

エマージング・マーケットへの資本の流れ

布 目 真 生

要 旨

国際資本移動は1980年代半ば以降急速に拡大し、国際資本取引の速さと複雑さはいまやかつて経験したことのない国際資本移動の拡大をもたらしている。80年代の資本移動は主として先進国間で行われたが、90年代に入ると中南米とアジアの発展途上国向けネット資本流入額が急速に増加しはじめた。多くの発展途上国の構造改革政策が漸く軌道に乗り、先進国の経済活動の低調と短期金利の低水準により新たな投資先が求められたことが、これら諸国への資本の流れを促進した。OECDは大量の民間資本が流入しているこれら地域の非OECD諸国と市場経済への移行期にある中部・東ヨーロッパの非OECD諸国とを含めてエマージング・マーケットとしている。

発展途上国債務危機を契機に、80年代中期以降の発展途上国は市場志向的開発と輸出志向的成長戦略への転換を迫られ、そのための政策の転換と構造改革の実施が不可欠とされ、そうした転換が進んで成果を挙げ得た国ほど国際金融・資本市場への接近が可能であった。80年代に先進国銀行がソブリン貸出を回避し、クロス・ボーダー貸出に控え目になっていた時、資本市場は大規模な国際化を伴う発展を経験し、ポートフォリオの急速な国際化の拡大を導いた。国際的資産分散の過程において、エマージング・マーケットの占めるウエートも拡大し、90年代が進むにつれてこれらの市場で高い利益が得られると思われた時、一層投資家を引きつけることになった。

少数のソブリン借手に対する銀行貸出は資産の大きな部分をリスクを冒して貸し込んでいたのに対して、現在は銀行と投資家の多様なグループが、より多様な借手グループに対して、多様な債権を保有していることによりリスクを軽減されているとされる。だが、リスクを軽視して資産の成長追求に走り、とくに経済改革が未達成の国の証券を大量に購入している場合の危険性は絶えず存在している。エマージング・マーケットのはらむ危険性は1994～95年のメキシコの金融危機において顕在化した。

目次

- | | |
|--|--|
| I. 国際資本移動の拡大
1. 最近の国際資本移動の拡大と特色
2. 主要先進国からの資本流出額
3. エマージング・マーケットへの資本の流れ
II. 1970～80年代の国際銀行業貸出
1. 1980年代初期までの国際銀行業と借手国
2. 1980年代中期以降の金融環境
III. エマージング・マーケットへの直接投資
1. 直接投資の特徴と投資動機
2. ラテンアメリカとプライヴァタイゼーション
IV. エマージング・マーケットへの証券投資
1. ポートフォリオの国際化とエマージング・マーケット | 2. 国際債券発行の回復
3. 国際エクイティ投資の拡大
V. エマージング・マーケットのリスクと不安定性
1. システム的健全性の維持
2. メキシコの金融危機の教訓
VI. 1995～96年のエマージング・マーケット
1. 南アメリカ
2. 東アジア
3. 中部・東ヨーロッパ |
|--|--|

I. 国際資本移動の拡大

1. 最近の国際資本移動の拡大と特色

1980年代半ば以降の各国の規制撤廃と自由化の進展は、国際資本移動を急速に拡大させて、いまやそれは経常取引を上回る規模に達している。国際決済銀行（BIS）第64回年次報告（1993年4月～94年3月末）によれば、比較的自由に資本移動が行われた第1次世界大戦前に比較しても、民間部門が国際金融業務を行い得る自由度は、現在の方がより大きいと指摘している¹⁾。

いまや国際資本取引の全体の速さと複雑さが、情報処理と通信技術により、さらにはその技術によって促進された金融革新によって一変してしまい、かつて経験したことのない国際資本移動の拡大をもたらしているのである。

最近の世界の資本市場は、1914年以前の金本位制以降のいかなる時期よりも統合が進んでいるので、近年の状況と1914年以前の状況との間

に類似点を指摘出来るだろう。まず通貨交換性の点で、交換可能な範囲が、国の数と取引の種類の拡がりにおいて近年著しく拡大している。1970年代半ばまでは、大部分の先進国でも通貨の交換性は対外経常取引に限られていたが、1990年代初めまでには、すべての先進国の居住者は、外国資産の取得および処分に関してはほとんど完全な自由を享受するようになった。世界の資本市場は各国ともに非居住者に開放されるようになり、発展途上国の市場も次第に同様の方向にあるようになって来た。市場経済への移行過程にある東ヨーロッパ・旧ソ連邦諸国の改革の鍵となるものは、通貨の交換性と貿易の自由化の実施だが、これによって1914年以前と類似する世界市場の出現を見ることになった。

だが、最近のますます拡大する国際資本移動は、BISによれば、三つの点で1914年以前の自由な資本移動と異なっているとされる。すなわち為替相場の体制、金融資産の範囲、そして機関投資家の役割における相違である²⁾。

第一に、為替相場が当時よりはるかに変動が著しくなっている。ブレトンウッズ体制の崩

壊以降、資本流入の自由化は固定相場制度とは両立し難いことが明らかとなっている。かつては金本位制に対する強い信頼があったから、激しい資本移動も固定相場制度を損なうことがなかった。経常勘定の不均衡を埋めるためには、僅かの金利差があればよく、資本の流れが円滑に金融して固定相場制の安定化を支えていた。加えて、当時は資本の流れが実物投資に向かい、多くの場合それが多額の輸入を伴ったから、資本の移転が固定相場制に圧力を加えることなく実現された。外国からの投資が輸入増加を伴う場合には、資本流入が必ずしも為替相場に上昇圧力を加えるものでないことは、最近でも、アジアへの資本流入の大きな部分が、国内投資および投資財輸入の増加に結び付いているため、アジア地域の実質為替相場は比較的安定していることに示されて来た。これに対して、ラテンアメリカでは、外国資本の流入は証券投資および短期金融によるものが大きく、投資財の輸入増加と結び付くことが少なく、実質為替相場に対する強い上昇圧力となって来たのである。

第二に、取引される金融資産の範囲が、国内市場でも国際市場でも当時よりは大きく拡大している。加えて、このような資産が生む実質的収益は、当時よりはるかに多様となっている。BISによれば、主要6カ国の国際証券取引額は1993年後半で四半期当たり6兆ドルに達し、それは国際貿易額の約5～6倍となっている。そこで、外国為替市場における証券関連取引は貿易関連取引をはるかに上廻っている。このような証券取引による資本移動量の増加によって、外国為替市場は金融市場の心理的变化に一層敏感になっているのである。

第三に、機関投資家のウエートがはるかに拡

大している。1980年代の資本の流れを加速したのは、主として機関投資家の証券の分散化であった。この時期に、日本の保険会社の外国証券への分散投資が急速に進み、日本の大きな経常黒字にもかかわらず、外国金融資産に対する需要は円相場を押し下げる圧力となったが、1990年代に入ると日本の機関投資家は対外債権を削減しなければならなかった。ヨーロッパの機関投資家も1980年代には同様の動きを示したが、アメリカでは居住者の外国証券投資は比較的少なく、1990年代に入って投資分散が拡大し、年金基金や投資信託資金の外国投資が資本流出に加わり、為替相場に大きな影響を与えることになった。

2. 主要先進国からの資本流出額

主要先進国からのグロス資本流出額は、公的および短期銀行取引を除いて1980年代前半では1,000億ドル程度だったのが、1985～93年の期間では年平均5,000億ドルとなり、1993年では約8,500億ドルに達したと、BISは指摘している。かかる巨額の資本流出が約10年間継続したために、非居住者によって保有される金融資産が急速に増加し、それは国際金融市場の心理的变化に極めて敏感に反応するようになっていく。そこで、いずれかの国で非現実的な為替相場を維持しようとする試みや不適当なマクロ経済政策がとられると、それは金融・資本市場からの制裁を受けるという結果を招くことになる³⁾。

ネット資本移動も拡大したが、1980年代では、ほとんどが先進国間で行われ、日本が主たる資本輸出国で、アメリカが大きな資本輸入国であった。発展途上国にも比較的少額の資金は流れたが、国際的な債務危機の続発が、その地

表1 世界のネット資本の流れ

(単位 10億ドル, 年平均)

	1976~80	1981~85	1986~90	1991	1992	1993
アメリカ	-9.3	55.9	99.7	-13.5	24.4	41.3
日本	-0.3	-23.0	-63.9	-90.0	-118.9	-108.0
西ヨーロッパ	27.1	2.6	15.3	75.0	55.7	-20.6
発展途上国	15.8	40.9	37.4	126.4	143.0	159.5
アジア NIES	4.1	3.5	-6.0	3.5	5.0	7.2
その他アジア	6.4	15.2	22.3	36.0	48.1	50.0
ラテンアメリカ	22.6	12.5	8.8	34.2	57.5	67.4

(注) 公的金融ポジションの変化は除く。マイナスは資本流出。アジア NIES から香港を除く。

(出所) BIS, 64th Annual Report, P.149.

