

リーマンショックから1年・危機の総括

発表日：2009年9月14日（月）

～ポスト金融危機の成長観は未だに描けず～

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

2008年9月15日に発覚したリーマンショックから1年が経過し、一頃の悲観論は修正されたが、「最悪期は過ぎても、しばらくは低成長を余儀なくされる」という慎重論は続いている。ショックの後から実体経済が回復過程に移るまで、なぜこれほど早かったのかは未だに疑問が残る。90年代の日本経済との相似形と捉えれば、金融システムの不安定さは根深く残っており、予断を許せないという見方ができる。

一変した様相

1年前は遠い昔のように思える。「百年に一度の経済危機」など、今耳にすれば、もはや死語に聞こえる。半年前まではリアルな現実であった出来事も、今は過去の事実の羅列のひとつに過ぎない印象だ。事前と事後のコントラストが大きいことは今回の特徴でもある。

そこで手始めに、リーマンブラザーズ破綻によって、「変わってしまった認識」を踏まえ、そこからさらに「修正された認識」があることを整理してみたい。まず、リーマンショックを境に決定的に変わってしまった認識は、世界の経済成長の牽引役が、米欧経済から新興国経済へと切り替わったことであろう。無論、それ以前のデカップル論ほど、新興国経済に牽引力がないことは明白であるが、回復力に関して中国経済の立ち直りが早いことは時代の変化を予感させる。今から思えば、9.11テロ事件以降の世界経済の高成長は、米国の金融拡張を影のエンジンとし、投資銀行ビジネスの隆盛とともに発展した、いびつな経済発展であった。リーマンショックは、シャドーバンキングを破壊し、金融拡張が実体経済を刺激するパラダイムが覆ったことを象徴する出来事であった。日本の経験からは、金融バブルの根が深かった米欧経済は、かつて日本経済が90年代に苦しんだように、バランスシートの修復に時間がかかるという共通認識を持っているだろう。

一方、上記のような認識は、リーマンショックが起こってしばらくの間は、単純な長期低迷論を植えつけたが、そうした悲観論は修正を迫られている。「修正された認識」とは、危機局面が予想外に早く底入れし、小康状態を迎えたことである。筆者の記憶では、2009年1～2月までは金融バブルの崩壊が実体経済を打撃したインパクトが2009年度内は継続するという見方が大勢を占めていた。それが2009年3月くらいから、悲観一色につつまれていた状況が、いくつかの転換点を潮目にして変化したと考えられる。

身近な日本からの見方として、具体的な転換点だったように思える変化を挙げると、次の3つがある。

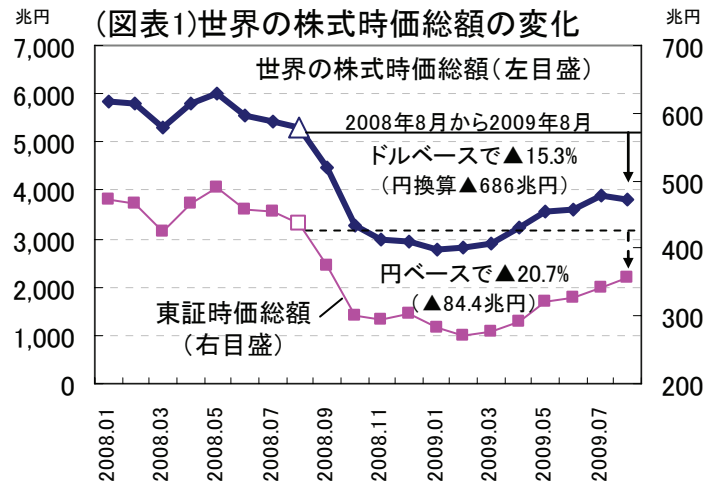
- (1) 第一に、2月になって日本の鉱工業生産の予測指数が3月以降は在庫調整圧力が緩和して前月比でプラスになりそうだとわかったこと。輸出企業の景況感もミクロ・マクロの情報を通じて、同時期に変化した。
- (2) 第二に、中国で4兆元の経済対策が打ち出され（2008年11月9日）、経済対策が注目され始めたこと。実際に、中国ではPMIが2008年12月から改善に向かった。
- (3) 第三に、世界の主要株価*が3月上旬をボトムにして上昇に転じたこと。日本は年度末を控えて危機感が最高潮に高まっていただけに、年度末を株価改善の流れの中で迎えたことの意味は大きかった。

