

経済レポート

米国企業の累積債務問題～懸念される景気への悪影響～

調査部 研究員 土田 陽介

本稿の狙いは、金融危機後に発行が相次いだ社債に焦点を当てて、米国企業(非金融法人企業、NFCs)による累積債務問題の現状を整理するとともに、実体経済にどのような影響が及ぶ可能性があるのかを考察することにある。

米国企業は、金融危機以降の低金利環境の下で、借入よりも社債による資金調達を選好した。その結果、米国では社債市場の活況が続いている。企業は起債によって得た多額の資金を自社株買い(バイバック)に費やしているとみられる。一方で国内での設備投資に回されている資金は一部と考えられ、過去に比類がない水準まで積み上がった社債の存在は、米国経済全体でみた生産性の改善や供給力の向上には、必ずしも貢献していないという問題がある。

今後米国企業の信用サイクルは、FRBによる金融政策の正常化が進むことによって調整局面入りする可能性が出てきている。そうなれば、企業は中長期に渡り、多額の債務を償還する必要に迫られることになる。この問題は、以下で述べるチャンネルを通じ、景気の減速(場合によっては失速)を促す可能性を有していると考えられる。第一に、金融市場の調整を通じた間接的なチャンネルである。具体的には、金利急騰によるクレジットランチや株価下落に伴う逆資産効果などが生じ、その程度によっては実体経済の成長に強い下振れ圧力がかかると警戒される。

第二に、米国企業の経営活動の変化を通じた直接的なチャンネルである。限られた資源の中で企業が返済やバイバックを優先するなら、その他の経営活動が後回しになる。当然、企業は国内での設備投資に一段と消極的になり、米国経済の生産性の伸びはさらに鈍化する。また労働投入を減らすことになれば、家計の雇用・所得が悪化するため、個人消費にも強い下押し圧力がかかることになる。長期金利の水準との見合いになるだろうが、社債の問題は動向次第で景気への悪影響が色濃くなってしまうリスクを有している。

とはいえ、低金利が長期化することによって、本来市場から撤退すべきであるゾンビ企業が生き長らえる、そしてバイバックによって株価が実態よりも過大評価される状態が続くという、また別の問題が生じる可能性もある。どの程度までの調整を受け入れるべきなのか、また受け入れることができるのか、米国経済は難しい局面を迎えつつあるといえるだろう。

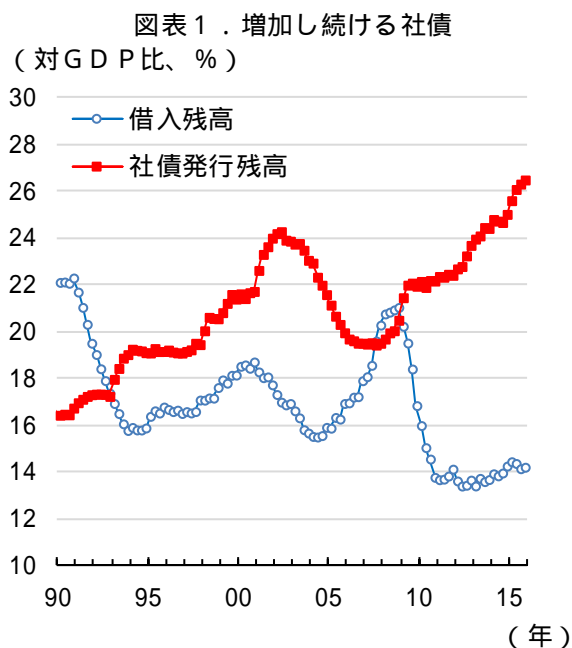
はじめに

2016年1月27日、米財務省金融調査局（OFR）は議会に対して定例の『年次報告書』を提出した。その中でOFRは、16年の米国経済が存在する金融の不安定要因を3つ指摘したが、その1つに米国企業と新興国の累積債務の問題がある。

