

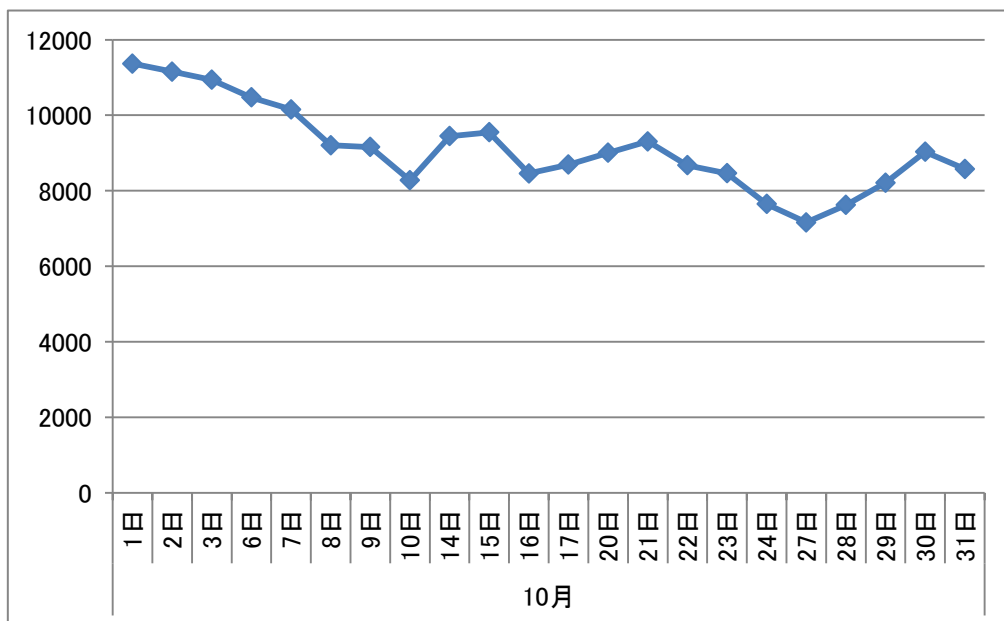
(リーマンショック後の国内株価の暴落)

今年9月は米国のリーマンの経営破綻後10年ということで、主な経済誌や主要新聞がこぞってその特集記事を組み報道した。しかし日本がその直後に向き合った経済危機は、必ずしもリーマンショックの余波のみに帰着させることができない側面もあるように思われる。この際、リーマンショックの教訓を学ぶだけではなく、日本自らの反省も必要であろう。

先ず、2008年9月のリーマンショック後の出来事を振り返ってみよう。日本では9月24日には福田康夫内閣総辞職し、麻生太郎内閣が成立した。政治的には不安定な激動期であった。一方米国では、9月29日に「金融危機安定化法」が否決されたものの、10月3日には7000億ドルの公的資金を投入して金融機関の不良債権を買い取ることを決めた「米国緊急経済安定化法」が成立し、怖れられていた信用不安拡大は一応の歯止めがかけられ、2008年11月からはゼロ金利政策に加え、QE1といわれる強力な量的緩和政策が実行され、早期に金融危機からの脱出が図られた。

日本においては、リーマンショック後、日経平均株価が2008年10月の1カ月の間に3割以上の急落を示したことから(図表1-1, 1-2)、こうした中で、大不況を恐れた政府は、財政面からは、エコカー減税、雇用調整助成金等の給付を含む総事業規模26.9兆円の追加経済対策(10月30日)を、総事業費23兆円の緊急経済対策(12月12日)を決定し早期執行に努めるとともに、日本銀行は、金融面から、10月31日に政策金利を0.5%から0.3%へ、さらに12月19日には政策金利を0.3%から0.1%へと引き下げた。しかし、その後、実態経済の回復は容易に進まず、デフレの進行、生産の低迷が続いた。

(図表1-1) 2008年10月の日経平均株価(日次)(終値:円)



(注) 日本経済新聞社「日経平均株価」による。

(図表 1-2) 2008 年 10 月の日経平均株価 (終値) の主な推移

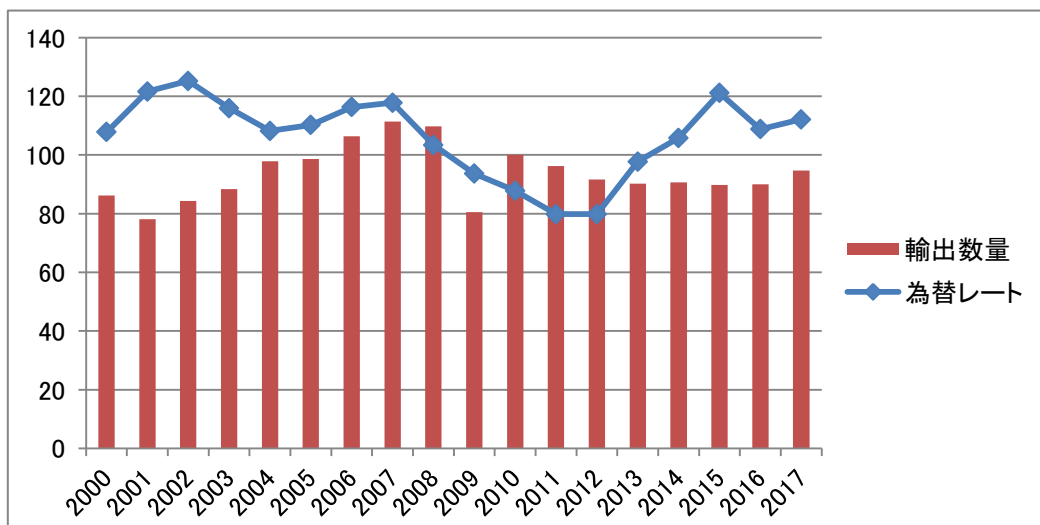
月日	日経平均株価 (終値)	特徴
10月8日	9203円	前日比▲9.38%は、1987年10月のブラックマンデー (▲14.9%) 以来の下落率
10月10日	8276円	10月8日を上回る下落率 (▲9.62%)
10月16日	8458円	前日比▲11.41%の下落率は、ブラックマンデー (▲14.9%) 以来の大きさ
10月24日	7649円	2003年5月以来、5年5か月振りの8000円割れ
10月27日	7162円	バブル期以降の最安値 (終値)
10月28日	6995円 (中間最安値) 7621円 (終値)	バブル期以降の最安値 (中間値)

