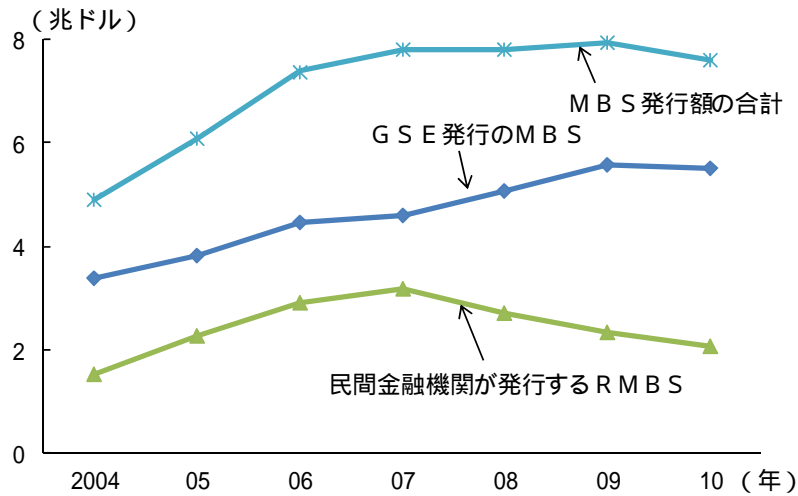


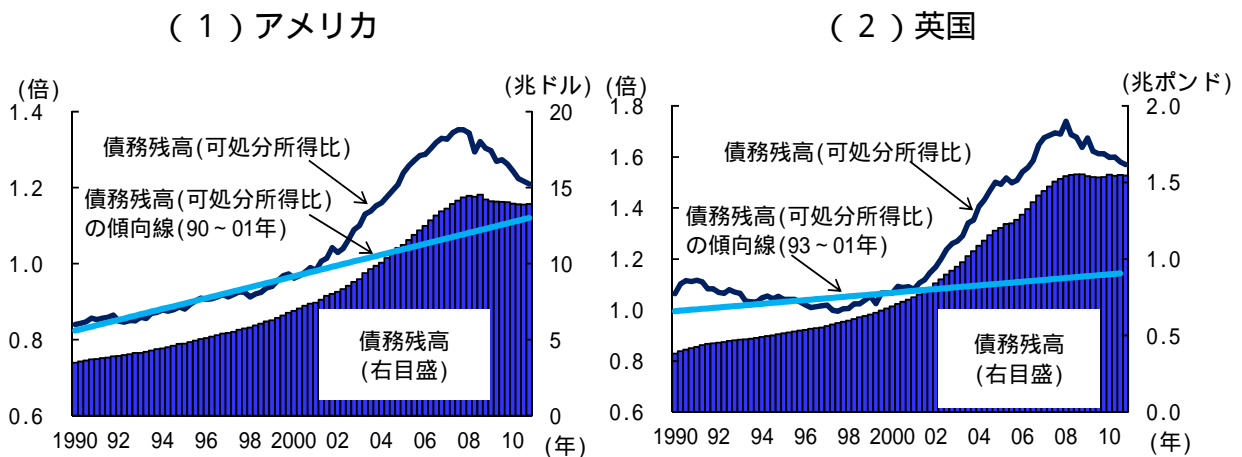
第 2-1-15 図 M B S 発行残高の推移：民間分の減少を G S E が肩代わり



(備考)アメリカ証券業金融市場協会(S I F M A)より作成。

また、アメリカ、英国では、住宅バブル崩壊後の家計のバランスシート調整が進んでいるが、依然として過去のトレンドからはかい離しており、特に、英国においてはかい離幅が大きい(第 2-1-16 図)。この点は、今後の個人消費の基調的な強さをみる上で重要なポイントになると考えられる。

第 2-1-16 図 家計のバランスシート調整：依然として調整圧力は残存



(備考) 各国統計より作成。

以上のように、欧米の金融システムの状況をみると、大手金融機関の収益は全体として改善しているが、一部のヨーロッパの金融機関は、レバレッジ比率が依然として

高い一方、収益水準も高くない。また、アメリカでは、住宅価格下落に伴う住宅ローン証券化商品に係るリスクが依然として残っていることに加え、デレバレッジによる貸出の減少が続くなど、金融システムにはバブル崩壊や金融危機の後遺症がみられ、これが実体経済の重しにもなっていると考えられる。

