

世界開発金融2007 概 要

世界の経済成長は緩やかになりつつあり、金融市場では途上国の直面する資金調達条件に転機が訪れている。こうした展開が顕在化する2007年は途上国への資本フローの調整の年になりそうである。

民間資本フローは、2001－2002年の急激な減少から回復した後、何度かの世界的な金融変動を切り抜け、世界的な金融緩和と引き締めの周期を一通り経験して2006年には前年比17%増の6,470億ドルという記録的な水準に達した。公的債権者による融資も含めた2005－2006年の資本フローの総額は国内総生産(GDP)の5%で安定化し、これは東アジア危機前の1995－1997年の5.25%をわずかに下回る水準である。

途上国は世界の生産高においても貿易高においても大きな割合を占めるようになっており、国際的な投資家の間でもこの事実に対する認識が高まりつつある。2006年の途上国の経済成長率は7%超で、高所得国の成長率3%の2倍以上である。経済発展が特に著しいのは中国とインドであり、成長率はそれぞれ10.7%、9.2%であった。しかし、そうした力強い成長は広範囲に及んでおり、すべての途上地域が5%以上の成長を遂げている。石油輸入途上国でさえ、原油価格が3年連続して高騰しているにもかかわらず5%近くの堅調な成長を記録している。

ほとんどの途上国は有利な外的条件を利用して金融低迷や資本フローの逆転に対する脆弱性の軽減を意図した国内政策を実施しており、とりわけ対外債務負担の削減や債務の満期構造の長期化を図っている。豊富な外貨準備を利用して多額の債務を買い戻し、より有利な条件で既存債務の借り換えをしている国もある。各国政

府は国外からの借り入れから通常は国内通貨で行われる国内での借り入れへと向かうようになり、ソブリン債市場も大きく発展している。借り手である途上国の信用度に対する債権者らの評価も依然として肯定的であり、これは新興市場の債券および銀行融資のスプレッドが過去最低の水準で推移していることにも反映されている。

こうした尺度で見ると、ほとんどの途上国は国際的な信用環境の変化に伴うある程度のショックへの対応能力が明らかに高まっているようである。しかし、金融市場の騰貴が経済成長の鈍化や継続的な金融引き締め傾向とあいまって懸念要因となっている。特に、本報告書で示すベースライン予測で概説されているような持続可能な低成長へと向かう円滑な調整が生じる可能性が高いと考えられるが、そうした転換期は本質的に危険を伴うものである。米国の住宅部門の下落が他の経済部門にどこまで波及するか、過熱気味の途上国がインフレの抑制や経常収支不均衡の縮小にどれだけ成功するか、そして長期リスクに対する金融市場での現在のような落ち着いた評価がいつまで続くかといったことによっては、急激で破壊的な形で低成長に向けた調整が起こる可能性もある。

2006年の目覚ましい成長は循環的ピークか

2006年に世界のGDPは4%の成長を遂げたが、現在の景気拡大は減速化の兆候が見られている。金融引き締め政策、多くの国での新たなキャパシティの制約、そして投資循環の成熟化などが寄与し、主要な高所得国や

中国では年末に向けて工業生産が失速した。米国での失速がそれ以上に顕著であったことにより、大きな緊張状態はある程度緩和されている。米国の住宅価格は伸び率が低下し、マイナスになっている地域もあるが、(今のところは)破壊的な下落は生じていない。一方、2006年第4四半期の経常赤字は対GDP比率で5.9%に減少し、米国の貯蓄率は徐々に上昇している。

