

10月発表されたIMFの「ワールドエコノミックアウトルック」では直近のサブプライム問題に端を発する金融市場の混乱により米国中心に世界の成長率見通しが下方修正された。一方で、ここ2-3年の世界経済の成長が60年代以来の未曾有の好景気であり、それが金融・貿易のグローバリゼーションの恩恵、金融テクノロジーの進歩、金融財政政策の成熟などによりもたらされたものであるとの指摘もしている。

6月から始まったサブプライム関連の市場混乱がFRBの大幅利下げで一段落したものの、再び米国金融機関決算などの影響もあり株式市場は乱高下の展開となっている。一方で、8月の底値からの反発力では、先進国に対し新興諸国の株式市場が大いに勝る展開となっている。この背景には、米国を中心とした先進国経済がある程度減速しても、成長のトレンドに乗っている新興諸国の経済は安泰だし、金融問題がないだけましであるとの見方で、世界のマネーが新興諸国に向かっているという側面が大いにあると思われる。果たしてこの見方は正しいのであろうか。ここではサブプライム問題から生じうる新興諸国の経済・市場のリスクについて先月に続き再び分析してみようと思う。

サブプライム問題が新興国経済に与える波及経路は大まかに言って2つある。一つが当然ながら米国経済の低迷により悪影響をこうむる場合である。これはある面、程度問題の側面が大きいと思われる。新興諸国の自立性が過去と比べ高まったからと言って、先進諸国がリセッションの中、好景気を謳歌できるはずはない。またその程度問題については米国住宅市場に対する見方で大きく分かれることとなる。もう一つが、先進国発の金融市場の混乱が世界的な金融市場の混乱を通じ、新興国のマネーフローに大きな影響を与え、97年のアジア危機が再現されかねないリスクである。ここでは後者を中心にその可能性、リスクについて論じてみたい。

IMFの「ワールドエコノミックアウトルック」でも第3章に「大量資本流入への対応」ということで示されているように、近年新興諸国への資金流入が活発化している。図1のように実額ベースでは急速な伸びであるが、GDP比率でもアジア危機前夜と同じ

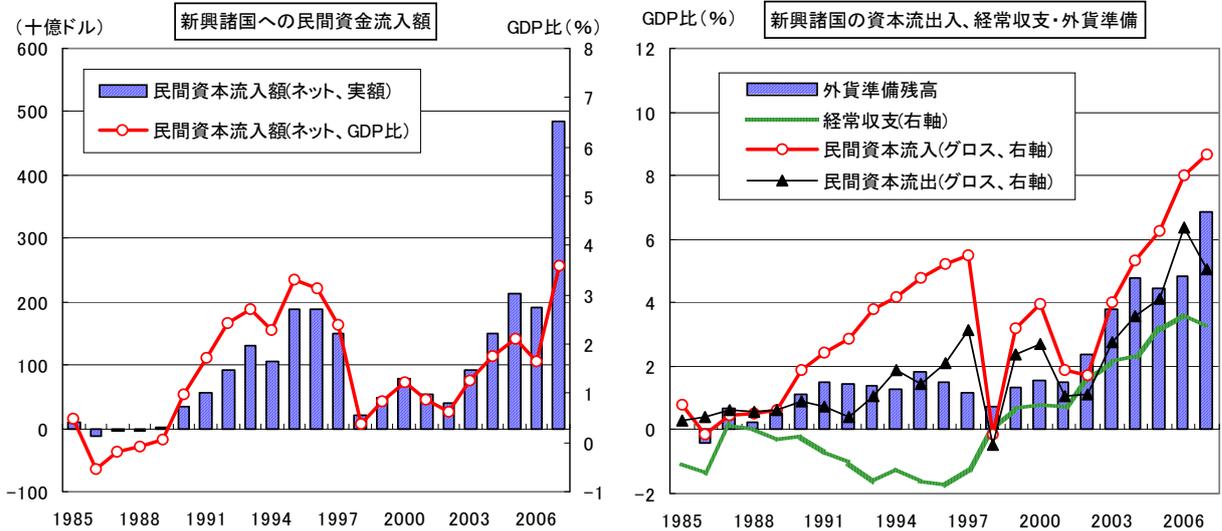
水準まで上昇している。ここで問題になるのが、資本流入の反動の流出に耐えうるかどうかということである。IMFの分析では、100件を超える事例分析の上、ハードランディングになりうるのは経常赤字の規模が大きく、総需要が拡大し、実質為替レートが上昇している場合が多いと結論付けている。言い換えれば、それは過剰な資金流入により実力以上の為替レートが国内の購買力を引き上げ、輸入増加で経常赤字を拡大させるというアジア危機前夜のバブル形成プロセスである。