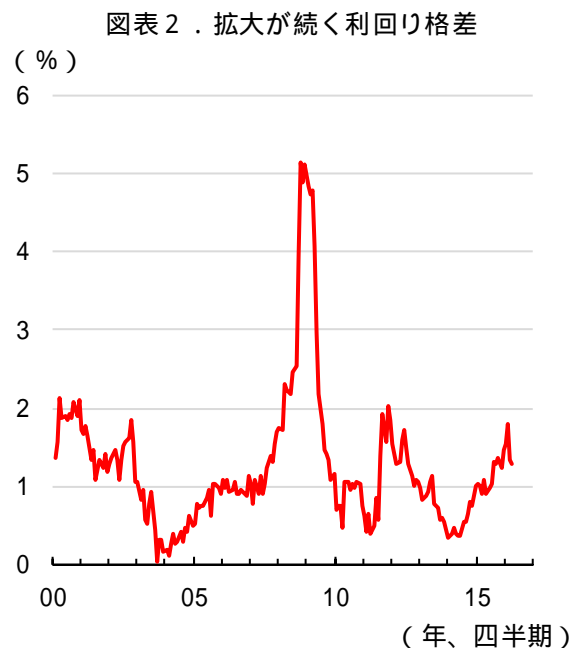
08年に生じた世界的な金融危機を受けて、米連邦公開市場委員会（FRB）は極めて野心的な低金利政策を採用した。その後FRBは、14年10月に量的緩和（QE）政策を終え、また15年12月には政策金利（FFレート）の誘導目標を引き上げるなど、金融政策の正常化に取り組んでいる。にもかかわらず、長期金利（10年国債流通利回り）は上昇せず、異例ともいえる低金利環境が保たれている。こうした中で、米国の「非金融法人企業（Non Financial Corporations, NFCs）」による社債発行が活発に行われており、その発行残高の対GDP比率は上昇が続くとともに、過去に比類がない水準に達している（図表1）。その一方で、借入発行残高の対GDP比率は金融危機後に下振れして以降横ばいで推移している。つまり企業は、この低金利環境の下で借入よりも社債による資金調達を選好したことになる。

OFRは先の『年次報告書』の中で、米国の信用サイクルは調整局面入り寸前の状態にあるとの認識を示している。既に米国では、原油価格の下落を受けて、エネルギー企業に対して融資を行う地域金融機関を中心に不良債権問題が深刻化している模様である。今後米国企業の信用サイクルは、FRBによる金融政策の正常化が進むことによって、調整局面入りする可能性が出てきている。そうなれば、投資適格級の社債の対国債スプレッド（図表2）が拡大していることが良く示しているように、債務の返済が企業活動の中長期的な重荷になると警戒される。さらにこの問題は、その動向次第では米国景気に悪影響を及ぼす可能性も高いと考えられる。

本稿の狙いは、金融危機後に発行が相次いだ社債に焦点を当てて、米国企業による累積債務問題の現状を整理するとともに、実体経済にどのような影響が及ぶ可能性があるのかを考察することにある。なお本稿が指す「企業」は、一貫して前述のNFCsを意味するものである。



(出所) 米商務省経済分析局 (BEA)



(注) 10年債利回り - 投資適格社債利回り

(出所) Bank of America/Bloomberg

1. 低金利下で活況が続く社債市場

冒頭で述べたように、米国では社債市場の活況が続いている。企業による社債発行を促した最大の要因は、FRBによる金融緩和を受けた金利の低下に他ならない。金融危機を受けてFRBは、FFレートを過去最低の年0.00~0.25%にまで引き下げるとともに、都合3度に渡るQE政策を実施した。この影響を受けて、米国の長期金利もまた水準を低下させ、企業は低い金利水準で債券を発効することが可能になったわけである。同時に、長期金利の低下を受けて運用が困難になった投資家が、米国債よりも利回りの高い社債に対する需要を強めたという点も見逃せない。

この間に発行された社債の構成を米国証券業金融市場協会(SIFMA)の資料から整理すると、以下の特徴が見えてくる。まず投資不適格債(ハイイールド債)の発行が多かったことが指摘される。具体的には、発行社債の総額に占める投資不適格債の割合は、金融危機が生じた08年にはわずか5.8%に過ぎなかったのが、09年には15.7%にまで急上昇し、10年から14年までは20%を越えて推移している(図表3)。なお直近15年の水準は、後述する理由から17.4%へと割合が低下したが、金融危機前に比べれば水準は引き続き高いままである。

次に注目される点は、金融危機以降の社債発行が主にコーラブル債(繰上償還の権利が付いた債券)、それも特に固定金利物で行われたことである。再び図表3から発行社債の総額に占めるコーラブル債の固定金利物の割合を確認すると、金融危機直前の07年には37.2%であったのが、09年以降は60%前後で推移していることが分かる。それとは対照的にノンコーラブル債、とりわけ変動金利物の割合は低下が著しく、金融危機前には40%近い水準であったが、15年にはわずか5.5%となっている。

