

Contents *****

特集：リーマン・ショックから 10 年目の世界経済	1p
＜先週の”Financial Times”紙から＞	
”Populism is the true legacy of the crisis” 「危機の真の遺産はポピュリズム」	7p
＜From the Editor＞ 上海紀行／インフラ産業	8p

特集：リーマン・ショックから 10 年目の世界経済

間もなくあの日から 10 年目がやってきます。世界第 4 位のリーマン・ブラザーズ証券が経営破綻し、国際金融の秩序が引っくり返ったのは 2008 年 9 月 15 日のこと。それと同時に実体経済も激しく落ち込むことになり、世界経済には **BC (Before the Crisis)** と **AC (After the Crisis)** という分水嶺が出来てしまいました。

あらためて危機後の 10 年間 (2009 年=AC 元年から 2018 年=AC10 年まで) を振り返ってみると、「危機で変わった米国」「変わらなかった日本」「変わった部分と変わらない部分が同居する中国」という分類が出来るように思います。大雑把な議論となりますが、日米中 3 개국経済のこの 10 年を駆け足で振り返って比較してみたいと思います。

●危機後に生まれ変わった米国経済

本誌では何度も指摘していることだが、「リーマン・ショック」というのはわが国特有の呼び方である。

海外では”**The Global Financial Crisis**” (国際金融危機) と称することが多い。もう少し学術的に特定するなら”2008 Financial Turmoil”になるし、前年のサブプライム住宅ローン問題から数えて”Financial Crisis of 2007-08”ということもある。さらには、単に”**The Great Recession**” (大不況) で済ませてしまうケースもしばしば見かける。この場合は、1920 年代の”The Great Depression” (大恐慌) と使い分けしていることになる。

要はあまりにも経済の落ち込みが深く、記憶もまだ鮮明なので、「この不況」で通じてしまうわけである。もっとも今年の米国経済は絶好調であり、そろそろ「あの不況」と振り返る心の余裕も出てきているのではないかと思う。

10年前のあれは果たして何だったのか。「バブル崩壊による混乱と長期にわたるバランスシート不況」と要約することができよう。当時の米国では住宅バブルを背景に、サブプライムローンと呼ばれる住宅担保債券が流通していた。高格付けの証券化商品とされていたが、その多くが実質的な不良債権であった。やがて金融機関の資産内容が不安視されるようになり、リーマン・ショックを契機に信用収縮に見舞われることになる。

しかし、その後の米政府の政策対応は素早く、徹底したものであった。巨額の不良債権買い取り基金を用意し、金融機関への公的資金注入を行った。連銀は利下げをし、流動性を供給し、それで足りないを見ると数次にわたって量的緩和政策を断行した。ひとつには米国の金融関係者が、それに先立つ日本の不良債権問題をよく研究していたからであろう。

ニューヨーク・ダウ平均は09年3月に約6500ドルで大底をつけた後、今日に至る長期的な上昇過程に入った。現在では2万5000ドル近辺であるから、ほぼ4倍になった計算になる。この間に、市場で取引される企業の顔触れも一変した。以下に「リーマン前」と「リーマン後」の株式時価総額Top10企業を比較してみた。

(ちなみに2008年を危機0年とし、以下、2009年をAC元年、2018年をAC10年と数える。逆に2007年はBC1年とし、以下、遡って数えることにする)

○株式時価総額ランキング

リーマン前：2005年末 (BC3年) =製造業、資源、金融などリアルエコノミー	リーマン後：2018年7月末 (AC10年) =GAFAが上位独占、ヴァーチャルエコノミー
1. GE (米) : 3,715 億ドル	1. <u>アップル (A)</u> (米) : 9,353 億ドル
2. エクソンモービル (米) : 3,495 億ドル	2. <u>アマゾン (A)</u> (米) : 8,669 億ドル
3. マイクロソフト (米) : 2,801 億ドル	3. <u>アルファベット (G)</u> (米) : 8,502 億ドル
4. シティグループ (米) : 2,535 億ドル	4. マイクロソフト (米) : 8,150 億ドル
5. BP (英) : 2,196 億ドル	5. <u>フェイスブック (F)</u> (米) : 4,982 億ドル
6. プロクター&ギャンブル (米) : 2,004 億ドル	6. バークシャー・ハサウェイ (米) : 4,918 億ドル
7. ウォルマート (米) : 1,981 億ドル	7. アリババ (中) : 4,815 億ドル
8. トヨタ自動車 (日) : 1,871 億ドル	8. テンセント (中) : 4,392 億ドル
9. バンクオブアメリカ (米) : 1,853 億ドル	9. JP モルガン・チェース (米) : 3,913 億ドル
10. HSBC (英) : 1,804 億ドル	10. ジョンソン&ジョンソン (米) : 3,554 億ドル

