



UNDP による政策提言

アフリカにおける 借入コストの 低減

ソブリン信用格付けの役割



アフリカ地域局
2023年4月



目次

1. 援助を超えて進化した開発金融	3
2. 資金調達コスト	4
3. ソブリン信用格付けの特異性	6
4. 開発への影響	10
5. できること	12

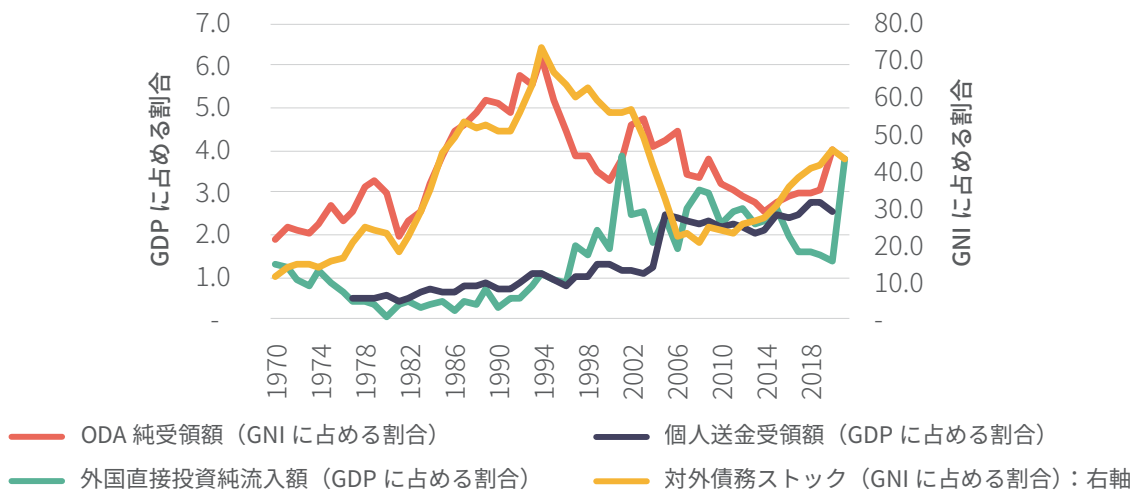


1. 援助を超えて進化した開発金融

開発資金調達を巡るアフリカの状況は、政府開発援助（ODA）が主であった1970年代から変化しました。ODAは開発支援において重要な役割をいまだに果たして

いる一方、アフリカにおける開発資金調達への貢献度を見た場合、外国直接投資（FDI）、送金、国際資本市場からの借り入れを含むその他の資金源が増加しています。

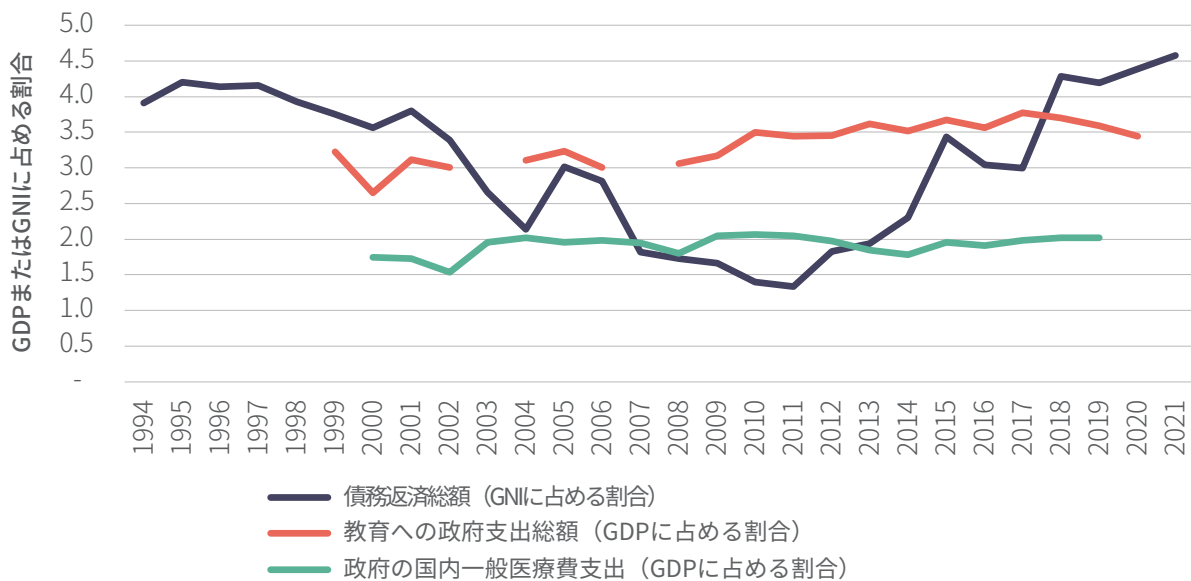
図1：アフリカへの年別資金流入