域への外国投資を阻害した(表1参照)。

だが、この傾向は1990年代初めに逆転し、1993年には発展途上国へのネット流入額は約1,600億ドルに増加した。とくにラテンアメリカとアジアの低賃銀の発展途上国向けが多かった。多くの発展途上国における構造改革の政策が次第に軌道に乗り、資本移動を引き戻すのに役立つのと、主要先進国における経済活動の低調とアメリカの短期金利が低くとどまっていたことが、発展途上国向け資本の流れを促進した。そして、1970年代と違って、資金の主たる利用者は公共部門でなく民間部門となっていた。

3. エマージング・マーケットへの資本の流れ

過去10年間の初め以来、大量の民間資本がエマージング・マーケット(新興市場 emerging markets)に流れて来た。OECD は指摘するが、OECD によるエマージング・マーケットは、アジア、ラテンアメリカ、そして中部・東ヨーロッパの非 OECD 諸国を指している。OECD による全民間資本フローには直接投資・証券投資そして銀行貸出が含まれるが、それは1989年450億ドル、1991年620億ドル、1992年

1,000億ドルとなり、これら諸国が1980年代を通じて外国からの資金調達が極めて困難であったから、1990年代に入ってからの外国資本フローの急速な増加がとくに注目されると述べている⁹⁾。

この突然の投資の流れが持続的なものであるかどうかに関しては、かなり疑問視する見方もある。1970年代から80年代初期にかけての発展途上国と東ヨーロッパ諸国への銀行貸出のブームは、極めて短期間で終わってしまったのに加えて、事例の多くは、外国銀行と投資家にとっては損失が、そして受入国にとっては幻滅が残っただけだった。そして、現在の投資の急増も特別の要因によるものと見るのである。OECD 諸国における低金利を補うために新市場の開拓を狙う資産マネージャーの努力や逃避資本の本国返還のような要因である。そこで、一度こうした一時的要因がなくなると、発展途上国に対する資本流入ははるかに小さなものになるかも知れないし、さらには大きな資金の引き揚げが起こるかも知れないと見る。あるいは、高度に分散した投資家グループの決定に依存する現在の資本フローのパターンは、資本の主たる供給者が国際金融機関と民間銀行であった以前の場合よりも、本来より一層ボラタイルであるかも

知れないとも主張されている。

これに対して、国際資本フローの現在の増加は、1970年代、80年代の貸出ブームよりも、十分に強固な根拠があるとする見方がある。とくにエマージング・マーケットにおける国際投資の最近の増加は、次の二つの点の複合的インパクトを反映するものであると主張される。第一に、過去10年間の発展途上国における構造改革による経済改善の見通しが、新たな大きな投資機会を開いたこと、第二に、民間資本を動員するグローバル金融市場の能力が大きく拡大されたことである。ただし、こうした見方をとるものであっても、リスクと不安定性は依然として存続しており、その顕在化の危険を忘れてはならないというのが、一般的認識であるといえよう。

II. 1970~80年代の国際銀行業 貸出

1. 1980年代初期までの国際銀行業と借手国

1970年代から80年代初めまでの発展途上国に対する貸出ブームの時期においては、貸手銀行は借手の民間企業ないし個別プロジェクトを対象に判断するというよりは、むしろ所与国(すなわちソブリン・リスク)の返済見込のアセスメントに大きく依拠して貸出決定を行っていたように思われる。そして、この銀行のビヘビアーは借手と銀行の特別の目的を反映するものであった。

大抵の借手国が貸手銀行に求めたのは、民間国内プロジェクトに対する金融よりも、政府ないし国有企業体に主として貸し出すことによ

て、国際収支不足金融を提供してくれることであった。ソブリン貸出ブームは発展途上国や中央計画経済諸国の開発政策と密接に結び付いていた。その結果、借手国は大規模な外国銀行貸出に依存していることになり、それ故に海外金融市場の変動によって大きな打撃を受けることになった⁹⁾。

大手借手国は一般に経済への高水準の国家干渉を保持していた。産業は広範に国有化されており、価格や資金配分に関する決定に政府は直接的影響力を持った。資金供給も補助金、クレジット割当計画ないし特別のクレジット・ファシリティなどを通じて、公的決定により直接供給されることになり、金融市場の経済に対する資金供給は限定的役割に止まった。同時に、発展途上国政府は、資金配分に関する彼等自身の計画に、外国銀行ないし国際投資家が干渉する決定を好まなかったのである。

そこで、外国金融機関に当てがわれる特別の役割は、国内開発計画を支えるために利用できる外貨総量を増加することであった。しばしば、政府は全借入必要額を見積り、予測される対外金融ギャップを充たすために、各種国家管理機関にこうした借入を企てることを指令した。多くの場合、民間企業は海外借入を為替管理で禁じられ、一方、通常高度に管理され規制されている国内金融組織は、目的とされる借手に特別の条件で資金を供給する役割を果たした。また、公的規制はしばしば国内金融市場で競争する外国金融機関の能力を厳しく制限した。

多くの外国銀行が最初からソブリン貸出を求めたわけではない。大抵の銀行は、コルレス銀行ないし多国籍企業とリンクした会社または十分の輸出能力を持った民間企業と取引すること

を好んだ。それにもかかわらず、銀行は大きなソブリン・エクスポージャーを實際上回避することは出来ないことが分かったのである。

この期間、銀行は第一義的に資産の成長を目指すビジネス戦略を追求していた。そして資産の成長目標に適合する比較的獲得可能な資産の Kategorie を追求した。そうした状況の下では、大きなシンジケート・ローンが、一般的に比較的风险の少ないものとして受容された。銀行はソブリン・リスク貸出に頼ることを必ずしも好ましいものとしてはいなかったにもかかわらず、銀行が資産成長戦略を追求する限り、結局は大規模なソブリン貸出を回避することは出来なくなってしまったのである⁹⁾。

政府・政府管理機関以外の借手に対する貸出も、ソブリン・リスクを減少させなかった。かかる企業への貸出は、一国が対外金融問題に直面するとか、突然の外貨不足に直面するとかすれば、元利払いが行われなことを示した。そうした場合には、コルレス銀行であろうと、非金融会社であろうと、貸出はリスケデューリングを免れ得なかったからである。

1970年代において、非 OECD 諸国は大抵保護主義政策を採り、国内需要を充足するため工業化を促進し、機会があれば外部金融による資金調達を求めた。積極的に輸出促進戦略を追求した幾つかのアジア諸国を例外として、大抵の発展途上国と中央計画経済諸国は輸出志向の成長を追求する能力は少なかった。国内開発戦略追求の諸国は、しばしば彼等の成長に対する束縛となった外貨の不足に見舞われた。国際銀行業から大規模に借り入れることが可能ならば、彼等の成長を促進する苦痛なき手段が提供されたものと考えられた。このパターンの拡大は1980年代初めまで続いた。だが、この時、国

