



No.  
141

山内一三レポート

## 金融市場展望と投資戦略

～ 新春特別号 ～

2009年12月作成

国際投信投資顧問株式会社

副社長執行役員

経済調査部、投信調査室担当

山内一三

<http://www.kokusai-am.co.jp>

## [要約]

## アジア新興国が主導する世界経済成長と 先進国資産と新興国資産を組み合わせたポートフォリオ戦略

### 1. 2010年も中国をはじめアジア新興国主導の世界景気回復続く

リーマンショックから一年以上が経過し、世界経済は、中国やインドなど人口の多い新興国の内需に支えられながら、遅々とした回復を続けています。09年秋のIMFの世界経済見通しによると、世界経済の実質成長率予測は、2009年に1.1%と落ち込んだ後、2010年は3.1%の回復が見込まれています。うち先進国は09年が3.4%、10年は1.3%と、緩やかな回復が見込まれています。他方、新興国は、09年が1.7%、10年が5.1%成長と比較的高い成長が見込まれます。なかでもインドと中国など人口大国は、内需主導で高い経済成長を続けると見られ、これに伴い中国向け輸出の伸びが寄与すると、周辺国も含めてアジア新興国全体では、09年6.2%、10年7.3%が見込まれ、世界経済の成長期待を担います。中期的にも先進国経済の回復が鈍いため、アジアの新興国が主導する世界経済の成長構造が続くと予想されます。

欧米先進国では、依然として金融機関が巨額の不良資産処理を続けており、財務体質を悪化させないためには貸し出し抑制などリスク回避を余儀なくされ、景気回復の重石となっています。また先進国の企業も、金融経済危機の後、過剰設備と過剰雇用を抱えており、設備投資抑制と人員削減が景気回復を遅らせる要因になっています。ただし、先進国の景気回復の遅れは、新興国にとってインフレなき経済成長の余地を拡大する利点もあります。また先進国のなかでも、米国のように景気回復の阻害要因が徐々に緩和され、景気回復期待と政府の景気刺激策が縮小される国と、わが国のように、ここに来てデフレ宣言を出し、政府が景気刺激策の積み増しを余儀なくされる国に分かれてきました。これを受けて、ドル安円高の流れも、今後徐々に円安に変化してくる可能性が出ています。

### 2. グローバル経済時代に必要な先進国資産と新興成長国資産への投資バランス

新興国主導で世界経済の成長が続くと予想されるなか、国際分散投資の成果を享受するには、新興国資産に集中投資すれば足りると考えられるかも知れません。しかし、総じて言えることは、新興国資産市場は先進国市場に比べて市場規模が極めて小さく、市場価格に大きな影響を及ぼさないで売買取引ができる金額は限られています。ブームの時には流動性が増えてリスクに気づきませんが、昨年のリーマンショックのような資産価格が急落する危機を迎えると買い手が消え、わずかな取引量で市場価格は暴落してしまいます。新興国資産だけに投資すると価格変動リスクが大き過ぎると言うことです。また新興国投資では、政治体制、金融制度をはじめ投資に必要な様々な情報の不足が、カントリーリスクとして思わぬリスク要因になります。

グローバル経済時代には、人、モノ、カネ、情報という経営資源が、高い投資成果を求め国境を越えて自由に動き回り、国際金融市場の統合が進んでいます。国際金融市場で価格メカニズムが正常に働いていると、先進国の資産に投資しても新興国の資産に投資しても、投資効率と呼ばれるリスクの大きさに応じた投資成果は、大差ないといえます。国際金融市場は世界の経済活動全体を映して変動し、リスクとリターンの大きさを評価軸にすると、先進国国債の様な低リスク資産層から信用格付けの低い新興国の高リスク資産に至るまで資産序列ができています。投資家は、自己の投資目的に応じて、様々な種類の新興国資産と先進国資産の組み合わせを選択します。国際分散投資のリスクを小さくしたければ、先進国の国債などリスクの小さい資産を多く選択し、より大きな投資成果を求めるのであれば、新興国の株式などのよりリスクの大きな資産に多く投資するというように、組み合わせのバランスが重要です。

## アジアの新興国主導で緩やかな世界景気の回復が続く

### 2010年は中国をはじめアジア新興国主導の世界景気回復続く

2008年秋のリーマンショックから一年以上が経過し、世界経済は、中国やインドなど新興国の人口大国の内需に支えられながら、遅々とした回復を続けています。09年秋のIMFの世界経済見通しによると、世界経済の実質成長率予測は、2009年に 1.1%と落ち込んだ後、2010年は3.1%の伸びが見込まれています。うち先進国は09年に 3.4%と落ち込んだ後、10年は1.3%の緩やかな伸びが見込まれています(図表 1)。他方、新興国は、09年が1.7%、10年が5.1%成長と比較的高い成長が見込まれます。なかでもインドと中国が内需主導で高い経済成長を続けると見られ、これに伴い中国向け輸出の伸びが寄与すると、周辺国も含めてアジア新興国全体では、09年が6.2%、10年が7.3%と高い伸びが見込まれています。

