

2018年8月27日
No.2018-009

リーマンショック後の10年間で 世界経済はどう変わったか

調査部 忝村秀樹

《要 点》

- ◆ リーマンショック後の10年間で世界経済は大きく変化。とりわけ以下の3点。
 - ① 成長率が低下。中国の高成長一巡、世界的な過剰貯蓄、潜在成長率の低下などが背景。一方で、過熱感なき「適温経済」を実現し、景気後退リスクを低減。
 - ② 勢力図が変化。先進国のシェアが低下し、中国を中心としたアジア新興国のシェアが急上昇。世界経済の牽引役が多極化。
 - ③ アジア新興国の自立。消費市場の拡大と輸入依存度の低下により、内需主導型の成長にシフト。外的ショックへの抵抗力を強化し、危機の伝播を抑制。
- ◆ このように、リーマンショック後の世界経済は、拡大の勢いを失った代わりに、安定性が増したという評価が可能。貿易戦争が不安視されるなかでも、各国の成長率が大きく低下していないのも、これが一因。一方で、新たなリスクの芽も台頭。
 - ① 民間企業の債務増大。景気拡大が続けば、金利上昇に伴い利払い負担が増加。景気後退に転じれば、債務返済負担の高まりにより不良債権問題を誘発。
 - ② 景気後退時の対応力が低下。財政政策・金融政策ともに発動余地は限定的。
- ◆ リーマンショックのような危機の再発は避けられるとしても、異なるタイプの危機が起きる可能性は排除できず。次なるショックへの警戒を怠らないことが必要。

本件に関するご照会は、調査部・主席研究員・忝村秀樹宛てにお願いいたします。

Tel: 03-6833-0929 Mail: matsumura.hideki@jri.co.jp

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

9月15日に、リーマンショックから10年目を迎える。米国第4位の投資銀行（当時）リーマン・ブラザーズ社の経営破綻は、その後の世界的な金融危機の引き金を引いたという点で、象徴的な出来事として語り継がれている。

もちろん、リーマン・ブラザーズ社の破綻が金融危機の直接の原因ではない。もともとの発端は、サブプライム・ローンの野放図な拡大で膨れ上がった米国の住宅バブルの崩壊であった。日本でも経験したように、バブル崩壊はそれだけで甚大な影響を及ぼす。世界を驚かせたのは、その影響が震源地の米国だけにとどまらず、金融市場やサプライチェーンを通じて、世界全体に伝播したことであった。そして、そのインパクトも、各国・地域の経済運営を揺るがすに十分すぎる大きさであった。欧州では、水面下でくすぶっていた財政問題を浮き彫りにし、南欧諸国のソブリン危機を引き起こすきっかけとなった。中国では、4兆元の経済対策で景気後退を食い止めたものの、その代償として、過剰債務・不良債権問題という深刻な構造問題を抱え込むことになった。金融システムが最も安定していた日本でも、財輸出の急減により、先進国のなかで最大のマイナス成長に陥った。

本レポートでは、リーマンショック後の10年間で、世界経済がどう変わったのかを概観したい。様々な切り口がありうるが、ここでは現象面だけに着目し、大きく5つの変化を指摘していく。このなかには、リーマンショックを直接の原因とするものもあるし、リーマンショックとは直接に関係なく起きたものも含まれる。しかしいずれも、10年単位の長い目でみた場合の大きなトレンド変化である。

1. 成長率が低下

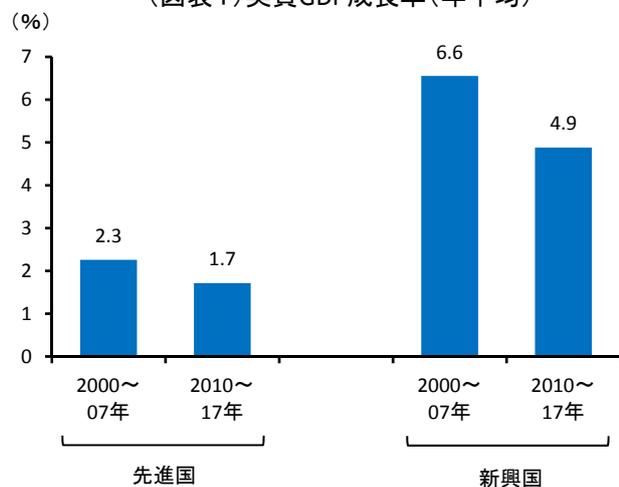
一つめの変化は、世界経済の成長率が低下したことである。リーマンショック前の2000～2007年と、リーマンショック後の2010～2017年の年平均成長率を比較すると、先進国・新興国いずれも4分の3ほどに低下している（図表1）。

