

グローバル経済・市場の信用とリスク

Credit Risks in the Global Economies and Markets
— Current trends and future prospects —

大 田 英 明
Hideaki OHTA

Summary

With development of capital account and financial liberalization, international capital flows have increased significantly since 1990s. This expansion of capital inflow/outflow has resulted in 'capital account crises' in Asia and other regions, as well as disturbances of capital markets as seen after the Russian and LTCM crises in 1998 and 2001 after the burst of IT bubble. On the other hand, interest rates have generally declined in the global markets, with massive expansion of liquidity through not only oil money but also liquidity mobilized in the Japanese markets through 'carry-trade' which has expanded under the Bank of Japan's Zero Interest Rate Policy and Quantitative Monetary Easing Policy. The abundance of global liquidity has resulted in lowering interest rates and increased investment in securities in the global markets, including emerging markets. Stabilization of global markets has been achieved through several factors, including strengthening regulatory rules of 'Hedge Funds' (Highly Leveraged institutions, HLIs), strict regulations under the new accord of BIS, as well as strengthening capital account regulations and controls in foreign exchange in the major 'crises' experienced countries, such as Thailand, Argentina, Brazil, etc.

The study in this paper takes up the general risk evaluation by the major rating agencies (Standard & Poor's, Moody's), and assess their trends in sovereign risk ratings recently, and draw some implications of appropriate evaluation of country risks and rating methods.

目 次

はじめに

1. グローバル市場の変化と背景
2. 2000年代のグローバル経済環境と途上国・エマージング市場経済諸国
3. 各国の信用リスク評価
4. 今後の展望と課題—過大評価から「適切な評価」への流れへ
5. 結論：各国の適切な信用度評価のために

はじめに

今日、世界的なインフレ低下とそれに伴う金利水準の低下に伴い、比較的マクロ経済環境は安定し、各国のファンダメンタルズが改善している。このため、足下までのグローバル市場では近年ではまれにみる安定した状況が続いてい

る。それに伴い、各国のソブリン・リスク評価は、これまでに比べ相当楽観的な見通しに基づく国別の評価（ソブリン・レーティング）が広がっている。これまでの米国の経常赤字の拡大とそれを支える東アジア諸国の米国債を中心とした運用、さらに日本の低金利をもとにしたキャリートレードの拡大により、世界的に先進

国、途上国市場とも資金が豊富な過剰流動性ともいえる状況が表面化している。

こうした背景には、2001年の米国景気の悪化以降、絶妙な金融政策によって回復させてきたグリーンズパン前FRB議長の力量により米国経済が世界を牽引してきたことに加え、近年の中国経済をはじめとするアジア経済の活発化によって、世界経済の拡大が促進された面は否定できない。さらに、世界的な流動性の上昇も大きな理由として考えられる。これは、1997/98年以降急速に悪化した日本経済の低迷に対し金融面から景気回復を下支えする目的で導入された1999年以降のゼロ金利政策、さらにそれを受けた量的緩和政策により、本来の目的である景気回復への効果より、むしろグローバル市場への貢献が大きかったと考えられる¹⁾。特にゼロ金利及び量的緩和策は低利で豊富な資金を日本市場で調達し、グローバル市場で運用する欧米金融機関の動きがいわゆる「円キャリー・トレード」を活発化させ、その結果、途上国・エマージング市場国への資金流入と市場の活性化を通してリスク評価の低下のみならず、当該諸国の全般的な景気の回復に貢献して来たと見られる。上記のような国際金融市場の環境改善にもかかわらず、リスク要因がまったくなくなったわけではない。

本論文は、第一に、1990年代に本格化したグローバル市場の資本自由化に伴う資金移動の拡大、エマージング諸国の危機の発生とその後の安定の背景について概観する。

第二に、足下でグローバル市場に低利で豊富な流動性を供給してきた日本市場にて、2006年7月にゼロ金利解除し、3月に終了した量的金融緩和の解除とあいまって、今後一層市場におけるリスク評価が従来に比べ厳しくなり、当該国が本来あるべき「正当な」評価が行われ、これまでの過大評価が是正されてくる可能性を

指摘する。

第三に途上国やエマージング諸国の国別リスク評価に関して代表的格付け会社であるStandard & Poors' (以下、S&P) 及びMoody'sの国別評価が過去10年間でどのように当該国のカントリーリスクに対して過大、あるいは過小に評価してきたかを検証する。

最後に、現在比較的安定しているグローバル市場において、リスク評価が正当に行われていないとすれば、今後どのような点において一層実態を反映したリスク評価ができるかについて若干の考察を行う。

1. グローバル市場の変化と背景

1.1 先進国・途上国の資本自由化の背景と現在の国際資本市場

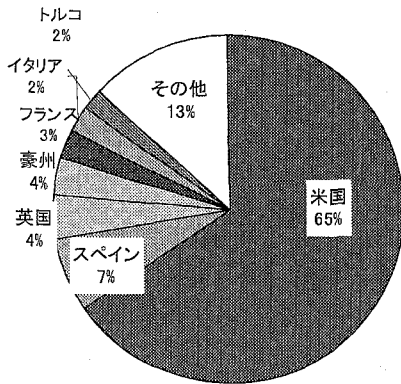
今日では国際間の資本移動が急速に拡大しており、貿易に伴う為替取引から国際間の通貨取引や資本取引が量的に圧倒的に拡大している。

これらは、1990年代に急速に進んだ先進国及び途上国、特にエマージング市場経済諸国における資本・金融取引の自由化がその背景にある。1980年代初に米国レーガン政権下で推進されたレーガノミクスに基づく減税策による歳入減に加え、軍拡に伴う歳出拡大により財政赤字が拡大し、一方でインフレ抑制と高金利政策に伴う通貨高で輸入増加を招き経常収支赤字も拡大、「双子の赤字」が生じた。加えて、国内市場ではクレジットクランチが深刻化した。当時、先進国においても資本自由化がようやく本格化してきた段階であり、まして途上国は資本取引に規制を加える国が多かった²⁾。こうした中、米国は1980年代の経験から、先進国・途上国を問わず資本取引の自由化及び金融自由化

1) 日本の量的緩和政策の総括的なレビューは鶴飼論文(2006)参照。

2) 日本は1980年に改正外為法を施行したが、本格化したのは1984年の円転規制撤廃後であった。また、欧州主要国でも1983-4年以降にようやく域内外の資本自由化は本格化した。

図1 資本輸入国 (2005)



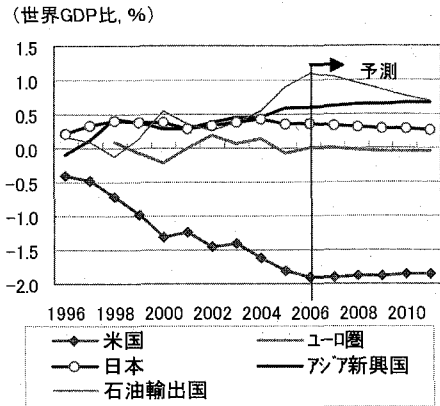
出所：IMF, “Global Financial Stability Report” (2006.9)

を一般化させることを推進した。米国政府当局の意向を反映し、資本自由化の旗振り役となったIMFは、先進国・途上国の資本自由化を積極的に推進してきた。90年代前半まではメキシコにおいて自国通貨建て債券（テソボノス）の急速な拡大と資金引揚げに伴う最初の本格的な「資本収支危機」が発生した。しかし、国際的により大きな影響を与えたのは1997年7月のタイ・バーツ下落に始まったアジア危機であった。資金引揚げの動きはアジア全体に広がり、それまでに資本取引に伴う通貨交換を自由化した国々に次々に伝播（contagion）した。

こうした「資本収支危機」の経験からアジア諸国を中心に各国とも外貨準備高の水準維持をはかる動きが一般化した。さらに中国に代表的に見られる米国市場への輸出回復に伴う外貨準備の積増が進んだ。これらの諸要因が各国の政府・通貨当局が米国債への投資を中心に外貨運用をはかる背景となっている。さらに、各国とも資本取引には慎重な姿勢をみせ、外貨取引への監視を強化し、大量の資本移動の規制を導入する国が増加している。途上国・エマージング諸国では、全体的に海外からの外貨建て借入比率がここ数年低下しており、これが為替変動に伴うリスクを軽減させている。

一方、米国内市場で高金利・クレジットクラ

図2 拡大する米国経常赤字



出所：IMF “World Economic Outlook” (2006.9)

ンチにより苦境に陥った80年代初に比べ、現在では、国際的な世界の資金フローが急速に拡大し、米国が資本の最大の輸入国となった。このことは、米国は20年以上かけて、国内投資・消費を支える資金を世界市場から調達することに成功したことを意味する。しかも日本・中国など東アジアや東南アジア諸国に加え産油国の資金が国際市場を経由して米国に流入してきた。この結果、1980年代初に比べ現在では国内経済には大きな利益をもたらしてきた一方、国際的な資金配分の観点から著しく不均衡な状況になっており、米国はますます資金の対外「依存」を進めている。これが経常収支赤字の拡大と表裏一体で進んでいる。

米国に流入した資本は、オフショア市場を通してグローバル市場で投資・運用される。従って、こうした資金がエマージング市場での債券や株式投資を急増させ、さらにそれが流動性拡大と金利低下によってますますリスク・テッキングな動きを加速させてきたといえる。

1.2 急速な国際資本移動の拡大と移動手段の発達

今日では、グローバリゼーションは金融面で特に著しい。このことは、80年代までの状況と異なり、現在では貿易に伴う通貨取引の数十

倍以上の「モノ」の取引に基づかない資金が取引されている。

また、1990年代以降、国際的な資本移動は、債券・株式市場の拡大以上に急速に拡大している。例えば、約20年前には国際資本移動は各国全体の債券・株式の時価総額のおよそ4%に過ぎなかったが、現在ではその比率は8%以上になっている。このことは、投資が国内にとどまらず、国際的な拡大をみせていることを示し、これもグローバル化の表れとみなすことができる。

国際資本移動の拡大は金融派生商品（デリバティブ）の発達と通信手段、IT技術の進歩などに支えられている。急速な資本取引の拡大に即した技術面における対応では、IT技術、特に個人ではパソコンの普及に加え、法人・金融機関や機関投資家サイドではコンピュータ端末より瞬時にマネー取引が可能となり、国際間の資金移動が非常に容易となった。こうした技術進歩によりますます国際間の資本・金融取引が拡大した。

1.3 グローバル市場の安定と「円キャリートレード」の影響

ハイリスク・ハイリターンをねらう機関投資家やヘッジファンドは、1997年以降の円安時に大きな利益と為替差益を上げていたが、1998年10月に急激な円高・ドル安に転じたことで、大幅な為替差損を計上した。円安・ドル高時には金利差による利益に加えて為替差益も得られる一方、円高・ドル安局面では為替差損が発生したのである。このような90年代末の通貨危機を引き起こした国際資本移動が猛威をふるった時期を経て、米国が歴史的な低金利水準を継続してきた2001年以降、先進国・エマージング市場を含む世界市場での安定化が進んできた。この背景には、一般的に①世界各国のインフレ率低下、②経済安定化に伴う企業収益やバランスシートの改善、さらに③金融市場での透明性の向上や米国ヘッジファンド規制の導入