2005年 (BC3年) と 2018年 (AC10年) の Top10 企業のうち、共通しているのはマイクロソフト1社だけである。リーマン以前は製造業や資源、金融といった普通のリアルエコノミー企業が並んでいた。それがリーマン後には、グーグル、アップル、フェイスブック、アマゾンなど「GAFA」と呼ばれる新興ハイテク企業群が上位を席卷している。米国経済は、危機を契機に大胆に生まれ変わったと言えよう。

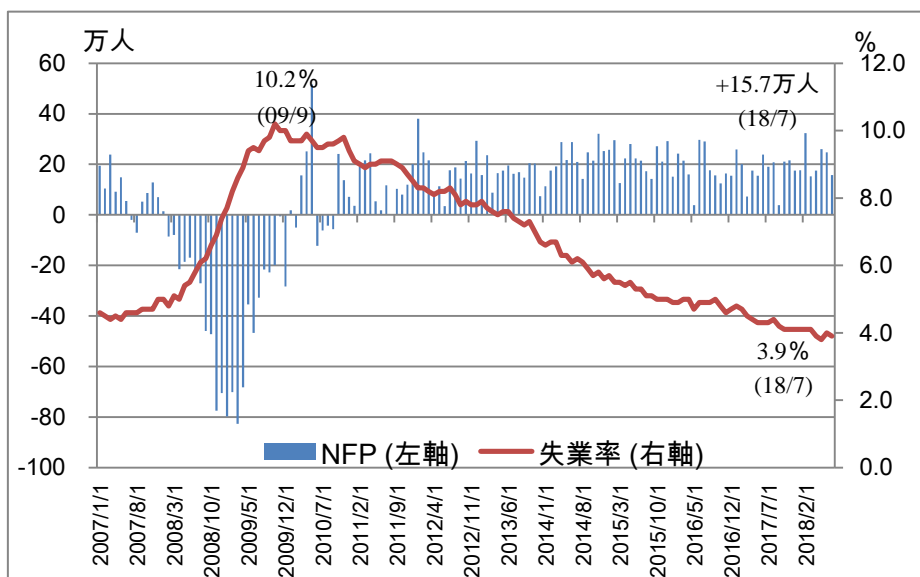
もっとも金額自体が膨れ上がっていることを考えると、「行き場をなくしたマネーがGAFAに流入しているだけなのでは?」との疑念も頭をもたげてくる。「大丈夫、GAFAはこれから新しい技術を駆使して大儲けしてくれる」という声が聞こえてきそうである。ただしこの構図、高格付けの証券化商品を皆が安心して持ち合っていた2008年秋時点と本質的に同じである。いくらなんでも「1兆ドル」は高過ぎるのではないだろうか。

●失われた雇用が生んだ政治への怨念

今日の米国経済は、3%前後の成長率と3%台の失業率に沸いている。金融危機は過去のものになったし、一連の対応は成功だったと言えるだろう。

しかるにリーマン・ショック後の実体経済は落ち込みが厳しく、米国の失業率は一時10%を超えた（AC元年9月）。そして”**Jobless Recovery**”（**雇用なき回復**）と呼ばれる状況が長く続くことになった。

○米雇用統計のトレンド



危機の前後（2008年～10年）、NFP（非農業部門雇用者増減数）は実に764万人ものマイナスとなった。その後は11年から18年にかけて、1,674万人の雇用増がもたらされた。人口増に伴う純増分を差し引いても、トータルでは大幅プラスだったことになる。

もっとも雇用を失った人たちが、そのまま元の職場に戻れたわけではない。なにしろ産業構造がガラリと変わってしまったのだ。GEやエクソンといったリアルエコノミーから、GAF Aを中心とするヴァーチャルエコノミーへ。端的に言えば、**今の米国は「鉄鋼労働者よりもネイリストの方が多い」**経済に変わってしまった¹。