ただし、これは必ずしもリーマンショックの影響だけではない。例えば、中国の成長減速はリーマンショックとは切り離して考えるべきであろう。中国経済は、リーマンショック前の二桁成長から、リーマンショック後には一桁成長に減速した。だが、リーマンショック前の急成長は、「世界の工場」として多額

の直接投資を呼び込み、輸出・投資主導で経済発展を一足飛びに成し遂げたことが背景にあった。もともと、持続性のある成長モデルではなかったのである。どの国でも、経済の急発展期を終え、巡航速度に乗せていく過程で、成長ペースは自然と低下していくものである。リーマンショックが起きなくても、中国の成長鈍化は避けられなかっただろう。

しかし一方で、リーマンショックが世界経済に与えた痕跡も大きかった。これは、需要面・供給面の双方から分析が行われている。

（図表1）実質GDP成長率（年平均）



（資料）IMF

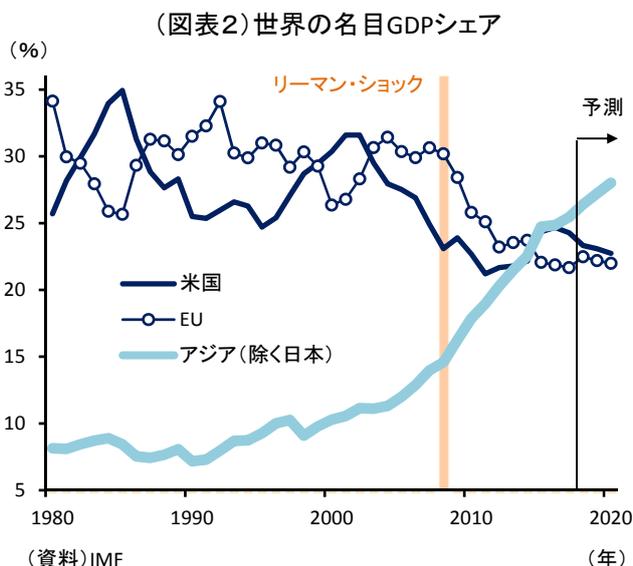
需要面からのアプローチでは、需要不足と過剰貯蓄により成長率が低下したという分析である。世界経済が日本の「失われた20年」のような状況に変化したと言い換えてもよい。リーマンショック後の金融危機で、世界中の民間セクターが消費・投資を萎縮させ、需要不足に陥ったという見方である。この分析に立脚するならば、低インフレと低金利から脱せないのは「謎」ではなく、需要不足がもたらす当然の帰結となる。

一方、供給面からのアプローチでは、潜在成長率そのものが低下したという分析である。とくに焦点が当てられるのは、労働生産性の低下である。リーマンショック後に企業の設備投資マインドが冷え込んだ結果、資本装備率（労働者一人当たりの設備量）が伸びにくくなったほか、設備年齢（ヴィンテージ）の上昇により資本の質も低下した。これが、労働生産性の低下につながったという見方である。

以上のように、成長率低下の原因には様々な議論がある。おそらく複数の要因が絡み合って低成長に変化したというのが実態に近いと思われる。

2. 勢力図が変化

二つめの変化は、世界経済の勢力図が塗り変わったことである。世界のドル建て名目GDPのシェアをみると、先進国の地位が低下し、アジア新興国の地位が高まっている様子が見て取れる（図表2）。リーマンショック前の2007年と直近の2017年を比較すると、日米欧のシェアは63.3%から52.1%へと11%ポイント低下した。これに対して、アジア新興国のシェアは14.0%から25.4%へと11%ポイント上昇した。大まかな地域で分けると、足元の世界経済は、米国、欧州、アジア新興国の三者がちょうど拮抗するような形になっている。



