

両大戦間期における対外債務不履行 の経験と現代の債務危機

田 口 信 夫

はじめに

周知のように、1982年8月のメキシコの対外債務支払危機を契機として、発展途上国や東欧諸国の対外債務累積問題が今や世界経済における最大の懸案課題の1つとして大きな関心を集めるに至っている。その主たる理由は、対外債務不履行が世界的な規模での金融恐慌をひきおこしはしないかという不安や累積債務に起因する途上国の社会的混乱が資本主義世界全体の安定性をおびやかすはしないかというものである。しかしそれはともかくとして歴史的にみれば、一国が外国から資金を借入れ、その支払いが困難になったという経験は何もことさら新しいものではなかった。たとえば、今日の一大債務地域を形成しているラテン・アメリカ諸国についていえば、これら諸国は「前世紀（19世紀）を通じて信頼につぐ幻滅の、借入周期につぐ広範囲な債務不履行の、そして対外債務の支払拒絶と承認との交代の歴史であった¹⁾」といわれていたし、さらにいえば、今日世界最強の資本主義国であるアメリカでさえも、かの19世紀においては資本の一大借入国であり、デフォルトの経験はかなりあった²⁾。たとえば、1830年代にアメリカの諸州が運河や鉄道の建設のために借入れた巨額の資金は1841年と1842年にデフォルトにおちいつている。その原因は、綿花の価格が暴落し、債務返済を

おこなうための外国為替が入手できないことによるものであった。全部で9つの州がデフォルトにおちいつたが、1845年には綿花価格の回復にともなって、2つの州を除く残りの州が返済を開始している。さらに、1870年代と90年代においては、鉄道会社と自治体が起債した外債にいくつかのデフォルトが生じ、1915年にはフランスの対ニュー・ヘイブン・レイルロード社（New Haven Railroad）に対する貸付がデフォルトにおちいつている。

このように、対外債務不履行の歴史をひもとくと、その枚挙にいとまがないが、しかし今日との比較でもっとも興味深い経験と教訓を提供してくれるのは、両大戦間期における対外債務不履行と国際金融危機の経験と教訓だろう。というのは、この期は空前の世界的不況の存在、失業の増加、保護主義の高まり、一次産品価格の低下、世界貿易の停滞という点で1980年代前半の経済情勢ときわめて類似しており、しかも賠償や戦債の支払いという不安定要因をかかえたなかで多くの一次産品国やヨーロッパの諸国が対外債務の不履行と国際金融危機を経験したからである。

たとえば、バーリー・アイツェングリーンとリチャード・ポータスは概ね次のように言っている。

「国際貸付の歴史に精通している専門家たちは、1980年代の“債務危機”を一種の既視

の感覚でもってながめようとする。近年、多くのラテン・アメリカ諸国や東欧諸国が経験している債務返済難は、数世紀にまたがる一連の類似した出来事の最新の事例にすぎない。債務国が直面した諸問題は一般にデフォルトにおいて絶頂に達し、1930年代の広範なデフォルトはくりかえしおこった現象のもっともドラマティックで一般化された事例にすぎなかった。

1930年代の広範なデフォルトは、近年の累積債務問題に対してもっとも示唆に富む先例を提供する。1980年代と同じく1930年代において、債務不履行問題は特定の国や地域に限定されなかった。1980年代においても、1930年代においても、外国の債務国が経験した諸問題は、その原因を国内の経済や政治の進展にもっぱら帰することはできない。むしろそれらはいずれの場合も、実質金利のショックや一次産品の変動、工業地域の深刻なリセッションを含む世界経済の混乱とリンクされねばならない。

疑い深い人たちは、国際貸付を支配している制度的枠組みは根本的に変わってきており、両大戦間期の経験は1980年代の有意義な教訓にはならないと主張する。おそらくもっともすぐれた制度的革新は、債券 (bond) から銀行融資 (bank finance) への転換であろう。このことによって借款の契約条項は変わり、交渉に参加する債権者の数が減少することによって全面的な債務不履行はさけられ、債務のリスケジュールがやりやすくなったといわれている。また、国内の最後の拠り所としての貸手 (中央銀行) の設立、預金保険制度の普及、マクロ経済安定化政策の遂行等は、大恐慌時ほどの大規模な景気後退の可能性を減じ、このことによって借入国が工業国の景気変動によって再び深刻な影響を受ける危険性は減ったといわれている。

しかし、両大戦間期の記録について最近の展開と比較できるようなシステムティックな分析がないので、この歴史的経験が最近の国際金融市場の混乱した事態にどれだけ参考になるのかわかを決断するのはむずかしい³⁾。

本稿の目的は、このような問題意識のもとに両大戦間期における対外債務不履行の経験と国際金融危機の実態を把握し、そこから現代の対外債務問題に対する教訓を引き出すことにある⁴⁾。

I ラテン・アメリカにおける対外債務不履行の経験

両大戦間期において、国際貸付はほとんどもっぱらアメリカといくつかの西ヨーロッパ諸国の領分であった。1938年における長期海外投資残高をみれば、大部分はアメリカ、イギリス、オランダ、フランス、スイス、ベルギーによって占められていた。なかでもアメリカとイギリスはこの2ヵ国だけで長期海外投資 (対外融資、有価証券、直接投資を含むが戦債と賠償金は除く) のほぼ65%を占めた。したがって両大戦間期における世界の対外投資の趨勢と変動は、大部分、アメリカとイギリスの貸付の趨勢と変動に規定されたといってもよいだろう。ちなみに第1図と第2図は、両大戦間期における米・英両国の資本流出入の推移と内訳を示したものである。

第1図のアメリカについてみれば、アメリカの20年代における対外貸付は、1923年を除いて——というのはこの年のフランスのルール地方の占領とそれに伴う政治的不安定性は対外投資のリスクを増大させたからである——着実な増大基調であり、それは1927年まで維持された。ロカルノ条約の締結と1924年のドーズ借款の成功は国際資本市場の全面的回復のシグナルとなり、国際資本市場は、その成長がウォール街の株式ブームと結びつい

た投資の国内資産へのシフトによって終息させられる1928年まで拡大し続けた。しかし、1929年には新規の対外貸付は1924年の水準にまで減少した。1931年には、経済状態のより一層の悪化と海外における最初のデフォルトによって対外貸付はほぼゼロの水準にまで落ちこみ、残された外国の主な借手はカナダのみであった。1932年にはカナダ債でさえも発行ゼロとなり、1930年代を通して対外貸付は停滞した⁵⁾。このような資本流出減少の結果、アメリカの新規貸付は1929年初め頃から利子や元本の償還額（資金流入額）を下回るようになった。30年代の世界不況をより深刻なものとし、累積債務危機を引きおこした原因の1つは、実は、このようなアメリカの対外収支ポジション（すなわち経常収支黒字大国が資本収支の上でも黒字であるという国際的な資金循環構造からみれば好ましくない状態）にあったのである。

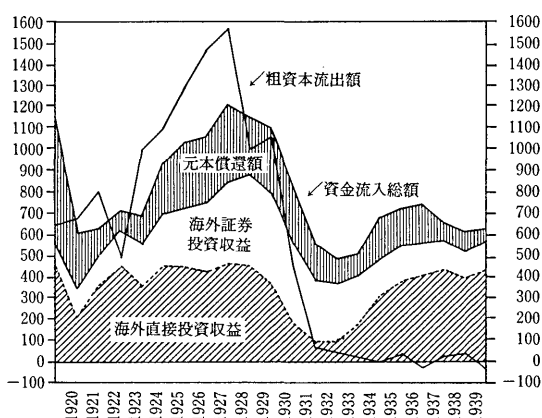
他方、イギリスの海外貸付は1922-23年に横ばい状態であったが、25年に落ちこみ、27年から減少に転じている。これはトレンドとしてはアメリカの対外貸付と同じであったが、変動の仕方はアメリカほど急激ではなく、またそれほど低い水準にまで低下しなかった。20年代半ばに対外貸付が落ちこんだ理由は、アイツェングリーンとポータスによれば、イギリスの金本位制復帰による貸付条件のタイト化と海外の借手の新規資本発行に対する政府の規制によるものであった⁶⁾。

