

国際分散投資とカントリーリスク

住田 友文

1. はじめに

国際分散投資にかかわる問題の視点はさまざまにあり得る。・投資の対象とする株式や債券についての国際分散投資理論の検討をはじめ、・投資の主体者として生損保、投資信託、一般機関投資家などの立場から問題点と課題、・外国証券に投資するさいの為替リスクとの関係、また・理論と現実との間に横たわる問題の整理、・実務として国際分散投資を成功に導く主要因の発掘、などなど。

それらは重複を避けるため本特集の別稿にゆだね、本稿では「国際分散投資」問題のうち、国際経済面での背景と、それに関連するカントリーリスクについての視点からアプローチすることとしたい。

2. 「国際分散投資」の背景

国際分散投資が今なぜ大きく問題となったのか、ここでは、主として国際経済面からの背景をたどり、その要因を明らかにしておこう。

(1) 世界経済における日本の立場

世界経済は、貿易の面でも資本・サービスの流れの面でもこの10年間大きく変化した。特に、80年代に入ってから国際資本移動についてみると、いくつかの特徴的な動きが挙げられる(表1)。

まず、米国が大幅な経常収支赤字を計上するようになるとともに、最大の資本輸入国になったことである。先進国では経常収支の不均衡が拡大し、その中にあって日本は経常収支黒字を背景に最大の資本輸出国になった。

データの整合のために、一両年さかのぼり検討してみると米国への資金の集中は、1987年のピークで1,500億ドルの規模に達したと考えられており、一方、同年の日本の経常収支黒字は約870億ドルとなった。世界の資本フロー(86年)は、米国への資本流入が世界全体の流入

すみた ともふみ 日本開発銀行 調査部

〒100 千代田区大手町1-9-1

表1 主要国の国際収支動向

(単位:億ドル)

	1980年		1988年	
	経常収支	資本収支	経常収支	資本収支
米 国	18	△ 359	△ 1351	822
西 独	△ 140	△ 6	486	△ 679
日 本	△ 108	189	793	△ 656
フランス	△ 42	80	△ 41	△ 49
イギリス	73	△ 70	△ 261	48
イタリア	△ 100	108	△ 11	73
カナダ	△ 10	7	△ 91	172

出所: IMF, International Financial Statistics
より作成

の6割弱、日本からの資本流出が同全体の約4割を占めており、この両国で圧倒的な比重を占めるようになっていく。

(2) 国際資本移動の特徴

80年代の資本取引の主な特徴として、①ネットの資本フローが途上国から先進国へ、特に上述のように米国へ大量に還流していること、②中長期資本の取引の中で証券投資の比率が増大し、直接投資の比率が下がってきていること、③資本残高に対し、資本フローの比率が上昇していること等である。

①資本は、一般的には収益率の低い国から高い国へ移動していく。したがって収益リスクが大きい時には資本が比較的潤沢な先進国から資本の不足する発展途上国へ流れるのが自然である。ところが80年代の後半になりリスク回避的な民間資本は、累積債務国から資金を回収しようとしたのに加え、新規資金の供給を手控えてきたとみられている。一方、これと裏腹に先進国、なかんずく米国に対して毎年1,000億ドルを超える資金が流入している。米国の不均衡は大規模であるため、必要資金は一国でまかないきれぬものではなく、国際金融システムの一層の発展を伴いながら、日本などの黒字国から資金を還流させており、米国の経常収支赤字の累積は、すでに同国を純債務国にするほどの規模になっている。