低金利であれば、同様に負債である借入もまた、その条件が改善されることになる。にもかかわらず、企業が社債による資金調達を優先した理由としては、以下の点が考えられる。すなわち借入による資金調達は短期物(1年未満)が常である一方で、社債による資金調達は長期物(1年以上)であり、中には満期10年以上の社債も存在する。また借入は資金用途が制限される(いわゆる「ひもつき」)であることが多いのに対して、社債は資金用途が自由である。長期でかつ用途が自由な資金を得ることができる社債の方を企業が好んだことは、当然の成り行きといえよう。

図表3. 発行社債の構成比率

年	格付け		コーラブル		ノンコーラブル	
	適格級	不適格級	固定	変動	固定	変動
2005	87.3	12.7	31.2	7.9	20.0	40.9
2006	86.2	13.8	32.9	8.3	18.1	40.6
2007	88.1	11.9	37.2	8.7	22.5	31.6
2008	94.2	5.8	49.4	8.1	26.8	15.6
2009	84.3	15.7	65.2	0.6	29.1	5.1
2010	75.2	24.8	54.8	1.0	38.5	5.8
2011	78.0	22.0	57.4	0.8	30.3	11.5
2012	75.7	24.3	64.6	1.0	30.6	3.8
2013	75.8	24.2	58.1	1.8	30.5	9.6
2014	78.3	21.7	59.6	1.3	30.4	8.6
2015	82.6	17.4	68.4	0.9	25.3	5.5

(出所)米国証券業金融市場協会(SIFMA)

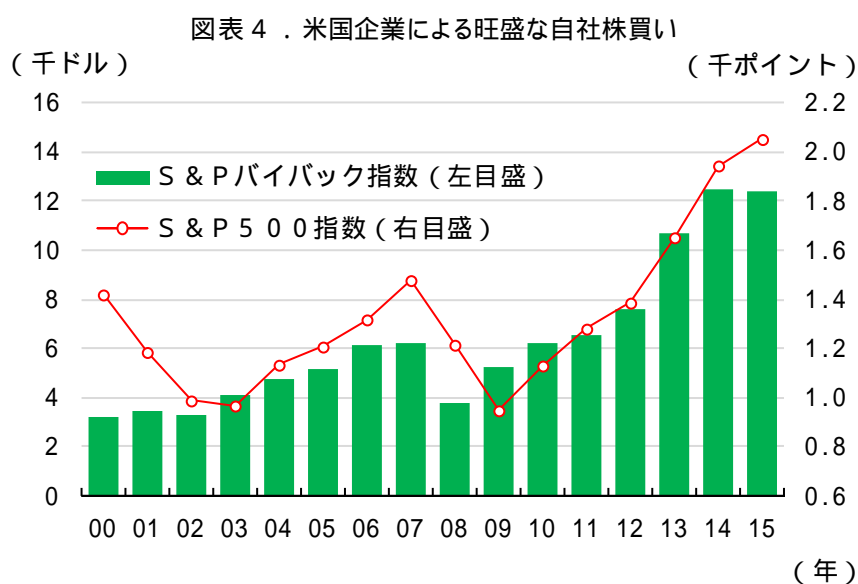
一方で、ハイイールド債の発行が増えた最大の理由は、いわゆるシェール革命にあったと考えられる。金融危機前後より、米国ではシェール（頁岩）層からガスやオイルを採掘する技術が発展するとともに、シェール関連の投資案件が急増した。こうしたシェール関連企業の多くは、社債発行による資金調達に依存していた。少なくとも14年後半以前まで、シェール関連企業の発行した社債は、ハイリスク・ハイリターンの商品の中では相対的にローリスクの商品として、投資家に旺盛に購入されていた。ただ原油価格が下落に転じたことで潮目が変わり、発行高が減少することになった。それが15年に投資適格級の社債の構成比率が低下したことに繋がっている。

さらに、固定金利物のコーラブル債による発行が企業に選好された理由としては、金融危機以降の長期金利がすう勢的に低下基調で推移したことがあったと推察される。コーラブル債とは、債券の発行体（この場合は企業）が予め決められた特定日に投資家から債券を買い戻すことによって繰上償還ができる権利（オプション）が付いた仕組み債のことである。したがって、金利が低下する局面ならば、企業はオプションを行使して償還を前倒しするとともに、より低いクーポンで債券を新たに発行することで、資金調達コストを圧縮することが可能になるわけである。

