

ソブリンリスクの歴史と教訓

—ユーロ問題への視点—

北村 行伸

目次

1. はじめに
2. 19世紀末のロンドン外債市場
3. 第一次世界大戦と各国の財政問題
4. 21世紀のユーロ問題への視点
5. おわりに

北村行伸（きたむら ゆきのぶ）一橋大学経済研究所教授。1981年慶應義塾大学経済学部卒業、1988年オックスフォード大学大学院博士課程修了、D.Phil取得。同年12月、経済協力開発機構（OECD）パリ本部エコノミスト。日本銀行金融研究所、慶應義塾大学商学部助教授、一橋大学経済研究所助教授を経て、2002年11月より現職。主な著書に『パネルデータ分析』（岩波書店、2005年）、『ミクロ計量経済学入門』（日本評論社、2009年）などがある。

要旨

ソブリンリスクの歴史を振り返って教訓を得るにふさわしい時期は、19世紀末のロンドン外債市場の経験と第一次世界大戦後のヨーロッパの混乱だろう。先の時期が金本位制を導入し、イギリス国債との金利差が縮小した時期であったのに対して、後の時期は国際関係が険悪化し、かつ金本位制に復帰することに拘泥してしまっただけのために、経済的な混乱を巻き起こした時期である。これらのエピソードは反面教師としての教訓を与えてくれる。

1. はじめに

サブプライム問題で始まった金融危機は2009年後半から、ソブリンリスクの上昇という新たな局面に入ったと言われている。すなわち、サブプライムローンを基にした証券化商品を大量に保有していた金融機関を救済し、かつそれが実体経済に波及することを阻止する目的で先進国を中心に異例の拡張的財政政策と金融緩和策を発動した結果、政府の債務残高が

急速に積み上がり、いくつかの先進国、新興諸国では中央政府あるいは地方政府が債務返済に支障をきたす可能性が高まってきたと見なされ、国債金利が上昇し、かつ資金の引き上げ（債券売却）が始まっているということである。それに連動して格付会社のソブリン格付けが引き下げられるということも起こっている。

では具体的にはソブリンリスクとは何を指すのだろうか。文字通り解釈すれば、政府が債務不履行を起こすリスクということになる。債務不履行とは債務契約が適切に実行されない

ことを意味し、具体的には、利払いの遅延、為替レートの下落による外貨支払いの延滞あるいは一部債務放棄などがある。

しかし、国家には徴税権、造幣能力があるので、増税をするか、国債の中央銀行買い取り、あるいは国債借り換えという手段を使えば債務不履行に陥る危険性はそれほど高くない。そういう意味で、投資家の間では国債が安全資産として取引されてきたのである。

高田・柴崎・石原(2010)によれば、1960年以後のソブリンデフォルトは38件であり、途上国でのデフォルトを除けば僅か6件にすぎないと報告されている(p.158)。さらに、戦後すぐから1960年までの先進国のデフォルトは皆無であったと言える。

また、20世紀以前のソブリンデフォルトの経験としては、1797年のフランス革命時のブルボン王朝時代の国債の債務不履行、1834年のポルトガル内戦に伴う反乱軍の発行した国債の元利償還の停止、1864年にフランスのナポレオン III 世によってメキシコ皇帝に指名されたハプスブルグ家のマキシミアン公が即位したが、1867年メキシコ共和国軍によって銃殺され、その債務を放棄することを宣言した例などがある。

1797年のフランス革命政府の債務放棄は19世紀に入ってからナポレオンがヨーロッパ大陸で戦争を起こしたときに制裁として国債発行が出来なかったというエピソードに結びついている。また、ポルトガル政府もデフォルトの結果、新たな国債発行が受け入れられず、1891年には債務支払いの再交渉を受け入れざるを得なくなった。さらにメキシコの場合はフランス政府がマキシミアン公の国債発行を支援していたので、全体の50%まではフランス

政府が債務継承を行なうことを約束した。

このように債務不履行の例はあっても、結果的には部分的にはあれ、債務の返済は行われてきたのが事実である。本論文の結論にもなるが、債務不履行を徹底して実施することは、歴史的にも極めて難しいということをまず、明記しておきたい。