ところが「失われた製造業の雇用」は、ほとんど政治問題化することはなかった。少なくとも2016年大統領選挙でドナルド・トランプ候補が登場し、中西部ラストベルトの白人ブルーカラー層に焦点を絞った選挙戦を展開するまでは。そしてそれがどんな結果を招いたかは、今さら繰り返すまでもないだろう。

¹ 本誌7月6日号「米中貿易戦争の開戦前夜」のP5を参照。

金融危機に対する処理への不満も根強いものがあつた。トランプ大統領の選挙参謀を務めたスティーブ・バノンが政界入りしたのは、「銀行は救済されたのに、住宅ローンを抱えた庶民は救済されなかった」ことへの素朴な怒りが発端であつたという。おそらく彼の眼には、繁栄から取り残された「嘆かわしい人々」が、ワシントンのエリートたちへの反感を深めている様子がよく見えていたのであろう。

この辺の心理メカニズムについては、先週の Financial Times 紙に「今日のポピュリズムは金融危機の遺産（レガシーだ）」と厳しく指摘する論説が掲載されている。抄訳を作成したので、本号 p7 をご参照願いたい。

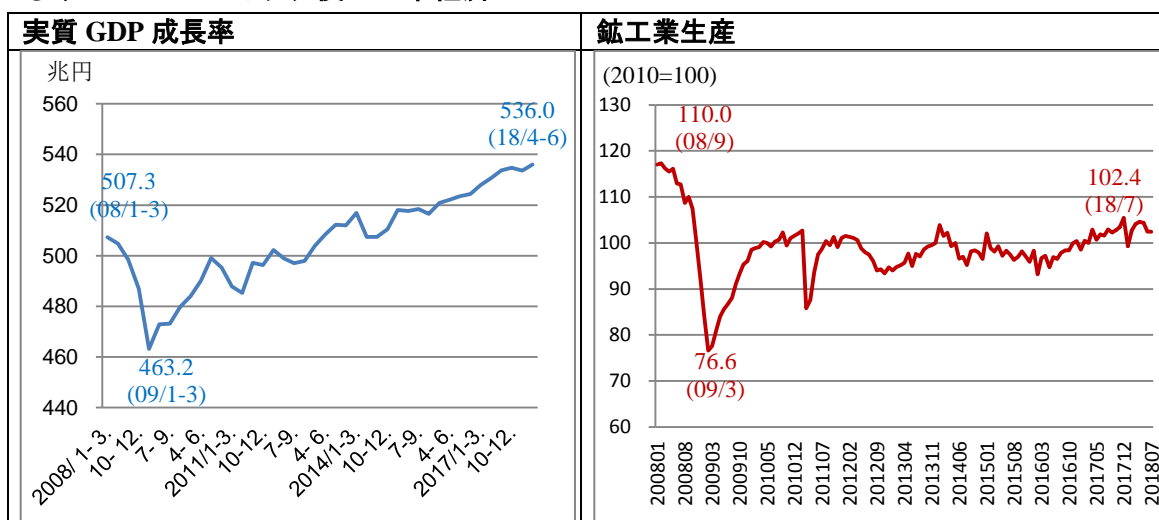
●危機をじっと耐え忍んだ日本経済

日本経済について言えば、2008 年当時はバブル崩壊の傷が癒えてから日が浅く、金融システムは比較的健全であつた。しかし海外市場の急速な冷え込みにより、日本経済は大打撃を受けることになる。

日本経済の実質 GDP 成長率は、昨今では年平均 1% 程度で安定的に推移しているが、2008 年から 09 年にかけては 1 年間で 8.7% も落ち込んでいる。そこから 10 年かけて少しずつ回復し、さすがに現在は「リーマン前」の水準を取り戻している。

しかし、これをモノづくりの指標である鉱工業生産で見ると、さらに悲惨な実態が浮かんでくる。08 年 9 月から 09 年 3 月にかけての減少は、実に半年で 30.4% 減!そして現在も、往時の水準を超えることができていない。リーマン・ショック後は急激な円高が進行し、1 ドル 120 円前後から一気に 80 円台に向かった。そして日本の輸出額は、07 年度の 85 兆円から 09 年度の 59 兆円にまで急減する。いつものことながら、「日本の製造業は輸出次第」。ちなみに円高是正は、2012 年末の第 2 次安倍内閣誕生を待たねばならなかった。