などの金融市場での変化などが挙げられる。この結果、世界的な低金利状況が続き、米国など先進国を中心に不動産価格の上昇、住宅ローンの増加が見られる³⁾。特に、ヘッジファンドは投資家の拡大に伴い以前の「ハイリスク・ハイリターン」からより安定志向にシフトする傾向がある。例えばヘッジファンドの株式市場に対するネットロングポジションの拡大に伴いヘッジファンドと株式の月次収益率の相関は上昇しており、両者の相関は2003年央以降上昇基調にあり、2005年2月以降には0.9を超えている。このことは、ヘッジファンドも平均的な株式指数にほぼ連動する投資行動を取っていることを裏づけており、より「平均的」な投資ポジションになっているといえる⁴⁾。

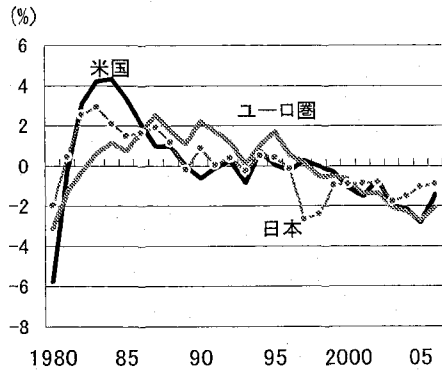
2000年代に入り、国際的なインフレ率低下に加え、日本市場ではゼロ金利下で低い調達コストに基づく豊富な資金をもとに高金利のドルなどで運用して利益を上げる、いわゆる「円キャリートレード（取引）」が活発化してきた⁵⁾。これは2001年以降、米国での金利引下げとそ

3) 世界的な資産バブルとの指摘もあり、この背景には将来にわたる期待インフレ率の低下に伴う企業や投資家の不確実性の低減により企業の収益計画も強気に転じ、ユーフォリアが発生しやすいことがある (Borio & Lowe [2002])。

4) 日本銀行 (2006)

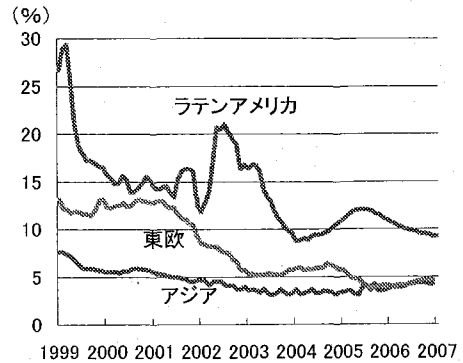
5) 一般的には、低金利の日本市場での円借入を高金利通貨に交換して国際市場で利益を上げる方法をさす。主に海外のヘッジファンドや金融機関が、高いリターンが期待できる国で運用する。投資対象は、株式、債券、商品、不動産などであるが、原油や金など一次産品への投資も増加している。円キャリートレードで調達した資金の多くが商品市場へ、実質的にキャリートレードと分類できるものとして、1) 低金利通貨を売り、高金利通貨を買って高金利で運用する、2) 高金利通貨建ての債務者が、低金利通貨で資金を借り入れ、高金利通貨に交換して負債返済する、などの方法も考えられている。例えば、円で資金を調達し、高金利の豪ドルに投資すれば、円の金利支払いが小額で済み、投資した通貨での金融商品では高金利が獲得できる。2006年5月、米利上げ継続見通しの高まりに伴う投資意欲の後退、日銀によるゼロ金利解除予想などを背景に一時収縮したとされた「円キャリートレード」が、2006年夏以降、再燃し、日本経済の先行き不安に伴う利上げ観測の後退とともに依然として継続しているとみられる。

図3 先進国実質金利（長期）の推移



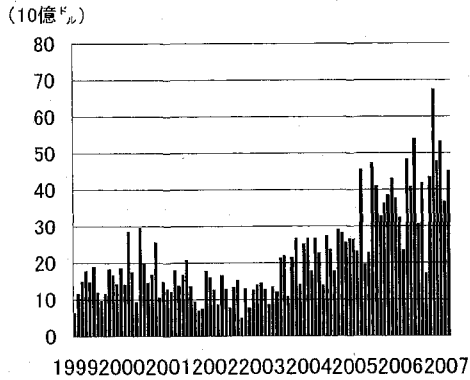
出所：IMF, “World Economic Outlook”より作成

図4 新興国短期金利



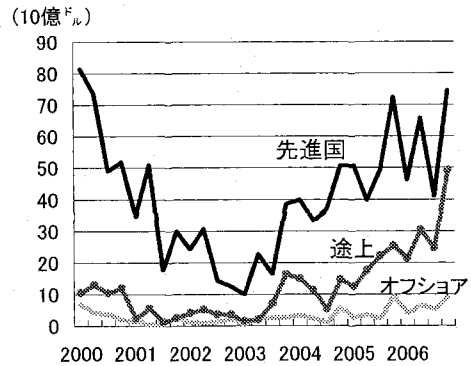
出所：IMF, “World Economic Outlook”より作成

図5 新興国市場向け資金流入



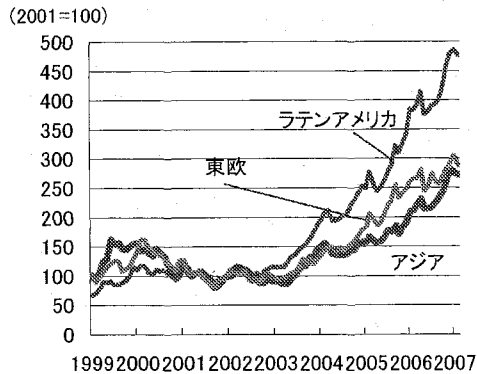
出所：IMF, “World Economic Outlook”より作成

図6 世界の新規株式公開動向



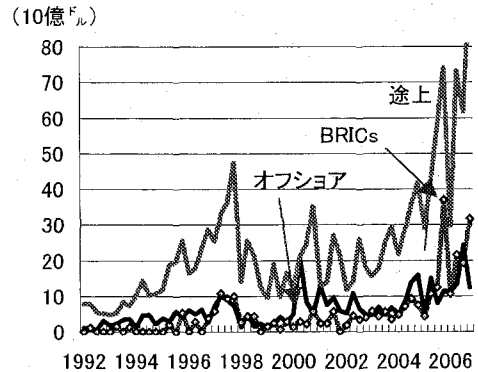
出所：BIS

図7 新興国株式市場の推移



出所：IMF, “World Economic Outlook”より作成

図8 途上国・オフショアのシンジケート・ローンの推移



注：オフショアはシンガポール、香港、ケイマン諸島等含む。

出所：BIS

図9 ゼロ金利と量的緩和 (日本)

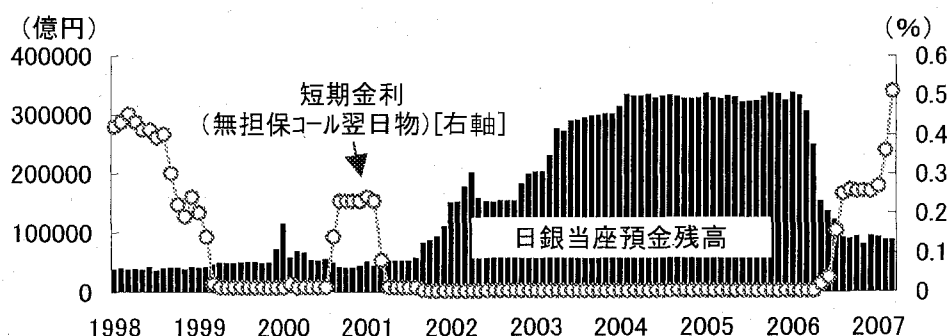
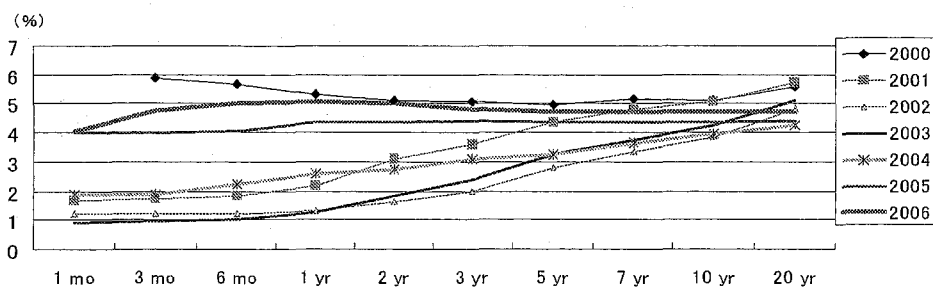


図10 米国債イールドカーブの変化



の後の引上げにも拘らず歴史的な低金利水準もあいまって国際分散投資が拡大し、先進国のみならずエマージング市場での運用が拡大して来た。この背景には、リスク低下のみでは説明できない国際市場での豊富な資金供給がある。途上国・エマージング諸国で本格的な危機が発生していない背景には、非常に大きな要素として低利で豊富な資金が日本市場から調達でき、それが国際的な流動性を高め、オフショア市場などを通して各国市場に分散投資されてきたことが大きな背景となっていると考えられる。

例えば、アジア危機前までの東・東南アジア諸国の借入の90%は米ドル建てであったが、現在では60%まで低下している。また、先進国市場であるユーロ市場では円建てのローンも一般化しているとされる。例えば、スイスではスイスフランより低い金利の通貨として円によ

るローンが一般化している。スイス国立銀行(中央銀行)の現在の政策金利(3カ月物LIBOR)の水準(1.25~2.25%)のレンジを下回る円建て金利により円建てローンが可能となっている。

また、日本の家計資産は約1,500兆円といわれるが、その一部を外貨建て金融商品で運用する投資家が増加し、それに伴い外資系を中心とした海外資産(通貨・証券など)の運用が急速に拡大している。これは、個人投資家が低金利の銀行預金から資金分散をはかりつつある傾向に伴い海外資金運用が拡大している背景となっている。

日本の国内市場では、2006年12月以降、景気悪化の懸念の広がりから利上げ時期が先送りされる可能性があり、これが、さらに円キャリートレードをしばらく継続させる可能性がある

る。また、米国市場でも住宅建設指標など景気先行きへの不透明感のために2007年中に利下げがありうるとの見方も浮上している。当面利上げ局面にはないとの判断から、長期ゾーン、超長期ゾーンの米国債の購入が増え、イールドカーブはフラットニングの動きがこのところ目立っている。このことが、機関投資家などのグローバル市場での積極的な投資を継続させる可能性もある。

1.4 ヘッジファンドの変貌と国際資本市場における役割

1998年のLTCM破綻までのヘッジファンドは少数の投資家から多額の投資金を元にハイリスク・ハイリターンを求めて高レバレッジをきかせてグローバル市場に投資するものであった。しかし、最近では、このようなファンドはむしろ少数となり、「安全志向」を強めリターンは安定したものを求める傾向にある。これは、投資家が従来のような富裕層だけではなく、年金・金融機関など機関投資家や小口の個人投資家の参加が増加していることがその背景にある。この結果、いまや主要市場（米、英、日）では、証券取引所の取引量に占めるヘッジファンドの割合は3分の1から半分程度に達しているとされ、ヘッジファンド自体も規模が拡大し、以前のようなリスクの大きい投資はできにくい環境にある⁶⁾。さらに、米国当局によるヘッジファンド規制が本格化したことが以前のようなハイリスク・ハイリターンを求めるヘッジファンドの性格を変貌させたといえよう。