しかし、ロンドンにおける信用条件のタイト化と資本輸出に対する公的規制は伝統的にロンドンで新規発行をおこなってきた外国の借手をしてますますアメリカに目を向けさせた。このような状況の中で、ラテン・アメリカ諸国は米国資本市場への接近を急速に強め、第1表にみられるように、ドル建て債の発行は1920年代に急激に増加した。

短期の貿易信用を除いて、ラテン・アメリカに対する貸付のほとんどは債券の形態をとり、主たるプロモーターはアメリカの商業銀行であった。第1次世界大戦前、アメリカの商業銀行はほとんど投資銀行業務をおこな

第1図 両大戦間期におけるアメリカの資本流出入額の推移

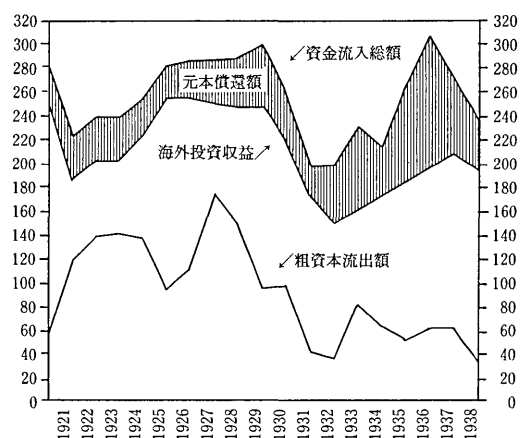
(単位：100万ドル)



B・Eichengreen and R・Portes(1985), *Debt and Default in The 1930s: Causes and Consequences* (Discussion Paper NO.75), Centre for Economic Policy Research, p. 4.

第2図 両大戦間期におけるイギリスの資本流出入額の推移

(単位：100万ポンド)



Ibid., p. 5.

第1表 アメリカのラテン・アメリカ・ドル建て
証券に対する投資額（残高）
（単位：100万ドル）

年	投資額
1919	274・3
1920	239・9
1921	453・3
1922	592・3
1923	643・4
1924	700・9
1925	777・6
1926	1074・9
1927	1311・6
1928	1535・4
1929	1538・0
1930	1754・3
1931	1708・5
1932	1674・1
1933	1604・4
1934	1556・8
1935	1524・1

Cleona Lewis(1938), *America's Stake in International Investments*, pp. 628-629, 652.

なかったが、第1次大戦中および大戦後における投資銀行業務に対する需要の増加によって、アメリカの商業銀行は証券子会社の設立に熱心になり、このことによって在来の投資銀行は商業銀行に取って代わられはじめた。1927年、商業銀行とその子会社は債券総額の22%を占め、1930年にはそのシェアは44.6%にまで増大した⁷⁾。これらの新規参入者は外国のドル建て債の発行にきわめて熱心であり、ラテン・アメリカは彼らが主たる関心をもつ地域であった。

アメリカは1920年代において巨額の経常収支黒字をかかえていたがゆえに、主たる債権国として活動することができた。外国の借入れは、1924年、ドーズ借款が成功した後、急激に増えだした。米国資本市場における借入れは、1920年代を通じて債券利回りが着実

に低下したことによってますます魅力的になった。格付けの高い国内債の利回りは1921年の第1四半期には6.1%であったが、29年の第1四半期には4.66%にまで下がり、ラテン・アメリカ諸国にとっても条件面では同じような改善がみられた。たとえば、アルゼンチンは1924年初頭、かなりの困難を覚悟でアメリカ市場で4千万ドルの政府債を発行しようと試み、6.6%の利回りを支払った。しかし、1924年後半には条件は著しく改善され、次の4年間には、アルゼンチン政府はより安い利回りで2億8千9百万ドルもの起債を簡単に行うことができた。

E・N・ホワイトによれば、ラテン・アメリカ諸国がアメリカの資本市場に容易にアクセスできたことにはいくつかの理由がある。まず第1に1924年のドーズ借款の成功がその突破口となったこと、第2にアメリカの金融条件が緩和されたこと、第3に自国の金融条件が1920年代半ばに著しく改善され始めたことである⁸⁾。加えて、ラテン・アメリカの輸出品に対する世界的需要の増大が巨額の貿易黒字をもたらしたことも、これら諸国の信用力を高めた。ブラジルにおいては、コーヒーの輸出価額が急激に増大し、輸出に占めるコーヒーのシェアは1919年の56%から1924年には75%にまで上昇した。貿易収支と信用格付けにおける同様の改善は、アルゼンチンにおいてもみられた。

ラテン・アメリカ諸国はアメリカの資本市場をさまざまな目的で利用した。国民政府にとっての主要な目的は、彼らが第1次大戦中および大戦後に累積していた巨額の国内債務を返済するための資金を確保することであった。絶えず更新されなければならなかったこの債務のコストは高く不確定であったので、1920年代半ば、国内外の条件が改善されたとき、短期債務の外債への切り換えが主た

る政策目票になった。巨額の財政赤字をかかえていたブラジルの連邦政府は、1926年、6千万ドルの外債を発行することによって、国内債務の負担を軽減する措置をとった。ペルーも同じような措置を追求し、国内債務の約半分を対外債務へ切り換えた。これら諸国への資本流入は外貨準備を増やし、1920年代半ばにおけるこれら諸国の金本位復帰を可能にした。

しかし、中央政府による財政赤字補填や公共事業資金獲得のためのこれらの債務操作は、当然のことながら対外債務の増大をひきおこした。アルゼンチンについてみれば、ドル建て債務のうち、45%は債務の切り換えに、40%は新規の公共事業のために、12%は軍備のために、3%は予算に計上されない支出のために用いられた。⁹⁾ また、ドル建て債の発行はしばしばアメリカからの財とサービスの輸入と密接に結びついていた。新規の公共事業

をおこなうための一般的なやり方は、アメリカの土木工事が社が政府と契約をかわし、支払いの条件としてドル建ての政府証券を受け取ることであった。たとえばボリビアでは、アメリカ国際会社 (American International Corporation) がいくつかの都市での下水設備の建設に当たって連邦政府債での支払いを受け、コロンビアではブエナベンチュラにおけるドック建設に当たってカウカ渓谷省債を受け取った。¹⁰⁾

ラテン・アメリカ諸国の借入れは、第2表にみられるように、1927-28年にピークに達したが、しかし1928年後半、アメリカの資本市場はラテン・アメリカの債券に対してのみならず、すべての外債や国内債に対してもタイト化し始めた。国内債と外債の発行を減少させた1つの要因は株式市場におけるブームであった。1928年半ばから、ドル建て外債の新規発行は減少し始め、1928年後半3億5千

第2表 アメリカにおける債券と株式の発行、1920-1931

(単位：100万ドル)

年	ラテン・アメリカの ドル建て外債発行額	ドル建て外債発行 総額	国内債 発行額	普通株 発行額
1920	0	503.7	1808	540
1921	194.5	595.1	2987	134
1922	175.2	640.8	3292	277
1923	125.6	413.5	3312	324
1924	127.6	1109.9	3719	511
1925	163.4	1068.2	4067	558
1926	314.2	1000.1	4425	579
1927	323.7	1261.8	5986	600
1928	349.5	1226.8	4590	1812
1929	67.1	456.8	3800	4408
1930	237.1	889.5	4299	1092
1931	0	197.1	n. a.	n. a.

J・T・Madden, M・Nadler and H・C・Sauvain(1973), *America's Experience as a Creditor Nation*, p. 72 and I・Mintz(1951), *Deterioration in the Quality of Foreigning Bond Issued in The United States: 1920-1930*, pp. 88-89.