2. 設備投資よりも自社株買いを優先する企業

それでは米国企業は、社債の発行によって調達した資金を一体何のために使っているのでしょうか。

まず指摘されているのが、企業が起債によって得た資金を、いわゆる自社株買い（バイバック）に用いていることである。図表4は、企業によるバイバックの動向を見たものである。これによると、企業によるバイバックは金融危機を受けた08年に前年水準を割り込んだものの、10年には危機前の07年の水準を回復し、12年以降は史上最高値の更新が続いた。15年は前年比0.6%低下と金融危機以来となるマイナスに転じた、それでも史上最高水準であった14年とさほど変わらず、企業の自社株買いは引き続き旺盛であったと評価できる。



(出所) スタンダード & プアーズ (S & P)

それではなぜ、企業はバイバックに努めるのだろうか。それにはいくつかの理由が考えられるが、何より重要な点は、株主への利益還元という要因である。利益が一定でも株式の数が減少すれば、一株当たりの利益（EPS）は改善する。言い換えれば、企業が自社株買いに努めれば努める程、投資家は手厚い利益を享受することができる。またEPSが高ければ高い程、アナリストや投資家は優良な株と評価するため、株価は上昇する傾向がある。つまり株価対策として、企業はバイバックに努めているのである。このバイバックが、金融危機以降の株価上昇のけん引役の1つになったと考えられる。一方で、企業は、バイバックに伴い得た自社株を消却しているとされる。バイバックに努めるほど企業の自己資本比率は低下するため、企業が信用環境の悪化、具体的には金融ショックを受けた金利の一時的な急騰などに対する対応力を弱めている危険性が懸念される。

他方で、起債で得た資金が国内での設備投資の原資になっている可能性は低いと判断される。実質設備投資の成長率を確認すると、危機前の景気拡大局面（01年第2四半期～07年第4四半期）では平均年0.7%増であったが、危機後の景気拡大局面（09年第2四半期～16年第1四半期）では同0.9%増まで上昇している。もっとも金融危機後の増勢加速は、景気後退期（08年第1四半期～09年第1四半期）における設備投資の大幅減（同3.3%減）の反動という性格を有している。さらに16年第1四半期には同1.4%減と2四半期連続で減少するなど、設備投資の動きは足元にかけて徐々に弱くなっており、活発な社債発行の動きとは不整合な状況にある。加えて昨今の米国では、労働生産性の伸びの停滞が注目を集めている。言い換えればこのことは、労働に代わる資本ストックの形成が不十分であることを意味する。したがって、企業が社債発行によって調達した資金が国内での設備投資に費やされているとしても、その流れは限定的なものにとどまっていると判断される。

反面で、海外における設備投資の原資に、起債により得た資金が使われている可能性が指摘される。米国でも自動車産業などを中心に、製造業が生産拠点を海外へと移転する流れが強まっているが、特にその「受け皿」となっているのが隣国メキシコである。その理由として、メキシコにおける物流コストや労働コストの安さが好まれているとされる。足元の事例では、BIG3の1つであるフォードがメキシコに16億ドル規模の小型車工場を新設すると、16年4月に発表した。自動車産業のほかにも、例えば「オレオクッキー」の生産拠点を、親会社であるモンデリーズ・インターナショナルがシカゴからメキシコに移管するなど、設備投資を海外で行う流れはすそ野を広げている。定量的な把握は困難であるが、近年の企業活動の動向から判断すれば海外での設備投資は活発であり、その原資に起債によって調達された資金が利用されている可能性は相応に高いとみられる。

言い換えれば、過去に比類がない水準まで積み上がった社債の存在は、米国経済全体でみた生産性の改善や供給力の向上には、必ずしも貢献していないという問題が指摘されるのである。

3. 問われる企業の返済可能性と懸念される経済への悪影響

OFRがいうように、米国の信用サイクルが既に調整局面の一手手前であるならば、今後は債務不履行に陥る社債が増えてくることになる。こうした中では、積み上げた社債に対する企業の返済可能性が問われることになる。

こうした流れは、ハイイールド債の領域で既に顕在化している。15年12月、投資会社サード・アベニュー・マネジメント傘下のハイイールド債投資ファンド「サード・アベニュー・フォーカスト・クレジット・ファンド」が破綻し、金融市場で緊張が高まる事態となったことは記憶に新しい。14年後半から進んだ原油価格の下落を受けてシェール関連企業の収益が悪化したことが、ハイイールド債のデフォルトにつながった。

