

クレジットサイクルに見る米国景気の転換点

米国の景気後退懸念が強まる中、企業債務残高の GDP 比に見るクレジットサイクルは景気の転換点が近いことを示唆。しかし、企業債務残高/GDP 比のサイクル成分で見ればクレジットサイクルは二巡目に突入しており、FRB の緩和的な金融政策スタンスによってレバレッジはさらに上昇する可能性がある。他方、緩和的な金融政策が続く中でハイイールド債やバンクローンなど一般的に質が低いと言われる高リスク債権が増加しているが、昨年後半ほどの過熱感はなく、短期的なバブル崩壊の可能性は低い。現在の米国景気は短期的な調整局面であり、景気後退への転換点ではないと考えられる。

景気の先行きに対する不透明感が根強い

米国の景気拡大期は 10 年に差し掛かり、循環的に次の景気後退が意識されている。景気循環を見るうえで様々な指標が用いられるが、FRB が利上げを開始して以降はクレジットサイクルが衆目を集めている。昨年後半に生じた米中貿易摩擦など代表的なイベントに対する不透明感は解消されたものの、直近では企業の生産や設備投資が頭打ちの様相を強めており、景気後退への懸念は解消されていないとみられる。そこで、本稿では景気の先行きを占ううえでクレジットサイクルに着目し、内容を検証した。

クレジットサイクルは FRB の取組みにより軽微な調整へ

クレジット（信用）は資金の貸出先の信用状況のことを表し、クレジットによって貸出額や金利が異なる。クレジットサイクルは金融市場においてこのクレジットが循環的に推移することを示しており、社債発行や借入など企業のレバレッジに影響を与える。大きく 4 つの期間に分けられ、リーマン・ショック前からの動きで見ると、「拡大期」は景気拡大が続いて金融引き締め政策が採られる中、レバレッジが上昇して設備投資や M&A が活発になったが、リーマン・ショック後の景気後退期では資産価格の下落や倒産の増加などにより金融機関のバランスシートが悪化、貸出基準の厳格化などレバレッジが低下するクレジットの「後退期」を迎えた。その後、ゼロ金利政策など金融政策が緩和的になる中、企業のバランスシートの改善が進む「修復期」、レバレッジ解消が終わる「回復期」を迎え、再びレバレッジの上昇が始まる現在の「拡大期」へ続いている。このように、クレジットサイクルは金融政策や景気の影響を受け循環する。他方、クレジットサイクルの側からも、クレジットの拡大期には設備投資の増加などで企業活動を活性化する反面、後退期以降にはレバレッジ低下に伴う企業活動の抑制が生じるため景気に影響を与えるものと考えられる。注目される企業債務残高の GDP 比は循環的に推移することで知られており、景気後退期にピークを迎えて低下し、景気拡大期には徐々に上昇が始まり再び後退期にピークを迎えることが多い。リーマン・ショック後は 2011 年から足元にかけて企業債務残高の GDP 比が上昇しており、昨年末時点で 50% に迫り過去最高となっている。そのため企業債務残高に見るクレジットサイクルは「拡大期」の終盤に近く、すなわち景

企業債務残高/GDPの推移(%)



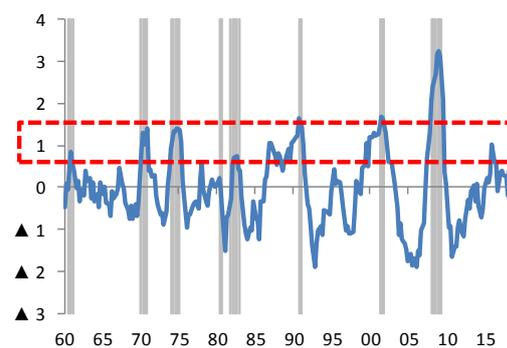
(出所) CEIC

(注) シャドーは景気後退期。

気後退期が近づいていることが示唆される。

しかし、企業債務残高は金融市場の発達やそれに伴う企業規模の拡大によって、GDP 比で上昇トレンドを持っているとみられる。そこで、企業債務残高/GDP をトレンド成分とサイクル成分に分解し、サイクル成分による企業債務残高/GDP の評価を試みた。サイクル成分を抽出した企業債務残高/GDP では、景気後退期入りする前に上昇が始まる傾向があり、加えてトレンドからの乖離が 1%pt を越えると景気後退期のシグナルとなることがわかる。現在はシグナルとなる 1%pt を大きく下回っており、景気後退期入りの可能性は低いと言えるだろう。さらに、本指標で見れば 2015 年末に FRB が利上げを再開して 2016 年に景気後退期入りの危機を迎えたが、利上げペースが緩慢なものに留まったため軽微な調整で済み、景気拡大期の中でクレジットサイクルが二巡目に突入している可能性がある。過去を振り返れば、1990 年代中ごろも軽微な調整によってクレジットサイクルが二巡し、景気後退期入りを免れた。当時は景気拡大に伴って FRB の利上げが続いたが、景気拡大ペースが鈍化したことから素早く利下げを行い金融政策のハンドリングをうまく行ったため景気後退に陥らなかったとみられる。現在、景気減速懸念が高まる中で中立金利の下限の水準で利上げが一旦終了する見込みであり、量的緩和政策で拡大したバランスシートも高水準で維持するなど、FRB は景気に配慮する姿勢を強めている。今後のインフレ次第ではあるものの、急激な利上げは想定しづらく、景気を下押しするような金融政策の実現可能性は低い。FRB の緩和的な金融政策スタンスが後押しし、レバレッジはさらに上昇する可能性がある。

