

グローバルなショックと現地の市場：新興国のソブリン債市場を巡る情勢変化

本章では、新興国市場や発展途上国(EMDE)における債務残高の上昇(中国を除くと約 12 兆ドル)を踏まえ、現地債務市場の動向と、グローバルなショックに対する脆弱性を検討する。多くの EMDE およびその現地債務市場は、種々のグローバルなショックに対して頑健性を示してきたが、深刻なストレスとマクロ経済の不安定性に直面した国々もあり、その対比を行うことで、国内債務市場の変化に起因する構造的かつ市場面での課題が浮き彫りになる。

EMDE は、2013 年のテーパータントラムのようなグローバルなショックが起きると、国内の現地通貨建て債券市場(LCBM)から大規模に資金が流出し、金融面でのストレスに見舞われてきた。その結果、EMDE は資金調達戦略において、国内の買い手の役割を拡充しようと努めてきた。また、現地通貨建て債券は、継続的なドル高を主要因に、過去 10 年間、リターンが低迷しており、世界中の投資家にとってあまり魅力的でない資産クラスとなってきた。こうした動きを背景に、EMDE では、自国通貨建て債務の国内引き受けを拡充するか、引き続き外貨建てソブリン債の発行や国外借り入れに依存するか、という主にふたつの選択肢があった。

一部の主要な新興国市場は、概して、現地通貨建ての発行に依拠することができている。現地通貨建ての発行は、国内の貯蓄が増えるもとで、ノンバンク金融機関を中心とする国内投資家により一段と消化されるようになってきている。このことは、通貨のミスマッチや、外国人投資家による資金流出から生じるリスクを軽減することに貢献している。他方で、いくつかの EMDE では、国内銀行や中央銀行から、満期までの期間が比較的短い借り入れを増やしているほか、しばしば、高利の外貨建て債券に依存し続ける姿となっている。このほか、一部の EMDE では、公的債務負担が持続不可能な状況に陥り、国内の債務再編に頼らざるを得なくなっている。

本章では、LCBM において、債務発行の内訳や投資家の消化力、市場構造の変化が、外的ショックに対する頑健性にどのような影響を及ぼしてきたかを検証する。グローバルなショックが LCBM に与える影響を推計するほか、それが外国投資家と国内投資家の参加比率や、国内銀行とノンバンク金融機関の参加比率の違いとどのように関連しているかを推計する。実証分析の結果から、グローバルなショックに対する国内市場の感応度は、外国人投資家が多いほど高まる関係にあるのに対して、国内投資家(特に銀行)の存在は、その感応度の低下と関係していることが明らかになった。

こうした結果は、現地通貨建て債券の買い手として国内投資家が多いほどグローバルなショックに対する頑健性が高まる傾向にあることを示唆しているが、だからといって国内の買い手が多い方が常に良いというわけではない。とりわけ金融抑圧がある場合における、国内の発行・消化への過度な依存に起因する問題についても検討する。この点、本章では、過剰借り入れのリスクと、国内銀行が過度にソブリン債を消化した場合(すなわちソブリンと銀行の連関)に生じうる負のフィードバックループに光を当てる。ソブリンと銀行の連関は、債務危機や債務再編の際に、金融安定への大きな悪影響につながりかねない。

最後に、本章では頑健な LCBM を築くための政策アドバイスを提示する。国内貯蓄の拡大や安定したマクロ金融環境の確保など、マクロ経済のファンダメンタルズを改善することは引き続き不可欠であるが、貯蓄を、健全に機能する国内市場へ振り向けるためには、強固な政策の枠組みと頑健な金融市場システ

ムが重要となる。基盤となる市場インフラの整備、法的安定性の確保、そして健全な債務管理慣行や市場とのコミュニケーションによる投資家層の拡大に向けた継続的な取り組みが求められる。