このような情勢変化を経て、現状の認識は、「経済悪化はすでに最悪期は過ぎたが、しばらくは低成長を余儀なくされる」というものである。この見方は、中長期で「変わってしまった認識」を認めつつ、短期で「修正された認識」を織り込んだ組み合わせである。

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。見直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。

※ 世界の株式時価総額

リーマンブラザーズの破綻が起こる直前の2008年8月末から、1年後の2009年8月末にかけて、世界の52取引所の株式時価総額は、▲7.4兆ドル（686兆円）の目減りとなった（図表1）。IMFによれば2008年の名目GDPは60.7兆ドルなので、1年間の株式総時価の目減りは▲12.2%という規模になる。この間、日本の東証3市場の時価総額は、▲84.4兆円の目減りとなっている。日本の2008年の名目GDP507.6兆円に対して株価の目減りは▲16.6%とやや大きい。なお、この1年間の株価回復で、2008年8月以前の時価水準を回復したのは52取引所中、中国・インド・南米の7取引所に止まっている。日次ベースの主要株価をみても、日米欧株価はリーマンショック以前の水準を回復できず、中国・インド・韓国などが1年前以上に株価を上げている。



注：国際取引所連合（The World Federation of Exchanges）、東京証券取引所

金融危機の諸側面

リーマンショックが、その後の金融危機の引き金になったことは論を待たない。米財務省がリーマンブラザーズを救えなかったことは、想定できないリスクの顕在化として、金融市場の参加者にショックを与えた。最近の言葉を使うと、「ブラックスワン（黒鳥）」が発見され、リスクコントロールの基盤になる確率分布が変化し、金融機能が不全になった事件である。日本で言えば、1997年11月4日に三洋証券向けの無担保コール10億円がデフォルトに陥り、インターバンクで疑心暗鬼の心理が蔓延して、その後の危機に連鎖したのと同じショックが起こったと考えられる。金融取引のリスクプレミアムは一気に拡大し、短期金利、社債利回り、CDSとスプレッドが広がり、資産価格は暴落した。こうした資産価格の下落は、金融機関のバランスシートの左側（資産サイド）だけではなく、右側（資本）をも直撃した。自己資本が毀損した金融機関は、リスクテイク能力が急低下して、信用供与を引き締め（クレジットクランチ）に転じ、実体経済を悪化させた。

リーマンショックを機に市場が流動性危機に陥ったのは、それ以前にユーフォリアが支配していて、過度にリスクが織り込まれない環境があったことも大きい。いわゆるバブル状態が資産価格形成を歪める症状は、信用スプレッドのタイト化、隠れたレバレッジの拡大と、広範囲に及んでいたのである。その反動が、流動性危機を大きなものとした。

その後の政策対応は、危機封印の公的介入が中心となった。米財務省・FRBはオペやファイナンスを円滑にするために、公的資金を使って担保資産のノンリコース化を認め、民間部門の損失リスクを支えた。日本政府が、預金等債権の全額保護を宣言したのも、同じ措置であった。一方、こうした対応は、教科書的な考え方とは異なる。価格メカニズムに基づけば、バブル崩壊が起こってもファンダメンタルズよりも価格が十分に下がれば、底値買いをする投資家が現れるとされる。市場機能が自律性を持っていることを強調する考え方である。しかし、危機の真っ只中ではその通念を信じる人はいなかった。

議論は分かれるが、米国の財務会計基準審議会（FASB）が4月2日に時価会計基準の緩和を決め、1～3月期以降の決算が底上げされたことも意義はあった。米銀の決算が、フローの利益確保で評価されるようになったのは、時価評価の損失が計上されなくなったお陰でもある。流動性危機の最中で、時価を原理的に当てはめることは自己実現的な破壊を許すことになる。市場原理を重視する立場からは、「時価会計を停止することは、目隠しをして車を運転する行為」にみえるだろうが、時価評価の妥当性は時と場合であろう。自分の病気のカルテを読んで、気分が悪くなるのならば、カルテは自分で読まない方がよい。相場が実体よりも遥かに大きくオーバーシュートして下がった段階では、ルール変更をして公的介入に合理性が与えられる。時価会計については平時の重要なルールであ

