

経済情報

[米国]

増加した企業債務は信用不安のきっかけとなるか

【要旨】

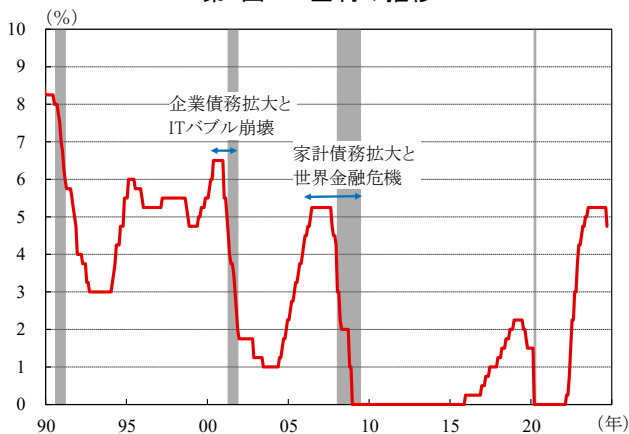
- ◇ 米国経済は 2022 年からの急速な利上げにもかかわらず、これまでのところ景気失速を免れており、その理由として、世界金融危機以降の家計債務圧縮により、利上げに対する個人消費の耐性が高まったことが指摘される。一方、企業債務については、GDP 対比でみた残高はコロナ禍以降減少してはいるものの、金融危機直前と同程度の高い水準となっている。
- ◇ こうしたなかでも、企業が発行する社債のイールドスプレッド（米国債との利回り差）の上昇は足元確認されておらず、債券市場において企業債務への懸念はさほど高まっていない。この理由として、米国企業の業績が堅調ななか、コロナ禍で長期化した企業の債務償還年数（有利子負債残高をキャッシュフローで除した年数）が足元では 2019 年並みに落ち着いていることや、金融危機以降の低金利環境下での固定金利による資金調達増加等により、企業が今次利上げ局面で利払い負担の急増を回避していることが指摘できる。
- ◇ もっとも、固定金利の借入が順次返済期限を迎え、高金利下での借換が進むにつれ、インタレスト・カバレッジ・レシオ（ICR、企業の利払い能力を表す）は足元で低下しており、金利上昇の影響はこの先徐々に顕在化してくる公算が大きい。また、大規模倒産の顕著な増加には至っていないが、中小企業においては利上げの影響がより早く波及しているとみられ、先々の利払い負担増の吸収余力には懸念がある。
- ◇ FRB は、2024 年後半以降利下げが進み、景気後退も回避されるという前提のもと、企業の利払い能力はコロナ禍前と同程度を維持可能であると試算している。当室としても、FRB が適切なペースで金融緩和を進めることにより、利払い負担増を起点とした企業部門の信用不安拡大に至る可能性は高いものともみている。但し、労働市場の急速な減速等による景気の下振れや、大統領選挙の結果等を背景とする金利の高止まりの双方の場合において、企業債務のデフォルトリスクの高まりには注意が必要である。

1. 米国企業の債務残高はコロナ禍以降減少も、歴史的にみて高水準

米国では 2022 年以降急速な利上げが行われたものの（次頁第 1 図）、これまでのところ、利上げ開始当初に懸念されていたような景気の失速には至っていない。過去の

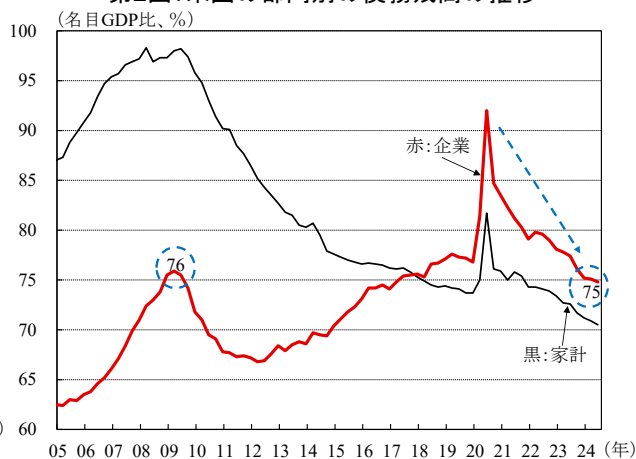
利上げ局面では、家計や企業の債務にその影響が波及するなかで景気後退に陥った事例が確認されるが、今次局面では、家計において世界金融危機以降に進捗した債務圧縮等が、利上げに対する個人消費の耐性の強さに繋がっているとみられる（第2図）。対照的に企業債務をみると、GDP 対比でみた残高はコロナ禍以降減少しているものの、金融危機直前と同程度の高い水準となっており、家計債務とは状況が異なる。