2. 新たなリスク要因の顕在化

世界経済は、回復過程にあり、先行きについても回復が続くと見込まれる。しかしながら、11年に入り、原油価格の高騰とソブリン・リスクの再燃という新たなリスク要因が顕在化しており、これらに対する政策対応の在り方が重要になっている。

(1) 原油価格高騰による物価上昇と金融政策

原油価格の騰勢が強まっている。金融危機後に1バレル=30ドル台まで落ち込んだWTIは、11年3月に約2年ぶりに100ドルを上回り、4月には110ドル台まで上昇した。また、ドバイ原油や北海ブレントも同じく騰勢を強めている。

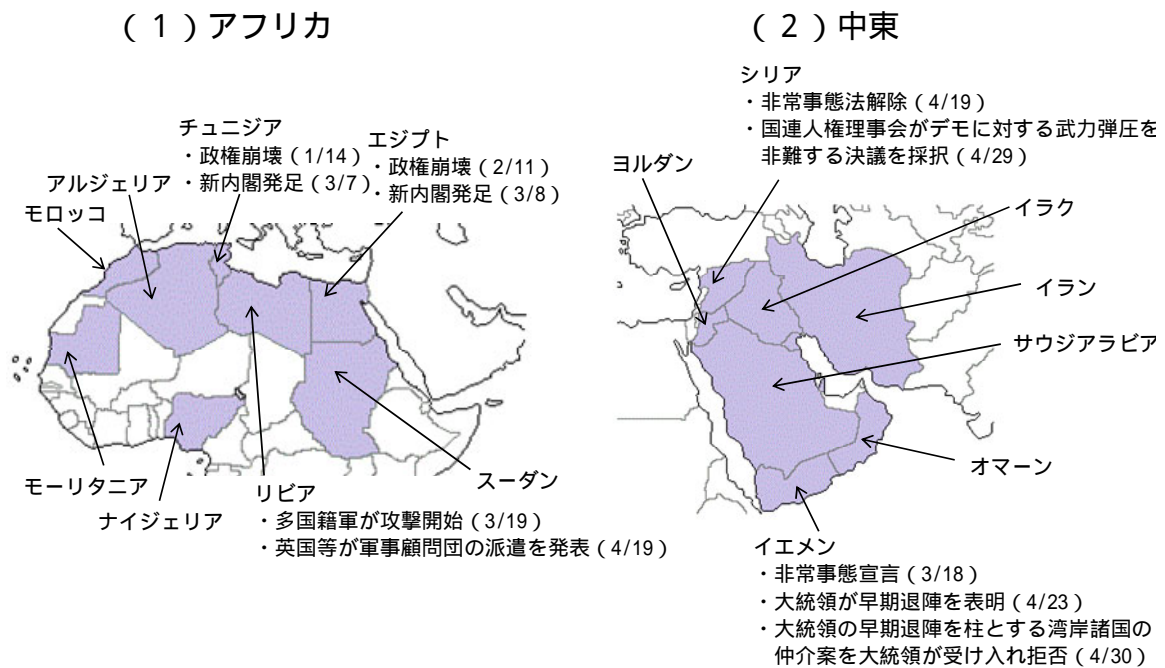
こうした原油価格の上昇の理由として、第1章で詳述した新興国経済の拡大や先進国の金融緩和に加え、中東・北アフリカ情勢の緊迫化が挙げられる。

10年末にチュニジアでデモが発生したのを皮切りに、中東・北アフリカの多くの国でデモが頻発している(第2-1-17図)。デモ発生背景には、長期政権に対する不満が蓄積されていたことに加え、若者を中心に失業率が高いことや食料価格の上昇等経済に対する不満もあるとみられる。また、携帯電話やインターネットが普及したことでデモの情報は即座に大人数に伝達され、結果的に、デモが短期間で広範囲に拡大することになった。デモが発生している国の多くが産油国であるため、こうした政情不安が原油価格を押し上げる要因となっており、特にサウジアラビア等原油生産量の大きな国の動向が注目されている(第2-1-18表)。

