



ティエリー・アポテケール氏

(Thierry APOTEKER)

慎重を要する 新興国のカントリーリスク

—世界経済は回復途上のように見えますが、「景気の二番底」の懸念はないですか。

景気の二番底の心配はないと見ています。世界の市場流動性は正常に戻り、二〇〇八年第四・四半期から二〇〇九年第一・四半期にかけて広がった見境のない信用収縮は次第に収まっています。極端な低金利政策、中央銀行による豊富な流動性供給といった大型の景気刺激策のおかげで、先進工業国は二〇〇八年九月のリーマン・ブラザーズ崩壊後に爆発した景気後退圧力がもたらす最悪のシナリオを回避することができました。

その証拠に、二〇〇九年第三・四半期における米国GDPの前期比の年間成長率は三・五%であったことをはじめ、主要工業地域はすべて直前の四半期においてゼロもしくはプラスの経済成長に戻り、経済危機は二〇〇九年第二・四半期に底打ちしたのです。従来は在庫循環のみならず最終需要が十分に拡大するたため、現在の循環局面後に大規模な二番底を付けるというシナリオは回避できるはずですが。

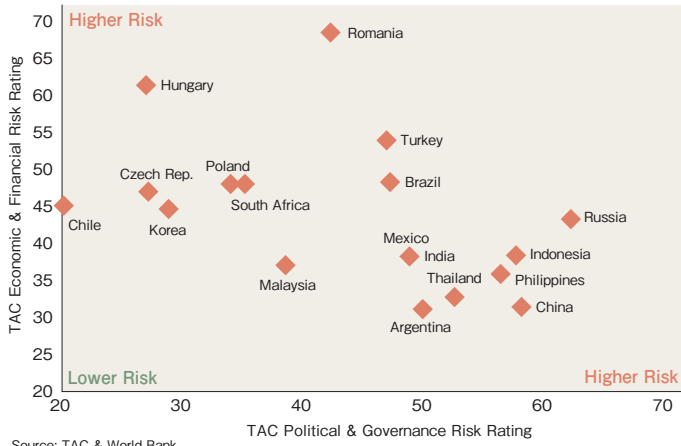
ただし回復のスピードは限られていますから、V字型回復のいかなる兆候にも厳重な注意を払って取り組むべきでしょう。現実には、景気後退が雇用に影響を及ぼすまでには若干時間がかかるということもあり、消費者の信頼感はいまだ大きく改善してはいません。規制強化が実施されるという見通しや、個

人世帯の資産の価値が大きく損なわれたことから、どうしても信用供与は構造的に制約されてしまうでしょう。政府は財政赤字の是正に必要な措置を講じなくてはならないでしょうし、最終需要の中期的なトレンドには悪影響が及ぶと思われる。全体的に見て、今後二年間のGDPの平均年間成長率は米国で二・五%、ユーロ圏で二・〇%未満、日本で二・五%未満にとどまり、先進工業国が経済成長を潜在的な水準に回復させるのは、二〇一二〜二〇二二年より後になるでしょう。

—懸念材料は何でしょうか。

現在過小評価されているリスクはインフレ誘発要因です。商品価格は二〇〇八年第四・四半期から二〇〇九年第一・四半期にかけていったん落ち込んでから回復し、インフレの押し上げ要因になっています。その一方で、財政金融政策は長期にわたるインフレ期待における転換をはっきりと支持しています。ごく短期的には、リスクは膨大な産出ギャップによって緩和されているものの、年末または二〇一〇年初旬に「統計的基礎の効果」が経済指標を現在の予想以上に押し上げる可能性があります。

—新興国では引き続き好調なところも多くあるように見えますが。



Source: TAC & World Bank

もちろん世界的危機が及ぼす影響は新興国と先進国とは異なります。中国は二〇〇九年第一・四半期以降に政策主導で経済活動において大転換を果たし、その他一部の新興国市場を牽引しました。同様に、ブラジルやさらにはアルゼンチンなどラテンアメリカの一部の諸国も、効率の良い経済措置を通じて経済危機の影響を何とか平準化しました。市況商品および原油の輸出国も二〇〇九年第二・四半期以降の価格上昇によって勢いを取り戻しています。一部の開発途上国は二〇〇九年にプラスのGDP成長率を記録するでしょうが、開発途上国全体で見ると深刻な景気後退のさなかにあり、これらの諸国と先進工業国の平均成長率の間に存在する類似性は依然として変わりません。一方で、先進工業国が景気後退局面にあることは明白です。開発途上国が世界の