り、そのルールは市場参加者の利益のためにあるルールであり、それを守るための時間非整合の選択は認められる。事前にモラルハザードを許すような時価会計の修正は有害であるが、テールリスクに備えてルールと裁量は政策的に使い分ける必要がある。G8などで問題にされている金融機関のプロシクリシティの問題にも、平時と危機時の対応を峻別するという問題意識がある。危機と平時の間で政策当局が、どのように市場介入の姿勢を変化させるかは、現在進行形の宿題である。出口論が語られるのも、政策当局が危機から平時に姿勢をスイッチさせる戦略の模索と言える。

危機時の政策対応について、未だしっかりしたコンセンサスは出来ておらず、ケースバイケースというのが現段階の認識なのではないか。定式されて危機管理のルールを導いていくのは、これからの課題であろう。

なぜ、これほどまで早くに回復過程に移行したのか

実体経済が、金融制約によって悪化したことが、各国経済の10～12月以降の成長率を大きく減衰させた。日本やNIE S諸国のような輸出が牽引役となっている国々は特に、貿易取引が縮小したことが大きな痛手となった。そうした危機が、「なぜ、これほどまでに実体経済が早く回復過程に移行したのか」という問題は、筆者にとってはまだ解明途上にある疑問である。確かに簡便法として、(1)在庫調整、(2)政策対応、(3)新興国経済、を使って説明する方法はある。筆者も、リーマンショックの認識が修正される転換点として、(1)～(3)のファクトを使って説明した。ただし、筆者が気にしているのは、時系列で起こったイベントに単純に因果性を持たせる説明だけでは、金融危機の真の姿を知ることにはならないということである。

一連の出来事について、強く因果性を持たせることに懐疑的な立場は、実は日銀の白川総裁が、2009年4月23日に行った講演で示した考え方とも通じる。G7会合を前に、白川総裁がニューヨークで行った講演では、「偽りの夜明け」という言葉で記憶されている。そこでは、日本の失われた10年の教訓として、「第1に、大胆だと思って採った行動であっても、事後的にみれば必ずしも大胆ではなかったという場合がある。第2に、金融システムの安定を確かなものにするための大胆で迅速な政策対応は、政治的に不人気になりがち。第3に、マクロ経済政策は、経済の急激な減速に立ち向かううえで鍵となる役割を果たすが、万能薬ではない」と語られた。筆者は、この説明が極めて秀逸だと感じる。残念ながら「偽りの夜明け」という言葉が、語感の面白さによってメッセージ性が矮小化されたきらいがある。本当は、因果性の錯誤を警戒するメッセージが込められているにも思える。白川総裁のメッセージ性は、統計上の第一種の過誤、つまり間違った仮説を真だとみなす間違いを犯すことへの警戒である。

リーマンショックが起こって1年を経過した時点では、今の景気がどのくらいの回復過程の位置関係に居て、どこまで回復が進むのかは自信が持てないというのが、懐疑論に立っている筆者の見方でもある。

金融危機は遅れてやってきた

金融危機の流れにどうやって歯止めがかかったのかという理由を考えると、金融機関の収益動向の変化がある。米銀の1～3月期決算では、多くが黒字転換する結果を出した。前述の時価会計の要因もあるが、1～3月にトレーディング勘定の収益拡大が効いた。これは、FRBがオペ対象を拡大し、債券市場で取引が活発化したためである。「金融危機を公的資本注入が止めた」という見方があるが、日本の場合も米国の場合も、健全に営業している金融機関が、公明正大に公的資金を損失穴埋めに使って、健全化を果たしたという行動にはならなかったのではなかろうか。世論の反発を嫌って、米銀が相次いで公的資金を返済したことは、「危機時には公的資金を活用する」という処方箋が、机上の作戦ほどはうまくいかないことを物語っている。むしろ、自己資本増強という点では、公的資金活用のペナルティを回避するための自力増資が大規模に進んだことが、金融機関の経営不安を払拭させた。

それともうひとつ、金融機関の損失改善という意味で、米国の住宅価格が前月と比べて上昇に転じてきたことが

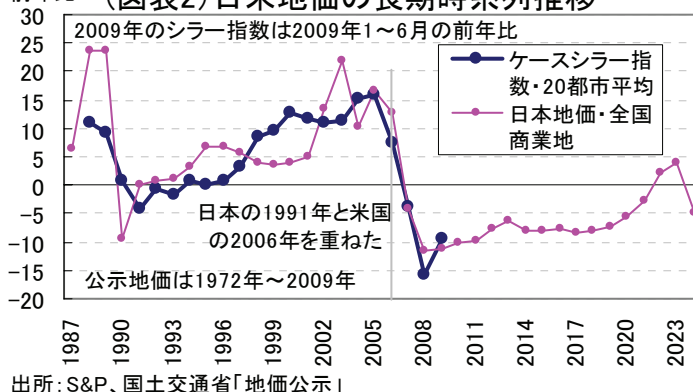
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