国際的なヘッジファンドの堅実な資金運用ス

タンス志向に加え、2002年以降の市場の安定化は、(1)株式や債券市場の動向に拘らず正の収益率を確保したこと、(2)ボラティリティが株よりも低く推移したこと、(3)伝統的資産との相関が総じて小さく、ポートフォリオ分散のメリットがあったことなどが特徴として挙げられている⁷⁾。このような国際金融市場の環境改善も途上国・エマージング諸国のソブリン・リスク低下に貢献している。この点で、90年代にグローバル規模で大幅、かつ急激な資金移動による資本収支危機が起きたエマージング諸国のリスクは、現在では相対的に低下しているといえよう。

2. 2000年代のグローバル経済環境と途上国・エマージング市場経済諸国

2.1 対外債務危機のリスクは去ったか？

～1980年代との相違～

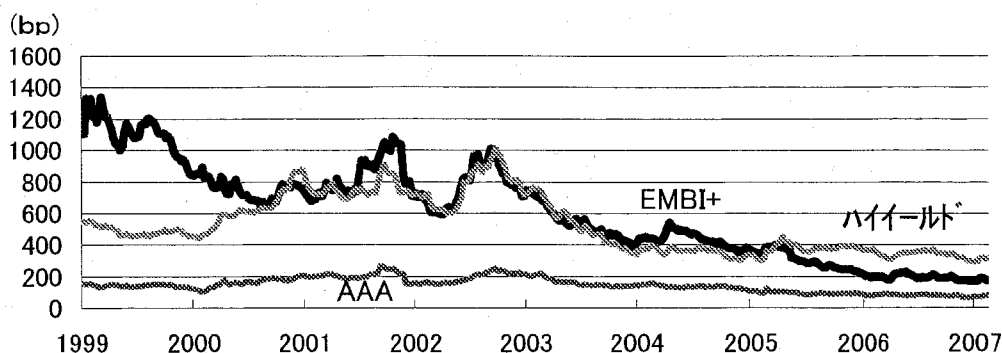
最近の原油、金などの一次産品価格の上昇にもかかわらず、世界的な低インフレ、低金利状況は歴史的な低水準にある。原油価格上昇により産油国のオイルマネーも東アジアからの資金とともに結果的にグローバル市場での積極的運用を加速化させている現実がある。この点で、1980年代前半の米国における高金利に伴うラテンアメリカ諸国の対外債務危機のような事態が発生する可能性は低下している。特に注目されるのはアジア危機や「ポスト・アジア危機」など資本収支危機を経験した韓国、タイ、アルゼンチンやトルコなどは軒並みソブリン債券スプレッドが縮小しており、市場での評価は一層リスクが低下しているとみている。特にアルゼンチンは、2006年2月にIMFなどに前倒し返済を実施したため、市場での債券スプレッドは急激に縮小している。

このように確かにグローバル市場の安定化が

6) 米国では2006年2月から米国市場で取引をしているヘッジファンドと米国の投資家から資金を預かっているヘッジファンドの運用会社に対して、一部の例外を除いて一斉にSECへの登録を義務付けることになった。こうした米国での厳格化の動きに対し、英国では比較的緩やかな規制を検討している。従って、一律の規制をかけるよりもむしろ秩序あるファンドの運用環境を整備することを欧州委員会の報告書(2006)で主張されている。

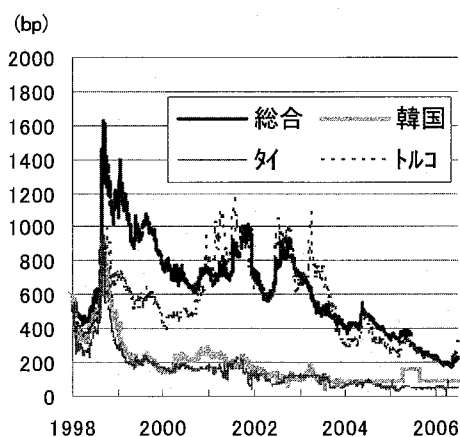
7) 日本銀行『ヘッジファンドをめぐる最近の動き』(2005.7)

図11 新興国市場スプレッドの推移



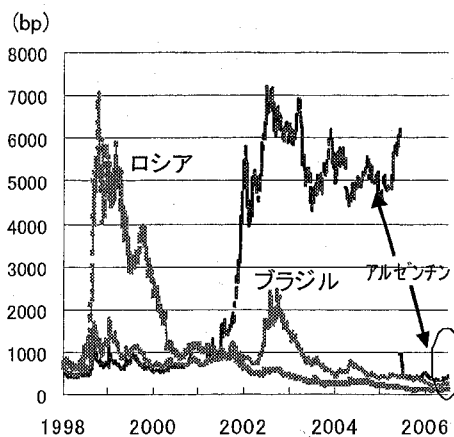
出所：IMF, "World Economic Outlook" (2007.4) Fig. 1.6

図12-1 ソブリン・スプレッド (EMBI) 推移(1)



出所：JP Morgan

図12-2 ソブリン・スプレッド (EMBI) 推移(2)



出所：JP Morgan

進んでいる現状に対して、「世界的にインフレの時代は過去のものになりつつある」との見解も提示されつつある中、このような状況が当面継続するのであるか⁸⁾。この点について検証してみよう。

第一に、途上国・エマージング諸国の公的債務については、IMFからの通常プログラムで融資されるスタンドバイ取極め (SBA) に基づ

く融資額は顕著に減少しており、主要国ではトルコを残すのみである。他のIMFからの融資プログラムはサブ・サハラ・アフリカを中心とする「貧困削減・成長ファシリティ (PRGF)」などの低所得国向けのプログラムが中心となっているが、1990年代のアジア危機以降の大規模な危機で拡大してきた融資規模に比べはるかに小額である。少なくとも公的債務返済負担は主要国で大幅に減少している。

第二に、民間対外債務の問題である。危機経験国のタイ、インドネシア、アルゼンチンなどではIMFプログラム終了・返済後、民間資本取引を含め為替取引には一定規模の制限を加える傾向にある⁹⁾。これは、大規模の資本取引に

8) 2006年日本金融学会春季大会における清水啓典氏の見解など。ただし、依然として原油・一次産品などのコスト・プッシュインフレ上昇の懸念は存在している。もちろん、1980年代のラテンアメリカや90年代の移行経済諸国でのハイパーインフレが収束した事実はある。

表1 主要「危機経験国」の通貨取引・資本規制

国	自由化度 (90年代)	自由化 度(現在)	為替管理(資本・金融・貿易取引)
インドネシア	○	△	①2000年4月より1万ドル以上相当の外貨の国内外での受払いは中銀報告義務; ②2001年2月より、ルピアの外為取引はインドネシア国内銀行のみ実施; ③非居住者の銀行同士によるルピア送金の禁止を柱とする中銀通達が適用。現金1億ルピア以上の持出し/持込みには制限; ④全ての海外からの商業借入はCOLT(商業オフショア借入局)の許可必要(銀行・金融機関・企業)、個人は20万 ^{ドル} 以上の借入は許可必要
マレーシア	○	△	①居住者の海外借入は500万リンギまで自由; ②非居住者への生産的投資への貸出は1万 ^{ドル} まで自由; ③居住者は海外投資につき原則1000万リンギまでのオフショアを含む借入自由(非居住者が管理する企業(NRCCs)の国内借入金の上限(5,000万リンギ)が撤廃。また、5,000万リンギを超過する場合に必要とされていた中央銀行への承認は撤廃)[2005.4~]; ④非居住者によるリンギ建て証券発行・売却は許可必要; ⑤商業銀行などの海外口座及び借入は5000万リンギ以上は許可必要(個人は1000万リンギ)
タイ	◎	○	①被仕向送金(受取り)は、バーン建て、外貨建ても原則自由。ただし、外貨建て5,000米ドルを超える場合は、為銀経由で中銀に報告する必要(貿易取引)1件50万バーン以上は税関当局に報告; ②対外貸出は認可銀行のみ可能(純外貨準備規制あり); ③非居住者の証券売買は当局(MOF, BOT, SEC)の認可必要; ④金融機関の株式取得は25%以下に制限
アルゼンチン	◎	△	①居住者から非居住者への外貨売却は1ヵ月当たり5000ドル以上は中銀報告義務 ②月額200ドル以上の非居住者の為替取引に対する中央銀行の事前承認必要(2004年12月以降、200万ドルまでの中央銀行の事前承認なく、外貨を取得、送金可) ③非居住者の証券投資は30%の準備金(1年間)必要(FDI, IPO除く)。[2005.6.10以降] ④直接投資及び貿易目的を除く外貨交換は1年間は禁止 [2005年5月26日以降]
ブラジル	△	△	①外国資本の対内移転ならびに利益再投資は、中銀外資登録管理局に登録義務の必要あり。利益、配当、金利などの海外送金には、中銀および連邦税務局に送金を立証する書類提出義務あり ②国内における外貨口座預金は原則禁止 ③非居住者による債券売買はFIEIX(オフショア投資基金)に限定 ④外国からの直接投資は特定の経済分野での規制

出所：IMF, “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER) 2005”, JETRO より作成

対して中銀・通貨当局がモニターを強化し、制限を加えるなどの方法が取られている。このため、危機が続発した1990年代後半から2001年までの状況と為替取引に関する状況が変化し、よりリスクに対応できる状況となっている。

第三に、途上国にとっては、90年代までの国際資本移動が大きな変動要因となっていたが、投資側の安全志向と規制に加え受入れ側(途上国)の一部資本移動に伴う為替取引監視強化、さらに相対的な金融機関の健全性の改善などからリスク度は比較的低下してきているといえよう。従って、今後通貨危機や資本流出に伴う「資本収支危機」が途上国やエマージング諸国にて発生する可能性は確かに減少している。

2.2 最近までの「流動性相場」とソブリン・リスクの過小評価

世界的な金利水準の低下に加え、2001年以降日本の低金利政策や量的緩和政策などにより、グローバル市場に豊富な資金供給が行われた結果、流動性の高まりにより各国のソブリン債券のスプレッドは低下してきた。最近では原油高に伴う産油国のオイルマネーの増加も加わり、グローバル市場で流動性相場が実現した。

しかし、最近までの状況は、歴史的にみても国際的な流動性が大幅に高まった結果、各国のリスク評価が本来あるべき基準値からはずれ、過大評価に傾いている可能性がある。すなわち、流動性の拡大により、本来各国の固有リスク、すなわちソブリン・リスクは本来のリスク評価に比べ過大評価されてきたのではないかと考えられる。例えば、2006年3月に日本では1999年2月以降、ゼロ金利政策を維持、一時解除した(2000年8月)が2001年3月に量的金融緩和政策を導入、事実上ゼロ金利解除された2006年7月まで継続した¹⁰⁾ このことで「円キャリートレード」などにより、資金の国際的分散が拡大した。特にゼロ金利下の日本市場で

9) タイ当局は、2006年12月に資本流入による為替の上昇を抑制するために一定期間、短期資本規制を実施した。外国投資家は1年間資金をタイ国内に留保することが条件となったため、一時的に株式市場では株価が下落してきた。しかし、こうした短期的な市場へのネガティブな点は中長期的な通貨安定をはかる上ではむしろ必要なことであると見られる。

の資金調達により米国債やその他の市場の金融商品を売買・運用すれば、多額のマージンを獲得できる状況が続いてきた。日本銀行は、世界市場に豊富な資金を供給するいわば「世界の中央銀行」のような役割を果たしたのである。従って、日本の90年代以降の経済不況は、米国をはじめとする世界の市場にとっては「大きな恵み」であったといえる。

