

## 世界経済危機と新興市場国リスク

### —その政治リスクの一考察—

## Global Economic Crisis and Emerging Markets Risks

### —A Review of its Political Risks—

井川 紀道

(日本大学大学院)

#### 要旨

金融危機の後遺症を抱える世界経済のなかで、多国籍企業は新興市場国への傾斜を強めている。また、競争激化が低所得国への関心を高めている。新興市場戦略の要は政治リスク分析にあると言われてきたが、本稿では政治リスクが 21 世紀に向けて変容し、より高度なリスク管理が求められていることを明らかにし、先進国において低成長が継続するという「ニューノーマル」が新興市場国の政治リスクの増加をもたらしかることを考察する。最後に、これまでの経常収支危機、資本収支危機とは異なる新たな固有の危機が新興国で生じるかを論じる。多国籍企業においては世界経済の不安定な先行きをもたらす新興市場国リスクの増加に立ち向かえる経営資源を整える必要がある。

#### Abstract

Multinational enterprises have been driven to step up their efforts to enhance activities in emerging market economies, including low income countries, in a difficult post economic crisis period. The paper clarifies a fact that political risks had been changing its characteristics toward the 21<sup>st</sup> century, and reviews how the new normal of the matured economies characterized by persistently low growth will increase emerging market risks, as a supply side risk. It also tries to identify risks originating in emerging countries, which are different from the current account crisis or the capital account crisis in the past years. MNEs would need to strengthen managerial resources to cope with those enhanced risks.

#### キーワード

バリュー・フォー・マネー、伝統的政治リスク、忍び寄る収用、デカップリング、サプラ

イサイドリスク、ニューノーマル

## Keyword

value for money, traditional political risks, creeping expropriation, decoupling, supply side risk, new normal

### 1. 世界経済危機が多国籍企業の新興市場国依存を加速

世界経済の「大いなる安定期」において、多国籍企業の新興市場国での事業のウェイトは高まっていったが、世界経済危機が深刻化し、また、その後遺症が明らかになるにつれて、その様相は一層強まった。最近では、回復の遅れる先進国と景気過熱の新興国が対比されるが、直接投資の動向はこうした流れを反映している。

新興市場国への民間資本の流れ（債券、株式投資、融資）はIMFによると、2002年から2007年までに1580億ドルから7164億ドルへと4倍となったが、2008年には4456億ドルに激減した(IMF,2009a)。しかしながら、2002年から2007年までの同期間中に先進国向けも途上国向けもほぼ3倍の規模となった直接投資は、2008年には先進国向けが3割落ち込んだのに対して、途上国向けは前年とほぼ同等の水準を保った(UNCTAD,2009)。

2009年の世界の直接投資は、世界銀行によると、先進国向けは50%減となると見込まれているのに対して、新興国向けの減少は34%に過ぎないと予測されている(World Bank,2009)。今後の趨勢についても、ワシントンのシンクタンクIIFの2010年4月の報告では、新興市場国向けの直接投資（出資ネット流入額）は2008年の5055億ドルから2009年には3466億ドルへと3分の2に激減したあと、2010年には4349億ドルへと顕著な回復を予想している(IIF,2010)。

1990年代には新興国は世界の直接投資(ネットインフロー)の4分の1を吸収していたが、2000年から2009年では29%を、とくに2009年には45%を吸収すると見込まれる(World Bank, 2009 及び MIGA, 2009)。

世界経済危機に伴う消費の低迷は、これまで堅調であった多くの高級ブランド企業の業績低迷を招いている。ウィリアムソン(2009)は、「先進国企業はハイエンド市場への集中という戦略では(新興国企業に)太刀打ちできない。むしろコスト・イノベーションを

身につけ、バリュー・フォー・マネー戦略に打ってでるべきである」としている。「世界がフラットなとき、企業は、世界のどこでも最低価格で生産させることができるし、またそれをやらなければならない。自社がやらなければ競合他社がやる」というフリードマン（2006）の指摘がより一層現実味を帯びてきたといえる。このため、アジアでは、ベトナム、カンボジア、ラオス、バングラデッシュなどの低所得国、さらには、アフリカ諸国での活動に多国籍企業の関心が高まってきた。

財務省国際収支統計の対外直接投資の地域別内訳では、限られた国の統計しか明らかになっていないが、2008年までは、低所得であるベトナムとアフリカ向けの直接投資の増加が顕著である。世界的にも、直接投資は、BRICsにも向かうが、これ以外の国への投資が大きく増加している（表1）。また、我が国においても、2009年に経済産業省が研究会を発足させたように、社会底辺（ボトムオブピラミッド）への関心が高まっている。

表1 日本の対外直接投資と世界の直接投資ネットフロー（単位 日本億円 世界億ドル）

	日本から（億円）		日本から		日本から		日本から	
	合計	世界から（億ドル）	アジア	世界から東・南アジア	ベトナム	世界からベトナム	アフリカ	サブ・サハラ
2006年	58,459	13810	20,005	1283	543	23	1,047	185
2007年	86,607	18650	22,826	2053	562	67	1,285	286
2008年	132,320	15130	23,790	2326	1,130	70	1,592	324
2009年1-10月	63,045	na	18,069	na	518	na	158	na

出所：財務省 国際収支統計、MIGA 世界投資と政治リスク（MIGA,2009）

2009年度のJBICの海外直接投資アンケート結果（国際協力銀行,2009）でも、「今回の経済危機が日本企業に及ぼす影響は大きく、未だ尾を引いている。しかし、海外事業へ活路を求める動きは続いており、内需型の業種を含めて、中国・インド等新興市場国の市場への関心が高まっている」としており、中期的有望事業展開先の10位までの順位は、1位中国（73%）、2位インド（57%）、3位ベトナム（31%）、4位タイ（22%）、5位ロシア

