

変動期の新興市場国

新興市場国の今後の見通しについてマムード・プラダンが
リチャード・ハウスとデビッド・ルービンの両氏と語る。

この1年間に新興市場国資産は驚くべき底堅さを示し、新型コロナウイルスのパンデミック発生当初に見られたより悲観的な予測を裏切ることになった。先進国の中央銀行が行った非常に大規模な流動性注入が有益であったことには疑いの余地がない。しかし、新興市場国の中にもより大きな政策余地を見出した国があり、それには先進国でしか行えないと多くの人が考えてきた非伝統的な金融政策の活用も含まれる。とはいえ、今回の危機は爪痕を残すことになるだろう。新興市場国と低所得国の債務負担はかつてない水準に高まりつつある。世界的な流動性の潮目が変わった場合には、資金面で支援を必要とする国が増えるのだろうか？また、民間投資家は進んで負担を分担するだろうか？

本稿では、新興国債券市場での経験が豊富な専門家2人から話を伺う。アリアンツ・グローバル・インベスターズで新興国債券担当チーフインベストメントオフィサーを務めるリチャード・ハウス氏とシティバンク新興国部門責任者のデビッド・ルービン氏を迎え、新興国資産クラスの成熟が悪影響を抑えるのに貢献し、また、当該資産の耐性とより正常な世界の流動性環境への回帰にとって良い兆候となっている理由を聞いた。一方で、2人は一部の国では調整によって生じる負担を民間部門も負う必要があるとも見ている。さらに両氏は、国際通貨基金（IMF）を含む公的部門に対して、各国がESG（環境・社会・ガバナンス）基準に沿った債券発行の需要増大をうまく活かせるよう支援することも求めている。

ファイナンス&ディベロップメント（F&D）：新興国資産クラスがパンデミック下で好調に推移したことは意外でしたか？

リチャード・ハウス：意外ではありませんでした。それには2つの理由があります。まず、新興国資産クラスは以前よりもずっと多様化が進んでいます。第二に、今では資産所有者の大半が国内です。25年前に私がこの仕事を始めた時には、選択肢となる国は数えるほどしかなく、こうした資産クラスは私たちのような外国人投資家が独占していました。今日では、選択肢となる国は80を超え、社債を含めた外国人保有比率は平均で約20%となっています。国内保有比率が高いことでコンテンツ（伝播）が抑制されるため、全体として資産クラスの耐性が高まっています。

デビッド・ルービン：保健危機があまりにも壊滅的な規模だったために、どんな結果が生じてもおかしくないと思われました。しかし、3月下旬に始まった米国の実質金利の急落が決定的に重要でした。過去40年の歴史から、そうした状況下では、資本が新興市場国に向かうと判明しています。2020年、新興市場国の借り手によるユーロ債の発行は通年で約8,000億ドルに上り、2019年の発行額を10%以上上回りました。この点は特に驚きでした。というのも、多くの新興市場国では景気後退に伴う経常赤字縮小を受けて対外資金調達ニーズが低下したからです。

F&D：先進国で長期利回りが正常化し、中央銀行が



リチャード・ハウス



デビッド・ルービン

資産買い入れを縮小し始めた場合には何が起ころうでしょうか？

ルービン：1970年代以降、米国金利の上昇は新興国の資本フローにとって脅威となってきました。最近も、米国10年債が若干の上昇を見せたことで、多少の混乱が生じました。しかし、米国10年債の利回りが実質マイナスで推移し続けているとすれば、それはどのような歴史的基準に照らしても法外に低いものです。その状態が続く限り、重大な資本流出の脅威は封じ込められるはずで

F&D：お2人とも外国人投資家への依存度が下がったことで新興市場国の耐性が高まっているとの見方です。しかし、外国人投資家は各国間の差別化に長けているという点もありますか？それとも、先進国による大規模な政策対応の結果、違いが見えにくくなっているのでしょうか？