際銀行業はもはや国際収支不足金融の規模にて貸出を行うことは困難になっていた。こうして、1982年以降の発展途上国の債務危機が到来することになった。

2. 1980年代中期以降の金融環境

1980年代初期に始まった債務危機を契機として、それ以降起こって来た考え方と政策の変化は全く驚くべきものであった。それ以前の開発モデルの一般に不満足な結果からして、多くの国が次々に開かれた市場志向の開発を選択するようになった。それは国内経済に関する政策決定においては、市場により大きな役割を引き渡すものであり、世界経済への統合においては、輸出志向の成長戦略を採用し、商品、サービス、資本の動きに関する制限と規制を削減しようとするものであった⁹⁾。

大抵の場合、こうした政策シフトは、外国債権者銀行がもはや開発の初期のパターンを支持しなくなってから、不可避的な成り行きであった。政策を変更する決定は、IMF と世界銀行によっても求められた。それらは投資のより大きな部分を国内貯蓄によって資金調達するよう求めるとともに、輸出志向の開発戦略へシフトすることの緊急の必要性について、発展途上国を納得させることに努めた。

国内的には、こうした政策スタンスの変化は、幾つかの点で具体化された。過度の需要とインフレが問題であった場合には、予算の赤字を削減し、インフレと闘う努力が行われた。マクロエコノミック・バランスを改善する努力に加えて、構造改革の包括的プログラムが着手された。かかる改革においては、資金の配分において市場の力により拡大する役割を与え、補助金は削減され、価格コントロールは除去され、

税体系はより中立的なものとなった。政府は市場規制の質の改善に努力するとともに、国内生産力の極めて大きな部分を占める国有企業の民営化を進めた⁹⁾。

構造改革を達成するには、金融部門の改革が死活的な重要性を持っていた。この改革は金融の自由化と政府に指令されたクレジット計画の低下に反映された。各種金融機関間の競争が許され、参入障壁が低下せしめられた。金融仲介機関と支払システムにおける技術の向上と、さらには適切な金融インフラストラクチャーの創出のために、会計的、法的、規制組織の改善も必要であった。

多くの国において、銀行の民営化が大規模に企てられ、外国機関は市場にアクセスする機会を増大することを許され、国内機関と対等に競争することが出来るようになった。ポートフォリオ資本に対する規制も相当に緩和された。国内証券市場の質を高めるための努力もなされた。

対外的には、多くの国が開発に死活的な重要性を持つものとして輸出の増進と多様化の目標を目指し、且つ貿易政策を自由化した。外国の直接投資に対する態度も基本的に変化した。かつては外国の直接投資は、国内市場のために技術の潜在的供給源と見なされていたが、また利益の送還を最小限にさせる必要のため、さらには国家主権に対する脅威を意味すると考えられたために、注意深くコントロールされねばならないとされて来た。

だが、いまや外国の直接投資は OECD 諸国の企業とパートナーシップを結ぶ手段と見なされ、最も先進の技術と経営能力に接近するための手段であり、生産開発、製造、分配、投資のグローバル・ネットワークに参入するための手

段でもあると考えられるようになっていった。そして、こうした発展途上国側の態度の変化は、工業国企業がロー・コスト国において輸出志向の子会社・関連会社を設立する動きと同時に起こって来たのである。

III. エマージング・マーケットへの直接投資

1. 直接投資の特徴と投資動機

発展途上国に対する外国直接投資 (FDI) 流入額は、1980年代後半以降、とくに90年代に入って急速に増加し、その世界総額に対するシェアも増加を続けている。BIS によれば、80年代前半の年平均180億ドルから1993年には740億ドルへと約4倍の大きさに達し、シェアにおいては30%台から40%以上に拡大している。OECD によれば、非 OECD 諸国向けで1982年200億ドルから1994年には800億ドルとなっている (表2参照)⁹⁾。

直接投資は極めて異なった動機によってなされ得るから、発展途上国向けの直接投資が OECD 諸国内の投資と同じ理由のためになされるとは限らない。OECD 内の直接投資は受入国の特別の条件とはほとんど関係のない産業的理由のために起こる可能性がある。例えば、製薬産業の再編成はますます国境を越えて起こっているが、その多くは OECD 諸国に所在する企業間で起こっていて、国際直接投資の成長に寄与している。非 OECD 地域の資金の流れには、同様のパターンは見られない。

非 OECD 地域向けの資金フローが増加したり、減少したりするのは、その地域内の傾向と関係があることは極めて少なく、むしろ OECD

表2 世界の直接投資

	(単位 10億ドル, 年平均)					
	1976-80	1981-85	1986-90	1991	1992	1993
流出計	39.5	43.0	162.8	184.5	173.5	173.4
先進国	38.7	41.3	154.0	173.3	158.9	152.5
うちアメリカ	16.9	8.4	25.1	29.1	34.8	50.2
日 本	2.3	5.1	32.1	30.7	17.2	13.7
イギリス	7.8	9.2	28.1	16.0	18.5	25.4
その他ヨーロッパ	9.8	14.6	59.4	90.1	85.1	54.2
発展途上国	0.8	1.7	8.9	11.2	14.5	20.8
うちアジア	0.1	1.1	7.8	9.3	12.9	19.0
ラテンアメリカ	0.2	0.2	0.6	1.2	0.3	0.5
流入計	31.8	52.6	147.6	152.5	140.3	175.7
先進国	25.3	34.9	124.1	111.0	85.9	101.5
うちアメリカ	9.0	19.1	53.1	24.0	2.4	31.5
日 本	0.1	0.3	0.3	1.4	2.7	0.1
イギリス	5.6	4.3	21.7	16.2	16.8	14.5
その他ヨーロッパ	8.7	9.9	38.8	57.5	54.1	50.7
発展途上国	6.5	17.7	23.5	41.6	54.4	74.2
うちアジア	2.1	4.9	13.7	23.3	32.7	47.5
東 欧	0.0	0.0	0.2	2.5	3.4	5.0
ラテンアメリカ	3.7	4.7	5.8	11.3	13.8	17.5

(出所) BIS, 64th Annual Report, P.93.

地域のフローの極めて大きな循環的変動の影響を受ける。そして、発展途上国世界へのフローにおいて最も顕著なことは、増加傾向が着実に上昇したということである。1985年以降、一度債務危機の影響が遠のくと、発展途上国への流入は、前述の如く1994年の800億ドルに到達するまで毎年増加を続けたのである。

この成長の背景には多くの要因があるが、一般的には、これら地域諸国の規制解除、民有化、自由化の進展が、投資を促す環境を作ったことである。だが、より重要なのは、投資の増加が、大量の投資を引きつけるこれら諸国の急速な経済成長を反映するものであるということである。外国直接投資は大部分が市場アクセスを考慮して行われるから、非 OECD 地域がその市場規模を拡大するにつれて、外国企業はますますその市場への投資に積極的になっ

表3 直接投資の主要受入国へのフロー累積額
1985~94年 (単位 10億ドル)

米 国	4,024.5	イ タ リ ア	325.2
イ ギ リ ス	1,722.8	メ キ シ コ	312.9
中 国	927.6	マ レ ー シ ア	252.1
フ ラ ン ス	854.7	ス ウ ェ ー デ ン	243.5
ス ペ イ ン	725.7	ア ルゼ ンチ ン	197.8
ベルギー、ルクセンブルク	630.4	ド イ ツ	187.8
カ ナ ダ	514.1	香 港	148.7
オーストラリア	493.0	ス イ ス	147.1
オ ラ ン ダ	452.9	タ イ	145.7
シンガポール	440.6	ブ ラ ジ ル	135.0

(注) メキシコは1994年半ばに OECD に加盟したので、非 OECD グループに含まれない。

(出所) OECD, Financial Market Trends, June 1996, P.54.

