



役割の 逆転

Eswar S. Prasad

インド・ラジャスタン州のサリー工場

**新興市場国では、
債務の依存度と
投資家の
センチメントの
変動に対する脆弱
性が低下し、
資本フローの役割
に対する考え方を
改めつつある。**

新興市場国にとって時代は大きく変わった。新興中所得国の大半は、それまでと異なり、世界経済危機から比較的急速かつ劇的に回復した。これに対し先進国では景気後退局面が依然として根強く続いている。

さらに、これまでは世界的な金融混乱が生じると、内外の主要投資家がこぞって資本撤退に走り、経済マルチダウンを引き起こしたが、今日、新興市場国は資本フローの変動に対する耐性を高めたかにみえる。海外からの資金にいまだに大きく依存する主要新興国はほとんどない。一方、トルコや東欧の一部新興国では依然、依存度が高く、そうした国々は海外投資家のセンチメントの変化にさらされている。ただし、これらの国々は例外であって一般的なものではない。実際、資本の流入より流出の方が大きい(すなわち、経常収支が赤字の)ブラジルやインドなどの国々では、資本フローの変動への対策に有益な多額の外貨準備を積み増している。多くの新興国では、近年、資本の急激な流入という「豊かな故の呪い」に直面している。

こうした動向の根底には、国際資本フローの根本的な性質の変化がみられ、それは今後長きにわたって影響するであろう。さらに、この変化は、グローバルな金融統合の恩恵とリスクについての論議の内容も

変えていこう。新興国ではそれまで、国際資本フローとは、成長促進や、投資機会の拡大によるリスク多様化に役立つのではなく、ボラティリティを高め、深刻な危機を誘発する破壊的な威力をもつものとみなされてきた。本稿に記述された変化が示唆するのは、今や新興国が、(新たなリスクに直面するものの)、資本フローの温浴に預かる良好な立場にあるのではないかという点だ。

高まる金融の連関性

新興国の国際金融市場への統合は1980年代に始まり、ここ10年間でペースを速めた。危機の影響も一時的なものであり、大きく進展した。このことは、新興国の国際資産と負債の増加から見ても明白だ。

ある国の資産と負債が増大すると、それが均衡したものであっても、より大きなリスクを引き起こす前兆となる。例えば、ある国が多額の国際資産と負債を保有している場合、為替レートの変動や、海外投資家によるポートフォリオの多少のリバランスが、純資本フロー(資本の流入額と流出額の差)の大幅な変動を引き起こしかねない。さらに経済が圧迫されると、資本の流入停止と流出拡大が同時に進む可能性もあり、純資本フローに二重の打撃を与える。

この影響の大きさは、保有する負債と資産が、債務の形態なのか、それとも株式の要素(これには、海

外投資家が投資先の資産に長期的な利害をもつ直接投資と、経済的リターンだけを追求する証券の両方が含まれる)をもつものかどうかにか左右される。株式要素が含まれている場合は、内外の投資家でリスクをより多く共有することになる。総額が増えれば確かにインパクトも大きい、対外資産と負債は成長とボラティリティの両方と深い関わりがあり、その構造を綿密に検証することは妥当だといえる。

バランスシートの変化

対外資産負債残高(IIP)はいわば、ある国の対外的な貸借対照表(バランスシート)のようなものだ。その片側には当該国の対外資産合計が、また反対側には対外負債合計が表示され、さらに資産と負債の種類別内訳が各サイドに記されている。主要国のIIPを分析すると、国際金融の構造が大きく変容していることが分かる。

新興国の対外負債は、かつて債務が主体だった。それが今では、海外直接投資(FDI)や株式投資(PE)が主流となっている(図1参照)。2010年には、新興国の負債総額の半分以上がFDIと株式投資で占められていた(以下の表参照)。このパターンはBRICSと呼ばれる主要新興5カ国(ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカ)にも現れている。ブラジル、中国、南アフリカに至っては、FDIと株式投資が対外負債のおよそ3分の2を占める。対照的に、先進国では、債券投資(例えば社債など)と銀行からの借入が、依然として対外負債の大半を成している。

新興国では、バランスシートの構造が、近年の金融危機に至るまでの数年で大きく変化した。2000~2007年にかけて、FDIの変化だけでも負債全体の増加分の半分近くを占めている。FDIと証券投資を合わせると、負債全体の増加分のおよそ70%を占める。

外貨建て短期対外債務はかつて新興国の悩みの種だった。これらの国々は、世界の投資家の好意が尽きた場合、債務借り換えができなくなる可能性に直面する上、自国通貨が下落した場合、自国通貨での

