



1兆ドルの疑問：誰が新興市場のソブリン債を保有しているか。

サーカン・アルスラナルプ、津田尊弘

2014年3月5日

新興市場国・地域の債権を誰が保有しているか—これに注目すべき理由は1兆あります。1兆というのは、世界の投資家が新興市場国・地域のソブリン債に投資している額だからです（1兆ドル）。誰がどのくらい保有し、なぜ時間とともにこれが変化するか。これらの質問は、そこに潜む様々なリスクを浮き彫りにします。突然の資金の引き揚げは国にマイナスの影響を及ぼします。また、投資家層の変化は、政府の借入れコストにも影響を及ぼす可能性があります。

投資家が次に何をするか。これは新興市場にとって大きな問題ですが、[我々の最新の分析](#)により、誰が債権を保有しているかが明らかになりました。自らの投資家についての理解を深めることで、潜在的なリスクとその対処法をより良く理解することができるのです。

何が起きているか

我々は、先進国・地域のソブリン債について調査するために[昨年開発した](#)アプローチを用い、新興市場国・地域のソブリン債の投資家層に関して、比較可能で標準化された推定値をまとめました。

我々は[24の新興市場国のデータ](#)を用いましたが、これは更なるリサーチに関心がある方に活用していただけるようになっています（図1）。データの対象期間は、2004年から2013年6月までです。

我々の推計によると、2010年から2012年だけで外国人投資家が5,000億ドルを新興市場のソブリン債に注ぎ込みました。その大半は、外国の銀行以外の金融機関（大規模な機関投資家や、ヘッジファンド、政府系投資ファンド：SWF）です。2012年末時点で、こうした投資家は約8,000億ドルの債権（全体の80%）を保有していました。

また、我々は外国の中央銀行が400～800億ドルの債権を保有していたと推定しており、その保有内容はブラジル、中国、インドネシア、ポーランド、マレーシア、メキシコ、及び南アフリカの7カ国に集中しているようです。

過去10年にわたりなぜこうした資金が新興市場に注がれたか。これは公的債務管理の向上が一部関係しています。特に、新興市場国・地域はその債務プロファイルの満期を延長し、変動利付債の発行を縮小し、外貨建て債務を減らしました。これにより、こうした国々の公的部門のバランスシートは、為替や金利のショックへの耐性が増し、ソブリン債の供給側のリスクが減少したのです。この結果もあって、新興市場国・地域のソブリン債への外国から

の関心が近年高まったのでした。

新興市場国・地域のソブリン債市場に外国人がより多く参加するということは、主に需要サイドに、機会とともに新たなリスクを生み出します。外国人がソブリン債市場により多く参加するということは、借入れコストの減少のみならずより広く投資家間でリスクを分散することにつながります。しかし同時に、これは各国の外国からの資金調達リスクが高まることにもなるのです。さらに言うならば、各国の投資家の視点を理解するということは、ソブリン債のグローバルな需要の動向を理解するうえで不可欠です。世界の投資家の国別の配分の変化は、多くの国に一度に影響することから、大きな意味を持っています。

世界金融危機の前、間、その後

我々は、世界金融危機の「前・間・その後」という異なる3期間で外国人投資家が新興市場国・地域を選別していることを発見しました。危機前は、一定程度国による違いが存在し、資金が流入する国もあれば流出に直面する国もありました。多くの例に漏れず、この差は金融危機の間に著しく拡大しました。しかし第3の期間（2010～2012年）では、外国からのフローが恒常的にプラスとなり、大きな違いは見られなくなりました（図2）。

こうした流入は、この期間に多くの新興市場国・地域で経済のファンダメンタルズが改善したことで一部説明することができます。2010～2012年には、コロンビア、インドネシア、ラトビア、ルーマニア、ウルグアイの5カ国が投資適格に格上げされ、又はその地位を回復しました。大部分の新興市場国・地域が危機を上手く乗り切り比較的早い段階で高成長軌道に回帰しました。これが、こういった国・地域の通貨上昇の期待を高め、外国投資家の需要をひきつけた可能性もあります。同時に、この間、信用格付けが引き下げられた又は変更がなかった国々でさえ、先進国・地域の金利がゼロ近傍であることを背景に、流入が続ききました。

