

Topics / Insight

対談：一橋大学大学院国際企業戦略研究科 客員教授 土岐 大介 氏

金融経済からみた新興国に対する投資について（2013年7月5日）

安田： アベノミクスによるこの半年間の円安で、M&Aの世界でも国内案件への回帰という傾向が出始めています。但し、クロスボーダー案件増加の勢いが瞬間的に減退したとしても、成長が見込める海外市場に対するM&A投資の方向性は構造的に変わらないと個人的には考えています。

そこで、土岐さんが専門となさっている金融経済の視点から新興国への投資を考えた場合に、どのようなタイミングで進出するのが良いかという論点でお話を伺いたいと思います。

土岐： 今後も円安傾向が変わらず1ドルが120円になると期待するのであれば、海外輸出と国内資産価格上昇期待で日本国内に投資をして行くので良いと思います。しかし、今くらい（100円前後）の為替水準で安定したり、将来の円高リスクを低減したいとするならば、成長力のある海外市場への直接投資や海外企業への出資を増やしていく必要があるということになります。

国民一人あたりのGDPが7,000ドル辺りで電力消費が大きく上昇し、9,000ドルを超えると自動車市場が伸びると言われています。5,000ドルから10,000ドルでは耐久消費財に対する支出の比率が上昇するのですが、これがその国が成長期に入っていることを示しています。ところが、10,000ドルを超えてくると、GDPに対する耐久消費財支出の比率が一定になってしまいます。

安田： それはつまり、身の回りの物を一通り買い揃えた状態の所得水準が10,000ドルということですね。最低限必要なものが揃ってしまうと、今度は贅沢というか消費の質を上げる方向に向かうということでしょうか。

土岐： そうですね。耐久消費財の次はサービスに向かう傾向が見られます。但し、それまでのような成長スピードは見られなくなる。これが所謂中進国の罠と言われるものですが、これを脱して先進国の仲間入りをするためにはイノベーションが必要です。10,000ドルまでは外国の技術を取り入れることによって成長してきたわけですが、自国発のイノベーションを伴う成長ができないと、一人あたり17,000ドルと言われる先進国の水準にはなかなか届きません。イノベーションを起こせるかの指標として、GDPに占める研究開発費（R&D）の比率があります。先進国は大体2%以上で、日本や韓国は3%も超えています。それに対して中国は1.5%、ロシア・ブラジルは1%強ですが、



一橋大学大学院 客員教授 土岐 大介 氏

Topics / Insight

他の新興国は1%未満です。10,000ドルを超えつつあるトルコ、マレーシア、メキシコなどの国が、この比率を1%以上に持っていけるかが、次の段階にいけるかの注目点となります。



ベネディ・コンサルティング株式会社
安田昌彦

ば当たり前のことですが、新興国では税金徴収の仕組みから漏れているお金が意外と多いのです。もう一つは政府が誰から借金をしているか、即ち、国債の引き受け手が誰かという問題です。例えばミャンマーでは、中央銀行が殆どの国債を引き受けているので、中央銀行の独立性がなく、政府が自ら紙幣を印刷している状態になっています。

金融の安定性を測る上でもう一つ重要なのがインフレです。ミャンマーの場合、インフレ率は20%から50%の間で推移しています。これだけボラティリティが高いと、人々は通貨を信用できなくなるので、お金よりも価値が高くなる物を買うわけです。ところが事業投資の世界では、人々が物を買うからといって、高いインフレに現れている通貨に対する不安がある国への積極的な進出は躊躇しますよね？投資のタイミングには、インフレが安定しているかどうか、その国がどのように持続的にインフレを安定させようとしているかということが重要になってくるのです。

それから、GDPの金額については「都市単位で見た一人あたりGDP」という数字も注目すべきです。例えば、インドネシアの国民一人あたりのGDPは現在3,500ドルに過ぎませんが、ジャカルタだけで見ると既に10,000ドル手前まで上昇しています。つまり、自動車が売れ始める所得水準になっているのです。しかもインドネシアの人口2億4千万人の半分位がジャワ島に集まっているので、自動車メーカーがこぞって出て行くべきということになるわけです。

つまり、国の財政とインフレが安定していて、主要都市の一人あたりGDPが5,000ドルを超えていくところが進出のための一つのターゲットと言えます。勿論、市場規模という意味では人口も大切です。