5百万ドルにのぼった外債発行は29年の第3四半期には2千1百万ドルにまで落ちこんだ。他方、同じ期間、普通株の発行は5億ドルから17億ドル6千3百万ドルへ急増した。1929年全般についてみれば、外債の発行総額は前年の1/4にすぎなかった。¹¹⁾このような変化は、大衆が債券よりも株式を選好したことの結果であったといってもよいかもしれない。

このような状況の中で1929年秋、アメリカで大恐慌が勃発した。ウォール・ストリートにおける株式市場の崩壊はドル建て外債を含む債券発行のリバイバルをもたらしたが、しかしアメリカの深刻な景気循環的不況は債務国の国際流動性や返済能力に強烈なインパクトを及ぼさざるをえず、ラテン・アメリカ諸国もまたその例外ではなかった。この影響の大きさを示す明白な指標はアメリカが世界経済に対してもつ大きさである。1929年、アメリカは15の主たる工業国の工業生産の半分以上、一次産品消費のほぼ40%を占めていた。もう1つの指標は不況の大きさである。工業製品の生産は1929年10月から1930年10月にかけて25%低下した。

これらのデフレ圧力が発展途上国に伝達された主要な経路の1つは、一次産品価格の低下を通してであった。¹²⁾1929年における世界貿易のもっとも重要な農産物は、重要性の順序でいくと、綿花、小麦、砂糖、コーヒー、絹およびゴムであったが、たとえばコーヒーの価格は1929年の1ポンド18.5セントから1931年には6セントに低下し、スズの価格は1ポンド45セントから1931年には1ポンド20セントへと55%も低下した。砂糖の価格も半減し、1929年の1ポンド6セントから1933年には1ポンド3セントに下落した。かくて一次産品の総合価格指数は1929年から1931年までに60%低下したが、その結果は一次産品の輸出に

著しく特化している諸国の輸出価額の破滅的な減少であり、世界貿易の著しい縮小であった。たとえば、1928-29年から1932-33年までにチリの輸出価額は80%減少し、ボリビア、キューバおよびペルーは70%の輸出価額の下落を、アルゼンチンとブラジルは60%をこえる輸出価額の低下をこうむった。このような状況のなかで、世界の貿易額は1929年の343億ドルから1930年には279億ドルに、1931年には200億ドルに、そして1932年には135億ドルへと急激に低下していったのである。

このような破滅的な輸出額の縮小がラテン・アメリカ諸国の債務返済能力をいかに損ったかは想像するに難くない。たとえば、チリについては、次のようなことが指摘されていた。

「全チリ経済の硝酸塩生産への依存は、輸出における過度専門化(=特化-引用者)の危険の1例である。特に戦時中および戦後の合成硝酸塩生産の増加につれて、チリに投下された外国資本はますます危険にさらされた。確かにより大量の銅が輸出され、不況の初めには銅輸出は金額において硝酸塩輸出とほぼ等しかったが、しかしその後の数年間の両商品の価格低落は全チリ経済に破局的影響を与えた。輸出額は29年の2億7662万3000ドルから31年の9954万6000ドルに、さらに32年の2770万9000ドルに落ち、貿易黒字は29年の8154万5000ドルから32年の1081万9000ドルに減少した。国内生産の50%を通常輸出していると推定される国でのこうした崩落は、予算節約がどんなに徹底的であろうと、デフレがどんなに断乎たるものでであろうと、不可避的に債務不履行を生ずるに相違ない¹³⁾」。

アルゼンチンについていえば、崩壊は1928年に始まった。同年4月、政府は短期借款を5.25%で更新したが、再び更新を試みようとした10月には、要求された利回りは7.5%で

第3表 1930年代におけるラテン・アメリカ諸国のデット・サービス・レーシヨ

	1930	1931	1932	1933
アルゼンチン	18.2	22.5	27.6	30.2☆
ボ リ ビ ア	13.5	24.5☆	50.0☆	38.5☆
ブ ラ ジ ル	23.5	28.4☆	41.0☆	45.1☆
チ リ	18.0	32.9☆	102.6☆	81.9☆
コロンビア	14.0	15.6	21.8☆	29.6☆
キューバ	6.1	13.4	18.1	22.4☆
ペ ル ー	9.5	16.3☆	21.4☆	21.7☆
ウルグアイ	9.7	22.4☆	36.3☆	31.3☆

☆印は部分的あるいは全面的な債務不履行が生じた年を意味する。

Neil J. McMullen, *Historical Perspectives on Developing Nations' Debt*, L. G. Franko & M. J. Seiber (ed.), *Developing Country Debt*, 1979, p. 6.

あった。1928年はアルゼンチンにとって農産物輸出ブームの年であったので政府は借款の返済ができたが、しかし30年には輸出価額は輸出数量が35%落ちこんだことによって半減した。アルゼンチンの金準備は1929年から急激に減少し始め、1929年12月17日、同国は金本位制からの離脱を余儀なくされた。¹⁴⁾

ブラジルも経常収支が悪化し、新規借款が得られなくなったこととあいまって、債務返済難に陥った。これまで蓄積してきた巨額の金準備は急速に減少し、1929年には金本位制の放棄を余儀なくされた。さらに1930年の深刻な政治・経済危機は選挙で選ばれた政府の転覆をもたらした。¹⁵⁾

ラテン・アメリカの対外債務返済能力は、1930年6月のアメリカにおけるスムート・ホーレイ関税法の通過や他の工業諸国における保護主義的政策の採用によって一層悪化した。かくて破滅的な輸出額の減少はラテン・アメリカ諸国のデット・サービス・レーシヨ（一国の輸出収入に対する債務返済コストの割合）を高め — 第3表参照 —、債務返済

用の外貨難に直面したこれら国々は1931年以降、のきなみ債務不履行へ陥ってしまったのである。そしてこのことは当然のことながら外国からの資金流入をますます減退させ、これら諸国の外貨資金繰りを一層困難ならしめるというように、悪循環的に作用していったのである。¹⁶⁾

II ラテン・アメリカにおける債務不履行とその帰結

しかし対外債務に関するデフォルトの決定は、ラテン・アメリカ諸国政府が軽々にとった措置ではなかった。ほとんどの国にとって、それは悲惨な経済的環境下において取られた絶望的な行動であった。デフォルトをおこなった最初の国はボリビアであった。ボリビアは1931年1月、同国がかかえているドル建て債務の利払いができないことを表明した。ボリビアに続いて3月にペルーが、7月にはチリが、8月にはコスタリカが、10月にはブラジルとコロンビアが同様の声明をおこなった。1932年にはエルサルバドルとウルグ

アイが、1933年にはパナマとキューバがデフォルトに陥った。ラテン・アメリカの大国のうち、アルゼンチンの連邦政府のみが1933年まで債務返済を履行し続けた。あらゆる債務不履行に関するある実証的研究は、デフォルトを引きおこした2つのもっとも重要な要因は①債務負担の大きさと②交易条件の悪化であったと結論づけている。これらのいずれもラテン・アメリカに典型的な特徴であった。

しかし、これらのデフォルトが始まったとき、債権者側では、それらを協力して阻止しようとするいかなる努力もなされなかった。デフォルトを回避するために新規の信用を組織したり、あるいは債務をリスケジュールするためのいかなる債券所有者のコンソーシアムも存在しなかった。これはラテン・アメリカの対外債務が集中して所有されておらず、分散して所有されていたからである。その子会社が起債の主たる発起人であり、保証人 (underwriters) であった大手の銀行は、ラテン・アメリカへの信用供与に密接にかかわっていたにもかかわらず、ほとんど債券を所有していなかった。たとえば、1929年6月、商業銀行の外債保有総額は6億2740万ドルであり、これは外国がアメリカで起債した長期債務総額71億1080万ドルの一部分でしかなかった。¹⁸⁾つまり、ラテン・アメリカ債務のほとんどは零細な民間の投資家によって所有されていたのである。

主にニューヨークとシカゴに本拠を置く発行商会は証券を販売するために巡回の債券セールスマンを雇い、アメリカ全土やカナダ全土に出張所を張りめぐらした。いくつかのニューヨークの銀行は、アメリカの支店銀行法 (American branch banking law) に抵触することなくこの分野で業務ができるよう、別個の証券子会社を設立した。これらの証券が

