

## 適温相場における世界経済と原油価格の動向

—リーマンショックから10年を振り返る—

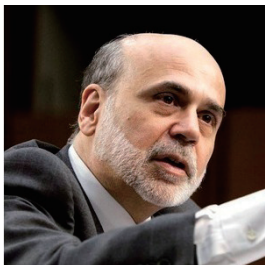
投資アナリスト 渡辺国栄 (わたなべくにはる)

100年に一度と元FRB議長グリーンズパン氏をして言わしめたリーマンショックから9月15日で丁度10年の節目を迎えた。改めて、リーマンショックとはなんだったのかを振り返ってみると、発端は2007年頃から市場で問題となっていたサブプライムローン問題である。サブプライムローンとは、米国で住宅ブームを背景に低所得者層などの信用力の低い人対象に行われた融資である。住宅価格が上昇しているうちは貸し倒れなどはあまり起こらなかったが、住宅価格の上昇が止まり、金利が上昇することで返済不能に陥るケースが増大した。さらに問題はそれに留まらず、サブプライムローンを証券化し、さらにそれを担保にしたCDO債務担保証券が世界中に販売されていた。07年3月に米住宅金融大手の経営危機が表面化。

その後、次々に金融機関ヘッジファンドに巨額の損失が表面化するようになり、08年9月15日、リーマンブラザーズの破綻により一挙に世界的金融危機へとその影響は波及することになった。市場からは流動性が消失し、世界中の株価は暴落し、アメリカの失業率は一気に10%まで悪化するなど世界中が、不況の波に飲み込まれた。

## かつての大恐慌の経験を生かし、対応を世界に求めたアメリカ

100年に一度とは、もちろん、1929年の大恐慌まで遡る。アメリカは当時、ニューディール政策などで対策を講じた



ベン・バーナンキ氏。アメリカ合衆国の経済学者。専門はマクロ経済学である。第14代連邦準備制度理事会(FRB)議長。  
Mr. Ben Bernanke.  
An American economist, specializing in macroeconomics.  
14th Chairman of the Federal Reserve System.

が、各国が自国防衛のために保護貿易に走り、そのことが、世界経済を縮小させ結果として、世界的な不況は長引き、最終的に第二次世界大戦という結末を迎えた形となった。

リーマンショックのときは、100年間で蓄積された研究、知識や経験を総動員をしてその発生時から迅速な対応がなされた。特に、バーナンキ氏を議長とするアメリカFRBの緊急かつ大幅な利下げ、さらには3次にわたるいわゆるQEは人類史上かつてなかった政

## Trends in world economy and crude oil price in a Goldilocks economy

-Looking back over 10 years from the Lehman shock -

Investment analyst Kuniharu Watanabe

Ten years have transpired on September 15 since the Lehman shock which Mr. Greenspan, former Federal Reserve Chairman Mr. Greenspan, described as an event which can occur only once in 100 years. Once again, looking back on what was the Lehman shock, what triggered it was a subprime loan problem that had emerged in the market since around 2007. A subprime loan is a loan made to people with low creditworthiness such as low-income people against the backdrop of the housing boom in the United States. While house prices were rising, loan losses did not occur much, but as the rise in housing prices ceased and interest rates rose, the cases of inability to repay the debt increased. Furthermore, the problem was not limited to that, and securitized subprime loans and Collateralized Debt Obligations (CDOs) referencing these loans were sold all over the world. The management crisis of the large US housing finance companies has surfaced in March, 2007.

After that, the financial institution hedge fund experienced losses of huge amount one after another and, due to the collapse of Lehman Brothers on September 15, 2008, the impact spread globally, causing the global financial crisis. The market liquidity disappeared, stock prices in the world crashed, and the unemployment rate in the United States deteriorated to 10% at a stretch and the wave of depression swallowed all over the world.

## Utilizing the past experience of the Great Depression, the United States prompted the world to respond

It was said once in 100 years, and 100 years date back to the 1929 Great Depression. At that time, the United States adopted measures such as New Deal policy, but each country resorted to protectionist trade for defense of their own, the world economy shrank, and the global recession prolonged, eventually leading to the World War II.