IMFは、中期的にも中国、インドなどアジアの新興国が主導する世界経済の成長構造が続くと予想しており、国際金融市場においても大勢を占める見方になっています。欧米先進国では、金融危機後も金融機関が不良資産処理を続けており、財務体質を悪化させないために貸し出し抑制などのリスク回避を余儀なくされています。また、先進国の企業も、過剰設備と過剰雇用を抱えており、設備投資抑制と人員削減が続いています。いずれも先進国の景気回復を遅らせる要因になっています。これらの景気回復の阻害要因は徐々に緩和していくと見られますが、まだ調整に時間がかかると考えます。

長期視点でも、わが国をはじめ欧米先進国では、一人当たりの所得が高水準に達し、家計のモノ需要は満たされ、経済が成熟化しつつあります。人口構成面を見ると、総じて先進国は少子高齢化が進行し、経済活動を支える生産年齢人口(15歳から64歳人口)が伸びず、潜在的な経済成長率は徐々に鈍化すると予想されます。反面、アジア新興国は人口構成から見ても、若年人口中心に生産年齢人口の増加が経済成長に寄与すると同時に、人口構成に占める被扶養世代である65歳以上の高齢者と子供の比率が低く、社会の社会保障など扶養負担が小さいという、戦後のわが国経済と同様、高度経済成長に適した人口構成局面を迎えています(図表 2)。

このような時代にあって、先進国の企業は早くから自国市場の成長限界を予見し、新興国への技術移転や投資によって、豊富な低賃金かつ若い労働力と成長する有望な国内市場を、自社の成長に取り込むための投資戦略を展開してきました。しかし、わが国の家計部門は、ホームバイアスと呼ばれるように不動産も金融資産も国内資産への投資に固執しており、グローバル経済化の流れに完全に取り残されています。グローバル経済化時代では、家計も、世界経済全体を視野にいれ、新興国資産をも取り込むという国際分散投資が有効と考えます。

### サブプライムローン問題が新興国の成長持続力の強化に寄与

世界金融経済危機は、結果から見ると、限られた地球の天然資源や経営資源を潜在成長力の強い新興国に振り向けて、世界経済の成長を長期持続させる経済構造の形成を促進したといえます。2000年以降から2007年まで続いたような、先進国も新興国も同時に高い成長を長期に持続しようとする、地球規模の限界が世界経済成長の制約要因になることがわかりました。2000年代に入って、世界経済の成長が加速するとともに、二酸化炭素などによる地球温暖化問題や環境汚染問題など、地球の自然浄化能力の限界を超えて深刻化し、経済成長の持続に警鐘を鳴らし始めました。同時に、食料や農産物不足、さらに鉱物資源など天然資源やエネルギー資源の枯渇問題も国際商品価格を暴騰させ、世界経済のインフレリスクを高め、世界経済成長の制約要因として顕在化しました。

2008年秋には、リーマンショックを契機に進行した世界金融経済危機が、世界経済の成長に金融面から急ブレーキをかけました。世界金融経済危機は、一人当たりのエネルギーやモノ消費量が多く、飽食と過剰消費の経済爛熟期にある先進国から、潜在経済成長率が高く人口の多い新興国へ経営資源の移転を促進し、世界経済全体の経済成長効率を高めたと考えます。世界金融経済危機という荒っぽい見えざる神の手による有無を言わさない調整でした。

先進国経済の低迷が長引けば長引くほど、先進国企業は新興国に経営資源を移し、投資資金も流れ込み、新興国のインフレなき成長持続の余地が大きくなります。私が、秋に中国の土木建設や不動産関連の企業を訪問した折、「先進国で金融経済危機が起こったお陰で、それまではインフレと不動産バブル懸念で引き締められていた国内の金融が大幅に緩和された。また、差し止められていた懸案の土木建設や不動産開発のプロジェクトに軒並みに着工許可が下りたことで、われわれの不動産・建設業界は一気に蘇生した。まさにこれは天佑といえる。」という声が口々に聞かれました。

### 強い中国経済の中期成長の持続力

先進国経済の回復力が鈍いなかで、中国経済の成長力の強さが脚光を浴びています。中国には政治体制も含めて、様々な成長を阻害する懸念要因があると指摘する声も聞かれますが、基本的には中国の政治体制は安定し中期的に経済成長の持続力は強いと考えます。