ハウス：昨年前半にはほぼすべての資産クラスが急落しましたが、その後力強い反発を見せました。流動性の注入が一部の問題を覆い隠していますが、どこでもそうだというわけではありません。流動性の潮位が上昇した結果、確かに多くの船が押し上げられている一方で、最終的に資産価格を左右するのはマクロ要因と政治的要因です。差別化は妥当に行われており、ソブリン債と為替に関してはこの点が確実に言えます。

ルービン：昨年一番の驚きは、新興市場国がほぼすべて金融政策を緩和できたことでした。この背景にあるのは、2020年3月に米連邦準備制度が要するに「私たちに任せろ、大丈夫だ」と述べたことです。これが大きな助けとなりました。このことは、金融政策が新興市場国にとっても救援策になりうるという非常に強力なシグナルとなりました。他方、財政政策に関しては、先進国と同等の財政力を有していない国が多く、より困難であることがわかりました。

F&D：長期金利の上昇が米国の成長加速を理由とするものであれば、それは借入コスト上昇による影響を相殺することになるのでしょうか？

ルービン：通常の場合であれば、そうはならないでしょう。米国の金融環境がタイト化する場合、新興市場国では輸出増からのメリットよりも資本流出によるデメリットの方が大きいと思います。なぜかという、近年、世界の投資・貿易・一次産品価格を一番大きく左右してきたのは米国ではなく中国だからです。新興市場国の資本勘定はワシントンでの決定の影響を受けますが、経常収支への影響は北京の方が大きくなっています。

米国で成長が減速し、それに伴う低金利によって資本が新興市場国に流れ、他方で中国の成長が加速して貿易と投資が押し上げられる、というのが組み合わせとしては理想的でしょう。バイデン大統領のインフラ投資計画によって米国が世界的な投資の伸びを具現化する力を高めれば、特に中国が消費に重点を移す場合に、新興市場国にとってプラスになると考えられます。

F&D：新興市場国はより積極的に非伝統的政策を活用しました。このことは、一部の国では以前考えられていたよりも利用可能なツールがあったことを示唆しているのでしょうか？

ハウス：一般化するの是非常に困難です。量的緩和にはいくつかの異なった形態が見られました。ですが、わずか数年前と比べても、どの中央銀行も従来の枠にとられないようになってきました。新興市場国は量的緩和を行えない、あるいは大混乱が生じるといった見方は遠い昔のものになっています。

ルービン：大きな多様性が見られます。例えばインドでは、拡張的な財政政策を発表すると同時に、債券利回りの上昇を抑制することに成功しています。他の国が同じことを行おうとすれば、大規模な資本流出が生じるでしょう。その違いは、多くの場合、各国の潜在成長力に対する市場の信頼に由来しますが、各国の資本勘定の開放度にもよります。

F&D：債務負担の高まりについてはどの程度懸念していますか？新興市場国と特に低所得国は、成長によって債務を克服できるのでしょうか？

ハウス：コロナ禍の財政的な影響に対処することは、世界的な問題です。個人的には、各国間の成長率格差が当面の懸念だと考えます。残念ながら、新興市場国ではワクチン普及が先進国よりもかなり遅くなるでしょう。市場はこうした格差に注意を払っていません。新興市場国では景気が持ち直すでしょうが、債務の対GDP比がコロナ前の水準に下がるまでには何年もかかるだろうと思います。

ルービン：私も同意見です。多額の外貨建て債務が蓄積されれば、その方がずっと危険ですが、現状ではそのような状況にはまだほど遠いです。対外債務返済

比率や債務の対外貨準備比率といった指標は歴史的に見て過度に悪化しているようには見えません。米国金利が低いことから、債務返済コストは低いまま推移するでしょう。1980年代と1990年代の危機では、新興市場国におけるドル資産不足が共通して見られました。この20年間に、新興市場国の多くは外貨準備を蓄積すべく多大な努力を行ってきました。一部の国では、国内の債務問題の方がより深刻になっています。投資家やIMFにはこの点についての経験がほとんどなく、そうした危機がどのようなものになるかわかっていません。過去40年間に私たちが経験したことは、大半が対外債務に関するものでした。