セールスマンによっていかに容易に販売されたかは、比較的中くらいの資力をもった個人へ売りこまれた販売額の大きさによって示される。たとえば、1927年のドワイト・モローの研究は、5つの大きな外債発行についてみれば、証券の80~90%は1ロット (= 1口) 当たり5000ドルないしそれ未満で購入されたことを見出している。¹⁹⁾この数字は小数の大口購入者によって引き上げられるので、典型的な1ロット当たりの価格はもっと小さかっただろうと言われている。たとえば、1930年代におけるチリ債の平均所有額は4%の大口所有を除けば、わずか800ドルにすぎなかった。²⁰⁾

かくて債務不履行に伴うこれら投資家の怒りは債務不履行をおこなった外国政府に対してというよりもむしろ、彼らに債券を売りこんだ販売者に向けられた。議会における公聴会では、商業銀行の証券子会社が、ラテン・アメリカ諸政府をそそのかしてあまりにも多額の借入れを勧め、その顧客に投機的な債券を買うようけしかけたかどで非難された。議会がとった措置はグラス・スティーガル法であり、それは将来における商業銀行業務と投資銀行業務の兼営を禁じた。

では債権者たちはデフォルトに対してどのように対応したのだろうか。残念ながら零細な投資家が訴訟によって債務不履行国から損害賠償金を獲得する余地はほとんどなかった。アメリカとイギリスの法廷は外国の債務者に対する裁判権をもっていなかった。彼らは自らの同意によって、そして自らの法廷によってのみ告訴されえたのである。貸手が自らを擁護しようと試みた1つの方法は、借款条項に債務返済のために一定の収入をとっておくという条項を書きこませることであった。しかし残念なことに、たとえ外国政府が債務不履行に陥ったとしても、外国政府がこ

これらの条項を破るのを防げるものは何もなかった。したがって、債券所有者は自国政府の助けにすがろうとした。これに関する政府のかかわり合いは、可能性としては、外交上の申し入れや経済制裁をちらつかせたインフォーマルな交渉から武力行使にまでわたっていた。

米国防務省は、アメリカの債券所有者と債務国政府の交渉において公的には不干渉の政策をとったが、対照的にイギリスは債券所有者が自国の大臣を外国に派遣して交渉させることを認めた。これは、債務者の支払能力について債務者に再考を促す1つの慣例であった。しかしながら軍隊の使用は債券所有者によってノスタルジックにながめられたではあろうが、基本的には過去のことであった。アメリカの証券取引委員会（SEC）は、債券所有者に、債務取立ての手段として軍事力の使用は考えないよう勧告した。²¹⁾

ラテン・アメリカの不況はアメリカや一部のヨーロッパ諸国ほどひどくはなかったが、ラテン・アメリカの対外債務問題は早急には解決されなかった。国際資本市場は1930年代を通じてラテン・アメリカに対して閉ざされたままであった。これらの国は新しい対外資金源泉を見出すことができず、いくつかの国、とりわけチリとコロンビアは価格の下がった債券を利用して債務の返済をおこなった。このことは、アメリカの債券所有者が、債務不履行国に何んらの圧力もかけることができなかったことを明らかにしている。

債券所有者は再調整計画のために40以上の特別委員会を組織したが、交渉に当たったの権威と経験、それに活動資金を調達するための手段に欠けていた。これら委員会の法的地位はさまざまであり、ある委員会は自らの裁量で自由に使える債券を物理的に預託されていた。他の委員会は債券所有者から代理人と

しての資格かまたは代理権を獲得していた。ブリティッシュ・カウンシルとして非公式に知られている英国外債所有者組合（British Corporation of Foreign Bondholders）はもっとも古いそのような組織であり、1868年に設立された。21人のメンバーから成るブリティッシュ・カウンシルはロンドン・シティと債券所有者の利益を代弁した。

他方、アメリカのやり方は個々の債務不履行に対してアド・ホックな委員会を組織することであった。しかし、このやり方はまずかった。というのは一般管理費は、さまざまな債務者との同時的な交渉によって得られる規模の経済を利用できなかったがために膨れあがっていったからである。また、このような雑多な委員会はブリティッシュ・カウンシルのような威厳のある機関ほどには大きな圧力をふるうことはできなかった。さらに、競合する委員会どうしの競争がお互いの信用を傷つけた。にもかかわらず多種多様の委員会が組織されたのは、返済交渉がうまくいった場合、一定の手数料が債務返済額の中から得られたからである。²²⁾しかし委員会どうしの激しい競争はそれぞれの委員会に対しむちゃな約束をさせたのみならず、債務国政府に対してもまた、どの委員会が債権者を代表する最善の委員会なのかを決定する上で問題を引きおこした。

1933年12月18日、アメリカにおいてついに外債所有者を援助するための営利を目的としない外債所有者擁護協会（Foreign Bondholders Protective Council）が設立された。同協会は、銀行によって不当に支配されているとの批判はあったものの、その後の再調整交渉のための一般的な手段となった。債券所有者たちは、外債所有者擁護協会のような著名な機関によって条件が提示されれば、そのことに対してほとんど異議を唱えることはで

きなかった。もちろん、彼らはより良い返済のための交渉をすべく別の委員会を組織できたかもしれないが、実際には、外国の政府はひとたび彼らの地位が外債所有者擁護協会のおすみつきによって回復されれば、交渉にこれ以上の関心をもつことはなかった。協会が交渉した条件に対して多くの債権者が不満をもらす可能性があったときのみ、交渉のプロセスに対してチェックが加えられたのである。しかしこの組織は、活動のほとんどが債券所有者に対する勧告に終始していたため、ほとんど成功しなかったと言われている²³⁾。結局、1930年代の残りの期間を通じて、返済の再開をかちとるための、また債務を繰り延べるためのほとんどの試みは失敗した。総じてラテン・アメリカ諸国は、第2次大戦が原材料や食糧に対する需要を増大させたときのみ、返済を再開するための十分な外貨を獲得できたのである。

Ⅲ 両大戦間期における債務危機と現代の債務危機

では、両大戦間期における債務危機と現代の債務危機にはどのような類似性と相違点があるのだろうか。以下、E・N・ホワイトの所説も参考にしながら、これらの諸点を明らかにしていきたい。

1930年代におけるラテン・アメリカの債務不履行のショックはそれがうすれるのに長い時間を要し、民間の国際資本がラテン・アメリカに流出し始めたのはやっと1960年代に入ってからのものであった。この流出は1973年の第1次オイルショックがおこった70年代初頭に増大した。というのは、石油価格の急激な上昇の結果、ラテン・アメリカ非産油国の対外借入れの必要性がまたたく間に増大したからである。リサイクリングの問題は経常収支黒字国（OPEC）から赤字国（非産油途

上国）へ資金を移転する金融媒体（民間の商業銀行）の存在を必要とした。

1920年代においても、1970年代においても、ラテン・アメリカの対外債務の増大は民間貸付が巨額に増大したことの帰結であった。1972年、民間債権者（＝商業銀行）はラテン・アメリカやカリブ海諸国の公的および公的に保証された債務残高総額の48%を所有していたが、1981年にはそのシェアは70%にまで増大していた²⁴⁾。1930年代と対照的なのは、これが債券による債務ではなく、シンジケート・ローンによる債務から成っていたことである。これらは通常、4半期ごとあるいは半年ごとに調整される変動金利付きの5～10年満期の貸付であった。銀行はかくて1930年代においてよりもより直接的な役割を演じた。また現代のラテン・アメリカに対する貸付は米銀の独壇場ではなく、ヨーロッパや日本の銀行も貸付の多くに参加していることも大きな相違点である。

ラテン・アメリカに対する貸付においては名だたる銀行が貸付の主導権を握っていたが、多くの弱小の銀行もそれにかかわり、1つのシンジケートが100以上の参加銀行をかかえるのはめずらしいことではなかった。1981年、アメリカにおいては、9大銀行がラテン・アメリカ・カリブ海諸国に対する債権の58.6%を、次の15大銀行が18.9%を、残余の銀行が22.5%を所有していた²⁵⁾。参加銀行が多いようにみえるが、戦前の外債所有者に比べれば数は少なく、利害はより均質であった。また大手の銀行がシンジケート・ローンの最大のシェアを有していたことは、債権者を債務者と交渉するためにより有効に組織でき、フリーライダーの問題に悩まされることが少ないことをも意味した。