②国際資本移動の内容に着目すると、資本フローの構

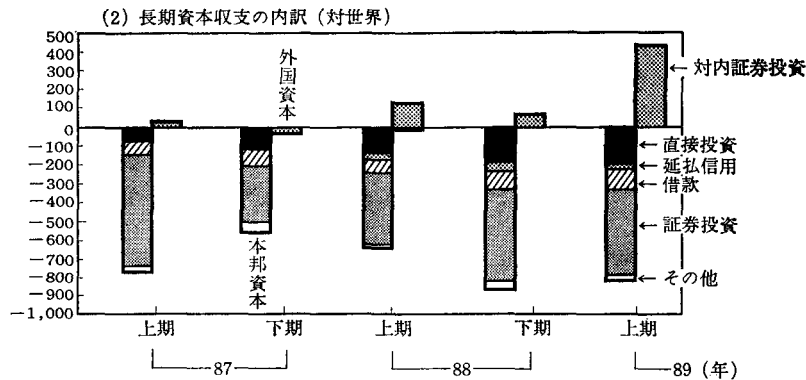
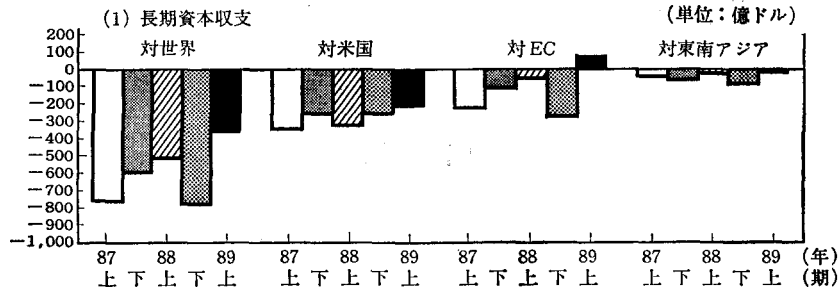


図 1 日本の長期資本収支の動向 出所: 経済企画庁「経済月報」平成 2 年 1 月号より

成は直接投資に代わって証券投資が中心となっており、その主体は対米国である(図 1)。

資本フローの構成で債券投資の比重が高まると、資本フローの全体でも為替変動、貸し倒れリスクなどを勘案して資本収益率を基準に資本が移動するようになる。日本の債券投資の動向をみると、ポートフォリオの主体的均衡は、単に金利差や為替評価差損益だけでなくキャピタルゲイン・ロスをも考慮した総合収益率を加味して調整された結果となっていることを示唆しており、内外の総合収益率の格差の動向をかなりの程度反映している。

③変動為替制度の導入で為替の調整メカニズムが作用するようになり、国際収支は短期的な資金繰りの制約をあまり受けなくなっている。資本移動の面では各国の資本移動の規制緩和が進み、活発な対外投資が行なわれ、種々の金融商品の間の裁定が行なわれ、収益に対する期待の変化から、大規模な資本移動が頻繁化している。

(3) 対外証券投資急増の要因

日本の対外証券投資は、債券投資が大宗を占めている。その投資先は高利回りや資本市場がぎわめて発達していることなどから米国が大きなシェアを占め、特に米国

国債への投資が主体となっている。

対外証券投資が近年急増した要因としては、

①制度的には、80年12月の外為法改正をはじめ、以降一連の金融・資本市場の自由化、国際化を促進する措置が講じられたこと。

②日本経済が恒常的に貯蓄超過の状況にあり、余剰資金の海外での運用が求められていること。(一国全体では事後的に、対外資産純増=国内貯蓄-国内投資の恒等式が成立する)

③資産ストックの増大、実物投資の収益率低下などから機関投資家や一般事業法人および個人の金利選好意欲が高まったこと。

表 2 対外証券投資 (1988年)

単位: 億ドル

	株式	公社債等
取得	754	13,738
処分	719	12,871
ネット	35	867

出所: 日銀「統計月報」より作成

④ 対外証券投資の収益は、外貨建て証券の投資収益(利子・配当+キャピタルゲイン)および外貨の為替差損益により決まるが、・米回国債の投資収益が近年概して高水準で推移してきたこと、・円高進行下で為替先物やドル借入などが為替差損回避策がとられたこと、などの諸要因が有機的に関連したことが挙げられる。

3. カントリーリスク

一般に、資本投下と回収の間には時間のずれがあり、常に何らかのリスクを伴っている。国際分散投資のように、対象が国外となると、投資元本や果実の回収に関する不確実性は一層大きくなる。そのリスクの度合いは、投融資した対象国によってそれぞれ異なる。そこで、この国別のリスクの度合いをカントリーリスクとして、国際投融資のさいの重要検討項目とされている。