中国経済が注目される理由は、その高い内需の成長持続力です。中国政府は、実質GDP成長率(年率)を8%以上の高水準に維持することを政策目標の最優先に据えています。年率8%を超える経済成長を達成することによって、年々増加する労働人口と農村から都市へ流入してくる労働力が吸収できるといわれています。失業者が増えて社会不安が助長されるのを抑制し、暴動などによって表現される政府に対する国民の不満を回避していくことが、現在の政治体制を維持するために中国政府の最優先課題になっていることが注目されます。

2010年に中国の経済規模は、わが国を抜き米国に次ぐ世界第二の規模になると予想されています。とはいえ経済規模は世界第二の大国ですが、中国の人口はわが国の10倍以上なので、一人当たり国民所得はまだ十分の一以下と、国民の所得水準は発展途上国並みです。国民の生活向上意欲はきわめて旺盛であると考えられ、潜在的な経済成長力の強さにつながります。

過去の中国の経済成長動向を見ると、長期間にわたって民間消費と固定資本形成と輸出が経済成長を牽引してきました。交通、通信、電力など未整備な生活や産業の基盤を全国的に整備していくための生活産業基盤投資と企業の設備近代化投資などの固定資本投資は、2008年の実質GDPの45%も占めています。リーマンショックの後、中国は自国の景気減速を恐れて、景気対策として4兆元(約52兆円)の生活産業基盤整備(うち1.18兆元が新たな財政出動)プロジェクトを推進し、2009年も実質8%成長を達成しつつあります。生活産業基盤整備は、主に地方政府が推進するため、政府系の銀行による巨額の資金貸し出しが伴います。その財政投融資資金の一部が、金融市場に流れて株式バブルを生んだり、不動産市場で投機を引き起こすという副産物が生まれるため、政府は資産市場の動向を見ながら、景気対策の規模を調整しています。

長期視点からは、国土の広い中国の生活産業基盤整備は未整備であり、今後、潜在需要は膨大です。「20年後の中国を見据えて生活産業基盤投資を進めている。」と、われわれの訪問時に中国の中央銀行のエコノミストがコメントしていましたが、今後長期に亘り、中国の経済成長を牽引することが見込まれます。また企業の設備投資は、鉄鋼など生産過剰の産業もありますが、中国の主要産業の生産設備自体は、わが国の感覚では30年以上前と見られる旧態依然とした生産設備が多く、環境対策もあってこの設備の更新需要は膨大と考えられます。土地は国有化され、国有の金融機関や事業会社が産業の基幹を担う体制は、大規模な土地と長期の資金が必要な生活産業基盤整備を効率よく進めるのに適しているようです。

次に民間消費は、2008年のGDPの約35%を占めていますが、今後は、個人の生活水準の高度化に伴い、家電や自動車などの耐久財需要が拡大すると見られ、長期経済成長のもう一つの原動力となるでしょう。わが国が経験した1960 - 70年代の高度成長期と同様に、中国の住宅、家電製品、自動車に対する潜在需要は膨大です。

中国の輸出は、昨年のリーマンショックの後、先進国向けが大きく落ち込み、2000万人を超える大量の失業者が出たといわれます。しかし、政府の生活産業基盤整備事業など内陸部での雇用創出に成功し、かなりの出稼ぎ労働者は故郷に戻り仕事を見つけることが出来ました。また、2008年の中国の輸出額の55%は外資系企業が担っており、輸出急減による企業の資金繰り悪化や企業倒産などの金融面のリスクは、外資系企業の親会社や外資系銀行が負担したため、輸出面からの中国の金融・産業界へ悪影響は限定的でした。先進国経済の回復は鈍く、輸出の伸びは輸入の伸びを下回る状況が続くと予想されますが、中国経済は、輸出依存度を徐々に低下させながら、内需主導の成長に移行すると見られます。

## アジア新興国の成長力の評価視点

中国の内需主導の景気回復で、わが国や韓国、台湾などをはじめ中国の周辺国では、中国向け輸出が自国の景気回復に寄与しています。先に見たIMFの予想によると、中国、インドを含めたアジア新興国経済は、2009年に6.2%、2010年には7.3%と、世界で最も高い成長率が見込まれ、世界経済を牽引し続けると見られます。中期的にも、アジア新興国の潜在経済成長力は強いと考えられます。以下の点に要約されましよう。