大きい。住宅市場には、低金利効果が効いた。FRBが12月のFOMCで実質ゼロ金利を導入するとともに長期国債の買入れを示唆し、長期金利が大幅に低下した（長期金利は一時2.04%まで低下）。住宅販売はモーゲージ金利に敏感で、2月くらいから下げ止まり感が広がり、中古住宅販売→新築住宅販売→住宅投資→住宅価格へと効果が波及していった。主要都市の住宅地価を表すケース・シラー指数（季節調整値）では、2～5月に大底を迎えて底入れする動きが広範化している。住宅価格の反転は、金融機関の収益のみならず、家計の購買力を支える意味でも大きなインパクトを与えた。

ここで住宅価格が転換してきた背景は、金融政策効果のほかに、資産デフレが始まって時間が経過したことも無視できない要因である。私たちはリーマンショックの大きさゆえに、危機をその起点に考えがちになるが、米国の住宅価格がピークアウトし始めたのは2006年6月からである。リーマンショック（2008年9月）は、そこから2年3か月が経過していた。サブプライム問題と呼ばれる混乱が表面化した2007年夏頃もすでに住宅価格下落から時間が経っていた。リーマンショックは、実体経済が相当に悪化して、それが遅れて金融面に波及し、さらにネガティブ・フィードバックしてきた事件だったと捉えられる。経過は資産バブル悪化→金融危機→実体経済の悪化加速、という順序で進んだ。

奇しくも、シラー指数が前年比マイナス幅を縮小させたのは、バブル崩壊後の日本の公示地価・全国の下落幅の推移と重なっている（図表2）。地価下落が始まってもしばらくは実体経済の悪化が実感されず、金融機関のダメージとして顕在化するのには1年以上が経過してからである。実体経済の悪化は、資産価格のピークアウトから2年半程度を経過して、一旦は小康状態が訪れる。日本であれば1991年初のピークアウトに対して1993年秋に小康状態が訪れ、米国であれば2006年6月

前年比% (図表2) 日米地価の長期時系列推移



から2年半を経過した2009年初から小康状態を迎えている。実体経済の変化は、バブル崩壊をした後の経過として、不思議な相似形をみせている。米国で2009年初から危機局面を脱した効果には、時間が経過して、調整圧力が弱まってきたところに政策効果が浸透したという面も否定できない。

反面、90年代の日本経済との相似形が成り立つのならば、欧米金融システムは健全化の途上にあり、バランスシートの修正に未だ時間がかかると慎重にみた方がよいという見方もできる。90年代の日本経済は、景気循環が循環を経た後で1997年の消費税率引き上げで、金融危機に舞い戻ってしまった。欧米金融システムに内在するリスク要因を過小評価しない方が妥当であろう。

これからの課題

リーマンショック後の展望は、しばらくは低成長を余儀なくされるというものである。これは、バランスシート調整が需要吸収作用を持っていたり、リスクプレミアムが以前ほどは縮小しないことが背景にある。さらに、米欧の経済成長が緩やかになり、需要牽引役が不在であることも大きい。2009年夏になって、ITサイクルはようやく上向きになってきたが、そのペースは設備投資需要に加速感が乏しい中では限定的であろう。耐久消費財向けの減税政策が採られていても、それは需要の先食いには過ぎないという見方も根強い。日米欧ともに共通課題は、生産性上昇を伴うような雇用拡大があって、初めて力強い内需拡大に移行できるという課題である。

金融指標をみると、欧米株価はリーマンショック以前に止まる一方、アジアなど新興国株価はそれ以前の水準を

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。

抜こうとしている。そうした格差は実体経済を正しく反映したものなのか、それとも世界的な過剰流動性が演出した金融相場の所産なのかはまだ見極めづらい。先進国経済とは独立して新興国が高成長を遂げて、主要な需要牽引役になっていくかも論点である。それを見極める際には、世界的な金融バブルの再燃が姿を変えて起こっているかどうかを確認することが焦点になろう。