特に対外債務は、借入国が借入額に応じて支払わなければならない利子支払いという形のコストを伴います。このコストは、負債そのものに加えて、借入国の財務に

さらなる負担となり、開発に利用可能な財源を減らし、しばしば債務返済の危機をもたらしています。

図2：債務返済と社会的支出



2. 資金調達コスト

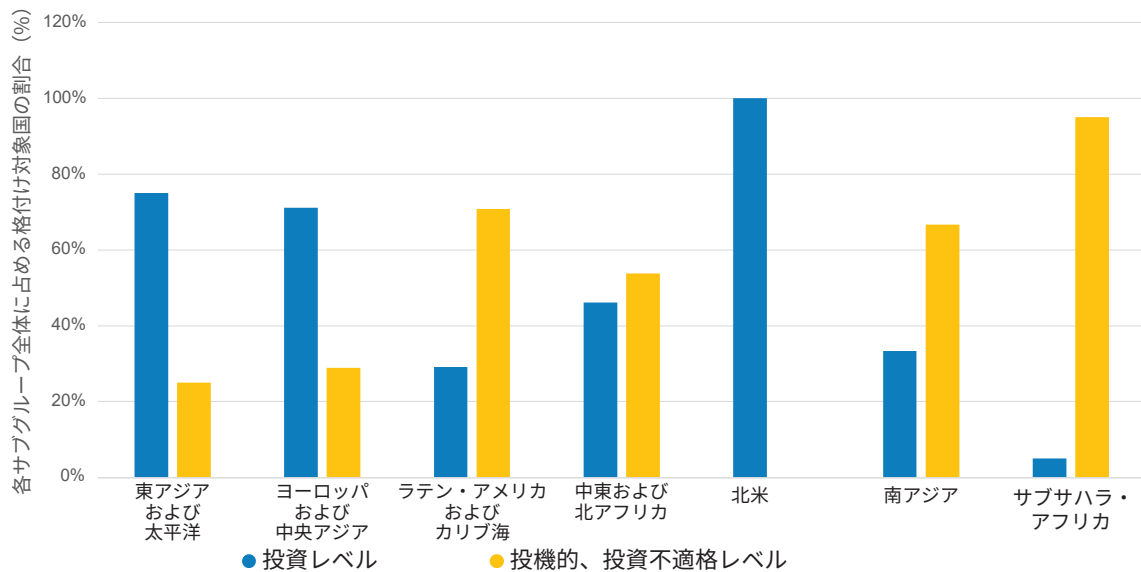
どの借入者の資金調達コストも、実際の、あるいは他者から認識されたその信用リスク（および債務不履行の確率）に基づいて決定されます。ソブリン債借入者の信用リスクは、3つの世界的な格付機関であるスタンダード・アンド・プアーズ（S&P）、ムーディーズ、フィッチ・レーティングスによって決定されます。これらの格付けは、投資家に対し、ソブリン債借入者のリスク特性に関する情報を提示する機能を果たします。これらの格付けにより情報の非対称性が埋められ、貸し手は潜在的リスクに関するより十全な情報を得ることができます。