ていったと考えられる¹⁰⁾。

OECD は、1985~94年の期間について外国直接投資の主要受入国へのフロー累積額を示している (表3参照)。大抵の非 OECD 諸国に比して、多くの OECD 諸国が一般により大き

な市場規模を持っていることからして、上位10カ国中に非 OECD のものは2カ国に過ぎないが、上位20カ国の中では非 OECD 7カ国が登場する。外国直接投資を引きつける点で、これら7カ国は一般に OECD 諸国と有効に競争出来るが、問題はこのリストに表れない多くの国々にある。

非 OECD 地域における外国直接投資の明白な特徴の一つは、少数の国に対する極度の集中が続いていることである。過去10年間に非 OECD 諸国へのフローを集中的に受入れて来たのは、同じ7カ国であった。中国だけが1993~94年に突出して受入額を急増し非 OECD 地域流入額の40%以上を占めた。

非 OECD 地域における投資の増加には、ある共通の要素が認められる。前述の如く、投資企業の投資動機はしばしば市場アクセスの欲求にあるのだが、非 OECD 諸国への投資戦略は、過去においては、これら諸国の多くにおける高い関税障壁によって促進された。だが、輸出の障害となる関税障壁を回避することが唯一の動機であったならば、関税が引き下げられている諸国においても、現在投資活動が急激に活発化していることは説明出来ないことになる。

そこで、投資に対する第二の動機として原料へのアクセスが考えられ、それはラテンアメリカやアフリカにおいてはとくに重要である。企業はまた相対的に安くて豊富な労働力を利用出来ることを求める。特定の産業や国にとっては、このことは重要な考慮の要素である。ただし、この動機は全外国直接投資フローの中では、第二次的なものといっていよう¹¹⁾。

関税障壁や原料へのアクセスが全ての発展途上国における投資を特徴づける共通要素であるとしても、受入国によってとられるアプローチ

の仕方には差異がある。自由化の達成の程度、過去に採用された政策の範囲に相違があるから、多国籍企業ないし投資企業の投資決定は、受入地域ないし受入国によって受け入れられる投資の量と質に関して比較考量を必要とすることになる。

2. ラテンアメリカとプライヴァタイゼーション

歴史的に見て、ラテンアメリカは常に非 OECD 地域に対する外国直接投資フローにおいて大きなシェアを占めて来た。過去において、この地域の国は、十分の自然資源とともに、大きな相対的に豊かな市場を提供して来た。だが、直接的接収を含めて、投資家を敵視する政策が導入され、政治的不安定が続き、1980年代初期の債務危機が到来した時、この地域に対する外国直接投資のフローは急減してしまった。

ブラジルなどでは、かかる投資意欲を阻害する要因があったものの、なお高い関税障壁の背後での活動に意欲を持つ外国企業を誘引出来る十分に大きな市場を提供出来た。だが、かかる非競争的環境においては、外国企業の子会社は、技術、新規生産、競争の刺激などの条件で国際的に孤立化し、その国の国内企業と実質的に見分けがつかなくなっていく。グローバルな自動車産業の視点からすれば、そのブラジル部門は、生産性と生産物の質の条件で、世界のペースから落ちこぼれた停滞の物語であると言われ、ブラジルからの輸出の企ては失敗したとされている¹²⁾。

外国直接投資が当初受入国の関税障壁によってある程度誘引されるとしても、そうした障壁の除去が、その市場でのローカル生産を断念さ

せるものでないことも、ラテンアメリカの経験から知ることが出来る。地域市場の部分的開放が輸入の拡大を導き、それがこの地域にある多国籍企業の既存能力の拡大のための投資を促したという事例である。自動車産業のブラジルからの輸出が失敗であったとされるにもかかわらず、外国の自動車生産者がブラジル、アルゼンチンにおいて新規投資5カ年計画を推進したのは、ラテンアメリカの自動車市場の成長ポテンシャルが、大抵の OECD 諸国のそれを超えると思われたからであった。市場開発の初期の段階においては、先導者となるためにはローカル・プレゼンスが不可欠であるという認識によるといえよう。

ラテンアメリカ向け外国直接投資に対するプライヴァタイズーション (privatization) の効果も注目に値する。中部・東ヨーロッパの旧中央計画経済諸国におけるプライヴァタイズーションを別にすれば、ラテンアメリカの多くの国は、非 OECD 地域において最も積極的に国有を削減し、民有化への方向を推進している。ラテンアメリカの外国直接投資主要受入国にとって、1989～93年期間における全流入額の17%はプライヴァタイズーションの直接的結果であったとされている。幾つかの国では、その割合はより大きく、例えば、アルゼンチンは1991年の流入額の80%が、民有化された企業の株式の取得の結果であった¹⁹⁾。

多くのラテンアメリカ諸国において、プライヴァタイズーションの範囲が一層拡大すれば、それは中期的且つ継続的に投資を引きよせる要因となるだろう。こうした投資は、民有化という株式取得の唯一度の機会に対する反応とだけ見るべきものではなく、貿易の自由化の場合と同様に、プライヴァタイズーションから続いて

起る一層の競争的環境が、その市場で競争する企業に一層の投資拡大を促す刺激となっているからである。

IV. エマージング・マーケットへの証券投資

1. ポートフォリオの国際化とエマージング・マーケット

1970年代に銀行は慎重さの限度を超えてリスクを冒したと批判され、1980年代には非 OECD 諸国に対する今後のソブリン貸出を回避しようとする努力、通常の貿易金融とコルレス銀行業ビジネスに必要とされるものを除いては、極めて控え目の資産成長へと銀行戦略をシフトさせた。そして、その代わりに収益性重視とリスク・マネージメント機能の重要性を強調した。

銀行がクロス・ボーダー貸出に控え目になったのと同時期に、資本市場は大規模な国際化を伴う発展を経験していた。OECD 諸国において、市場はますます機関投資家に支配されるようになった。機関投資家はいまや利回りとリスク・マネージメント能力を増加する一層開発された手段と技術を拡大的に使用するようになった。広い、柔軟な、多様化した市場が金融市場商品、債券、株式、金融派生商品において出現するようになった。為替規制の撤廃とローカル市場、ユーロ市場の並行的成長と発展は、ポートフォリオの急速な国際化の拡大を導いた。

結果として、OECD 諸国の大抵の債券市場、株式市場において、いまや非居者の保有分が大きなシェアを占めるようになった。そして、1980年代末までには、国際化の過程は非 OECD 諸国にも拡大し始めた。ポートフォリ

オの分散化は、通常収益を増加し、リスクを抑える範囲を提供するものとされたから、エマージング・マーケットは大抵のポートフォリオにおいてある程度のウェイトを置かれねばならないと考えられた。その結果、国際的資産分散の過程が進み、ますます拡大していくことになった。いまや幾つかの OECD 諸国において、ポートフォリオの10～25%は外国資産に投資されるべきであるというのが標準となったとされた。そこで、エマージング・マーケットが期待される増加の小部分を受けとるものであっても、グローバル資本フローに対する影響の点からすれば、エマージング・マーケットのインパクトは無視し得ないものとなっていった²⁰⁾。

さらに、このことを超えて、エマージング・マーケットへの投資に積極的要素が加わった。OECD 諸国では緩慢な経済成長が通常のことと思われたが、一方、非 OECD 諸国では、ダイナミックな経済成長を持続する国や際立った政策転換を実施する国が増えていった。多くのエマージング・マーケットの賃銀コストの低さによる有利な生産性ポジションと、結果的に OECD 生産者と効果的に競争する能力とが、投資家の関心を一層喚起した。そして、こうした基礎的な改善と競争的利点を持つ国における金融組織の改革は、投資家にとって投資戦略の遂行を可能ならしめた。同時に、世界の投資産業においては、エマージング・マーケットにて投資を運用することを可能ならしめるインフラストラクチャーが開発された。それには調査、宣伝、モニタリング、主要市場の発行者、仲介者、取引所などに関する実務能力が含まれている。

大きな経済的潜在力、最近の改革を伴う新規市場の出現、高い利回りの期待は、1990年以降

エマージング・マーケットの投資に例外的に高い拡大をもたらした。そして、一度投資のインシアル・ラッシュが実現すると、成長はよりゆるやかなペースになるとしても、継続する傾向があった。最初にエマージング・マーケットにて高い利益が得られるとなると、利回り追求の投資家は、一層これらの市場に誘い寄せられた。新規証券発行の大抵のケースにおいて、投資家の関心は、スプレッドが実質的には低下した時ですら持続される傾向があったのである。