ハウス：最大の違いは、固定為替レートが幸い過去のものになったという点です。ですので、大規模でシステミックな新興国危機が再来するとは思いません。一部の国では企業レベルで危機が起こるかもしれませんが、国レベルではまずないでしょう。

F&D：資金面でIMFや他の多国間機関から支援を必要とする国が多く出ると思いますか？また、民間部門は調整に伴う負担を分担するのでしょうか？

ハウス：2021年第1四半期には、米国債のかなり大きな価格調整が起こったにもかかわらず、新興市場国では公債・社債の発行が過去最高規模となっています。流動性や債務返済能力の問題を抱えた一部の国は、IMFによる一層の支援や、場合によっては債務再編への民間部門の参加を必要とすることになるでしょう。政府バランスシート分析の初歩を理解する人の中では、そうした国の存在は周知の事実となっています。コンテジョンが生じるとは思いません。アルゼンチンやエクアドル、レバノンにおける直近のデフォルト・債務再編においてもコンテジョンは発生しませんでした。今回だけ異なるとは考えられません。債務が明らかに持続不可能となる場合には、民間部門の参加が絶対に必要となります。

ルービン：ポートフォリオマネージャーはリスク評価が仕事です。IMFが債務延滞国向けの融資政策を最初に導入したのは1980年代のことです。民間債権者が今もなおIMFによって救済されると考えているとすれば、彼らは自らの仕事をきちんと果たしていないこととなります。

F&D：新興市場国と低所得国は、ESGに沿った資金調達の需要の高まりから恩恵を受けることができるでしょうか？

ハウス：これは萌芽期にある資産クラスですが、非常に大きな可能性を秘めています。現時点では推定で160億ドルと、新興市場国で運用されている資金全体の4%を占めているにすぎません。しかし、今やあらゆる

投資家がこうした資産を求めており、私が顧客と行っている打ち合わせの4分の3もこうした投資の戦略に関するものとなっています。

IMFには、小国が参加できるよう支援する上で果たせる役割があります。特に、IMFは小国による国連の持続可能な開発目標（SDGs）達成を支援すべく取り組んでいるからです。現在ではグリーンボンドやソーシャルボンド、サステナブルボンドに関して国際的に用いられている原則があり、多くの公的データと民間データが利用可能になっています。IMFは、エンゲージメントと報告の監視において貢献が可能です。

F&D：IMFは各国のグリーンボンド発行能力構築支援に注力すべきでしょうか。それとも、監視と規制執行に集中すべきでしょうか？

ハウス：そうした債券を各国が発行できるようにする支援については投資銀行が積極的です。IMFは、監視とエンゲージメントに関して、そしてとりわけ社会面とガバナンス面に関して、より大きな貢献を果たしうるでしょう。IMFの諸報告書でこうした問題が取り上げられていることには勇気づけられます。各国との対話が非常に重要です。この点は投資家がいつも提起する問題です。

ルービン：お金に色はついていないので、これは複雑な分野となります。グリーン案件への投資や農村地域における学校建設のために資金を調達していると述べる国がある場合、どのくらいそれが確実だと言えるでしょうか。

もうひとつの問題は、ESG格付けと1人あたりGDPの間に強い相関関係があることです。グリーンボンドや社会的責任債券が世界の各市場により定着していく中で、予想に反する結果が生じうることを私は心配しています。低所得国への資本フローがリスクにさらされる可能性があります。

F&D：しかし、各国政府に悪しき慣行をやめさせるべく経済的圧力をかける上では、まさにその点こそが重要なのではないですか？

ルービン：投資家はESGについてリスクベースの評価を行うことに慣れていません。社会とガバナンスの側面も信用リスクの一端を成しており、常に分析の中に含まれてきました。しかし、次第に価値を重視する投資が行われるようになっていきます。例えば、「この国はジャーナリストに対する扱いがひどいので、それが改善されるまでは投資はできないだろう」というものです。この種の考え方が投資プロセスに浸透する場合、それが誰を利することになるのか私にはよくわかりません。投資家が行きうる影響力によって、結局は一定の状況が固定化することになりかねないからです。FD

マムード・プラダンはIMFの欧州局副局長。