

# 発展途上国の株高の背景について

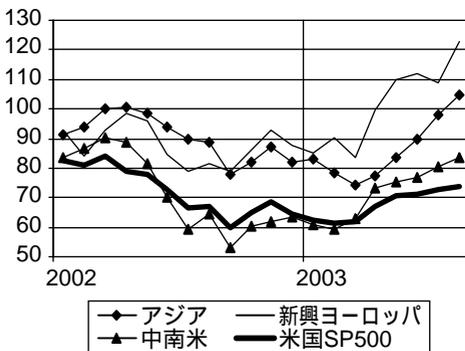
伊豆 久

はじめに

今年の株式市場（日経平均）は、四月二十八日の七六〇七円を底に上昇、一〇月二〇日には一一一六一円をつけてこの間の上昇率は四七％に達した。その後、一月からは不安定な動きが続いているが、今年春から秋にかけての高騰には目を見張るものがある。その要因として、実体面では、りそな銀行への公的資金注入にともなう金融不安の沈静化、輸出・デジタル家電関連を中心とした企業業績の回復、民間主導の（財政拡大をとまなわなない）景気回復期待の高まり、などであり、また需給面では、持合い解消売りの縮小、代行返上売り総額の見きわめ、外国人投資家の買い越し、外国人投資家に追隨する個人（ネット）投資家の回転売買、などが指摘されてきた。

しかしながら目を海外に転じると、今年株価が大幅に上昇したのは日本だけではなかったことがわかる。先進諸国、新興諸国ともにほとんどの国で株価が上昇しており、しかも、各国ほぼ共通して三月から五月にかけて底値を付け、そこから一〇月末から一月初めにかけて

図1 米国と新興市場の株価



(注) 新興市場の株価はMSCI各地域指数（ドル建て）、2001年1月を100として指数化。

(出所) 文献 .p.10.

上昇している（図1）。

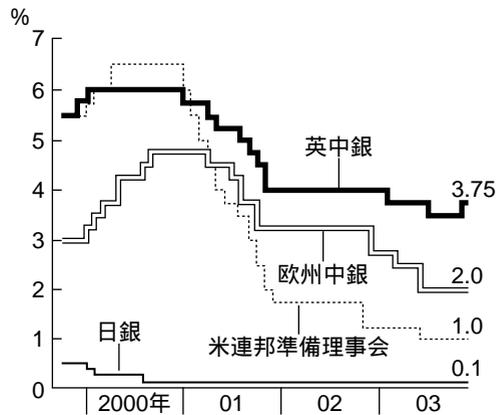
今年、世界全体に共通の大きな変化が生じたことということであるだろうか。

アメリカの対イラク戦争やアジアを中心に広がったSARSへの不安感が、三月から五月に向けての下押し要因となり、しかし、予想外に早期に「終息」宣言が出されたことで、その後は各国を横断する強い上昇圧力となったことは間違いない。こうした非経済的な要因のほか、米国経済が堅調に推移し各国とも米国向け輸出が伸びたことや、一昨年からの主要国の金融緩和（図2）が世界的な流動性相場を演出したという面もあるだろう。

しかし、今年の世界的な株高現象におけるもう一つの特徴は、先進国よりも新興市場諸国において株価の上昇率が高かったことである。九〇年代末から、途上国は、九七年のアジア危機に始まって、九八年のロシア、ブラジル、そして〇一年末のアルゼンチンと、次々と通貨・経済危機に見舞われてきた。市場は、新興市場のリスクに敏感になっていったはずである。にもかかわらず、今年、多くの国で先進国を上回る株価の大幅な上昇を達成したのは、どのような要因によるのか。その背景には、通貨危機以降のどのような変化があるのだろうか。

以下、今年の新興市場における株価の上昇の背景について検証することとしたい。

図2 日米英ユーロ圏の政策金利



（出所）『日本経済新聞』03年11月7日。

## 1 構造改革の進展

新興市場をめぐる変化の第一は、欧米投資家に評価される方向への改革が進んだことである。例えばブラジルでは、昨年の大統領選挙で、対外債務の返済停止を含む反「ワシントン・コンセンサス」的主張をくり返してきたルラ候補が当選、その経済運営を懸念する声が高まったが、今年一月の就任後、彼はその方針を大きく転換した。IMFとの協調の重視、対外債務返済の確約、FTA（米州自由貿易協定）交渉での対米譲歩、貧困対策予算の削減、公務員年金の削減を柱とする年金改革への着手、などであり、こうした変化が海外の投資家にも高く評価されているのである。