しかし、1930年代と同様に、借入れた資金の多くはもっとも生産的な活動には使用され

てこなかった。消費水準を維持するための支出や、あるいは政府が策定した問題のあるプロジェクトへの支出が一般的であった。たとえばアルゼンチンの場合、借入れた資金の多くは着服されたり、軍事的に使用された。²⁶⁾このことは債務の増大が債務国の債務返済能力を高めないことを意味した。

対外債務の増大が追加的な生産能力を生み出すことに失敗したことは、1980年代初頭、一次産品価格が下落し始めたとき明白になった。輸出所得が減少するにつれて、対外債務返済能力は減退した。さらに、これらの困難は急激な世界的金利の上昇によって増幅した。1930年代においては、このような事態は国際資本市場や国際金融市場の崩壊をもたらしたが、80年代においてはそのようなことは起こらなかった。というのは、貸手のシンジケートが1930年代の債券所有者たちよりうまく組織されていたり、債権国政府や多国間機関がデフォルトを阻止すべく行動したからである。シンジケート参加銀行のほとんどはお互いに協力し、信用の更新やリスケジュールの応諾に頑強に抵抗する銀行に圧力をかけた。IMFや世銀とともに、これらの銀行は調整政策とひきかえに譲許的な借款を供与したり、支払い拒絶に対しては報復をかけるとおどしたりしながら、デフォルトを回避しようと行動してきたのである。

ホワイトによれば、債務問題に対して解決策を見い出そうとするこの国際協力は、問題をおこした借手に対しても国際金融・資本市場へのアクセスは斜断されるものではないことを保証する上で重要であった。²⁷⁾デフォルトのリスクを軽減するための他のかつもっとも重要な条件は、債務国が自らの商品を債権国市場で販売できることを保証することである。1930年代においては、スムート・ホーレイ関税法以後における貿易障壁の高まりがラ

テン・アメリカ諸国の債務返済能力を著しく減退させたが、このことは保護主義が再び頭をもたげてきた現代についても当てはまる。したがってこのような事態を再び許さないためにも、戦後の貿易自由化を推進してきたGATTの役割と機能はますます強化されなければならない。

IV ドイツにおける対外債務不履行の経験と金融危機

さて以上のラテン・アメリカ諸国の経験に加えて、当時、巨額の賠償支払い国であり、かつ世界最大の債務国であったドイツは、今日の対外債務問題を考える場合のもう1つの興味深い経験を提供してくれる。当時のドイツは、貿易収支が慢性的逆調という状態の下で、戦勝国に対して巨額の賠償を支払い、かつ戦争で疲弊した国内経済再建のために外国から巨額の資金を取り入れねばならないという、国際収支構造からみれば今日の大部分の途上国がかかえている状況ときわめて類似した状況下にあった。ドイツの大規模な対外借入は1924年のマルク安定とドーズ公債の発行とともに始まり、対外債務残高は1930年中に最高点に達した。その内訳は、短期信用150～160億ライヒス・マルク、長期借入110億ライヒス・マルクである。

これら巨額の資本流入が当時のドイツにとってどのような意味をもっていたかは、1924-30年期の統合国際収支表によって示される。この表からわかるように、ドイツはこの巨額の資本流入によって賠償金と元利の支払いをおこない、かつ商品の輸入超過さえ決済することが可能だったのである。いいかえれば、このような巨額の資金が外国から絶えず流入する限り、ドイツは対外債務の支払いと賠償支払いのために輸出余剰をいかに創出すべきかということに腐心する必要はなかった

第4表

1924-30年期のドイツの統合国際収支表

100万ライヒス・マルク

経常勘定	
商品	-6,224
海運その他サービス	+2,928
占領軍その他	+908
利子支払	-2,728
賠償金支払	-10,146 ⁽¹⁾
経常勘定収支	-15,263
資本勘定	
長期借款・買戻し債券	+7,173
有価証券移動	+1,008
その他ドイツの対外純投資	+698 ⁽²⁾
短期資本移動	+4,756 ⁽³⁾
その他資本移動	+3,734 ⁽³⁾
資本移動収支	+17,370
金・外国為替	-2,107
資本勘定収支	+15,263

Wirtschaft und Statistik 特集号 (1934年第14号) にあけてある推計から計算。

- (1) 745百万ポンド (20.43ライヒス・マルク=ポンド)
- (2) 戦前の対合衆国投資の送還によるもの。
- (3) 1924年および25年に輸出されたアメリカ銀行券1200百万ライヒス・マルクを含む。

Royal Institute of International Affairs, The Problem of International Investment, 1937. 楊井克己, 中西直行訳『国際投資論』日本評論社, 1970年, 254頁。

のである。²⁸⁾

ドイツの困難は、実は、このような脆弱な国際収支構造 (= 外国資金への過度の依存体質) と、借入れに占める短期信用のウエイトの高さに由来していた。というのは、経済恐慌によってそれまで比較的順調であった世界の資本輸出は激減し、ためにドイツへの資金流入は減少し、ドイツは賠償支払や対外債務返済のために他の方法²⁹⁾ (とくに輸出余剰の創出) に依存しなければならなくなったからである。しかしドイツをとりまく当時の輸出環

境は世界的不況や各国の関税引上げ等によってきびしいものであり、ドイツは輸出促進に向けてきびしいデフレ政策をもって対応せざるをえなかった。すなわち当時のブリューニング政権は、「国内価格を強く押下げることによって、購買国および競争国における物価の低落を相殺し³⁰⁾」、もって不況の克服と輸出超過の状態を創出しようとしたのである。これらの目的のためにとられた財政的手段は次のようなものであった。「まず歳出面では、経費の全般的削減、とくに公務員給与、恩給、扶助料等の削減の措置、歳入面では、消費税 (ビール、タバコ、砂糖)・関税の増税、所得税付加税、公務員に対する緊急犠牲の賦課、失業保険財政については保険料率の引上げもしくは給付水準切下げの措置がそれである³¹⁾。いわばドイツはこの不況期において、「個人可処分所得の削減と公共支出水準の切下げの両面から、恐慌下にあって低下しつつある社会の有効需要水準を一層押し下げる³²⁾」措置をとったのであり、このような国民生活犠牲の上に輸出超過の状態を創り出し、もって恐慌の克服と対外債務の支払いを履行しようとしたのである。

しかし、このようなデフレ政策の強行は、賠償支払のための重税にあえぐドイツ国民にとってきわめて苛酷であり、貿易収支を好転させはしたものの、失業者の数を増大させ— 1930年3月15日の230万から1932年3月末に600万人に増大 —, 対外貿易額を60%以上も減少させるものであった。かくて、このような社会的・経済的不安はヒットラーの全体主義政権の登場を許すもととなり、そのもとでドイツの賠償債務は完全に破棄され、さらに対外債務の返済も1933年7月のモラトリアム宣言とそれに続く全面的債務不履行という道筋をたどっていくことになったのである。³³⁾

ふりかえてみると、賠償支払を含め、ド

ドイツの対外支払に起因するこのような混乱は、世界的大不況という大きな攪乱要因はあったものの、結局のところ、第一次大戦後におけるドイツ経済がすぐれて外資依存的体質であったにもかかわらず、1929年恐慌を契機として急激な外資流入の減少と外貨（とくに短資）の引きあげがおこなわれ、ために突如として苛酷な条件下で対外支払いのための輸出余剰を創り出さねばならなかったということに由来していた。³⁴⁾その意味で、この期における金融的混乱および債務不履行の責任の一端は貸手側にもあったといえるのである。たとえば、この点について、P・アインツヒは次のように述べている。

「すべての国の債権者にも責任はある。彼らは恐慌前には、ドイツ及び中欧諸国に無思慮に貸し付け、恐慌後は、周章狼狽した。アメリカ、其の他の中欧諸国に対する債権者が、債権を容赦なく回収することをしなければ、恐慌（金融恐慌 — 引用者）は起らなかったであろう。充分な経験も持たずに、国際銀行業務に乗り出すことの如何に危険であるかは、中欧諸国が明らかに示している。債権を急激に回収して、債務者をして支払停止の余儀なきに至らしめたものは、窮地にある顧客の扱い方を知らない新しい金融中心地（具体的にはアメリカ — 引用者）であった」。³⁵⁾

