

「中国発金融危機のリスク」

受託運用部:法村 裕紀

昨年後半のニューヨークでは、人々は暖冬の心地よさを満喫していた。セントラルパークをTシャツ姿でジョギングする市民の姿がテレビで報じられていたのは記憶に新しい。しかしその後年末からは一転大寒波に見舞われた。

金融市場では、世界経済の好調さと低インフレの両立を背景に内外の金融市場が堅調に推移する、所謂ゴールドロックスの状況下での心地よい状態が続いていた。しかし、中国当局による「株式投資の規制強化」の発表をきっかけとして発生した中国株大幅下落の影響は、欧米先進国市場のみならず、東欧エマージング市場・中南米市場にも波及し、世界的な株安を招いた。心地よさに慣れた市場参加者の目を覚ますには十分なイベントとなった。

一旦は落ち着きを取り戻しているように見える市場ではあるが、果たして今後、「中国発の新興市場金融危機」とでも形容し得るような事態が起こる可能性はあるのだろうか。今回の相場変動を資本の移動という視点から検証し、過去の金融危機（アジア危機、ロシア危機）と比較すると、いくつかの特徴が見えてくる。

まず、株式市場への資本流入額が大きいという点である。米国からアジア株式市場への資本移動を例として見てみると、直近1年間の資本流入額がアジア危機・ロシア危機時と比べて格段に大きく、アジア危機時と比較すると10倍以上となっている（図1左参照）。GDPが約1.8倍に成長していることを差し引いて考えても流入量は大きいものであり、株式相場下落の潜在的なエネルギーは非常に大きいものであることが窺える。

次に、債券市場への資本流入額が少ない、即ち負債への投資が少ないという点である。米国からアジア・中南米地域への債券投資額が、アジア危機・ロシア危機時と比べて少なく、アジア地域に関しては大幅なマイナス（流出超）であった（図1右参照）。その為今回は新興諸国の資金調達リスクがさほど意識される展開とはなっていない。

また、アジア危機以前の巨額な債券投資はドルペッグという通貨制度のもとでドルに連動しながら高い金利を得られるというモラルハザード的投資であった。しかしながら、現在はほとんどのアジア通貨が変動相場制となっ

たり、そういった通貨リスクなしで高い金利を得られる土壌はない。更に、アジア危機・ロシア危機はともに経常赤字国で発生した事象であったが、現在の中国は経常黒字国であり、マクロ経済状況は良好である。他の新興諸国についても、経常収支はトルコや一部東欧諸国で悪化傾向が見られるものの、原油上昇で黒字が大幅拡大したロシアをはじめ、韓国、マレーシア、インドネシア、タイ等アジア各国は黒字化しており、中南米も改善傾向となっている（図2参照）。

従って、過去の通貨危機では「contagion」と呼ばれる「債務の伝染」が起こったが、今回は債務の連鎖により通貨危機的状況が発生する確率は極めて低いと考えられる。

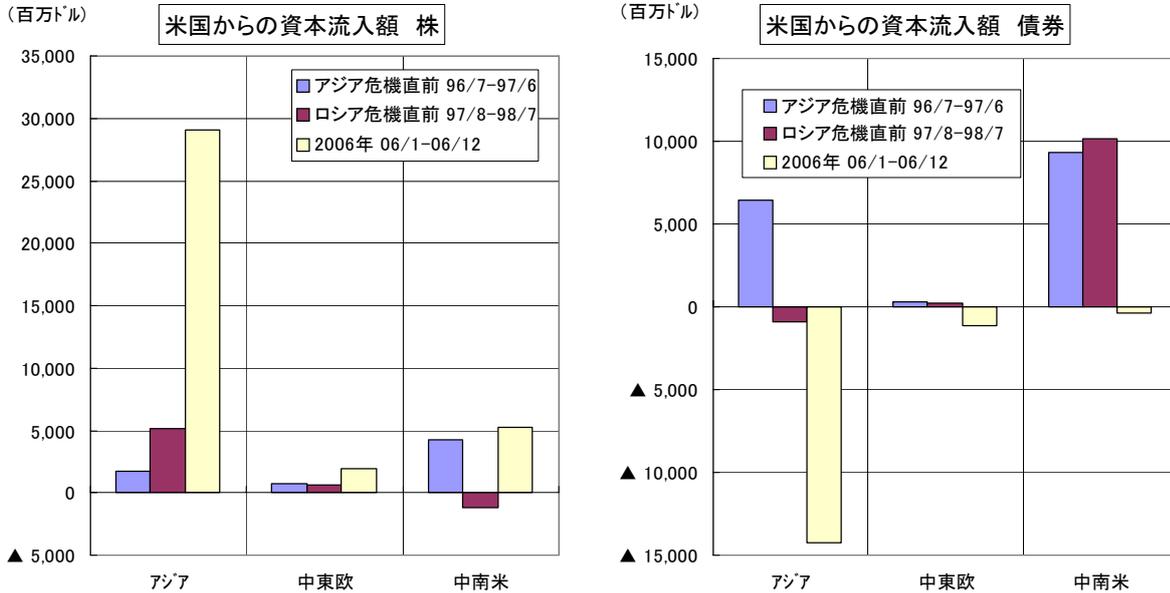
これらのことから、今回は「過剰流動性」がもたらした金融相場による実体価値以上の投資が巻き戻されたものであると考えることができるのではないかと。相場に過熱感があつたため値幅が大きくなったが、健全な調整の範疇であると考えられる。

