

昨今の日本を取り巻くニュースを見ると、小泉政権 5 年間の構造改革を総括するような物言いが多くなっている。そのひとつのキーワードが「格差拡大」でありその背後に潜むのが「嫉妬 (ジェラシー) の経済学」である。その最たるものが、ワイドショーまでもが報道する日銀総裁辞任問題をはじめとする経済問題報道である。

ところで、今年の 2 月まで順調に上昇してきた新興国株価が、欧州中央銀行 (ECB) と日銀の金融政策変更以来、大きく調整することとなった。昨今の新興国投資ブームにより、大幅に上げてきたことの反動であることは否めないが、当初はまちまちであった株価の動きが、5 月第 1 週の FRB による利上げ後、シンクロするようになってきた。足元は 6 月の FOMC において FRB が利上げ打ち止めの可能性を示唆したことから反発しているものの、そこで想起されるのが 90 年代に起こった一連のエマージング危機である。米国利上げに端を発することの多かったエマージング危機は、「伝播」のプロセスを通じ、通貨危機を通じて新興諸国全般に大きな影響を与えたのは記憶に新しいところである。

では今回は一連の利上げを通じてのエマージング危機が起こる可能性はないのだろうか。詳しい考察は省略して結論から言うと現時点ではその可能性は小さいのではないと思われる。その理由は 3 つある。1 つは新興国のファンダメンタルズの改善が顕著であることである。アジア危機、ロシア危機当時の新興諸国は大半が経常赤字国であり通貨逃避に弱かったのに対し現時点では、産油国の原油価格上昇による恩恵、アジア諸国の対中米貿易黒字の拡大で経常赤字国は大幅に減っている。2 つ目は為替である。アジア危機当時、大半の国がドルペグやドルにリンクしており、それがゆえに資金流入しやすい状態を利用して経常赤字をファイナンスしていたことが、逆に資金流出の原因となったが、現時点でのドルペグ国はマレーシアと中国くらいしかなく、その可能性は少ないといったことがあげられる。3 つ目は債務の連関である。これに関しては未知数といわざるを得ない部分もあるが、アジア危機当時、韓国がインドネシアへの債権を多く持って

いたため危機の「伝播」が起こったが、そういった状況はあまり無いように思われる。

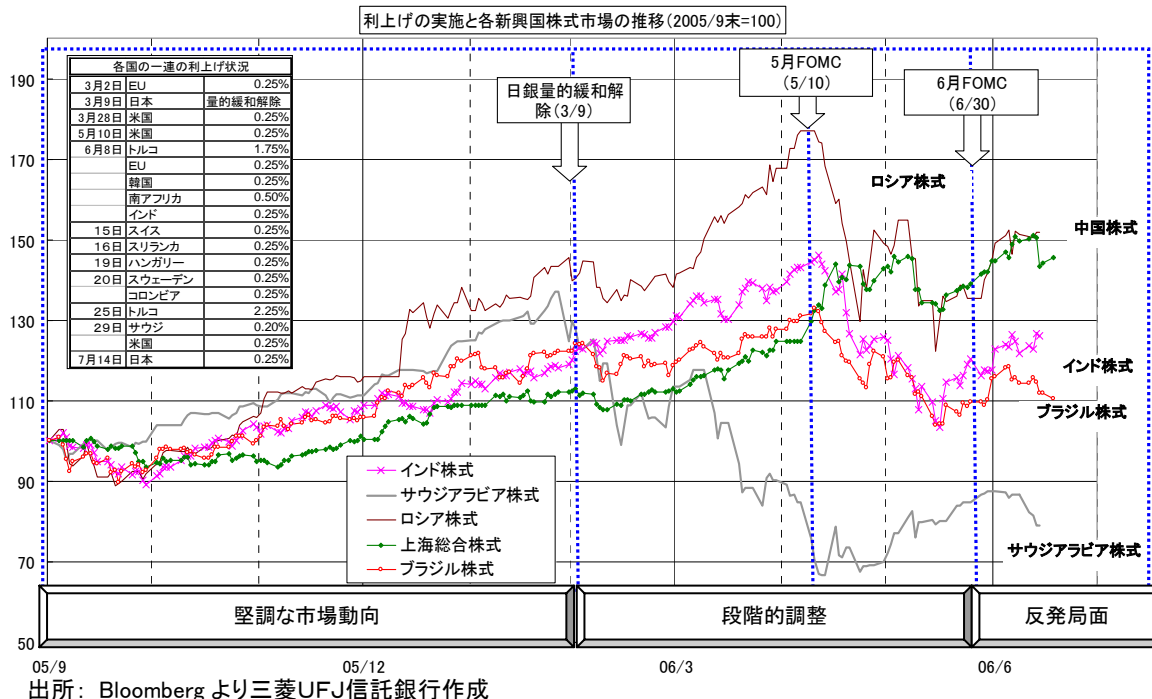
一方でリスクは何であろうか。当然ながら新興諸国のファンダメンタルズが悪化することが最大のリスクであり、それは先進諸国の大幅な景気後退、石油価格の急騰によるアジア諸国の貿易収支の悪化などであるが、現時点では確率が低そうである。