短・長期の国際金利は政策措置や長期リスクに対する市場誘導型の再評価に対応して上昇している一方、リスクプレミアムは、とりわけ信用度の低い資産に関して過去数カ月で上昇している。商品価格も循環的なピークに到達した模様で、石油価格は2006年半ばの高水準から若干低下し、金属の中で価格が最も急激に上昇した銅と亜鉛の価格も低下している。しかし、歴史的な尺度で見ると財政状況は依然として支持的であり、引き続き流動性は潤沢である。その結果、低成長への移行は比較的円滑であると予想される。途上国経済の拡大は徐々に減速して2006年の7.3%から2009年には約6%になると予想されるが、いずれの地域も減速はするものの記録的に堅調な実績が上がるであろう。一方、高所得国の成長は2007年には(主として米国の経済成長の失速を反映して)鈍化すると予想されるが、米国の景気が回復し、日本やヨーロッパでもほぼ潜在成長率並みの経済成長が続くことで、2008年と2009年には成長率が上昇するであろう。

民間部門が公的部門をしのご、エクイティファイナンスが資本フロー増大を主導

資本フローの構成面を見ると、デットファイナンスからエクイティファイナンスへの、また公的部門から民間部門への顕著な移行が続いた。2006年の株式フローの総額は4,190億ドルで、資本フロー全体に占める割合は2004年の3分の2から約4分の3へと上昇しており、ポートフォリオ株式投資と海外直接投資(FDI)の両方で堅調な増加が見られた。新興市場の株価の収益率は引き続き成熟市場を大幅に上回っているが、不安定性も大きい。

世界のFDIインフローは2006年に1兆2,000億ドルに達し、その約4分の1(3,250億ドル)が途上国に向けられた。

国際金融機関やパリクラブ(主要債権国会議)のメンバー国からの純融資額が過去2年間で明らかに減少しているのに対し、民間融資は急増している。豊富な外貨準備により公的債権者に対する債務を返済して民間部門から有利な条件で資金調達している国もある。2005-2006年にパリクラブや国際機関(特に国際通貨基金)への元本返済額は実行額を約1,460億ドル上回り、民間部門からのネット債務フローは4,320億ドルに達した。

低所得国の国内・地域債券市場の発達は、2007年2月のG7財務相・中央銀行総裁会議でも強調されたとおり、財政構造を向上させ、新たな資金調達源を提供する潜在性がある。ケニヤ、ナイジェリア、ザンビアなどではすでに国内債券市場が外国人投資家の関心を呼んでいる。こうした市場への外国人投資家の参入は投資家基盤の多様化や流動性の強化など重大な潜在的意義があるが、一方では新たなリスクももたらす。とりわけこうした市場のセグメントで外国人投資家が多数派を占めるようになると、市場は投資家心理の突然の変化による影響を受けやすくなる。最終的には制度、ガバナンス、経済政策の改善の進捗が、途上国によるそうしたリスク管理の有効性に大きく影響するであろう。これらの国々は国内や国外のショックからの影響を極めて受けやすいため、政府は外国投資フローの監視を強化するためのデータ収集や手順を整備することが望ましい。

コーポレートファイナンスのグローバル化が途上国に重大な利益をもたらす

途上国におけるコーポレートファイナンスは長年にわたり発達してきたが、2002年以降、政府が資本規制を自由化し、国際的な資産運用者が新興市場の社債にも投資を分散することにより利回りを高めるようになったことで加速化している。こうした変化に伴い、途上国の多くの企業が資金調達源の範囲を広げ、満期までの期間が長い借り入れをし、高度な資金調達手段の使用を通じ

てリスク管理を向上させるべく世界の資本市場に参入している。増加の大部分は民間企業によるものであり、2002-2006年の銀行借入れの60%以上、新規債券発行の75%を占めている。金融機関、特にインド、カザフスタン、ロシア連邦、トルコの商業銀行が、こうした国々の銀行産業における外国信用ブームとも言えるものの最前線にある。銀行は、増大する国内融資ポートフォリオの資金調達をするため、あるいは自己資本比率規制の引き上げに対応するために国際債券市場を利用している。国際的な銀行の側も、競争圧力の高まりや流動性の高い市場に直面して、マージンの減少、満期期間の長期化、信用基準の緩和などをいとわなくなっている。