先進国のなかで大きく地位を低下させたのはEUと日本である。とりわけEUは、世界経済に占めるシェアが30.6%から21.7%へと9%ポイントも低下した。一方、米国は24.9%から24.3%へと小幅低下にとどまり、先進国のなかではなんとかシェアを維持している。ここからも、リーマンショックの後遺症は、震源地の米国よりも日欧の方が大きかったことが示唆される。

アジア新興国のなかで大きく地位が向上したのは、いうまでもなく中国である。中国のシェアは6.1%から15.0%へと9%ポイントも上昇した。リーマンショック後に中国の成長率は減速したとはいえ、それでも先進国をはるかに上回る成長率を維持しているからである。中国は、当面は先進国に比べて高めの成長率が予想されるため、世界経済に占めるシェアは一段と上昇する公算が大きい。また、中国以外のアジア新興国のシェアも、同じ期間に7.8%から10.4%に上昇した。わが国で訪日外国人が急増しているのは、こうしたアジア新興国の経済発展の恩恵といえよう。

本年入り後に激化した米中対立も、かろうじてプレゼンスを維持している米国、急速に地位を向

上させた中国という、勢力変化の枠組みで捉えると理解しやすい。今後を展望すると、足元の三極均衡体制は早晚崩れ、アジア新興国のシェアが突出していくと予想される。これに連動して、世界経済のパワーバランスもアジアを軸に大きく変化していくことになる。

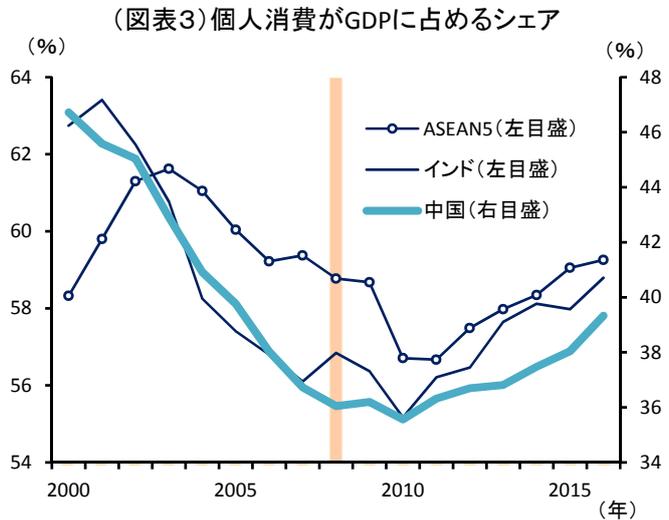
3. アジア新興国の自立

三つめの変化は、アジア新興国が経済規模を拡大しただけでなく、自立性も強めたことである。これは二つの分野ではっきりと現れている。

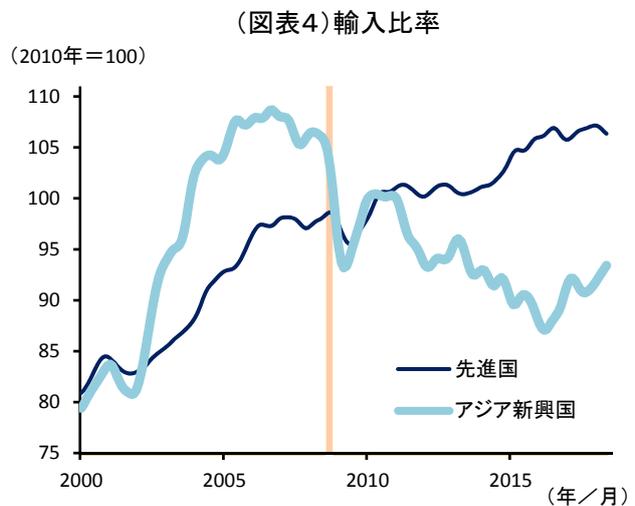
まず、消費市場が立ち上がってきたことである。GDPに占める個人消費のシェアをみると、アジア新興国は2010年まで低下傾向をたどってきたが、2010年以降は上昇トレンドに変化した(図表3)。かつてアジア新興国は、経済発展を促すため、製造業が牽引する輸出主導型成長を目指すことが多かった。この結果、GDPに占める投資と輸出のシェアは上昇するものの、個人消費のシェアは低下する