ソブリンリスクの歴史をさかのぼって、何らかの教訓を得るとすれば、戦前、とりわけグローバル化が進展して、金本位制の採用に結びついていった19世紀末のロンドン外債市場の様子を見るのが第一の候補になる。すなわち、グローバル化が進行し、多くの新興国が国際金融市場で資金調達をするようになり、かつ私的、公的な資本移動が活発に行われたという意味で、1990年代のニューヨークやロンドン市場とも比較しうる時期であり、多くの歴史的教訓をもたらしてくれる。

さらに、ソブリンデフォルトが顕在化したのは第一次世界大戦後のドイツ、ロシア、フランスなどであり、これはヨーロッパを大混乱に陥らせ、最終的には第二次世界大戦にまでつながってしまった経緯があり第二の候補になる。先の時期が金本位制を導入し、イギリス国債との金利差が縮小した時期であったのに対して、この時期は国際関係が険悪化し、かつ金本位制に復帰することに拘泥してしまったがために、経済的な混乱を巻き起こした時期である。これらのエピソードは反面教師としての教訓を与えてくれる。

以下の節ではこの2つの時期について見ていきたい。

2. 19世紀末のロンドン外債市場

(1) グローバル化の進展

15-16世紀の大航海時代を皮切りに、ヨーロッパ人が、アメリカ大陸やアジア、オセアニアに移住し、イギリスの名誉革命やフランス革命の影響を受けながら近代国家を建設し、世界経済のネットワークが形成されてきたのが19世紀後半である。イギリスがビクトリア女王の下で、近代経済国家の形成を推し進め、その中で、導入されていった諸制度には、世界基準になった制度も多い。例えば、自由貿易、議会制民主主義、金本位制度、工場法など数えれば切れない。

国債発行の仕組み、取引、利払い方法などもDickson(1967)にあるようにイギリスで形成されていった。

また、当時のイギリスは世界の工場として、鉄道、戦艦、軍需品、電信電話などの通信インフラなどの供給を行っており、帝国主義的植民地支配に乗り出すにせよ、それから独立するにせよ、イギリスの工業技術に依存せざるを得ない状況にあった。それらのイギリス製品を購入するためには、ポンドを調達する必要があり、そのために新興国をはじめとする世界中の国々がロンドン外債市場で起債をしたのである(図表1参照)。

—図表1挿入—

Mauro, Sussman and Yafeh [2006]が論じているように、19世紀末のロンドン外債市場の規模は、GDP比で見た場合、現在の新興国の資金調達より規模が大きかった。彼らの研究によれば、ロンドン外債市場は次のように要約出来る。

- ① 制度改革、政治改革、効率性改善をめざした構造改革が資本市場での取引の効率性や統合をもたらすには時間がかかる。それに対して戦争や地域紛争のニュースは金利に直接影響を与えることが確認されている。
- ② 健全なマクロ経済政策を実施している国はロンドン外債市場での国債の発行が容易であった。とりわけ、金本位制を採用した国は政府が安定化政策にコミットしている証拠として、借入れ国の信用を増加させた。
- ③ 1870-1913年の時期と1990年代を比べると、国別のマクロ経済の発展が金利差をよりよく説明できたのは前者の時期であった。これは、輸出額によって計測される経済ファンダメンタルズの動きが1990年代の方が共動しているからであろうとされている。
- ④ ソブリンリスクに陥った時に解決の仲介役を果たしたイギリスの外債保有者協会(Corporation of Foreign Bondholders : CFB)は債務国との間で債務不履行による損失額を軽減したり、再交渉を行ったりした。このような制度があったことが、19世紀末のロンドン外債市場の発展を促した^(注1)。

この間に短期的な金融危機や債務不履行に陥った国はあったが、国ごとの個別事情によって生じており、国際的な破綻連鎖を起こすような危機は1873年にヨーロッパ各地で起こった金融危機など数えるほどしかない。またMauro, Sussman and Yafeh [2006]でも強調されているが、CFBを通じた破綻処理が有効に機能していたようである。

1870-1913年の期間に多くの国は金本位制を

(注1) Mauro and Yafeh (2003)はCFBの機能と業務を詳細に解説している。

導入し、その結果として、イギリスのコンソル債との金利差を縮めていった。

(2) 日本の資金調達

明治維新で開国した日本は、新興国として急速に世界経済の中に入り込んでいった。国際貿易を通して、資本財を輸入し、工業化を推進し、同時に繊維製品など日本の比較優位にある財を輸出して外貨を獲得していった。