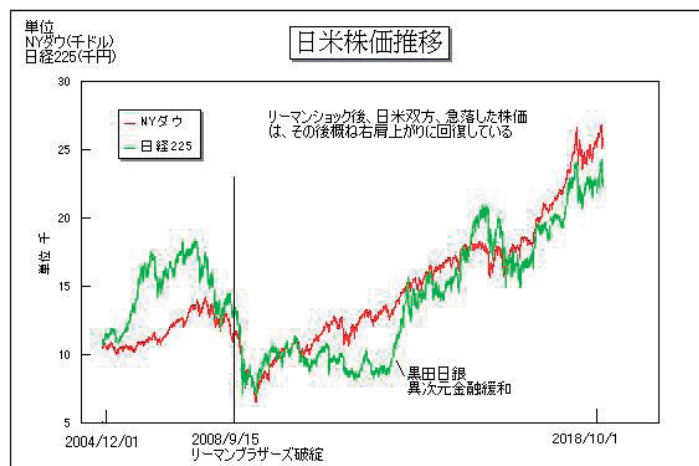
In the case of the Lehman shock, researches, knowledge and experiences accumulated over 100 years were

策であり、いわば、実験でもあった。政治的には G20 が発足され、各国が連携、協調して、財政出動などの政策を行い、今日に至るまでの経済回復を成し遂げてきた。

## 回復を主導した「量的緩和」

まず、リーマンショックからの回復を主導した最大の要因のひとつは間違いなく、すでに指摘したようにアメリカ FRB の 3 度にわたる QE (Quantitative Easing= 量的緩和の略) であろう。当時の FRB 議長は、2002 年に前議長のグリーンズパン氏から引き継いだバーナンキ氏であった。彼は経済学者であり、専門は、日本のバブル崩壊だった。深刻なデフレ経済から脱却するためにはヘリコプターからお金をばらまいても良いという発言からヘリコプターベンの異名を持つ。リーマンショックが起こると間髪を入れず、ゼロ金利を実施し、さらに自身の研究成果を政策として取り入れたのが、3 度にわたる QE である。QE は一言で言えば、市中に出回るマネーの量を増やす政策である。

これにより、株価は、その後 10 年間おおむね右肩上がり続けて来た。2012 年ジャクソンホールの講演でバーナンキ議長がテーパリング (量的緩和の縮小) について一言言及したことで世界中の株価が翌日から大きく下落したことからいかに FRB の金融緩和頼みの株価回復であるかがわかる。この事件以来、FRB は利上げの開始及びそのペースについて極めて慎重な姿勢を取ることになる。



US, Japan Stock Price Trend : unit ; NY Dow (thousand dollars), Nikkei 225 (thousand yen)

Graph : red; NY Dow, green; Nikkei 225

After the collapse of Lehman Brothers on September 15th in 2008, the plunged stock price of both Japan and the United States has recovered and continued rising.

## 日本の失われた 20 年とリーマンショック

当初、日本への影響は限定的だと思われていた。リーマンショックの発端となったサブプライムローン問題については、日本はすでに 90 年のバブル崩壊、97 年の山一証券の破綻などの金融危機を経験して、失われた 20 年の真只中にあり、過度なリスクを取ることを嫌い、サブプライムローン関連の投資は抑えていたからである。

しかし、世界経済が不況に陥り、急激な円高が進むこと

mobilized and quick response was made from the time of occurrence. In particular, the urgent and drastic rate cuts by the US Federal Reserve Board, chaired by Mr. Bernanke, and the so-called QE implemented three times, were unprecedented policies in the human history and experiments. Politically G20 was established, and each country cooperated with policies such as fiscal spending, and achieved economic recovery to this day.

## “Quantitative Easing” that led the recovery

First of all, one of the biggest factors that led the recovery from the Lehman shock was QE (Quantitative Easing) implemented by the US Federal Reserve three times as already pointed out. At that time, the FRB chairman was Mr. Bernanke who took over from former Chairman Greenspan in 2002. He was an economist and his specialty was the collapse of Japan's bubble economy. Because of his remark that it is good to spread money from helicopter in order to get out of a serious deflationary economy, he has a nickname of Helicopter Ben. QE carried out three times was an application of his own research results and implemented a zero interest rate immediately after the Lehman shock. In short, QE is a policy to increase the amount of money circulating in the market.