また、東欧では、来年五月一日に一〇カ国がEUに正式加盟することが決定。国有企業の民営化を含む構造改革の進展が期待され、外国からの直接投資、ポートフォリオ投資が拡大している。と同時に、企業年金制度の導入が始まり、国内年金資金の市場への流入も株価を押し上げている模様である。

ロシアでも、一〇月末まで株価の上昇が続ぎ、代表的株価指数RTS指数は、九八年の経済危機時のおよそ一六倍となった。その背景にあったのは、石油価格が高値で推移したことのほか、大手石油会社が国際会計基準の採用、社外取締役制度の導入など欧米流のコーポレート・ガバナンスを取り入れたこと、また、二月にプリティツシユ・ペトロリアムがロシアの石油会社への出資を表明し、それがロシア企業改革の国際的信認を意味するものと見なされたことなどであった。ただし、周知のように一〇月二五日にロシアの石油最大手ユーコス社長の逮捕されると、今後の政治的動揺も懸念されるほか、そもそも上場株式時価総額の約半分を石油株が占めるといふ事情もあり、その後ロシア株は軟調に推移している。

こうした新興市場に共通するのは、構造改革の進展ということになるであろう。今年は、一次産品価格の上昇

という、途上国にとっての追い風があったとはいえ、より根底にあるのは、ブラジル大統領の方針転換が象徴するように、財政赤字の縮小、経済の対外開放、規制緩和など市場志向型の経済改革の推進であろう。「ワシントン・コンセンサス」流の経済改革は、アジア危機以降厳しい批判を浴び、IMF自身も行き過ぎた介入への反省を表明しているが、構造改革そのものはむしろより深く新興市場に浸透しつつあり、市場もそれを高く評価しているように思われる。

## 2 経常収支黒字と資金フローの変化

途上国の株高を支えた二つ目の要因は、東アジア諸国を中心に経常黒字の拡大が続き、それが米国を中心とする世界の資金フロー全体に大きな影響を与えていることである。九七年のアジア危機以来の割安な為替レート、米国の拡大し続ける輸入に支えられて、東アジア諸国は、大幅な貿易黒字を生み出すようになったが、このことの影響は三点に及ぶと思われる。

一つは、この輸出の拡大が、経済全体の拡大に貢献していることである。世界的なIT産業の「復活」を受けた半導体部門や中国经济向けの自動車部品などの輸出の拡大が、航空・ホテルなどSARSの打撃を受けた業種の急回復とともに、タイの六%を先頭に東アジア地域の成長率を押し上げており、それが株価にも反映しているのである。

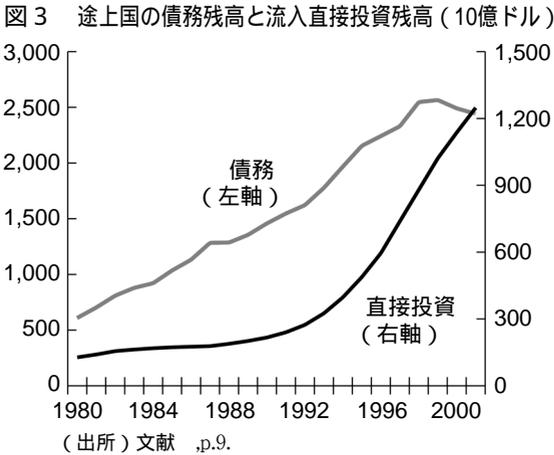
第二に、経常黒字の拡大が通貨危機再現の可能性を低下させていることである。九七年のアジア危機では、ミクロ的側面での問題（金融機関・企業・監督機関のリスク管理の不備、ガバナンスの機能不全など）のほか、円安や半導体価格の下落などによる九六年からの貿易収支の悪化が、重要な原因となった。直接的には、経常収支

の悪化、外貨準備の枯渇、外国銀行のロールオーバーの拒否が危機へと繋がったのである。その後各国は、経常収支黒字にともなう通貨上昇圧力を緩和するために市場介入を繰り返し、巨額の外貨準備を積み上げてきた。これによって、後述する債務の減少とあいまって、通貨アタックに対する抵抗力が著しく高まったと見なされているのである。