傾向を持つことになった。2010年代入り後に消費比率が上昇に転じたということは、輸出主導色が薄れ、代わって消費主導色が強まったことを表す。当然、この背景には、景気回復を受けて雇用・所得環境が改善し、消費意欲が旺盛な中間層が拡大したことがあると考えられる。一人当たり所得水準がまだ低いことを踏まえれば、アジア新興国の消費市場はさらに拡大し、内需主導型の成長パターンが一段と明確になっていくだろう。

また、輸入依存度の低下も、自立性の高まりを表していると考えられる。リーマンショック前までは、新興国・先進国ともに輸入依存度が上昇を続けた(図表4)。これは、国際間のサプライチェーンの広がりにより、貿易取引が深化したことが背景にある。しかし、リーマンショック後には状況が一変する。先進国は引き続き輸入依存度が上昇したのに対し、新興国は下落に転じたのである。これは、新興国で様々な製造プロセスの内製化が進み、材料・部品を輸入に頼らなくてすむようになったからである。内製化の進展は、地場企業の技術力向上が主たる原動力であるが、政府による誘導策という側面も見逃せない。例えば、トランプ政権が目玉にしている「中国製造2025」は、まさに中国政府が内製化を進めることを狙った政策である。ともあれ、こうしたアジア新興国の内製化の動きは、



(資料)国連、各国統計をもとに日本総研作成



(資料)オランダ経済政策分析局をもとに日本総研作成
(注)輸入数量/鉱工業生産。趨勢循環値。

世界的に貿易取引量が経済成長率を下回る「スロートレード」現象を生み出すことになった。

ここで挙げた二つの動きは、一見別々の出来事のようにもみえる。しかし、実は一連の経済活動のなかに関連付けることができるものだ。輸入依存度の低下は、調達面において自国で賄えるようになったことを意味する。消費比率の上昇は、販売面において輸出に頼らずとも自国で捌けるようになったことを意味する。つまり、アジア新興国は、需要・供給の両面から、以前ほど先進国に依存することなく、国内で成長の推進力を得られるようになったのである。

小括：新しい世界経済の姿

ここで、いったん議論を整理しておきたい。これまで指摘した三つの変化は、いずれも景気に関するものであった。それでは、景気という観点から眺めた場合、リーマンショック後の10年間をどのように評価できるだろうか。

まず、先進国を中心に経済の活力が低下したことは否めない。成長率ははっきりと鈍化しており、景気回復が実感できないという声も世界中から聞こえてくる。リーマンショックは实体经济に様々な傷跡を残しており、その影響は依然として払拭できていない。

その一方で、経済が安定化したという評価も可能である。これまで指摘した三つの変化を、以下のように読み替えてみよう。

第1に、成長率の低下は、過熱感なき景気回復を実現することになった。無理な高成長に挑戦していないからこそ、大幅な利上げを招いて景気が失速するリスクを抑えられている。実際、日本と米国では、2019年に戦後最長の景気回復を更新することが見込まれている。

第2に、勢力図の変化は、牽引役を多極化することになった。かつてのように米国が世界景気を牽引するのではなく、アジア新興国も新たな牽引車として大きな役割を担うようになった。そのため、局地的なショックが発生しても、世界経済が総崩れになりにくい構造に変わったといえる。

第3に、アジア新興国の自立で、危機の伝播が抑制されることになった。もともと先進国では個人消費と設備投資が牽引する経済構造を持っていたが、発展途上のアジア新興国も内需主導型の成長にシフトしつつある。これは、世界経済が全体として外的ショックへの抵抗力を強める動きと評価できる。

