

世界金融危機からの10年を振り返って

三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング
研究主幹
鈴木 明彦



1. 100年に一度の世界金融危機

2007年に表面化した米国のサブプライム住宅ローン（信用力の低い個人向け住宅ローン）問題は、不良債権となった住宅ローンが証券化されて高格付け商品として多くの投資家に販売されていたため、金融市場全体を揺るがす大きな問題に発展した。2008年9月には大手投資銀行であったリーマン・ブラザーズが破綻し、リーマンショックとも呼ばれるようになった。このように、金融危機の震源は米国であったが、金融や資本の取引がグローバルに行われている時代においては、瞬く間に世界全体の金融危機となった。

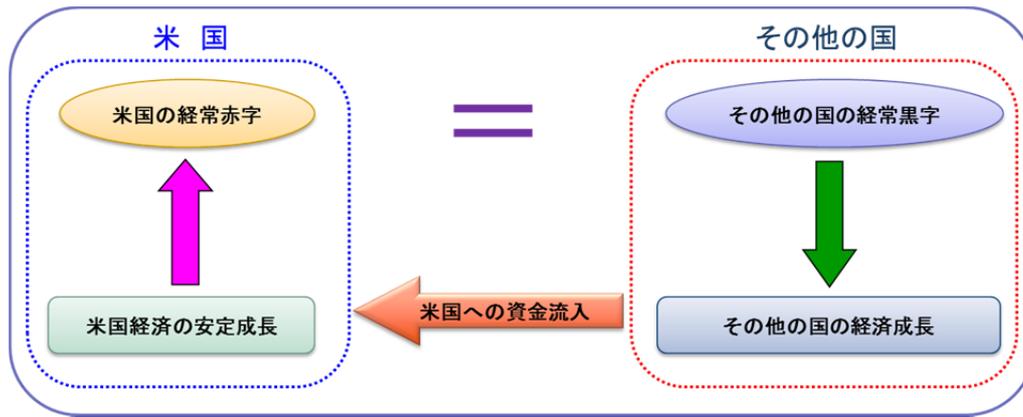
さらに、証券化などさまざまな金融技術が急速に発達する一方で、金融機関のリスク管理や金融当局の規制や監督がこれに追いついていなかったことが問題を複雑にした。問題を含んでいた個々の住宅ローンが細分化され合成される過程で、どの金融商品に、どういうリスクが、どの程度含まれているのか、という実態を把握することすら難しくなってしまった。リスクの所在が分からなくなれば、金融取引の相手を信用できなくなる。こうして、金融取引が委縮し金融市場が機能不全に陥るといふ金融システム不安が現実のものとなった。

金融危機に対する金融機関の対応としては、リスクが高い資産を含んでいる資産を処分したり、貸し出しを抑制したりという資産圧縮が中心となり、「信用収縮」と呼ばれる状況が広がった。お金の流れが止まる、あるいは逆流してしまえば、設備や住宅への投資、あるいは個人消費といった経済活動も一気にしぼんでくる。こうして、世界経済の急減速を伴う「100年に一度」と言われる世界金融危機が起こった。

2. 世界金融危機に先立つ世界経済バブル

金融危機による世界経済へのダメージが大きくなった要因としては、信用収縮もさることながら、金融危機前の世界経済が好調だったことも影響している。金融危機前の世界経済の成長率は5%程度と1970年代の高い水準に並んでいた。世界の人口増加率が2%から1%程度へ低下していることを考えると、一人当たりGDPの伸びは金融危機前の方が1970年代よりも高かったことになる。金融危機前の世界経済は好調というよりもバブルの様相を呈していたようだ。そこに、100年に一度の金融危機が起こる誘因があった。

図表1 世界経済バブルを生み出した好循環(?)の構図



世界経済バブルを起こした構図は図表1に示したとおりだ。まず、米国の経常赤字の拡大だ。ITバブルの崩壊による景気後退を受けた金融緩和によって2000年代前半の米国では低金利が続き、住宅建設がブームとなり、さらに住宅価格や株価の上昇による資産効果も加わって個人消費が堅調に拡大した。好調な内需を背景に米国の輸入が増加し経常赤字が急速に拡大した。米国が赤字を出すということは米国以外の国の収支を合計すれば同額の黒字を稼いでいることになる。これが、世界経済の成長エンジンとなった。