日本の明治以後の近代化のプロセス全体を展望した時に、海外からの資金調達が重要な役割を果たしたという判断をされることはあまりないだろう。しかし、日清戦争の賠償金で金本位制に移行したこと、日露戦争の戦費は高橋是清の活躍によって大半を海外で国債を販売して調達したものであること、などは記憶しておくべきエピソードであると思われるので、以下ではその経緯を紹介しておきたい。

まず、日清戦争の戦費調達であるが、富田(2006, pp. 263-265)によると、戦費2億円のうち、1億2500万円が軍事公債によって調達された。軍事公債は5%の金利で、償還は5年据置後50年で償還するという条件で発行された。3回の入札合計で8000万円強を調達できたが、残額は国庫預金部が額面で引き受けた。

当時、最先進国イギリスの造船技術によって建造された戦艦を購入するためにも、ポンド建てで資金調達する必要があり、預金部が保有する軍事公債をロンドンで売却する方針を打ち出した。

日清戦争は日清の朝鮮出兵に端を発し、1895年2月の清国の北洋艦隊降伏により、遼東半島全域を占領することによって終結をみた。同年4月の下関条約により、清・朝間の宗藩(宗主・

藩属)関係解消、清から日本への領土割譲(遼東半島・台湾・澎湖列島)と賠償金支払い(2億両(約3.1億円))、日本に最恵国待遇を与えること等が決まった。

日本政府は清国からポンドで受け取った賠償金を、日本銀行に兌換準備金として預託し、1897年10月には金本位制に移行した。

日清戦争の勝利と金本位制への移行が確実になった1897年5月末には、先の軍事公債4,300万円は、53年償還で5%の金利で、1円=2シリング0.5ペンスの確定換算率で元利を支払うという条項付きで売却された。

この軍事公債は引受シンジケート団によって103.5ポンドで募集されたので、投資家には4.93%の金利で売り出された。イギリスのコンソル国債の金利差が2.5%以下にまで縮まった背景には日本の金本位制への移行があったとされている(図表2参照)。

—図表2挿入—

日露戦争は、ロシアの遼東半島の南端に位置する旅順、大連の租借権の確保と満州・朝鮮における自国権益の維持拡大路線と日本の朝鮮半島へのロシアの南下阻止と半島での利権確保の思惑が1903年の日露交渉でぶつかり合い、両国の強硬姿勢で1904年2月には国交を断絶して、ロシア旅順艦隊に対して、日本海軍駆逐艦が奇襲攻撃をしかけたことで開戦となった。

先の日清戦争と同様に、この時点では日本の産業化はまだ進展しておらず、軍艦や計測機器などの軍需品は輸入に頼らざるを得ず、そのためにも外貨が必要であった。

日本政府は戦費調達を日本銀行副総裁高橋是清に一任し、ロンドンでの国債発行に望みをかけた。当時の日本とロシア帝国の国力の差は歴然としており、ヨーロッパにおける極東の小

国日本の立場は極めて弱かった。しかし高橋是清はパース銀行のシャンドやクーン・ローブ商会のシフとの個人的な人間関係から融資の道を見つけ、1904年から1907年にかけて合計6次の外債発行により、借り換え調達を含め総額1億3,000万ポンド（約13億円弱）の外債公債を発行することに成功した^(注2)。このうち最初の4回、8200万ポンドの起債が実質的な戦費調達資金であり、あとの2回は好条件への切り替え発行であった。なお日露戦争開戦前年の1903年（明治36年）の一般会計歳入は2.6億円であり、いかに巨額の資金調達であったかがわかる（図表2参照）^(注3)。

実際、1905-1910年にかけては日本がロンドン外債市場で最大規模の資金調達をしていたことになる。

これは、基本的には日本の近代化を世界の投資家が評価し、その将来性を認めたからであるが、日本は19世紀末のグローバル化の時代に世界市場に登場した新興国として、その恩恵をもっとも受けて経済成長を享受し、国民の生活水準を飛躍的に上昇させた。これはロンドンの外債市場および、そこに整備されていた金融制度、そして日本に関心を持って、リスクをとって投資してくれた国際投資家の存在なくしては有り得ないことであった。