安田：なるほど。よくわかります。ただ、財政とインフレの安定というのは、企業による投資と進出のリスクを考えると最低限の前提と言えるような気もします。次の段階として求められるような金融インフラの条件と言えるものはありますか？

土岐：日本と韓国はうまく成長できた例と言えると思いますが、何がうまくいったかということ、通貨流通量と貯蓄がGDPとともにきちっと伸びたということなのですね。それと同時に、民間への貸出も伸びてい

Topics / Insight

ます。

これが実現できた背景にあるのが、間接金融システムつまり銀行のシステムがしっかりしていたということです。銀行がしっかりしていないと、お金が集まらない。銀行への貯蓄がなければ貸出にお金が回るということはありませんよね？ですから、成長の第二段階の初期段階では、安定した間接金融システムの存在が求められるというわけです。

国が発展しようとしている時には、国は貸出を増やすために金利を低く抑える傾向があります。但し一方で、金利を抑制すると預金が集まりにくい。金利が低すぎると、今の中国で話題となっているシャドウバンキングのような正式な金融システム以外の高金利のところお金が流れてしまうということが起こります。

貯蓄と貸出のギャップにも注目すべきです。新興国では、貯蓄が低いのに貸出が伸びているケースもあります。この場合ギャップを埋める手段として、海外から借金をしている可能性があります。通貨危機の経験から以前ほどは多くはありませんが、海外金融機関から借入れたお金は、何かあるとすぐ逃げていき通貨安となり、現地通貨建ての借金が急増してしまいます。ですから、金融システムが安定しているかどうかを見るためには、貯蓄と貸出が同じように伸びているかという尺度を見るのが大切なのです。

その次に進められていくのが金利の自由化です。言い換えると、中央銀行が政府からの独立性を確保して金利を動かせる、即ち、独立した金融政策が出来るようになるということです。

安田： 金利の水準は為替にも重要な影響を与えます。為替が安定しているということも進出のタイミングを計る上で重要ですね。金融システムの視点から見ると、どのようなポイントに注目すべきでしょう？

土岐： 為替は安定していたほうが確かに安心して投資ができるし、国としてもインフレをコントロールがしやすいので、最初は固定相場がいいですねということになります。固定相場を維持したまま経済の発展によって国が強くなってくると、じきに為替が割安に放置され、輸出増に伴い外貨準備を積み上げていけます。国が発展していき徐々に為替制度が変動制に移っていったとしても、こうして外貨準備をある程度保っておけば、もし経済状況が悪くなったり、海外からの資金が急速に引き上げられたりするようなことがあっても、自国通貨をある程度買い支えることができますので、急速な為替変動を回避出来るということになります。



一橋大学大学院 客員教授 土岐 大介 氏

その一番良い例が数年前のブラジルです。ブラジルのレアルは2011年に対ドルで1.5位まで行っています。2011年というときユーロが1.3~1.5位であったので、「ブラジルレアルはそんなに強いのか？」という位のレアル高ですね。レアル高になりすぎたので、ブラジル政府は投機的な資金に税金をかけ、投機的資金を引き上げさせることでレアル安に持っていきました。結果、1ドル2レアル位までレアル安が進むのですが、更に2を超えて「レアルは弱い」ということにならないように、ブラジル政府は介入したのです。すると、「ブラジル政府は1ドルに対して2レアル位に落ち着かせようとしているな」と市場

Topics / Insight

が見るようになります。こういうことができたのも、政府が外貨準備を十分持っていたからです。つまり、外貨準備が貯まっている、若しくは貯めようとしている国が、為替の安定性という観点から投資対象として安心ということになります。これが経済成長における第三段階の状況ですね。



ベネディ・コンサルティング株式会社
安田昌彦

安田： こうしたインフラ・制度や金融指標に注目することによって、その国の市場の成長ステージを判断するというのは、私にとっては、正直普段は馴染みのない考え方なので新鮮です。一旦ここで、少し整理させてください。

国が経済成長の階段を上っていく過程を金融経済の視点から追うと、まずは国家財政とインフレの安定、第二段階として間接金融システムの安定を経て金利の自由化、そして次の段階として外貨準備の蓄積といったポイントが重要ということですね。

