

「ソブリンリスク顕在化後の金融市場動向」

投資企画部：前田 隆将

08年度以降の金融市場を振り返ると、2008年9月のリーマン・ショック以降の市場の大混乱に対し、各国政策当局は、財政政策・金融政策を総動員して金融恐慌を回避すべく対応してきた。この結果、金融市場の安定とともに景気の持ち直しが明確となり、08年度に大きく調整したリスク資産が大幅に反発するリカバリートレードの展開となった。このように、市場は一旦危機からの脱出を果たしたものの、債務という視点から見れば、クレジットリスクが民間から政府へと移転したにすぎず、ソブリンリスクという新たな問題が顕在化することとなった。そこで、今般は90年代以降にソブリンリスク（資金繰りリスク・支払い能力リスク）が注目された局面（債務不履行ケースを除く）での金融市場動向について、典型的な3つのパターンを振り返ることで先行き金融市場の視座としたい。

まず、1つめは「新興国・救済型」であり、典型例が90年代後半のアジア通貨危機である。当時のアジア諸国では経常収支の赤字が短期資金による資本収支の黒字によりファイナンスされる形で、国内バブルが醸成されていた。しかしながら、海外の短期資金の引き揚げを契機に、経常収支の赤字ファイナンスが持続困難となり、ソブリンリスク（資金繰りリスク）が台頭した。図1は当時の韓国状況の状況を見たもの。同国では、97年に資金繰りリスクの高まりから同国格付けが7月と11月に格下げされ、リスクマネーの急速な引き揚げにより、株式・債券ともに急落。これに対し、IMFが12月に緊急融資を承認し、同国がIMFプログラム遂行を表明したことを受け、資金繰りリスクが後退し信認が回復した。ただ、IMFプログラムには緊縮財政の条件が付与されていたことから98年にはマイナス成長に陥り、株式市場はファンダメンタルズ要因を主因に低迷した。一方、債券市場では経済のデフレ化やソブリンリスクの後退を背景に金利は低下し、98年の株式と債券の相対収益率は債券優位の展開となった。

つづいて2つめは「小国先進国・政府再建型」であり、90年代初めの北欧金融危機を取り上げる。当時、北欧では金融規制緩和による競争激化や急激な与信拡大競争を背景に株式・不動産バブルが生じていた。ただ、北欧諸国は欧州為替制度メカニズムの下で、ドイ

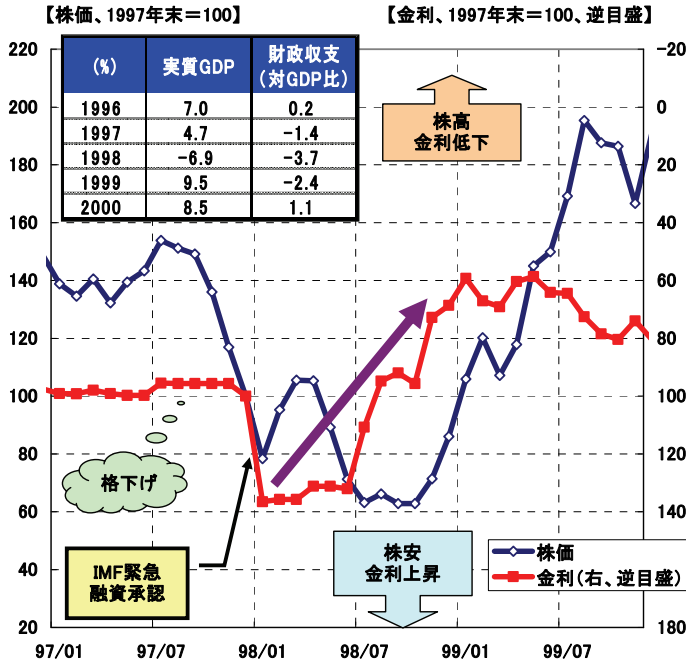
ツマルクに事実上ペッグしていたため、東西ドイツ統一後の大幅利上げ等をきっかけに金融バブルが崩壊した。このため、スウェーデンでは91年から3年連続でマイナス成長を経験することとなった。この状況下、同国は、09年の主要各国でみられた様に、金融機関救済や景気底割れ回避の景気刺激策等、財政拡張政策を採用した。ただ、この副作用として、財政赤字が93年にGDP比11%まで拡大し支払い能力への懸念が高まったことで、94年に所得税増税、社会保険料の引上げ等の財政再建プログラムが設定され、支払能力拡充策が施行された。この間、金融市場では、当初数ヶ月は緊縮財政計画の影響から景気後退、ソブリンリスク低下が意識され債券優位の展開となった。その後は、財政再建の執行が具現化する中でリスクプレミアムが低下し、株価はファンダメンタルズの改善に沿う形で上昇し、次第に株式優位の展開へと移行した（図2）。

続いて3つめは、「大国先進国・国内ファイナンス型」であり、事例として日本を取り上げる。日本のソブリンリスクは財政赤字が常態化した90年後半以降意識され始め、2000年代に入り顕在化した。景気後退により歳入が減少する一方で、景気対策のための政府支出が膨らみ、純債務残高は90年初めの20%程度から08年には90%程度まで積み上がることとなった（図3）。この間、ソブリンリスク（支払い能力リスク）は懸念されたものの、国内の民間貯蓄、つまり家計・企業セクターが政府支出以上に貯蓄を行うことでファイナンスが維持されていたため、債券市場は堅調に推移した。つまり、この資金循環は経済にとって低成長・デフレ的な側面をもっており、金融市場において債券の相対優位をもたらしたといえる（図4）。