3. 第一次世界大戦と各国の財政問題

(注2) この間の高橋是清のロンドンでの活躍に関してはSmethurst(2007)が詳しい。

(注3) 外債の償還には時間がかかるもので、日本も日露戦争後に発行したフラン建て国債（1910年）の償還を巡っての交渉を戦後の昭和31（1956）年に入るまで続けており、最終的に償還が完了したのが1962年であった。

今日、第一次世界大戦として知られる世界初の世界大戦はヨーロッパ列強の複雑な同盟関係の中で拡大していき、最終的に、ドイツ・オーストリア・オスマン帝国・ブルガリアからなる中央同盟国とイギリス・フランス・ロシアを中心とする連合国の2つの陣営に分かれてヨーロッパを中心にしつつも、アフリカ、中東、東アジアにまで拡大した。多くの人は戦争が早期に終結するものと予想していたが、塹壕を掘って、時たま戦闘を交えるという塹壕戦が主になり、戦争は長期化した。

1914年7月に起こったサラエヴォ事件を契機に始まった戦争は1918年9月にブルガリアが降伏、10月にオスマン帝国が降伏、11月にドイツのキール軍港で水兵の反乱が発生し、ヴィルヘルム2世が退位することで終結した。5年に及ぶ戦争で900万人以上の兵士が戦死し、敗戦国のみならず戦勝国にも大きな損失と莫大な財政赤字、政府債務を残した^(注4)。

参戦主要国は1914年大戦勃発直後に金本位制を停止し、金輸出に制限を加えた。終戦後各国は金本位制への復帰を目指したが、戦前の世界経済の構造とは異なっており、軍需生産への傾斜、食糧配給制度、徴兵制の導入など自由市場経済から、管理計画経済へシフトせざるを得なくなっていた。また戦後アメリカが世界の債権国になり、イギリスの覇権がアメリカに移ることが決定的になった。

ヨーロッパ諸国の財政問題として最も重要なエピソードはドイツとロシアの危機であり、以下ではそれを見ていきたい。もちろん、イギリスも失業の増加とポンドの下落を経験し、フ

(注4) Makinen and Woodward [1990]ではフランス、ベルギー、イタリア、ギリシャ、ポルトガルの第一次世界大戦後の債務危機について論じている。一般的な経済状況に

ランスは資本流出とフラン下落によりハイパーインフレーションの瀬戸際にまで追い込まれている^(注5)。

(1) ドイツ

ドイツも第一次世界大戦が長期化するなかで、政府短期証券と国債を増発し、それをライヒスバンク（中央銀行）の買入れでファイナンスした。戦争中のドイツのインフレ率はイギリス、フランスとそれほど違わなかったが、終戦後の1922-23年に歴史に残るハイパーインフレーションを経験した。

1919年6月にベルサイユ講和条約が結ばれた。そこでは、ドイツはアルザス、ロレーヌ、ザール、シレジア工業地帯を割譲、武器輸出禁止、鉄道貨車と商船の引渡し、その他連合国側の被害額に応じた賠償金を支払うという条件を飲まされた。この賠償金額は1921年5月のロンドン賠償委員会で決定された。賠償金総額は1320億マルクで1913年のドイツの国民所得の2.5倍に上った。支払方法は毎年20億マルクに加えて、1921年5月以後は輸出の26%相当の支払いを年4回払い、37年間で元利返済を行うという極めて厳しい内容であった。

ドイツはアルザス、ロレーヌなど有数の工業地帯と商船の9割を失い、輸出に対して26%の関税をかけられては、賠償金を順調に支払うことは不可能であった。1921年12月にはドイツは賠償金支払停止を訴えたが、英仏間での合意が得られず、1932年のローザンヌ協定まで賠償金問題は解決しなかった。その間、ドイツ・マ

関してはFeinstein *et al.*[1997]を参照。

(注5) フランスをハイパーインフレーションの瀬戸際から救ったエピソードはポアンカレの奇跡として知られている。このエピソードを分析したものとしてSargent [1986]第4章がある。

ルクは暴落し、ドイツのインフレ率は急騰した。また、ドイツの労働者は外国に対する賠償金支払いのために働くことを拒否しストライキを頻発した。また、政府も財政規律を守るインセンティブを失い、ライヒスバンクも政府証券、国債を買入れざるを得なくなり紙幣発行の管理能力を失ったのである。その結果、ドイツはハイパーインフレーションを引き起こしたのである^(注6)。