今日の発展途上国の対外債務累積問題を考えるに当って、今や途上国に対する最大の融資者となった国際金融界は両大戦間期におけるこのような教訓を肝に銘ずべきであろう。

次に、ドイツにおけるもう1つの興味深い経験は、短期信用の存在が、当時、ドイツの諸銀行にどのようなインパクトを与えたかということである。すでにみたように、ドイツは1924年以来、外国から大規模な借入をおこなない、その過半は短期信用によって占められていたが、これらの資金は主としてドイツの

諸銀行に集中し、銀行預金の40~50%を占めるまでに至っていた。問題は外国からも含めたこの短期信用をドイツの諸銀行が工場施設の建設や近代化、炭坑の開鑿、百貨店や発電所の建設など、「長期間を経た後に初めて流動化する性質」の投資に使用したこと、いわゆる短期借り — 長期貸しをおこなったことである。問題はここから生じた。というのは、これら短期信用は政治的・経済的不安がみえるや否やいつでも外国に引揚げられる不安定な性質のものであり、もしこのような事態が発生した場合、貸付が長期であれば、債権を回収してこのように事態に対処することが不可能になるからである。³⁶⁾

事実、2つの出来事がこのような事態を生ぜしめた。1つは1930年9月の国会選挙におけるナチスの躍進（12議席から107議席に急増）と、もう1つは1931年5月、中欧における最大かつ最古の国際的銀行の1つであったオーストリアのクレジットアンシュタルト¹²⁾の危機である。これらの出来事によって一般的な銀行取付がドイツを襲い、外国の短期信用はドイツからたちまち引揚げられるに至ってしまった。ドイツの中央銀行であるライヒスバンクの金・外貨準備は、1931年5月以来、このような解約外国預金の払戻し（＝短期資金の引揚げ）のためにたちまち底をついてしまった。このような事態に対して各国政府および中央銀行は、賠償支払のモラトリアム（＝フーヴァー・モラトリアム、1931年7月7日実施）とドイツに対する直接的な信用供与（1931年6月25日、米、英、仏の中央銀行ならびに国際決済銀行（B I S）による4億2000万マルクの借款供与）という2つの支援措置を講じたが、それでも進みゆく破局をくい止めることはできなかった。

1931年7月13日には、ドイツの4大銀行の1つであるダナート銀行が支払いを停止せざ

るをえなくなり、これによってクレジットアンシュタルトの破産に始まった銀行預金者のパニックは極端にまで高められた。「さらに7月末には、嵐の中心はドイツからイギリスに移り、オーストリアに始まった中欧の金融恐慌はロンドンの預託された資金の引揚げを促した。ポンドの減価をおそれたのがその1つの原因であり、中欧への貸付けに深入りしすぎた銀行に対する不信が第2の原因である。このような危機に際し、イングランド銀行は割引率を2.5%から4.5%に引き上げ、米・仏との間に5千万ポンドのクレジットを設定したがポンドよりの逃避は阻止しえず、更に8千万ポンドのクレジットの設定をみたが、依然として効果はなかった。9月21日、遂にイギリスは金本位制を停止した」³⁸⁾

このような状況の中で、ドイツ政府はこの危機に際して2つの措置をとった。すなわち、1つは銀行休日の公布と同時にダナート銀行の全預金を保証したこと、2つめはダナート銀行と他の銀行の改組のために国家資金を提供したことである。さらにドイツ政府はまた、対外的にも外国信用の解約に対して、1931年7月末に短期の外債に対するモラトリアムの施行と、それに続く外国為替の厳重な規制と制限措置によって対応した。

これら一連の措置によって、ドイツの銀行恐慌は1932年の夏には終息したが、銀行恐慌がドイツ経済に与えた影響はあまりにも大きかった。預金取付に遭遇した銀行は他の企業に対する信用供与や信用援助の可能性を狭められ、ために多くの企業が倒産したのである。1932年の工業生産は1929年水準の53%に低下し、国民所得は734億マルクから452億マルクに減少し、失業者の数は600万人をこえていた。そしてこの過程を通じて、ドイツの諸銀行自身も、政府の手によって事実上ほとんど国有化されるという運命をたどっていったの

である。

このドイツの経験は短期借り——長期貸しという信用構造が、ひとたび信用不安（それがいかなるものに基因するにせよ）という事態が発生した場合、銀行にとっていかに危険の多いものであるかを教えており、今日の途上国および東欧諸国の対外債務累積問題が国際金融市場に与えるインパクトを考える場合の貴重な教訓を与えてくれている。それはこういうことである。

今日、途上国および東欧諸国に対する貸付の主流はユーロ市場を通じる銀行融資であるが、これらの銀行が融資に当てる原資はユーロ・インターバンク市場における短期の資金である。銀行はこの資金を短期の預金として取り入れ、それを長期の貸付という形で運用しているわけであるが——いわゆる短期借り・長期貸し——、この預金は期日がくればいつでも引き出されるわけであり、もしそうなれば、銀行は資金不足を補うために別に預金を取り入れなければならない。つまり、銀行はこういう操作を繰り返しながら、途上国および東欧諸国への長期融資をおこなっているわけである。

そこで万一、これら銀行の途上国に対する債権がデフォルトによって焦げついた場合、どういう事態が予想されるであろうか。おそらく、途上国および東欧諸国への融資に参加している銀行のうち、信用度の低い銀行あるいはこれら諸国に多額の債権をかかえている銀行が最も大きな打撃を受け、これら銀行の信用は失墜するであろう。そうすると、産油国をはじめとしてこれら銀行に預金している企業・個人等による預金の手控え、預金の取り付けといった事態がつつぎと発生していくであろう。このような事態に対して銀行が貸付金（債権）を回収し、それをもって預金の引出しに対処できれば問題はない。し

かし、この貸付は長期のものであるので、すぐには流動化できない。つまり、短期借り——長期貸しの危険性はここにあるのである。

これらの銀行は、もし他からなんらの援助もなければ——実際のところ、ユーロ市場には国内の場合とちがって、「最後の拠り所」としての中央銀行が存在しない——、おそらく支払不能の状態におちいり、これはこれらの銀行に債権（預金）をもつ他行にも波及するであろう。かくて、ユーロ市場に参加する銀行はインターバンク取引を媒介として連鎖的に支払不能の状態におちいり、信用機構はマヒするにいたるであろう。そしてそれは、企業に対する信用の収縮という形で経済の実態面にさえ深刻な影響をおよぼすかもしれない。これが両大戦間期の経験にもとづいて予想される国際金融不安の構図であり、問題発生ケースは異なるとはいえ——というのは両大戦間期における金融恐慌は必ずしも対外債務の不履行が発火点ではなかったからである——、われわれの先人が1930年代に経験したところのものであった。P・アインツヒは両大戦間期の相対的安定期におけるドイツを「国際短期債務（短期信用）の助けを借りて建てられたカードの家」であり、「衝撃を与えられれば直に崩壊するものである」と指摘したが、このことは案外、短期借り——長期貸しという信用構造にもとづいて途上国および東欧諸国の対外債務問題と深くかかわりをもつにいたった現在のユーロ市場についてもいえるかもしれない。

V 両大戦間期における債務負担の軽減方法

さて以上のように、1930年代における世界の不況とそれに伴う資本輸出の急激な減少

は、借入国に対し債務返済上の大きな困難をもたらしたが、このような事態に対し、当時、債務国は2つの方法で債務負担の軽減を試みた。⁴⁰⁾

まず第1は、旧債を低い金利で借換えることによって、年間の元利払いを節約する方法である。この方法をもっとも用いた国はオーストラリアであり、同国は1932年10月から1936年7月までの約5年間にわたって対外債務の4分の1以上をロンドン市場で借換え、年間約317万ポンドの利払いを軽減した。しかし、この方法は比較的に信用力のある債務国に限られており、オーストラリアなど少数の例外を除いて余り大きな救いとはならなかった。