第1図:FF金利の推移



(注)網掛け部分は景気後退期間。
(資料)全米経済研究所統計、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図:米国の部門別の債務残高の推移



(資料)FRB統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

2. 足元までは低金利下の固定金利調達之恩恵で、企業債務のデフォルト懸念は低位

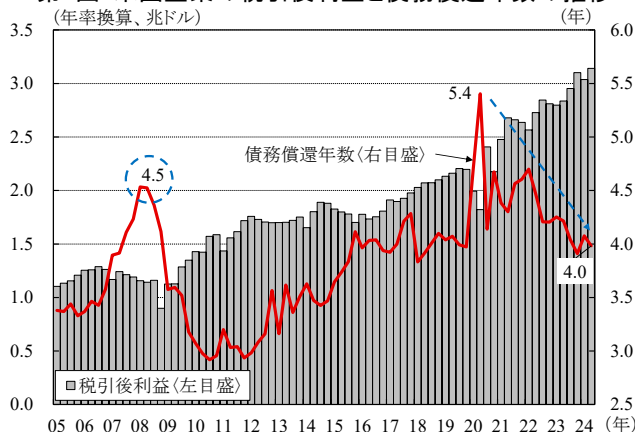
こうしたなかでも、米国企業が発行する社債のイールドスプレッド（米国債との利回り差）は足元 2022 年の利上げ開始前と同程度の水準に落ち着いており、債券市場において企業債務への懸念はさほど高まっていないといえる（第3図）。この理由として、まず、米国の景気が底堅い個人消費を支えに失速を免れるなかで、企業業績が堅調に推移していることが挙げられる。その結果、米国企業が保有する有利子負債の債務償還年数（有利子負債残高をキャッシュフローで除した年数）は、コロナ禍で一度、約 5.4 年まで長期化したものの、足元では 4 年程度と 2019 年と同程度の水準に落ち着いている（第4図）。これは金融危機時の水準を下回っており、企業債務が過剰であるとはいえない。

第3図:米国社債のイールドスプレッドの推移



(注)オプション・アジャステッド・スプレッド(OAS、繰上償還を考慮した米国債との利回り差)を参照。
(資料)ICE Data Indices、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

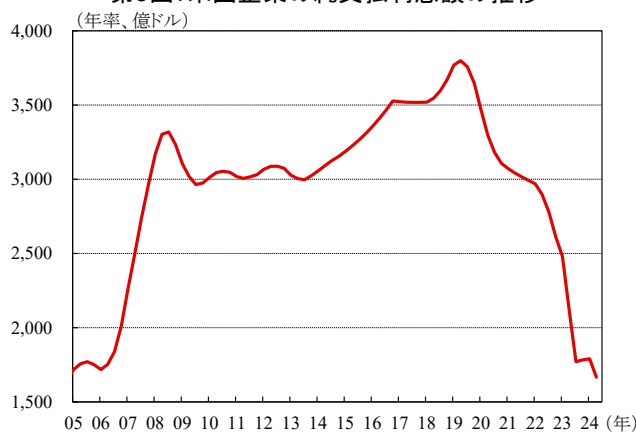
第4図:米国企業の税引後利益と債務償還年数の推移



(注)債務償還年数は有利子負債をキャッシュフローで除して算出。
(資料)米国商務省、FRB統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