ドイツのハイパーインフレーションは、1923年11月に土地・農地、工場を担保にした貸出債権を保有するレンテンバンクが、1ドル＝4.2レンテンマルクにペッグして、銀行券を発行し、その後、1兆ライヒスマルク＝1レンテンマルクの固定交換比率で通貨を交換するというデノミを行った結果、1ヶ月以内に奇跡的に収束した。

富田(2006)によれば、ハイパーインフレーションの収束は為替が安定化したからでもなく、通貨供給が制御できたからでもなく、財政赤字が抑制できたからである。すなわち、歳出削減が安定化のための必要条件であったとしている。

このドイツのハイパーインフレーションとその後のナチス党の台頭、第二次世界大戦へとつながる一連のエピソードは、戦勝国である連

(注6) ドイツやハンガリーなどのハイパーインフレーションの拡大メカニズムについてはCagan(1956)やSargent(1986)で詳しく分析されている。ドイツのハイパーインフレーションは1923年11月にはピークに達し、物価は1913年からの10年間で1兆倍に達し、ベルリン証券取引所のコールレートも年率10950%に達していた。ドイツはハイパーインフレーションによって国内でのマルク建て政府債務は解消できたが、ドイツ政府債務の大半は外貨建ての賠償金であり、その債務はハイパーインフレーションによるマルクの下落によってむしろ増加したと考えられる。

合国にも大きな教訓を残した。普仏戦争の仕返しとばかりに、莫大な賠償金を要求したフランス政府の政策は厳しく批判されることになる。その結果、第二次世界大戦の敗戦国である、ドイツ、日本、イタリアに対して連合国は多額の賠償金を請求することはなかった^(注7)。

(2) 帝政ロシアからソビエト連邦へ

もう一つ第一次世界大戦をめぐるエピソードで忘れてはならないのはロシア革命の発生と、革命政府によるロシア・ロマノフ王朝発行の国債に関する債務放棄宣言である。

連合国側に属した帝政ロシア政府（1917年2月以後は革命政府）は、1914年の開戦から1918年6月までに541億ルーブルの戦費を支出した。これは1913年の経常歳出の17.6年分に相当すると言われている。帝政時代の戦費調達には、政府短期証券、国債、外債の発行などの手段が使われた。1917年10月革命で成立したソビエト（ボリシェヴィキ）政権は戦費をすべて国立銀行（中央銀行）券の増発で調達した。ボリシェヴィキ政権は1918年3月ドイツと単独講和条約を結び、第一次世界大戦から離脱した。その間、ソ連では1913年物価水準に対して、1924年2月には171億倍にまで増加した。

この背景には、1917年10月革命直後にボリ

(注7) 2010年10月4日の毎日新聞朝刊によると、「ドイツ財務当局は2010年10月3日、第一次大戦の敗戦を受けたベルサイユ条約（1919年）で負った賠償金を大戦終結から92年ぶりに完済した。ドイツの東西分断時代、国際協定で賠償金の返済が猶予されていたため、支払いが長期に及んでいた。今回、返済されたのは、東西統一から20年にあたる3日に支払期限を迎えた総額7500万ユーロ（約86億円）分。賠償金の公債を保有する債権者にこの残債分が送金された。ドイツが第一次大戦の敗戦でも額の賠償金を負ったことは、ナチスが台頭する理由にもなった。ドイツは第二次大戦の敗戦でも賠償金を負ったが、1988年に完済している」ということである。

シェヴィキ政府が帝政ロシア時代に内外で発行された国債の債務放棄を宣言した結果、新たな財政赤字は国立銀行券で調達せざるを得なくなったという事情がある。

しかし、ボリシェヴィキ政府の債務放棄宣言にもかかわらず、帝政ロシアが発行した外債の金利は急騰せず、価格も暴落しなかった。

それは、国際投資家はロシア革命が短期に終わる可能性、国際金融市場での資金調達を再開するのであれば帝政ロシアの債務に関しても何らかの支払い義務を負うべきであり、負わざるを得ない、という見方をとっていたからである。

しかし結局、ソビエト連邦は20世紀を通して、この債務不履行を続けた。ある程度の規模のある国の20世紀における完全なソブリンデフォルトとしてはこの例が唯一のものである。このエピソードはソブリンデフォルトを実行し、完結するためには、相当の国力、軍事力が背景になければならないことを教えてくれている。