チュニジアで11年1月にベンアリ政権が崩壊したのに続き、エジプトでは2月にムバラク大統領が退陣したが、事態が沈静化に向かうかどうかは依然不透明である。また、リビアでは3月中旬に多国籍軍が軍事介入したものの、依然として政権側と反体制側の戦闘が続いている。そのほか、イエメンでは、大統領がサウジアラビア等湾岸諸国の提示した調整案を受け入れて早期退陣するとの意向を表明したが、4月末には一転して同案を拒否した。シリアでは約50年ぶりに非常事態法が解除されたが、集会を禁止する大統領令に反対するデモが起こっている。デモに対する軍の弾圧で多数の

死者が出ているため、国連人権理事会は武力によるデモ鎮圧を非難する決議を賛成多数で可決したが、依然としてデモに対する弾圧は続いている。このように、中東・北アフリカ情勢に沈静化の兆しはみえない。加えて、ナイジェリアでは、キリスト教徒とイスラム教徒の対立から暴動が発生している。このような産油国やその周辺国の政情不安定化は、今後も原油価格の変動要因になると考えられ、注意が必要である。

第 2-1-17 図 11 年に入りデモが発生している国：多くの国でデモが発生



(備考) 1. 各種報道より作成。
2. 色のついた国は11年に入りデモ発生が報道された国。

第 2-1-18 表 中東・北アフリカ諸国の原油生産量とシェア：
デモが発生する国の多くが産油国

国名	生産量	シェア	国名	生産量	シェア
リビア	7,710万トン	2.0%	イラク	1億2,180万トン	3.2%
イエメン	1,400万トン	0.4%	ヨルダン	-	-
シリア	1,870万トン	0.5%	クウェート	1億2,130万トン	3.2%
サウジアラビア	4億5,950万トン	12.0%	モーリタニア	-	-
ナイジェリア	9,910万トン	2.6%	モロッコ	-	-
アルジェリア	7,760万トン	2.0%	オマーン	3,850万トン	1.0%
アルメニア	-	-	スーダン	2,410万トン	0.6%
エジプト	3,530万トン	0.9%	チュニジア	4,10万トン	0.1%
イラン	2億240万トン	5.3%			

(備考) B P より作成。

また、穀物価格についても、10年半ば頃以降のロシアやオーストラリア等の干ばつ・洪水等の天候要因による収穫減もあって、上昇が続いている。例えば、小麦価格は、10年春までは1ブッシェル当たり4ドル程度であったが、ロシアにおける10年夏の深刻な干ばつ被害を受けた穀物輸出禁止(10年8月から11年9月末まで継続予定)等から11年4月には8ドル台まで上昇している。

こうした一次産品価格の上昇を背景に、先進国、新興国ともに、難しい金融政策運営を迫られている。

新興国においては、景気拡大により景気が過熱気味であるところへ、一次産品価格上昇により、物価上昇率が、各国の政府・中央銀行が物価安定の目安とする水準を超えて高まっている。例えば、中国では、11年の消費者物価上昇率の目標は4%となっているが、4月時点ではこれを超える5%程度で推移している。また、インドでは、卸売物価上昇率の当面の目標を4.0~4.5%としているが、10年以降8~10%の水準で推移しており、目標を大幅に超えている。このため、多くの新興国が、政策金利や預金準備率の引上げ等金融引締めを行っている。ただし、こうした国々では、金融政策のトランスミッション・メカニズムが必ずしも明らかではないため、金融引締めの効果が予想以上に現れた場合には急速に内需を冷やすリスクもある。また、中国のように管理変動相場制をとっている国では為替の増価により輸入価格の上昇を抑制する方が望ましい可能性もある。

先進国においては、回復のスピードが概して緩やかであり、GDPギャップも依然として大きく、コア物価上昇率も低水準で落ち着いている一方、一次産品価格の上昇により総合の物価上昇率が高まるという現象が起きている。これに対し、総合消費者物価上昇率をインフレ参照値として採用しているECBは、期待インフレ率の上昇が将来の物価上昇につながり得るとの考えから、11年4月、危機後初めての利上げに踏み切った。一方、FRBは、6月末まで量的緩和(QE2)を継続することとし、政策金利も異例の低水準におく事態が更に長い期間妥当となる公算が大きいとしている。FRBは、一次産品価格上昇による総合物価上昇率の高まりは一時的なものとして、あくまでもコア物価上昇率の動きを重視する姿勢を示している。