いまやエマージング・マーケットにて活動する投資家の層は、広範に多様化するようになっている。カンントリー・パフォーマンスを極めて詳細にモニターし、リスクと収益を審査し、これまで低評価されていた市場の変化に対応して、急速にポートフォリオを振り向けることに精通した専門的ファンド・マネージャーから、より高い平均的利回りを得るために、そのポートフォリオにおいて、エマージング・マーケットに関して相対的に低いリスクの債権を保有することを好む極めて保守的な機関投資家にいたるまで、投資家層は広い範囲にまたがっている。

特定の国や地域に専門化したファンドだけでなく、新しい重要な投資家のカテゴリーとして、世界的に特定の産業を目標にする「セクター投資家」(sectorial investors) といわれるものも出現している。これらはテレコミュニケーションや石油生産があるが、多くの場合、ポートフォリオ・マネージャーは目標とする産業部門での最良の収益見込みをエマージング・マーケットにおいて予想するところから、これら市場にかなり大きなポートフォリオ配分を行っている²¹⁾とされている。

2. 国際債券発行の回復

発展途上国と旧社会主義経済圏諸国の累積債務救済策によるリスケジュールに含まれる債務に関する取引は存在したが、1980年代を通じて、第二次市場取引は極めて希薄であった。だが、1989年のブレイディ・イニシアティブ (Brady initiative) 以来、銀行と債務国とは債務救済の各種プログラムに合意し、通常はクレジット増加を伴う取引可能なファシリティを与えられた。これに支えられて、経済状況が改善された諸国は、ようやく市場へのアクセスの可能性を持つようになった。

こうして、エマージング・マーケットには、今後リストラされる可能性のあるブレイディ以前の債務 (pre-Brady debt) の取引と、すでにリストラされたブレイディ債務 (Brady debt) の取引とがあることになった。投資専門家はこの種債務証券を経済見通しが悪化するにつれて買い、状況が改善するにつれて売却する傾向があり、こうした取引は市場に相当の活気を与えることになった¹⁶⁾。

市場参加者は、発展途上国向け貸出ブーム期そして債務危機の混乱の時期よりも、はるかに正確に債務証券の価格がリスクを反映していると考え、市場はいまや経済予測のかなり小さな変化にも敏感に反応するようになった。そして、リストラされた債務に関する市場がより流動的になるにつれて、新規発行市場も強く回復するようになったのである。

発展途上国、旧社会主義経済圏諸国による国際債券発行は、OECDによれば、1985年20億ドルから1991年85億ドル、1992年123億ドル、1993年414億ドルへと増加していった。コマーシャル・ペーパー、中期ノート (MTNs)

表4 国際資本市場のエマージング・マーケットへの資金供給

	(単位 10億ドル)				
	1991	1992	1993	1994	1995
南アメリカ					
債券	2.8	5.2	15.6	10.1	14.6
ローン	0.3	0.8	1.8	1.0	3.4
株式	4.0	2.2	3.0	2.8	2.1
ECP・EMTN	0.2	2.2	3.3	3.7	8.8
東アジア					
債券	4.2	5.8	20.0	25.1	18.2
ローン	14.6	11.7	15.7	19.8	26.3
株式	0.6	1.8	4.6	7.8	8.1
ECP・EMTN	0.4	1.7	1.6	3.8	13.3
中部・東ヨーロッパ					
債券	1.5	1.3	5.8	2.4	4.0
ローン	0.1	0.2	0.6	1.2	2.0
株式	0.1	-	-	0.2	0.4
ECP・ENTN	0.1	-	-	-	0.5

(出所) OECD, *Financial Market Trends*, Feb. 1996 & June 1996 により作成。

その他のプログラムの如きファシリティもまた、これら諸国で登場した (表4参照)。

少数の発展途上国政府による市場アクセスは維持されたが、国際債券市場へのアクセスの基本的変化は新規発行者の性格の変化であり、それは主としてラテンアメリカにおいてあてはまる。大抵の場合、債務者はもはや政府ではなく、民間企業であった。投資家はいまや国のクレジットワーシネスのアセスメントに頼るのではなく、返済を保証する収益のあることを求めているのである。

過去において困難に陥った国の新規債券発行に対しては、投資家層の多くは最初その証券を買う気にならないから、新規発行者は発行が成功するためには高いスプレッドを払わねばならない。そこで専門的能力のある投資家は、経済パフォーマンスが改善されつつあるが、まだ完全には市場価格に反映されていない状態を判断し、低格付けがなお一般投資家を排除してい

る間に、利益可能のポジションをとることが可能であった。

国際債券市場へのアクセスが可能になった経済的転回期にある国に対しては、幾層もの投資家を通じて投資が行われるようになった。最初の段階では、逃避資本の還流という形で、相当量の投資が当該国国民によって企てられた。次の段階では、リスクを受け入れる意思のある専門的投資家が市場に参入して来た。これには恐らくヘッジ・ファンド、続いて各種のエマージング・マーケット・ファンド、それから高利回債券を対象にするファンドなどが含まれた。さらに進んだ段階では、借手に対して投資グレードの格付けが行われるようになり、年金基金や保険会社の如き伝統的投資家にそれらは受け入れられるようになった¹⁷⁾。

新しい環境でのカントリー・リスクに関する投資家の見解は様々である。政府よりも他の借手を対象にする投資家は、しばしばカントリー・リスクに対する保護を求め、投資家の中には、伝統的カントリー・リスク分析が国際投資アセスメントの重要な部分と考える者も多かった。また、これまでの全概念が重要性を失わない、投資家はカントリー・リスクの環境においても操作可能であると考えた者もあった。ローカル市場の慣行、傾向、見通しなどの適確な分析を提供出来る専門家の役割の重要性とともに、強いローカル・プレゼンスを発展させることが、カントリー・リスクを最小限にする重要な技術を取得することになると考える市場参加者もあった。

以上は、主として外国ないし国際市場で主要取引通貨建てによって発行される発展途上国の確定利付証券に関してである。だが、国際投資家はエマージング・マーケットの国内確定利付

証券については、メキシコを例外として、極めて限定的な関心しか示さなかった。アジア諸国では、取引可能な政府証券が少なく、利回りがしばしば OECD 諸国よりも高くなかったから、確定利付証券市場は底が浅く、一方、メキシコ以外のラテンアメリカ諸国と移行期経済の東ヨーロッパ諸国はしばしばより高い収益を提供するとしても、これら諸国も十分な確定利付証券市場を持たなかった。それにもかかわらず、ローカル通貨での確定利付証券は、インフレが進行していない時には魅力的であり、とくに通貨が主要 OECD 諸国に対して比較的安定的に保たれている時には、その可能性があった。そこで、エマージング・マーケットがこうした条件を充している場合には、リスクに対する警戒心の弱い投資家からの関心がある程度引き付け始めている。

3. 国際エクイティ投資の拡大

国際投資における拡大分野の一つに、株式投資があった。確定利付証券投資の年間フロー額は、株式投資の年間フロー額を上回る傾きがあったが、国の数においては、債券による流入よりも株式による流入の方が多くなっている。OECD の見積りによれば、国際ポートフォリオ・エクイティのフロー (外国人による直接的購入と外国向けの特別ファシリティ) は、1989年27億ドルから1991年66億ドル、1992年95億ドルへと急増していた。

株式投資は国際ポートフォリオ投資家にとって幾つかの魅力があった。第一に、大抵の市場において、伝統的に他の投資をしにくいであった。第二に、株式はインフレと通貨の不安定に対するある種の保護を提供することになった。第三に、株式は投資家にとって状況が改善していく

環境下では、ポートフォリオの分散において重要な考慮の対象となった。第四に、エマージング・エクイティ・マーケットは、次第に合理的に評価されるようになって来た。第五に、OECD 諸国の投資家は、エマージング・マーケットからの資産を彼等のポートフォリオに加えることにより、全リスクを軽減するとともに、利回りを増加する機会があることを気付くようになった。とくにエマージング・マーケットは OECD 市場よりもより大きなボラティリティを示すとしても、OECD 市場との同時的変動は伝統的に小さい傾向があった¹⁹⁾。