現状のそういったバブルが新興国経済に起こっている可能性はないのであろうか。経常収支の水準は先月のこの欄で示したように、黒字が定着しているところもあり、全体では図2のように改善している。一方で、購買力平価と呼ばれる、物価指数で換算した為替レートの適正水準からの乖離を見るとおもしろいことがわかる。図3はそれらの指標をアジア危機前夜の96年平均と2006年平均でまとめたものである。見てわかる通り、アジア危機前夜にはアジア諸国を中心としてホットマネーが流入し、購買力平価以上に通貨価値が高まり、経常赤字が拡大している。足元ではそういった状況がまさに東欧諸国で起こっている。

ただし、バブル的状況がいつ崩壊につながるかはわからない。バブルの状況は順回転で資金が入りつづける限りは継続するからである。そのきっかけは、従来であるならば資金の出所である先進国の引き締めないしは景気後退などの状況であった。今回FRBが景気後退リスクを察知し、前倒しに利下げを実施したことでそのリスクは後退した。残るは、6月以降起きたようなレバレッジの縮小が想定外の分野で起こるかということである。ヘッジファンド、CDO、ABCPと様々なレバレッジの存在が明らかにされてきたが、近年、SWF（ソブリン・ウェルス・ファンド）と呼ばれる国家の運営するファンドの存在も投資主体としての存在感を増している。今回のG7で米国はそこに別の意図で規制をかけるべく動こうとしたがかなわなかったようである。新興諸国へのマネーフローを替えかねない新しい投資主体の動きには要注意である。(2007年10月25日記)

<図表：IMFの示唆する新興国経済のリスク>

○図1：新興諸国への資金流入（実額とGDP比） ○図2：新興諸国の経常収支・外貨準備



出所：IMF「World Economic Outlook 2007」より三菱UFJ信託銀行作成

○図3：新興諸国のハードランディングリスクチェック表（アジア危機前夜と現在）

		アジア危機前(96年平均)				2006年平均(インド、インドネシアは2005年)			
		経常赤字/GDP	資本流入 ホットマネー/GDP	カバー率: 外貨準備/ ホットマネー	通貨価値	経常赤字/GDP	資本流入 ホットマネー/GDP	カバー率: 外貨準備/ ホットマネー	通貨価値
中南米	アルゼンチン	-2.5%	7.6%	24%	10%	3.7%	4.4%	335%	-49%
	ブラジル	-2.8%	4.4%	34%	65%	1.2%	4.8%	93%	42%
	メキシコ	-0.8%	5.9%	105%	-29%	-0.3%	1.8%	0%	1%
アジア	中国					6.6%	6.1%	347%	-4%
	インド	-1.5%	4.1%	28%	-2%	-1.1%	4.0%	63%	28%
	インドネシア	-3.4%	5.0%	86%		0.3%	1.3%	0%	40%
	韓国	-4.2%	8.6%	3%	38%	0.7%	6.8%	39%	30%
	マレーシア				53%	16.3%	3.1%	100%	13%
	タイ	-8.1%	9.8%	14%	43%	1.6%	9.8%	135%	12%
東欧	ロシア	2.8%	2.3%	0%		9.6%	7.0%	282%	129%
	チェコ	-6.7%	10.9%	0%	13%	-3.2%	8.1%	2%	88%
	ハンガリー	-4.1%	3.7%	0%	15%	-5.3%	17.4%	11%	89%
	ポーランド				12%	-2.3%	7.0%	25%	59%
他	トルコ	-1.4%	3.7%	77%	-9%	-7.9%	13.8%	30%	64%
	南ア	-1.2%	4.8%	0%	50%	-6.6%	12.3%	12%	15%

※通貨価値は99-2000年の米国と各国の物価指数を基準として作成した購買力平価からの乖離
 ※ホットマネー＝証券投資流入額＋その他資本収支流入額と規定
 ※データは基本IMFベースのものから作成

出所：Bloomberg、Datastream より三菱UFJ信託銀行作成

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）