以上、ソブリンリスク顕在化後の対応策をそれぞれみてきたが、共通することは「債券優位」の金融市場動向が示現したことである。ただ、「債券優位」の期間は、対応策のファンダメンタルズへの影響度合い（ファンダメンタルズ要因）や実行性（リスクプレミアム要因）に左右される。ゆえに、「株式優位」への転換は、各要因に影響を及ぼす対応策の内容および進捗具合の動向を注視していくことが必要となる。

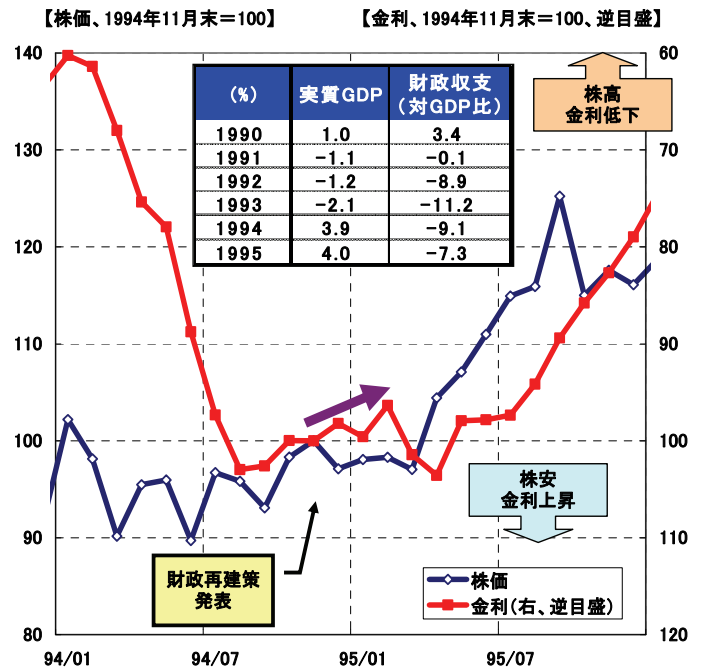
（2010年3月23日記）

図1：金融市場動向（韓国）



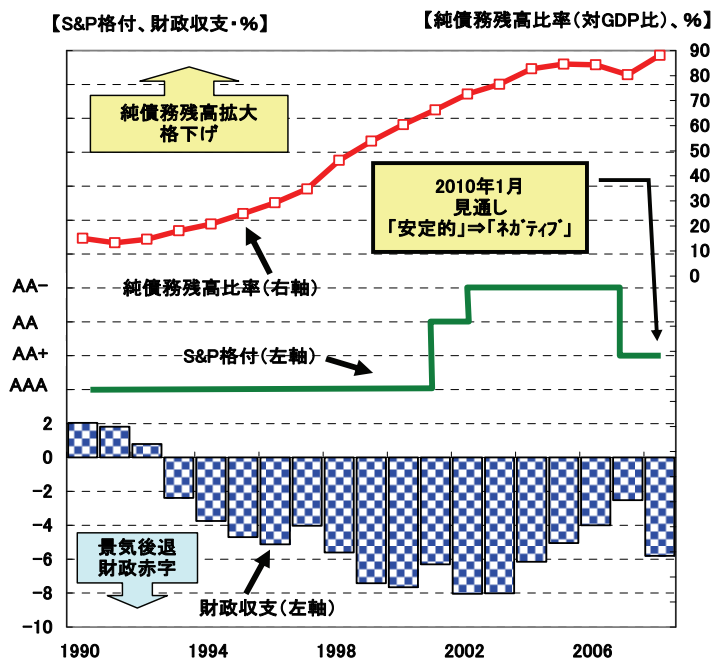
出所：Reuters EcoWin、IMF より三菱 UFJ 信託銀行作成

図2：金融市場動向（スウェーデン）



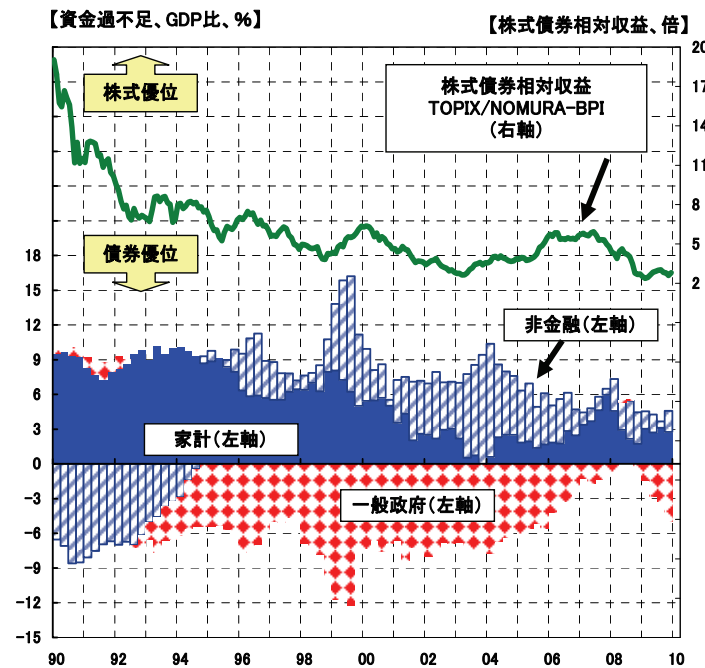
出所：Reuters EcoWin、IMF より三菱 UFJ 信託銀行作成

図3：純債務残高比率と格付けおよび財政収支（日本）



出所：IMF、Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

図4：部門別資金過不足と株式債券相対収益（日本）



出所：INDB、QUICK 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）