ア (21%)、6 位ブラジル (19%)、7 位米国 (13%)、8 位インドネシア (10%)、9 位韓国 (6%)、10 位マレーシア (5%) であり、先進国では米国のみがランクインしている。

## 2. 新興市場国戦略の要は政治リスク分析

投資機会としての BRICs の将来性が注目されて以来、新興市場国戦略の要は政治リスク分析であるといわれてきた。2006 年 5 月の Diamond ハーバード・ビジネス・レビューは、「BRICs 30 億人市場の近未来」の特集を組み、このなかで、ブレマー (2006) は、「新興市場国に進出する際、だれもがリスクとチャンスを検討するが、たいてい経済リスクばかりに注意が向いてしまい、政治リスクはなおざりにされることが多い」としている。

一般に企業が国境を超えて投資を行った場合には、カントリーリスクに晒されるが、こうしたリスクには、政治体制の変更、大きな経済変動のほか、制度、規制の変更、地域社会との軋轢など様々な要素が含まれる<sup>1</sup>。カントリーリスクの中で、コアのリスクは政治リスクである。政治リスクは、伝統的には、戦争・内乱、収用・契約違反、外貨交換・送金不能、などに分類されてきた。(貿易保険、投資保険を扱う保険機関 52 組織で構成されるベルン・ユニオンでの分類) さらに、最近では政府保証不履行のリスクへの関心が高まっている。政治リスクは、多くの場合、「価格リスク」ではなく、火災と同じような「純粋リスク」であり、「頻度」は低い、あるいは予見が困難であるが、リスクの発生の「強度」(損害額)は大きいので、民間ベースの保険では対応がしにくいとされてきた。政治リスクは多国籍企業でのリスクマネジメント上、「期待損失」(=「頻度」×「強度」)は小さくとも、期待損失の周りの「変動としてのリスク」(標準偏差)が大きく、その対処は容易ならざるものであるとされてきた。こうしたリスクを認識し、リスクの頻度と強度を適正に評価し(リスクマップ作成と予想最大損失評価)、リスクマネジメントの手段を極める体制を確立することが新興市場国での企業戦略上必要不可欠である。このなかには、保険等のロスファイナンスばかりではなく、事前の予防や警戒を高めるロスコントロールが含まれる。日本の大手商社が 21 世紀初頭頃から相次いで RAROC(Risk Adjusted Return on Capital)等の経営指標を導入し始めたのはこうした方向への第一歩といえる。その実施状況は小林

---

<sup>1</sup> 本稿ではカントリーリスクを直接投資の担い手に生じるリスクを中心に考察するが、もっと狭く、政府に供与した貸付や与信の債務不履行やモラトリアム(支払い猶予)などのソブリンリスクとして捉えることがある。さらに、経済の激変、通貨の急落により、機関投資家等が保有する株、債券価格が大きく変動することを指すこともある。Wilkin(2004)が指摘するように、「究極的には、カントリーリスクの定義は想定されているビジネス活動によって異なる」面がある。2002 年のアルゼンチンの通貨危機のように、これらのリスクが同時に発生した事例もある。

(2006) に詳しいが、実施の当初はリスク回避的になり過ぎた傾向もみられた。

世界経済危機後の先進国経済の成長落込みにより、多国籍企業の新興国依存が高まったのとは裏腹に、潜在的にカントリーリスクは増加したとみるべきことを後に考察するが、実は、21世紀以降、世界経済がインフレなき持続的成長を遂げた「大いなる安定」のもとでも、新興市場国のカントリーリスク、とりわけ政治リスクに新たな様相が加わり、直接投資の担い手にとっての懸念材料は増加していた。

### 3. 政治リスクの考察

#### (1) 1990年代に減少した政治リスクが21世紀には増大

1990年代を通じて、外国からの直接投資は歓迎され、政治リスクは大いに減少したように思われた。情報公開している米国のOPIC(Overseas Private Investment Corporation)のデータによれば、年間のクレーム件数は1980年代前半がピークで、平均で19.8件(うち収用2.6件、送金規制16.8件)であったが、1990年代の後半には平均2.4件(うち収用1.4件、送金0件)まで減少している。ところが、世界銀行グループ内で、2000年当時に実施した投資家サーベイ(MIGA,2000)によると、回答した152社のうち、5年前に比べて政治リスクが、一層の懸念材料と答えた回答は47%に及んだのに対して、変化していないとの回答は36%、懸念の度合いが減少したとの回答は16%に留まった。

2005年の世界銀行の投資環境改善報告では、時系列の比較はないが、政策の透明性、規制、汚職、裁判所の信頼性などが投資の大きな、深刻な制約要因と報告され、例えば、規制が大きな制約要因と答えた企業の割合は、中国(34%)、インドネシア(56%)、インド(64%)では高かった(World Bank,2005)。

さらに、2009年のMIGA-EIU政治リスク調査によれば、新興市場国に投資する多国籍企業のなかで、大きな制約要因として指摘された事項の割合をとると、「マクロ経済の不安定」を上回り、最大の制約要因は「政治リスク」であると答えている。これらの多国籍企業は、今後3年後には、「マクロ経済の不安定」は減少するとみているのに対して、「政治リスク」は増加すると答えた企業の割合は増えて、過半を占めている(MIGA,2009)。

一方、世界銀行・IFCが2004年から発表している「ビジネス環境の現状2010」では、世界183ヶ国について、ビジネスを開始して終了させるまでの10段階(ビジネス立上げ、ライセンス関係、労働者雇用、所有権登録、融資確保、投資家保護、納税、国境を超える取引、契約実行、ビジネス閉鎖)の許認可等の規制について数量化し、国毎のランキング

