

民主化ドミノ：金融市場への影響

発表日：2011年2月22日（火）

～いずれにしてもインフレ要因は続く～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生（TEL：03-5221-5223）

リビア情勢は、にわかに緊迫し、それが原油高騰を刺激している。地政学的リスクの高まりに、日本の株価は下落し、先行きへの不安感もまっている。日本の金融市場には円高作用を媒介して、欧米よりも株価を下押しする圧力は強いようである。一方、リスク回避の動きは円高には表れても、インフレ圧力のせいで債券買いには結びつきにくい。現時点では、実体面での日本経済へのダメージは限定され、次第に世界経済の再拡大の影響の方が大きくなっていくと予想される。

民主化ドミノは続く

チュニジア・ジャスミン革命から始まった民主化ドミノ現象が、金融市場を揺さぶっている。このところ、リビアの政変が予想外に速く進展したため、それに刺激されて原油価格が高騰している。日本株にも、ここまでの堅調さが高値警戒感へと変わり、原油高騰によって急落する変化になっている。本稿では、北アフリカ・中東の民主化ドミノ現象が、マネタリーな動きにどのような変化を与えているのか、どうなっていくそうなのかを考えてみたい。

(経過) 一連の民主化の動き

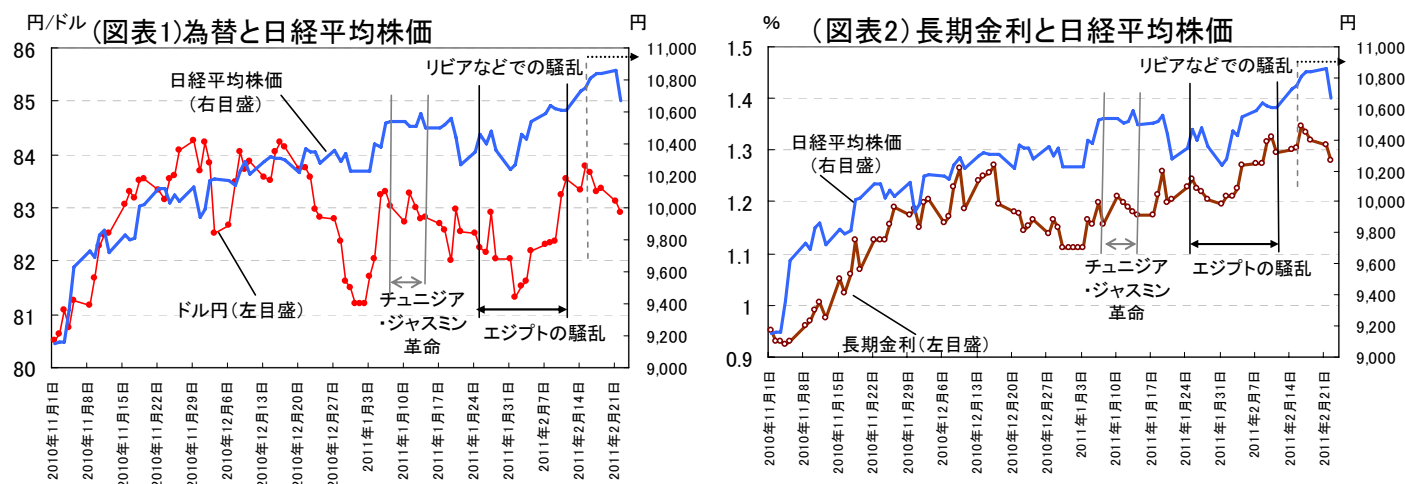
2011年1月7日 チュニジア都市での暴動
14日 ペンアリ政権崩壊
25日 エジプト・カイロで大規模デモ
2月11日 ムバラク政権崩壊
14～15日 リビア、バーレーン、イランでもデモ
22日 リビア情勢緊迫

日本の金融市場への影響

地政学的リスクは、まず円高を誘発する方向に作用する。金融市場の混乱は、ドル売り・ユーロ売りを想起させ、その反対側で円買いへの圧力となっている。そのことは、円高に弱い日本株には下落圧力として伝わる（図表1）。

一方、債券は日本株が下落する割に相対的に買われにくくなっているようだ（図表2）。これは、地政学的リスク→原油高騰→インフレ・リスクという作用を伴っているためだと考えられる。最近の日本の消費者物価をみても、デフレ傾向の緩和がエネルギー要因以外にもいくらか広がっている。