借入コストが増大し、さらに困窮に陥ることになる。FDIと株式投資は、遙かに望ましい資本形態であり、これらの国の対外債務は自国通貨建てである場合が次第に増えている。仮にこうした投資の価値が、国内事情または通貨の下落(あるいはその両方)によって低下したとしても、キャピタル・リスクや通貨リスクの一部は外国投資家が負うことになる。

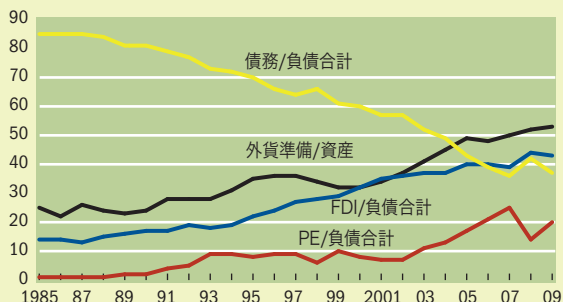
新興国の資産ポジションについても興味深い動きが見られる。外貨準備の割合がますます高まっていることだ。この資産は、四つの主要準備通貨国/地域(米国、ユーロ圏、日本、英国)の発行する国債が大半を占めている。2010年末現在の新興国の対外資産は、平均して全体の半分以上が外貨準備で構成されており(以下の表参照)、中国とインドでは、対外資産全体のおよそ3分の2を占めている。

図1

変化する資金筋

新興国の負債はかつて債務が大勢を占めていた。それが今では、海外直接投資や株式投資が主体となっている。一方、主要資産は外貨準備だ。

(全体に占める割合、%)



出所: Philip LaneおよびGian Maria Milesi-Ferrettiの調査を基にした筆者の算出。
注: 海外直接投資(FDI)、株式投資(PE)、ならびに債務は、対外負債全体に占める割合(%)で表示。外貨準備は対外資産全体に占める割合(%)で表示。

資産・負債の構造

2010年末の時点で、新興国の負債は、比較的安定した海外直接投資と株式投資が半分以上を占めた。

	FDI/ 負債	PE/ 負債	FDIとPE/ 負債	外貨準備/ 資産
先進国・地域				
中央値	19.7	9.9	31.4	1.2
グループ平均	14.9	13.6	28.5	3.0
新興国・地域				
中央値	40.5	8.2	56.2	38.8
グループ平均	6.4	14.5	60.9	52.7
主な新興国				
ブラジル	36.5	33.3	69.8	47.1
中国	63.2	8.8	72.1	69.0
インド	32.5	18.5	51.1	67.9
ロシア	38.6	17.5	56.1	36.6
南アフリカ	41.5	35.0	76.5	13.4

出所: 筆者による算出。

注: 中央値とは、グループ内の半数がそれより高い割合を、他の半数がそれより低い割合を示す値を指す。海外直接投資(FDI)とは、投資家が相手先の資産に長期的な利害を有する投資を指す。株式投資(PE)とは、経済的利益の追求のために株式を購入することを指す。ここでいう負債と資産とは、ある国の対外負債と対外資産を指す。

2000～2007年にかけ、外貨準備は新興国の対外資産全体の増加分のおよそ半分を占めた。この結果は中国だけに誘発されているのではない。同期間中、対外資産総額に占める外貨準備の割合は大多数の新興国で増えている。これらの国は、貿易における競争力低下を招く本国通貨の上昇を防ぐため、外国為替市場で介入を行った。外貨準備の蓄積はその副産物として生まれたものだ。しかし、外貨準備は万一の事態に備えた貯金の役目を果たし、資本フローの変動に対する自家保険となる。

昨今の世界金融危機は、資産・負債ポジションの増大と相まって、新興国で予備的な外貨準備への需要を高める結果をもたらした。実際、新興国の準備高の累積は2007年に最高に達し、危機の間は鈍化したものの、その後再び増加に転じた(図2参照)。一方、先進国の公的債務は急増し、これら資産の安全性を脅かしている。その結果、新興国の対外バランスシート上で、リスクがはからずも資産側にシフトしたのである。

高くなる自家保険

準備高の蓄積は、新興国が安全な資産を求めたことにも関係してきた。この安全な資産とは通常、先進国の国債を指す。国債の供給量は、世界各国の純政府債務の推移に左右される。

金融危機により世界中で公的債務の水準がいきなり拡大した。2007年以来、世界の純公的債務の増額分は、絶対値と対GDP(国内総生産)比の両方において、その大半が先進国で占められてきた。以下は、IMFのデータと予測によって導き出された、注目に値する統計例である(すべて市場為替レートに基づく)。

