

昨年からの相場環境を振り返ってみると、ずっと気になっていたことが1つある。それは、昨年4月発表されたG7合意のその後の動向である。昨年4月22日、G7の声明として、「持続不能な不均衡是正に向けての断固とした努力」が示されたが、当時市場では中国に対する為替調整の必要性和、円へのプレッシャーとして受け取り、為替市場が一時的に大きくドル安へ調整するきっかけとなった。ただ、同時に表明されていたのは、不均衡是正に向けた多国間における枠組み整備としてIMF、世界銀行の役割の見直し、および世界のエネルギー対策の強化、資産価格に対する中央銀行の姿勢の強化を示唆したものであった。個人的にはその具体策が示されるのであろうと、中央銀行ならびにその後のG7、世銀総会等を注目していたが、具体的な行動指針は示されなかった。

翻って、昨年4月の以降の市場の動きはというと、夏場に向け原油価格高騰、インフレ懸念で世界的な株式市場の調整を行ったが、その後は原油価格低下、景気減速で安定を取り戻し、特に年後半は米国株式中心の堅調な相場展開となった。ただ一つ特徴的なのは、原油市場の調整が続き、特に原油価格が大きく低下した昨年9月と今年の1月はエマージング株市場が2極化、先進国がエマージング市場をアウトパフォームする展開となった。（図1参照）この意味は何であろうか。

ここ数年、世界はグローバリゼーションでの貿易・金融の結びつき強化の結果、低インフレ、低金利、適度な成長という、市場に最良の環境を享受してきた。その背景には、貿易による新興諸国への所得移転が、再び資本市場を通じ主に米国へと還流し、潤沢な流動性を供給するといった構造が背景となっていた。その貿易の1つのパイプとしてエネルギー価格高騰による産油国への所得移転があったが、原油価格低下でそのパイプが細くなってきている。その結果として、米国にとっては産油国からの資本還流が細るリスクはあるものの、産油国への所得移転が少なくすむ分、消費者の消費余力が高まる効果がある。いわゆる「所得移転の逆転」現象が起こっていると言える。その結果として、産

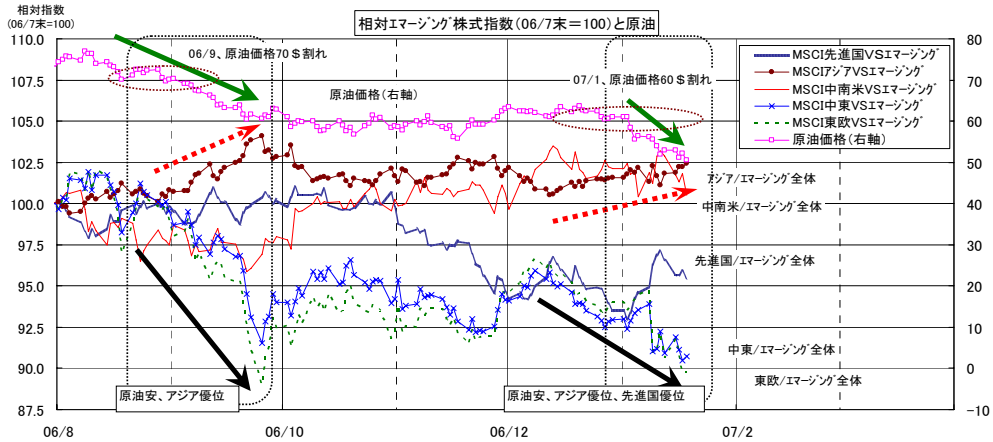
油国の多い中東・東欧（ロシア）の経済の先行き不安が高まる一方で、米国の消費拡大の期待感から、日本を含め中国等アジア、および中南米の輸出による景気拡大期待が高まる展開を示唆しているように見える。焦点は今後の石油価格動向であり、世界の需要動向、供給動向を見ると今後急騰する可能性は地政学リスク以外にあまり無いとも言える。

90年代以降、世界の金融自由化の動きは先進国だけでなく、新興諸国にも広がった。世界の金融市場は80年代以降たびたび米国を中心とした先進国の金融引き締めサイクルでバブルの形成と崩壊を経験してきた。