(1) カントリーリスクの態様と評価手法

カントリーリスクは、次の2つに大別される。

① まず、海外への直接投資にともなう戦争危険、資産の接収危険、送金不能、個人の生命財産にかかわる危険などのいわゆる「投資リスク」がある。(イラン革命後のIJPCの事例など)

② 次は、海外への貸付金の元利回収不能などのいわゆる「融資リスク」がある。(メキシコの債務不履行懸念など)

国際環境が不安定化すると、対外投融資にともなうこうしたリスクも増大する。そこで、これらのリスクを回避するため、投資保険、輸出保険などの関連諸制度の整備が重要であるとともに、プロジェクトの審査体制、カントリーリスクの評価システムの整備が望まれている。

カントリーリスクの研究は、従来主として国際金融の業務分野において実施されてきた。しかし、前節でみたように近年、対外投融資業務が拡大増加し、カントリーリスクの評価を必要とする分野も多様化している。このような事情からカントリーリスクの分析専門の会社も現われ始めた。

カントリーリスクの評価手法は、実務面から見て業務ごとにリスクの評価項目の重要性がまちまちであることから非常に難しいとされている。手法的には次の2つがあり、一長一短がある。

その①は、個別の国ごとのいわゆる「カントリーサーベイ」である。これは定性的分析に重点を置いたもので、国情を詳細に理解するというメリットの反面、評価の客観性に欠けるという難点がある。

表3 同一 Rank の Country Credit Rating 推移

期 Rank	86/9	87/9	88/9	89/9
1	95.7	95.4	94.8	94.9
11	80.1	80.3	79.2	79.4
21	68.2	65.5	64.7	67.6
41	49.6	45.7	44.0	45.7
global average	40.5	39.3	38.9	39.0
61	30.9	29.9	28.9	30.2
81	18.2	17.0	19.0	18.0
101	9.6	8.9	9.8	9.0

出所：“Institutional Investor” 各号より作成

その②は、米銀行を中心に発達した「相対評価システム」を用いるもので、エコノメトリックスのモデルを用いて定量分析をするもの、各国共通の評点項目の加重平均によるチェックリストを用いるもの、などがある。

(2) 国別評価の事例

カントリーリスクをどう評価するかには、さまざまな考え方や手法があり得る。ここではカントリーリスクと表裏をなす国別の信用度について米誌 “Institutional Investor” の Country Credit Ratings について検討してみよう。これは、同誌が相当数の国際金融の専門家を対象に毎年2回、国別についての調査を実施し、それをもとに独自の手法で Ratings を算出して評点とランキングを発表しているものである。評点は、デフォルトの可能性が最も少ない国を100、信用力が最低の国を0とするもので、評価者の氏名は極秘とされている。

この調査を分析すると、国別にいくつかの様相が浮き彫りにされる。

まず、同一ランクの Country Credit の推移を、ブラザ合意以降の86/9～89/9の4年間についてみると(表3)、20～30位台のランクの Ratings の変動が大きいことがわかる。次に、ランクを10カ国刻みにして、その間の Credit Ratings の年間増減の国数の構成を調べてみると(図2)、20位台までの国でその特徴が集約的に把握される。

そこで、Credit Ratings のランキング上位の推移を整理すると図3のとおりとなる。そこに現われる国々は日本を筆頭に、ANZUSCA(豪、NZ、米、加)、A-NIESなどの環太平洋諸国がくつわを並べ、さらにEC加盟国(ギリシャは38位)はもちろん、スイス、オーストリア、スカンジナビア諸国などヨーロッパの主要国で占められている。この間には、スウェーデン、スペイン、韓国