付け（シンガポールが1位を占める）をしている。2008年6月から2009年5月までに131ヶ国で実施した改革について、27（うち新興国25）の改革がビジネス環境を悪化させたが、281（うち新興国271）の改革がビジネス環境を改善させたとし、共通市場参加、貿易協定締結、さらには、経済危機は改革を促すとしている(World Bank,2009)。また、毎年の同報告を見る限り、投資環境は多くの新興国で、年々改善されていると報告されている。確かに、全体的な流れとしては、20世紀に引き続き21世紀になっても新興市場国は、世界銀行や先進国の援助機関などから投資環境面での支援を受け、投資のボトルネックとなっている諸規制の改善に取り組んできた。日本とベトナムとの関係では、両国首相（小泉・カイ）会談で、2003年4月に合意されたジョイント・イニシアティブと日越投資協定が具体的な投資環境の改善につながっている(山口,2008)。

したがって、政治リスクが増加するとの企業の認識は、上記ビジネス環境調査が対象としている投資家保護、契約実行に関する法規や規制の枠組の総論的な改善に着目したものではなく、実際の適用や各論を問題にしていると見られる。国際協力銀行の上記海外直接投資アンケート調査(国際協力銀行,2009)でも、有望事業展開先国とされた中国、インド、ベトナム、タイについて「課題」として指摘された事項をみると、「法制の運用が不透明」を掲げた企業の割合は、中国では55.7%（課題の2位）、インドでは29.2%（4位）、ベトナムでは、30.9%（2位）とかなり高い。

## **(2) 政治リスクが21世紀には変容**

また、政治リスクに新たな様相が生まれてきた。伝統的な政治リスクとして、企業にとって最大のリスクとされたのは、強度では収用である。最も直接的な収用は、国有化、財産の没収、接收、押収、差し押え、凍結である。1990年代以降、多くの途上国が外国からの直接投資誘致に注力したため、あからさまな直接的な収用は著しく減少していったが、これに代り、「忍び寄る収用」と言われる新たな形態の収用が大きな問題となっていった。

忍び寄る収用(Creeping expropriation)とは、一つ一つの措置は収用ではなくとも、政府の一連の措置（作為、不作為）の結果、事業の採算が採れなくなり、収用と同じ効果が生じる事態である。最も典型的なケースは料金を巡る規制当局との紛争である。こうした事例が増加したひとつの背景として、新興市場国においてインフラ分野の民営化を推進し、外国資本を誘致したが、民営化は料金基準などの規制当局の体制が十分に整わないうちに進められたことが指摘されてきた。一般に、同じ新興市場国内でも、業種により政府の干

渉を受けるリスクは異なり、製造業、サービス業では低く、鉱業、エネルギー、インフラ事業では高い。投資保険業界では政治リスクに対する内部格付において、戦争・内乱、収用・契約違反、通貨危機等のカテゴリーに分けて評価するのが一般的であるが、収用についてはカントリー固有のリスクとプロジェクト固有のリスクを区別して判断することが多い。忍び寄る収用についても、一番多く発生したのは、インフラ事業の分野であった。世界銀行によれば、1990年代には、途上国でのインフラ事業（通信を除く、電力、運輸、水）のうち、40%の契約が更改されているが、21世紀になっても、電力料金を巡る投資紛争は、中国、インド、フィリピン、モルドバ、ドミニカ、ケニアと文字通り、世界各地で発生した。こうした現象について、ジョージタウン大学のモーラン教授は、契約陳腐仮説（*Obsolescing Bargaining*）で説明している。つまりインフラ投資は外部経済が大きいので、計画段階では政府は投資家にとって有利な条件で誘致したいと考えるが、いったん事業が出来上がると長期にわたり寛大に取り扱うのを快しとはしなくなるとしている（Moran,2006）。インフラ分野では、料金が公共料金であるために、外国の投資家は容易にマスコミやNGOの敵となるリスクを抱えている。水道事業の民営化では、2002年に南アで料金不払いのため供給停止したところ、30万人がコレラに罹り300人が死亡した（The Center for Public Integrity,2003）。ウォーター・ビジネスに反発する新興国での市民・住民運動の最近の動きについては、バーロウ（2008）に詳しい。資源関係の投資では、Garver(2009)は、大手鉱山会社法律最高責任者として、新たなリスクは地域社会や非政府組織・団体から受け入れられるかにかかっており、地域社会との関係を損なうと結局政府、地方政府から投資に不利な干渉・非干渉を受けると主張している。

国際協力銀行の中国の法務リスクに関する報告書（国際協力銀,2005）では、中国で成功するためのポイントは、(1) 良い合弁パートナーにめぐり合えることと、(2) 投資プロジェクトが中国の産業政策に適っていること、であると指摘しており、後者については、「中国の産業政策、産業立地を十分に把握し、投資戦略が立てられているか」というと必ずしもそうではない」とし、「日本のH自動車、中国合弁を凍結・新政策で不認可の公算」の日経報道 2004年10月27日を紹介している。産業政策に沿わない事業は、設立前の段階でも政府干渉のリスクに晒されるわけである。

投資保険業界では、忍び寄る収用は、21世紀になってからも、*regulatory taking* として問題になっている。保険機関・会社は保険金支払の後には、新興国政府を相手に代金回収に努めなければならない。仲裁機関からの有利な裁定も必要になる。あからさまな収用で