そして三點目に、この外貨準備が、米国との間で「債券」と「株式」の一種のスワップ取引を再現させ、それが世界の資金フローを支えていることである。すなわち、日本を含むアジア諸国による市場介入（すなわち自国通貨売りドル買い）が、今年経常赤字が五〇〇億ドル（GDP比五％）に達し実体的には強い下落圧力に晒されているドルを支え、市場介入によって積み上げられた外貨準備の多くは米国国債で運用されているが、それが、〇三年度（〇三年九月まで）で三七〇〇億ドル（来年度は五〇〇億ドルの見込み）となった米国の財政赤字をファイナンスし、ドル高によるインフレ抑制と外国資金による財政赤字ファイナンスが米国長期金利の上昇を抑制して、それが米国の景気と株価を下支えし、米国株価の上昇を受けて、国際分散投資をおこなう機関投資家が、米国以外の各国株式の組入れ比率を引き上げる、といった展開（新興市場からの米国債投資と米国からの新興市場株式投資）が生じているのである。アジア諸国の市場介入を、米国が、不快感を示しながらも黙認せざるをえないのは、米国経済が財政支出に依存せざるをえなくなつたにもかかわらず金利を引上げるわけにはいかない状況にあるからであり、各国の市場介入がこの資金循環の不可欠の環となつているからにはかならない。そしてそれが、途上国株式に対する外国人買いにもつながっているのである。

### 3 対外債務比率の低下

三つ目の背景は、新興市場への流入外国資本に占める債務の比率が低下していること、言い換えればエクイティの比率が上昇していることである（表1）。図3は、途上国に流入する債務形態の資本（融資＋債券）と直接投資の残高の推移を示したものである。現在でも債務残高のほうが大きい（図の左右の目盛りの違いに注意）、九〇年代の伸び率は直接投資が圧倒的であったことがわかる。そしてここ数年の動きを見ると、債務残高は減少、つまりフローで見ると返済超過になっているのである



（図4）。途上国への民間資金の流入が本格的に始まったのは七三年の石油ショック直後であるが（図5）、その頃はユーロ市場からのシンジケートローンなど融資中心で、しかもそれは年率二〇％から三〇％の伸び率で拡大し続けていた。しかし現在では、直接投資を中心とするエクイティ型の資本流入が中心となっているのである。

その結果、表2に見られるように、途上国の、エクイティ流入残高に対する債務残高の比率が急速に低下、いわば対外的な自己資本比率

表1 新興市場への対外資金流入（ネット）（10億ドル）

	2001年	2002年	2003年	2004年
経常収支	27.8	73.3	72.3	33.9
対外資金流入（民間部門）	133.2	121.2	161.9	185.7
株式	149.9	111.1	116.1	135.9
直接投資	142.8	112.1	102.8	119.0
ポートフォリオ投資	7.1	- 0.9	13.3	16.9
債権	- 16.8	10.1	45.8	49.8
商業銀行	- 26.6	- 5.7	13.4	10.4
非銀行	9.8	15.7	32.4	39.4

（注）2003年、04年は推定値。  
（出所）文献 p.1.

が急上昇しているのである。

こうした変化が生じた理由を資金の出し手と取り手の双方から見てみると、まず出し手の側では、クレジットリスクに対する慎重な行動が広がっていることが指摘できる。九〇年代半ばまでは、先進国（特に米国）が低金利になると新興市場向け融資・債券投資が伸びる傾向が顕著であったが、〇一年からの低金利下ではそうした現象は生じていない（図6）。その理由は一つにはかつて途上国発行の債券市場で大きなウエイトを占めていたマクロヘッジ型のヘッジファンドが衰退し、かわって年金や生命保険などオーソドックスな機関投資家のシェアが伸びていることである（図7）。それは途上国債券市場にとって一つの成熟の証しでもあるが、同時に、リスクの引き受け手が減ることを意味する。また、国際的な銀行を見ると、その対途上国向けビジネスは、かつてのク

図4 民間部門から途上国への資本フロー（ネット）（10億ドル）

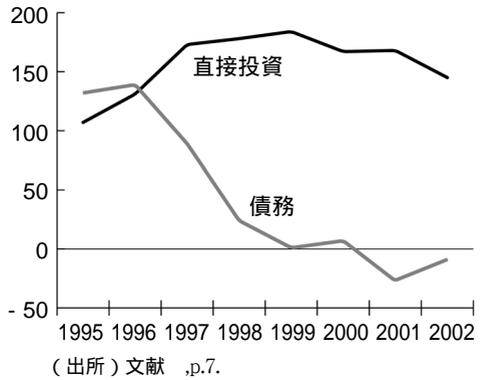


図5 発展途上国の債務残高

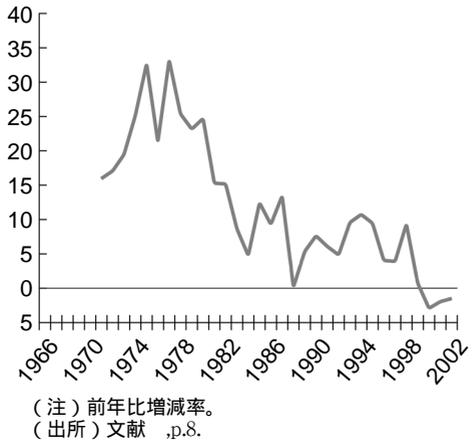


表2 発展途上国の対外デット・エクイティ比率（%）

	1997年	2001年
東アジア・太平洋	218	134
欧州・中央アジア	505	293
中南米・カリブ地域	284	162
中東・北アフリカ	394	371
南アジア	968	613
サブサハラ・アフリカ	515	303
発展途上国全域	316	196

（出所）文献 、 p.9.