しかし、こうしたあり余るほどの流動性の拡大は、先進国のみならず途上国やエマージング諸国の金融商品（株式、債券など）への投資を増加させたが、一方で本来あるべき当該国のソブリン・リスク評価がより過大に評価され、例えば債券スプレッドが不適切な水準にとどまる傾向にあった。2006年3月の日本の量的緩和政策解除を受けた4/5月以降、若干途上国の債券スプレッドは拡大したが、2001/2年までの水準に比べ非常に低い水準にとどまっている。従って、当面、日本経済がデフレ脱却にいたるまで時間がかかるとみられ、相対的に低い金利を海外市場で運用する手法は継続しよう。ただし、米国経済の成長率も2007年以降鈍化し、安定成長軌道に乗れないリスクも残っており、その場合、コストプッシュインフレと景気後退というスタグフレーションの可能性もある。さらに、ドル相場の調整が起きれば、円キャリートレードの運用益は損なわれ、それが、グローバル市場での取引を急速に縮小する恐れもある。このため、円キャリートレードは中長期的には解消に向かう可能性が高い。向こう数年間のうちに、ドル相場の調整、すなわち円高ドル安が起きる可能性が高い。従って、海外投資家は現在相対的に安い日本円を調達しておき、円高になった場合、急速に資金を海外に移し、その後は調達が困難となる可能性が高

い。すなわち、その時点で円キャリートレードの山場は終焉することになるだろう。

今後、世界的に過剰流動性が収束し、「正常な」ソブリン・リスク評価が実現される方向に向かう可能性もある。さらに、現在の世界経済は米国の景気動向に大きく依存しており、アジア経済では格段に存在感を増している中国経済を左右しかねない。すなわち、米国経済の偏重により日本や中国経済に影響を与えた場合、グローバル市場における投資家心理に悪影響を与え、予想以上の市場の収縮が起きる可能性もある。

3. 各国の信用リスク評価

3.1 エマージング諸国の格付け変遷とリスク評価

3.1.1 エマージング諸国のソブリン格付け変遷

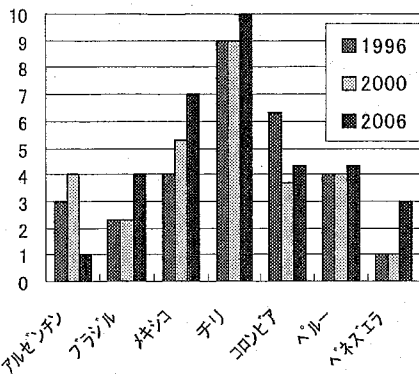
当該国のリスクを正確に把握するためには、格付け会社によるソブリン・レーティングを参考にすることも必要であろう。そこで、格付けの変化が正確に当該国のリスク度を反映しているかどうかについて検討する。

一般的には格付けの変化とスプレッドは概ね相関関係を持って推移しているように見える。しかし、アジア危機前後ではソブリン格付けとマクロ経済指標や対外ファイナンス関連指標の動きを見ると必ずしもそれらの動向は一致しておらず、一部で格付けと関連指標との乖離が見られる。すなわち、急速に当該国の債券スプレッドが縮小しても必ずしも当該国の信用評価を相当程度引上げているわけではない¹¹⁾。例えば、2001/2年にデフォルトしたアルゼンチン

10) 日本の量的緩和政策は、日本の景気回復の直接的な貢献はみられず、市場のイールド・カーブのフラット化に貢献した程度である（鵜飼博史 [2006]）。しかし、グローバル市場に低利で豊富な資金を供給した点では大きな役割を果たしたといえよう。

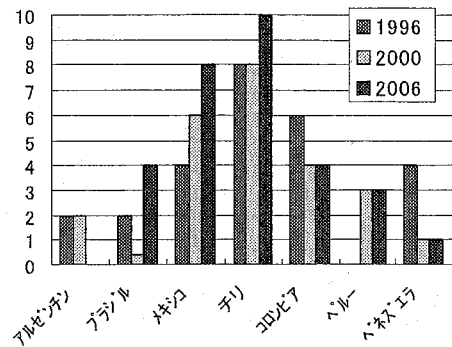
11) Genberg & Sulstarova (2004) は、ソブリン債券のスプレッドとリスク評価は回帰分析の結果、正の相関があるとしている。これは2003年7月時点での29カ国の債券スプレッドとS&P, Moody's信用度評価に関する比較研究を行ったものである。同研究では主にGDP比対外債務を用いて分析している。なお、危機発生前後のスプレッドの推移の具体例に関する研究はFuentes & Godoy (2005) 参照。

図13-1 S&P 格付け変化 (ラテンアメリカ)



注：各国のレーティングを点数化 (A10 点, B1 点)

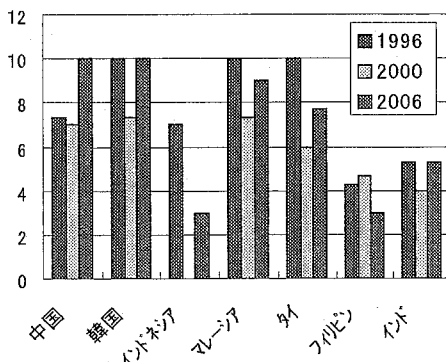
図13-2 Moody's 格付け (ラテンアメリカ)



注：各国のレーティングを点数化 (A2: 10 点, B3: 0 点)

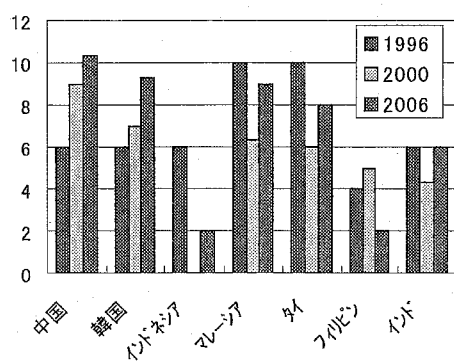
出所：Moody's より作成

図13-3 S&P 格付け変化 (アジア)



注：各国のレーティングを点数化 (A10 点, B1 点)

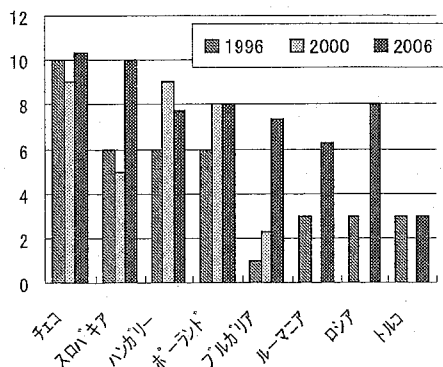
図13-4 Moody's 格付け (アジア)



注：各国のレーティングを点数化 (A2: 10 点, B3: 0 点)

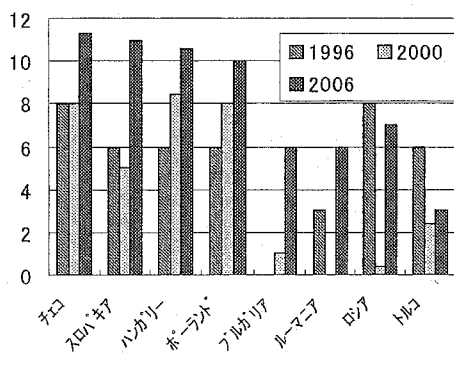
出所：Moody's より作成

図13-5 S&P 格付け変化 (欧州)



注：各国のレーティングを点数化 (A10 点, B1 点)

図13-6 Moody's 格付け (欧州)



注：各国のレーティングを点数化 (A1: 11 点, B3: 0 点)

出所：Moody's より作成

が依然として低評価となっていることに代表されるように、最近までの信用度評価は定性判断を重視しているとみられる。最近の市場においてスプレッドが急激に縮小している現状から、スプレッドが直近の市場での当該国の信用度評価とすれば、市場での評価は現在の格付け会社の評価との乖離が拡大していると考えられる。

3.1.2 格付けと当該国の総合的リスク評価

最近までのソブリン格付けが正確に当該国のリスクを反映しているかどうかを検証することは、今後の各国のリスクを評価する上で意義深いことである。本節では、主要格付け会社 S&P と Moody's のソブリン・レーティングを当該国の経済指標、対外債務関連指標などの評価に合致しているかどうかを検証する¹²⁾

S&P や Moody's は、アジア危機前後において、当該国のリスクを適切に評価しているとは言えなかった。すなわち、S&P や Moody's は当該国のソブリン・リスク評価指標として、それまでの格付け会社ではマクロ経済指標や債務指標として主に主要対外債務指標のほか、成長率やインフレ率など通常のマクロ経済指標に注目していたため、本質的に「資本収支危機」であったアジア危機では、資本の急激な流出に伴う対外債務拡大や経済悪化に伴う財政赤字拡大などのリスクは比較的考慮されず、レーティングと実際のリスクとの乖離が生じたと見られる¹³⁾。しかし、その後、資本の急激な流出に伴う当該国の危機発生とリスク拡大の可能性を考慮し、S&P や Moody's 主要格付け会社ではリスク評価を反映する指標を採用するなど、よ

り精緻な評価を行うなど現実的な方向に修正してきている可能性もある。

そこで、1990年代以降のエマージング諸国の危機の直前の時期を目安として設定した年(1996, 2000)に加え、最近までの状況をみるために2005年時点での各マクロ経済関連指標及び債務関連指標を説明変数として用い、主要格付け会社の S&P 及び Moody's のソブリン・レーティングを指数化して被説明変数として回帰分析を行った。

対象国は、ラテンアメリカ7カ国(アルゼンチン、ブラジル、メキシコ、チリ、コロンビア、ペルー、ベネズエラ)、アジア7カ国(中国、韓国、インドネシア、マレーシア、タイ、フィリピン、インド)、欧州8カ国(チェコ、スロバキア、ハンガリー、ポーランド、ブルガリア、ルーマニア、ロシア、トルコ)、中東・アフリカ5カ国(イスラエル、エジプト、チュニジア、モロッコ、南アフリカ)、計27カ国である¹⁴⁾

なお、S&P 及び Moody's の被説明変数(ソブリン・レーティング指数)をそれぞれ指数化したものを y_s , y_m とする。また、説明変数は以下の指標を用いる。ネットの FDI 流入(GDP比)を変数として採用しているのは、途上国、エマージング諸国を対象とした分析において概ね FDI 流入は経済成長率のポジティブな影響がみられることがある¹⁵⁾

(1) マクロ関連指標

マクロ経済関連指標の S&P, Moody's のレーティングへの回帰式は以下の通りである。

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + u$$

(x_1 : 1人当たり GDP, x_2 : 実質 GDP 成長率, x_3 : CPI 上昇率, x_4 : 経常収支, x_5 : 財政収支,

12) S&P や Moody's など専門格付け会社が用いる指標は非公開であるが、ここでは一般的な指標を用いて比較し、一般的な傾向を探る。なお、Rowland(2005)は、格付け機関では1人当たり GDP や債務と経常収支比率、及びインフレ率が比較的重視されているとしている。

13) アジア危機前後の S&P や Moody's の格付けが適切に行われていたかどうかについての検証は大田[1998] 参照。

14) 2000年までにはチュニジア、モロッコは S&P, Moody's が両方レーティングされていないため除いてあり、ブルガリアは1996年まで同じ理由で対象外としている。