あれば、政府間の交渉に委ねたり、投資協定に内国民待遇、最恵国待遇、国際仲裁手続きが謳われていれば、これを手がかりに話し合うことも可能である。また、保険の対象になりやすく、これを事故認定することは容易である。ところが、忍び寄る収用は、国際法、投資協定に反するような政府の行為を保険契約にどう表現するかという投資保険業界が長年にわたり頭を悩ましてきた難問があり、投資家が満足ゆくリスクヘッジは提供しがたい。最近、経済産業省は、海外投資保険の補償する範囲を政策変更（課税の強化や規制の変更）による損害に拡大すると報じられている（2009年12月21日日本経済新聞）。しかしながら、一般に、規制変更のリスクは保険を提供できるリスクなのか、保険料率は投資家に受け入れ可能な水準に収まるのか、規制の変更があった際に保険契約に盛り込まれた支払事由に含まれるかどうか、検討すべき課題は多い。なお、Choharis(2008)は、Regulatory takings に対して国際法や投資協定はある程度は有効であるが、その保護する内容に不確実性が多いので、投資家は安易に法律に頼るべきではないとしている。

忍び寄る収用は「契約違反」の形態のことも多い。契約違反とは、投資事業の相手方の当事者になった国・地方政府または政府機関・国営企業が、事業の成否に直接影響を与えるような重要事項について、契約義務を不履行することである。綿花供給の契約を半分しか履行しない、売電契約の価格で電力を引き取らないなどのケースである。このような場合、投資紛争になった契約の相手側は民間ではなく、政府機関であるということを留意しなければならない。

さらに、21世紀に入り、税務当局、裁判所、環境行政に手を回して、より巧妙な形で、収用ないし忍び寄る収用が行われてきていることには注意を要する<sup>2</sup>。ロシアでは、2005年5月にモスクワ裁判所が、石油大手のユーコスのオーナーで、プーチンの政敵であったホドルコフスキーに対して、脱税を含む4つの罪状について有罪を言い渡した。本件は、企業価値を下げて、国営企業に買収させるという史上最大の（忍び寄る）収用であるとの見方もある<sup>3</sup>。1980年代にシベリアで設立された木材事業の日露合弁会社においては、民営化の動きで出て以降、現地資本を結託したとみられる税務当局が巨額の追徴課税を迫った。天然資源省による「サハリン2」事業の事実上の差し止め決定では、環境対策の不備を

---

<sup>2</sup> 年2回開催される世界の保険機関の団体であるベルンユニオン会合においても、20世紀にはこうした事例の報告はほぼ皆無であったが、21世紀になってから、裁判所や税務当局の絡む事案が発表されるようになった。

<sup>3</sup> 元国務省高官で、米国出資者を弁護したジョージタウン大学カーター教授が訴状を示し筆者に語ったところによる。



理由にしていた。

上記の事例以外で、公に報道された「裁判所」の絡む政治リスクのケースを拾うと、インドネシアのAsia Pulp & Paper (APP)の子会社が1995年に米国のSECに登録して、オフショアで発行した担保付の社債550百万ドルが、地方裁判所で国内法に抵触するとして無効とされた(2004年9月20日Financial Times)。下記のタイの事例でも破産裁判所が地元資本を擁護した。中国では、沿海部の大都市を外れると、中国国際経済貿易仲裁委員会(CIETAC)での商事仲裁で勝訴しても、執行面で、裁判所が外国資本に公正ではなく、結局代金を回収できないという問題も指摘されている(梶田2004)。一般に、二国間の政府交渉で、税務当局や裁判所の判断に立ち入ることは困難であり、多国籍企業のなかには、こうしたリスクが予想される地域への投資には、積極的に国際機関を頼ませている企業も多い。日本でもオリックスグループが世界銀行グループのIFCを活用しているほか、トヨタがロシアのサンクトペテルブルグで初めての工場建設をした際には、プーチン大統領の強力な支持があったが、欧州復興開発銀行の出資を仰いだ。

さらに、21世紀になって、「資源ナショナリズム」の動きが再び台頭してきたことに留意する必要がある。資源ナショナリズムとは、重要資源について国有化や民族資本の経営参加を求めるといった、自国の天然資源に対する主権確立の思想と運動のことである。中南米のベネズエラでは、チャベス大統領が21世紀型社会主義を標榜し、外国石油への締め付けを強化し、2005年には所得税・ロイヤルティの引き上げと政府が過半を出資する合弁方式への変更を決定した。同様な動きはボリビアとエクアドルにも波及し、アフリカでも問題となっている。これらはあからさまな収用といえる。

知的財産権の不十分の保護のほか、汚職も進出企業にとって大きなコスト要因となりうる。詳述は避けるが、汚職に巻き込まれるリスクとしては、要求がエスカレートすること、米企業が絡む事業では、海外エージェントと関連会社にも適用となるFCPA(Foreign Corrupt Practices Act)により、事業の中断、巨額の罰金、禁固刑を受け、評判リスクのみならず、事業や会社の存続に係わってくるものが懸念される<sup>4</sup>。日本でも、1999年にOECD 外国公務員贈賄防止条約が発効したことを受けて改正された不正競争防止法が2008年8月に初めて適用され、大手コンサルタン会社のPCIが、ベトナムでのODA事

---

<sup>4</sup> 米国企業の場合には非常に厳しいFCPAによる規制リスクを意識して、現地事業が汚職に巻き込まれるリスクを考慮しながら海外戦略上の国、分野のドメインを考慮している事例がある。(インドネシアでのエネルギーの国内販売)

業を巡る贈賄事件で立件された。それ以前には 2002 年 9 月に、立件には至っていないが、三井物産の社長と会長がモンゴル高官への贈賄等に絡み引責辞任している。21 世紀になって、汚職そのものに巻き込まれるリスクの頻度は変わらないとしても、2009 年度決算から我が国の上場会社に義務づけられた内部統制実施、不正競争防止法の適用強化、評判リスクの高まりから、これが顕在した際の強度（企業へのインパクト）は増したとみるべきであり、この面でのリスクマネジメント（内部統制）の強化が必要である。