この時期、日本を含めて多くの国が黒字を計上していたのだが、中でも急速に黒字を拡大させたのは中国だ。中国は、2001年にWTO（世界貿易機関）に加盟したが、安くて豊富な労働力と外国企業の誘致をテコに世界の工場としての地位を固め、輸出を急速に拡大させながら、高い成長を遂げた。世界経済の高成長は、米国の経常赤字と中国の経常黒字の拡大を車の両輪にして実現したものである。

こうした国際収支の著しい不均衡は本来続かないものだ。経常赤字が拡大を続けていけば、その国の信用力が低下してくるのでお金が回らなくなる。しかし、米国は「強いドル政策」を標榜し、経常赤字で流出した資金が、米国の国債、社債、株式などの購入資金として米国に還流して、持続的な成長を支えるスキームを作り上げた。

米国の経常赤字拡大に支えられた世界経済の高成長は、欧州の統合推進にもプラスに働いた。ソビエト連邦が崩壊し、東西冷戦が終わり、EUは東方に向けて拡大する。EU加盟28カ国（英国を含む）のうち13カ国は2000年代になってからの加盟であり、いずれも旧東側陣営の国々であると同時に所得水準も低い。EUがもともと抱えていた南北問題は、旧東欧への拡大によって一段と深刻になったのだが、世界経済が順調に成長しているうちは、経済力が弱い国も含めてEU各国は緩やかな成長を維持し、格差問題があまり表に出てこなかった。

欧州では1999年に単一通貨ユーロが導入され、当初11カ国でスタートしたが、現在は19カ国まで拡大している。同じ通貨を使うからには経済状況が似ていないといけない。このため、インフレ率、財政収支、政府債務残高などのいくつかの指標で経済の安定性や健全性の基準を満たしていないとユーロは導入できない。世界経済が堅調に成長していたことは、経済力が弱い国でもこうした基準を満たすことを可能にした。

同時に、ユーロを導入した国は、経済が健全であり、信用力が高い国と見なされ、国債金利が低下した。経済力に差があっても、各国がみな低金利で資金調達ができるようになった。これは単なる金融緩和効果をもたらすだけでなく、国によっては実力以上に低い金利で資金を調達することを可能にするものであった。結果として、不動産向けや南欧・中東欧向けの貸出しを過剰に拡大させることになった。こうして欧州にもバブルの芽が広がってきた。

日本は、すでに1990年代初めにバブルの崩壊を経験しており、金融機関の経営は慎重になされるようになっていた。このため、日本が金融危機の震源になることもなければ、海外からの影響も欧州などに比べれば軽かった。ただ、実体経済においては世界経済の高成長の恩恵を受けて輸出が順調に拡大し、戦後最長の景気回復を実現することになった。世界経済のバブル的好況に影響されたという点で、日本経済も間接的ながら世界経済バブルの恩恵を受けていたと言えよう。

3. 世界金融危機がもたらした転換点

世界がバブル的活況を呈していたため、金融危機による世界経済の落ち込みは極めて大きなものとなった。金融危機前の世界経済は5%を超える30年ぶりの高成長を実現していたが、リーマン・ブラザーズ破綻の翌年となる2009年の成長率はゼロ成長まで低下した。その後、短期的なショックが落ち着くにつれて成長率は戻ってくるが、それでも3%台の成長にとどまっている(図表2)。人口の伸びが1%で変わらないとすると、所得(一人当たりGDP)の伸びが半減しており、貿易の伸びはさらに大きく落ち込んでいる。

貿易取引の拡大を通して世界経済の成長が実現してきたが、金融危機後は貿易の伸びが経済成長率を下回るスロートレードと呼ばれる状況が続き、世界経済の成長力が弱まった。さらに、国・地域ごとに見ていくと、世界金融危機がさまざまな意味で経済の転換点となったことが分かる。