多くの場合、投資信託会社や年金基金、教職員組合などの機関投資家などは、投資適格格付けを有する証券を保有するよう、法律で義務付けられています。さらに、国の信用格付けは潜在的な投資家に対するシグナルとしても

間接的に機能します。ソブリン格付けは、その国の企業や地方公共団体などの公共部門の格付けの最高基準としても機能するものです。

1994年には、南アフリカがソブリン信用格付けを持つアフリカ唯一の国でした。2003年以降、国連開発計画（UNDP）はS&Pと協力し、アフリカにおけるソブリン債借入者に対する同社の格付け活動に資金を提供しました。また、多くのアフリカ諸国において市場アクセスを促進するイニシアチブを通じて、技術的支援を行いました。2004年までにアフリカの13カ国が格付け対象となり、2023年時点では32カ国が格付けを有しています。とは言え、ボツワナとモーリシャスの2カ国を例外として、アフリカ諸国経済の格付けは投機的（投資不適格）レベルです。これは、その他の地域と比べてはるかに低い比率です（図3参照）。

図3：S&Pによる世界のソブリン格付け



しかし、アフリカでリスク評価と信用格付けが現実を正確に反映するのはいまだに困難です。その主な理由は時宜に適ったデータが足りないことですが、多くのアフリカ市場がフロンティア市場であることも一因です。また、格付機関は、十分に深い知見とこの地域に関する知識を兼ね備えた専門家を見つけるのに苦労しています。その結果、一部の

格付けの信ぴょう性を疑問視する声も多くなります。信用格付けに関する研究文献は、格付機関の自国やその経済的同盟国寄りのバイアス¹、ほとんどの形態の政府介入に対するバイアス²、景気循環とともに変動する格付け傾向³、そして利益相反（債券発行者が格付機関に支払うため）⁴といったいくつかの問題点を浮き彫りにしています。

1. A.T. ヤルタ, A.Y. ヤルタ (2018年) 「信用格付機関は地域的偏見を抱いているか」『エコノミック・システムズ』42巻4号, pp. 682-694

2. UNCTAD (2015年) 「貿易開発報告書 2015」ジュネーブ：国連

3. H. フォファク (2021年) 「有害な『認識プレミアム』がアフリカ諸国に払わせる莫大な代償」ブルッキングス研究所アフリカ成長イニシアチブ。https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2021/10/21.10.07_Perception-premiums.pdf でアクセス可能。

4. N. チリクレ, O. アビムボラ, G. チェルワ (2022年) 『ビッグスリー』格付機関はアフリカ諸国にどのような影響を与えているか？アフリカ政策研究所 (4月19日)。https://afripoli.org/how-are-the-big-three-rating-agencies-impacting-african-countries-54 でアクセス可能。



.....



どの借入者の
資金調達コストも、
実際の、あるいは
他者から認識された
その信用リスクに
基づいて決定されます。

3. ソブリン信用格付けの特異性

UNDP による最近の研究では、従来の信用格付け評価を超えて、より保守的な手法で信用格付けを評価するアプローチを採用しています。三大機関の格付けと、主にマクロ経済的な基礎的条件（ファンダメンタルズ）に基づいたアルゴリズムを比較することで、主観的なインプットを最小限に抑えています⁵。

