる可能性を想定していなかった。言い換えるならば、ドイツの賠償金に伴うリスクが国際的な金融ネットワーク全体を揺るがしかねないシステミックなものになったのだ。ドイツは大きすぎて破綻させられないという状況になった。政府債務の脆弱性の高まりは、国際的な資本の流れが1931年に急停止し、新たな資金へのアクセスが絶たれたときに頂点に達した。対外債務の支払いを続けるための新たな借入をおこせなくなり、支払いをやめてしまう政府も出てきた。1933年までに、こうした政府は対外債務の大半の支払いを停止し、かわりに国内銀行への国債の販売に依存するよう

なった。今日においても、政府債務が膨らみ、金融ネットワーク内に世界的・地域的に中核的な債務者がいると、システム内でショックが広がり、また、増幅される可能性がある。

戦間期、巨額債務を抱える単独の借り手に対する債権を多くの国が共有していたことで、様々な経路で民間部門に悪影響が波及することとなった。第一に、1920年代には二国間・多国間の交渉を通じて、債務国に新たな融資が行われ、こうした融資の貸し手となったのは一般的に民間投資家であった。結果、こうした投資家を債務国の債務不履行から守ることが各国にとっての国益となった。

第二に、官民を問わず、債務の引受証券会社が果たした中心的な役割がこうした複雑な絡まりをさらに悪化させた。現代と比べても、外国債券の募集・販売はデリケートな仕事であった。戦間期、政府はJPモルガンやロスチャイルドといった民間の引受会社を頻繁に利用し、債務の発行を委ね、一定量の需要確保を保証させた。この結果、引受会社が経済的なリスクを背負うことになった。場合によっては、中央銀行や政府統制下の銀行が引受会社としての役割を果たすこともあった。フランスやドイツ、イタリア、日本やイギリスは債券価格に影響を与え、国内外で国債を宣伝し、引受会社としての役割を委ね、リスクを一部分担させるなどの面で、中央銀行に大きく依存した。

第三に、偶発債務によって対外債務が拡大した。1920年代にドイツは地方自治体政府や州政府

保護主義に陥ることを防ぐ効果的な枠組みが存在しなかった。

に国外の民間投資家から融資を受けるように奨励したが、これが原因となって、モラル・ハザードが生じ、地方自治体や州政府が返済不能となった際に、その債務が国家政府の債務となった。オーストリア政府は1931年に、国内最大の銀行であったクレジット・アンシュタルトが抱えていた対外債務の一部を引き継ぐことになった。

こうした波及経路は、前回の世界金融危機とも類似点がある。民間や政府系の銀行と国家が、政府が原因となって生じる債務不履行の危険性に直接的、間接的にさらされていた。複雑に絡まった財政と金融の関係性に直面して、政府債務をどのように削減するのが最善なのか、また、債務救済が選択肢なのかが問われることになった。

脆弱な制度

1930年代前半にネットワークが綻び出したとき、効果的な多国間プラットフォームが存在しなかったことが、政府債務の解決にさらなる難題を突きつけた。国際連盟は真に世界的な機関として機能できなかった。これは、アメリカが1919年のヴェルサイユ条約を批准せず、新たに設置された国際連盟に加盟しなかったためでもある。これが、大恐慌の世界的な影響に対処する上でアメリカが国際協力を梃子として活かせなかったことにつながった。この経験は大国が国際条約や国際機関から離脱することに伴う危険性を明確に示している。

国際的な「最後の貸し手」が存在しなかったことが、脆弱性をさらに増大させた。国際決済銀行には、国が支払いを停止した場合に介入する手段が備わっていなかった。国際決済銀行は、ドイツに対外債務支払の規律を守らせることを目的として1930年に設置され、その一環として1931年中頃には緊急融資を提供したが、長期的な融資を行う仕組みは有していなかった。また、1930年代前半には保護主義に陥ることを防いだり、競争的な通貨切り下げや貿易戦争の勃発を阻止したりする上で効果的な国家間の枠組みがなかった。国際連盟にはIMFが今日果たしているような融資機能がなかった。国際連盟の機能は、たかだか、国内の構造調整プログラムの設計と交渉の支援と、民間融資にかかる国家保証の内容調整に限られていた。その結果、トーマス・ラモントやジョン・ピアポント・モルガンなど著名な銀行家が空白

を埋めるために立ち上がり、非公式にアメリカを代表した。困窮した国々の中には、「マネー・ドクター」と呼ばれた民間セクターの国際的な銀行家や金融アドバイザーの助けを政府が求めるケースもあったが、こうした人物は大国から非公式に送り出されていることが多かった。1930年代前半にこうした枠組みが崩壊したことによる混乱は、国際協力がいかに重要かを示している。

効果的な国際機関が存在しない状況では、複雑な債権債務関係のネットワークが特定の債務者に集中してつながっている場合にグローバルな金融システムのリスクが高まることを、戦間期についての研究は教えてくれる。第二次世界大戦終了後、IMFなど新たな国際機関が直ちに設立され、同時にマーシャルプランをはじめとした新しい財政支援プログラムが設けられたが、これは戦間期に明らかになった弱点に対応するためであった。その後、制度や規制システムを強化する点でさらなる進歩が見られたものの、こうした仕組みをより強固なものにするための努力は継続されるべきである。戦間期に起こった危機が繰り返されることを避けるために、こうした努力が続けられなければならない。 **FD**

マーク・デ・ブルックはIMF財政局で副課長を務める。エラ・ダブラ=ノリスは同課長。ニコラス・エンドとマリナ・マリニコフは同局のエコノミスト。

[参考文献]

マーク・デ・ブルック、ニコラス・エンド、マリナ・マリニコフ、フェデル・ミリユギン(近刊予定) 金融の連関性と戦間期データベースに関するワーキングペーパー、国際通貨基金、ワシントンDC

本稿は戦間期の政府債務に関してIMFが取り組んでいる一連のプロジェクトの一環で作成された。政府債務にかかる個別債権のデータベースに依拠しているが、データの対象は1913年から45年までの連合国とその敵国、そして、英連邦の一部である。このデータセットを用いることで、主な種類の政府債務について、その残高を時系列で詳細に確認できる。本稿の著者はこのプロジェクトにおいて、ニューヨーク大学のトーマス・サージエント教授とブランダイス大学のジョージ・ホール教授と協力している。