

タイにみるエマージング諸国の政治リスクとそのリスク管理について

2010年4月20日

アセットマネジメント部

チーフ・エコノミスト、チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

タイでエマージング向け投資に特有の政治リスクが顕在化している。この発端は、2月に長引く政争が蒸し返されて民衆の抗議運動が活発化したことだった。今月7日には非常事態宣言、12日には多数の人的被害が出る惨事へとエスカレートした。都市部の経済活動は麻痺状態で景気への悪影響が懸念される状況だ（注1）。8日にはアピシット首相がアセアン首脳会談を急遽キャンセルするなど、外交にも悪影響が出ている。これほど不確実性が高まれば金融市場への悪影響も避けがたく、堅調だった株価は7日の非常事態宣言を契機に約10%急落した。他方、通貨パーツに影響はほとんど出ていない。

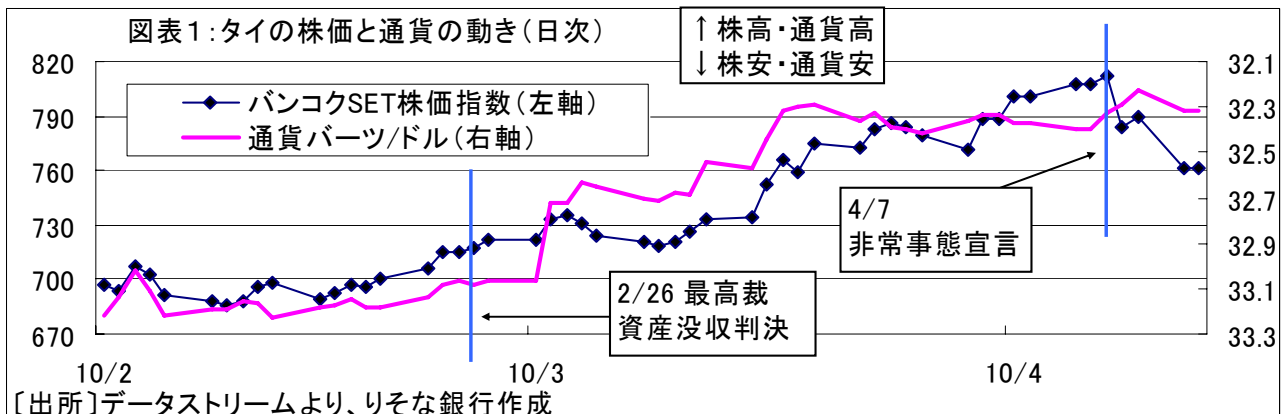
エマージング諸国での政治リスクの顕在化は、達観すれば稀有なものではない。今回は、タイの事例を手がかりに、エマージング向け投資における政治リスクの管理手法を考察する。

1. タイで政治リスクが顕在化

タクシン前首相は2001年に首相に就任した。当時は98年に起こった通貨危機で経済の再生が急務だったが、「タクシノミクス（タクシン経済学）」という言葉が流行語となるほど経済の再生に手腕を発揮した。タクシン前首相自身は中国系で、携帯電話やパソコン関係の事業が成功、かつてはタイ随一の富豪だった。だが2006年9月、ニューヨークでの国連総会参加中に本国で軍部によるクーデターが起こり、政権の座を追われて英国に亡命した（注2）。その後タイでは、タクシン派と反タクシン派で過激な政権抗争が続いた。クーデターの後、2回の総選挙で2回の政権交代を経て現在は反タクシン派のアピシット首相が政権についている。その間の特徴は、野党支持の反政府運動が、官庁や空港を占領するなど過激な活動で議会の解散と総選挙を要求したことだ。今回の惨事の伏線と位置づけられよう。

12日の惨事の発端は、2月に最高裁が出したタクシン氏一族の総資産のうち半分以上を不正蓄財と見なし没収するという判決だった。タクシン前首相の国民的人気は低所得者層を中心に今も高く、支持する勢力が判決への抗議を過激化、今月7日の非常事態宣言でも収まらず、12日の惨事へと到った。

金融市場では、2月のタクシン前首相向けの判決、その後のタイ流の抗議活動の活発化は、ある程度は予想されていた。しかし今月7日の非常事態宣言以降、堅調だった株価は急落に転じた。ただ通貨パーツは、昨年春先以降はリーマン・ショックの反動もあり上昇傾向にあるが、特に変化は出ていない。



今後について、万が一が一本当に国家分裂の危機になったとしても、超越的な存在として国民の尊敬を集める国王が仲介に出て宣託を下せば鎮静化に向かう、との期待が金融市場にはまだある。現にこのパターンで危機を乗り越えた実績は多い。今回についても、反政府運動の指導者は、国王が介入する必要性を示唆している。アピシット政権の今回の不手際に対する国際世論の評価は、非常に厳しい。もはや総選挙は裂けがたい情勢で、問題はそのタイミングに移っている。タクシン政権崩壊後2回繰返したことが、また繰返される可能性が強いということだ。タイの実情に合う民主主義の制度設計こそ急務なのだが、入院中の国王の健康問題もあり、混迷が長期化するリスクも無視できないものとなっている。

2. エマージング諸国の政治リスク

景気循環に起因する投資のリスクは世界共通だが、政治に起因する投資のリスクはおおよそエマージングに特有だ。日本など先進国では、政治の混乱で立法機能が滞ることはあっても、行政機能や国民経済に多大な悪影響が出ることはまずない。だがエマージング諸国では、政治の混乱や政策の急変が国民経済に打撃を与える形で政治リスクが顕在化することがままある。それは、投資家にとっては不確実性であり、従って外国資本への依存度の高いエマージング諸国の場合は資本逃避が介在することも多い。