As a result, the stock price has continued to rise for the next 10 years. In his speech at Jackson Hall in 2012, Mr. Bernanke mentioned a word about tapering (reduction of quantitative easing) and the stock price worldwide fell sharply from the next day. This showed that the recovery of the stock price was totally dependent on FRB's monetary easing. Since this incident, the Fed will take a very cautious stance on the start of rate hike and its pace.

## Japan's lost 20 years and Lehman shock

Initially, the impact on Japan was thought to be limited. The reason is as follows. Regarding the subprime loan problem that triggered the Lehman shock, Japan experienced the financial crisis such as the collapse of the bubble in 1990, the failure of Yamaichi Securities in 1997. Japan was in the midst of the lost 20 years, and people disliked taking excessive risks and restrained investment related to subprime loans.

However, as the world economy fell into recession and the yen appreciated rapidly, Japan suffered a serious recession due to influence from these. Stock prices fell to 7054 yen which was the lowest price since the collapse of the bubble and the yen appreciated from 110 yen to 87 yen to the dollar. After that, during the Great East Japan Earthquake the dollar value to the yen fell to the lowest post-war level which was 75.54 yen. Many companies went bankrupt, large-scale restructuring and dispatch cuts were made, and many people lost their jobs.

によって、その影響を受けて、日本も深刻な不況に陥った。株価はバブル崩壊後最安値 7054 円まで下落しドル円は 110 円台から 87 円へと円高が進んだ。その後、東日本大震災にはドル円は戦後最安値 75.54 円まで円高が進むことになる。多くの企業が倒産し、大規模なリストラや派遣切りが行われて、職を失った人が多数いた。

## 出口を見いだせない日本の現状



日本銀行総裁  
黒田東彦(くろだはるひこ)  
Bank of Japan led by Mr.  
Kuroda monetary easing in  
different dimensions.

日銀はバブル崩壊以降、失われた 20 年と言われるほどに経済は停滞し続けて来た。その間、ゼロ金利政策、量的緩和など非伝統的な政策をアメリカに先駆けて実施したのは日本である。しかし、バーナンキは日銀の政策が中途半端であると批判した。一部の識者からはもっと大胆な金融緩和に踏み切るべきだという主張がなされた。しかし、日銀はデフレ脱却する前にゼロ金利解除を行ったり、市場の期待を裏切りながら、それ以上の大胆な金融緩和に踏み込むことはなかった。第二次安倍政権発足と同時に黒田日銀総裁が就任。異次元の金融緩和を打ち出した。

これにより、バブル崩壊後はじめての本格的な円安株高の局面を演出することになる。しかし、日銀の掲げた 2% 物価目標は未だ遠く、アメリカに続いて、出口に向かおうとする ECB や各国の中央銀行を尻目に日銀のみが出口をまったく見通せないのが現状である。日銀が大量の国債、大量の株式を保有し、それが、市場原理を歪ませ、市場の機能をマヒさせるような事態が起こりつつある。

これにより、バブル崩壊後はじめての本格的な円安株高の局面を演出することになる。しかし、日銀の掲げた 2% 物価目標は未だ遠く、アメリカに続いて、出口に向かおうとする ECB や各国の中央銀行を尻目に日銀のみが出口をまったく見通せないのが現状である。日銀が大量の国債、大量の株式を保有し、それが、市場原理を歪ませ、市場の機能をマヒさせるような事態が起こりつつある。

## 適温相場と模索する「出口戦略」

今日の世界経済は適温相場(ゴルディロックス)と呼ばれる。低金利、低インフレ下の緩やかな経済上昇を指している。気がついて見れば、アメリカの株価は歴史上最高値を更新し続けており、毎月公表される米雇用統計も好調を維持し、完全雇用に近いと言われる。

ECBなど、多くの国がアメリカと同様に、金利を引き下げ、場合によっては QE に類似して国債の大量買入れなど、緩和的金融政策を実施した。今日の時点で、アメリカのように本格的利上げの段階に入っている国は少数であり、「出口」に向かうタイミングを量っている状況にある。