4. 21世紀のユーロ問題への視点

これまで観てきたような歴史の大きな流れの中で昨今のユーロ問題を考えると、現在問題になっているギリシャ、アイルランド、ポルトガル、スペインなどの国がソブリンデフォルトを宣言して、長期にわたって国際金融界から締め出されてしまうことに耐えられるとは到底考えられない。また、それらの国がヨーロッパ中央銀行（ECB）やIMFから融資を受けて、金融機関に資本注入を行うことはあっても、本格的なソブリンデフォルトを受け入れる準備は

金融機関の側にも無いと判断される。

歴史的に見て、完全に政府債務不履行を実施したのは 1797 年のフランス革命政府がブルボン王朝の国債をデフォルトした例と 1918 年のロシア革命での帝政ロシア時代の国債をデフォルトした例の 2 つしかない。これらの例は政治革命によって旧政府とは全く違った政府が誕生したということであって、そのような時のみ国民も納得し、外国投資家もその現実を受け入れたということである。

現在のように国際協調体制が出来ており、IMF も 1990 年代以後の度重なる金融危機で対応が出来るようになってきた状況では、当該国がデフォルトを宣言して、債務負担から解放されたいという願望は聞き入れられない。想像がつく範囲内で最も起こりそうなことは財政危機に陥った国に対して IMF や ECB が財政規律・金融規律を導入させ、財政を立て直し、一時的な支払猶予などを認めることはあっても、基本的には自らが負った債務についてこつこつと返済を迫るといふところであろう。

短期的なマクロ経済問題に関心のある論者の中からは、ギリシャやアイルランド、スペインなどのユーロ圏の国は、債務危機の影響を他のユーロ諸国に及ぼさないためにも、そして、自国通貨の切り下げによる輸出振興を行い、経常収支の改善を図るためにも、ユーロ圏から一時的にでも離脱すればどうかという議論が出ている。

ユーロという単一通貨の導入は大きな社会実験であり、ユーロランドあるいはヨーロッパ合衆国という大きな目標に向かってようやく動き出したところである。現在直面している程度の金融危機、財政危機でユーロからの離脱を勧め、ユーロ圏の崩壊を予測することは、全く木を見て森を見ない

タイプの議論であると言わざるを得ない。すなわち、その可能性はほとんどないと考えられる。

5. 終わりに

本論文を通して確認できたことは、ソブリンデフォルトが発生する可能性があるという議論は、財政規律を持たせるための方便としては意味があるが、実際に債務放棄を意味するデフォルトを起こすことは想像以上に難しいということである。

例えば、日本政府が財政破綻して、国債の利払いおよび償還ができないと宣言したとする。当然ながら、国債の主要な保有主体は金融機関であり、彼らの資産の相当額が日本国債で占められているとすれば、多くの金融機関は破綻する。金融機関が破綻すれば、個人の銀行預金はペイオフ処理の対象となり、1000 万円を超える預金が返ってくる保証はない。また、金融機関の破綻は、一般企業の資金調達にも影響を与え、連鎖倒産を生む可能性が高い。政府はこの状況を放置できず財政出動によって救済しようとするが、すでに財政破綻しており、増税の可能性も低いので、IMF などの国際機関から条件付きの融資を受けざるを得なくなる。円の価値は暴落し、資産家は資産を外国に移すために資本逃避が起こるだろう。

こう考えてくると、国民は速やかにそのような無能な政府を民主主義的な選挙によって交代させ、より現実的で理性的な財政・金融政策が実施されることを望むだろうし、そもそもそのような状況に陥る前に状況の改善をはかるだろう。

デフォルトによって引き起こされる様々な

混乱まで考えると、それを容認することは到底考えられない。現在の国際金融の相互依存体制の下で、民主主義的に選ばれた政府には破産する自由はほとんど与えられていないのである。

本論文の作成にあたっては、みずほ証券高田創氏より様々なご教示をうけた。また中央大学富田俊基教授からは著書を通して多くのことを学ばせていただいた。記して感謝したい。また、本論文における意見は筆者の個人的見解であり、あり得べき誤りは筆者の責任に帰するものである。筆者の所属している大学、研究機関の公式見解を示すものではない。

[参考文献]