新興市場国・地域は備えることができる

昨年、我々は外国からの資金の突然の停止がソブリン債市場にどのような影響を与え得るかを検証する枠組みを開発しました。我々は最新の分析で、異なる状況下で何が起こりえるかを見極めるべく、様々な可能性を示すシナリオを用い検証しました。ここでの我々の目的は、ショックの影響を分析することでありショックの可能性を予測することではありません。

それぞれのシナリオは、外国人のソブリン債市場への一定の参加レベルのもと、以下のような特徴を持つ国々が、外国からの資金調達リスクの影響を受けにくい可能性を示しています。

- 債務の対GDP比率がより低い
- グロスの資金調達ニーズがより低い
- 国内の金融システムがより発展している
- 外生ショックに対する防護として流動性バッファーをより多く備えている

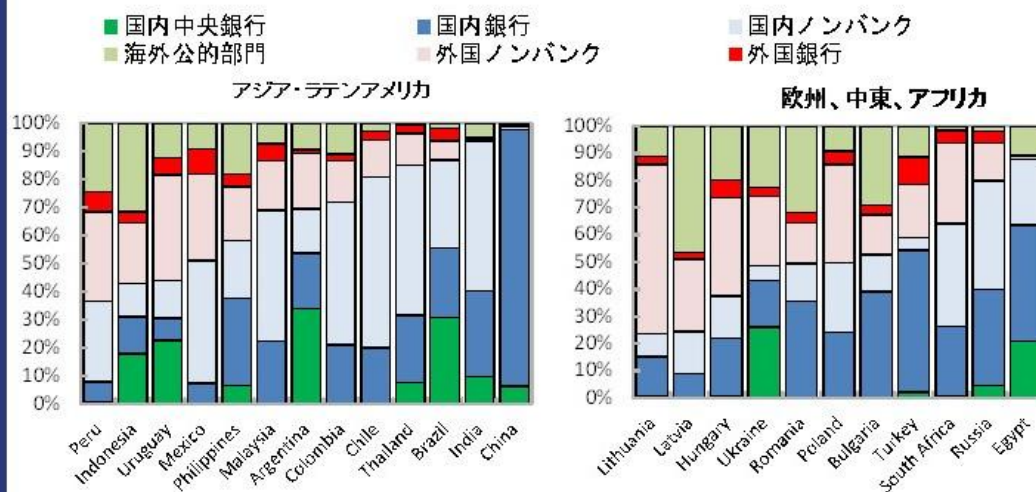
これらシナリオは、ソブリン債の満期の延長、国内投資家層の開発、外国の資金の突然の流

出の負の影響の緩和のために流動性バッファーを維持することがそれぞれ重要であることを示しています。メキシコやポーランドなどこうした緩和手段を備えた国々が、ソブリン債の外国人所有がより高かったにもかかわらず、2013年の夏に債券利回りへのプレッシャーをそれほど受けなかったのです。

以上のことから、新興市場国・地域は、誰がその債権をどのくらい長く保有しているかを注意深く見極める必要があるのです。また、そのニーズを把握するために、投資家層とのコミュニケーションを強化する必要もあるでしょう。