○リーマン・ショック後の日本経済



そこから長い時間をかけた回復が続き、2018年度の輸出は80兆円を超えて、危機前の07年度（85.1兆円）に次ぐ既往第2位の水準に到達しそうだ。

それは大いに結構なことながら、**輸出品目のTop10を挙げてみると、「リーマン前」とほとんど変わっていない**ことに愕然とさせられる。1位の自動車以下、半導体等電子部品、鉄鋼、自動車部品などのラインナップはほとんど変わっていない。唯一、半導体等製造装置が、メイド・イン・ジャパンの「期待の星」となっている。

○貿易品目の「リーマン前」と「リーマン後」²

輸出上位10品目			輸入上位10品目		
	2005年（BC3年）	2017年（AC9年）		2005年	2017年
1	自動車	自動車	1	原油及び粗油	原油及び粗油
2	半導体等電子部品	半導体等電子部品	2	衣類・同付属品	LNG
3	鉄鋼	自動車の部分品	3	半導体等電子部品	衣類・同付属品
4	自動車の部分品	鉄鋼	4	電算機類	通信機
5	科学光学機器	原動機	5	LNG	半導体等電子部品
6	原動機	半導体製造装置	6	音響映像機器	医薬品
7	有機化合物	プラスチック	7	魚介類・同調整品	石炭
8	映像機器	科学光学機器	8	石炭	電算機類
9	プラスチック	電気回路等の機器	9	石油製品	非鉄金属
10	電気回路等の機器	有機化合物	10	非鉄金属	科学光学機器

米国経済は危機を契機に生まれ変わったが、**日本経済は危機をじっと耐え忍んだ**と言えるだろうか。もちろん同じ自動車にしても、今のクルマは2005年当時に比べてはるかに高品質になっている。同じような努力は、全ての品目で行われているのであろう。製造業の努力には頭が下がるが、今後はもっと大胆なイノベーションも期待したいところである。

とはいえこんな風に、経済がしぶとく「変わらない」努力を続けてきたために、日本政治は他国に比べて安定しているのかもしれない。

●「4兆元投資」で危機を切り抜けた中国経済

よく言われることだが、「危機」(Crisis)という言葉は「**危険**」(Risk)と「**機会**」(Opportunity)という2つの文字に分解することができる。

危機は一概に悪いことばかりではない。**既存の秩序が破壊された後は、新しい勢力が伸びる環境が整う**。米国におけるGAFAsの飛躍的成長も、国際金融危機がひとつのきっかけになっているのだろう。中国もまたリーマン・ショック後にその機会を掴み、世界経済における地位を一気に高めることに成功した。

² この表については、本誌5月25日号「貿易から見た『受け身の日本経済』」を参照。

中国にとって 2008 年は北京五輪の年であった。それが成功してホッとしたところへ、経済危機がやってきた。輸出というエンジンが使えなくなったために、例の「4 兆元の景気対策」に打って出た。高速鉄道などのインフラ投資を大々的に行ったわけだが、地方政府分なども含めると実際にはその何倍もの規模であったと伝えられている。

この時点で中国経済は、GDP では日本とほぼ同じ規模であった。それが現在では 2.5 倍に差が開いている。経済危機への対応で差がついたといえるのではないだろうか。

もっとも成功体験のように見えたインフラ投資には、さまざまな副産物もついていた。インフラ投資の中には採算が取れないものが多く含まれており、今日では地方政府などに巨額の赤字が隠れている。昨今では、「4 兆元のトラウマ」という言葉も聞こえてくるほどである。

悩ましいことに、現在の中国は米国から貿易戦争を仕掛けられている。「輸出カード」が使えないとなると、再び「財政カード」を使う誘惑に駆られるが、あいにく投資の需要は一巡している。「一帯一路」計画による海外展開も、借金を増やすだけとの批判がある。

ただし中国には、「消費」という 3 枚目のカードが残されている。国有企業主体のオールドエコノミーは惨憺たるものだが、今日の中国経済はニューエコノミーが活況を呈している（詳しくは本号の From the Editor 欄をご参照）。問題は「消費カード」には政府のコントロールが及びにくいことで、それは中国共産党としては困る事態であるらしい。