- 北村行伸 [2010] 「やさしい経済学 国債管理の歴史と教訓(1)-(8)」、日本経済新聞、2010年10月4日-14日。
白井さゆり[2009] 『欧州迷走』、日本経済新聞社
白井さゆり[2010] 『欧州激震』、日本経済新聞社
高田創、柴崎健、石原哲夫[2010] 『世界国債暴落』、東洋経済新報社
玉置紀夫[1994] 『日本金融史』、有斐閣
富田俊基[2006] 『国債の歴史』、東洋経済新報社
日本経済新聞社（編）[2010] 『ユーロが危ない』、日経ビジネス人文庫
みずほ総合研究所（編）[2010] 『ソブリン・クライシス』、日本経済新聞社
Cagan, Phillip [1956] “The Monetary Dynamics of Hyperinflation”, in Milton Friedman (ed) *Studies in the Quantity Theory of Money*, The University of Chicago Press. pp. 25-117.
Dickson, P.G.M.(1967) *The Financial Revolution in England*, Macmillan.
Feinstein, Charles H., Temin, Peter, and Toniolo, Gianni.[1997] *The European Economy Between the Wars*, Oxford University Press.
Makinen, Gail E. and Woodward, G. Thomas [1990] “Funding crises in the Aftermath of World War I”, in Dornbusch, Rudiger and Draghi, Mario.(eds) *Public Debt Management: Theory and History*, Cambridge University Press., pp.153-190.
Mauro, Paolo and Yafeh Yishay.[2003] ”The Corporation of Foreign Bondholders”, IMF Working Paper, WP/03/107.
Mauro, Paolo, Sussman, Nathan, and Yafeh, Yishay [2006] *Emerging Markets and Financial Globalization: Sovereign Bond Spreads in 1870-1913 and Today*, Oxford University Press.
Reinhart, Carmen M. and Rogoff, Kenneth,S.[2009] *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
Sargent, Thomas J.[1986] *Rational Expectations and Inflation*, Harper & Row.
Smethurst, Richard J.[2007] *From Foot Soldier to Finance Minister Takahashi Korekiyo, Japanese Keynes*, The Harvard University Asia Center. (邦訳『高橋是清 日本のケインズその生涯と思想』、鎮目雅人、早川大介、大貫摩里(訳)、東洋経済新報社、2010年10月)
Suzuki,Toshio[1994] *Japanese Government Loan Issues on the London Capital Market 1870-1913*. The Athlone Press.

Lessons from History of Sovereign Risk.....Yukinobu Kitamura
We can learn some lessons from history of sovereign risk in the London Capital Market in the late 19th century and that of aftermath of World War I in Europe. The former period was characterized as the introduction of the gold standard and reduction of risk premium of emerging countries. The latter period created economic and political messes because of worsening international relationship and sticking too much to the idea of the gold standard. These episodes provide some ideas as to how to think about the Euro crisis recent years.

図表1 ロンドン市場での国債の市場価値(1875年、1905年)