アジア諸国が伝統的に抱えてきた膨大な貧困層が、グローバル経済化に伴う先進国からの企業進出や技術移転、資金と情報が流入したことによって、勤勉で質の高い労働力として価値評価が一変しました。伝統的にアジア諸国は、限られた可耕地面積のなかに過剰な人口を抱えて、貧困と人口過剰によって資本蓄積が進まず、経済発展が遅れるという悪循環を繰り返してきました。グローバル経済化が進展し、人、モノ、カネ、情報が自由に国境を越えて移動し始めたことで、若くて豊富な低賃金労働力の利用価値が高まりました。アジア新興国は、中長期的にも生産年齢人口の増加が見込まれるという人口構成の有利性もあいまって、世界の工場として、さらには有望な成長市場として、将来性が高く評価されています。

1960年代以降、わが国を製品開発と技術開発の頂点として、アジア域内の諸国間で国際分業生産体制が形成されており、世界の需要の変化に対し、効率的に適応できる生産構造が構築されている点が、アジア地域経済が持つグローバル競争上の強みといえます。戦後、わが国の賃金上昇に伴い、国際競争力を維持するため、企業は低賃金労働力を求めて、生産拠点を韓国、台湾、香港、タイ、中国、ベトナムなどへと次々と展開していきました。これに伴いアジア新興国には、素材や部品段階から製品組み立てに至るまで、繊維、電子機器、自動車など裾野の広い産業分野において技術移転が進みました。わが国からの技術移転を梃子に、それぞれの国で地場の企業が育ち国際競争力をつけたことで、アジア地域に築かれた国際分業生産体制は、世界市場においても強い競争力を発揮しており、今後もこの優位性は崩れないでしょう。

グローバル経済化の初期に当たる1997年頃に、世界の投機資金がアジア諸国に流入して投資ブームが始まり、その崩壊で、アジア諸国は金融経済危機と通貨危機を経験しました。この学習効果によって、アジア諸国の危機対応力が1990年代に比べ飛躍的に高まったこともあり、今回の金融経済危機では、ロシア、東欧やアラブ諸国が資産バブルの崩壊で自国金融市場や経済が大打撃を受けたのに対し、アジア新興国はこれを回避することができました。中国も含めてアジア新興諸国は、貿易黒字を維持して豊富な外貨準備を積み上げ、これを防波堤にして国際金融経済危機に直面しても外貨不足に陥らなかったと見られます。実際、輸出額に比較した対外債務残高を見ると、1996年当時に比較して大きく低下しています(図表 - 3)。

図表-1

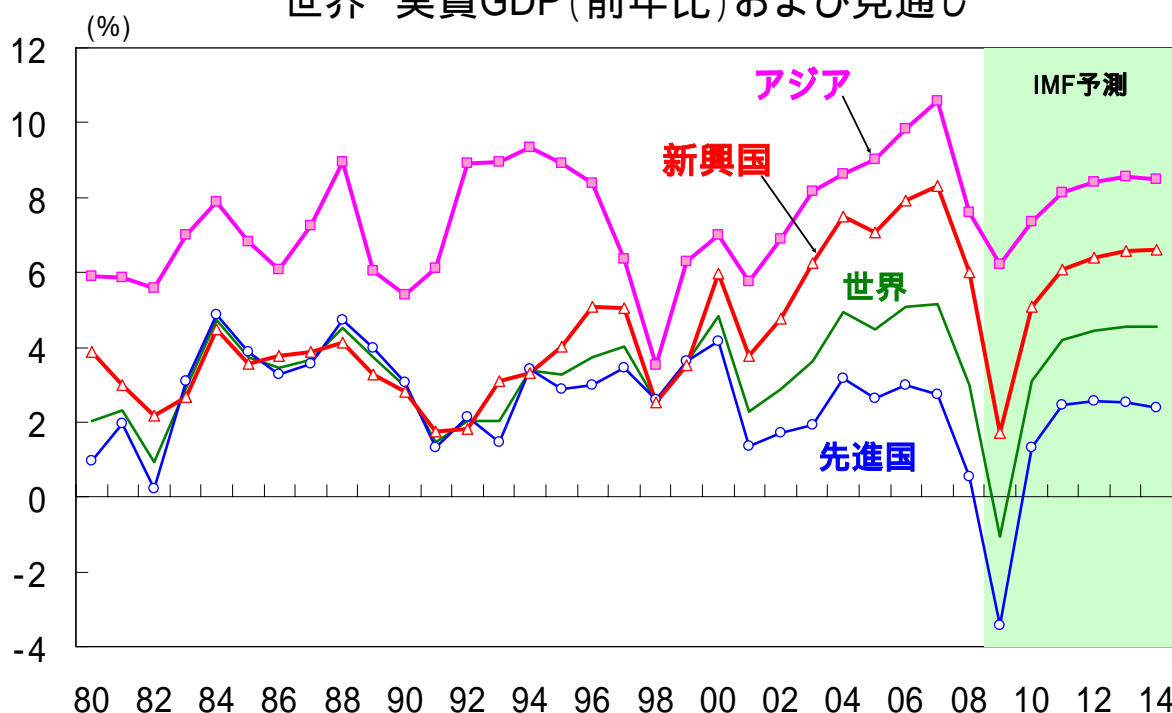
IMFによる世界経済見通し(2009年10月)