こうしてみると、リーマン・ショック後 10 年の世界経済は、①危機で変わった米国（そのせいか、変な大統領が出てきた）、②危機で変わらなかった日本（そのせいか、政治は安定している）、そして③危機で変わったものの、変わらなかった部分もある中国（そのせいか、政治の締め付けが強化されている）、という 3 分類ができるように思える。ただしどれが最善の対応だったかは、意見が割れるところであろう。

ところで危機発生直後の 08 年 11 月には、ワシントンで初めての G20 首脳会議が行われている。先進国と新興国が手を取り合い、国際金融危機に立ち向かおうとしたのである。

それから 10 年後の今日、金融危機は克服されたものの、世界は新たな難問を抱えている。ポピュリズム政治の横行と、国家間対立の先鋭化である。国内の不満を逸らすために他国を非難するような政治が常態化し、今や G7 さえもが内部対立を深めている。こんな状態で、「リーマン級」の金融不安が再燃したらどうすればいいのだろう。

8 月にはトルコ・リラが暴落したが、エルドアン大統領は危機に対応するどころか、トランプ大統領との非難合戦を深めるばかりである。これでは IMF も手の打ちようがなく、国家間の対立がかえって新興国通貨のリスクを深めてしまっている。

この 10 年を振り返ってみると、経済の危機は確かに克服された。しかるにその過程において、いつしか政治の危機が広がっていたのではなかったか。リーマン・ショック後の混乱は、形を変えてなおも続いているのかもしれない。

<先週の”Financial Times”紙から>

”Populism is the true legacy of the crisis”

「危機の真の遺産はポピュリズム」

Philip Stephens

August 31st, 2018

*リーマン・ショック（国際金融危機）が今日のポピュリズムを生んだ——かなり一方的な議論にも聞こえますが、異論を挟むことは難しく感じられます。

<抄訳>

国際金融危機の遺産は、市場経済の再設計でも良かった。危機後のオバマたちの名論卓説はそんな期待を抱かせた。だが、その結果はトランプでありブレグジットであった。

リーマン・ブラザーズ社の破綻は、自由な民主主義と開かれた国境を2つの敗者とした。その被告たる銀行家や中央銀行、規制当局や政治家やエコノミストたちは責任を回避するばかり。世の中は確かに変わったが、知性のある秩序や仕組みは存在しなかった。

収入の伸び悩みと緊縮財政の10年で、打撃を受けた人々が今ではポピュリストを支持している。先進国の少なからぬ人々が、自由放任経済やグローバル化を拒否している。そこへ大規模な移民が波風を立てる。彼らがスケープゴートになるのは時間の問題だ。

衝撃的なことに、国際金融市場の運営にはほとんど変化がない。クビになった銀行家や処罰された機関もあるが、多くは国や株主が負担した。金融資本主義の権化は今も巨額の報酬を手にする。規制改革もあったが、ウォール街や英シティの暮らしは大同小異だ。巨大銀行の保証は税金で支払われ、儲けは民間でリスクは国有。競争原理は失われている。

報告書も書かれたが、過激な結論は忘れられた。中央銀行も規制当局も疑惑を否定した。2006年までのグリーンSPAN連銀議長は自由市場の旗手であり、今も伝説のままだ。英蘭銀行のキング総裁は投資銀行を批判したが、退職後はシティグループに助言している。

政治家たちは金融よりも実体経済が大事だと約束した。オズボーン英蔵相は「皆が同じ船に乗っている」と言ったが、暴落のコストは弱者に押し掛かる。緊縮財政は増税よりも支出削減が中心だった。選挙の時だけ大事にされる労働者階級が犠牲になったのだ。

かくしてポピュリズムは復活した。米白人ブルーカラー層が、トランプを支持していることに不思議はなかろう。英国人がブレグジットを支持したことも同様だ。大陸欧州では極端なナショナリズムが台頭し、社会市場経済の空洞化を物語っている。

一部ハイテク企業が負担を重くした面もある。グーグルの税金逃れは弱者にしわ寄せがいく。ポピュリストが増えるのは不公平感があるからだ。エリートはそれに無関心である。

トランプには答えなどない。彼の基盤支持層こそが貿易戦争の敗者となろう。英労働者もブレグジットでさらに貧しくなる。それでも彼らが抱える不満はリアルなものだ。

後世の歴史家は、2008年危機がグローバル化の転換点だったと振り返るだろう。他の国々は西側にもはや学ぶことなしと考えている。共産主義の崩壊は、自由な民主主義の勝利ではなかった。歴史家たちは、旧体制がなぜかくも無能であったのかと悩むことだろう。