ロスオーバー型融資から現地銀行買収によるリテールビジネスへの参入へと大きく転換しつつある。すなわち、従来は、国際銀行業務と言えば、ロンドンやニューヨークで調達したドルを途上国に融資する形態が中心であったが、図8・9が示すように、九〇年代末ごろから、外国銀行の参入が認められた国々で（通貨危機後のIMFの指導による場合も少なくない）現地銀行を買収し、現地通貨建てでの国内預貸業務を拡大させる銀行が増えてきているのである。国際的な資金フローとしては、融資から直接投資への転換である。

資金を調達する側でも、債務を避ける傾向が見られる。特にアジア地域では、九七年のアジア危機の経験から

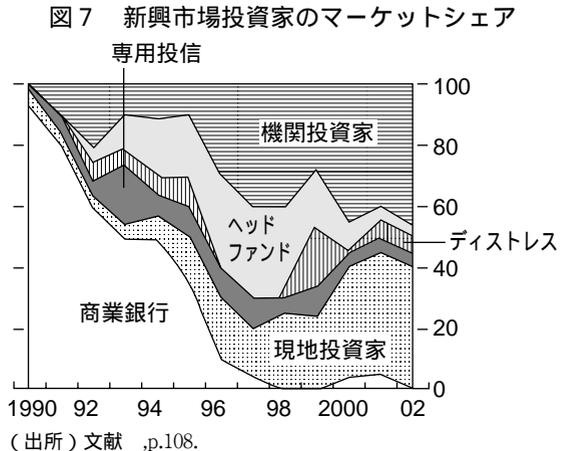
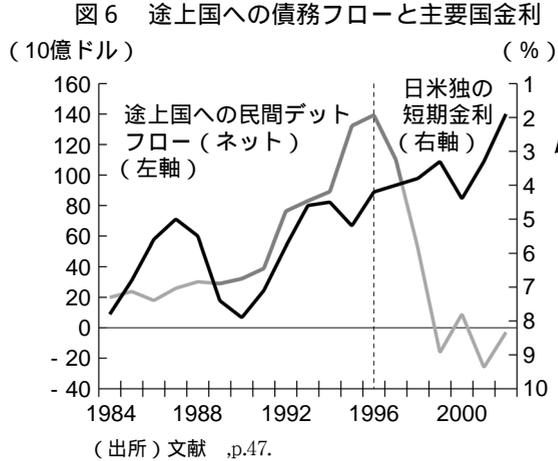
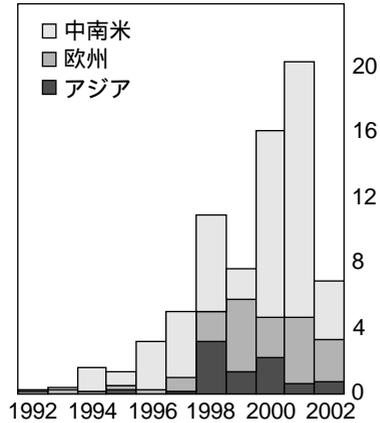
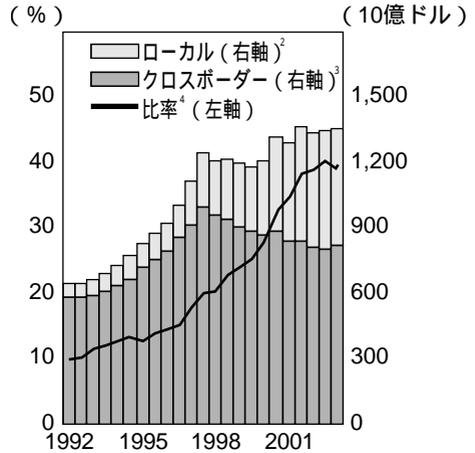


図8 外国銀行による被買収銀行 (10億ドル)



(出所) 文献 ,p.49.