|            | 実質GDP(前年比、%) |      |      |      | IMF予測 |      |
|------------|--------------|------|------|------|-------|------|
|            | 2005         | 2006 | 2007 | 2008 | 2009  | 2010 |
| <b>世界</b>  | 4.5          | 5.1  | 5.2  | 3.0  | 1.1   | 3.1  |
| <b>先進国</b> | 2.6          | 3.0  | 2.7  | 0.6  | 3.4   | 1.3  |
| 米国         | 3.1          | 2.7  | 2.1  | 0.4  | 2.7   | 1.5  |
| ユーロ圏       | 1.7          | 2.9  | 2.7  | 0.7  | 4.2   | 0.3  |
| 日本         | 1.9          | 2.0  | 2.3  | 0.7  | 5.4   | 1.7  |
| <b>新興国</b> | 7.1          | 7.9  | 8.3  | 6.0  | 1.7   | 5.1  |
| <b>アジア</b> | 9.0          | 9.8  | 10.6 | 7.6  | 6.2   | 7.3  |
| 中国         | 10.4         | 11.6 | 13.0 | 9.0  | 8.5   | 9.0  |
| インド        | 9.2          | 9.8  | 9.4  | 7.3  | 5.4   | 6.4  |

注) 先進国・新興国の分類、予測はIMFによる。

出所) IMF World Economic Outlook (09年10月)

世界 実質GDP(前年比)および見通し

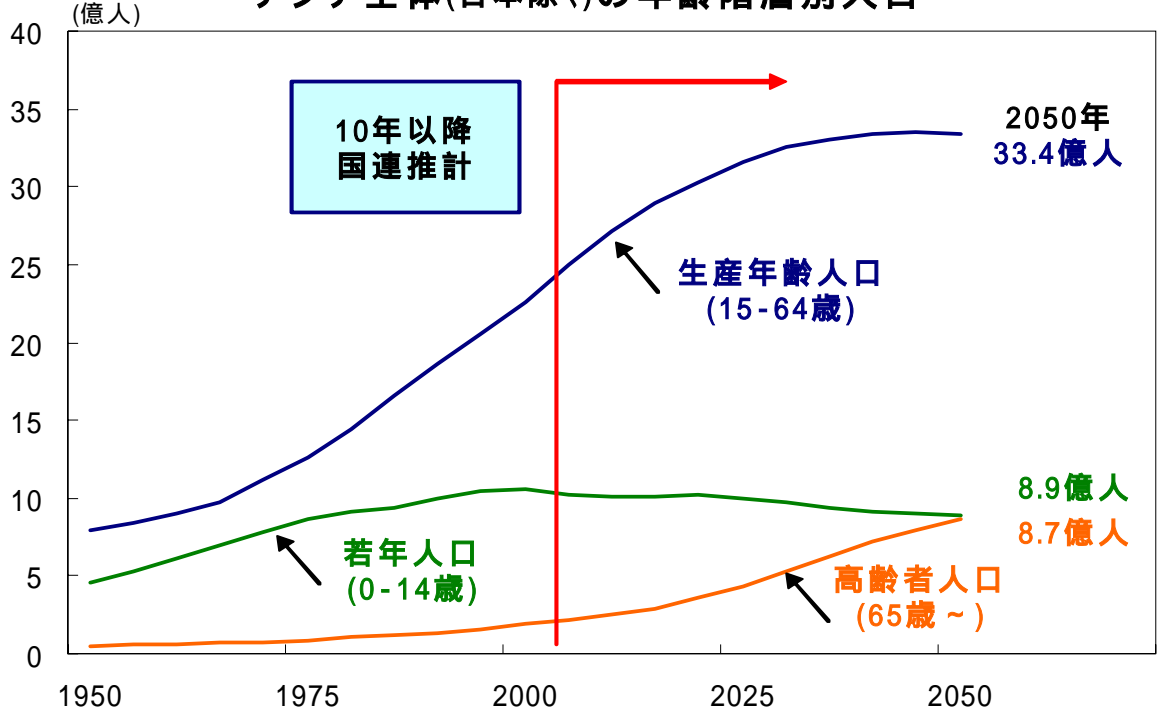


注) 先進国・新興国の分類、予測(09~14年)はIMFによる。

出所) IMF World Economic Outlook (09年10月)