こうした姿勢の違いの背景には、金融政策に関するいくつかの重要な論点が含まれている。第一に、一次産品価格の上昇が製品価格への転嫁や賃金上昇を通じてどの程度全体の物価上昇率を押し上げるかという二巡目の効果に対する見方の相違がある。例えば、賃金の物価インデクセーションが労働市場に存在する場合においては、二巡目の効果は大きく、一次産品価格の上昇がインフレに結びつきやすいため、期待インフレ率の上昇を抑制するためにも金融引締めは重要になる。第二に、一次産品価格上

昇による景気下押し効果に対する見方の違いがある。ガソリン価格や食料価格が上昇すれば実質可処分所得の減少を通じて、消費の下押しになる。また、価格が転嫁されない場合には、企業収益の圧迫要因になる。GDPギャップが大きく、物価の下押し圧力がある中で、一次産品価格上昇による景気下押しが働けば、更にギャップが拡大して再び景気後退に陥ったり、コア物価上昇率が低下するリスクもある。特に、FRBは、物価安定を任務とするECBと異なり、雇用の最大化と物価の安定の二つを任務としており（デュアル・マנדート）、この点は重要である。

景気回復が脆弱な中での一次産品価格上昇に対する金融政策の対応は、考え方が大きく分かれるため、中央銀行の決定事項に関する市場への説明の仕方、コミュニケーションは、政策の意向を市場に伝える上で非常に重要になる。この点で、11年から、FRB議長がFOMCの際にこれまで行ってこなかった記者会見を行うこととしたことは評価できる。

また、現在の政策金利は、金融危機に対応するため、過去に例のない非常に低い水準となっており、また、中央銀行のバランスシートも大幅に拡大している。こうした異例の状況からの出口戦略も、重要な課題である。既に、他の先進国よりも景気回復が早かった国々では、例えば、カナダが10年6月から3回利上げを行い、スウェーデンも10年7月から6回利上げを行うなど、それぞれ金融危機後の前例のない金融緩和から出口を出る動きがみられる。

（2）ソブリン・リスク再燃と金融システム

ヨーロッパのソブリン・リスクの問題が再燃している。ギリシャ（10年4月）に続き、アイルランド（10年11月）やポルトガル（11年4月）も支援要請を余儀なくされ、それぞれEU及びIMFから10～13兆円相当の財政支援（融資）を受けている（第4節参照）。11年3月以降、国債の格付けが相次いで引き下げられたこともあり、これらの国々の国債利回りやソブリンCDSは過去最高水準にある（後掲第2-4-13図、2-4-14図）。

ヨーロッパの銀行は、南欧諸国等の国債を多く保有しており、国債価格の下落による損失が収益を圧迫する可能性がある。また、南欧諸国等向けの与信を多く抱えているため⁴、南欧諸国等の金利上昇や景気減速によって現地企業の資金調達が困難となれば、貸し倒れが発生し、銀行の損失が拡大するリスクもある。加えて、ヨーロッパの銀行は、アメリカの民間部門が発行したRMB S、CMB S（Commercial

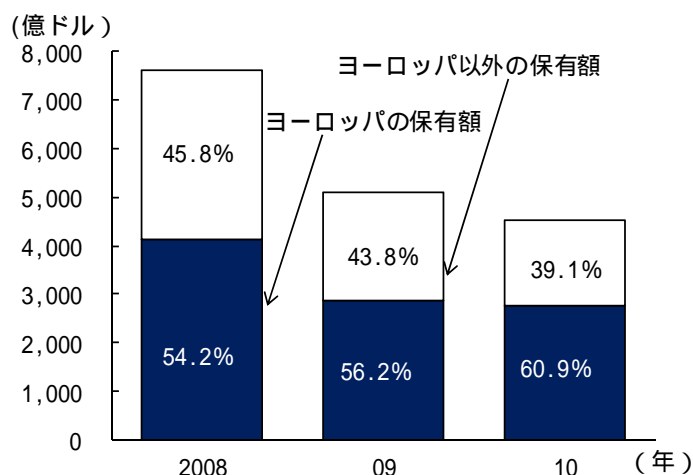
⁴ 内閣府（2010b）

Mortgage-Backed Securities)等の A B S (資産担保証券) を多く保有している(第 2-1-19 図)。10 年時点では、その額は約 3,000 億ドルと、他の地域と比べても保有額は極めて大きい。住宅価格や商業用不動産価格がいまだ下落基調にあることを背景に、それらを裏付け資産とした R M B S や C M B S の価格も低迷しており、金融機関の損失を拡大させる可能性がある。加えて、A B S にはリスク評価が難しいものもあり、金融機関が適切にリスク管理を行うことができているか不透明な部分も残っている。