#### 4. マクロ経済要因と政治リスク：経済危機は政治リスクを誘発

1990 年代の末から 21 世紀の初頭にかけて、経済危機が収用を誘発した。つまり、経済の大幅な落ち込みや通貨の大幅下落が収用効果のある政府干渉を誘発した。1997 年のインドネシアの経済危機の際には、27 件の電力事業が、電力需要の激減のため、大統領令により中止された。財政難により、これら事業に対して長らく正当な対価は支払われなかった。2002 年 1 月のアルゼンチン経済危機では、ペソは 80% 下落した。政府は外貨預金をはじめ、外貨取引をペソ化したため、ペソ建ての収入を得て、外貨で資金調達していた事業では、採算が採れなくなった。経済危機が誘発した事業破綻という商業リスクが政治リスクに変容した事例もある。タイでは Asian Pulp Mill 社がアジア危機により事業破綻し、企業の再建計画を巡る外国資本と地元資本の対立が、架空の債権者を仕立てたとみられる地元資本と結託した破産裁判所を巻き込んだ争いとなり、外国資本が敗訴した。

一般に、収用リスクと経済成長率とは有意な関係にあると見られる。収用を扱った伝統的な計量モデル (Burton, 1987) では、経済成長率が鈍化する際には、収用のリスクが高まるとの結果が示されている<sup>5</sup>。経済の拡大局面では、外国企業と現地資本・現地政府の関係は、友好裡に維持されるが、経済成長のモメンタムが失われると、外国企業は資金源として、或いは問題の元凶として、収用の危機が増大することを示唆している。上記の事例が示すように、これは最近 10 年間にも、該当するといえる。したがって、世界経済の今後の成り行き如何により、新興市場国の経済成長が落ち込む際、あるいは新興市場国が固

---

<sup>5</sup> Burton は途上国上国の収用の決定要因について、1968 年から 1977 年の 10 年間、85 カ国、740 の事例について、計量的に検証する試みを行った。独立変数は、収用が一件でも起きたかどうか。説明変数は、国内経済変数 (GDP 成長率、一人あたり GDP など)、外部経済変数 (一人あたり援助、一人あたり FDI など)、対外債務関係変数、人口関連変数 (識字率など)、ダミー変数 (地域、所得グループなど)、政治不安定インデックス。Step wise method の結果、説明変数の相対的重要性を順にならべると、1. 一人あたり FDI、2. 一人あたり ODA、3. 政治的安定性、4. 財政赤字額、5. GDP 成長率、6. インフレーション、の順となった。1999 年の中国の総合電力料金政策の制定は電力料金を巡るいくつかの投資紛争を生んだ。この背景には、アジア危機後に中国でも電力需要が減退したことがあげられる。筆者が終んだ江蘇省の事業では、米国の電力会社の粘り強い交渉の成果でもあったが、21 世紀になると電力需要が拡大したことが 3 年越しの紛争の解決に繋がった。

有の要因により、経済危機を引き起こす際には、収用等の政治リスクが高まるとみるべきであろう。

## 5. 経済危機再考

### (1) 近年は所得の高い新興市場国で固有の要因により発生

経済危機と密接に絡む送金リスクは1990年代に入ると減少する傾向にあったが、1997年以降、再び、比較的所得の高い新興市場国において、外貨送金を制限せざるを得ない事態が発生した。例えば、1998年夏のロシアのモラトリアムや2002年1月のアルゼンチンでのペソの米ドルリンク崩壊後の外貨送金規制がこれに当たる。

1997年に始まるアジア通貨危機では通貨の下落と成長の落込みが顕著となったが、その要因としては、経常収支赤字等マクロ経済不均衡、金融セクターの脆弱性、現地通貨のドルペッグ、資本取引自由化などが指摘されてきた（外国為替審議会,1998）。

いずれにせよ、これらの危機は、新興市場国の経済のなかに、特有の脆弱性があり、これが危機を引き起こすと考えられてきた。それまで新興国の経済・通貨危機を予測するために計量モデルが開発されてきたが、これらは、当該国固有の経済構造上の脆さや政策的な弱さが、経済危機を引き起こす（経常収支危機）、あるいは、隣接の新興国の経済危機が固有の弱さに伝染すること（資本収支危機）を想定していた。新興市場国の経済危機を同業他社に比し、いち早く予見することは金融機関にとって巨額の利益の源泉であり、死活を制する問題であった。タイの通貨危機でソロス氏は膨大な利益をあげ、シティバンクは先行して売り抜けたといわれる。そこで、早期警戒モデルへの関心が再び高まった。ただし、BRICsブーム以降は新興市場国に死角なしとのセンチメントが広まった。IMFにおいてすら、低利融資以外の融資先が細り、2007年末に職員リストラを実施していた。

### (2) デカップリングは成立するのか：先進国経済と新興市場国との係わり

今般の米国発の経済危機が新興市場国に対して、どのような影響を及ぼすかについては、当初は影響があまりないとするデカップリング論が根強く主張された。その後、相当のインパクトを受けるというリカップリング論になり、さらに最近では、再びデカップリング論的な論調と認識が多くなった。

サブプライムローン市場の悪化は先進国市場ではやがて金融市場全般の機能不全を起したが、さらには、2008年第4四半期になり新興市場国に大きな影響を及ぼした(IMF, 2008)。

つまり、先進国の金融収縮と耐久消費財の消費の冷え込みが実体経済を傷つけ、輸出市場の収縮と資金の引き上げとが、新興市場に深刻な経済失速と資金不足を生み出した。

金融市場面でのデカップリングの状況を 2009 年 4 月の IMF の分析から (IMF,2009a) から考察してみる。先進国の金融ストレス (17 カ国について銀行セクター、証券市場と外為市場変動で構成される月次データ) と新興国の金融ストレス (18 カ国について、外為市場圧力 (為替の下落ないし外貨準備の減少)、新興国債券のスプレッド、銀行部門の  $\beta$  (CAPMモデル)、株価リターン (下落がストレス) と株価変動で構成される月次データ) を比較すると、今般の危機では、先進国の金融ストレスは 2007 年第 2 四半期にプラスになり、それ以降急激に上昇したが、新興国の金融ストレスは 2008 年第 1 四半期までは、マイナスであった (デカップリングがあった)。ところが、2008 年の第 2 四半期には、新興国の金融ストレスはプラスになり、第 3 四半期から第 4 四半期にかけて急上昇した (金融面でもデカップリングが無くなった。:リカップリング)。