図表-2

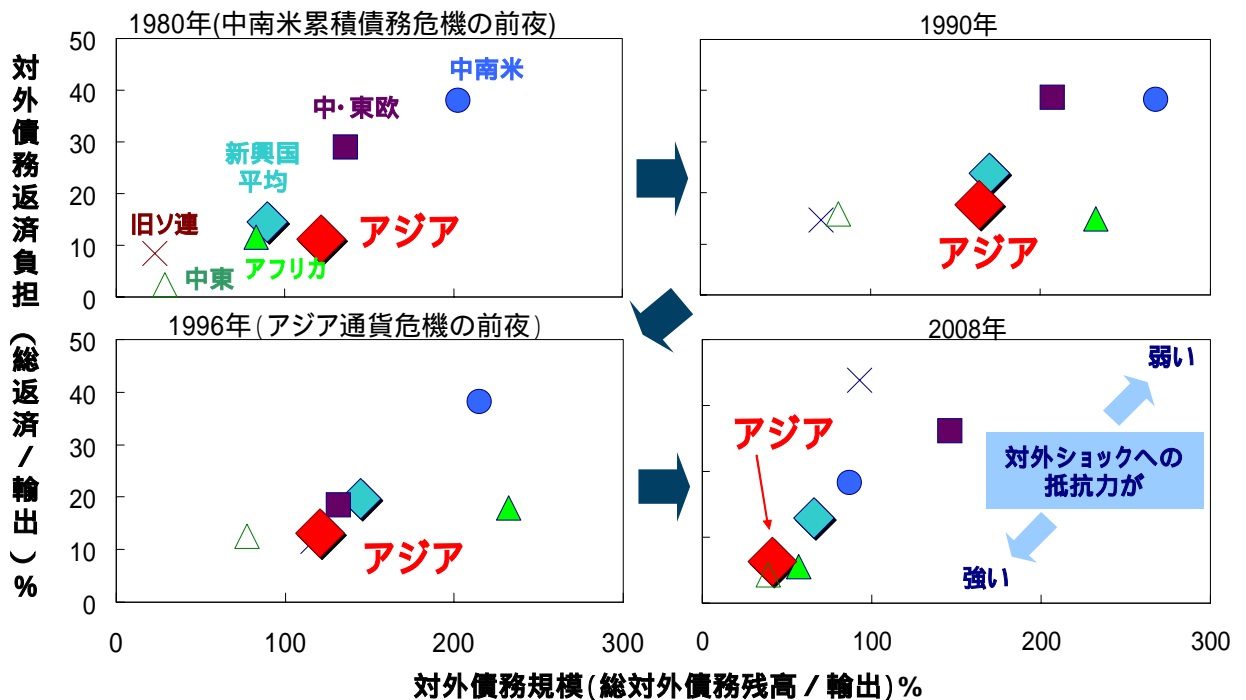
アジア全体(日本除く)の年齢階層別人口



出所)「World Population Prospects: The 2008 Revision」国連

図表-3

主要新興地域の対外債務状況



出所) IMF「World Economic Outlook 09年10月号」より、当社経済調査部作成

## グローバル経済の成長を享受するため 必要な先進国と新興国資産の組み合わせ投資

### 世界は景気回復速度を軸に3グループに分化

リーマンショックから一年以上経過した現在、各国の景気回復の足取りを見ると、3つのグループに分類できます。まず景気回復の先頭集団は、先に見たアジア新興国で、自国の金融機関が国際金融危機の悪影響から免れた国々です。内需主導で成長力を確かなものに行っているインド、中国などの人口大国と、これらの国への輸出を伸ばして景気回復色を強めている中国周辺の新興国グループ、さらに豪州やブラジルなどの資源国が、当分世界経済の成長を牽引していくと見られます。次に、第二グループは欧米の先進諸国グループです。自国の金融機関は巨額の不良債権を抱えて、その処理負担で貸し出し能力が弱体化し、また産業界も過剰生産能力と過剰雇用を抱えて回復が遅れていました。が、ここに来てようやく、金融経済危機後から進めてきた不良資産処理や生産設備と雇用の削減が最悪期を脱しつつあると思われます。米国では、雇用指標や企業と消費者から見た景況感なども徐々に改善し、景気回復の兆しが少しずつ確かなものとなってきました。このため2010年には、財政刺激政策の縮小や政策金利の引上げなど、景気刺激政策からの出口戦略を模索する余裕が出てきます。最後は、景気回復が遅れてデフレ懸念が払拭出来ない第三グループの国です。その代表はわが国で、ここに来て政府はデフレ宣言を出すことを余儀なくされ、新たな追加景気刺激策が模索されています。わが国以外にも、金融経済危機に直撃されたロシアや中東欧諸国、不動産バブルの後遺症が大きいスペイン、ポルトガル、アイルランド、イギリスなどは景気回復が遅れると見られ、本格的な出口戦略は容易に取れそうにないグループです。景気回復が遅れると、先行き金利引上げや財政赤字の削減策など景気回復を阻害する政策は取れません。ゼロ金利政策の長期化や財政赤字の垂れ流しが続き、その先には財政破綻リスクを抱えてしまいます。