すなわち、人類は、未曾有の経済危機を英知を結集して乗り越えてきたと言えるだろう。しかし、異常なまでの低金利、緩和的金融政策が長期化することによって、それが裏付けとなった経済回復は様々な弊害や歪みを引き起こしている面もあり、それが次の危機として表面化するリスクが懸念として燻っている。各国中央銀行が「出口戦略」を模索し

## Current situation in Japan that cannot find an exit

Since the collapse of the bubble economy, Japan's economy has continued to stagnate for 20 year as the period is called the lost 20 years. Meanwhile, it is Japan that pioneered non-traditional policies such as zero interest rate policy and quantitative easing before the United States. However, Mr. Bernanke criticized the Bank of Japan's policy as incomplete. Some intellectuals pointed out that they should take bolder monetary easing. However, the Bank of Japan ceased a zero interest rate before coming out of deflation, betraying the expectations of the market, and never stepped into any further bold monetary easing. At the same time as the establishment of the second Abe administration, Mr. Kuroda took office as the Bank of Japan President and launched monetary easing in different dimensions.

By doing so, he induced the first full-fledged yen depreciation after the bubble burst. However, the 2% price increase target set by the Bank of Japan is still far away, and currently only the Bank of Japan cannot see the exit at all, while the United States, followed by the ECB and other countries' central banks trying to move towards the exit. The Bank of Japan holds a large amount of government bonds and a large amount of stocks which is distorting the market principle and paralyzing a market function.

## A Goldilocks economy and "Exit strategy" sought after

The present world economy is called a Goldilocks economy. It means a moderate economic growth under conditions of low interest rate and low inflation. If you do notice it, it is said that the stock price in the United States continues to update the highest stock price in history, the US employment statistics released every month also continue positive trends and is said to be close to full employment.

Many countries such as ECB followed the example of the United States, lowered interest rates and, in some cases, carried out palliative monetary policy such as large-scale purchase of government bonds similar to QE. As of today, there are only a few countries that are in the stage of full-scale interest rate hike like the United States, and they are looking for the best timing of moving towards "exit".

In other words, it can be said that the mankind have overcome the unprecedented economic crisis by gathering wisdom. However, as anomalous low interest rates and palliative monetary policy prolong, the economic recovery backed up by it has caused various adverse effects and distortions. There are concerns that these may sur-

ていることからして、未だに出口を脱してはいないのである。

## G20の発足と中国の財政出動

さて、各国中央銀行の金融政策と共に見逃せないのがG20の発足である。ブッシュ政権が従来のG7の枠組みだけでは未曾有の危機に対処できないとして、中国などの新興国にまで、その枠組みを広げて呼び掛けたのがはじまりである。

20ヶ国という多数の国で、統一された意見や方針が採択できるかという疑問視する向きもあったが、多国間で協調して問題解決しようという姿勢は有効であったと言える。その枠組みの中で、中国が4兆元という多額の財政出動を行うことを表明した。これがFRBのQEに次ぐ第二番目の要因である。

これにより、世界経済は下支えされたのは事実である。中国はこれにより自信を深め、世界第二の経済大国に躍り出ると同時に大国としての振る舞いを見せることになる。一帯一路構想で他国への影響力を高め、アメリカに対抗して自国中心の世界秩序の構築を試みることになる。強権的習近平体制もこれらのことと無関係ではない。しかし、一方で、その時のバラマキ政策でなされた設備投資により鉄鋼などの過剰な生産力や、不良債権問題など経済的にも多くの問題を抱えることになる。

## 世界共生へのグローバリズムへの課題

イギリスはユーロ脱退を国民投票で決定した。離脱に向けたユーロとの合意期限を間近に控えた今日に至るまで、交渉は難航しており、合意なき離脱、無秩序な離脱が現実味を帯びている。ユーロ各国には国粋主義的主張を掲げる政党が支持を集めており、ユーロ離脱を決定する国がいつ出るかもしれないという不安は拭えない。

アメリカでは自国第一主義を掲げるトランプ大統領が誕生した。軍事力と経済力を盾に同盟国さえも敵視して、一方的に譲歩を迫る手法は少なからず、各国の不安と反発を招いている。

これらは性急なグローバリズムに対する抵抗とも思えるが、果たして一時的なものなのか？それともこれまでの潮流が完全に逆流し、国家主義へと転換してしまうのか？世界は今、大きな岐路に立たされており、大きなテーマの選択を迫られているのではないだろうか。