・先進国の債務総額は2007年の18兆ドルから2011年には30兆ドルに増大し、さらに2016年には41兆ドルに膨らむと予測される。一方、

新興国に対する同様の予測によると、2016年には、2011年の水準から2兆ドル増え、7兆ドルになるとみられている。

・先進国では、総GDPに占める債務総額の割合が、2007年の46%から2011年には70%に拡大し、2016年には80%に膨張すると予測される。これに対し、新興国では2011年に21%に達し、その後、次第に減少するとみられている。

・新興国は2007年に世界のGDPの25%を占め、世界債務の17%を占めた。2016年までに、世界の産出量の38%を占め、世界債務の14%を占めると予想される。

・主要準備通貨発行4カ国/地域は2011年に総じて世界GDPの58%を、また世界債務の81%を占めた。

世界債務と世界GDPの伸びへの寄与度という点では、先進国と新興国はさらに顕著な対比を示している(図3参照)。

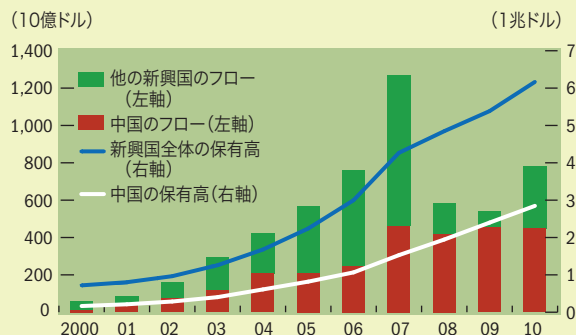
・新興国は、2007～2011年にかけ、世界的債務水準の増加分の9%を占め、その後2011～2016年にはこの数字は13%になると予測される。一方、両期間中の世界GDPの増加分については、それぞれ66%と56%の貢献が予測されている。

・主要先進国では、世界GDPの増加分より世界債務の増加分への寄与度が遙かに大きくなる。米国が世界債務の増加分に占める割合は、2007～2011年にかけては37%、2011～2016年には40%に達すると予測される。一方、両期間中の世界GDPの増加分については、それぞれ8%と18%貢献するとみられている。

以上のデータは深刻な事態を物語っている。主要な準備通貨発行国/地域は、公的債務の負担と成長低迷という重大な局面に直面する

図2
外貨準備高の推移

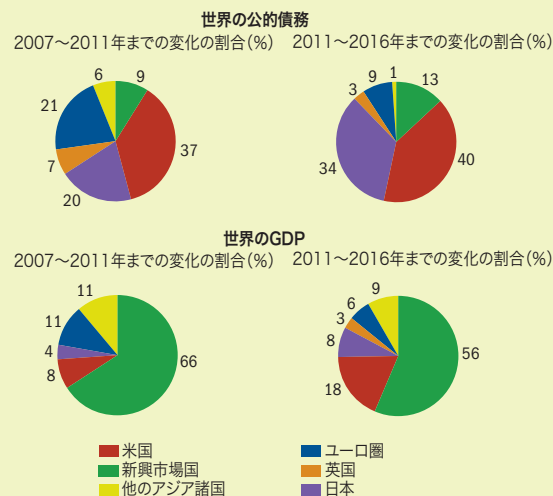
中国と他の新興国は外貨準備を急速に積み増してきた。準備高の拡大は直近の危機の間に鈍化した、その後再び増加に転じた。



出所: IMF, 公的外貨準備の通貨別構成データベース(2011年6月30日)及び中国人民銀行。
注: フローとは、外貨準備の年間追加額(左軸)を指し、保有高とは、新興国が保有する各年末の準備高(右軸)を指す。

図3
地位の交代

新興国は、国際金融システムの岩盤として、先進国に取って代わった。



出所: IMFデータに基づいた筆者による算出。
注: 上記の円グラフは、世界の純公的債務と世界GDPの絶対水準の変化に対する、国または国グループの寄与度(%)を示す(共通通貨の市場レートで測定)。

ことになるからだ。これらは、低調な人口増加、人口の急速な高齢化、医療保険などの社会保障給付金プログラムのコスト増大を踏まえれば、より深刻な問題となろう。

準備通貨発行国/地域は、自国通貨建てでソブリン債を発行して、海外のソブリン債購入者に通貨リスクを移転している。さらに、すでに巨額の公的債務の増大は、民間投資のクラウドファンディングアウトや、先進国の生産性の伸びが新興国と比較し低いことを示唆する。この生産性の差