### 不良資産処理問題の深刻度

IMFの推計によると、今回の国際金融危機の発生によって世界の銀行が抱えた損失総額は2.8兆ドルと推計されています。各国の名目GDPの合計規模に比較すると損失総額は7.2%程度に相当します。また評価対象となった金融資産の5.0%相当額が損失になっています。かつてわが国の銀行が、1990年代に不良債権問題を抱えたときに処理した損失額は100兆円に達し、わが国の名目GDP規模の約20%に相当していたことに比較すると、今回の国際金融危機の深刻度は相対的に低いといえましょう。

さて、2.8兆ドルの銀行の損失額を国別に見ると、米国が1.03兆ドル(2008年の名目GDP比7.1%に相当)、ユーロ圏0.81兆ドル(同5.9%)、英国0.6兆ドル(同22.4%)と欧米の銀行に損失が集中しており、英国だけがかつてのわが国並みの深刻さです(図表 4)。そして、IMFによれば、2009年前半までに米国で推定損失額の59.3%が処理され、ユーロ圏では42.6%、英国でも43%が処理されていると見られ、2009年末までには、一応過半の損失処理は終わると見られます。しかし欧米の金融機関が抱える不良資産処理問題の深刻さは、個々の金融機関ごとに大きな格差がありますし、景気回復が遅れると新たに不良資産が発生しますので、金融機関の信用創造力が完全に回復するまでには今後数年はかかると見られます。

### グローバル経済時代に必要な先進国資産と新興成長国資産への投資バランス

新興国主導で世界経済の成長が続くと予想されるなか、国際分散投資の成果を享受するには新興国資産に集中投資すれば足りると考えられるかも知れません。

しかし、総じて言えることは、新興国資産市場は先進国市場に比べて市場規模が極めて小さく、市場価格に大きな影響を及ぼさないで一度に売買取引できる金額も限られています。市場がブームの時には流動性が増えてリスクに気づきませんが、昨年のリーマンショックのような資産価格が急落するような状況で市場が危機を迎えると、わずかな取引量で市場価格は乱高下してしまいます。つまり新興国資産だけに投資すると、投資成果も大きい損失も大きいというように、価格変動リスクが大きすぎると言うことです。新興国投資では、資産価格の変動幅の大きさのみならず、各国の金融制度、政治体制をはじめ様々な投資に必要な情報不足がカントリーリスクとして、別の大きなリスク要因になります。問題が発生した場合、必要な情報の開示が不十分かつ不透明であったり、先進国の取引慣行や国際ルールが通用せず、予想外の損失が発生したり問題処理が長引くなどのリスクが潜在します。

翻って先進国への投資は、総じて国債、株式などの資産市場規模が大きく流動性も豊富なため、通常資産価格変動幅(リスク)は新興国資産に比べて小さな範囲に納まります。また先進各国の金融市場の諸制度や政策運営の透明性は高く、問題処理もリスクの予測可能なグローバルスタンダードに基づいてなされます。投資目的に合わせて、先進国資産と新興国資産の組み合わせが必要です。

## グローバル経済時代における先進国の国際金融センターへの投資の意味

ここで大切なことは、グローバル経済時代には、人、モノ、カネ、情報という経営資源が、高い投資成果を求め国境を越えて自由に動き回っているということです。このため国際金融市場で価格メカニズムが正常に働いていると、先進国の資産に投資しても新興国の資産に投資しても、いずれも世界経済全体を映しており、投資効率と呼ばれる「リスクに応じた投資成果」は、大差ないといえます。すなわち新興国資産に投資すると各国の資産市場において大きな価格変動リスクに晒されますが、その代わり成功すれば大きい投資成果が得られます。先進国資産は、価格変動リスクも投資成果も相対的に小さくなります。