	借入金合計(100万ポンド)		全体の割合(%)		イギリスを除いた全体の割合(%)	
	1875	1905	1875	1905	1875	1905
アルゼンチン*	16.07	70.33	0.53	1.73	0.69	2.18
オーストラリア*a	43.46	227.06	1.43	5.59	1.86	7.04
オーストリア	199.45	134.28	6.54	3.30	8.43	4.16
ベルギー	27.27	n.a.	0.89	n.a.	1.17	n.a.
ブラジル*	19.80	70.61	0.65	1.74	0.85	2.19
英国	709.71	839.50	23.28	20.65	n.a.	n.a.
ブルガリア	n.a.	9.34	n.a.	0.23	n.a.	0.29
カナダ*	21.63	50.27	0.71	1.24	0.92	1.56
ケープタウン	0.93	38.74	0.03	0.95	0.04	1.20
チリ*	7.99	17.42	0.26	0.43	0.34	0.54
中国*	0.50	38.71	0.02	0.95	0.02	1.20
キューバ	0.28	7.20	0.01	0.18	0.01	0.22
デンマーク	1.82	7.26	0.06	0.18	0.08	0.23
エクアドル	1.82	n.a.	0.06	n.a.	0.08	n.a.
エジプト*	56.06	86.93	1.84	2.14	2.40	2.70
フランス	756.74	734.96	24.83	18.08	32.36	22.79
ドイツ	n.a.	86.47	n.a.	2.13	n.a.	2.68
ギリシャ*	4.75	23.51	0.16	0.58	0.20	0.73
ハンガリー*	23.14	65.23	0.76	1.60	0.99	2.02
インド	84.48	145.57	2.77	3.58	3.61	4.51
イタリア	35.93	322.78	1.18	7.94	1.54	10.01
日本*	3.05	62.38	0.10	1.53	0.13	1.93
メキシコ*	27.47	46.95	0.90	1.16	1.17	1.46
英領ナタール	0.31	19.12	0.01	0.47	0.01	0.59
オランダ	79.79	98.02	2.62	2.41	3.41	3.04
ノルウェー	n.a.	6.91	n.a.	0.17	n.a.	0.21
ペルー	11.58	n.a.	0.38	n.a.	0.50	n.a.
ポルトガル*	66.15	20.79	2.17	0.51	2.83	0.64
プロシア	n.a.	246.94	n.a.	6.07	n.a.	7.66
ロシア*	151.37	376.74	4.97	9.27	6.47	11.68
スペイン	167.64	31.76	5.50	0.78	7.17	0.98
スウェーデン*	1.96	9.28	0.06	0.23	0.08	0.29
スイス	n.a.	13.80	n.a.	0.34	n.a.	0.43
トルコ*	147.24	57.24	4.83	1.41	6.30	1.77
米国	347.79	48.74	11.41	1.20	14.87	1.51
ウルグアイ*	3.21	20.56	0.11	0.51	0.14	0.64
ベネズエラ	6.69	6.11	0.22	0.15	0.29	0.19
その他b	22.23	23.48	0.73	0.58	0.95	0.73
新興市場合計	505.66	1020.07	16.59	25.09	21.62	31.63
合計	3048.30	4065.00	100.00	100.00	n.a.	n.a.
イギリスを除く合計	2338.59	3225.50	76.72	79.35	100.00	100.00

(注) アスタリスク(*)は1870年から1913年までのわれわれの「新興市場」のサンプルに含まれる国々であることを示す。

a データの制限から、オーストラリアの資本市場化については、この後の章ではクイーンズランドの資本市場のスプレッドを用いている。

b 「その他」には、アンティグア、バルバドス、ボリビア、英領コロンビア、英領ギアナ、セイロン、コロンビア、コスタリカ、ダニューブ公国、ゴールド・コースト、グレナダ、グアテマラ、ホンジュラス、香港、ジャマイカ、リベリア、シャム、シエラ・レオネ、サンタ・ルチアとトリニダードを含む。

(出所) Investor's Monthly Manual, Mauro, *et al.* (2006), Table 2.1.

図表2 ロンドンでの日本国債の発行条件推移

年 月	クーポン (%)	発行価格	発行額 (100万ポンド)	満期 (年)	発行金利 (%)	英国 コンソール金利 (%)
1870/4	9.0	98.0	1.0	13	9.2	3.20
1873/1	7.0	92.5	2.4	25	7.6	3.26
1897/6	5.0	101.5	4.4	53	4.9	2.44
1899/6	4.0	90.0	10.0	55	4.4	2.54
1902/10	5.0	100.0	5.1	55	5.0	2.96
1904/5	6.0	93.5	5(10)	7	6.4	2.78
1904/11	6.0	90.5	6(12)	7	6.6	2.84
1905/3	4.5	90.0	15(30)	25	5.0	2.74
1905/7	4.5	90.0	10(30)	25	5.0	2.77
1905/11	4.0	90.0	6.5(25)	25	4.4	2.82
1907/3	5.0	99.5	11.5(23)	40	5.0	2.92
1910/5	4.0	95.0	11.0	60	4.2	3.08

- (注1) 発行金利はクーポン／発行価格による簡略計算。
(注2) 1897年6月と1902年10月の5%国債は、内国債にポンドによる元利金支払いの裏書を付けてロンドン市場に売却した際の条件。
(注3) 発行額の()の計数は、ロンドン市場を含むニューヨーク、ドイツ、パリ市場での同時起債額の合計額。
(注4) 1910年5月発行の4%国債は、このほかにパリで発行価格95.5%で4.5億フラン(1781万ポンド)が起債された。
(出所) Suzuki(1994)、NBER Macrohistory, m13041b,c. 富田(2006)図表8-8.