1929年の株価暴落は、37年に回復基調に楽観視した中央銀行が利上げを開始したために恐慌が悪化し、深刻化と長期化を招いた。そして、各国が自国の経済を守るために保護貿易に走ったために世界的経済は停滞、縮小へと追い込まれた。最終的には戦争という形で終結することになるわけだが、国家主義への道は、かつての過ちを繰り返す可能性が大きい。

経済は、自由と信頼がないところでは発展しない。明日には社会制度がどのように変わってしまうか分からない不

face as the next crisis. The central banks in each country are seeking “exit strategies”, and that means they have not come out of the exit completely.

## *Inauguration of G20 and fiscal stimulus in China*

Along with monetary policy of central banks, inauguration of G20 cannot be overlooked. The Bush administration expanded the existing G7 framework to include emerging countries such as China, saying that the conventional G7 framework alone could not cope with the unprecedented crisis.

Although some people questioned whether unified opinions and policies could be adopted among 20 countries, it can be said that the attitude to cooperate and solve problems multilaterally was effective. In that framework, China announced that it will make a large fiscal stimulus of 4 trillion yuan. This is the second factor after the FRB's QE.

It is a fact that the world economy was supported by this. As a result of this, China deepened her self-confidence and become the world's second largest economy and at the same time showed its behavior as a major power. It strengthened influence to other countries with the One Belt One Road Initiative and tried to build a world order centered on herself in challenge against the United States. Authoritarian Xi Jinping regime is also not unrelated to these developments. However, on the other hand, due to the capital investment made under unrestricted spending policy at that time, China has numerous problems such as excessive production capacity of steel and nonperforming loans.

## *Challenges to globalism for global symbiosis*

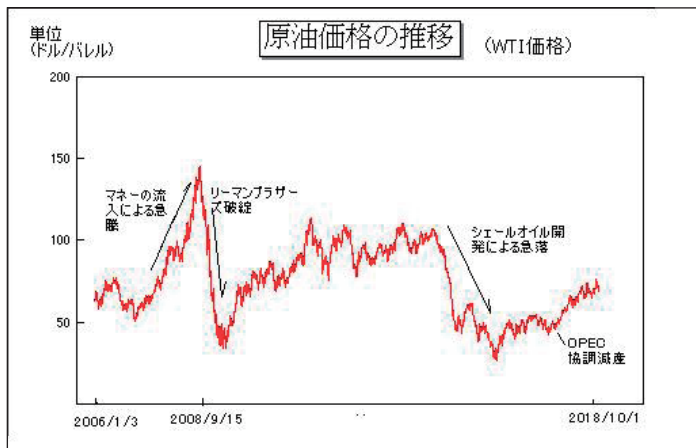
Britain decided to break away from the euro zone by a referendum. Negotiations encounter difficulties even now as the agreement deadline with the euro zone for withdrawal approaches. Uncontracted withdrawal or disorderly withdrawal is taking on reality. Politicians with nationalistic assertions are gaining popularity in the euro zone countries, and anxiety persists that a country may decide to depart from the euro zone at any time.

In the United States President Trump who advocates America First was inaugurated. His unilateral methods to use the United States' military power and economic power to demand concessions from allies as if he is dealing with enemies are causing anxiety and repulsion among other countries.

It seems that these are resistance to hasty globalism, but is it a temporary thing? Or perhaps the tidal current so far is completely refluxed, and converted to na-

安定で、予測不能な社会では大規模な投資は起こらない。国家の壁を越えて物やサービス、マネーが自由に流れるシステムが長期間続くと信じられる時に大規模な投資は起こり、経済も大きく発展する可能性がある。そしてそれは世界が、共生できる道でもある。性急過ぎるグローバリズムは、その歪みについては是正される必要はあるが、グローバリズムそのものは決して否定されるべきものではない。

## 量的緩和(QE)と協調減産による原油価格の決定



Change of crude oil price (WTI price) : Unit (dollar / barrel)  
Explanation in the graph : from left, Soaring due to the infusion of money, Lehman Brothers collapse, Plummet caused by shale oil development, Collaborative production reduction by OPEC