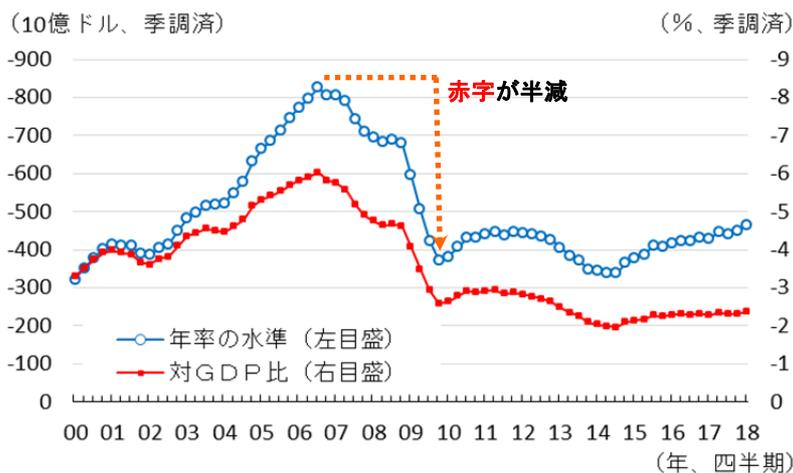
まず、米国では経常赤字が減少に転じ数年で半減した(図表3)。半減したといっても2000年代初めの水準に戻った程度であり、まだ巨額の赤字を計上して世界経済の成長を支えていることには変わりはない。しかし、赤字を拡大させて相手国に輸出の機会を提供しながら世界経済をけん引する機関車の役割を果たす時代は終わったようだ。世界経済が金融危機前のように、5%の高成長を遂げることは期待できない。

図表2 金融危機前後の世界経済のイメージ

	金融危機前	金融危機後
経済成長率	5%	3%
人口	1%	1%
一人当たりGDP	4%	2%
貿易	7%	2%

(注) 数字は筆者のイメージ。実際の数字はこれとは異なり、年によって変動する

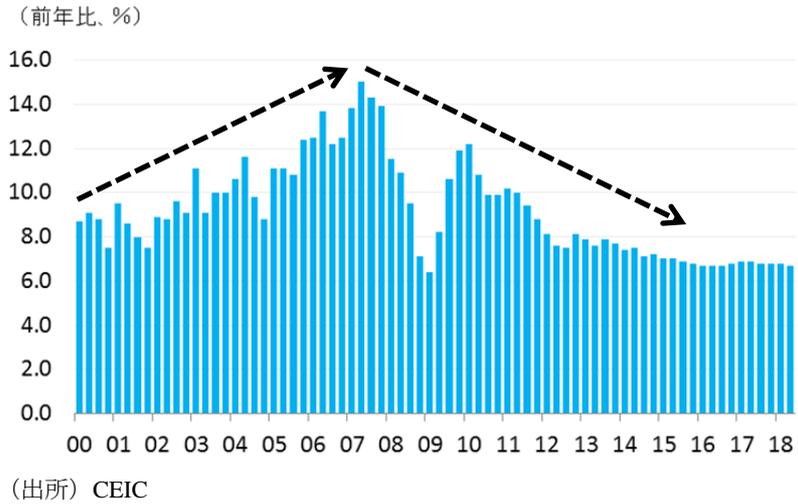
図表3 金融危機前後で米国の経常赤字が半減 <米国の経常収支>



(出所) 米商務省経済分析局 (BEA) より MURC 作成

中国の転換点は経済成長率の推移に見ることができる。WTO加盟を契機に世界の工場としての発展を始め、経済成長率が高まっていったが、世界金融危機を境に成長率が低下トレンドに転じた(図表4)。2009年は4兆元の経済対策の効果が出て一時的に成長率が高まったが、その後は再び減速基調が続いている。