大抵の国際的株式投資は、受取国の国内証券市場に登場するが、この場合、既述の国内証券市場の改革は、これまでなじみのない市場に参入しようとする投資家のちゅうちょを克服するために死活的な重要性を持った。加えて、国際投資家を目標にしたエクイティ手段が導入され

た。新規発行の国際的トランシエ、預託証券 (depository receipt)、カンントリー・フンドなどのファシリティの創設である¹⁹⁾。

発展途上国による特別の国際株式の発行は、1980年代半ばには実質的に無であったが、1990年10億ドル、1991年47億ドル、1993年82億ドルへと増加した。当初ラテンアメリカの発行者による発行がとくに活発であったが、93年以降はアジアの発行が急増している (表4参照)。

なお、BIS は国際収支統計から発展途上国の gross 証券投資流入額を見積っているが、1980年代後半では年間100億ドルを下回ったのが、1993年には900億ドル以上に増加している。それは発展途上国政府と企業による国際債券・エクイティ市場からの資金調達、外国からの発展途上国の取引所での株式その他証券の購入を含んでいる (表5参照)。

表5 世界の証券投資の流れ

(単位 10億ドル, 年平均)

	1976~80	1981~85	1986~90	1991	1992	1993
流出						
アメリカ	5.3	6.5	13.6	44.7	48.0	125.4
日本	3.4	25.0	85.9	74.3	34.4	51.7
西ヨーロッパ	6.2	27.7	82.1	148.1	168.4	260.6
イギリス	2.3	13.5	26.6	51.6	55.4	142.4
発展途上国	8.7	3.6	3.5	10.7	10.5	20.5
アジア NIES	0.1	0.2	1.2	2.3	2.3	3.1
その他アジア	0.0	0.0	0.2	0.3	0.5	2.0
ラテンアメリカ	0.2	0.1	2.3	7.7	6.4	14.8
流入						
アメリカ	5.2	29.4	44.7	54.0	67.2	103.9
日本	5.1	12.6	26.9	115.3	8.2	-11.1
西ヨーロッパ	16.7	25.9	99.1	185.5	221.8	396.5
イギリス	2.3	3.5	24.7	34.4	35.7	61.5
発展途上国	1.9	4.1	8.2	27.9	50.7	91.9
アジア NIES	0.1	0.5	0.3	4.2	7.3	13.8
その他アジア	0.2	1.7	1.3	0.9	0.4	9.7
ラテンアメリカ	1.3	1.2	5.4	22.0	39.7	67.9

(注) アジア NIES から香港を除く。

(出所) BIS, 64th Annual Report, p. 152.

ポートフォリオの分散化によって自らを守り、資産価格は低下するものもあることを前提にして、彼等の投資戦略を形成しなければならないのである。従って、エマージング・マーケットに対する資本フローの現在のパターンは、1970年代から1980年代初期までの銀行貸出ブームよりは、ある意味ではより健全な基礎の上にあるともいえよう。

だが、現在の状況におけるリスクは依然存在する。機関投資家と投資マネージャーは、1970年代の銀行の場合とある程度類似の収益高プレッシャー ("earnings pressures") に直面している。OECD 諸国における債券並びにマネー市場での収益が低下し、多くの OECD 株式市場が高コストと思われる状況が進むにつれて、ますますそうした圧力は強まる。かくて、多くの投資マネージャーは、注意深いリスク考慮を犠牲にして、結果的に攻撃的な資産成長追求に陥っていることになる。このことと関連して起こって来ることは、経済改革が不十分なしはるかに未達成のままである国々の証券が大量に購入されているという問題である。

1980年以前のシステムでは、借入国の政府当局が全資金必要額を見積り、それから国際市場にアプローチして、全必要額に見合う全借入額を見積った。現在は、一度投資家が新規エマージング・マーケットを発見する ("discover") と、その国の基礎的経済ニーズとは無関係に、大量の資本がその国に流れ込んで来るという危険性を絶えずはらんでいるのである。

2. メキシコの金融危機の教訓

かかる危険性の顕在化がラテンアメリカにおいて典型的に表れた。幾つかのラテンアメリカ諸国では、資本流入が国内通貨コントロールを

V. エマージング・マーケットのリスクと不安定性

1. システム的健全性の維持

エマージング・マーケット向け投資の1990年代における急激な増加について、その基本的特徴を積極的、肯定的視点からこれまで検討して来たので、以下では、システム的健全性と持続性の問題、換言すればエマージング・マーケットのリスクと不安定性について検討することにする。

まずシステム的健全性の問題について考えると、現在の状況は1970年代と質的に異なるといつてよいだろう。1970年代には少数のソブリン借手 (多少とも主だった借手は20カ国以下) が、比較的少数の銀行から借り入れていた。銀行は分散によって自己を守ることが出来ず、また、これら諸国に資産の大きな部分をリスクを冒して貸し込んでいた。このポジションは世界経済の不況局面において大きな打撃を受けることになった。債権者銀行は、国際機関の債務国救済策に歩調を合せて、債権者委員会を形成して事態の打開に努めねばならなかった。

現在の状況においては、銀行と投資家の多様なグループが、より多様な借手グループに対して、多様な債権 (株式、国際債券、その他の各種金融手段) を保有している。そして、1980年代初期における銀行の場合よりも、ソブリン・リスクに対するエクスポージャーの割合ははるかに少い。投資家の多くは、1970年代の銀行が自国銀行業のセーフティ・ネット (safty-nets) に頼ることが出来たのとは違って、アクセスすべきセーフティ・ネットを持たない。

阻害し、実質為替相場の騰貴をまねき、経常収支の不足を拡大し、そして国内資産価格のインフレの脅威をもたらす状況にあった。そして、一度投資家が問題のある市場についての幻想から目覚めると、この市場へのフローは急速に逆流し、投資家も借手も著しく不利な結果をまねく危険があったのである。

一般的に投資環境が改善されている限りにおいては、システムはうまく機能しているように見えるだろう。エマージング・マーケットのファンドにコミットする意志のある投資家層はますます多様化していった。リスクに比較的無頓着な投資家も増えた。だが、一国が経済状況の悪化に見舞われ、外からの金融圧力に直面するような事態に陥った場合においては、このシステムがテストされねばならないことは明らかであった。

アジアへの外国資本の流入は、実物資産への投資が多かったが、ラテンアメリカの場合には、外国資本は実物資産よりも短期的ゲインを求めての金融資産を選択することが多く、直接投資でも対外債務の株式化や民有化に伴うものが多かった。そして、資本の流入は銀行流動性の増加をまねき、銀行信用の拡大を導き、投資よりも消費ブームと連動した。1994年にOECD諸国の経済活動の好調と金利の上昇が続いた時、ラテンアメリカへの資本の流れは変化すると予想されたが、実際には、BISによれば外国資本のネット流入は1993年の570億ドルから同年330億ドルに激減していた。この主要原因がメキシコからの国内・外国資本の流出であった²⁰⁾。

1994年3月メキシコの政治危機がペソの下落を招き、政府は政府債をドル・リンク債に置き換えて不安の防止に努めたが、年末までに約

210億ドルが銀行組織から流出していた。このうち外国人所有分は170億ドルに達していた。ペソの下落と資本逃避は1995年初めまで続いたが、大規模な外国援助とIMFの安定化計画が発表され、貿易収支の改善と短期金利の上昇があったこともあって、春には事態は沈静化した。だが、同年4月に銀行の貸出総額の15%が不良債権化していたのである²¹⁾。

メキシコの金融危機の衝撃は、全てのエマージング・マーケットに対する投資のリスクを再認識させることになった。ペソの減価の後では、ラテンアメリカの発行者は国際債券市場から締め出され、アジアの借手にとっても条件は困難なものになった。株式発行もまた急減した。当初の衝撃はやがて吸収されたが、1995年上半期の資本流入は停滞的なものとなった。