企業債務残高/GDPのサイクル成分(%)

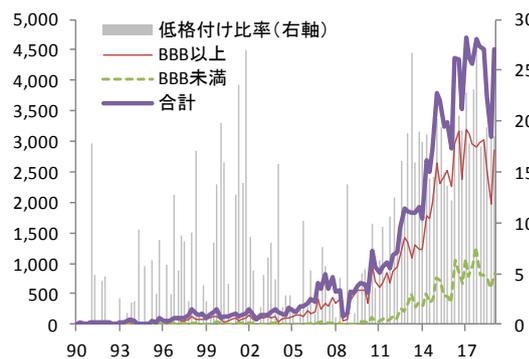


(出所)CEIC
(注)シャドーは景気後退期。HPフィルターにてサイクル成分を抽出。

景気は一時的な調整の後再び拡大へ向かうだろう

また、ここ数年は信用の質が低下している点も指摘されている。金融緩和によって国債など信用力の高い資産のリターンが低下したため、金融機関はよりリターンの高い資産（信用格付けが投資適格以下のハイイールド社債や投資適格以下の企業への銀行貸し付けであるバンクローンなど）を保有するようになっている。社債発行額の内訳を見ると、金融緩和の始まった 2009 年頃以降、信用格付け BBB 未満の投資不適格の社債発行が急増し、全社債発行額の 20%を占めるまで上昇した。従来資金調達が難しかった企業に資金が潤沢に回るようになった結果であり、金融緩和の効果に着実に行きわたっていることが示唆される。

社債発行額の推移(億ドル、%)



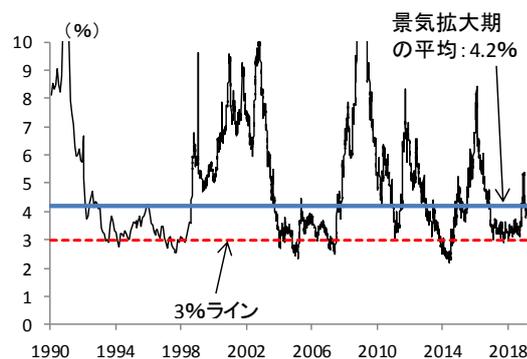
(出所)Bloomberg
(注)低格付け比率は全体に占めるBBB未満発行額の割合。

他方、足元で質の低い資産への投資加熱は和らいでいる。2016 年以降ハイイールド債の需要が高まり、スプレッド（ハイイールド債利回り－長期金利）が低下し、3%を若干上回る水準での推移が続いた。過去に 3%を割り込んだタイミングは IT バブル膨張期の 1998 年ごろ、不動産バブル膨張期の 2006 年ごろ、原油バブル末期の 2014 年ごろの 3 回で、いずれも遠からずバブルが崩壊して、関連する企業群のハイイールド債の急落が生じた。そのため、3%を割り込むかどうかを経験則からみたハイイールド債市場のバブル崩壊の前兆と言えよう。昨年後半に金融市場の混乱が生じるまではバブル拡大の懸念があったが、そ

れ以降はハイイールド債の利回りが上昇してスプレッドが広がった。現在は 4%程度と、過去の景気拡大期の平均とほぼ同水準となっている。再び過熱する懸念は依然残るものの、昨年末に比べれば状況は緩和されたと言えるだろう。

昨年末までは米国の金融政策や米中貿易摩擦、内政の混乱などによる不透明感の高まりが生じ、足元でも米国の企業活動は頭打ちの様相が強まっている。また、足元で国債の長短金利差が逆転するなど景気後退懸念が高まっている。しかし、FRB は下振れリスクを冒してまで利上げを行わないとみられ、景気を強く抑制する可能性は低い。加えて昨年末に比べて米中貿易摩擦や内政の混乱に対する不透明感が和らいでおり、米国経済は堅調な内需の成長によって再び自律的な拡大が見込まれる。また、バブルへの警戒を緩めるべきではないが昨年末に比べてバブルの懸念は後退、クレジットサイクルは二巡目に入っており景気後退を引き起こす可能性は高くないだろう。現在は景気後退への転換点ではなく一時的な調整局面と捉えるべきだろう。

ハイイールド債のスプレッド推移



(出所) Bloomberg

(注)ハイイールド債スプレッド=ハイイールド債利回り-10年債利回り