今年に入って米国発の貿易戦争が激化し、景気へのマイナス影響が不安視されるようになった。しかし、これまでのところ、各国の成長率を大きく押し下げるには至っていない。半年後の景気を先取りするといわれる株価も、先進国ではそれほど下落していない。その理由の一つが、世界経済の安定性が増しているため、ショックに対する抵抗力を身に付けたからではないか。世界経済は、リーマンショックという手痛い経験に学んで、確実に賢くなったといえよう。

もっとも、リーマンショック後の10年間を肯定的にばかり評価することはできない。残された二つの変化は、今後起こりうるリスク要因である。

4. 民間企業の債務増大

四つめの変化は、民間企業の債務残高が増大したことである。過剰債務問題に関しては、中国企業に注目が集まることが多いものの、程度の差こそあれ、多くの国で債務残高が増加していること

には変わらない（図表5）。ユーロ圏では10年にわたって高止まっているほか、リーマンショック後に減少したアメリカでも足元では再び増加トレンドにある。いずれも、リーマンショック前よりも高い水準にある。この背景には、リーマンショック後に実施された大規模金融緩和により、民間企業の借入余力が大きく高まったことがある。

民間企業の過剰債務は、景気回復と景気後退のどちらに転んでも、経済にマイナス影響を及ぼす可能性がある。

景気回復が持続して問題になるのは、金融政策の正常化が進むからである。実際、米国・

ユーロ圏・アジア新興国では明示的に、日本では暗黙のうちに、金融政策の正常化に乗り出している。これまでの異例ともいえる低金利下では、利払い負担は大きな問題にならなかった。しかし、金利が上昇するようになると、それに連動して利払い負担も増大することになる。思い切って簡略化すれば、正常な経済下では名目金利は名目成長率に収斂していく。その局面で、債務残高がGDPの100%を超えているということは、経済規模の拡大分を上回る利払い費用が発生することを意味する。こうしてみると、中国のように債務残高がGDPの1.6倍に達しているのは、とても持続可能な状態とはいえない。

逆に、景気が後退すると、利払い負担が重くならない代わりに、元本返済が困難になる。景気後退で企業収益が減少に転じると、デット・サービス・レシオ¹が上昇するため、債務返済負担が重くなるようになる。この場合は、企業部門の経営問題だけにとどまらず、金融機関の不良債権も増加させるため、より深刻な金融システム不安を引き起こしてしまう。