GDPに占める比率は三五%に満たず、先進工業国にその輸出品の三分の二を吸収させています。これらの国々に完全に自律的な成長サイクルを生み出す力はまたないのです。新興国の成長規模は依然として限られたものであり、アジアにおいては顕著だが東ヨーロッパではあり得ないといった具合に局地的なものにとどまっています。

— 新興国の個別の状況はいかがですか。

私は、一年未満、一〜三年、

三〜五年という種類の期間における通貨の下落、国際決済絡みの問題、景気循環に逆行するまたはマイナスの経済成長見通しといったリスクをから測定する、「経済・財務リスク格付」の算出を行っており、また、これと並行して政治の「不安定性」リスクと、ガバナンス、法の支配、または規制の質に関する諸問題を測定する「政治リスク格付」を算出しています。カントリーリスクを把握するための簡単でわかりやすい方法は、「経済・財務リスク格付」の平均値を見る一方で、同じく「政治リスク格付」を見ることなのです。図をご覧ください。サンプルに選んだ主要開発途上国の、これら二種類の基本的なリスク要素についてのパフォーマンスを示してみました。指標はすべて最下位リスクをゼロとして、きわめて危険な最上位リスクを一〇〇とする尺度で示しています。レベル六〇はきわめて高いリスクの閾値であり、レベル四〇は限定的なリスク、ローリスクの閾値になります。

これによって、チャートをもとに開発途上国を以下の四つの異なるグループに分類することができます。チャートの左下は、経済・政治格付のいずれについてもリスクが中程度の諸国です。早期回復を果たし、通貨の下落圧力を回避し、合理的な経済政策を追求する能力において、これらの諸国は他国より抜きん出ています。チリ、韓国、そしてある程度はチェコ共和国、ポーランド、南アフリカ、マレーシアがこのグループに属しています。チャートの右下は、「経済・財務リスク」が確定的で、しかも政治規制環境の不確実性が高い諸国となります。こうした国は危機から回復して魅力的な機会を提供する可能性が高いわけです。しかし、その一方で、契約の詳細や問題が発生した場合に政府が

介入してきたり、法的な問題に直面するという危険性があるので、かなり慎重に勘案しなければなりません。とりわけロシア、また、ある程度はインドネシア、フィリピン、タイ、中国がこの懸念が高く、インド、メキシコ、アルゼンチンも同様の特性を示しています。最後に、「政治リスク」は「中程度」ですが、経済・財務状況がはるかに不確実な新興国があることがわかります。トルコ、ルーマニア、ハンガリー、そして程度は下回りますが、ブラジルも翌四半期および以後にかけて為替、流動性、信用枠、国内需要の勢いなどにさらに大きな変動が見られる恐れがあります。

世界経済の見通しが不確かな現在、CFOは危機からすぐに抜け出そうとしてもその間にリスクが現実のものとなってしまいう可能性が高いという点と、今後はカントリーリスクのモニタリングが不可欠であるという点を心に留めておくべきでしょう。

(聞き手: 日本CFO協会 谷口宏)

● **ティエリー・アポテケール氏略歴**
 フランスの高等商業学校(H.E.C.)を卒業後、パリ大学ドゥファイヌ校で金融経済学の博士号を取得。ジュニア・エコノミストとしてフランスのシンクタンク(B.I.P.E.)に入社、その後インドスエズ銀行(現カリヨン)でカントリーリスク部門を設立し、同行チーフ・エコノミスト、調査部長に就任。一九九〇年に同行を退社し、自身の名前を冠したコンサルティンググループ会社(TAC)を設立する。TACはカントリーリスク、国際貿易、国際投資および経済分野開発等に焦点を当てた応用経済研究に深く関わっている。質の高い経済政策分析や経済、金融における革新的な計量発展などの分野でTACは確固とした評判を上げている。TACは大企業を主たる顧客とし、国際機関(欧州委員会、国連貿易開発会議、ADB等)の仕事などにも携わっている。アカデミックな活動も続けており、レンヌ大学(フランス)、経済学部助教授に四年の間従事し、数々の国際経済分析の分野(BarIEC、IGR/ENSAI、レンヌ大学等)で講義を行う他、カントリーリスクや国際戦略を議題とするさまざまな国際会議でも定期的に講演を行っている。