図表4 金融危機を境に中国の成長率は上昇から低下へ <中国の経済成長率(前年比)>

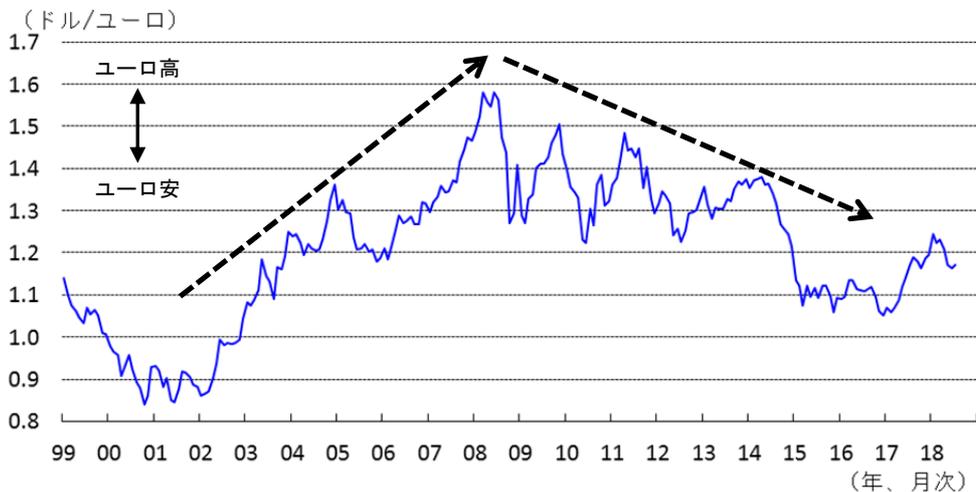


経済成長率が低下したといっても6~7%で成長しており、先進各国よりは十分高い成長であり、他の新興国と比べても安定的な成長を続けていた。この結果、金融危機以降も世界経済における中国の存在感はどんどん高まり、2010年には日本を抜いて世界第二位の経済大国となった。

しかし、金融危機を境に存在感の中身が変わってくる。それまでは世界の工場としての存在感であったが、世界経済が減速してくるにつれて中国製品に対する需要の伸びも鈍って、世界の工場として高成長を続けることが難しくなってきた。このため、過剰供給力問題、不良債権問題、さらには中国からの資本流出といった世界経済にとってマイナス材料となりそうな分野での存在感が注目されるようになった。

欧州の転換点はユーロの推移で確認できる。1999年の単一通貨ユーロの導入以降、その価値は上昇傾向を続けていたが、世界金融危機を境に低下トレンドに入った(図表5)。「強い国の通貨は強い」という原則に立って考えると、金融危機前のユーロの上昇は、統合が広がり、結束を強めながら欧州が順調に成長していたことを反映しているようだ。

図表5 金融危機を境に強いユーロから弱いユーロへ <ユーロ相場>



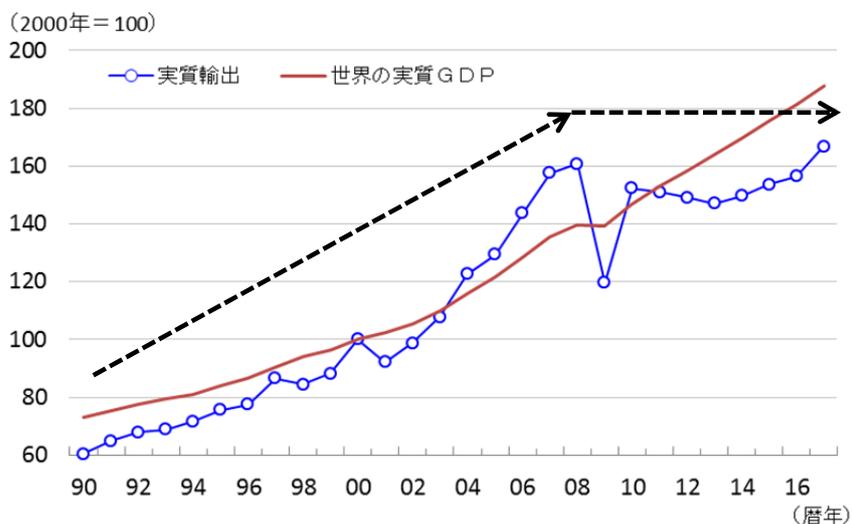
また、その後のユーロの低下は欧州の弱さが表面化してきたことを示唆している。欧州では、米国の金融危機が波及したことに加え、2009年にはギリシャの財政赤字が過小評価されていたことが明るみに出て、国債に対する不信が広がるギリシャ問題が発生した。ギリシャと同様に財政状況に不安があるポルトガル、アイルランド、イタリア、スペイン（ギリシャも含めてPIIGSと呼ばれた）の国債に対する不安も高まり、これらの国々に債権を持つ独仏の金融機関の経営に懸念が広がり、欧州全体に財政・金融危機が広がっていた。