(注) 日本経済新聞社「日経平均株価」による。

(円キャリー取引の巻き戻しの円高)

日本の株価の急落は、世界経済の収縮に伴う実態経済の悪化を反映しているという側面が大きいものの、日本において2003年ころからリーマンショック前まで円高を阻止するために続けられた為替介入による円安誘導を無視することはできないであろう。当局は1ドル=100円を円高の防衛目安ラインとして、それ以上の円高にはドル買いで対応したため、投資者は円高のリスクをとることなく、円を借りてドルを米国に投資するいわゆる円キャリートレードが一方向的に生じ、この結果、米国に流入したドル資金がサブプライム住宅ローン資金に流れ、サブプライムローン融資拡大の一要因になったと言われている。リーマンショックの発生により、この流れが途切れると、運用先を失ったドル資金が順次円に買い戻され、2008年後半以降、急激な円高が生じ、円高はアベノミクスが開始される直前の2012年末まで続いた。この結果、この間、日本の製造業の輸出は大打撃を被ったのである(図表2)。その救済策としての意味もあり2008年に2度の緊急経済対策と2度の金利引き下げ政策が採られた。

(図表 2) 輸出数量 (2000年=100) と為替レート (円/ドル) の推移

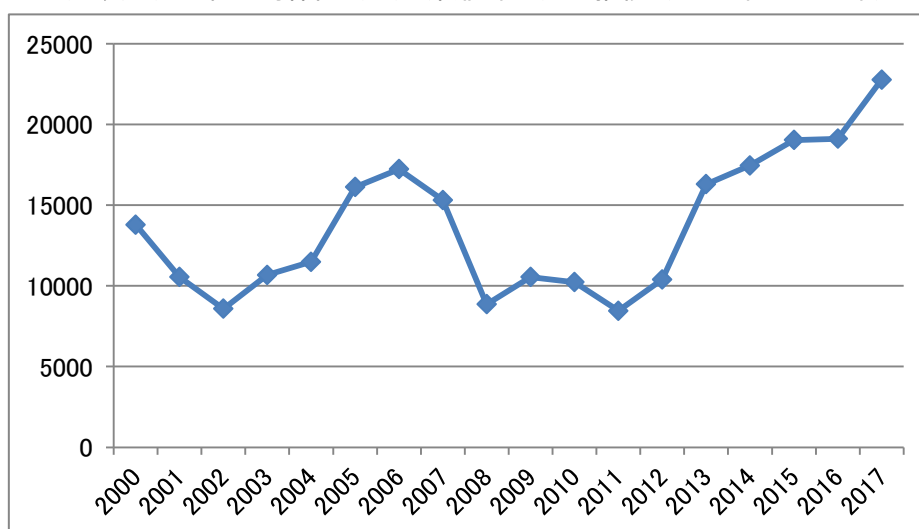


(注) 内閣府「経済財政白書 2018」長期時系列データによる。

（日本にとっても反省が必要なリーマンショック 10 年）

このような経緯を顧みると、日本にとっての反省材料の一つは、円安による輸出を実現するための過度の為替介入の是非である。2003 年から 2007 年までの期間、円安は輸出産業をサポートすることにはなったものの、長期的には為替レートは購買力平価に規定されるので、リーマンショックを契機に、円キャリートレードの巻き戻しによる円高が生じ、これが円キャリートレードの期間である 2003 年から 2007 年までの 5 年間に対応する 2008 年から 2012 年まで 5 年間継続し、この間日経平均株価も 8000 円台から 10000 円台の低迷を続けた（図表 3）。これに起因する製造業不況を救済するための財政金融による支援策は、IT 時代の到来を見越したものではない従来型のものであったため、政府による既存産業の保護策としての色彩が強まり、米国で GAFA と言われるような IT 企業が台頭する嚆矢となる機会を日本はつかみ損ね、世界的な生産性向上の波に乗り遅れたという側面は無視できないであろう。大きな反省材料ではないだろうか。その証拠に米国では時価総額企業ランキングのトップ 5（図表 4）は、いまや大半が IT 企業であるが、日本では、リーマンショックの前後で顔ぶれには、トヨタ自動車、NTT など大きな変化はない。2013 年以降、アベノミクス政策は、再度の円安をもたらしたが、この間に、世界の貿易構造や生産構造は企業内の垂直的分業から企業間の水平的分業へと大きく変化したため、円安の進行にもかかわらず、輸出数量の伸びには期待されたほどの目立った改善は見られない。

（図表 3）日経平均株価（円）（終値年次）の推移（2000 年～2017 年）



（注）日本経済新聞社「日経平均株価」による。

（図表 4）米国の株式時価総額ランキングベスト 5

2005 年末	2018 年 7 月末
1. GE	1. アップル
2. エクソンモービル	2. アマゾン
3. マイクロソフト	3. アルファベット（グーグル）
4. シティグループ	4. マイクロソフト
5. プロクター&ギャンブル	5. フェイスブック

（注）双日総合研究所「溜池通信」（2018.9.7）による。

（荒井 俊行）