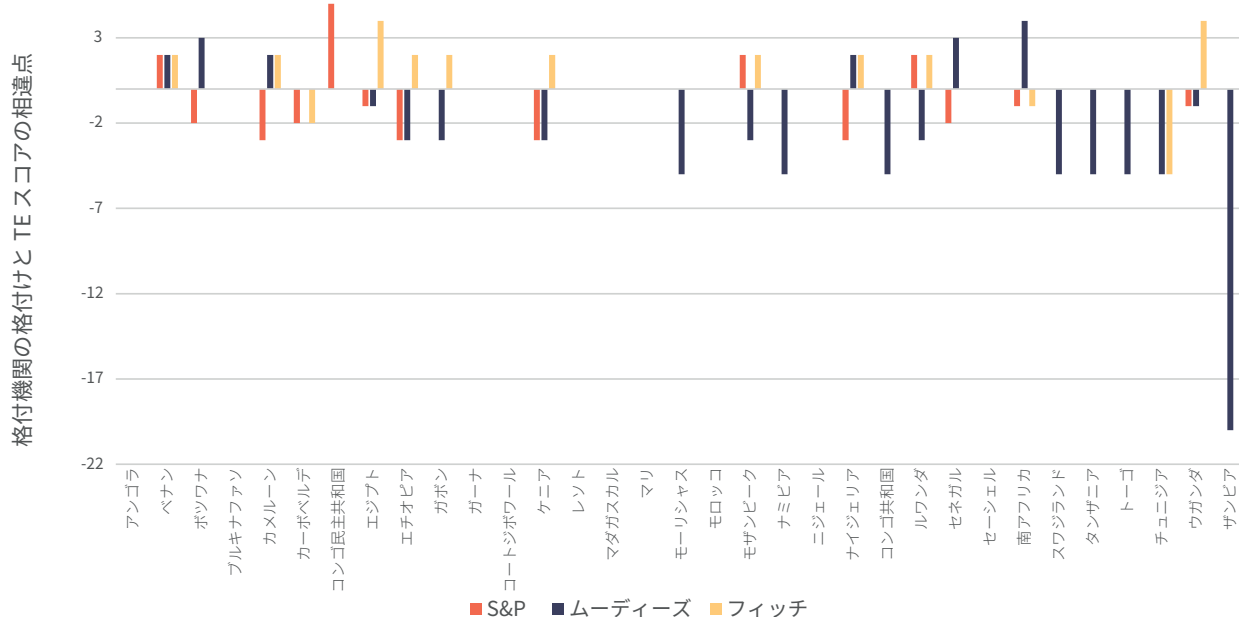
この分析から、重要ではあるが非体系的な「特異性」、すなわち、必ずしもバイアスや景気循環、利害の対立に起因するものではないマクロ経済的な基礎的条件（ファンダメンタルズ）からの乖離が明らかになりました。こうした乖離は、様々なレベルの主観性に起因している可能性があります。

基礎となる経済データから乖離が有するランダムな特性は、一部のアフリカ諸国がある格付機関によって過小評価される一方、別の格付機関からは過大評価される事実を見ても明らかです（図4参照）。さらに、似たような状況にある国が1つ以上の格付機関によって非常に異なった格付けを与えられています。こういった食い違いは、最も包括的で正確な情報を信用格付けに取り入れることの重要性を強調しています。これらの相違は、必ずしも信用格付機関が抱える組織的な問題を反映しているわけではなく、データが限られていることや主観性の差異によるものである可能性があります。



5. 方法論の詳細については、<https://www.undp.org/africa/publications/lowering-cost-borrowing-africa-role-sovereign-credit-ratings> で調査結果報告書の全文を参照してください。

図 4：従来の格付けと Trading Economics (TE) のスコアの相違点



こうした特殊性に基づいて、UNDP の調査では各国の機会費用を推定することができました。本調査ではアフリカ 13 カ国の自国通貨建てソブリン債の結果を提供していますが、ソブリン債のデータに関する