—2008 年の第 3 四半期あたりから先進国の投資家が、株式投資と債券投資から資金を引き上げた。

—第 4 四半期には、多くの新興国が、外為市場、株式市場、債券市場でのストレスを受け、本国通貨の下落と外貨準備の減少がもたらされた。

このように、今般の危機は、新興国の固有の脆弱さから発生したというよりも、先進国の金融危機、経済危機がマクロ経済的に堅固な新興国にも波及したという、これまでにはないパターンである (サプライサイドリスクからの危機)。

今般の金融危機を深刻化させたのは、先進国の金融機関の過剰なレバレッジ (借入依存) であった。これは新興国においても同様であり、政府及び企業の外資借入依存、地場銀行のドル依存、金融セクターの外銀依存の大きな新興国では困難が増加した。とくに欧州の新興国の状況は深刻化した。アジアでも一時的に韓国とシンガポールが FRB のドル・スワップによりドル流動性を確保する必要があった。

その後、2009 年春から世界的に回復の兆し (green shoots) が現れ始め、4 月の G20 ロンドン金融サミット後の各国の経済対策により、2009 年 5 月-6 月になると IMF、世界銀行等の国際機関の経済見通しが、2008 年 9 月以降の度重なる下方改定の後、初めて上方改定されるに至った。

さらに、2009 年 10 月になると、IMF では、今回の金融危機は新興市場国の金融システムを緊張させ株価の下落と為替相場の軟化が見られたが、過去の金融危機の伝達パターン

から想像されたよりも軽微であったとし、アジアと中南米に限らず、新興市場国の金融市場は驚くほど抵抗力を示したという認識に改まった（IMF,2009b）（デカップリングの再認識）。

したがって、大きな金融ショックが先進国市場で再び発生すればともかく、アジア等の新興市場国が、先進国の金融ストレスの伝播により、大きなインパクトを受ける可能性はかなり減少したみることができる。また、輸出の急減は、先進国での世界大恐慌時よりも急激な耐久消費財等の生産活動の落込みによりもたらされたものであり、先進国経済の多少の減速があったとしても、アジア等の新興市場国の抵抗力は増したとみるべきであろう。

## 6. 先進国経済のニューノーマルと新興市場国

世界経済は各国による大胆な景気刺激策や各国中央銀行による利下げや金融市場安定化のために非伝統的な金融政策により、恐慌リスクを回避し、アジア新興国の急回復、次いで日米欧でも緩やかな回復が始まった。

2010年の経済見通しも上方改定される傾向にあり、最近の2010年4月のIMFの世界経済見通しでは、世界の成長は、2009年の0.5%のマイナス成長から改善し、2010年には約4.2%となる予想されている。これは1月時点よりも0.3%上方改定である。なお、2011年は4.3%の成長と見込んでいる（IMF,2010a）。ただし、「経済活動は依然として非常に緩和的なマクロ経済政策に依存しており、又財政の脆弱性が表面化したことから、下ぶれリスクにさらされている」としている。

最近のギリシャの財政破綻危機については、2010年4月下旬に国債の格付が投資不適格に格下げされたのを機に、スペイン、ポルトガルの格下げに波及し、世界を震撼させている。迅速な対応を欠けば、デフォルトや債務構成変更を迫られ、欧州の金融危機、経済危機に発展することも懸念されている。世界の金融システムの安定に関する危機は一旦薄らいだものの、財政状況の悪化はソブリンリスクに変質して他国に波及していく恐れがある。先進国の財政赤字はGDPの約9%にまで拡大しており、多くの先進国で政策は使い果たされただけではなく、出口戦略が必要になっている。短期的にはデフレ懸念だが、長期的にはインフレ懸念があり、長期金利が急上昇するリスクが顕在化する恐れがある。しかも各国の銀行のバランスシート調整が済んでいないことから、銀行は十分な金融仲介機能を果たしていない。先進国の失業者は、2011年を通じて9%にとどまり、消費、設備投資が伸び悩むとみられる。このように、先進国経済の回復は不安定であり、当面は新興市場国の堅

調に支えられているが、2010 年中に民間主導の自律的な回復軌道に乗れないと、踊り場的な局面、あるいは、は二番底を迎える可能性がある。多国籍企業はかかる先進国経済の回復の不安定さや低成長が続くシナリオ、いわゆる「ニューノーマル」といわれる事態をも想定して、新興市場国にどのような影響が及ぶかを考慮のうえ、新興市場国戦略を考えるべきである。IIF(2010)では、2011年の先進国の成長は財政の出口戦略の実施により、前年の2.5%から2%へとやや減速するとみているが、2011年にかけて、先進国経済の成長が大きく減速する場合には<sup>6</sup>、いくつかの新興市場国では、大いなる安定期のような中間層の顕著な増加は期待できなくなる可能性がある。

## 7. 新たな固有の危機は発生するか

最近の2010年4月のIMF(2010b)の世界金融安定報告では、2007年4月から2009年11月にかけて新興市場国リスク(マクロの不安定度やショックに対する抵抗力の低下を示す複合指標)は増加の一途を辿ったが、2009年4月以来2010年4月までは減少した様子が示されている。新興市場国の国債利回りスプレッドは、低水準であった2006年末の171bp、2007年末の255bpの後、2008年末には724bpに跳ね上がったが、2009年末には294bpに戻っている。一方、新興市場国では、資本な急激な流入によりインフレと資産価格の高騰の懸念が生じているとしている。