世界金融危機を境に欧州の経済成長に陰りが出てくるにつれて、それまで隠れていたEU加盟国間の経済力の差が表面化した。このため、統合をさらに広げたり、深化したりすることが難しくなり、統合を推進しようという政治的エネルギーが後退し、統合に否定的な意見が社会全体に広がってくるようになった。

日本では、金融機関の経営は慎重で世界金融危機が金融システム不安を引き起こすということではなかったが、実体経済が受けたダメージという点では他国よりも大きかった。輸出の拡大に支えられて戦後最長の景気回復を続けていただけに、世界経済の急減速によるダメージが大きく、大幅なマイナス成長を余儀なくされた。

世界金融危機によるショックが落ち着いてくるにつれて成長率もプラスに戻ってきたが、金融危機を境に日本経済の成長メカニズムが転機を迎えた。図表6は、世界のGDPと日本の輸出の推移を比較したものだ。まず、世界のGDPは世界金融危機でゼロ成長となったが、その後は危機前に比べて減速したもの、右肩上がりすなわちプラス成長で推移している。これに対して、日本の輸出は金融危機を境に屈折し、あまり増加しなくなっている。輸出の拡大を通して世界とともに成長してきた日本経済だが、金融危機を境に世界とともに成長できないようになった。

図表6 金融危機後は世界とともに成長できない日本



(出所) 日本銀行「実質輸出」、IMF「World Economic Outlook Databases」

この転換点の背景にあるものは、中国をはじめとする新興国の競争力の高まりだ。特に中国は、世界の工場として成長を遂げる間に、量と質の両面で輸出競争力を高め、日本の競争力は相対的に低下した。世界経済が高成長を遂げている間は日本の輸出も増加を続けていたが、世界経済が減速してくると競争力の低下が顕在化して輸出が伸びにくくなってきた。

4. 金融危機のショックから立ち直った世界経済

このように、世界金融危機は世界経済に大きなダメージを与えたが、10年の時を経てショックからは立ち直ってきている。金融危機に直面して各国はさまざまな対応策を講じてきたが、対応策は二つに大別される。

一つは、金融機関の経営不安を解消し、金融システムを安定化させる対策である。金融危機の影響が大きかった欧米では、金融機関の資金調達に支障が生じないように中央銀行が潤沢な資金供給を行い、経営に不安がある金融機関に対する資本注入が行われた。こうした対応は、1990年代後半に日本で取られた政策と似ているが、日本ではバブル崩壊から10年近くの時を得て実施されたのに対し、欧米では短期間のうちに対応がとられたことは、日本の教訓に学んだと言える。

それでも、欧州では前述のとおり、ギリシャ問題が欧州全体の金融・財政問題に発展し、その解決には時間がかかった。EUに加えてIMF（国際通貨基金）からも支援を受けたギリシャは、問題の発覚から9年近くを経てようやく支援を卒業することになった。しかし、財政構造は依然として厳しく、国債の安定発行に向けて今後の課題はまだ大きい。

二つ目の対策は、財政・金融両面からの景気テコ入れ策であった。まず、金融政策については、金融危機の影響が大きかった欧米を中心に、上述の金融システムを安定化させる対策と一体となって、政策金利の引き下げや量的緩和政策が採用された。