そもそも M&A は金融取引と違って、実行後に会社の経営をして行くので、投資の際も長期の視点が必要です。事業会社による M&A の場合、そのビジネスの本質的なことはよくわかっているのですが、不安なのは経済や制度といったマクロ的な要因に対する判断のところですね。但し、金融リスクも短期的なボラティリティとして吸収できる範囲であれば問題ないので、金融経済が上記の段階のどこに居るかという観点から構造的なリスクを判断していけば良いという理解で良いですか？

土岐： そうですね。どの国が「今どの段階まで来ているのかな？」ということだけでなく、「次にその国がどんな意思決定をしてしまったらまずいのかな？」というようにリスクを考えて投資をすることが重要ですね。例えば、典型的なのが不動産バブルです。

経済発展の初期段階でお金ができてきた時に、金利が抑えられていたり、株式市場などの資本市場が未整備であると、そうしたお金は預金に回らずに不動産に向かってしまう。この時によく起きるのが、銀行が企業よりも不動産向けにお金を貸し出すパターンです。お金が集中的に不動産市場に行きますので不動産価格は上昇しますが、その後、バブルが破裂して銀行に不良債権が積み上がってしまう。まさに、ベトナムで数年前に起きたことです。民間金融機関による企業への与信すら安定していない状況では、資本市場も成立していないので、投資対象として不動産以外にお金の向かう先がないことが招いた結果です。

また一方で、こうした与信が安定する前段階における企業サイドの資金調達はどうなっているかというと、実はプライベート・エクイティ等のリスクマネーによる直接投資に頼ることになります。もちろん、事業会社による M&A も直接投資の一部です。国としても、外国資本が入ってきて併せて技術移転が実現できるのは歓迎ですから、国の産業政策として、発展させたい産業に投資を呼び込もうとしますよね。2010 年から直接投資が急拡大したミャンマーではその殆どが天然ガスなどの資源やインフラ関係でした。

金融システムが安定する前のこの段階で資金需要に応えるということは、リスクが大きい一方で優遇策

Topics / Insight

もあつたりするので、海外資本にとって投資のチャンスと見ることができるでしょう。但し、直接投資は何かあった時にすぐ引き上げることが難しいので、慎重な判断は必要ですね。特に、盛り上がり過ぎてきている時には注意が必要です。

新興国の株式市場発展の中身にも注目する必要があります。石油などの資源に依存していない新興国の株式市場は、MSCI の新興国株式指数の構成で見ると時価総額の3割から4割が金融関係です。国の発展にとって重要な金融機関が上場していることは、銀行経営の安定化のために自己資本を充実させる点で大変重要です。株式市場発展の初期段階ではお金が急に入ってきて株価が上昇し話題になりやすいですが、金融以外の産業の比率がどれだけあるのかも、その国の成長のバロメータになります。

安田： 「盛り上がり過ぎて」というのは判断が難しいところですね。多くの企業が注目すれば、その分情報も入りやすくなるので、投資がしやすい雰囲気になりやすいと思います。そういう時こそ、金融経済の状況をしっかりと理解して判断していく必要があるということですね。

今日は私にとっては門外漢の切り口が多かったので、とても勉強になりました。面白い話をお聞かせいただき、どうもありがとうございました。

土岐： こちらこそありがとうございました。今日は触れることはできませんでしたが、国際金融の政策トリレンマという、独立した金融政策、自由な資本移動、固定為替相場の三つの政策は短期的には同時に達成できないという理論と経済成長との関係も私の研究テーマの一つです。こうした私の研究が、例えば企業の皆さんが各国比較をする時にお役に立てれば光栄だと思っています。

<土岐 大介 氏>

一橋大学大学院 国際企業戦略研究科 客員教授。

ゴールドマン・サックス証券会社東京支店共同支店長、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社代表取締役社長、副会長を経て2012年より現職。

現在、金沢工業大学 知的創造・経営研究所 客員教授並びに筑波大学 大学院システム情報工学研究科 非常勤講師も兼務。

青山学院大学大学院 国際マネジメント研究科博士後期課程 在学中。



<聞き手>

ベネディ・コンサルティング株式会社

代表取締役 安田昌彦

Tel : 03-6805-1900

Mail : ma.yasuda@benediconsulting.jp