

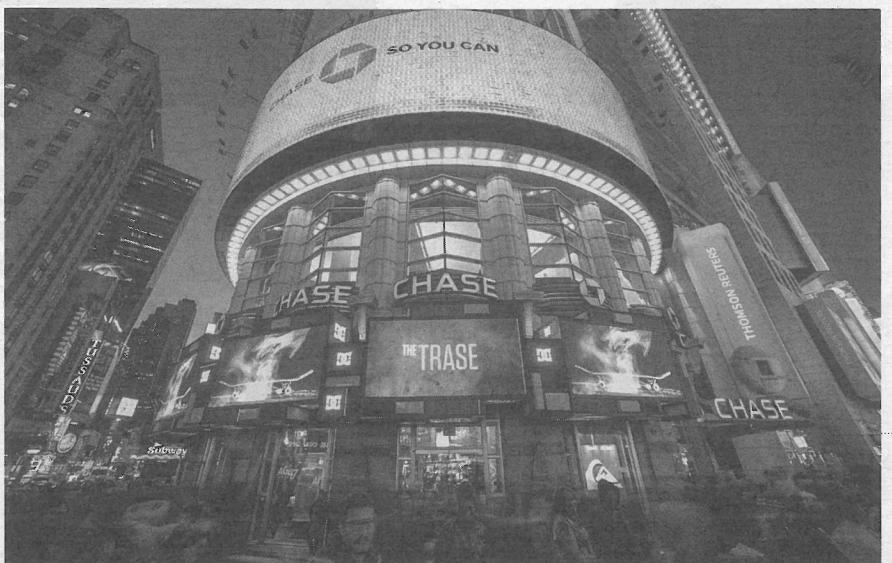
景気循環

2020年に景気後退入り「信用収縮」への転換が兆候に

米国経済の「クレジット（信用）」の波の変調が景気拡大の終わりが近いことを告げている。

竹中 正治
(龍谷大学教授)

2019世界経済



景気後退の先行シグナルが見え始めた
米ニューヨーク市のマンハッタン

上げにハト派的な発言をしたが、同時に「一部の金融レバレッジの高い企業群が過去数年に債務比率を一段と高めており、金利上昇に対しても脆弱になつていて」とことを一つの懸念として語っている。

同様に家計部門の債務比率については、住宅バブルとその崩壊が起きた00年代中盤から後半では、家計の債務膨張とその収縮がびたりと景気循環と重なる（しかし、それ以外の局面では双方の関係性は高くなかった。これは00年代の局面が戦後の米国で特異なものであつたことを物語っている）。

ところで、これらデータからは、次の景気後退が「いつ始まるか」見当をつけるのは困難だ。そこで注目したいのが、景気後退の先行シグナルと言われる、長期金利が短期金利を下回る「長短金利の逆転」である。18年12月3日、米5年物国債利回りが2年債を11年ぶりに下回った。

長短金利の差を見るとき、主なものとして①「財務省証券10年物利回り」、②「FF金利」、③「同2年物利回り」、「同5年物利回り」、「同2年物利回り」——がある。

FBBがデータを開示している1976年以降で検証すると、5回あった景気後退期は、その直前に①～③の長短逆転が起きていた（ただし、98年の長短逆転はそのまま景気逆転はそのまま景気

の顔だとすると、裏の顔は「信用の膨張と収縮の波、すなわち「クレジット（信用）サイクル」である。問題はそれがあとどのくらいの期間続くか。米国の実質国内総生産（GDP）成長率は18年の3%前後の水準から19年には2%台半ばに鈍化するものの、景気後退にまでは至らず、本格的な景気後退の始まりは20年ごろであると筆者は見ている。