第2の方法は、旧債を安い価格で買戻すことによって債務額そのものを軽減する方法であり、これはしばしば債務不履行の後におこなわれた。というのは、「不履行は債権国取引所で債券価格を暴落せさ、債務国がその証券を額面価格の一小部分で買戻すことを可能にした」からである。この方法をもっともよく用いたのはドイツであり、ドイツはこの方法を用いて対外債務を軽減したばかりか、輸出貿易をも促進させることができた。というのは、「輸出業者は売上代金の一部を使って外国市場でドイツ債券を安く買入れ、これをドイツで額面またはそれに近い価格で売却することができれば、外見上儲けのない価格（低い輸出価格）でも財貨を輸出できた」からである。たとえば、1931年11月から1934年2月までにドイツは7億8100万マルク相当の証券を回収したが、そのうち5億4900万マルクは上記輸出代金の一部による回収であり、この5億4900万マルクの海外での実際の買入価格はわずか1億8300万マルクであった。かくて、ドイツは債務不履行によって元利払いの負担を軽減できたばかりか、暴落した価格で債券

を回収するという方法で債務額それ自体をも軽減したのである。

総じて、両大戦間期における対外債務支払い問題は、戦債や賠償の支払も含めて当時の不安定な世界政治・経済情勢にまぎれてきわめてあいまいなままに終わり、責任の所在が明らかにならないまま自然消滅したといえよう。

むすび

以上、われわれは両大戦間期における対外債務不履行の経験と国際金融危機の実態を主としてラテン・アメリカとドイツを中心にみてきたが、現代の債務危機と比較して得られる結論は次のようなものである。

明るい面についていえば、大不況期の教訓が習得され、それが現代の国際金融・資本市場へうまく活かされたことである。戦後の国際機関は、債務国への貸付を急激に回収することを阻止する上で重要な役割を果たしてきた。さらに、国際貸付の性格が債券からシンジケート・ローンに変化したことは、現代の債権者に、前任者に比べて明瞭な利点を与えた。それは、彼らがデフォルト回避のために、追加的な融資をおこない、リスケジュールを交渉する上で、より強い一体性をもったグループになったということである。これら2つの要因は、ラテン・アメリカが再び広範な債務不履行へ陥るのを防ぐ上で重要な役割を演じた。

他方、教訓とすべき点について言うと、まず第1に、現代における保護主義の高まりが債務国に対して返済義務を履行する上での障害をつくりだしてきていることである。1930年代における貿易障壁の劇的な高まりがラテン・アメリカの外貨収入を減じ、デフォルトをもたらした重要な要因であったことはすでにみた。したがって、ここから得られる教

訓は、何んとしてもハイレベルの保護主義への回帰を阻止しなければならないということである。その意味では十分ではなかったにせよ、戦後の貿易自由化を推進してきたGATTの役割とその機能強化は重要であろう。

第2の教訓は、対外債務問題においては貸手側の責任がきわめて重大であるということである。両大戦間期のドイツの経験に照らしていると、第1次大戦後におけるドイツの国際収支構造は貿易収支が慢性的な逆調で、対外支払いはすべて外国（とくにアメリカ）からの資金流入に頼らなければならないという、今日の発展途上国がかかえている状態ときわめて類似していた。しかし、このような国際収支構造は1929年恐慌を境に崩れた。というのは、この年を境にして外国（とくにアメリカ）からの資金流入は急激に減少し、ためにドイツは、賠償の支払いならびに対外債務の返済を外国からの借入れによってではなく、輸出余剰の創出という本来の方法によっておこなわなければならないようになったからである。このためドイツは国内においてきびしいデフレ政策をとったのであるが、このことが貿易収支を改善させたものの、結果的には失業の増大などドイツにきびしい政治的・経済的不安定をもたらし、ナチズムの台頭を許したことはすでにみたとおりである。

このような経験をふまえて現在をみると、貸手である先進国側金融機関はメキシコの債務危機を契機として発展途上国への融資に慎重になる反面、対外債務の返済を確実にしめるために、IMFコンディショナリティというきびしい緊縮政策を途上国に課しており、このことによって途上国国民の生活は困窮の度を極め、政治的・社会的不安が広がっていると報じられている。このような状況の中で中南米16ヵ国は、1985年7月29日、ペルーのリマで「リマ宣言」を採択し、「輸出の減

少および対外債務返済の重圧が中南米諸国の民主主義と社会全体を脅かしている要因である」ことを指摘し、「債権国側にたいし、債務問題の対処にあたって柔軟かつ現実的な基準を採用するよう」要求している。先進国側は両大戦間期におけるドイツ等の経験をふまえ、このような途上国側の要求に耳を傾けるべきであろう。

両大戦間期の経験にもとづく第3の教訓は、短期借り—長期貸しという信用構造のもつ危険性である。ドイツの諸銀行が、当時、このような信用構造によっていかに手ひどい打撃を受けたかはすでに述べたとおりだが、第2次大戦後の今日、このような危険性は途上国融資の最大の媒体となったユーロ市場になおうとしている。

たしかに、このような危険性に対しては、現在は1930年代とは比較にならないくらいリスクに対しての管理システムが整備されてきているといえるかもしれない。たとえば、ユーロ市場に参加する銀行間での再預金システムやB I Sによる8%の自己資本比率規制がそうであり、またユーロ銀行への監督に関する中央銀行間の協定であるバーゼル・コンコordat等がそうである。⁴¹⁾しかし、再預金システムやB I Sの自己資本比率規制はともかくとして、両大戦間期にも中央銀行間の協力はあることはあった。たとえば、1931年6月の米・英・仏の中央銀行およびB I Sによるドイツへの借款供与等がそうである。しかし、これら中央銀行間の協力をもってしても、ドイツ（あるいはイギリス）の進みゆく破局は食い止めることはできなかった。すなわち、いかに管理システムが発展しようと、短期借り—長期貸しという基本構造の上に成り立っている以上、ユーロ市場といえども、このリスク自体は免れることができないのであり、⁴²⁾楽観は禁物なのである。

(注)

- 1) Royal Institute of International Affairs, *The Problem of International Investment* 1937. 楊井克己・中西直行訳『国際投資論』日本評論社、1970年、282頁。
- 2) 以下のアメリカの経験についての途述は、Neil J. McMullen(1979), *Historical Perspectives on Developing Nations Debt*, L. G. Franko & M. J. Seiber (ed.), *Developing Country Debt* にもとづいている。
なおマクマレンによれば、アメリカの対外債務(グロス)のGNPに対する比率は1830年代に40%、1869年に24%、1899年に20%、1914年に18%、1929年に8.5%であったと推定される。これをネットで見れば、債務の対GNP比は1899年に15%、1914年に10%、1929年に-7.9%(マイナスは対外資産が対外債務を上回っていることを意味している)であった。マクマレンは、このようなネットの対外債務の急激な低下は開発がうまくいったことの結果であり、アメリカの金融的成熟(Financial Maturity)の増大の現われであると述べている。
- 3) B. Eichengreen and R. Portes(1985), *Debt and Default in the 1930s: Causes and Consequences*(Discussion Paper NO. 75), Center for Economic Policy Research, pp. 1~2.
- 4) 以下の行論のうち、第1節と第2節の叙述に当たっては、E. N. White(1986), 'Latin America's Debt Crisis of the 1930s: Lesson for the 1980s', in Ivan T. Berend and Kunt Borcharadt (ed.), *The Impact of the Depression of the 1930's and Its Relevance for The Contemporary World*, Karl Marx University of Economics, Academy Research Center of East-Central Europe と B. Eichengreen and R. Portes(1985), *op. cit.* を主に参考している。
- 5) ちなみに戦前のアメリカの対外投資は約40%が証券投資で、そのうち $\frac{2}{3}$ は政府証券であった。またアメリカの対外投資のほぼ40%はカナダに、30%はラテン・アメリカと西インド諸島に、20%はヨーロッパに、残りはアフリカとアジアとオセアニアに投下された。B. Eichengreen and R. Portes, *op. cit.*, p. 5.