また、実体経済への影響については、ようやく始まった世界経済の拡大の方が強く、原油高騰・円高という悪材



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

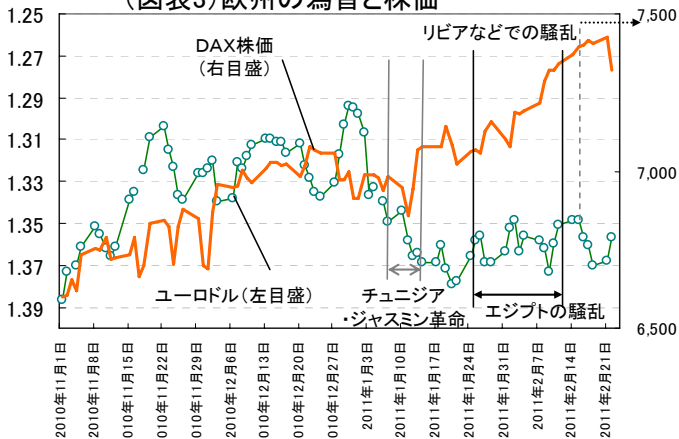
料は限定的である。当面は、外生的ショックがあっても趨勢的な世界的景気再加速の流れが変わることはないという認識である。すなわち、輸出拡大→企業収益拡大→国内への好影響の波及、という流れの方が株価上昇を後押しして、攪乱作用を吸収していくとみられる。

欧米株価は上昇基調を継続

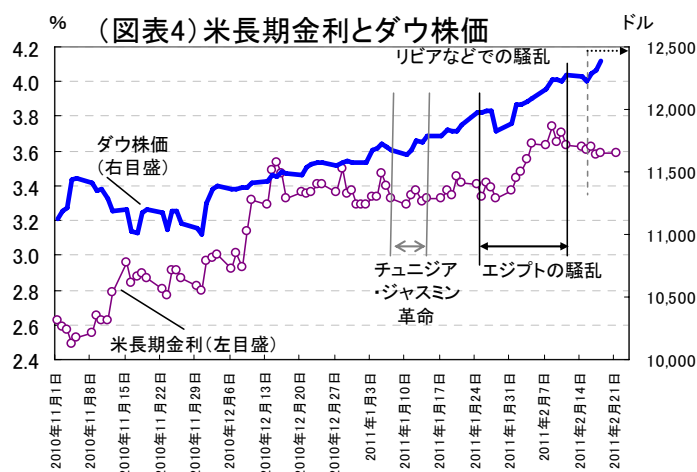
年初来、起こっていることは、地政学的リスクに対して、まさしくマーケットは混乱を嫌うという反応である。この傾向は、ダウ以上に日経平均株価に色濃く表れており、チュニジア、エジプトの騒乱が佳境に入った時期には、株価上昇の流れが、一時的に停滞して、足止めを食らったかたちになっている（前掲図表1・2）。

同じ傾向が、欧米市場にみられるかどうかを確認すると、ユーロドルは騒乱の影響でユーロ高気味になったが、日経平均ほどは悪影響を受けずにDAX指数は上昇基調を保っている（図表3）。ダウと米長期金利の関係をみても、リスク回避で債券にマネーが逃避する動きはあまり明確ではなく、むしろ株価は上昇基調を継続している（図表4）。欧米市場の動きは、日本の株価ほどアップダウンは大きくなく、相対的に底堅い傾向にある。