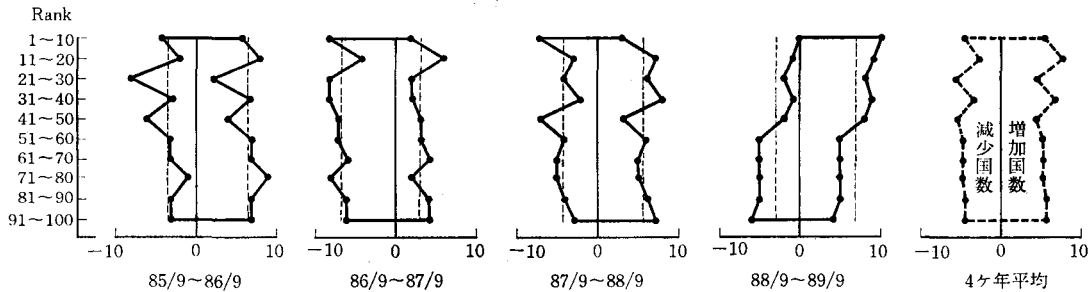


図2 Country Credit Rating 年間増減の Rank 別国数構成
出所: "Institutional Investor" 各号より作成

のようにランクが上昇した国や、ノルウェー、オーストラリアのように低落した国が交叉し、それぞれ持てる資源やファンダメンタルズの変化を反映している。

財政赤字と貿易収支の赤字をかかえる米国は、ブラザ合意(85/9)後間もなく1位の座を失った。それに代わって円高、原油安などに支えられた貿易収支黒字の日本が首位の座を占め、資本輸出を続けている。

中位には、主に中東産油国や東欧諸国があり、全平均以下ではラテンアメリカ、アフリカの諸国が多い。その間に重債務国が存在する。

"Institutional Investor" 誌の Country Credit Ratings についての 89/3 期の評価は落ち着いたものであった。これは1つの平衡状態を示しているのか、それとも嵐の前の静けさなのか判断が留保されていたが、はたせるかな89年は世界の大激動の年となった。最近1年間でみると、Ratings の高い地域と低い地域がやや分極化の傾向がうかがわれる。しかし、西欧の1992年の光に、東欧の懸念が陰をさすものの、世界の国々のクレジットの評価の大きな変動とはならなかった。

Country Credit 評価も10年がたち、各国の経済的・政治的基盤が大きく変質しつつある。カントリー・リスクについてもこのさい、抜本的な見直しを迫られている。

(3) 国際分散投資と債券の格付け

国際分散投資にかかわるカントリーリスクとその評価につき、直接投資や融資の観点からみてきた。しかし、第2節で明らかなように、近年の国際分散投資の主体は債券投資である。そこで、最後にその投資メルクマールとされる債券格付けについて、敷衍しておきたい。

まず米国についてみると、格付けは「債券の元本と利息が予定どおりに償還される相対的な可能性の度合いを簡略な記号または文章で投資家に知らせるもの」であると認識されている(たとえば、Aaa とか Ba)。格付け

の対象は「個別の債券」であり、企業自体を評価するものではなく、また「償還に関するリスク情報を提供する」という機能を果たすだけである。

現在、米国には Moody 社、S&P 社、Fitch 社の3大機関のほか、数社が存在する。格付け機関は、公正な格付けを遂行するために、機関の中立性ないし独立性が重視されており、かつ起債者や投資家などに選択が可能なよう複数存在することが必要と認識されている。

カナダの公社債市場の規模は米国の1割程度であり、70年代になって設立された2つの格付け機関が存在している。イギリスでは、78年に投資家のための銀行の分析をやめ、購読者に対する銀行格付情報の提供を開始している。

その他、フランス、スウェーデン、スペイン、ポルトガルのヨーロッパ主要国をはじめ、オーストラリア、日本、韓国、インドなどの諸国に格付け機関があるが、各国別に事情が異なる。

4. むすびにかえて

2. でみてきたように近年の国際分散投資の主体は、債券投資にシフトしている。これに対するリスクの検討は、3. の(3) でみたように債券格付け機関の情報によって補われる。

しかし、国際分散投資全般については3. の(3) ないし(2) の立場に立って総合的リスクを検討せざるを得ない。

世界の政治、経済が激しく構造変化する時にあたってこの面での研究がますます進展することを期待したい。

主要参考文献

- [1] 経済企画庁「経済白書」1989年
- [2] 日本銀行「経済統計月報」各号
- [3] M. S. Dobbs-Higginson. 「国際証券投資の理論