15) 大田[2006] 参照。

表2 マクロ経済指標とレーティング指標

説明変数	レーティング指数					
	1996		2000		2006	
	S & P	Moody's	S & P	Moody's	S & P	Moody's
1人当たり国民所得 [log](米ドル)	2.6220 ** (2.2949)	2.2935 (1.6031)	3.1070 ** (2.7154)	2.9413 ** (2.1852)	2.9692 *** (2.9278)	3.5145 *** (3.0637)
GDP成長率 (前年比、%)	0.5392 ** (2.7189)	0.5873 ** (2.3649)	0.3279 * (1.8707)	0.5317 ** (2.5785)	0.2185 (1.1188)	0.1585 (0.7175)
CPI (前年比、%)	-0.0110 (-0.4507)	0.0291 (0.9499)	-0.1517 *** (-3.7887)	-0.1227 ** (-2.6055)	-0.4777 *** (-4.3364)	-0.5947 *** (-4.7727)
経常収支 (GDP比、%)	-0.1361 (-1.121)	-0.1021 (-0.671)	-0.1880 ** (-2.308)	-0.1888 * (-1.970)	0.1160 * (1.7470)	0.0988 (1.3154)
財政収支 (GDP比、%)	0.3506 ** (2.3446)	0.2383 (1.2728)	-0.0663 (-0.572)	-0.0805 (-0.654)	0.0386 (0.3264)	-0.1199 (-0.896)
実質実効レート (過去5年の上昇率)	0.0067 (1.6263)	0.0131 ** (2.5248)	0.0035 (0.2003)	0.0036 (0.1782)	0.0478 ** (2.4449)	0.0500 ** (2.2643)
国数	24	24	25	25	27	27
R ²	0.66	0.36	0.68	0.57	0.66	0.72

注1：1996年はチュニジア、モロッコ、ブルガリア、2000年はチュニジア、モロッコ含まず。

注2：***, **, *はそれぞれ1%, 5%, 10%水準で有意。括弧内はt値。

注3：GDP成長率、CPI、財政収支は2005-7年の実績・予測値の平均。経常収支、FDIは2005年を採用。

出所：IMF, IIF, S&P, Moody'sより筆者作成

x₆：実質実効レート(過去5年間の上昇率)
(GDP成長率、CPI上昇率、財政収支は2005、2006、2007年の実績値・予測値の平均値)

マクロ経済関連指標とS&PおよびMoody'sの格付けについては、1997年のアジア危機が起きる直前の1996年の時点で説明変数としての各指標は成長率や財政収支などを中心に比較的有意であった。

さらに、説明変数と格付け指数の個別の相関関係の変化を見ると以下の通りである。

総じて2000年には既にアジア危機、ロシア危機、ブラジル危機など相次ぐ「資本収支危機」の発生があり、従来の分析手法ではS&P、Moody'sとも対応できにくくなったため、信用度を正確に評価する手法を見直す必要性が増したことが推測される。このため経済指標の格付け評価におけるウェイトも変更してきたと考えられる。

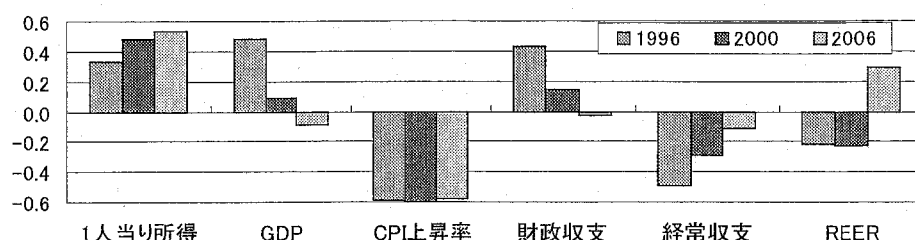
GDP成長率とレーティング指数との相関性は低下しているが、財政収支もむしろ相関性を低下させている。1996年時点では財政収支が比較的重視されていたが、最近ではレーティングと財政収支指標ではそれほど有意性が見られ

なくなっている。これは、財政収支の赤字は、危機発生後にIMFプログラムを実施した場合、緊縮政策の結果成長率が低下し、むしろ財政赤字が拡大した結果をふまえたもので、財政収支赤字拡大自体をレーティングに大きく反映させることはなくなったと考えられる。

また、CPI上昇率は依然として大きな相関性を持っており、S&P、Moody'sとも重視している点は変わらない。

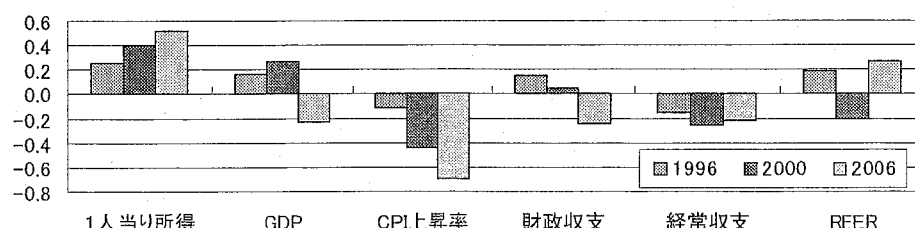
ここで注意すべき点は、経常収支のレーティングとの関係が薄れていることである。経常赤字の拡大は、一般的に当該国の評価を低くする要因と考えられてきたが、実際には中長期的に当該国の債務返済リスクを高めるとは限らない。投資が増加し生産拡大すると、設備や原材料や中間材の輸入により当初は輸入が拡大する結果経常収支が悪化する。しかし、その後は輸出が拡大し、貿易収支は徐々に改善するのみならず、成長率も高まる可能性がある。これは、外国直接投資(FDI)が拡大し成長してきたアジア諸国や中東欧諸国の経験でも示されることである。しかしながら、格付けやレーティングでは、その時点での債務返済の能力を評価する

図14-1 経済指標と格付け相関 (S&P)



注：REER=実質実効レート
出所：S&P, IMF 等より筆者作成

図14-2 経済指標と格付け相関 (Moody's)



注：REER=実質実効レート
出所：Moody's, IMF 等より筆者作成

ため、潜在的な可能性を過小評価することがある。従って、最近ではS&P, Moody'sとも赤字が格付け評価にあまりネガティブに働かなくなっている。この点は、直接投資が拡大すれば資材、原材料の輸入が増加し、経常収支が悪化する傾向があることを認識していることがより鮮明に現れていると見られる。

さらに、最近の格付けで最も特徴的なことは、実質実効レートの上昇率が格付け評価でより重要視されてきたことであろう。これは、90年代から2000年代初めに相次ぎ発生した通貨危機（資本収支危機）の背景には、ラテンアメリカ（アルゼンチン、ブラジルなど）やロシア危機の直前に実質実効レートの上昇などにみられる為替レートの変動が大きな影響を与えていることがあったことを反映した結果と推測される。さらに、アジア危機発祥のタイにおいて最初の経常収支赤字拡大をとらえてヘッジファンド等海外投資家が資金を一斉に引揚げたことが引き金となっていることに着目し、経常収支を重視する方向に変化してきたこ

とがみてとれる。

(2) 対外ファイナンス・債務関連指標

一方、対外ファイナンス・債務関連指標を基にしてS&P及びMoody'sのレーティングへ回帰した式は以下の通りである。

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + u$$

(x_1 : FDI 流入 (GDP 比, ネット), x_2 : 外貨準備高 (財・サービス輸入月), x_3 : 対外債務輸出比, x_4 : デット・サービス比, x_5 : 短期債務比率)

S&P や Moody's のレーティングに対して説明変数の外貨準備高は統計的にそれほど有意な関係は見られない。このことは、従来からソブリン・レーティングにおいては当該国の外貨準備高の増減は国際的な資本流出の際には大きな歯止め要因とはならないとみなしていると考えられる。

また、FDI はポジティブな評価に繋がってきているが、係数は低く、有意ではない。成長にポジティブである傾向がある FDI に対し証券

表3 対外ファイナンス・債務関連指標とレーティング指標

【説明変数】	S & Pレーティング指標								
	1996			2000			2006		
FDI流入 (GDP比、%)	0.1971 (0.5960)	0.1938 (0.5975)	0.4367 (1.4058)	0.2379 (1.1824)	0.2800 (1.3823)	0.2342 (1.1048)	0.1313 (0.7352)	0.1938 (0.9494)	0.2187 (1.1265)
外貨準備高 (財・サービス輸入月)	0.1185 (0.4596)	0.0186 (0.0809)	-0.0031 (-0.014)	0.4859 (1.3175)	0.2568 (0.7385)	0.3278 (0.8846)	-0.0439 (-0.296)	0.0221 (0.1302)	-0.0465 (-0.285)
対外債務比率 (財・サービス輸出比、%)	-0.0147** (-2.191)			-0.0153** (-2.206)			-0.0369*** (-4.650)		
デット・サービス比(DSR) (元利返済/輸出、%)		-0.0903** (-2.400)			-0.0593* (-2.073)			-0.1482*** (-3.267)	
短期債務比率(%)			0.1493*** (2.9343)			0.1069 (1.5828)			0.1344*** (3.7437)
対象国	24	24	24	25	25	25	27	27	27
R ²	0.2233	0.2521	0.3267	0.2460	0.2290	0.1702	0.5069	0.3465	0.4055
【説明変数】	Moody'sレーティング指標								
	1996			2000			2006		
FDI流入 (GDP比、%)	-0.0085 (-0.032)	0.0042 (0.0150)	0.1485 (0.4786)	0.1101 (0.5778)	0.1643 (0.8366)	0.1032 (0.4992)	0.1829 (0.7896)	0.2545 (0.9892)	0.2872 (1.1111)
外貨準備高 (財・サービス輸入月)	-0.0284 (-0.137)	-0.1752 (-0.886)	-0.2770 (-1.304)	0.4548 (1.3021)	0.1562 (0.4635)	0.2585 (0.7157)	-0.1485 (-0.772)	-0.0727 (-0.340)	-0.1421 (-0.655)
対外債務比率 (財・サービス輸出比、%)	-0.0160*** (-2.966)			-0.0196*** (-2.998)			-0.0425*** (-4.125)		
デット・サービス比(DSR) (元利返済/輸出、%)		-0.0811** (-2.510)			-0.0733** (-2.645)			-0.1715*** (-2.999)	
短期債務比率(%)			0.0643 (1.2652)			0.1429** (2.1695)			0.1397*** (2.9224)
対象国	24	24	24	25	25	25	27	27	27
R ²	0.3993	0.3422	0.1992	0.3164	0.2678	0.2025	0.4572	0.3211	0.3113

注1：期間は1990-2005年。1, 2, 3, 4及び5, 6, 7, 8はそれぞれ資本流入, FDI, 証券投資, その他投資(対外借入含む)のネット流入。

注2：中等教育進学率は、旧社会主義諸国はもともと教育水準が高いため、ダミー変数を用いている。

注3：対象国はアルゼンチン、ブラジル、メキシコ、チリ、ペルー、コロンビア、ベネズエラ、エジプト、チュニジア、モロッコ、南ア、チェコ、スロバキア、ハンガリー、ポーランド、ブルガリア、ルーマニア、ロシア、トルコ、中国、韓国、シンガポール、マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシア、インド。

注4：括弧内はt値。***, **はそれぞれ1%, 5%水準で有意。

出所：IMF, "International Financial Statistics", World Bank "World Development Indicators 2006"より筆者作成

投資では、最近では流入と格付けがネガティブな傾向があり、流入が格付けの評価に繋がらないようになっており、この点は特筆されよう。

さらに2006年時点で注目されるのは、短期債務比率の高さと格付けの評価が正の関係が見られることである。その一方で外貨準備高の水準(財・サービス輸入の必要月数)では、格付けとの関連性はあまり見られず、S&P, Moody'sともそれほど重視していないことが窺われる。