管理する新興国の能力を改善することができるだろう。例えば、社債市場だ。この市場は、中国やインドなどの主要新興国ではまだ極めて小規模だが、流入資本の吸収や、それらを投機的活動ではなく生産的活動に効果的に仕向けるのに役立つ投資機会を提供することができる。一方、資本規制の実施は、単に経済の歪曲を助長するだけで、押し寄せる資本を長期的に抑止する効果はほとんどないと言える。

新興国が一体となって、金融市場の発展を促し、国内投資家のフォー

新興国が一体となって、金融市場の発展を促し、国内投資家のフォーマルな金融システムへのアクセスの充実を図ることは、自らの利益にほかならない。

は、新興国の通貨が先進国通貨に対し上昇し、その結果、多額の富が比較的貧しい国から比較的豊かな国へと移転することを示している。

この富の移転は、興味深いパラドックスを示している。つまり、新興国が自家保険を求めて外貨準備を累積すると、こうした保険のコストを引き上げ、先進国の野放しの財政に資金を注ぎ、さらに世界の経常収支の不均衡を永続化させてしまうため世界的なリスクをいっそう悪化させることになる。例えば、米国では、純公的債務の増大のおよそ半分は官民両方の外国投資家の資金で占められている。

先進国のソブリン資産は本当に安全なのか。特に米国のような「セーフヘイブン」といわれる国々の公的債務の増大は、新興国の投資家の視点に立てば、果たしてこれらの国債が安全なのかという深刻な懸念をかきたてる。無論、米国の国債市場は非常に大規模で活発に取り引きされている。このことは、世界的な金融混乱のような事態への対応のために米国の国債に飛びつくのは、安全性より、この市場の流動性や底の深さを求めていることを意味する。

今後の道のり

元来、新興国は、流入する資本に依存したその対外負債の構造ゆえにリスクにさらされてきた。だが今日、海外からの資金に大きく依存している主要新興国はほとんどなく、その大半は多額の外貨準備を積み増している。つまり、外貨建て短期債に伴う問題は大幅に縮小したのである。また、多くの新興国では変動相場制を取り入れ、通貨危機はそれほど問題視されていない(Kose及びPrasad, 2010年参照)。

新興国の経済が世界の金融市場に一段と統合されたことは、新興国が海外からの政策の波及やショックの伝播といった多くの危険にさらされていることを意味する。しかし、こうしたリスクは国内のリスクに比べれば穏やかなものだと言える。実際、多くの新興国では、力強い成長の見通しをもつがために資本の急激な流入を招きがちで、国内のインフレ、資産価格、為替レートに圧力がかかるなど、「豊かさ」に起因する問題に直面している。

海外資本に対し開いた姿勢を掲げた結果、新興国は現在、主として資本フローが国内の問題をいっそう難しくしかねないという重大なリスクにも直面している。資本の流入は、国内の与信ブームと資産バブルに拍車をかけるが、やがてバブルははじける。資本流入とそれに伴う通貨上昇への圧力は、インフレを加速し、工場などの雇用の伸びを押さえるため、所得配分にも影響を与え、貧富の差を拡大させる。

そうした問題の多くは、金融市場の発展によって解決できる。特に、金融市場の多様化により、流入資本を吸収し、ボラティリティを適切に

フォーマルな金融システムへのアクセスの充実を図ることは、自らの利益にほかならない。それにより、新興国は、先進国の債務増大に手を貸すのではなく、新興国での投資を可能にすることになる。さらに、変動相場制へのさらなる移行により、外貨準備高を削減し、インフレ抑制のための金融政策を行えるようになる。

新興国は、先進国の適切な政策に頼るのではなく、自国経済の運命を自分で切り盛りすることに注視すべきである。新興国は、政策上の選択肢を駆使して、先進国に模範を示すことができる。一方、先進国は、それまで長きにわたって他国に手渡してきたマクロ経済・構造改革の処方薬を自ら服用する必要がある。■

エスワール・S・ブラサドは、米国コーネル大学の教授であり、ブルッキングス研究所のシニア研究員であると共に、全米経済研究所(NBER)のリサーチ・アソシエイトでもある。

本稿は、NBERのワーキングペーパー No. 17497, 「Role Reversal in Global Finance」に基づいたものである。このペーパーは、カンザスシティ連邦準備銀行により、2011年ジャクソンホール・シンポジウム議事録の中で近く発表される予定となっている。

参考文献:

Kose, M. Ayhan, and Eswar S. Prasad, 2010, *Emerging Markets: Resilience and Growth Amid Global Turmoil* (Washington: Brookings Institution).

Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2007, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004," *Journal of International Economics*, Vol. 73, No. 2, 223–50ページ。(データベースは上記著者により定期的に更新されている。)