- 6) *Ibid.*, p. 7.
- 7) E・N・White, *op. cit.*, p. 485.
- 8) *Ibid.*, p. 485.
- 9) *Ibid.*, p. 486.
- 10) *Ibid.*, p. 486.
- 11) *Ibid.*, p. 487.
- 12) デフレ圧力が債務地域に及ぼした影響は、一次産品価格の下落を通してだけでなく、物価下落による実質金利の引き上げを通しても伝達された。アイツェングリーンとポーテスによれば、1929年の第4四半期に進行していたアメリカの物価下落は事後的な短期金利を15%以上の水準にまで引き上げたと言われている。B・Eichengreen and R・Portes, *op. cit.*, p. 16.
- 13) 楊井・中西訳, 前掲書, 291頁。
- 14) E・N・White, *op. cit.*, pp. 487~488.
- 15) *Ibid.*, p. 488.
- 16) もっとも、当時の国際経済環境の悪化は必ずしもすべての一次産品国をデフォルトに陥し入れたわけではない。たとえば両大戦間期における三大債務国の1つであったオーストラリアは、ラテン・アメリカ同様、対外債務返済の非常に大きな困難に直面したが、対外債務の元利払いを完全に履行した。しかし、それは同国の輸入関税の大幅引き上げ、政府支出の思い切った削減、増税、国内債務の強制借換え、為替切下げ、政府の対ボンド債務の大部分の任意借換えなど、きびしいデフレ政策や輸入統制、それに対外債務の低利での借換え措置というイギリスの特恵的資本供与によってのみ可能であったのである(楊井・中西訳, 前掲書, 307頁)。これらの措置は、外からの強制という点を除けば、今日支払い難に陥った途上国に課されているIMFコンディショナリティを想起させるものである。
- 17) B・Eichengreen and R・Portes, *op. cit.*, p. 18.
- 18) E・N・White, *op. cit.*, p. 489.
- 19) D・W・Morrow(1927), "Who buys Foreign Bonds?" *Foreign Affairs*.
- 20) B・Eichengreen and R・Portes, *op. cit.*, p. 23.
- 21) *Ibid.*, p. 24.
- 22) *Ibid.*, p. 28.
- 23) E・N・White, *op. cit.*, p. 490.
- 24) *Ibid.*, p. 491.
- 25) *Ibid.*, p. 491.
- 26) *Ibid.*, p. 492.
- 27) *Ibid.*, p. 492.
- 28) 王立国際問題研究所は、このため、債務国は財貨とサービスの輸出余剰によってのみ債務の弁済ができるのだということが、当時、貸付国でも借入国でも一般的に理解されていなかったと指摘している。楊井・中西訳, 前掲書, 305頁。
- 29) 国際連盟『金委員会最終報告書』は、新規資本の借入れに代わる債務返済の方法として次の三つの方法をあげていた。
- ① 商品の輸出量を増大すること
 - ② 金を輸出すること
 - ③ 短期のクレジットを入手すること
- League of Nations, *Report of the Gold Delegation of the Financial Committee*, 1932. 国際連盟経済調査委員会訳『金委員会最終報告書』森山書店, 昭和7年, 56頁。
- 30) グスタフ・シュトルパー著, 坂井栄八郎訳『現代ドイツ経済史』竹内書店, 1969年, 130頁。
- 31) 大島通義「ヴァイマル共和制下のドイツ財政」大内力編『国家財政』東京大学出版会, 1976年, 98頁。
- 32) 同書, 98頁。
- 33) もっとも、すべての債権国がドイツの債務不履行を黙認していたわけではない。いくつかの国は“経済制裁”という手段を用いて債務返済を履行させた。アイツェングリーンとポーテスによれば、経緯は以下のとおりである。
- 1933年夏、ドイツ政府は外国への利払いに対してモラトリアム(=支払い停止)を宣言した。ライヒスバンク首脳と外国債権者間の交渉がその後おこなわれ、ドイツが債務の一部を返済するということが妥協がみられた。しかしオランダとスイスは条約を拒否し、制裁をかけると脅しをかけた。脅しの真偽よう性は両国がドイツに対して貿易赤字を出しているという事実によって高められ、このことはドイツの報復のコストがベネフィットを上回りそうだとい

うことを意味した。その結果、ドイツは両国に対し別々に返済をおこない、オランダ国民とスイス国民は、結局、ドーズ債とヤング債に対しては利子の全額を受け取った。

同じような脅しはその後もかけられ、スウェーデン、フランス、ベルギーとの間でも協定が締結された。英国議会においても制裁をめぐっての議論は開始され、それだけでもドイツをして行動に移させるに十分であった。制裁措置が立法化される前に、ドイツの代表団がロンドンを訪れ、ドーズ債とヤング債については1月以内の期間にイギリス国民に全額利払いをおこなうという条件で協定が成立した。対照的に、政府が公式に不干渉政策をとった国の国民は好ましからざる扱いを受けた。米国防務省はアメリカの債券所有者に対するこのような差別に抗議したが、ほとんどききめはなかった。B・Eichengreen and R・Portes, *op. cit.*, p. 24~25.

34) J・M・ケインズはドイツ賠償支払い（これは一種のトランスファー問題である）をめぐる論文の中で、ドイツのトランスファー問題の困難性を概ね次のように論述している。

ドイツが賠償金（さらには対外債務）の返済をおこなうためには賃金を切り下げることによって輸出価格を引き下げ、もって輸出余剰を作り出すしか方法はない。しかしドイツの労働者は賠償支払いのために相当額の租税を徴収されており、その上彼らの賃金を引き下げることには彼らに多大の負担をかけること、また賃金切り下げが可能としても、以下の①~④の理由でそれがそのまま輸出の増大につながらないこと。このような観点からケインズは、ドイツのトランスファー問題はきわめて困難であると結論づけた。賃金切り下げがそのまま輸出増大につながらないとする理由は以下のとおりである。

①産出物がたとえば個人的サービスや建造物のようなものであって、どのようにしても輸出されえない場合。

②ドイツの輸出商品に対する世界需要の価格弾力性が1以下である場合、すなわち価格の低下がそれに比例して需要を刺激しない場合。また10%の価格

引き下げがたとえ輸出を20%刺激する（この場合、需要の価格弾力性=2）としても、このことは輸出価額を20%増加させるものではなく、わずか8% ($1.20 \times 90 = 108$) しか増加させないこと。

③ドイツの海外の競争者が同じ歩調で自己の賃金率を引き下げることによって、現存の貿易関係を維持しようと努める場合。

④外国の税関が本国生産者との激烈な競争をきらって、関税の引き上げによってそれに対処しようとする場合。

J・M・Keynes, "The German Transfer Problem," *Economic Journal*, VOL. xxxix (March 1929) 参照。

なお、同論文はアメリカ経済学会編の *Readings in the Theory of International Trade*, 1949 に所収されているので、本稿はそれに依拠した。

35) P. Einzig, *World Finance since 1914*, 1935. 木村春海訳『大戦後の世界金融史』政経書院, 1935年, 241頁。

36) 事実、P. アインツヒヒは、この短期信用の増加が両大戦間期における金融恐慌の直接の原因の1つだったと指摘している。同書, 164頁。

37) クレディットアンシュタルトは大陸ヨーロッパにおけるもっともすぐれた銀行の1つであり、オーストリアの銀行と産業の75%を支配し、チェコ、ハンガリー、バルカン諸国など中欧諸国の諸事業に参加していたといわれている。同書, 235頁。

38) 同書, 312-313頁。

39) 同書, 162頁。

40) この部分の叙述は、楊井・中西訳、前掲書に依拠している。

41) この点については、竹内一郎・香西泰編『国際金融不安』有斐閣, 1984年, 第2章Iに詳しい。

42) 同書, 47頁。

本稿は、拙稿「両大戦間期における対外債務不履行の経験と国際金融危機」(『経営と経済』第65巻第2・3号)を大幅に加筆したものである。1994・3・6脱稿。