外国人投資家による取引を促進し、将来の資本ニーズを満たす手段を構築するための方法として世界の主要な証券取引所にクロス上場する企業が増えている。企業にとっては、未発達の国内資本市場を利用せず、主要な金融中心地で要求される会計、報告、開示、コーポレートガバナンスの厳しい基準を満たすことがプラスになる場合が多い。そのような基準を満たすことによって企業は資本コストを減少させることができるのである。しかし、国際的な資本源への過度の依存には次のような難点もある。

- 新興市場の企業が規模を拡大し、国際事業を拡張していくに伴い、直面する金利リスクや通貨リスクも大きくなっている。多くの企業はリスク管理を向上させているものの、特に次のような2つの領域で懸念が残されている。第一に、一部の企業が保有する円建て債務の増大について通貨変動に対する十分なヘッジが行われていない可能性がある。第二に、多くの新興市場企業で全社的なリスク管理の枠組みを構築する能力がデリバティブ市場が未発達であるがゆえに損なわれ、リスクの測定、統合、ヘッジが困難になっている。さらに、クレジットサイクルの現段階では信用リスクが大幅に過小評価される可能性がある。
- 銀行は国内の金融システムで極めて重要な役割を果たしているため、政策立案者は銀行の外貨借入

れについて特に注意を払わなければならない。基本となる政策や規制の枠組みが健全な銀行業務、しっかりとした信用配分、適切なリスク管理を促進するものであれば、途上国の銀行による外貨借入れは金融部門の深みを増し、近代化するために役立つ。しかし、厳しい監督が行われていない場合はかなりのシステミックリスクが生じる可能性があり、これはそうした高リスクの借り手が本拠を置く国に限ったことではない。一部の国、特にヨーロッパおよび中央アジアの移行経済国では信用ブームが生じているが、財政的な健全性や体力がまだ立証されていない銀行がその最前線に立っているのである。そうした銀行、とりわけエストニア、ハンガリー、カザフスタン、ラトビア、リトアニア、ロシア、ウクライナの銀行では外国為替エクスポージャーが高まりつつあり、財務上の安定性が危険にさらされる潜在性がある。

途上国やそうした国の企業にとってのグローバル化の利益を保護するためには、途上国政府がマクロ経済と規制の両面で適切な政策を講じる必要がある。海外市場で資金調達をするという企業の決定は主として市場要因に基づいているはずであるが、国家の諸機関は企業の財政難が銀行部門に波及してシステミックリスクが増大しうる状況への取り組みを避けてはならない。政策立案者は2つの現実を常に明確に認識していなければならない。第一に、途上国企業のグローバル化を推進する強力な市場の力や動向は、より広範な世界経済のグローバル化と切り離すことのできないものである。これは永続的な動向であり、なくなりそうにはない。詰まるどころ、これは前向きな動向であり、政策立案者や規制当局も継続的に支持していくべきである。第二に、政府は短期的な変動やリスクの管理にも常に気を配らなければならない。企業の過剰な外貨借入れや財政難が生じる可能性を減少させるには、市場で決められる為替相場、企業の透明性の大幅な向上、銀行による外貨借入れに対する政府規制が必要である。

国際的な金融機関や超国家組織(特に証券や会計の分野の組織)は、先進国の金融市場へのアクセスに関する明確で一貫性のある規則を構築することにより貢献できる。国や地域の証券規制システムにはさまざまな基準、規則、システムが含まれている。企業がそうした何種類もの規則を満たそうとすると多大な費用を伴う場合がある。市場圧力や国際的な規制当局の措置によって会計規則など一部の領域ではある程度の収束が見られているが、外国での募集発行や主要な取引所への上場において正式な規制と市場誘因とのバランスを取ることが依然として必要とされている。そのためにはコーポレートガバナンスの実務、開示規則、財務会計基準、執行メカニズムなどに関する国家の規制の合理化や調和化での一層の進展が求められる。