こうした状況から、ヨーロッパ主要銀行の C D S をみると、金融危機前と比べて高い水準にあり (第 2-1-20 図)、市場は、ヨーロッパの銀行に対して依然として厳しい見方をしているとみられる。これに対し、金融機関の健全性に対する市場の信認を確保するため、11 年 6 月には欧州銀行監督機構 (E B A) による 3 回目のストレステスト結果が公表予定である。

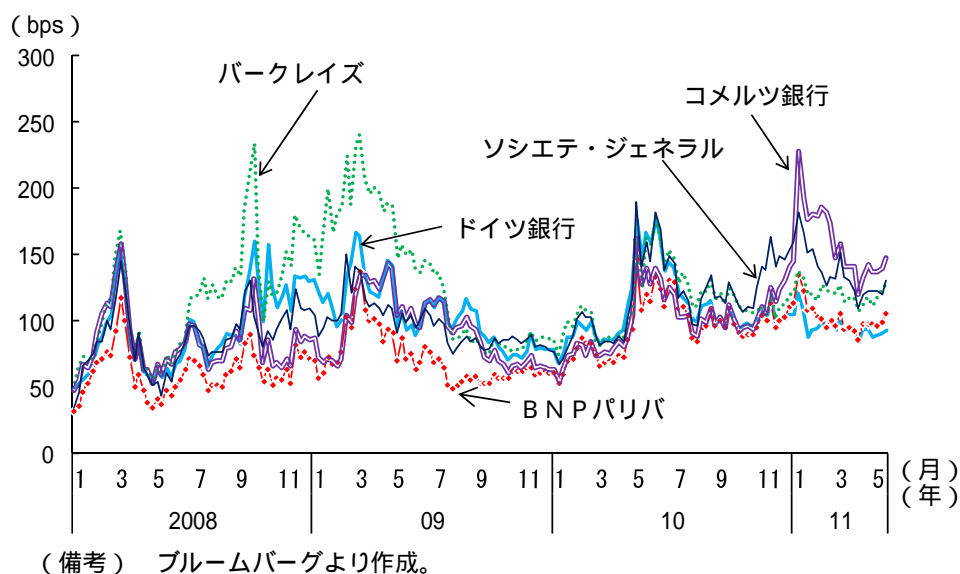
第2-1-19図 アメリカ以外で保有されているアメリカ民間部門発行 A B S の金額とシェア :

A B S を多く保有するヨーロッパ銀行



(備考) 1. アメリカ財務省より作成。
2. A B S には R M B S や C M B S 等が含まれる。

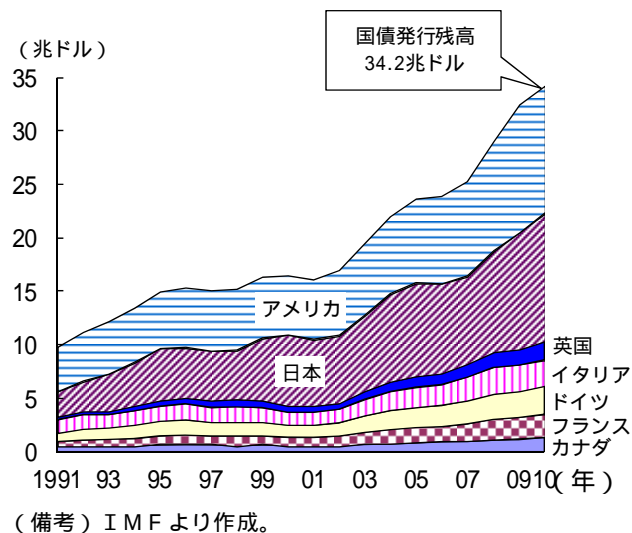
第2-1-20図 ヨーロッパ主要銀行のCDS：金融危機発生前と比べて依然として高水準