主要な情報源である S&P 債券指数データセットのデータ入手可能性⁶によって、サンプル数に制約を受けているものです。その結果を表 1 に示します。



6. 偶発債務と債務分割に関する情報へのアクセスが限られていたことも一因です。

表 1：自国通貨建てソブリン債：アフリカ 13 カ国の実際／推定利回り、出来高、機会費用

国名	実際の満期利回り	額面加重表面利率 (%)	発行済み時価 (百万米ドル)	加重平均満期 (年)	調整後満期利回り	利子節約 (百万米ドル)	機会費用 (百万米ドル)
ボツワナ	6.99	6.20	1,549	7.57	6.22	72	103
エジプト	17.41	13.63	139,597	2.52	16.41	2,757	9,264
ガーナ	35.11	19.27	11,393	2.97	33.53	333	756
ケニア	12.93	12.26	32,827	9.83	12.31	1,128	2,178
モーリシャス	3.17	3.75	7,163	5.36	2.83	117	475
モロッコ	2.31	3.40	68,753	6.73	2.16	641	4,562
ナミビア	10.77	9.13	3,013	9.49	10.14	116	200
ナイジェリア	12.97	13.21	40,600	11.37	12.36	1,454	2,694
南アフリカ	10.46	8.56	139,704	12.62	9.77	7,096	9,271
タンザニア	10.05	12.77	6,737	11.26	9.61	191	447
チュニジア	8.76	6.85	4,987	4.29	8.32	79	331
ウガンダ	15.72	15.18	6,527	7.73	15.05	193	433
ザンビア	22.17	11.55	2,834	4.15	21.34	66	188
					合計	14,243	30,903

上記の数字は複数債券の国別平均値であるため、個々の債券の数字とは一致しません。

この分析から導かれる主な結論は、もし信用格付けが経済的な基礎的条件（ファンダメンタルズ）にさらに密接に基づき、主観的評価に基づく部分が少なければ、アフリカ諸国は国家信用に対する新規資金としてさらに 310 億米ドルにアクセスできることです。さらに、調査したアフリカ 13 カ国はその場合、総額 142 億米ドル（年間約 22 億米ドルに相当）近くの金利負担を節約できることとなります。

この額は、規模の大きな投資会社にとっては取るに足りないものかもしれませんが、アフリカ諸国にとってはかなりの金額です。もし格付けがより経済的な基礎的条件（ファンダメンタルズ）に沿ったものであったなら、金利負担の節約と追加の資金

調達を両方を考慮すると、分析対象の 13 カ国は利用可能な資金としてさらに 450 億米ドルを手にしてはいたはずですが、この数字を大局的に眺めると、サブサハラ・アフリカ諸国が 2021 年に受け取った ODA 純総額は 590 億米ドルでした。

自国通貨建てソブリン債に加えて、アフリカ諸国は、外貨建ての債務も発行しておりますが、一般にユーロ債として知られています。アフリカ諸国のユーロ債の格付けに対する類似の分析にも、経済的な基礎的条件（ファンダメンタルズ）からの一貫性のない乖離、すなわち主観的特異性が見られます。

表 2：ユーロ債：アフリカの 16 経済圏の実際／推定利回り、出来高、機会費用

国名	実際の満期利回り	額面加重表面利率 (%)	発行済み時価 (百万米ドル)	加重平均満期 (年)	調整後満期利回り	利子節約 (百万米ドル)	機会費用 (百万米ドル)
アンゴラ	9.95	8.75	9,114	16.58	9.26	538	710
ベナン	8.56	5.35	2,290	15.12	7.92	141	178
カメルーン	10.56	6.50	995	10.84	9.86	50	77
コートジボワール	8.16	5.84	10,089	16.67	7.47	706	786
エジプト	11.81	6.04	54,568	13.61	10.88	4,017	4,250
エチオピア	35.58	6.63	1,000	10.00	33.56	75	78
ガボン	9.31	6.82	2,573	10.42	8.67	117	200
ガーナ	33.47	7.85	14,149	15.73	31.57	929	1,102
ケニア	10.53	7.25	7,100	13.49	9.77	428	553
モロッコ	5.37	3.19	9,040	14.77	4.79	608	704
ナミビア	8.17	5.25	750	10.00	7.48	38	58
ナイジェリア	11.56	7.49	15,995	15.54	10.77	1,016	1,246
ルワンダ	10.17	5.60	2,042	10.00	9.43	106	159
セネガル	8.70	5.74	13,600	17.17	8.04	897	1,059
南アフリカ	6.99	5.43	45,401	19.00	6.33	3,466	3,536
チュニジア	21.21	6.17	10,410	8.22	19.87	697	811
					合計	13,829	15,508