援助の拡大ではわずかな進展

途上国における民間資金の波は強力な永続的傾向を表しているのかもしれないが、この波はまだすべての岸には到達していない。途上国全体の60%(135カ国中79カ国)は1980年から2006年の間に一度も外国の債券市場を利用した経験がなく、頻繁に利用しているのはわずか8カ国にすぎない。

ほとんどの低所得国は民間債券市場へのアクセスが容易でなく、多くの低所得国は資金調達ニーズを満たす上で譲許的融資やグラントに大きく依存している。2002年にモンテレーで開催された国連開発資金会議では、公的ドナーがその時点で計画されていた相当額の債務免除に加えて新規援助の金額を引き上げることを約束した。その後、ドナーらは特にサブサハラ・アフリカの低所得国に対する援助を大幅に拡大することを約束した。

2006年にはこれらの目的の達成に向けた進展はほとんど見られなかった。債務削減を除き、政府開発援助の純実行額はそれまでの3年間に年間平均16%の増加した後、横ばいとなっている。

ここ数年間で新たな援助ドナーがいくつか登場している。ブラジル、中国、インド、ロシアなど、今や開発援

助の受領国でありながらドナー国ともなっている国もある。そうした新たなドナー国については包括的な報告が行われていないため、援助の内容はよくわかっていない。しかし、援助のアジェンダに新たなプレイヤーが加わったことで、援助を最も必要としており最も効果的であると考えられるところに援助が向けられるようにドナー間の調整を広げ、援助フローのモニタリングを向上させる必要性が高まっている。

来るべき調整の管理には適切な政策の維持と拡大が必要

持続可能な成長と貧困削減に向けた大きな前進のための条件がかつてないほどに整っている。途上国は、豊かで流動的な金融資源、広範な投資家基盤、近代的な取引プラットフォームを備えている世界の主要金融センターへのアクセスを国内企業が得たことから重大な恩恵を受けることになる。サブサハラ・アフリカも含め、途上国は4年連続で堅調な成長をしている。低所得国は近年の債務削減計画によって債務負担が大幅に削減され信用度が向上したことにより、民間債券市場への参入能力が大きく高まっている。苦労の末に手にしたこうした利得は守っていくべきである。

そのために主として要求されるのは、途上国が成長するための豊かな土壌を提供すると共にこれまでにないほど幅広い投資家の注意を新興市場に向けさせた堅固な政策と枠組みを持続させ、拡大することである。1990年代初頭から多くの国で進められてきたこうした根本的改善の中には、変動為替相場への前進、制度面や規制面の能力向上に応じた資本規制の段階的緩和、公共企業の民営化などがある。途上国を外部のショックからしっかりと保護するような十分な規制を受け流動性のある国内資本市場の開発を促進し、国内銀行や規制を受けるその他の金融機関による外貨借り入れに対する健全性規制を確保する努力も必要である。そうした構造的改善により企業が財政難に陥る可能性や脆弱性が大幅に低下すると同時に、市場機能の整然とした

成長ならびに開放化が進む途上国経済の効果的なマクロ経済的管理のために必要な規制能力が促進されるであろう。

こうした改善にもかかわらず、途上国への資金フローの循環的要素は、新興市場の国家や企業にとっての世界金融への新たなアクセス拡大が逆転する可能性があることを意味している。世界金融市場は世界的な景気下降時の悪材料に敏感であることが知られており、経済的であれ政治的であれ予期せぬ出来事が起きた場合に

市場が極端な反応をする可能性は排除できない。また、一部の中所得途上国(特にヨーロッパ・中央アジア地域の国々)が抱える多額の経常赤字、あるいは非定形型の金融商品の機能やそうした商品が投資家心理の大きな変化に耐えられるかどうかによっても、先行きがさらに不透明となっている。

以上が本年度版「世界開発金融」のテーマと懸念である。