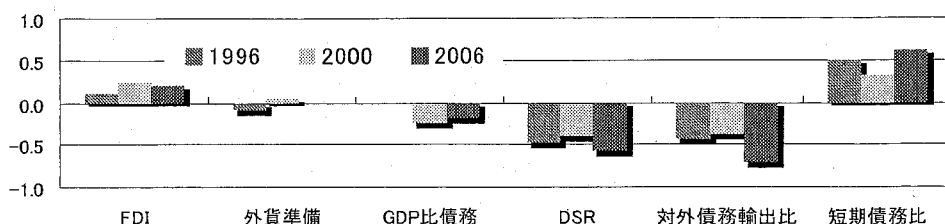
こうした変化の背景には、1997年のアジア危機以降の資本収支危機の本格化に伴い、従来の格付け指標と実際の対象国の対外債務の状況との間に乖離が広がったことがあると推測される。

全体的に対外ファイナンス・債務指標の場合も、上記のマクロ経済関連指標と同様の傾向が見られる。すなわち、1996年時点に比べ最近では重点項目に変化がみられる。すなわち対外

債務比率については、以前に比べ重視しつつあるとみられるが、これは、より「現実的な」レーティングを採用してきたと考えられる。

各説明変数とS&PとMoody'sのそれぞれのレーティングとの個別の相関関係をみてみると、やはり対外債務比率(財・サービス輸入比)とDSRはともにレーティングと負の関係があることが明確に示される(図15-1, 2)。一方、短期債務比率はレーティングと正の関係があることがより鮮明となっている。短期債務比率の場合は、十分評価が高い国では、短期借入が容易であり、その結果、短期債務比率は上昇する場合があるため、同比率の上昇は必ずしもリスクの上昇を意味するとは限らない面がある。むしろ、当該国の信用度がその時点で相対的に高いことがあるため、短期債務比率がレーティングと正の関係を持つことは説明できる。

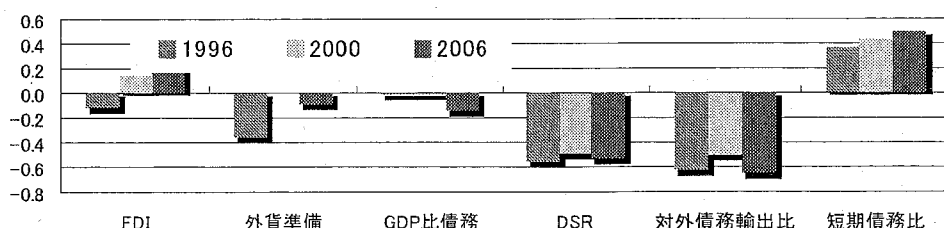
図15-1 対外ファイナンス指標と格付け相関 (S&P)



注：各指標と S&P レーティングは独自に指標化したものを使用 (表4 参照)

出所：S&P をもとに筆者作成

図15-2 対外ファイナンス指標と格付け相関 (Moody's)



注：各指標と Moody's レーティングは独自に指標化したものを使用 (表4 参照)

出所：Moody's をもとに筆者作成

格付けと短期債務比率の相関が正であることから、海外から借り入れできること、特に短期債務は、銀行債務などもあり、当該国の評価が一定水準を確保していないと短期海外借り入れも困難である。したがって、既に大規模な資本収支がほぼ終了した2002年(アルゼンチン危機まで)以降には、短期債務の上昇が必ずしもリスク評価の低い国の格付けとなっていないことが推測される。ただし、アジア危機にみられるように多額の民間対外借入が短期債務として増加し、急速な外貨準備減少により返済が困難となる場合がある。

以上のように、S&P、Moody'sとも重視すべき指標としては、外貨準備高自体よりもむしろ返済能力の水準を見る上で重要なDSRや対外債務指標などを一層重視する傾向にあることがみられる。その意味で分析手法は若干改善されていると考えられる。

3.2 独自の国別リスク評価

ここで、格付け会社の分析手法に対して、独

自にマクロ経済関連指標及び対外債務関連指標をもとに各国のリスク評価を実施する。その目的は、今後の途上国・エマージング諸国のリスクを正確に判断するためには、独自の客観的なレーティングと比較する必要があるからである。筆者が独自に実施したレーティングでは、一般的な経済関係指標及び対外ファイナンス関連指標を用いている。

経済関連指標としては、データの入手可能性などの観点から、GDP成長率、CPI上昇率、財政収支、経常収支、実質実効レートの上昇率に加え、各国の一人当たり国民所得を用いる。所得水準を加えているのは、一般的に所得水準の高い国ほど、外貨流動性逼迫によるデフォルトを起こす可能性が低くなる傾向があるからである。逆に所得水準の低い国ほど産業の高度化が遅れ、一次産品依存の産業構造を持つ国が多く、外貨流動性の変動リスクが高いことを考慮したものである。

一方、対外ファイナンス関連指標 (GDP比対外債務比率、輸出比対外債務比率、デット・

サービス比、外貨準備高（輸入比）、FDI 流入〔GDP 比〕では、短期債務比率は上記の S&P や Moody's の格付けでは必ずしもレーティングとマイナスの相関性を示していない。このことは、信用度の比較的高い国々ではそうでない国に比べ民間の短期借入れが容易である点があるためと見られる。但し、高所得国には外貨流動性リスクの点で高く評価できない面もあるため、独自評価では指標として用いていない。

これを主要格付け会社の S&P 及び Moody's のレーティングとの比較を行い、さらに足下のリスク評価が通常想定されるものに比べ、どのように乖離しているかを調べる。

以上のような制約を考慮して、定性的な判断、すなわち過去の当該国の信用性を政策変更の歴史(例：デフォルト経験など)を考慮して、レーティングを実施している。

以上のように比較検討した結果、最近の主要格付け会社のレーティングは一部の国を除き独自に設定したレーティング基準とかなり乖離がみられる。

一般的には、①所得水準が高い国、②以前ま

での政策の信頼性がある国に対して S&P 及び Moody's の方が客観的指標を用いた筆者のレーティングに比べ高く評価する傾向がある。これは、レーティングの説明変数として1人当たり国民所得を用い、筆者のレーティング以上の比重を置いている可能性がある。さらに、過去のデフォルト経験も評価を引き下げる要因となっているとみられる¹⁶⁾ 例えば、アルゼンチンの場合、足下で各マクロ指標のみならず債務指標も 2001/2 年の危機時に比べかなり改善しているにも拘らず、S&P Moody's のレーティング低水準のままである。これは、最近デフォルトを実施した国に対する信用度は依然低く、格付けに定性的判断が大きな要素になっているとみられる。さらに、所得水準の高い国に対する S&P や Moody's の評価は比較的高く、そうした格付けの際の評価基準のウェイトを高めていると推測される¹⁷⁾ 従って、このことは逆に有力

16) 格付け会社では、実際に所得水準（1人当たり所得）を説明変数に用いており、さらに過去10年間のデフォルト発生した国にはダミー変数を用いて分析していると指摘される。Rowland (2005) 参照。

表4 各指標の評点 (2005/6)

	経済関連指標							対外ファンナンス・債務関連指標					
	①1人当たり所得(GNP)[2005]	②GDP成長率	③CPI上昇率	④経常収支	⑤財政収支	⑥REER(過去5年の上昇率)	平均(①～⑥)	⑦GDP比債務	⑧対外債務輸出比	⑨DSR	⑩外貨準備高(輸入比)	⑪FDI	平均(⑦～⑪)
アルゼンチン	60	85	60	100	100	100	84	25	10	45	85	50	43
ブラジル	60	45	85	100	85	20	63	80	35	35	75	40	53
メキシコ	75	50	85	95	80	60	76	80	60	75	60	40	63
チリ	75	70	90	100	100	35	78	65	50	80	70	65	66
コロンビア	45	65	85	85	100	40	70	70	30	45	75	65	57
ペルー	45	75	95	100	95	80	82	60	35	40	85	60	56
ベネズエラ	65	75	50	100	95	80	78	75	65	90	90	30	70
チェコ	90	70	90	85	75	60	78	65	80	90	65	80	76
スロバキア	80	75	90	30	55	20	58	45	65	80	70	65	65
ハンガリー	90	55	100	20	25	20	52	35	50	75	45	70	55
ポーランド	75	55	95	85	60	55	71	60	40	65	65	50	56
ブルガリア	50	70	80	0	100	35	56	35	50	60	70	80	59
ルーマニア	60	65	70	0	90	35	53	65	45	80	75	75	68
ロシア	65	75	60	100	100	20	70	70	50	50	100	10	56
トルコ	60	70	70	40	95	10	58	55	30	35	70	50	48
中国	30	100	95	100	90	55	78	90	95	95	100	60	88
韓国	100	55	90	100	95	15	78	80	70	90	85	5	66
インドネシア	20	70	65	100	95	15	61	55	35	60	65	10	45
マレーシア	60	65	80	100	65	60	73	65	95	85	80	50	75
タイ	45	60	85	90	95	40	69	70	85	90	60	50	71
フィリピン	20	85	75	100	85	50	66	40	35	70	60	30	47
インド	10	80	80	80	60	40	60	85	55	85	90	40	71
イスラエル	100	60	90	100	90	65	84	45	40	80	75	25	53
エジプト	25	65	75	80	15	75	56	55	55	85	80	75	70
チュニジア	45	65	90	90	70	65	71	50	40	75	60	45	54
モロッコ	30	55	95	100	35	55	62	75	55	70	90	60	70
南アフリカ	65	55	90	55	95	20	63	85	65	90	55	55	70

注：IMF等の指標により筆者基準により採点。GDP成長率、CPI上昇率、経常収支は2005、2006、2007（実績・予測）平均値。他は2005年の値。

出所：IMF等により筆者作成

表5 S&P, Moody'sとのレーティング比較

	マクロ指標 平均	対外ファイナ ンス指標平均	定性 評価	集計	①独自 レーティング	S&P評 価	②S&P	乖離度 (②-①)	①独自 レーティング	Moody's 評価	③Moody's	乖離度 (③-①)
アルゼンチン	84	43	65	63	6.3	B	1.0	-5.3	6.3	B3	0.0	-6.3
ブラジル	63	53	80	63	6.3	BB	4.0	-2.3	6.3	Ba2	4.0	-2.3
メキシコ	76	63	70	69	6.9	BBB	7.0	0.1	6.9	Baa1	8.0	1.1
チリ	78	66	90	76	7.6	A	10.0	2.4	7.6	A2	10.0	2.4
コロンビア	70	57	60	62	6.2	BB	4.3	-1.9	6.2	Ba2	4.0	-2.2
ペルー	82	56	60	66	6.6	BB(P)	4.3	-2.3	6.6	Ba3	3.0	-3.6
ベネズエラ	78	70	75	74	7.4	BB-	3.0	-4.4	7.4	B2	1.0	-6.4
チェコ	78	76	90	80	8.0	A(P)	10.3	2.3	8.0	A1(P)	11.3	3.3
スロバキア	58	65	85	68	6.8	A	10.0	3.2	6.8	A1	11.0	4.2
ハンガリー	52	55	85	61	6.1	BBB(N)	7.7	1.6	6.1	A1(-)	10.6	4.5
ポーランド	71	56	80	67	6.7	BBB+	8.0	1.3	6.7	A2	10.0	3.3
ブルガリア	56	59	80	63	6.3	BBB(P)	7.3	1.0	6.3	Baa3	6.0	-0.3
ルーマニア	53	68	75	65	6.5	BBB-(P)	6.3	-0.2	6.5	Baa3	6.0	-0.5
ロシア	70	56	85	68	6.8	BBB+	8.0	1.2	6.8	Baa2	7.0	0.2
トルコ	58	48	70	57	5.7	BB-	3.0	-2.7	5.7	Ba3	3.0	-2.7
中国	78	88	85	84	8.4	A	10.0	1.6	8.4	A2(P)	10.3	1.9
韓国	76	66	80	73	7.3	A	10.0	2.7	7.3	A3(P)	9.3	2.0
インドネシア	61	45	60	54	5.4	BB-	3.0	-2.4	5.4	B1	2.0	-3.4
マレーシア	73	75	75	74	7.4	A-	9.0	1.6	7.4	A3	9.0	1.6
タイ	69	71	55	68	6.8	BBB(N)	7.7	1.1	6.8	Baa1	8.0	1.4
フィリピン	66	47	60	57	5.7	BB-	3.0	-2.7	5.7	B1	2.0	-3.7
インド	60	71	70	67	6.7	BB+(P)	5.3	-1.4	6.7	Baa3	6.0	-0.7
イスラエル	84	53	80	71	7.1	A-	9.0	1.9	7.1	A2	10.0	2.9
エジプト	56	70	60	63	6.3	BB+(P)	5.0	-1.3	6.3	Ba1	5.0	-1.3
ジョージア	71	54	70	64	6.4	BBB	7.0	0.6	6.4	Baa2	7.0	0.6
モロッコ	62	70	70	67	6.7	BB+	5.0	-1.7	6.7	Baa1	8.0	1.3
南アフリカ	63	70	85	71	7.1	BBB+	8.0	0.9	7.1	Baa1	8.0	0.9