一方、中国や日本のように世界金融危機の舞台にはならず、その影響がもっぱら経済の急減速という形で現れた国では、財政支出の拡大による景気刺激策に重きが置かれた。日本では、リーマンショックから間もない2008年10月には事業規模27兆円の経済対策が決定され、中国でも同年11月にいわゆる4兆元の経済対策が決定された。2009年になると米国や欧州でも財政面からの景気刺激策が決定された。

このように、主要国が協調して財政・金融面からの経済刺激策をとったことは、世界経済がショックから早期に立ち直ることを可能にしたという点で評価できる。しかし、こうした政策対応が、歳出拡大による財政構造の悪化、非伝統的な金融政策からの出口といった問題を残すことになった。

5. パクス・アメリカナの終わりの始まり

世界金融危機によるショックからは立ち直っても、世界や日本の経済が危機前の姿に戻るわけではない。

第二次世界大戦が終わり、戦勝国であり、かつ国土が戦場にならなかった国でもある米国は、圧倒的な軍事力と経済力で西側自由主義陣営のリーダーとなった。ソ連をリーダーとする東側陣営との東西冷戦はあったものの、西側世界では米国を頂点とする平和と安定が保たれていた。これをパクス・アメリカナ（アメリカの平和）と呼ぶ。

第二次世界大戦終結から60年余り経過し、世界経済を取り巻く環境も変わり、パクス・アメリカナのような世界経済秩序を続けることが難しくなっていた。2000年代中頃までは国際収支の不均衡を拡大させながら実力以上の経済成長を実現させたが、その無理が世界金融危機をもたらしたと考えることができる。そうしてみると、世界金融危機はこの世界経済秩序の終わりの始まりを示す出来事と捉えることができよう。

まず、米国の圧倒的な軍事力と経済力という前提に疑問が出てきた。今でも米国は世界第一位の経済大国であるが、かつてのような圧倒的な存在感や力強さはない。軍事力を維持するために

は巨額の軍事予算、つまり経済力が必要である。米国の存在感が薄れてきたということは、経済力に陰りが出てきたということだ。トランプ大統領のような、アメリカファーストを標榜する人が大統領に選ばれたということも、そこに原因があろう。

第二次世界大戦後の米国経済の強さを支えた要因はいろいろあるが、ベビーブーマーの存在が大きい。米国のベビーブーマーは1946年～64年生まれを指すのが一般的で、日本の団塊世代が1947年～49年生まれと3年間であるのに対して、かなり広い年齢層が含まれる。さらに、移民の流入も加えて増加しながら、このベビーブーマー層は、最も個人消費が活発になる50歳前後の層に向けて拡大を続けた。この動きがピークアウトしたのが、ベビーブーマーの中核が高齢者に仲間入りをしてきた2010年ごろである。

「移民の国アメリカ」でも高齢化が本格化してきたことによって、経済力に陰りが出てきた。米国に対して、世界の平和を守る警察官としての、あるいは世界経済の成長を引っ張る機関車としての役割を期待することはできなくなった。

それでは、米国に代わる役割を担う国が出てくるのか。存在感を急速に増している中国が新たな世界経済秩序の担い手となり、パクス・シニカ（中国の平和）の時代が来るのか。たしかに中国は、保護主義に走る米国に代わって自分たちが自由貿易を推進すると言っている。しかし、中国が世界一の輸出大国になったからといって、WTOを舞台に中国が貿易、投資はじめさまざまな経済活動において自由化を推進するとは考えにくい。

歴史を振り返ると、漢や唐のように、中国が世界一の大国であり、中国の都が世界の交流の中心となった時代もあった。ただ、それは中国を中心として周辺の国々が臣下となる朝貢関係であり、世界に共通するルールを一緒になって築くものではなかった。中国が世界に広げている一帯一路もある意味この伝統に沿ったものだ。