2009年に8.7%の成長を取り戻した中国については、4兆人民元の内需拡大措置もインフラ投資に傾斜しており、危機前でも既に65%と高い比率であった投資のGDPに占める割合はさらに増加し、過剰生産能力、輸出依存などの新たな歪みとなりかねない。金融緩和についても、非効率分野への投資の促進、銀行の不良債権問題、住宅バブル発生という後遺症を生みかねない。世界銀行北京事務所の2010年3月の四半期報告(World Bank, 2010)では、住宅価格は2010年1月には、36の大都市で対前年比で32%、2月には、全国ベースで対前年比で10.7%へと急上昇したことを記述しているが、税制、購入条件(頭金など)の面で対策が講じられたことを指摘している。株価は直近月では安定しており、2月に前年比2.7%上昇した消費者物価の2010年の予想は3.5-4%の上昇に収まると見て

---

<sup>6</sup> 筆者が2009年11月にワシントンでIMFとIIFのエコノミストからヒアリングした感触では、米国を初めとする先進国経済は、2010年は景気刺激策もあり何とか持ちこたえるが、問題は先の2011年という指摘が多かった。

2010年3月のNYとIMFでのヒアリングでは、年初来の株価の上昇はあるものの、株価の先行きや雇用の回復のテンポについて慎重な見方が目立った。

いる。中国政府は、社会保障体制の充実を含む内需拡大策、生産過剰産業の再編、住宅価格対策を打ち出しているが、中国がバブルの発生と崩壊を回避し、経済のリバランシングに成功するかは、定かではない。

しかしながら、新興市場国が通貨・経済危機に陥るか、マクロバランスを失うかどうか、についての予測は、これまでも非常に困難であり、過去においては、芸術か、科学か、という論争となっていた。また、まさかの事態が発生するという面では、国はデフォルトを起ささないという神話が何度か崩れてきた。

—1997年7月のタイの通貨危機が起る直前の5月のアジア開発銀行総会では多くの論者が21世紀のアジアの高度成長を論じた。

—ロシアのモラトリアムが1998年8月に宣言される前は、核保有国はデフォルトしないという神話が市場関係者にあった。

—11月のドバイワールのモラトリアムの可能性への言及も多くの投資家にとって想定外であった。

科学的分析という点では、通貨・銀行危機を説明する計量モデルは1970年代末のラミの経済危機以来開発されてきている(IMF, 2002 及び Ciarlone, 2004)。モデルは以下のように、アジア危機を経て、第3世代モデルまで進化している。

—第1世代モデル:マクロ政策の一貫性欠如が外貨準備の減少と為替への攻撃を招くとする。

—第2世代モデル:基礎的条件の弱さと政策実行能力の欠如が投機を招くとする。

—第3世代モデル:アジア危機では、法人部門の債務構造の弱さ(企業の過剰な借り入れと外貨ファイナンス依存)が危機の発生とその深刻さの原因との認識に立つ。

最近のIMFの世界金融安定化報告(IMF, 2009c)は、基本的に第3世代モデルを受けているとみられ、経常収支、2009年の外部負債借換額、BIS加盟国銀行に対するネットポジション、5年間の平均実質信用増加率、預貸比率、外貨建貸出比率、を示したテーブルによって新興市場国の脆弱性を一義的に判断しようとしており、これらの指標は欧州の多くの新興市場国の脆弱性を一覧できる結果となっている。

ただし、アジア新興市場諸国は、全般的に、やや要注意なベトナムを除くと、経常収支に懸念はなく、外貨準備は潤沢であり、対外債務の問題も少ない。国内政策面では、インフレ懸念はまだ高くない。財政余力もある。IMFは2009年春には、アジアでの企業倒産のリスクは異常に高くなっており、対処は可能なものの、企業部門と銀行部門へのインパクト

トは著しいとしていたが (IMF,2009d)、現在はそのリスクはほとんど解消されている。今後のアジアの盲点を判断するには、内需の持続性、外需の継続性、海外からの資金流入状況をみるとともに、インフレと資産価格の上昇を中心に考察する必要があるだろう。

## 8. 最後に

以上のように、先進国経済が、財政面での出口戦略を確立し、2011年までに民間主導の自律的な回復軌道に乗れないと、踊り場的な局面や二番底を迎える可能性があり、さらには、今後低成長が続く事態が予想される。全般的に先進国経済の「ニューノーマル」は、新興市場国への影響如何で、政治リスクを増加させる方向に作用するとみるべきである。先進国経済の金融ストレスに対する新興市場国の抵抗力は増しているが、先進国経済から無視し得ないインパクトを受ける可能性は排除しえない。ギリシャの財政破綻危機が欧州危機に発展すれば、こうした事態が発生しうる。

多国籍企業はこのようなシナリオも想定して、これが新興市場国にどのような影響を及ぼすかを考慮のうえ、企業の戦略・リスク管理を再構築・強化する必要があるだろう。また、新興市場国への海外からの資金流入が急増したり、金融緩和が継続し、引締が不徹底な場合には、新興市場国が固有の要因により、マクロバランスを失う可能性も視野に入れる必要がある。いずれにせよ、多国籍企業は、不安定は世界経済のなかで生じうる新興市場国リスクに立ち向かえる経営資源を蓄積することが喫緊の課題である。