ドル/ユーロ (図表3) 欧州の為替と株価



% (図表4) 米長期金利とダウ株価



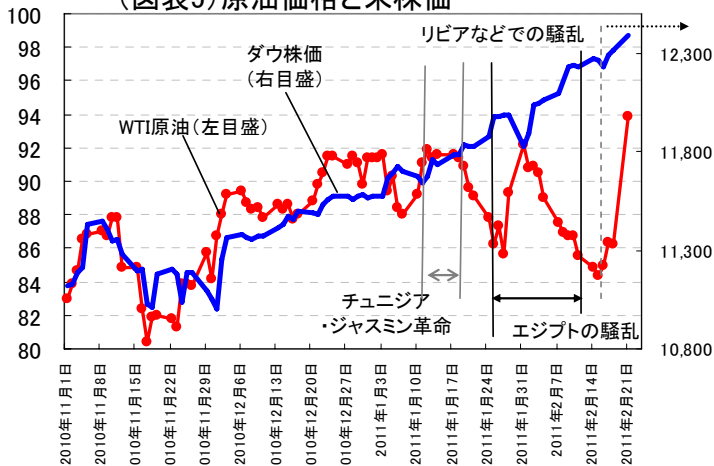
共通するインフレ・リスク

一連の動きの中で共通するのは、地政学的リスクが高まっても、混乱が収まって安定成長を継続しても、原油高騰の流れが続くそうだという点である。原油価格（WTI）とダウとの関係をみると、昨年11月以来、世界経済の拡大作用によってダウとWTIは連動して上昇する動きを見せていた。そこから2011年1月になって流れが変わり、両者は逆相関の関係になっている（図表5）。

WTIは、北海ブレントやドバイの油種とは価格変動が異なってやや控えめな値動きだったが、今後、地政学的リスクの継続で他の原油価格に引っ張られてさらに上昇していく可能性がある。

改めて言えば、原油高騰の背景にあるのは、基本的にエネルギー需要の拡大である。新興国のエネルギー需要がこのまま高まっていけば、需給面から原油などエネルギー供給がボトルネックに直面する公算は低くない。投機マネーにしてもそうした地合いを読み取って、原油先物市場に流入しやすいのだと考えられる。

ドル/バレル (図表5) 原油価格と米株価



(参考) 輸出面からみた地政学的リスク

最後に、実体経済への影響に立ち返ってみたい。地政学的リスクの悪影響としては、貿易取引への混乱が心配される。そのことを財務省「貿易統計」を使って調べると、中東地域は原油などの輸入面では大きな取引相手であることがわかる。

これに対して、輸出のウエイトに関しては、影響の範囲を中東全体、アフリカ全体と大きくとっても、2010 暦年でそれぞれ 2.2 兆円（ウエイト 3.3%）、1.1 兆円

（1.6%）と割と小さいことがわかる。エジプト、チュニジア、リビアの 3 か国の年間輸出額でみると、1,688 億円（0.25%）とさらに小さい（輸入額 507 億円＜0.08%＞）。

また、現地に進出している日本企業では、経済産業省「海外事業活動基本調査結果」によると、商社（卸売業）、輸送機械が目立つ。中東ではここ数年、自動車輸出が増えていたことが思い出される。現地企業の活動は相対的な規模で言えば、輸出額に匹敵する規模であり、現地生産・現地販売の影響はそれなりにあるかもしれない。ただし、それ以外の製造業の業種は、必ずしも活発に中東・アフリカには進出していなかったと言える。

(図表6) 日本と中東・アフリカ地域との貿易取引額

我が国の貿易と中東・アフリカ地域との貿易収支			2010暦年			単位:億円		
中東	輸出	22,166	アフリカ	輸出	10,568			
	輸入	103,846		輸入	10,237			
	バーレーン	輸出		516	エジプト	輸出	1,275	
	輸入	573		輸入		404		
	イエメン	輸出		263	チュニジア	輸出	108	
		輸入		374		輸入	101	
	イラン	輸出		1,824	リビア	輸出	305	
		輸入		9,798		輸入	1	
	イラク	輸出		271	アルジェリア	輸出	840	
		輸入		2,992		輸入	407	
サウジアラビア	輸出	5,680	モロッコ	輸出	235			
	輸入	31,494		輸入	222			
中国	輸出	130,867	スーダン	輸出	81			
	輸入	134,087		輸入	1,068			
世界全体	輸出	674,054	モーリタニア	輸出	28			
	輸入	606,390		輸入	120			

出所: 財務省「貿易統計」

(図表7) 海外進出している日本企業の売上高

2008年度		中 東		アフリカ	
	企業数	売上高	企業数	売上高	
合 計	80	17,885	99	16,710	
製 造 業	8	3,358	30	8,783	
輸送機械	-	-	15	7,693	
非製造業	72	14,527	69	7,927	
建設業	5	180	1	x	
運輸業	7	20	20	2,484	
卸売業	45	13,506	28	3,094	
サービス業	9	566	4	19	
その他	3	77	6	1,251	

出所: 経済産業省「海外事業活動基本調査結果」