一方で、過剰流動性が引き続き市場に残存しており、相場形成に影響を及ぼしているという事実も忘れてはならない。足許日本の状況を例にとってみると、日銀は昨年3月に量的緩和を解除した後も所要額以上の流動性を市場に供給し続けている。準備預金の積みに必要な金額の1日平均、所謂「所要準備」は6兆円程度だが、直近でも日銀当座預金残高は所要額を1~2兆円程度上回って推移している。昨今円キャリートレードが話題になることが多いが、その背景には、単に円金利が低いというだけではなく実額ベースで過剰流動性が引き続き残存しているという事実がある。また、潤沢な流動性を背景としたオフバランス投資の量を完全に捕捉することは難しいが、相応の規模であると考えられる。流動性の動向は引き続き注視すべきであろう。

東京都心では比較的暖かい日が続いており、このまま冬が終わり心地よい春が訪れそうである。しかし金融市場においては、過剰流動性の動向が市場に再度波乱をもたらす可能性があることを念頭に置いておくことが必要であろう。（2007年3月22日 記）

＜図表：中国発金融危機のリスク＞

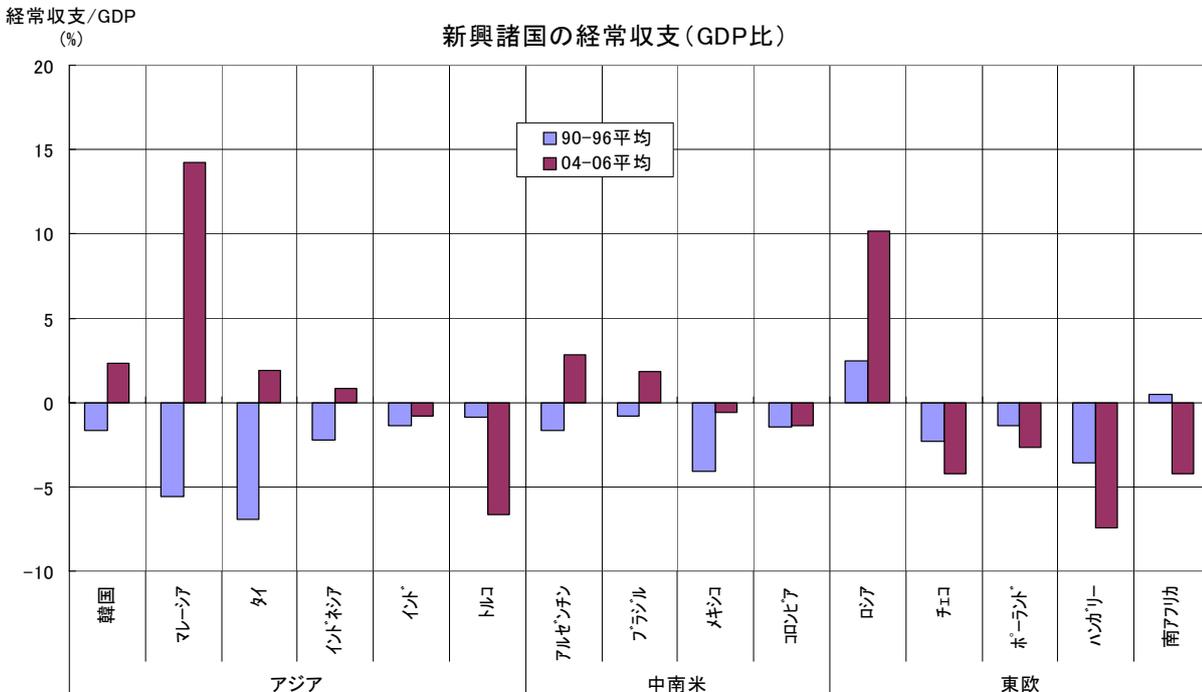
○図1：米国からの資本流入額（ロシア、アジア危機直前との比較）



出所：Datastream より三菱UFJ信託銀行作成

注：数字は各地域の主要国(下記)に対する資金流出額
 アジア：中国、インド、香港、インドネシア、マレーシア
 中南米：ブラジル、アルゼンチン、メキシコ
 中東欧：ロシア、チェコ、ハンガリー、ポーランド

○図2：新興諸国の経常収支状況



出所：Datastream 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）