上記の数字は複数債券の国別平均値であるため、個々の債券の数字とは一致しません。

これらの乖離は、アフリカ諸国がユーロ債を通して国際投資家からさらに 155 億米ドルの新規資金を調達できる可能性があることを示しています。これら 16 の経済圏はさらに、総額 140 億米ドル（年間 9 億 3,300 万米ドルに相当）近くの金利負担を節約できる可能性も有しています。ユーロ債の信用格付けを調整することにより、これらのアフリカ諸国は合計 293 億米ドル

を節約できる可能性を有することになります。2 つの表の数字を組み合わせると、信用格付けの特異性によってアフリカ諸国が払う代償の総額は、超過利息と逸失資金調達の 745 億米ドルと推定されます。この金額は、2020 年のアフリカ全体の政府開発援助純総額を 12% 近く上回るものです。

4. 開発への影響

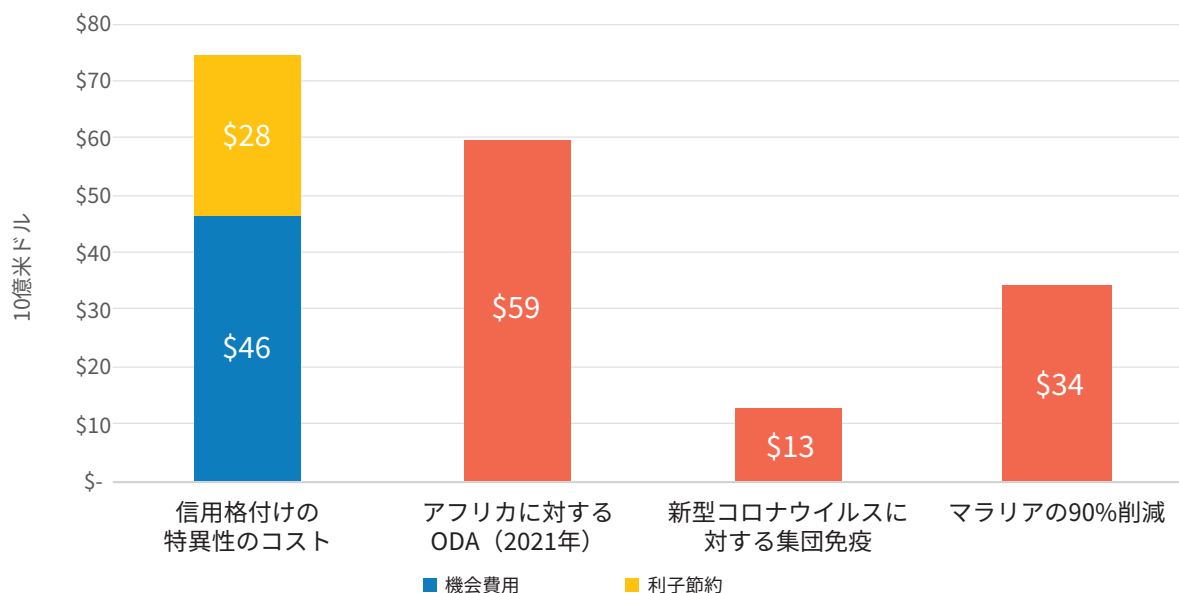
ドルやユーロといった物差しだけで開発を測ることはできません。確認された特異性の開発コストを、アフリカの開発資金を巡るギャップとの関連で状況に当てはめることが重要です。

745 億米ドルという見積もりコストは、

- 新型コロナウイルスに対する集団免疫獲得のために、アフリカ人の 70% にワクチンを接種する費用（125 億米ドル）の 6 倍⁸
- アフリカに必要な年間インフラ投資額（推計 930 億米ドル）の 80%⁹
- マラリアの症例を 90% 減らすための費用（340 億米ドル）の 2 倍超¹⁰

に相当します。

図 5：信用格付けの特異性の開発コスト



アフリカ諸国が国内債務と対外債務の両方で支払う金利を引き下げること、これらの国が直面する債務返済負担を大幅に減らすことができます。それによって、これらの国の元金返済が