こうした中で、ヨーロッパの政治社会も不安定化している。特に、EUや南欧諸国等に対する支援の考え方の違いが争点に浮上し、これが市場の新たな不安定要因となっている。例えば、フィンランドでは、11年4月の総選挙の結果、反EU、さらにはEUからの脱退を掲げ、南欧諸国等への支援に反対する政党「真のフィンランド人」(True Finns)が第3党に躍進したため、市場はEUによるポルトガル支援が困難になるとみて不安定化した。

さらに、世界金融危機による深刻な景気後退を受けた税収の落込みと大規模な景気刺激策の結果、先進各国とも財政赤字が高水準となっている。主要先進国の債務残高はほぼ34兆ドルに達している(第2-1-21図)。現在、国債はギリシャ等一部を除き、安全資産として順調に市場消化されているが、今後、景気回復のスピードが速まって民間の資金需要が増加したり、新興国における投資需要が拡大していけば、各国の国債に対する市場の選別はより厳しくなる可能性がある。

第 2-1-21 図 主要先進国の一般政府債務残高：拡大



特に、アメリカについては、基軸通貨国であることから、米国債の信認の維持は、国際金融システム全体に関わる重要な問題である。ティー・パーティ（Tea Party）のように既存政党に不満を持ち、税の負担増加や政府の規模拡大に反対する動きもあり、来年には大統領選挙が予定されていることから、財政をめぐる政権及び議会の協議は難航している。しかしながら、アメリカが早期に中長期的な財政再建の道筋を確定するとともに、法定債務上限を引き上げ、市場の信認を維持することが急務と考える（第3節参照）。

3．東日本大震災の世界経済への影響

11年3月11日、日本において、太平洋三陸沖を震源とするマグニチュード9.0の巨大地震とこれに伴う津波が発生し、東北地方を中心に広範囲に被害が及んだ。この大震災は、世界経済へどのような影響をもたらし、また、今後、もたらす可能性があるのだろうか。影響としては、貿易、投資、観光、マインド等様々なものが考えられるが、特に、世界経済の短期的な見通しとの関係では貿易を通じた影響が重要であり、これを中心に検討する。

(1) 貿易への影響

(i)生産の停滞による日本からの輸出の減少、サプライチェーンの寸断

工場の被災や計画停電等による生産の停止、稼働日数の削減により、3月の日本の鉱工業生産は前月比 15.5%と統計開始以来最大の落込みとなった。特に、東北地方に多くの工場が集中している自動車や電子産業の部品供給に大きな影響が生じ、それによる最終製品の減産などの影響が生じている。

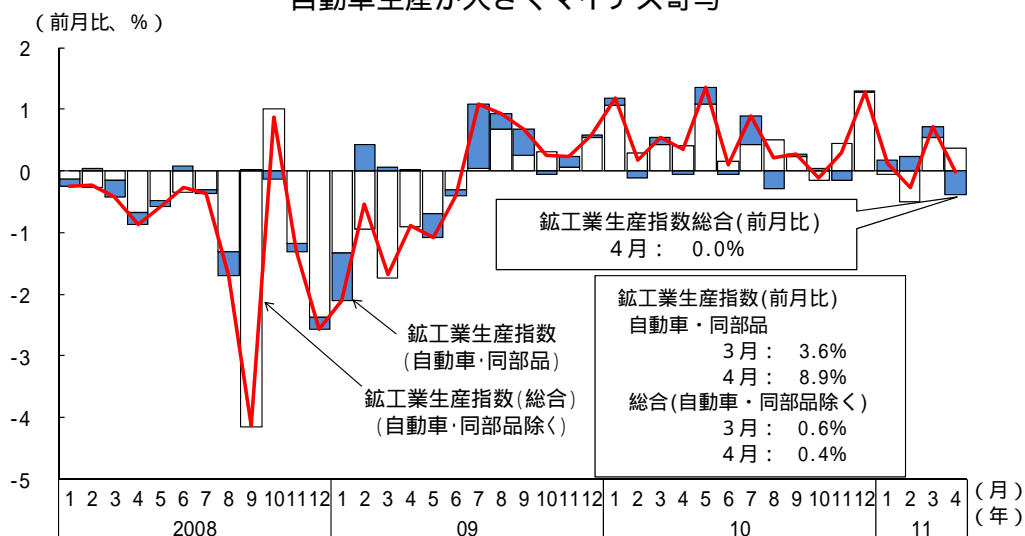
生産の減少を受けて、自動車、電子産業等を中心とする完成品及び部品輸出が停滞し、日本の3月の輸出(数量ベース)は前月比 10.3%と大幅なマイナスに転じた。日本からの部品供給が滞ったことにより、サプライチェーンが寸断され、日本国内はもとより、海外においても自動車産業を中心に稼働日数の削減による減産などの影響が生じている。