（図2参照）その際たる物が90年代後半におきたアジア危機・ロシア危機であった。その含意は自由化の進展による経済の「市場化」の効果は、資本の急変動によって悪影響を受けるということであった。それを教訓として世界の中央銀行は過剰な資本変動に目を光らせてきたし、その実体経済に対する影響度の試算も続けてきた。その効果もあろう、今回の3年間にも及ぶ米国利上げでは株式市場の大規模な下落は起きていない。90年代の金融自由化の流れは、市場中心主義に裏打ちされた市場機能による分配の実施であったが、市場変動がマクロインパクトを持つと言う形で内生された結果、資本変動を秩序だった規制でコントロールしなくてはいけないという宿命を持つようになった。昨年4月のG7では具体的な行動指針は示されなかったものの、実は過剰流動性のコントロールに対する方法論が話し合われたであろうし、エネルギーバブルとも言われる状況に対しての議論もなされたのであろう。事実、世界の中銀において、米国が利上げを打ち止めた6月以降も利上げを行っている所が大半であるし、タイの資本規制、日銀総裁、米NY連銀総裁の流動性に対する懸念発言など、世界の金融当局者の行動は流動性コントロールと言う点で符合する。そういった意味では今後、米国がエネルギー政策の大転換という形で世界の政策当局者の意思を示すかどうかポイントであり、そうなれば、年初来の原油安・先進国優位、エマージング2極化の相場展開が継続する可能性もあるのではないか。（2007年1月22日記）

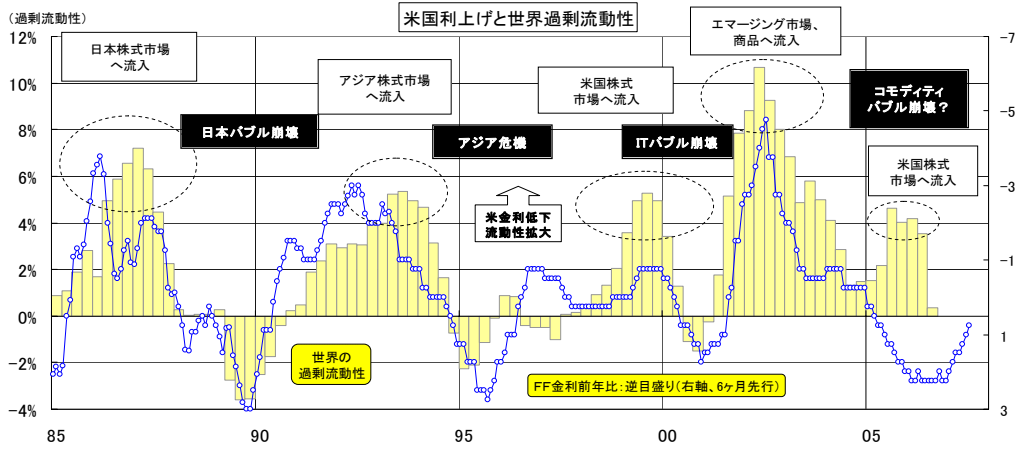
<図表：G7の真意>

○図1：昨年後半以降の原油市場、相対エマージング株式市場の推移



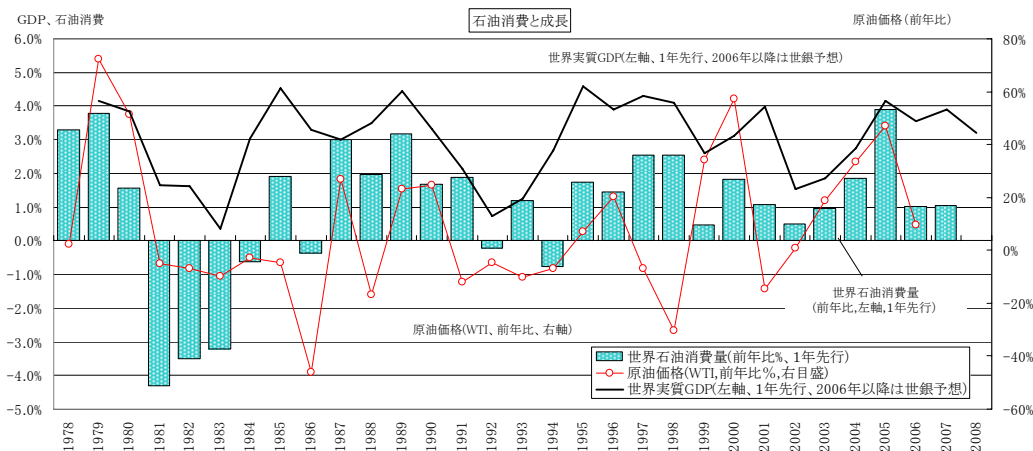
出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

○図2：米国利上げと世界の過剰流動性の動向



出所：Datastream より三菱UFJ信託銀行作成

○図3：世界の石油消費量、成長率と原油価格



出所：Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

◇ 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、制度や規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）