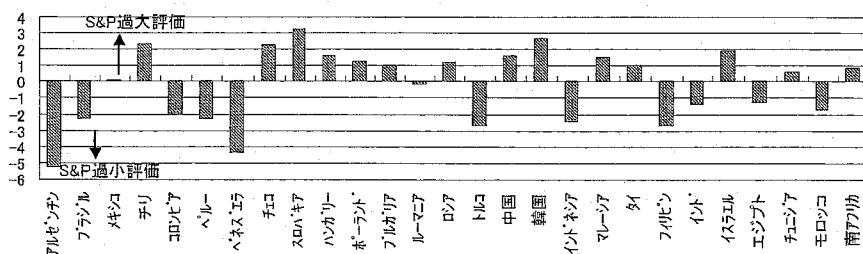
注1：独自評価は経済関係指標（所得水準，GDP成長率，CPI上昇率，経常収支・財政収支，実質実効レート）及び債務関連指標（GDP比対外債務比率，輸出比対外債務比率，デット・サービス比，外貨準備高（輸入比），FDI流入〔GDP比〕）

注2：独自評価点はマクロ関連を0.35，対外ファイナンス関連を0.4，定性評価（政治的安定性など考慮）0.25の比重として計算。

注3：S&Pは2006年10月2日時点，Moody'sは2006年11月末時点。（P）はポジティブ，（N）はネガティブ。それぞれ±0.3点として評価。（-）は引下げ検討中。

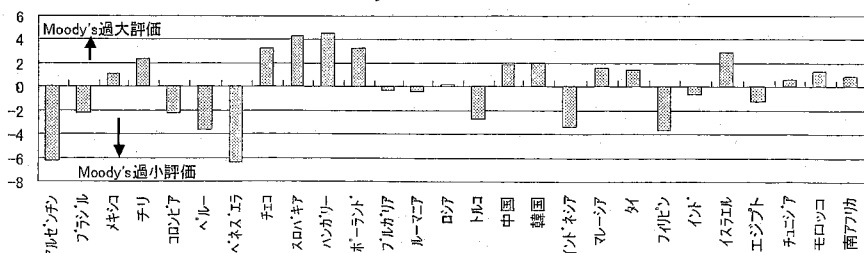
出所：IMF，IIFより作成

図16-1 S&Pと独自レーティングの乖離



注：（筆者独自評価点）-（S&Pレーティング点数）

図16-2 Moody'sと独自レーティングの乖離



注：（筆者独自評価点）-（Moody'sレーティング点数）

格付け会社のレーティングは実態から乖離し、リスクを過小に評価している国も少なからずある可能性もあることを示唆している。

4. 今後の展望と課題—過大評価から「適切な評価」への流れへ

4.1 今後のグローバル市場の動向と途上国・エマージング諸国の「適切な評価」

過去数年間のグローバル市場における過剰流動性や歴史的低金利の時期は既にピークを過ぎており、今後は流動性の減少に伴う「正当」な評価に基づくソブリン・リスクが一層重要な課題となってくると見られる。その場合、各国の経済ファンダメンタルズを適切に反映し、かつ過大評価や過小評価を回避しながら適切な評価を行うために、ソブリン・リスク評価の方法を一層精緻化することが望まれる。主要格付け会社である S&P 及び Moody's は、概ねその方向に進みつつあると推測される。但し、本論文で指摘したように、格付け会社信用度評価は経済指標や対外ファイナンス指標などの数字では説明できない定性的な判断が依然として大きなウェイトを占めていると考えられる。過去の事例や政治的な面などを考慮した定性的判断が重視される結果、実際のリスクを過大あるいは過小評価している場合もあり得る。

4.2 残るグローバル市場でのリスク

過去数年間グローバル市場は安定してきたが、依然としてリスク要因は残っている。特に米国の大幅な通貨調整（ドルの切下げ）は中長期的に避けられない。それが急激に起きた場

合、グローバル経済や市場に大きな影響をもたらす。但し、大規模な為替調整も整然と秩序をもって行われれば、そのショックも軽減できよう。例えば、アジア通貨がそろって米ドルに対して一定割合切り上げれば、アジア域内での相対的な為替相場の変更はなく、域内貿易などに大幅な影響は避けられる。しかし、そうした「秩序ある」為替調整が起こらないとすれば、各国の相場調整のずれから、大きな貿易・金融面の影響が出てくる。日銀の利上げ、米国の景気鈍化に伴う利下げにより「キャリートレード」が縮小し、グローバル市場での運用の拡大に歯止めがかかり、逆にエマージング市場から資金流出が増加する状況が発生する可能性もある。また、既に家計貯蓄率が最低水準を更新している日本では、今後銀行や郵貯の資金が機関投資家を通じて容易に海外に向けられることができにくい状況になれば、米国の赤字ファイナンスの有力資金源が失われる¹⁸⁾。米国経済は既にピークアウトし、今後低迷すれば、中国など東アジア諸国の米国向け輸出鈍化と外貨準備高の相対的減少をもたらすことになる。これにより、世界市場での資産運用の余裕資金が引揚げられ、市場の混乱が生じることも考えられる。

5. 結論：各国の適切な信用度評価のために

近年のグローバル市場での安定化は、単に当該国の経済ファンダメンタルズの改善のみでは説明がつきにくい。この背景には、世界的なインフレ率低下などマクロ経済環境の改善や流動性の増加があり、日本市場のゼロ金利や量的緩和政策に伴うキャリートレードも大きく貢献している。こうした中、投資家の楽観的な期待感も相まって本来のリスク評価の基準から乖離がみられるようになったとみられる。

17) 一般的に格付け会社は、定性的判断によるレーティングの比重が高いことは過去の研究でも示されている。アジア危機前後の格付けは S&P、Moody's とともに危機発生自体の可能性を低く評価し過大評価気味であり、逆に危機発生直後は大幅に引下げ、過小評価の傾向があり、また指標がそろわない段階でもレーティングを頻繁に変更し、後追いする傾向がある。大田 [1998] 参照。

18) 米国政府・当局は民営化後の郵貯銀行の資産運用に関し多大の関心を寄せており、米国債への資金シフトを期待しているとみられる。

従来, S&P や Moody's など主要格付け会社のソブリン格付けやリスク評価では, マクロ経済指標として所得水準, 成長率, インフレ率, 財政収支, 経常収支や対外債務指標などが主に使われてきたとみられるが, アジア危機をはじめとする「資本収支危機」発生前後の評価では, 基本的に従来の経常収支赤字拡大に伴うリスク評価のみに対応してきたため, 当該国のリスク評価と実際の状況との乖離が生じた。その後, S&P, Moody's では為替相場の上昇率など諸要素を考慮するより精緻な評価基準を設定したとみられるが, まだ過去における安定性や比較的所得の高い国々に対する評価では従来どおりの評価を大きく変更しておらず, 客観的評価を独自に実施した筆者のレーティングと乖離が生じている。

もちろん, 今後は急激な資本流出の事態に対応するリスク評価基準として, 短期資本の流入を規制する法制面での整備, あるいは資本自由化の度合いも考慮する必要がある。従って, 本格的な当該国の信用度及びリスク評価においては, 金融・資本収支を考慮した国際収支の総合的な指標を一層重視する必要がある。

今後, 主要格付け会社が最近になってますます重要なリスク要因となりつつあるグローバル市場での資本流入の評価に対して適切な判断を下してゆくかどうか注目される。当該国のリスク評価が実態と乖離していた1997年以前の状況が繰り返されないことが期待される。さらに, 各途上国・エマージング諸国では途上国・エマージング諸国の適切な為替・資本取引管理が通貨危機や債務危機を回避する上で重要であり, それが当該国の長期的な安定成長とソブリン・リスク評価の改善につながるものと考えられる。

[参考文献]

鵜飼博史 (2006) 『量的緩和と政策の効果: 実証研究のサーベイ』日本銀行ワーキングペーパー No.06
-J-14

- 大田英明 (1998) 『ソブリン格付けの検証』, カントリーリスク No.98-13 野村総合研究所 1998. 6.17
- 大田英明 (1999) 『ソブリン・レーティングに関する考察』, カントリーリスク No.99-20 野村総合研究所 1999.11.5
- 日本銀行 (2005) 『ヘッジファンドを巡る最近の動向』日本銀行信用機構局/金融市場局, 7月
- 日本銀行 (2006) 『ヘッジファンドの投資行動変化と金融市場への影響〜ポジションの集中および投資対象拡大と市場流動性リスク』日銀レビュー 2006年11月
- BIS (2006), "BIS Quarterly Review", December
- European Commission (2006), "Report of the Alternative Investment Expert Group: Managing, Servicing and Marketing Hedge Funds in Europe", July
- Fuentes, Monica and Godoy, Sergio (2005), "Sovereign Spread in Emerging Markets: A Principal Component Analysis", *Central Bank of Chile Working Papers* No.333, November
- Garbaravicius, Tomas and F. Dierick (2005), "Hedge Fund and Their Implications for Financial Stability", *ECB Occasional Paper* No.34, August.
- Genberg, Hans and Sulstarova, Astrit (2004), "Macroeconomic volatility, debt dynamics, and sovereign interest rate spreads", May
- IMF, "International Financial Statistics (IFS)"
- IMF (2006a), "World Economic Outlook", April, September
- IMF (2006b), "Global Financial Stability Report", April, September
- IMF (2007a), "World Economic Outlook", April
- IMF (2007b), "Global Financial Stability Report", April
- Rowland, Peter (2005), "Determinants of Spread, Credit Ratings and Creditworthiness for Emerging Market Sovereign Debt: A Follow-Up Study Using Pooled Data Analysis", Colombian Central Bank
- Standard & Poor's (2006), "Transfer and Convertibility Assessment History Since November 2005" (邦訳『外貨建て格付けと外国為替規制リスク評価』: T&C 評価)
- Moody's (2006), 「ムーディーズ格付け一覧 (ソブリン・シーリング)」2006.11