最近のシステムがメキシコの金融危機によって逆戻りさせられたということは出来ないとしても、深刻な反省を迫るものであったことは間違いないだろう。そして、エマージング・マーケットが証券に対する国際的需要の低下に直面することになると、この市場の国内金融システムの相対的成熟度が問題となり、その未熟な国ほど受ける打撃は大きいということになるのである。

国際投資の多くは、保護預り取り決めや清算と決済のシステムなどの金融インフラストラクチャーの不十分な国に対しては一層警戒的となり、そこから手を引こうとする。文書化が不十分であったり、投資家に対する法的保護が不十分な場合も同様であろう。インサイダー取引や悪しき市場操作をコントロールする法律、規制的措置の十分に強くない国も嫌われるだろう。そして、とくに大きな投機的圧力が起こる場合には、国内銀行組織の健全性がテストされるこ

とになるのである。

既に述べたように、1990年以降エマージング・マーケットに対する投資が増加したことは、エマージング・マーケットにおける経済パフォーマンスの改善と良好な経済予測の期待があったからであった。従って、国際投資のプロセスが持続するためには、何よりも1980年代に始まったエマージング・マーケット諸国の改革の過程が継続され、より一層推進される必要がある。そして市場の参加者は、OECD諸国側であれ、エマージェント・マーケット側であれ、投資の増加がどちら側にとっても利益となっていると認識できるものでなければならぬのである。

VI. 1995～96年のエマージング・マーケット

1. 南アメリカ

南アメリカのエマージング・マーケットからの借手による国際資本市場へのアクセスは、メキシコの金融危機後の数カ月間は全く姿を消してしまい、同時に第二次市場の価格も急低下してしまった。だが、1995年第2四半期になると、南アメリカの借手による国際債券市場、外国債券市場へのアクセスが徐々に再開され、とくに15年振りにブラジルのソブリン発行の復活があったことは、南アメリカの他のソブリンその他の発行者にとって呼び水となるものであった。そして、同年下半期には南アメリカの発行活動は次第に活発化した。OECD地域の金利の低下につれて、多くの投資家が利回りの改善を求めて他の場所を選択し始めたことが、この地域からの発行者に有利に働いたとい

えよう。かくて、南アメリカ借手のユーロボンド、外国ボンドのオフリングは1955年には146億ドルに達し、同年に調達された額は1994年の総額より約45億ドル上回るようになった(表4参照)²²⁾。

OECD地域における標準的政府証券利回りの低下は1996年も続き、このことがますます多くの投資家をエマージング・マーケットに振り向かせることになった。同時に、幾つかのエマージング・マーケットに対する信用格付け度も引き上げられたから、とくに1996年後半には、エマージング・マーケットの発行者が一般的に証券の新規発行オフリングにおいて投資家の強い関心を引き付けた。1996年における南アメリカの借手による新規債券発行高は318億ドルに達し、前年を倍増した。とくにアルゼンチンとブラジルの新規発行がこの地域の他の国をはるかに上回っている(メキシコは1994年半ばにOECDに加盟しているので、OECD統計では非OECDグループの数字に含まれなくなった)²³⁾。

アルゼンチンの借手の発行高は137億ドル(前年53億ドル)に及び、ブラジルは128億ドル(前年63億ドル)で、同年第4四半期に両国の借手だけで約100億ドルの新規国際債券発行のオフリングをなしているのである。アルゼンチンの場合、中央政府が最も重要な借手で、国際債券市場での同年の調達額は100億ドルに達した。アルゼンチンの民間企業は20億ドル、銀行が10億ドルであった。ブラジルの場合には、銀行と民間企業がそれぞれ40億ドル、公的企業が30億ドル、中央政府が10億ドルであった(表6参照)²⁴⁾。

南アメリカの国際シンジケート・ローン市場での借入は活発でなかったが、1995年はアルゼ

表6 エマージング・マーケット借手の国際債券発行

(単位 10億ドル)

	1992	1993	1994	1995	1996
中南米					
メキシコ	2.9	9.4	6.5	6.2	19.7
ブラジル	2.8	6.1	3.8	6.3	12.8
アルゼンチン	1.5	6.1	5.1	5.3	13.7
東アジア					
韓国	3.2	5.6	5.4	8.9	14.2
タイ	0.7	2.2	3.3	1.4	4.9
香港	-	6.2	4.8	1.4	1.8
中国	1.3	3.0	3.8	1.8	4.2
東欧					
ハンガリー	1.2	4.8	1.7	3.3	0.3
チェコ共和国	-	0.7	0.4	-	0.5
スロバキア共和国	-	0.2	0.2	0.1	0.3

[出所] OECD, *Financial Market Trends*, Feb. 1996 & March 1997 より作成。

表7 エマージング・マーケット借手へのシンジケート・クレジット

(単位 10億ドル)

	1992	1993	1994	1995	1996
中南米					
メキシコ	0.2	0.4	0.7	0.8	0.6
ブラジル	0.2	0.2	-	0.4	0.2
アルゼンチン	-	0.4	0.6	1.5	0.7
チリ	0.4	0.3	0.1	0.7	1.8
ベネズエラ	0.2	0.8	-	-	-
コロンビア	-	0.1	0.3	0.8	1.0
アジア					
韓国	1.8	1.9	2.6	5.5	6.0
タイ	2.0	3.4	4.7	5.2	2.5
マレーシア	1.2	1.6	1.8	1.1	1.0
インドネシア	1.8	1.9	4.0	6.4	7.1
シンガポール	0.4	0.5	1.1	1.0	0.4
香港	1.0	2.0	1.3	1.0	2.6
中国	2.7	3.6	4.0	4.3	3.6
印度	0.2	-	0.6	1.4	2.1
東欧					
ハンガリー	0.2	0.3	0.8	0.5	1.8

[出所] OECD, *Financial Market Trends*, Feb. 1996 & March 1997 より作成。

ンチンの大口借入で34億ドルに増加し、96年もチリ向け大口取り決めがあって同水準の38億ドルとなった(表7参照)。

国際債券発行とは対照的に、南アメリカ株式の国際プレースメントは、1994年28億ドルから95年には21億ドルに低下し、96年は32億ドルであった。南アメリカ株式の国際的オフリングは、この地域の民有化の進展により増加が見込まれ、とくにブラジルの大規模なプライベート化計画の実施に左右されるものと予想される。

証券の第二次市場においては、通常最も流動性のあるエマージング・マーケット・債券とされるブレイディ・債券(Brady bond)の市場価格は、ソシエテ・ジェネラル(Société Générale)の調査によれば、メキシコの金融危機以降急低下したが、1995年5月危機以前の水準を回復して秋まで続き、年末上昇に転じて、56年2月にはピークに達している。しかし、3月急低下し、秋になって2月水準に戻し、その後さらに顕著に上昇している。債券価格の回復と上昇は、OECD地域の金利低下が背景にあり、投資家の高利回り追求を反映している。株式の市場価格もIFCの株価指数によれば、1995年初期に低下、3月に回復して秋まで比較的安定し、96年初め上昇に転じたが、3月に低下、以降年央まで緩慢に上昇、横ばい、年末から上昇という前年と同様のパターンで推移している²⁵⁾。

2. 東アジア

アジア諸国は1980年代を通じて国際金融市場へのアクセスを維持することが出来た。1980年代半ばの発展途上国による国際債券の発行は、ほとんど全てがアジア諸国によるもので

あった。相当量の国際銀行貸出が継続された僅かのケースもアジア諸国向けであった。アジアの幾つかの非OECD諸国は、高い国内貯蓄と積極的輸出志向政策の追求により、世界で投資に最も有望な地域と見られるようになって来たため、これら諸国向けの国際資金フローは急速に拡大し、同時に地域内資本の移動も拡大した。

賃銀が高所得国にて上昇する傾向があったから、多くの生産的企業が低所得国へ生産拠点を再展開したため、中・低所得国(マレーシア、タイ、インドネシア)が地域内投資の重要な受取手となり、製造業輸出の急速な成長を経験するようになった。同様に、中国が投資の重要な受取手となった。多くの場合、不十分ながら金融市場自由化の措置もとられつつある。