4 月の G7 において「不均衡の是正」ということでアジア諸国が非難されることとなった。表面的には依然ドルペグを維持しつつ対米貿易黒字を拡大させている中国に対する非難であるが、その現実的な意味合いは何であろうか。米国の意図が背景にあつてか IMF は度重なるエマージング危機において危機対象国の為替フロート化と経常収支の強制的な改善を求めてきた。それは一時的な経済の大幅な後退という痛みを伴うものであったが、ドルペグでかろうじて資本調達の見込みを託そうとする新興諸国に米国は冷徹にその見込みを断ってきた。それはドルの基軸通貨であることによる資金調達力の恩恵にただ乗りしようとする経常赤字国の切捨てではなかったか。逆に、その結果として唯一絶対ともいえる経常赤字国となることができ、米国はここまでの成長と赤字拡大のファイナンスを可能にしてきたのである。米国の論理に従うなら、米国は為替を切り下げる一方、景気の後退を受け入れなければならない。為替を変動化し、痛みを乗り越えて経常黒字化したアジア諸国にまで責任を押し付けるのは、ある意味米国の新興諸国の健全化と高成長に対する「嫉妬」ではないか。機会の平等である「為替自由化」の結果である「不均衡」に公平の論理を持ち込もうとするのはある意味「嫉妬の経済学」であり、米国の表向きの「自由な経済主義」とは矛盾する。だがそこは唯一の基軸通貨国である米国である。何かひとひねりありそうである。今、戦後の GATT と IMF で支えてきた国際経済体制が変革のときを迎えようとしており、その中でどんなウルトラ C が飛び出すか要注目である。もしかしたら、新興諸国の最大のリスクもそこにあるのかもしれない。

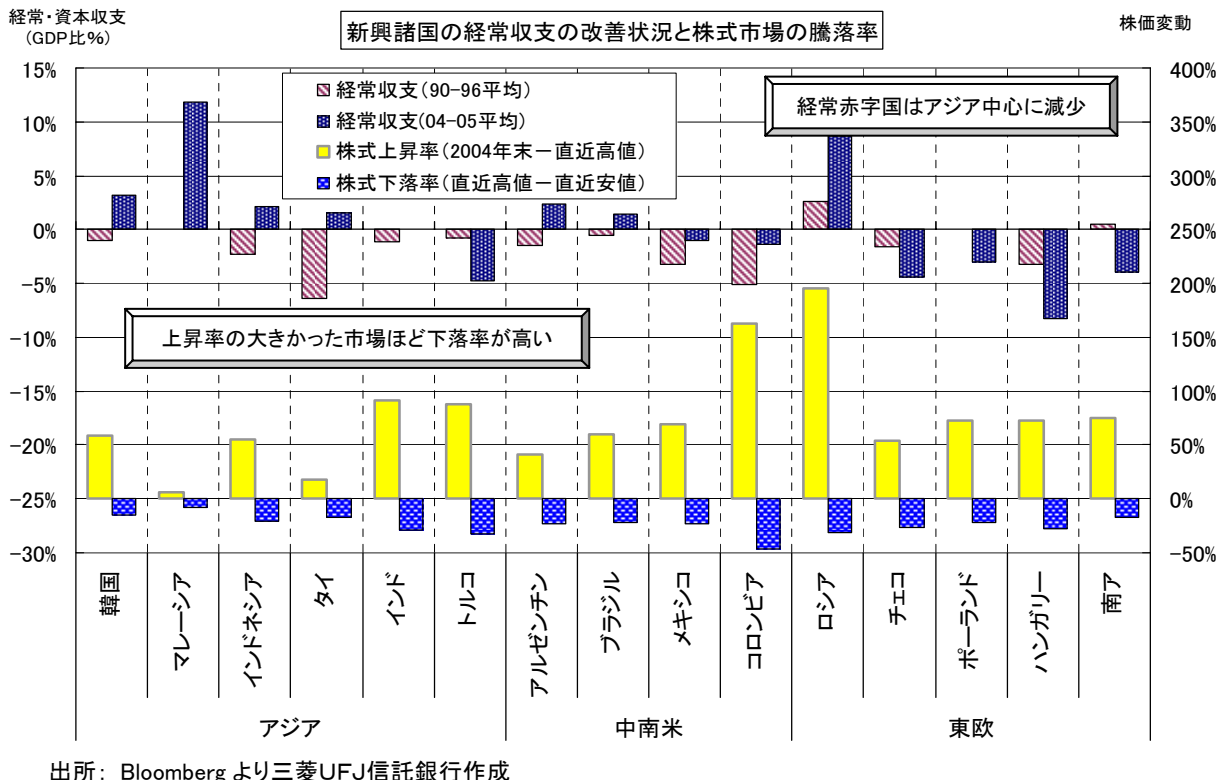
(2006 年 7 月 14 日 記)

<図表：新興国株式市場の動向と経常収支の改善>

○図1：新興諸国の株価推移



○図2：新興国の経常収支の改善と株価変動



◇ 本資料は、当社が投資家への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。
 ◇ ここに記載されているデータ、意見等は当社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。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。
 ◇ 当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、投資家の当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）