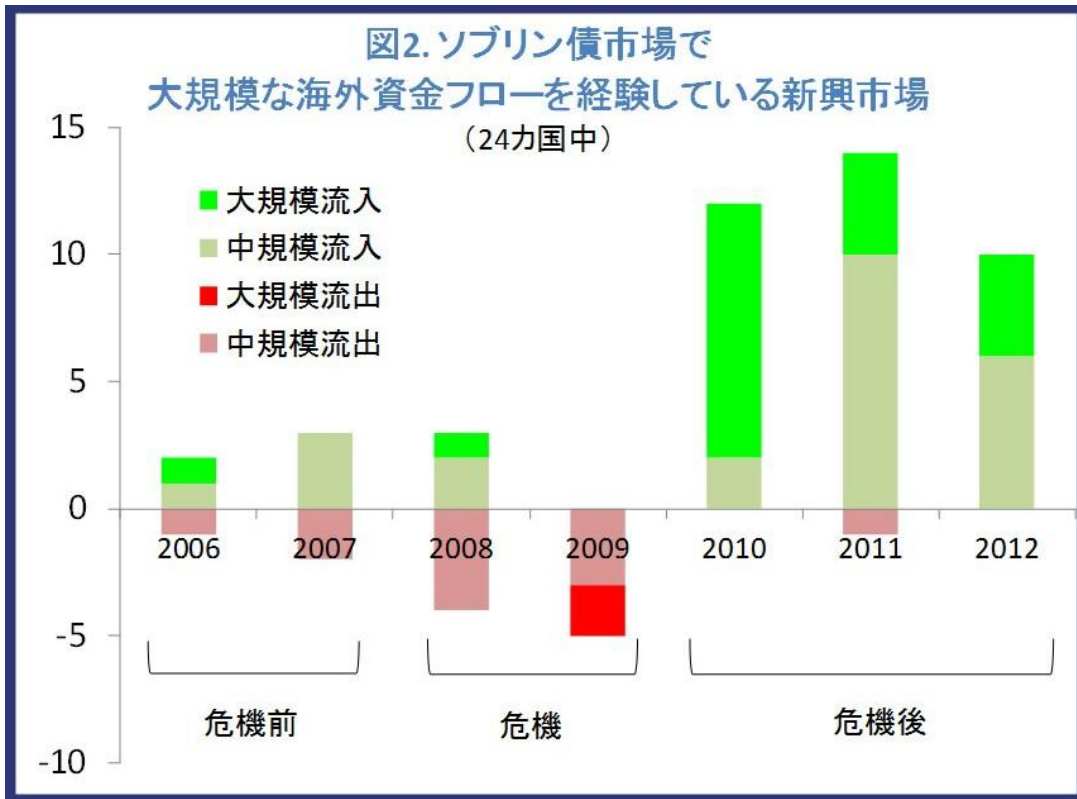
新興市場の債権の外国人所有の利点とリスクを理解することが重要です。国内投資家と外国人投資家の完璧なミックスというものは存在するのでしょうか。これに関して、次回の「国際金融安定性報告書」で詳しく分析する予定ですのでご期待ください。

図1:新興市場:ソブリン債の保有者(2012年末)



出所:アルスラナルブ及び 津田(2014年)。

注:政府債務は、一般政府債務を示す(グロス)。国内銀行は、当該国内の預金取扱機関(IFS 定義)。外国銀行は、国外のBISに報告している銀行及び銀行支店。海外公的部門には、政府海外融資及び準備資産としての外国の中央銀行の保有を含む。外国ノンバンク・国内ノンバンク機関は対外・合計債務から算出。



出所：アルスラナルプ及び津田（2014年）。

注：外国人投資家によるソブリン債の売買（ネット）の規模を過去の水準と比較し算出する Z スコアを基準とする。大規模な流入（流出）とは、Z スコアが 1 以上（-1 未満）、中規模な流入（流出）は、Z スコアが 0.5～1（-1～-0.5）を示す。海外資金フローは、海外公的融資を除く。為替レート調整済み。

略歴：



サーカン・アルスラナルプ：IMF の金融資本市場局の債券資本市場制度課のシニアエコノミスト。「国際金融安定性報告書」のソブリンリスク、金融の安定性及び資本市場に関する項目を担当。直近の担当国は日本で、金融セクター評価プログラム（FSAP）の銀行部門のストレステストを担当。前職では、IMF 財政局で財政エコノミストとして様々なプログラム・サーバイランス実施国を担当。マサチューセッツ工科大学で経済学学士を、スタンフォード大学で経済学博士号を取得。



津田尊弘：IMF 金融資本市場局の債券資本市場制度課の金融部門専門家。ソブリン債市場分析や債務管理政策関連事項に加え、「国際金融安定性報告書」も担当。IMF 以前は、日本の財務省勤務。