もっとも図表2で確認したように、16年に入ると投資適格債の対国債スプレッドも拡大基調で推移しており、

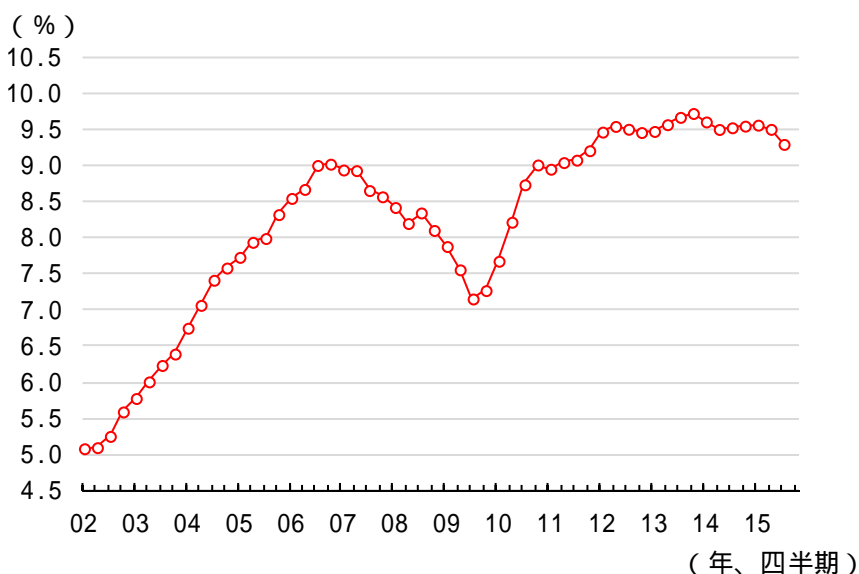
経営の重荷になることへの警戒感は企業部門全体に広がっている。背景には、米国企業全体の収益力が低下していることへの懸念があると考えられる。15年第4四半期における企業部門の利益（税引前、SNAベース）の対GDP比率（4四半期後方移動平均）は9.3%と金融危機前の07年第4四半期（8.6%）よりは高いものの、3四半期連続で低下している（図表5）。また中期的なトレンドをみても、同比率は12年頃から9%台半ばで高水準ながらも横ばいとなっており、利益増の勢いは一服している。

足元にかけての企業利益の増勢一服は、世界的な需要低迷やドル高の進展の影響を色濃く受けているとみられる。しかしながら、企業の利益がタックスインバージョン（海外企業の買収を通じて、本社機能を税率の低い国への移転すること）など企業の節税措置によって長らく「水増し」されてきたことを考慮すると、現状の利益水準は米国企業が持つそもそもの収益力に比べれば、ある意味で過大評価されたものであるといえるだろう。また内外の需要に関しても、世界的な高齢化の進展などの構造変化を受けて、伸び率そのものはこれまでに比べて低位にとどまると予想される。企業を取り巻く環境は決して明るくないのである。

それでも、低金利下で借り換えがスムーズに行われるならば、社債の返済負担は軽減される。しかしながら、FRBが緩やかとはいえ追加利上げを行い、長期金利が上昇すれば、借り換えは困難になる。こうした中で企業は、今後中長期に渡り、多額の債務償還に努める必要に迫られているが、この問題は以下で述べるチャネルを通じて、景気の減速（場合によっては失速）を促す可能性を有していると考えられる。

第一に、金融市場の調整を通じた間接的なチャネルである。具体的には、金利急騰によるクレジットクランチや株価下落に伴う逆資産効果などが警戒される。とりわけ現状の株価水準は、起債を通じたバイバックによって支えられているため、企業が債務の返済に追われるようになれば、バイバックを通じた下支え効果は自ずと弱まると考えられる。株価はボラティリティが高まるとともに、場合によっては急落を余儀なくされよう。その程度によっては、実体経済の成長に強い下振れ圧力がかかることになると警戒される。