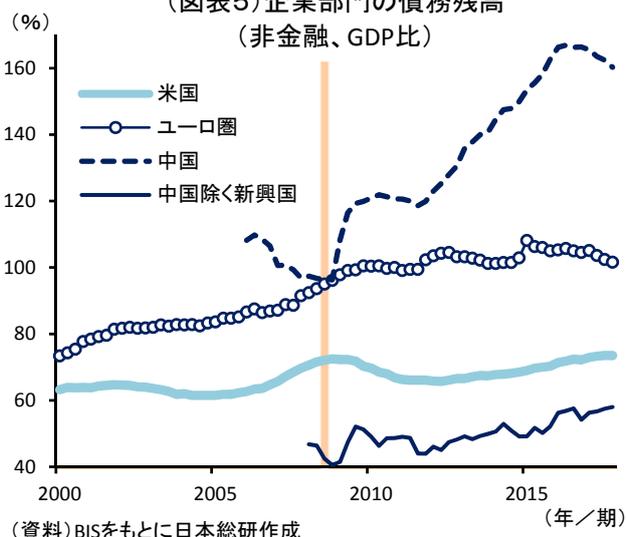
5. 景気後退時の対応力が低下

五つめの変化は、景気後退時の政策対応力が低下したことである。

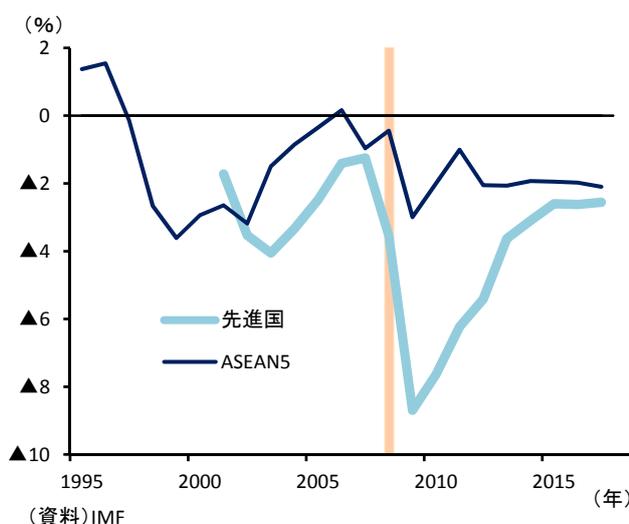
まず、財政政策面での対応力に不安がある。リーマンショック後の景気回復の特徴として、財政収支の改善が伴っていない点を挙げられる。例えば米国では、失業率が過去最低水準まで低下しているにもかかわらず、財政赤字はむしろ拡大傾向にある。これはアメリカに限らず、多くの国に共通している現象である。実際、先進国全体でみても、また新興国を代表してASEAN諸国でみても、リーマンショック前よりも財政赤字幅は拡大している（図表6）。

¹ 売上高や利益に対する債務返済額の比率。

（図表5）企業部門の債務残高
（非金融、GDP比）



（図表6）一般政府の財政収支（GDP比）



厳格な財政基準が課されているユーロ圏ではほぼ収支均衡を達成しているものの、それ以外の地域では景気回復に見合った財政再建が進んでいない。このように財政規律が緩んでいるのは、各地で広がっているポピュリズム政策への支持を受けて、バラマキ的な財政支出が行われていることが一因と考えられる。こうした状況下で景気後退に転じた場合、どうしても財政支出の拡大余地は小さくなってしまふ。即効性が期待できる財政政策に制約が課されているため、短期間で景気後退に歯止めをかけることが難しくなるだろう。

金融政策面での対応力にも限界がある。今後、各国とも金利は緩やかに上昇していくと予想される。しかし、中立金利²が低下していることを踏まえれば、以前ほど高い金利水準には到達しないとみられる。そのため、金利の正常化が完了した段階で景気後退を迎えた場合でも、利下げ余地は過去に比べると小幅にとどまる。例えば米国では、リーマンショック前の景気拡大局面では政策金利が5%を超えたため、景気後退時の大胆な利下げが大きな効果を発揮した。ところが今回は、正常化を達成した後も政策金利は3%程度の見込みである。一定の金融緩和効果は期待できるとはいえ、やはり力不足感は否めない。また、中央銀行のバランスシートも肥大化しているため、追加的な量的緩和策にも限度がある。金融政策の正常化が進むアメリカでさえ、中央銀行の資産残高が低位に戻るには長期を要する。当面、あらゆる金融政策手段を講じても、十分な景気刺激効果は期待しにくいだろう。

結局、財政政策・金融政策いずれも、当局が打てる手はかつてと比べて限られている。軽い景気後退であれば民間部門の自律回復力に期待をかけることも可能である。しかし、リーマンショック級の深刻な景気後退に陥った場合には、経済の縮小に歯止めをかけ、浮揚させる手段が手元に揃っていない。

おわりに

これまでみてきたように、リーマンショック後の世界経済は、拡大の勢いは失ったものの、安定性を増すようになった。世界経済は、様々な下振れ圧力を乗り越えながら、居心地のよいペースで拡大を続けている。バブルの種も、若干注意すべき分野は散見されるものの、総じてみればコントロールされている。金融当局も、危機を予防するための様々な教訓を学んだ。したがって、当面、第2のリーマンショックが起きる可能性は小さいと考えることができる。

一方で、新たなリスクの芽も着実に膨らんでいる。リーマンショックの再発は避けられるとしても、異なるタイプの経済危機が起きる可能性までは排除できない。景気拡大はたいていよく似た経路をたどるが、景気後退の引き金・様相は千態万状である。新手のリスクは事前に察知しにくいだけに、世間を大騒ぎさせている貿易戦争リスクよりも注意すべきかもしれない。適温経済に安住することなく、次に控えるショックへの警戒を怠らないことが重要である。

以 上

² 景気への影響が緩和的でも引き締めのでもない金利水準。