一帯一路は、中国を中心に一対一の覚書を相手国と結び、社会資本の整備を進めるものであり、そのための資金は中国が中心となって設立したアジアインフラ投資銀行(AIIB)などが供与するというものである。関係する国々の投資活動を活発にし、中国との貿易取引を拡大させるものであるが、域内の貿易自由化を目指したのではなく、中国を中心とする二国間協定の集合体と考えた方がよい。中国が米国に代わる役割を担うとは考えにくい。もしそうであったとしても、その時は中国のルールが世界共通のルールとして適用されることになるだろう。

EUは、国ではないが、米国に匹敵する経済規模を持っている。欧州は、二度の世界大戦の舞台になってしまった反省の上に立って、独仏を核として西側自由陣営での統合が広がった。東西冷戦下では、米国との同盟関係を軸に東側と対峙していた。米国に匹敵する経済規模に達していたEUではあるが、米国のように大幅な経常赤字を計上するわけでもなく、安全保障面では米国との同盟が核となっていた。つまり、世界の警察官や機関車の役割を演じることはなかった。

東西冷戦が終結しEUが東方に向けて拡大を始めたことはすでに述べたとおりであるが、旧ソ連の主要国であるウクライナでも親EU政権ができるに至って、ロシアによるウクライナへの武力進攻、クリミア併合といった出来事が起こり、ロシアとの緊張感を高めることになった。また、新たに加盟してきた旧東欧諸国は民主主義や法の支配といった、従来からの加盟国の理念を共有していない。これまで統合を拡大してきたEUであるが、EUの中で東と西の間が分断されてきている感がある。

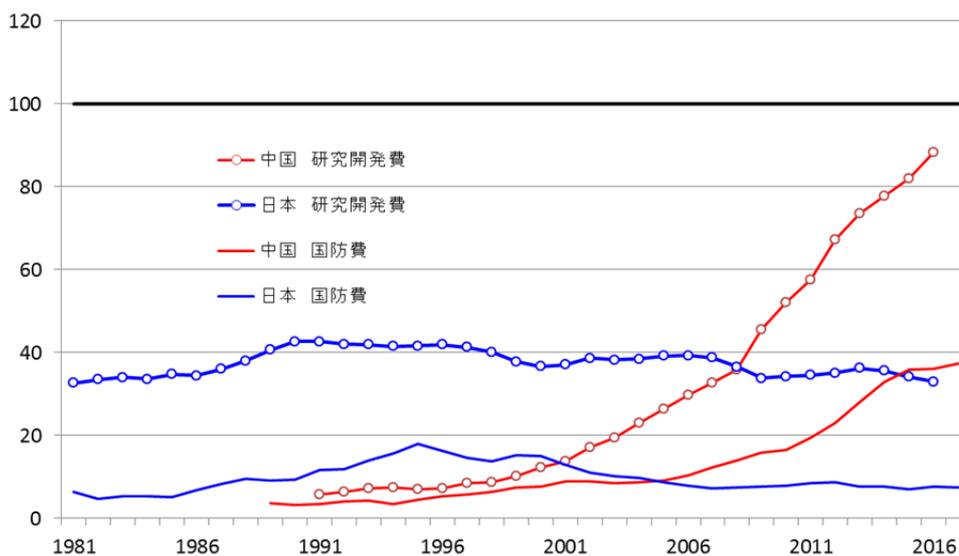
EUは、これまでの拡大・深化路線を見直し、独仏の協調という原点に戻るようになるだろう。仏のマクロン大統領が、ユーロを導入している19カ国（旧東欧の多くの国は除かれる）での関係を強化しようとしているのも、こうした考えに基づくものだ。統合のテコ入れがまず必要であり、欧州が米国に代わって新たな世界経済秩序の担い手になることはない。

6. 混迷の時代が続く

パクス・アメリカナという世界秩序を続けることは難しい。それどころか、米国は、これまで自分たちが作り上げてきた WTO を軸にした自由貿易体制を自ら否定し、中国だけでなく世界に対して貿易戦争を仕掛けている。WTO のルールよりも、国の力が優先する貿易戦国時代が始まったようだ。