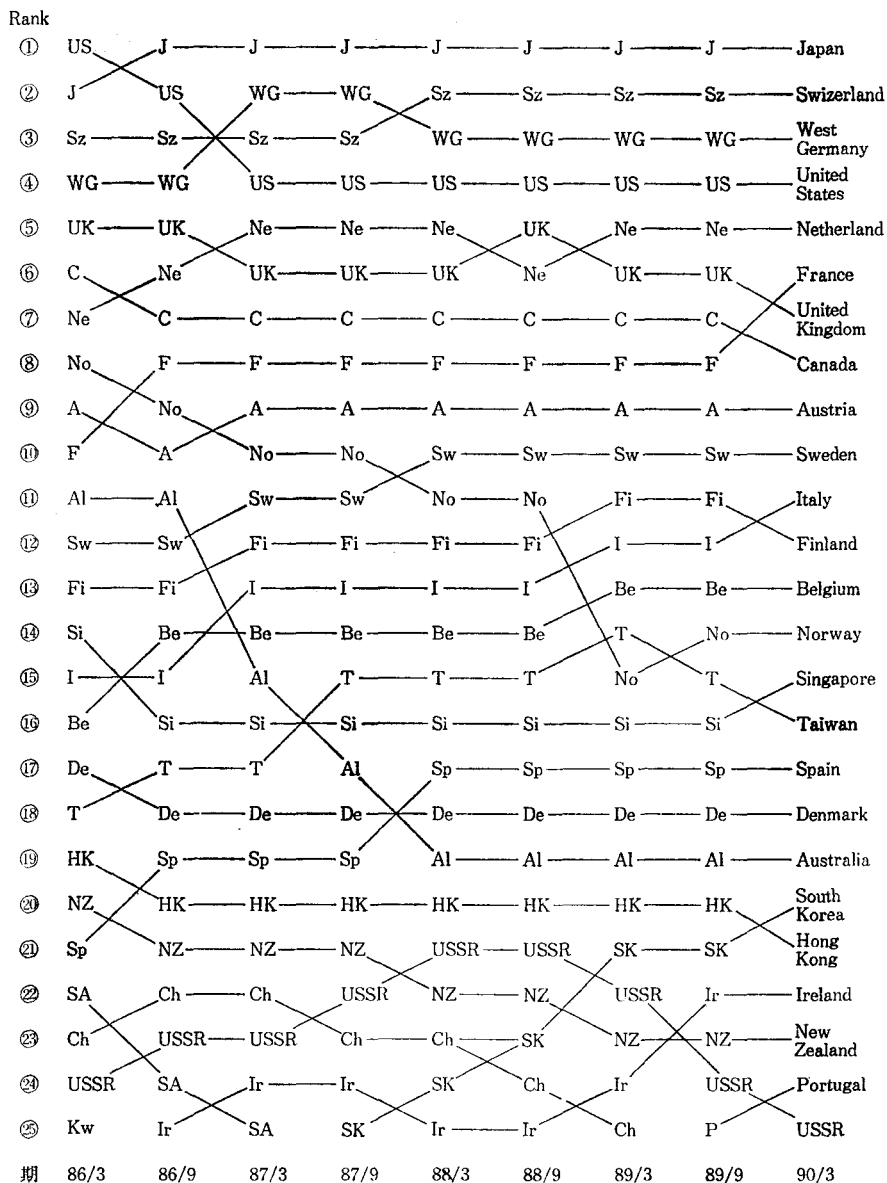


図 3 Country Credit の Ranking 推移

(注) SA:Saudi Arabia, Kw:Kuwait, Ch:China

出所: "Institutional Investor" 各号より作成

と戦略」CSFB, 1983年

[4] 黒沢義孝「債券格付けの実際」東洋経済新報社, 1975年

[5] アービング・フリードマン「カントリーリスク管理の研究」日経新聞社, 1974

[6] 桜井雅夫「国際投資法」有信堂高文社, 1988年