グローバル化が進んだ国際金融市場では、先進国資産と新興国資産の価格裁定が十分に働いており、それぞれの資産が持つリスクとリターンの大きさに沿って、先進国国債の様な低リスク資産層を基底にして、信用格付けの低い新興国の高リスク資産に至るまで、投資対象資産の序列ができています。投資家は、どの程度の投資成果が欲しいのかという投資目的に応じて、様々な種類の新興国資産と先進国資産を選択して組み合わせ運用できます。リスクを小さくしたければ先進国の国債などリスクの小さい資産を多く選択し、より大きな投資成果を求めると新興国の株式などのよりリスクの大きな資産を多く持つというポートフォリオになります。

先進国の国債に投資すると、資金は一旦それぞれの国の金融市場に流入します。が、欧米の金融市場は、国際的な資金仲介機能を持っており、世界各国から様々な資金の出し手と取り手が参加しており、世界の需給を映して株価や金利が決まります。例えば日本人が米国国債を買ったと、その売り手はよりリスクの高い新興国の債券や株式などに乗り換えるというように、お金は玉突きのように世界を巡ります。新興国経済の主導で世界経済の回復が始まれば世界の資金需要が増加し、国際金融センターである米国では米国国債から資金需要が高まる新興国の債券や株式などの資産に資金は流れはじめ、米国国債の長期金利は上昇に転じましょう。また、米国の長期金利が上昇すれば資金が流入しやすくなり、米国の通貨価値は金利上昇が見込み難いわが国などの通貨よりも上昇し易くなるでしょう。わが国の投資家は、米国国債の投資によって、より高い金利とドル高の恩恵が受けられます。

投資家にとっては、自分のリスク許容度に応じて、米国債のようなリスクとリターンの比較的小さな資産を選ぶのか、新興国の資産を直接買ってその大きい価格変動リスクとそれぞれの国のカントリーリスクを引き受けるのかという選択が必要です。どちらの資産に投資しても、リスクに応じた相応の世界経済の成長の成果を得ることができると思います。残された問題は、個人投資家は選択している資産に含まれるリスクを十分に理解できているかということです。特に新興国資産の場合にこの問題が残ります。

図表-4

銀行の潜在的な損失の推計 (単位:兆ドル、%)

|             |         | 資産残高 (GDP比)<br>(A) | 損失率<br>(B) | 損失額<br>(A*B) |
|-------------|---------|--------------------|------------|--------------|
| 米欧アジア<br>合計 | 貸出計     | 40.2 (103.1%)      | 4.7%       | 1.89         |
|             | 証券計     | 15.5 (39.7%)       | 5.9%       | 0.92         |
|             | 貸出・証券合計 | 55.7 (142.8%)      | 5.0%       | 2.81         |
| 米国          | 貸出計     | 8.1 (55.8%)        | 8.1%       | 0.65         |
|             | 証券計     | 4.5 (31.2%)        | 8.2%       | 0.37         |
|             | 貸出・証券合計 | 12.6 (87.0%)       | 8.2%       | 1.03         |
| ユーロ圏        | 貸出計     | 16.0 (117.3%)      | 3.0%       | 0.48         |
|             | 証券計     | 6.9 (50.7%)        | 4.8%       | 0.33         |
|             | 貸出・証券合計 | 22.9 (168.0%)      | 3.6%       | 0.81         |
| 英国          | 貸出計     | 6.7 (251.6%)       | 7.4%       | 0.50         |
|             | 証券計     | 1.6 (60.6%)        | 6.6%       | 0.11         |
|             | 貸出・証券合計 | 8.4 (312.3%)       | 7.2%       | 0.60         |
| その他欧州       | 貸出計     | 3.2 (181.3%)       | 5.1%       | 0.17         |
|             | 証券計     | 0.7 (40.8%)        | 4.9%       | 0.04         |
|             | 貸出・証券合計 | 4.0 (222.1%)       | 5.1%       | 0.20         |
| アジア         | 貸出計     | 6.2 (95.4%)        | 1.6%       | 0.10         |
|             | 証券計     | 1.7 (26.8%)        | 4.0%       | 0.07         |
|             | 貸出・証券合計 | 7.9 (122.1%)       | 2.1%       | 0.17         |

- 注1) 潜在的な損失額は07年～10年にかけて貸出債権や保有証券の劣化により生じる損失の合計 (IMF試算)。  
 2) 名目GDPは08年の値。  
 3) その他欧州は、デンマーク、アイスランド、ノルウェー、スウェーデン、スイスの合計、アジアは豪州、香港、日本、ニュージーランド、シンガポールの合計。

出所) IMF Global Financial Stability Report (09年10月) より当社経済調査部作成



### **本資料に関してご留意頂きたい事項**

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として、国際投信投資顧問が作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。なお、以下の点にもご留意ください。

本資料中のグラフ・数値等はいくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。

本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。

本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性等を保証するものではありません。

○本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の執筆者の見解です。なお、国際投信投資顧問が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。