## 謝辞

筆者は、過去5年にわたり、年2回、ワシントン及びNYに出かける機会があった。その際、IMFの加藤副専務理事、世界危機以降注目された国際金融安定報告の担当課長Dattels氏、調査局のSrinivasan氏、IIF副専務理事・チーフエコノミストの堀口氏からほぼ毎回、新興市場国リスクについて貴重な意見と洞察を得た。また、シティグループで新興市場国リスク評価のMDであったLipton氏（現ホワイトハウススタッフ）から、折に触れて世界経済の先行きと新興市場国のリスクについて鋭い分析を聞くことができた。ジョージタウン大学のTed Moran教授からも直接投資が新興国に及ぼす功罪についての所見を伺った。さらに、審査の過程で匿名レフェリーの先生方から貴重な的確なコメントを頂いた。この機会に深く感謝申し上げたい。



## 参考文献

- ウィリアムソン、ピーター・J他（2009）「バリュー・フォー・マネー戦略で不況に克つ」  
『ダイヤモンドハーバード・ビジネス・レビュー』不況期の戦略特集、2009年5月：66-79頁
- 外国為替審議会（1998）「アジア通貨危機に学ぶ」アジア金融・資本市場専門部会報告書  
大蔵省外国為替審議会、1998年5月  
<http://www.mof.go.jp/singikai/gaitame/tosin/1a703d.htm>（2009年12月9日アクセス）
- 梶田幸雄（2004）『中国国際商事仲裁の実務』中央経済社
- 国際協力銀行（2005）「中国での事業におけるリーガル・リスク・マネジメントに関する調査報告書」国際協力銀行 中堅・中小企業支援室、2005年1月：58頁
- 国際協力銀行（2009）「わが国製造企業の海外事業展開に関する調査報告—2009年度 海外直接投資アンケート結果（第21回）速報版」国際協力銀行 国際調査室、2009年11月  
<http://www.jbic.go.jp/ja/about/press/2009/1106-01/index.html>（2009年12月21日アクセス）
- 小林啓孝ほか（2006）『リスク・リターンの経営手法』中央経済社、2006年4月：105-127頁
- バーロウ、モード（2008）『ウォーター・ビジネス』佐久間智子訳 作品社、2008年12月：146-196頁
- フリードマン、トーマス（2006）『フラット化する世界 上』伏見威蕃訳 日本経済新聞社、2006年5月：219頁
- ブレマー、イアン（2006）「政治リスク分析が BRICs 戦略の要」『Diamond ハーバード・ビジネス・レビュー』、May 2006: 53-62頁
- 山口陽子ほか（2008）「ベトナムの投資環境」『海外投融資』海外投融資投資財団、2008年3月：8-10頁
- Burton and Inoue(1987) “A Country Risk Appraisal Model of Foreign Asset Expropriation in Developing Countries”, *Applied Economics*, 1987,19 : pp1009-1048
- Cholaris,Peter Chales(2008) “Regulatory Takings Under International Law:A Brief Legal and Practical Guide”, *International Political Risk Management, The World*

- Bank Group: pp115-136
- Ciarlone,A and G. Trebeschi(2004) “Country and Debt Crises: A Review of the Early Warning Systems” in Country and Political Risk,(edited), London, Risk Books: pp17-35
- Garver,Patrick(2009) ”The Changing Face of Political Risk” in Investing with Confidence, Understanding Political Risk Management in the 21<sup>st</sup> Century, World Bank :pp81–90
- IIF(2010) “Capital Flows to Emerging Market Economies”, *IIF Research Note* ,April 15,2010 Institute of International Finance: Washington  
<http://www.iif.com/emr/article+204.php> (Accessed 21 April 2010)
- IMF(2002) “The Role of Corporate, Legal and Macroeconomic Balance Sheet Indicators in Crisis Detection and Prevention”, *IMF Working Paper WP/02/59* , March 2002:pp3-5
- IMF(2008) *Global Financial Stability Report*, Oct. 2008:pp44-49
- IMF(2009a) *World Economic Outlook*, Apr. 2009:pp147—153
- IMF(2009b) *World Economic Outlook*, Oct. 2009:pp10—12, 2
- IMF(2009c) *Global Financial Stability Report*, Apr. 2008: pp10—11
- IMF(2009d) *World Economic and Financial Surveys, Regional Economic Outlook, Asia and Pacific, Global Crisis: The Asian Context*, May 2009 :
- IMF(2010a) *World Economic Outlook*, Apr.2010:ppxiv
- IMF(2010b) *Global Financial Stability Report*, Apr.2010:pp47,xii,3
- MIGA(2000) *Review 2000*, Multilateral Investment Guarantee Agency:pp5-6  
<http://www.miga.org/documents/Review2000.pdf> (accessed 23 December 2009)
- MIGA(2009) *World Investment and Political Risk*, Oct 2009, MIGA World Bank Group: pp17,28-30 <http://www.miga.org/documents/flagship09ebook.pdf> (accessed 21 December 2009)
- The Center for Public Integrity(2003) “The Water Barons” ,2003, Washington,Public Integrity Books: pp1-2
- UNCTAD(2009) *World Investment Report*, 2009
- Wilkin, Sam(2004) “Introduction” in Country and Political Risk,(edited), London, Risk

Books : ppxvii-xix

Moran, Theodore (2006) "Harnessing Foreign Direct Investment for Development",  
Washington, Center for Global Development: pp78-79

World Bank (2005) *World Development Report 2005: A Better Investment Climate for Everyone*,  
World Bank (2009a) *Global Development Finance: Charting a Global Recovery*, Washington, DC: World Bank : pp246-249

World Bank (2009b) *Doing Business 2010*, Sep 2009 : Overview pp5-8

World Bank (2010) *Quarterly Update*, World Bank Office, Beijing, March 2010:  
<http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/EASTASIAPACIFICEXT/CHINAEXTN/0,,contentMDK:22502137~pagePK:1497618~piPK:217854~theSitePK:318950,00.html> (Accessed April 28, 2010): pp7,11