【別表1】 国別経済・債務関連指標

(%)

	1人当たり 国民所得 (2005)	GDP成長率 (2005-07)	CPI上昇率 (2005-07)	経常収支 (2005-07)	財政収支 (GDP比)	実質実効相 場上昇率	その他資本 (GDP比)
アルゼンチン	4,704	7.7	10.8	1.5	1.9	-56.7	-0.8
ブラジル	4,270	3.2	4.8	1.2	-3.8	28.0	-0.5
メキシコ	7,391	3.6	3.7	-0.5	-1.2	-9.6	-1.2
チリ	7,107	5.7	3.2	1.2	4.7	13.6	0.2
コロンビア	2,655	5.0	4.6	-1.7	4.9	6.1	-0.5
ペルー	2,840	6.1	1.9	0.9	-0.7	-0.6	-5.3
ベネズエラ	5,182	6.8	16.4	15.4	-0.8	-33.6	-16.4
チェコ	12,127	5.6	2.7	-1.9	-2.6	14.8	-1.1
スロバキア	8,564	6.5	3.7	-7.4	-4.7	21.7	6.8
ハンガリー	10,771	4.0	0.3	-8.2	-7.8	23.2	4.7
ポーランド	7,945	4.3	1.8	-1.7	-4.3	-7.2	-1.6
ブルガリア	3,452	5.7	5.4	-12.1	2.3	10.0	8.6
ルーマニア	4,557	5.0	7.5	-10.2	-1.0	14.5	5.1
ロシア	5,113	6.5	10.3	11.3	4.2	22.2	2.1
トルコ	4,945	5.8	8.5	-6.1	-0.2	30.9	6.0
中国	1,709	10.1	1.8	7.2	-1.2	-8.1	-0.2
韓国	16,299	4.4	2.6	0.9	-0.6	26.4	0.5
インドネシア	1,245	5.6	9.8	0.4	-0.5	25.9	-3.7
マレーシア	4,938	5.5	3.2	15.5	-3.5	-14.3	-9.3
タイ	2,752	4.7	4.0	-1.4	0.1	7.5	-0.8
フィリピン	1,181	5.3	6.4	2.2	-1.9	-0.5	-3.6
インド	724	8.0	5.0	-2.1	-4.2	7.5	1.1
イスラエル	18,723	4.6	2.0	1.7	-1.4	-19.5	-1.8
エジプト	1,283	5.4	7.2	2.2	-8.6	-28.4	-2.5
チュニジア	2,945	5.3	2.6	-1.4	-3.0	-16.9	0.2
モロッコ	1,536	4.1	1.8	0.7	-6.9	-6.7	-0.2
南アフリカ	5,103	4.4	2.0	-4.8	0.0	24.8	0.2

注：GDP 成長率，CPI 上昇率，経常収支は 2006，7 年は IMF による推定・予測値。

出所：IMF, World Bank, "International Financial Statistics", IIF より作成

(%)

	FDI純流入 (GDP比)	外貨準備高 (輸入月)	対外債務比 率(GDP比)	対外債務比 率(輸出比)	DSR(%)	短期債務比 率
アルゼンチン	2.0	7.5	75.2	274.0	26.0	10.6
ブラジル	1.6	5.1	23.6	136.7	39.8	10.2
メキシコ	1.5	3.4	22.5	73.3	13.0	19.8
チリ	3.9	4.0	39.0	91.2	11.8	15.4
コロンビア	4.7	5.7	31.4	150.9	29.3	6.8
ペルー	3.2	7.9	36.5	142.7	34.4	10.4
ベネズエラ	1.2	8.2	26.7	61.2	6.3	14.5
チェコ	8.7	3.6	36.8	48.9	7.0	31.4
スロバキア	4.2	4.3	55.2	66.1	12.0	49.1
ハンガリー	4.7	2.4	69.0	98.7	14.7	12.3
ポーランド	2.2	3.9	43.2	114.3	18.3	19.8
ブルガリア	8.0	4.5	63.4	96.8	22.2	24.8
ルーマニア	6.7	5.4	37.5	109.5	11.7	25.8
ロシア	0.2	12.7	32.1	95.0	25.8	26.8
トルコ	2.4	4.6	48.7	166.0	35.6	33.5
中国	3.0	13.3	12.6	32.1	3.3	48.0
韓国	0.0	7.8	24.1	55.1	5.9	34.6
インドネシア	0.7	3.9	45.9	128.4	20.5	16.3
マレーシア	2.3	6.0	38.9	30.5	8.1	16.9
タイ	2.1	4.3	31.1	41.1	5.5	27.1
フィリピン	1.0	3.3	62.6	126.6	16.1	15.3
インド	0.8	8.6	18.6	86.7	9.2	12.0
イスラエル	4.6	5.2	59.3	123.1	11.4	36.3
エジプト	6.4	6.5	30.0	89.8	8.4	6.8
チュニジア	1.9	3.4	54.2	110.9	12.5	9.7
モロッコ	3.7	8.1	29.3	80.9	16.3	4.9
南アフリカ	2.6	2.9	19.3	66.5	7.2	30.9

注：実質実効相場上昇率は過去 5 年間の平均値。

出所：IMF, World Bank, "International Financial Statistics", IIF より作成

[別表2] ソブリン・レーティング採点基準

1. マクロ経済指標の数値評価

②～④とも、前年・本年・翌年にわたる3年間の平均値をとり、基準得点とする。

6項目の基準得点を単純平均し、『マクロ経済指標』の小計得点とする。

①経済水準		②成長率		③インフレ		④経常収支		⑤財政収支		⑥実質為替	
1人当りGDP	得点	実質GDP成長率	得点	CPI上昇率	得点	経常赤字 / GDP	得点	財政赤字 / GDP	得点	実質実効相場上昇率	得点
米ドル		%		%		%		%		%	
～249	0	マイナス成長	0	100.0～	0	10.0～	0	10.0～	0	50	0
250～499	5	0.00～0.24	5	90.0～99.9	5	9.5～9.99	5	9.5～9.99	5	45	5
500～749	10	0.25～0.49	10	80.0～89.9	10	9.0～9.49	10	9.0～9.49	10	40	10
750～999	15	0.50～0.74	15	70.0～79.9	15	8.5～8.99	15	8.5～8.99	15	35	15
1000～1249	20	0.75～0.99	20	60.0～69.9	20	8.0～8.49	20	8.0～8.49	20	30	20
1250～1499	25	1.0～1.49	25	50.0～59.9	25	7.5～7.99	25	7.5～7.99	25	25	25
1500～1749	30	1.5～1.99	30	40.0～49.9	30	7.0～7.49	30	7.0～7.49	30	20	30
1750～1999	35	2.0～2.49	35	32.5～39.9	35	6.5～6.99	35	6.5～6.99	35	15	35
2000～2499	40	2.5～2.99	40	25.0～32.49	40	6.0～6.49	40	6.0～6.49	40	10	40
2500～2999	45	3.0～3.49	45	20.0～24.99	45	5.5～5.99	45	5.5～5.99	45	5	45
3000～3499	50	3.5～3.99	50	15.0～19.99	50	5.0～5.49	50	5.0～5.49	50	0	50
3500～3999	55	4.0～4.49	55	12.5～15.49	55	4.5～4.99	55	4.5～4.99	55	-5	55
4000～4999	60	4.5～4.99	60	10.0～12.49	60	4.0～4.49	60	4.0～4.49	60	-10	60
5000～5999	65	5.0～5.49	65	8.75～9.9	65	3.5～3.99	65	3.5～3.99	65	-15	65
6000～6999	70	5.5～5.99	70	7.5～8.74	70	3.0～3.49	70	3.0～3.49	70	-25	70
7000～7999	75	6.0～6.99	75	6.25～7.49	75	2.5～2.99	75	2.5～2.99	75	-30	75
8000～8999	80	7.0～7.49	80	5.0～6.24	80	2.0～2.49	80	2.0～2.49	80	-35	80
9000～9999	85	7.5～7.99	85	3.5～4.99	85	1.5～1.99	85	1.5～1.99	85	-40まで	85
10000～12499	90	8.0～8.9	90	2.0～3.49	90	1.0～1.49	90	1.0～1.49	90	-45まで	90
12500～14999	95	9.0～9.9	95	1.0～1.9	95	0.0～0.99	95	0.0～0.99	95	-50まで	95
15000～	100	10.0～	100	～0.9	100	黒字	100	黒字	100	-50以上	100

2. 資本・債務・外貨準備の数値評価

5項目の基準得点を単純平均し、『流動性指標』の小計得点とする。

⑦直接投資		⑧外貨準備		⑨債務規模		⑩返済負担		⑪短期債務	
直接投資流入額 ¹⁾	得点	外貨準備高 ²⁾	得点	対外債務残高	得点	DSR	得点	短期債務残高	得点
/GDP比		/月間財・サ輸入額		/輸出比				/外貨準備高 ²⁾	
%		%		%		%		%	
流出	0	～0.24	0	300.0～	0	70.0～	0	200.0～	0
0.0～0.19	5	0.25～0.49	5	275.0～299.9	5	65.0～69.99	5	175.0～199.9	5
0.2～0.29	10	0.5～0.74	10	250.0～274.9	10	60.0～64.99	10	150.0～174.9	10
0.3～0.49	15	0.75～0.99	15	225.0～249.9	15	55.0～59.99	15	125.0～149.9	15
0.5～0.749	20	1.0～1.24	20	200.0～224.9	20	50.0～54.99	20	100.0～124.9	20
0.75～0.99	25	1.25～1.49	25	175.00～199.9	25	45.0～49.99	25	92.5～99.9	25
1.0～1.249	30	1.5～1.74	30	150.0～174.9	30	40.0～44.99	30	85.0～92.4	30
1.25～1.49	35	1.75～1.9	35	125.0～149.9	35	35.5～39.99	35	80.0～84.9	35
1.5～1.749	40	2.0～2.24	40	110.0～124.9	40	30.0～34.99	40	75.0～79.9	40
1.75～1.99	45	2.25～2.4	45	100.0～109.9	45	25.0～29.99	45	65.0～74.9	45
2.0～2.49	50	2.5～2.74	50	90.0～99.9	50	25.0～24.99	50	60.0～64.9	50
2.5～2.99	55	2.75～2.9	55	80.0～89.9	55	22.5～24.99	55	57.5～59.9	55
3.0～3.749	60	3.0～3.49	60	70.0～79.9	60	20.0～22.49	60	55.0～57.4	60
3.75～4.99	65	3.5～3.9	65	60.0～69.9	65	17.5～19.99	65	50.0～54.9	65
5.0～5.74	70	4.0～4.9	70	55.0～59.9	70	15.0～17.49	70	40.0～49.9	70
5.75～6.99	75	5.0～5.9	75	50.0～54.9	75	12.5～14.99	75	32.5～39.9	75
7.0～8.99	80	6.0～6.9	80	45.0～49.9	80	10.0～12.49	80	25.0～32.4	80
9.0～10.99	85	7.0～7.9	85	40.0～44.9	85	7.5～9.99	85	20.0～24.9	85
11.0～13.99	90	8.0～8.9	90	3.05～39.9	90	5.0～7.49	90	15.0～19.9	90
14.0～16.99	95	9.0～9.9	95	30.0～34.9	95	2.5～4.99	95	10.0～14.9	95
17.0～	100	10.0～	100	～29.9	100	～2.49	100	～9.9	100

1) 直接投資流入額・証券投資流入額：国際収支ベースのネット流入額。

2) 外貨準備高：金を除く中央銀行保有分。