図表5．頭打ちとなる企業の利益率



（注1）4四半期後方移動平均

（注2）利益 = 国内非金融業の利益 + 海外事業の利益 × ウェイト
 ウェイト = (民間産業の付加価値 - 金融機関の付加価値) / 民間産業の付加価値

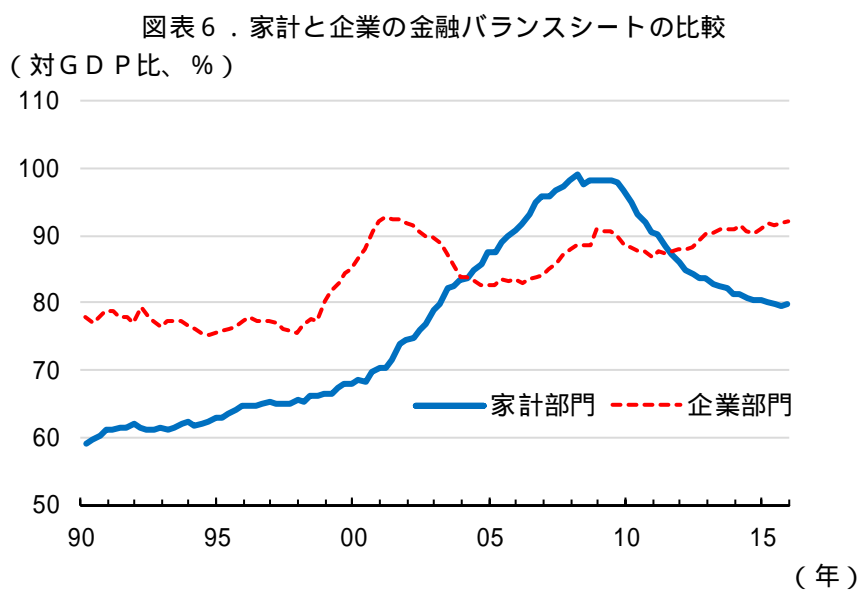
（出所）B E A

第二に、企業の経営活動の変化を通じた直接的なチャネルである。限られた資源の中で企業が返済やパイバックを優先するならば、その他の経営活動が後回しになる。当然、企業は設備投資に一段と消極的になり、米国経済の生産性の伸びはさらに鈍化する。また労働投入を減らすことになれば、家計の雇用・所得が悪化するため、個人消費にも強い下押し圧力がかかることになる。長期金利の水準との見合いになるだろうが、社債の問題は動向次第で景気への悪影響が色濃くなってしまいうリスクを有している。

とはいえ、低金利が長期化することによって、本来市場から撤退すべきであるゾンビ企業が生き長らえる、そしてパイバックによって株価が実態よりも過大評価される状態が続くという、また別の問題が生じる可能性もある。どの程度までの調整を受け入れるべきなのか、また受け入れることができるのか、米国経済は難しい局面を迎えつつあるといえるだろう。

さいごに

以上で整理してきた企業の累積債務問題は、金融危機を受けてF R Bが採用した超低金利政策の副産物ともいえる現象である。つまり米国経済全体でみれば、金融危機以降の低金利環境下で、民間債務の問題の担い手が家計部門から企業部門へとスイッチしたことになる（図表6）。



金融危機前の住宅ブーム期には、いわゆるサブプライムローンなどの供給側の技術革新もあって、家計の債務が膨張し、その返済可能性が問われる事態となった。実際、金融危機を受けて家計のデフォルト率が高まり景気に強い下振れ圧力がかかったものの、F R Bによる超低金利政策を受けて家計は債務の返済に努めることができた。他方で、企業はその超低金利環境に乗じて多額の社債を発行し、債務の規模を拡大させた。そして企業は、そうして得た資金の大半をパイバックに費やす一方で、それを国内の設備投資には回さなかったとみられる。つまりこの間の急激な負債膨張は、米国経済の供給力の向上には殆ど貢献しなかった可能性がある。

またこの社債の問題は、いわゆる「シャドーバンキング」とも密接に関わっていると考えられる。金融危機後の規制強化を受けて、米銀の投融資業務には強い制約がかかっている。こうした中、米国の金融市場ではヘッジファンドなどノンバンク型の投資家や投機筋が有力なプレーヤーとなっている。FRBが利上げを行い、米国の金融市場で流動性が徐々に先細ると考えられる環境の中、こうした投機筋による行動が社債市場の思わぬ調整圧力になるシナリオは否定できない。つまり社債を中心とする企業の累積債務問題は、実体経済の成長に貢献しなかったばかりか、将来的な金融調整リスクにつながっただけであるという評価が成り立ち得るのである。

社債は住宅ブーム期に活発に発行されたMBS（モーゲージ債）のような複雑な仕組み債ではないとみられるため、リーマンショックのような大規模な金融調整に転じる可能性は低いかもしれない。一方で、金融危機以前に比べると、米国といえども金融ショックを和らげる政策手段が限られていること、そもそも実体経済の成長力が落ちていることなどを考慮すれば、この企業の累積債務問題が起点となって米国ひいては世界の経済・経済の調整を呼び起こす危険性もまた軽視できない。中長期で燻ぶるダウンサイドリスクとして、米国企業の社債の問題を注視し続けていく必要がある。

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。