図9 BIS報告銀行の国際債権



(注) 1: 半期データ。  
 2: 外国銀行の現地オフィスによる現地通貨建て現地向け債権  
 3: クロスボーダー債権 + 外貨建て現地債権  
 4:  $2 / (2 + 3)$

(出所) 文献 ,p.49.

対外債務への依存が極めてリスクであるとの認識が広がっており、直接投資の持続的な流入や前述の経常収支黒字の増大によってその必要性が低下していることもあるが、融資や債券への依存度が減少しているのである。この結果、新興市場は、個別企業や銀行における自己資本比率上昇と同じ効果を受しつつあり、それが株価にも現れている面があるのではないかと思われる。

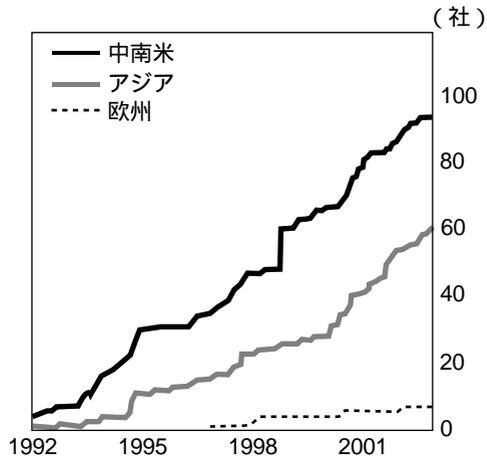
#### 4 先進国市場とのリンクの強化

最近の新興市場における四つめの特徴として、先進国の資本市場とのリンクが、ここ数年、一層強まったというところも指摘できるであろう。例えば、途上国の国際証券市場へのアクセスといえば、かつては、米国の一四四

A市場（適格機関投資家向け私募債市場）やユーロ市場など比較的規制の緩い市場が中心であった。しかし九〇年代には、世界で最も厳格な上場基準を備えるとされるNYSEに上場する途上国企業が急増したのである。しかし九〇年余り、新興市場では国营企業の民営化が進み、それによって大規模な株式会社各地に誕生した。その多くがNYSEに上場したのである。それでも当初は中南米企業ばかりが目立つ状況であったが、九〇年代末になるとアジアなどの他の地域からも上場する途上国企業が増えつつある（図10）。こうした現象は、単に米国市場からの資金調達というだけでなく、途上国企業と先進国企業の質的差異の縮小を示すものとも見ることができよう。

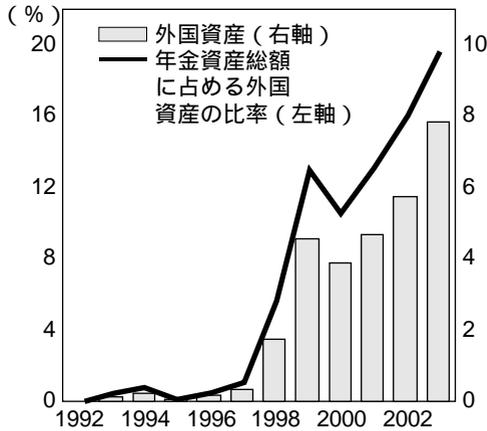
同時に、途上国の資金運用という面でも、新たな変化を指摘することができる。従来、途上国から先進国への

図10 NYSE上場外国企業数



(出所) 文献 ,p.51.

図11 チリの年金の外国資産



(注) 2003年は6月末。  
(出所) 文献 ,p.50.

資本輸出といえば、通貨当局による外貨準備の運用のほかは、富裕層による資本逃避などがメインであったが、近年、国際分散投資の一環としての対外証券投資に乗り出すケースが現れ始めている。例えば、チリは、年金制度のラディカルな改革で注目を集めてきたが、年金資金における外国資産比率規制を大幅に緩和した結果、本格的な国際分散投資が始まり、実際に対外証券投資が増加しつづけている（図11）。まだ絶対額で見ればわずかなものであるが、双方向での分散投資の始まりは、証券価格の国際的な連動性をさらに高めることになると思われる。

## おわりに

今年の途上国市場の株高に各国それぞれの要因があることは当然であるが、同時に以上のような中期的な変化も直接間接に影響していると思われる。今後の株式市場の動向を予測することはできないが、新興市場と先進国市場のリンクがますます強まっていくことは間違いないのではないだろうか。

## 参考文献

- P. D. Woodridge, et. al., "Changing links between mature and emerging financial markets," *BIS Quarterly Review*, September 2003.
- IMF, *Global Financial Stability Report*, September 2003.
- World Bank, *Global Development Finance*, 2003.
- Institute of International Finance, *Capital Flows to Emerging Market Economics*, September 11, 2003.

(いそ ひさし・客員研究員)