新しい世界経済秩序を作り出すことはもっと難しい。そもそも、米中の対立は容易に解消しない。貿易収支の不均衡だけではなく、両国の覇権をめぐる対立になっているからだ。図表7は、研究開発費と国防費について米国=100として指数化し推移を見たものだ。中国はどちらも2000年代に入って急速に拡大し、研究開発費は米国の9割、国防費は4割程度の水準にまで拡大している。研究開発費の拡大はハイテク産業の発展を意味すると同時に、国防力の近代化にも貢献しているはずだ。ちなみに日本は、ピーク時でも研究開発費は米国の4割強、国防費は2割弱であった。

図表7 急速に増加する中国の研究開発費と国防費
 <日本と中国の研究開発費、国防費の推移（米国=100）>



(出所) ストックホルム国際平和研究所 (SIPRI) より MURC 作成

米国が中国の製造業強化策である「中国製造 2025」を執拗に警戒するのは、それが米国の技術覇権、ひいては安全保障を脅かすものだからだ。そこで掲げられた「次世代情報通信技術」、「先端デジタル制御工作機械とロボット」など10の重点分野の輸入品を中心に、米国は高関税をかけてきている。

「中国製造 2025」は、製造強国を目指すものだが、その中では「中華民族の偉大な復興という中国の夢実現に向けた土台を固める」と謳われている。米国にとって中国との交渉は、自国の安全保障の傘の下にいた日本との交渉と全く異なる。米中貿易交渉は日米とは異なる次元の交渉となり、容易に決着しないだろう。

しばらくは、米国と中国の対立を軸に世界は混迷が続くそう。混迷の時代だからこそ、日本もしっかりした軸足を持たないといけない。戦争に負けて以降、日本は米国との緊密な同盟関係を結んでいた。貿易摩擦が生じて安全保証の同盟関係をまず優先し、その枠組みの中での貿易摩擦であった。しかし、世界を相手に貿易戦争を仕掛ける米国と今まで同じような関係を維持してよいのか。少し距離を置くことを考えざるを得ないのではないか。

一方、中国はこれまでよりは友好的に日本に接してくるかもしれない。それ自体は悪い話ではないが、日本を自分の陣営に取り込もうという意図が背後にある。中国と無理に対立する必要はないが、一定の距離感を保つ必要はあろう。米国と中国という二つの大国との距離感をうまくバランスを取りながら計っていかなければならない。

米国と中国は対立しているが、どちらも覇権を争う大国であり、二国間主義である。やや乱暴な言い方をすれば、WTOといった国際的な枠組みにはまろうとしないのではないか。これに対して、日本はあくまでWTOの枠組みの中で自由貿易を推進していくべきだ。

その意味では、TPP11(包括的及び先進的な環太平洋パートナーシップ協定)が米国抜きで合意・署名に至ったことは幸いであった。ここに軸足を置いて仲間を増やしていくことができる。また、EUとの間でEPA(経済連携協定)をようやく合意・署名にこぎつけたことも大きな成果だ。EUは、WTOの枠組みを尊重し自由貿易を推進するという価値観を共有できる仲間になるからだ。

日本は軍事力で覇権を目指す大国ではない。日本の考え方を共有できる仲間を増やしていくことが混迷の時代を生き抜くために必要となってくる。

執筆者略歴

1981年 早稲田大学政治経済学部経済学科卒業。同年 日本長期信用銀行入行、調査、営業、証券業務等を経験。1985～87年 ハーバード大学ケネディー行政大学院に留学、MPP(公共政策学修士)を取得。1997年4月 長銀総合研究所 経済調査部勤務。1999年1月 三和総合研究所 調査部勤務。2006年1月 三菱UFJリサーチ&コンサルティング 調査部勤務。2009年8月 内閣府 大臣官房審議官(経済財政分析担当)。2011年8月 三菱UFJリサーチ&コンサルティング 調査部勤務。2011年9月 調査部長。2018年1月 研究主幹、現在に至る。
著書「デフレ脱却・円高阻止よりも大切なこと」中央経済社2012年