また、特殊な一部の製品を除き、各企業とも、仕入れ先の変更や代替生産といった対策にも取り組んでおり、海外企業の製品に代替された場合には、海外企業が恩恵を受けるとみられる。日本企業への実態調査によれば、代替調達先としては、日本国内以外では、中国をはじめとするアジア諸国が多い。しかしながら、日本では、自動車や電子製品の分野で不可欠なハイテク部品を生産し、いくつかの部品については代替生産が困難であるといわれている。今回の地震の発生により、世界の製造業でサプライチェーンの一角を占める日本企業の優位性がはからずも再認識されることとなった。

例えば、アメリカでは、4月の鉱工業生産指数(総合)が前月比 0.0%と横ばいとなったが、その内訳をみると、前月比 8.9%となった自動車・同部品が大きく寄与している(第2-1-22図)。また、4月の自動車国内生産台数が786万台(年率換算値)となり、3月の898万台から大きく減少した。自動車生産台数の減少幅は一月あたりでみると約9万台となるが、この大半は日系メーカーの減産台数に当たると考えられるものであり、東日本大震災の影響がアメリカにおける自動車生産台数を落ち込ませていることがみてとれる。日系メーカーの減産が行われている間は、生産の下押し圧力が続くものと考えられる。

第2-1-22図 アメリカの鉱工業生産（自動車生産の寄与）：

自動車生産が大きくマイナス寄与



(備考) 連邦準備制度理事会 (F R B) より作成。

ただし、アメリカ民間エコノミストによるブルーチップ調査において、日本からの自動車部品供給の停滞による自動車生産の減少が、アメリカの11年4～6月期の実質経済成長率にどのような影響を与えるか調査したところ、無視できる程度の影響と回答したものが49.0%で最も多く、成長率にマイナスの影響を与えると回答したのは40.8%、プラスの影響を与えると回答したのは10.2%であった。

加えて、貿易に影響を与えるものとして、福島第一原子力発電所の事故の後、日本からの輸入に際し、放射線検査等規制を強化する措置を取る国・地域があることが挙げられる。具体的な規制の内容としては、通関の際の放射能検査の実施、産地証明書の添付要求、輸入禁止等であり、3月末時点で少なくとも50の国・地域が何らかの規制強化を行った。

(ii) 日本向け輸出は増加、減少の両面あり

海外からの日本向け輸出への影響は、プラス面、マイナス面の両方が考えられ、また国・地域によっても違いがある。

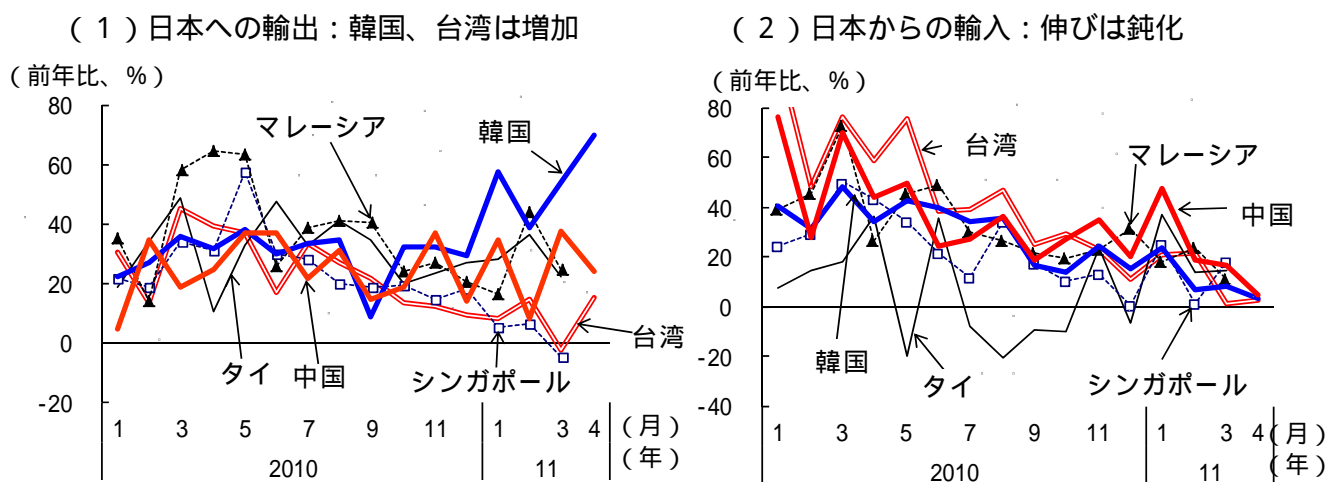
震災直後は、需要の減少や日本国内における物流の混乱等により日本向け輸出は弱含みとなったものの、3月下旬以降、飲料水、日用品等の輸出が大幅に増加した。特に、韓国では4月の日本向け輸出は前年比でみて大幅に伸びが高まっている。台湾でも、3月は一時的に前年比でマイナスとなったものの、4月は増加している。