<From the Editor> 上海紀行／インフラ産業

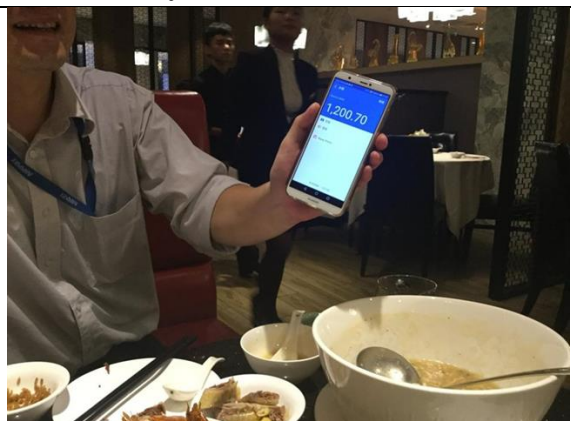
先週 8 月 29 日から 9 月 1 日まで上海に行ってきました。1 年もご無沙汰すると、すっかり見違えることの多い巨大都市ですが、今回もその期待は裏切られませんでした。こと消費文化に関しては、日本はとっくの昔に抜かれてしまっているのではないかなあ。

○上海の風景（著者撮影）

8 月末の上海は抜けるような青空。PM2.5 を恐れた日々を思えば信じられないくらい。ただし環境規制の強化に伴って、17 万社が閉鎖されたという噂も聞きました。どうか冬場になっても、この空気が守られますように。



お支払いはアリペイでピッ！ なるほどスマホ決済は便利です。でも元は日本の技術で、QR コードはデンソーの特許。QR は Quick Response の略で、自動車部品のカンバン方式用に開発されたのだとか。



ネットショッピングがブーム。盒馬鮮生（ハーマーシェンション）はアリババ傘下の「超市」（スーパーマーケット）。生簀に入った魚介類はその場で調理してくれるし、アプリを使えば 30 分以内に宅配してくれるそうですよ。



1 年前に大ブームだった「モーターバイク」社などのシェアリング自転車は、今ではすっかり寂れていました。中国発の「新四大発明」（高速鉄道、アリペイ、ネットショッピング）などと呼ばれていたのに…。



こういう現実をいくつも見せつけられると、日本国内で書かれている中国関連の記事はほとんどが「脳内取材の産物」なんじゃないかと思えてなりません。

ところで今週は多事多難な 1 週間となりました。台風 21 号で関空は水没し、北海道は震度 7 の地震に揺れて 295 万戸が停電しました。一刻も早い復旧を祈りたいところです。

それにしても今年は大阪北部地震 (6/18)、西日本豪雨 (7/6)、そして夏は「30 度台後半」の暑さをたびたび体験したことも含めて、日本列島受難の年となってしまいました。

こんな風に自然災害が多発する時代を迎えると、交通インフラ、電力インフラなども今までよりも安全サイドに力点を置くことを考えるべきでしょう。その意味で、電力自由化から発送電分離へといった現状のエネルギー政策は、少しブレーキをかけた方がいいのではないのでしょうか。

電力事業は常に使用料と供給量をピッタリ合わせねばならず、それが崩れると今回の北海道電力のように「系統崩壊」が起きてしまう。特に北海道のように需要家が薄く広がっている地域では、復旧には時間がかかることでしょう。しかも原発の再稼働が遅れ、再生可能エネルギーの供給量が増える現状では、需給調整がどんどん難しくなりそうです。

逆に「電気の契約をガス会社に変えたら、料金が少し安くなった」なんていう自由化のメリットは、本当にそんなに望まれていることなのでしょうか。インフラ産業はなるべく保守的に制度設計する方が、こういうときには安心だと思うのです。

* 次号は 2018 年 9 月 21 日 (金) にお送りします。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記までお願いします。

〒100-8691 東京都千代田区内幸町 2-1-1 飯野ビル <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)6871-2195 FAX:(03)6871-4945

E-MAIL: yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com