短期では「持ち直し」も

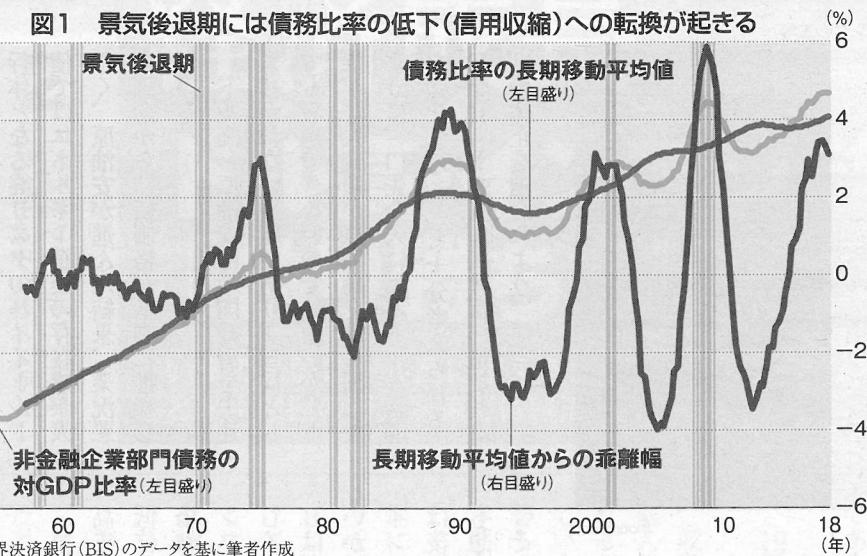
経済協力開発機構（OECD）が公表している景気先行指数（OECD Composite Leading Indicator）も重要である。この景気先行指数は各國の長期的な平均値が100になるように算出されている。これを見ると、米国を含め全般的に下向きのトレンドになつており、19年に向かって世界景気の減速を示唆している。ただし、各国に先駆けて17年後半に減速した中国は18年前半に底を打つ、少し持ち直す傾向を示している。08年以降、中国では景気対策で信用

の膨張が加速する一方、経済成長率が次第に鈍化するという事態になつた。そこで中国政府は17年には債務リストラ、ゾンビ企業の整理・淘汰方針を掲げて金融を引き締めた。ところが景気悪化、企業破綻が予想以上に深刻になつたことで、18年に入つてから再び金融緩和姿勢に転じて、それを景気動向指数は反映しているのだろう。

しかも、00年代半ば以降、中国の景気先行指標の変化には、OECD全体や米国のそれに対して約3カ月から6カ月の先行性を伴う高い相関関係が見られる。すなわち中国経済の景気持直しによって世界経済全体もこのまま一気に悪化するというよりは、短期的には持ち直す局面が19年にあるかもしれない（図2）。

もつとも、長期で考えると、米中の対立はもはや単なる貿易問題ではなく、覇権をめぐる戦いとしての米中新冷戦時代が始まっている。これは米ソ冷戦時代の地政学的な緊張関係とは異なつた「地経学的」な緊張を世界経済にもたらしている。

今後グローバル企業は米中間にライチーンを再編成する難しい調整を迫られることになる。そのリスクとコストは米中のみならず世界経済全体の重荷になるだろう。



09年を底に始まつた米国の景気回復はその最終局面に差しかかっている。これはエコノミストらのほぼコンセンサスである。問題はそれがあとどのくらいの期間続くか。米国の実質国内総生産（GDP）成長率は18年の3%前後の水準から19年には2%台半ばに鈍化するものの、景気後退にまでは至らず、本格的な景気後退の始まりは20年ごろであると筆者は見ている。

景気回復から好況期にかけては、

の顔だとすると、裏の顔は「信用の膨張と収縮の波、すなわち「クレジット（信用）サイクル」である。

景気回復から好況期にかけては、

勢的な伸び率から上振れた債務比率の上昇が起こり、景気後退期にはそれが低下に転じる。

という、信用の膨張と収縮の波が見られる事だ。とりわけ1

980年代後半以降は、信用の

膨張と収縮が、鮮明な形で実体

経済の景気循環と連動するクレジットサイクルの様相が濃い。

18年に入り、信用の膨張が過去

3回の平均ピーク時の水準に近付いた。これは信用の収縮局面に転じる時が近づいていることを示唆している。

また、パウエル米連邦準備

理事会（FBB）議長は18年11月のニューヨークでの講演

で「中立水準まで利上げを断行

するわけではない」と金利引き

残高はGDP対比で長期的な増加傾向にあるが、債務を見合いに資産も増えているので問題ではない。

注目すべきは、景気回復期には趨勢的な伸び率から上振れた債務

比率（対GDP）とその長期平均値（10年移動平均値）からの乖離幅の推移を示したものだ。企業部門の債務

残高はGDP対比で長期的な増加傾向にあるが、債務を見合いに資産も増えているので問題ではない。

景気回復から好況期にかけては、

の顔だとすると、裏の顔は「信用の膨張と収縮の波、すなわち「クレジット（信用）サイクル」である。

景気回復から好況期にかけては、

勢的な伸び率から上振れた債務

比率（対GDP）とその長期平均値（10年移動平均値）からの乖離幅の推

移を示したものだ。企業部門の債務

残高はGDP対比で長期的な増加傾

向にあるが、債務を見合いに資産も

増えているので問題ではない。

景気回復から好況期にかけては、

の顔だとすると、裏の顔は「信用の膨張と収縮の波、すなわち「クレジット（信用）サイクル」である。

景気回復から好況期にかけては、

の顔だとすると、裏の顔は「信用の膨張と収縮の波、すなわち「クレジット（信用）サイクル」である。