1995年に東アジアの大抵の国は債券・オフリングを顕著に減少し、発行は94年と同水準に止まったから、結果として、東アジアの総国際債券・オフリングは94年251億ドルから95年182億ドルに低下した。だが、韓国のみは54億ドルから89億ドルに増加した。96年は214億ドルだが、韓国が同年OECDに加盟したため、韓国の数字(142億ドル)はこれに含まれていない。重要な国はタイ(49億ドル)、中国(42億ドル)、インドネシア、フィリピン(各30億ドル)であった(表4、表6参照)。

国際シンジケート・ローンは1994年198億ドルから95年263億ドルへと増加し、96年は183億ドルが取り決められた(韓国は除かれる)。これとは対照的に、株式の国際的プレースメントは1994年78億ドル、95年81億ドル、96年96億ドルへと増加している。これはこの地域の幾つかの大きなプライベート化が刺激を与えたことによる。なお、株式の市場価格は96年

春以降やや緩慢な低下気味の横ばいを続けている²⁶⁾。

3. 中部・東ヨーロッパ

中部・東ヨーロッパ諸国において市場経済への組織的移行過程が継続しており、多くの国において世界市場の方向への貿易の転換に大きな達成が見られ、幾つかの国では、当初の価格の自由化と通貨の切下げが1989~91年の急激な価格上昇を引き起こすことになったが、ようやく安定化への途を進み始めた。1989年頃に始まった経済活動の下降の底から脱出して、94年頃から生産の成長が続いた国もあれば、なお經常勘定の不足に悩まされている国もある。

かくて、これら諸国では証券投資の流入はなお僅かだが、直接投資の実質的流入は幾つかの国で起こっている。そして、国内金融システムの改革の継続により、証券投資の相当の増加も可能である。これら諸国の1995年債券発行は約40億ドルで、前年を50%上回ったが、このうち30億ドル以上がハンガリーであった。同年6月ポーランド政府は5年間で2億5,000万ドルのオフリングをもって初めて国際債券市場に登場した。96年の発行高は17億ドルだが、これにはロシア連邦が11月に発行したソブリン・ユーロ債券10億ドルが含まれている。なお、96年にハンガリーとポーランドがOECDに加盟したので、その数字は発行総額から除外されている。株式の国際的プレースメントは幾々たるもので、大部分はプライベート化によるものであり、関連のものである²⁷⁾。

注

- 1) BIS, *64th Annual Report*, 1st April 1993-31st March 1994, 1994, p. 145.
- 2) *Ibid.*, pp. 146-147.
- 3) *Ibid.*, p. 149.
- 4) OECD, "Prospects for Capital Flows to Emerg-

- ing Markets", *Financial Market Trends*, Feb. 1994, p. 13.
- 5) *Ibid.*, p. 14.
- 6) *Ibid.*, p. 15.
- 7) 1980年代半ばにおいては、イギリスのサッチャー政権によるプライヴァタイゼーションが積極的に推進されており、ソ連ではゴルバチョフ政権によるペレストロイカ、グラスノチスが進展していた。こうした世界的政治経済の変化を背景にして、発展途上国の市場経済化、世界市場への統合の動きは、徐々に、それから急速に国から国へと浸透していった。
- 8) OECD, *op. cit.*, p. 16.
- 9) 1993年時点で、BISは外国直接投資の最も重要な展開は発展途上国への直接投資ブームであり、そのための三つの要因を挙げている。第一は、国際貿易においてアジア諸国の役割が大きく増大したこと、第二に、地域貿易協定が輸出志向生産活動の基地としての多くの国の魅力を高めたこと (NAFTAとメキシコ)、第三に、民有化 (東ヨーロッパ、アルゼンチン)。BIS, *op. cit.*, ch. 4, p. 94.
- 10) OECD, "Recent Trends in Foreign Direct Investment", *Financial Market Trends*, June 1996, p. 52.
- 11) *Ibid.*, p. 53.
- 12) *Ibid.*, p. 55.
- 13) *Ibid.*, p. 56.
 発展途上国の累積債務削減方法の一環として対外債務の株式化 (debt-equity conversion) があるが、主として1990年以降ラテンアメリカ諸国で活発に行われ、とくにアルゼンチンでは国有企業の民有化に関連して大規模に用いられた。
- 14) OECD, "Prospects for Capital Flows to Emerging Markets", *Financial Market Trends*, Feb. 1994, p. 18.
- 15) *Ibid.*, pp. 18-19.
- 16) *Ibid.*, p. 19.
 累積債務国の債務救済策としてのブレイディ・イニシアティブ (ないし提案) により、1989年7月メキシコ政府と債権銀行団の間で合意された内容は次のようなものであった。第一に、債権元本35%を削減し、メキシコ政府債と交換し、金利は従来通りとする。第二に、金利年率6.25%に軽減して債権と同額のメキシコ政府債と交換する。第三に、保有債権の25%相当額の新規資金を提供する。債権銀行はこの案のいずれか、ないし複数を選択出来るものとして、1990年3月に調印された。その後、国によって差異はあるものの、同種の救済案が次々に採られ、債権と交換された政府債がブレイディ・ボンドと呼ばれて、第二次市場で流通することになった。
- 17) *Ibid.*, p. 20.
- 18) *Ibid.*, p. 21.
- 19) エマージング・マーケット向けエクイティ・フローには次のようなものがある。第一に、エマージング・マーケットの株式に直接的に投資、第二に、先進国市場上場の発展途上国企業の株式に間接的に投資、第三に、オー
- ブンまたはクローズドエンド型ミューチュアル・ファン
- ド、投資信託、投資会社によるもの、第四に、エマージング・マーケット企業の預託証券。
- 20) BIS, *65th Annual Report*, 1st April 1994-31st March 1995, 1995, p. 144.
- 21) *Ibid.*, pp. 160-161; Sebastian Edwards, *Crisis and Reform in Latin America*, 1995, pp. 296-302.
- 22) OECD, "Overview, Emerging markets", *Financial Market Trends*, Feb. 1996, p. 48.
- 23) OECD, "Overview, Emerging markets", *Financial Market Trends*, March 1997, p. 41.
- 24) *Ibid.*, p. 42.
- 25) *Ibid.*, pp. 43-44.
- 26) BISはアジアへの銀行貸出が1995年にかつてない量に達したことに四つの特徴を指摘している。第一に、総額の三分の二は短期インターバンク形態である。第二に、95年末までにタイ (363億ドル) は韓国 (223億ドル)、メキシコ、ブラジルを超えて、発展途上国における最大の銀行借手になった。第三に、アジアへの貸出資金の大部分は日本から来ている。第四に、エクイティ・確定利市場の狭隘さは資本フローが銀行を通じて供給されることを意味する。BIS, *66th Annual Report*, 1st April 1995-31st March 1996, 1996, pp. 143-44.
- 27) 東ヨーロッパに対する直接投資は、世界銀行の調査によれば、1989~95年間に流入した累積額で、ハンガリーが106億ドル、ポーランドが65億ドル、チェコ共和国が40億ドル、ロシアが39億ドル、ルーマニアが11億ドルとなり、他はまだ微々たるものである。World Bank, "From Plan to Market", *World Development Report 1996*, 1996, p. 64.

(追記)

本稿は紙幅の制約があるため、主として中南米のエマージング・マーケットについて述べるに止めて1997年5月初めに脱稿したが、その後7月初めにタイがパーツを主要通貨によるバスケット方式から管理フロート制に移し、実質上パーツの大幅切り下げに踏み切ったため、これにつられてアジア各国通貨の下落が次々に波及してアジアの通貨危機の様相を呈し、メキシコの金融危機に次いで再びエマージング・マーケットのはらむ危険性を露呈することになった。通貨危機は単に投機にさらされた混乱に止まるものではなく、アジア各国の構造改革の不十分なし未達成に関連する奥深い要因があると思われる、改めて検討が必要である。

(元拓殖大学教授)