リーマンショック前後に金融緩和が実施され、市場に供給された大量のマネーが向かった先が商品市場であり、原油は市場最高値 147 ドルをつけた。その後、株価、為替などあらゆる市場でリスク回避に向かうことで原油価格も激しく下落し 27 ドルの安値をつけた。その後回復し 100 ドルを超えるものの、シェール技術の開発により供給過剰懸念から価格は暴落して、再度 27 ドルをつける。現在、70 ドル超まで回復して概ね安定的に推移している。

現在の原油価格の回復と安定を支えているのは OPEC による協調減産である。ロシアなどの非 OPEC 諸国も巻き込んでこれらは実施されている。その中には政治的、宗教的には敵対的関係にある国家同士もあるが、原油価格の安定のために協調している。

現在、足元ではシェールオイル増産による価格の急落以降の最高値を試す展開となっている。理由は、アメリカによるイラン核合意の離脱と制裁の発動である。イランに対する制裁の発動でイランからの供給が減少することによる供給不安である。

原油価格を巡っては各国の利害や思惑が交錯する。OPEC をはじめとして、多国間の協調の枠組みを通してそれら、各国の利害が調整され、諸問題は解決され得る。その枠組みが外れ、需要と供給のバランスが崩れる時、原油価格は上下どちらかに暴走する可能性がある。

tionalism? The world is now at a big crossroads, and is urged to choose a big theme.

The stock market crash in 1929 caused the economic depression to worsen and resulted in seriousness and prolongation as central banks, who were optimistic about the recovery trend in 1937, started raising interest rates. And, as each country adopted a protectionist trade policy to protect their economy, the global economy was driven to stagnation and shrinkage. Eventually it concluded in the form of war, but the way to nationalism is likely to repeat a past mistake.

The economy does not develop where freedom and trust are absent. A large-scale investment is not possible in unstable and unpredictable society that does not know how the social system will change tomorrow. A large-scale investment will take place and the economy can develop greatly when it is believed that systems with services, money freely flowing through the national barrier will last for a long time. And that is the way the world can co-exist. In the haste of globalism, the distortion needs to be rectified, but globalism itself should never be denied.

## Determination of crude oil price through quantitative easing (QE) and collaborative production reduction

Monetary relaxation was implemented before and after the Lehman shock, and the destination to which a large amount of money supplied to the market moved was the commodity market. The crude oil price reached the market maximum of 147 dollars. After that, crude oil prices also dropped dramatically to 27 dollars as investors tried to avert risks in all markets including stock and foreign exchange markets. Although it subsequently recovered to exceed 100 dollars, the price dropped dramatically to 27 dollars again due to the fear of excessive supply caused by the development of shale technology. Currently, it has recovered to more than 70 dollars and has been stable in general.

Cooperative production reduction by OPEC is supporting current recovery and stabilization of crude oil price. Non-OPEC countries such as Russia are also involved and these are being implemented. Some of them are politically and religiously antagonistic to each other, but they are coordinating to stabilize crude oil prices.

At present, the crude oil price is at the highest value after the plummeting of the price due to increase production of shale oil. The reason behind is the withdrawal of the United States from Iran's nuclear agreement and the reactivation of sanctions. It is anxiety about supply due to the reduction of supply from Iran caused by sanctions against Iran.

Regarding crude oil price, the interests and specu-

## まとめ

リーマンショックから10年、経済は順調に回復してきたように見える。しかしながら、回復の過程で生じた様々な歪みや弊害を未だ内包しており、内実において微妙なバランスの上に現在の世界経済が成り立っている。

戦後続いてきた時代の大きな流れが変わろうとしていることも見逃してはならない。

今後、世界がどこに向かおうとしているのか注視することが必要である。

lations of each country intersect. Through the framework of multilateral cooperation, including OPEC, interests of each country can be adjusted, and various problems can be solved. When that framework is removed and the balance between demand and supply collapses, crude oil prices may run out of control in upwards or downwards either way.

## Summary

It seems that the economy has recovered steadily for ten years since the Lehman shock. However, it still contains various distortions and harm caused in the process of recovery, and the present world economy is sustained on the subtle balance in reality.

The fact that a big tide of the era that has continued since the end of the war is going to change should not be overlooked.

From now on, it is necessary to pay attention to where the world is going.