他方、日本からの輸入をみると、日本の工場の被災による生産、出荷の停滞等から、

中国、韓国、台湾を中心に3～4月は前年比で大幅に伸びが鈍化している（第2-1-23図）。

なお、中期的にみれば、インフラ再建や住宅建設等復興に関連した製品の日本向け輸出は増加するとみられる。さらに、原子力発電所の事故により、火力発電所を稼働させる必要が生じていることから、原油やLNGの需要も増加するとみられている。

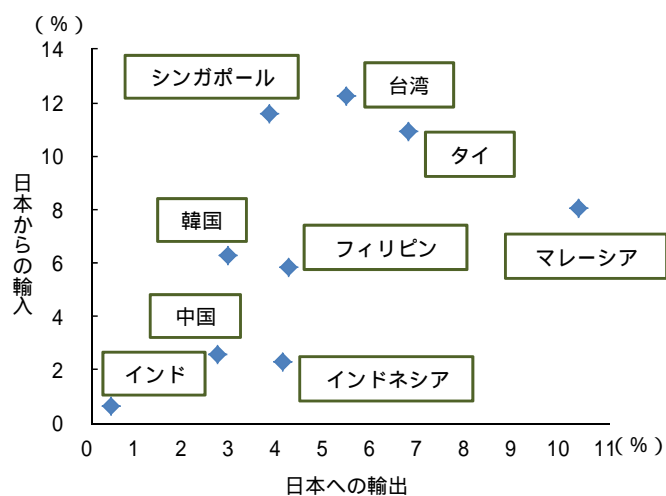
第2-1-23図 日本への輸出入



(備考) 1. 各国・地域統計より作成。
2. 米ドルベース。原数値。

日本との輸出入の各国のGDPに対する割合をみると、シンガポール、台湾、タイ、マレーシアで特に大きい。こうした国・地域は、日本との貿易が停滞した場合には、経済へのインパクトも大きいと考えられる（第2-1-24図）。他方、欧米諸国の日本との輸出入は、GDP比0.5%程度であり、日本との貿易の停滞がマクロ経済全体に与える影響は比較的小さいとみられる。

第2-1-24図 日・アジア間の貿易(10年、各国GDP比)：台湾等で大きい



(備考) 1. IMF及び財務省統計より作成。
 2. アメリカの日本からの輸入は0.8%(GDP比)、日本への輸出は0.5%、
 EUの日本からの輸入は0.5%、日本への輸出は0.5%となっている。

(2) その他

アジア新興国では、日本が復興投資を優先することにより海外への投資を手控え、日本からの直接投資や資金流入が細ることを懸念する向きもある。他方で、今回の震災を受けて、主力工場の立地の見直し、海外を含めた分散化といった動きが生じることも考えられ、海外直接投資が活発化する可能性もある。

また、原発事故により、世界各国において原子力発電を見直す動きが進む場合には、世界的なエネルギー需給や環境面への影響も考えられる。

なお、東日本大震災の世界経済への影響について、IMFは、不透明感が強く残るものの限定的とみている。また、アジア開発銀行(ADB)は、アジア新興国へのマイナスの影響については大きさ、期間ともに限定的とみている。