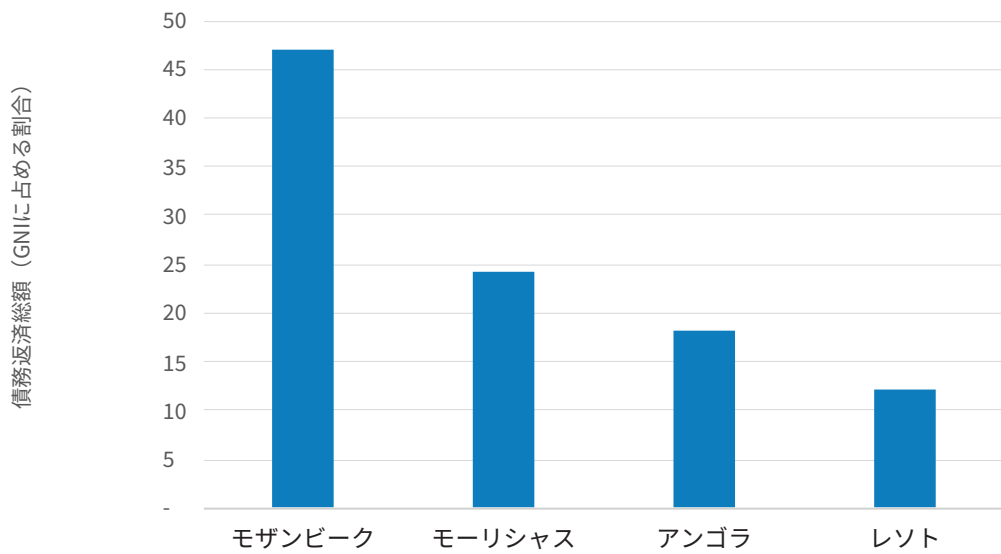
早まり、開発への投資に振り向ける資金を増やすことができます。国民所得のかなりの部分を債務返済に充てているアフリカ諸国（図 6 参照）にとって、とりわけ重要です。

8. <https://blogs.worldbank.org/health/calculating-sub-saharan-africas-covid-vaccination-financing-gap>

9. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/744701582827333101/pdf/Understanding-the-Cost-of-Achieving-the-Sustainable-Development-Goals.pdf>

10. <https://www.who.int/news/item/23-08-2019-malaria-eradication#:~:text=The%20%2434%20billion%20is%20the,need%20to%20be%20by%202030>

図 6：一部アフリカ諸国の現在の債務返済額



その国のマクロ経済的な現実と整合しない信用格付けを調整することは、リスクの認識を高め、FDIの流れを増やすことにもつながります。これは、信用格付けがその国の投資環境と債務返済能力に対する認識に影響することにより、FDIに間接的な

影響を及ぼすことが多いためです。アフリカ諸国は、信用格付けを改善することによってより多くのFDIを呼び込むことが可能になりますが、これは長期的な経済成長と開発にとって極めて重要です。

5. できること

アフリカの経済的な基礎的条件（ファンダメンタルズ）をより正確に反映した信用格付けの重要性は、借入コストに直接影響して財政と開発両面の結果を大きく左右するため、どれだけ誇張しても誇張しすぎることはありません。

アフリカ諸国とその開発パートナーは、世界的な格付機関と協力してこれらの信用格付けの特異性に対処するための方策をすぐに取り取ることができます。以下にいくつかの提案を挙げます。

信用格付けの方法論に対する透明性を高める

三大格付機関が採用する手法の透明性を高めることが急務であり、それはアフリカ諸国だけの要求に留まりません。これは各機関への関与と協力を通じて達成することが可能であり、UNDP はアフリカ諸国に焦点を当てた関連データを提供し、分析するうえで大きな役割を果たすことができます。これは、アフリカの借入者が自国のマクロ経済状況についてより客観的な見解で示すのを支援するために不可欠な最初の一步となるでしょう。