近年の例では、2008年の総選挙でパキスタンのムシャラフ政権が崩壊して改革開放路線が大きく路線転換、2008年の北京オリンピック開催中のロシア・グルジア戦争の勃発、などがある。94年12月のメキシコ通貨危機（通貨価値は3ヶ月で約100%下落）の原因は、大統領選挙前に起きた野党候補の暗殺事件をきっかけとする大規模な資本逃避だった。

エマージング諸国で政治リスクが顕在化しやすい原因は、社会構造にある。一般的に経済が発展して所得水準が上昇すると、国民の安全性・安定性志向が強まる。また経済の発展は、所得格差の縮小をもたらす（クズネックの所得革命）。つまり経済の発展は、安定を志向する中間層の増加をもたらすのである。だがエマージング諸国の場合、この中間層の厚みが十分でないために社会の安定性が低く、政治リスクとしてまま顕在化するのである。4月9日のウォール・ストリート・ジャーナル紙の社説によると、タイで暴徒化したタクシン支持派は議会の解散と総選挙を求めており、大義のためなら命を捨てる覚悟を表明しているという（注3）。民主制度の未成熟といえればそれまでだが、これが現実だ。現実在即した投資のリスク管理が必要なことは言うまでも無いが、大事なものはその顕在化のタイミングである。

3. 政治リスク顕在化のタイミングと投資家のリスク管理

一般論としては、政治リスクはさまざまなタイミングで顕在化する。ただ一般の投資家にとって投資可能なカントリー・リスク（注4）がある程度上の国に限定すれば、それは選挙などのイベントを契機とする不確実性だ。中にはタイのようなある程度以上のカントリー・リスクの国で、2006年のようなクーデターによる政変劇もありうるが、これは例外的と言ってよいだろう（注2）。

では、投資家はエマージング諸国の政治リスクをどう管理すべきか。対応策は2つに大別できるが、どちらを選択するかは投資家の投資哲学の問題だ。1つはアクティブ運用と同様で、コストをかけることにより、コスト以上のリターンを政治リスクの管理から得ようとする考え方だ。この考え方に基づいて、経済の分析や予測に政治リスクを包含させる、あるいは独立した政治アナリストを設置する機関投資家は多い。こうした投資家は、今回の事態を受け、タイを投資対象国から一時的に外すなどして投資資金を引揚げているとみられる。もう1つは逆で、エマージング諸国の政治は歴史的背景が複雑で情報ソースも限定されるため、そこにコストをかけてもコスト以上のリターンは得難い、という考え方だ。こうした投資家は、どちらかというところ少数派とみられ、パッシブ運用を志向する傾向が強い。従って大

多数は、投資のポジションを維持したままタイでの事態の推移を静観しているとみられる。

政治リスクは、結論的な言い方をすると、選挙などのイベント前に金融市場の価格形成に織り込まれ、その後に剥落するパターンが多い。最近の例では昨年5月のインドの選挙がこのパターンに近かった。選挙前に株価のモメンタムが低下したものの、選挙の結果、経済成長促進路線の維持が確認されると、投資家に政治リスクの後退と受け止められて株価が急上昇に転じたのは、記憶に新しいところだろう。

最後に今年の主な選挙日程と注目点を確認しておこう。エマージング諸国では、ラトビア（注4）や東欧などで、財政赤字の大幅削減を目的とする増税や歳出削減が支持を得られるかどうかだ。財政赤字削減がIMFによる資金支援の条件となっている場合が多いのは注意を要する。ブラジルの焦点は改革路線の継承だ。ついでながら先進国は、英国で財政の出口戦略実行のタイミングが争点となっている。

5月 英国総選挙（6日）、財政再建にとりかかる時期を巡り与野党が対立

ドイツ州議会選挙（9日、人口1800万のノルライン・ヴェストファーレン州）、ポイントはギリシャ支援に対する国民の反発の強さだが、州代表で構成する連邦上院の勢力図にも影響を与える
フィリピン大統領・上下院・地方統一選挙、コロンビア大統領選挙、チェコ下院選挙、

6月 スロバキア総選挙

10月 ブラジル大統領・州知事・国会議員選挙（第一回3日、第二回（決選投票31日）、
焦点はルーラ大統領が進めた改革路線の継承だが、現時点では野党所属のセーラ・サンパウロ州知事がリードしている

ラトビア総選挙、財政再建でGDPは2ケタのマイナス成長が続いている

11月 米国中間選挙（2日）

年内 豪州総選挙、焦点はイラク撤退と国民健康保険改革

〔出所〕各種報道を元に筆者作成

以上

（注1）4月12日にタイ財務省は混乱を理由に今年の経済成長見通しを4.5%から4%に引き下げた。

（注2）タイでは軍部によるクーデターは特に珍しいことではない。立憲君主国となった1932年以来、成功したクーデターは11回起きている。

（注3）タイの経済発展段階については、同シリーズの別のレポートで取り上げた。

<http://www.resona-gr.co.jp/resonabank/nenkin/info/economist/pdf/091228.pdf>

（注4）カントリー・リスクの考え方、ラトビアの経済再建状況については、同シリーズの別のレポートで取り上げた。<http://www.resona-gr.co.jp/resonabank/nenkin/info/economist/pdf/091228.pdf>

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承ください。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。