三大格付機関は、信用格付けの手法に関する一般情報を提供するように努めますが、その基礎をなす前提の多くは曖昧なままです。この調査では、特異な意思決定や、金融と開発に深刻な影響をもたらしかねない裁量的行為が存在することを示唆しています。アフリカを拠点とする信用格付機関は、よりきめ細かいデータにアクセスできる可能性があるため、より大きな役割を果たすことが可能です。この問題は、信用格付機関のホーム・バイアスと景気循環に連動した格付けを低減するために、協調した努力を呼びかけることの根拠になります。

代替となる（金融市場参加者向け）格付けの採用と標準化

アフリカ諸国の信用格付けを改善するためのもう1つの提案は、主要な国際投資家グループと三大格付機関に加えて、地方および多国籍の様々な主体が参加する、より複雑な方策です。その狙いは、現行の信用格付けシステム、方法論、および異なる国のグループにまたがるその適用可能性の相互評価で進行中の取り組みを加速することです。アフリカの国々に対するこのステップでは、三大格付機関が将来の汎アフリカ機関と協力し、各国の関連政府機関との効果的なコミュニケーション・チャンネルを構築する必要があります。

主な目的は、信用格付けの確立された手法を、閾値となる財政指標の形式的な遵守よりも中期的な発展を優先させる、よりその国に特化した方法で補強することです。例えば、ある国が新型コロナウイルスのパンデミック中のような危機に対応して債務救済の支援を求めたからといって、格付けを引き下げるべきではありません。

アフリカ全域を対象とする地域格付機関の導入

同じように、アフリカ全域を対象とする格付機関を提案する狙いは、確認された特異性に対処することです。国の格付機関、規制当局、および経済・財務関連省庁と協力して活動するアフリカ連合は、この取り組みの先頭に立つのに最も適しています。本稿執筆時点で、このような戦略を実施するための取り組みがすでに行われています。関係する各国のステークホルダーの間で、直接情報交換を行い規制の一貫性を維持するとともに、上述の通り、現在アフリカで活動している格付機関と連携することが重要です。

経済圏における ESG と SDGs の優先順位に新たな焦点を当てる

マクロ経済の中長期的開発目標を優先すると、ESG と SDGs のターゲットをその国の経済のマクロ経済的・財政的地位の客観的評価基準として必然的に優先することになります。同様に、カーボン・オフセットを担保資産と見なすことで、一部の国の格付けが改善する可能性があります。既存および新規のモデル主導の信用格付けの枠組みに、こうした優先事項をより透明かつ積極的に盛り込むことは、途上国経済の長期的なニーズと先進国経済の短期的な景気変動を区別する、より繊細なアプローチを実現するのに役立ちます。

この提案により、自国バイアスや景気循環といった問題に対処しつつ、分野の発展とより持続可能な開発につながる新しいテクノロジーと環境効率性を実施することによるマクロ経済への恩恵も受けることができます。この提案を実行に移すには、現地および国際的なステークホルダーと関わり、ESG と SDGs のターゲットをその格付け方法論に取り入れる約束を促す必要があるでしょう。

アフリカを拠点とする既存の信用格付機関の能力を高め、それらが共同しより効率的な市場を促進する

アフリカを拠点に地元市場で活動する既存の信用格付機関には大きな潜在能力がありますが、それはしばしば見過ごされます。これらの機関は、活動する国や市場に特化した独自の分析能力を持ち、アフリカ大陸に関する有益な知識と専門技術を有しています。マクロ経済の変数に関する、より透明性が高く時宜に合った詳細な報告を促進すれば、現実と認識の間のギャップが縮まるでしょう。

この潜在能力を十分に生かすために、UNDP や UNDESA、APRM、アフリカ連合といった国際的な関係機関は、アフリカの信用格付機関が技術的・組織的能力を強化・拡大する助けとして、財政面と規制面で支援することを考えることができるでしょう。それは、よりバランスの取れたアフリカの信用格付け領域に貢献し、より包摂的で競争力のある国際資本市場システムの育成につながるでしょう。アフリカを拠点とする格付機関は、この地域のマクロ経済的構造に対するより機微な理解と三大格付機関の評価に含まれない分野を対象とすることによって、競争上の優位性を持ちます。