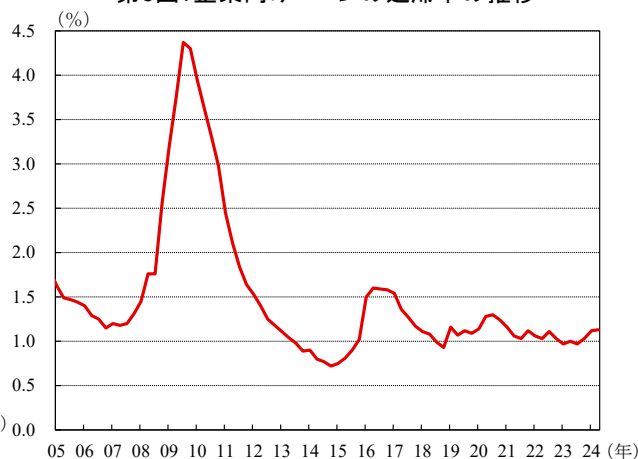
また、米国企業は利上げ開始後も実際の利払い負担の急増は回避できていたことが指摘できる。まず、企業のバランスシートの負債サイドにおいて、金融危機以降の低金利環境下で固定金利による資金調達が増加していたため、利上げにより市場金利が急上昇するもとでも、企業の支払利息の増加ペースは緩やかなものに止まっていた。加えて、バランスシートの資産サイドにおいて、企業は MMF（マネー・マネジメント・ファンド、高い格付の短期金融商品に投資する投資信託）をはじめとした金融資産の保有額を増加させていたため、利上げが進むなかで企業の受取利息は急増していた。結果として、企業の支払利息から受取利息を差し引いた「純支払利息額」は、金融危機直前の利上げ局面では増加していたのに対し、2022年の利上げ開始から足元にかけてでは4割以上減少しており（第5図）、企業が利払い負担の面で恩恵を受けていたといえる。こうしたなかで、金融機関からみた企業向けローンの延滞率は低水準が続いており（第6図）、デフォルトに対する懸念が高まりにくかったと考えられる。

第5図:米国企業の純支払利息額の推移



(注)「純支払利息額」は「支払利息」から「受取利息」を差し引いて算出。
 (資料)FRB統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第6図:企業向けローンの延滞率の推移

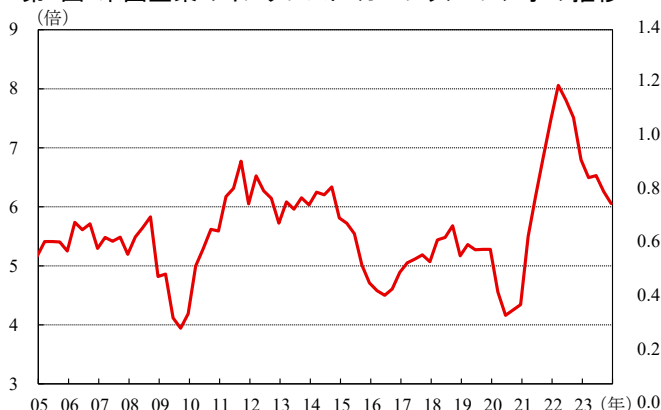


(資料)FRB統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

3. この先は借換進行に伴い、企業の利払い負担増の顕在化が進む可能性

もともと、固定金利の借入が順次返済期限を迎え、高金利下での借換が進むにつれ、インタレスト・カバレッジ・レシオ（ICR、企業の利払い能力を表す）は足元で低下してきており、低金利環境下での固定金利調達による恩恵は失われつつある（次頁第7図）。また、米国企業の資金調達総額の半分以上を占める社債について、その償還期限を確認すると、2025年以降は毎年1兆ドル前後の社債が満期を迎える見込みである（次頁第8図）。加えて、Bi, Marsh, and An[2024]の試算によれば、2024年から2027年にかけて満期が到来する企業債務（社債以外も含む）は、金利条件が固定金利であるものが2023年以前に比べて増加する見込みであり、特に2025年と2026年については満期を迎えるものの半分以上が固定金利であるとされている。こうした状況を踏まえると、金利上昇の影響はこの先徐々に顕在化してくる公算が大きい。

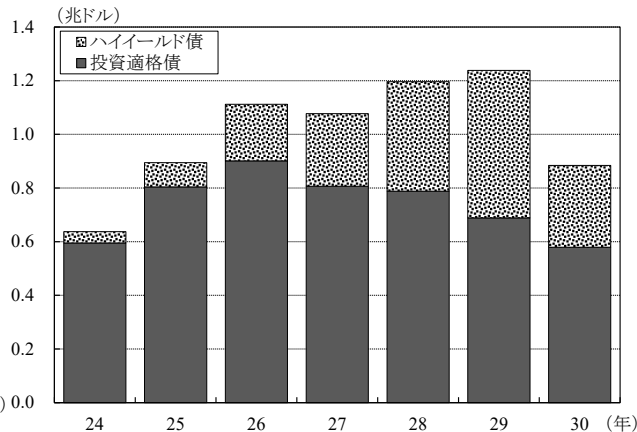
第7図：米国企業のインタレスト・カバレッジ・レシオの推移



(注) インタレスト・カバレッジ・レシオは、企業の利息及び税金控除前利益を、支払利息で除して算出。

(資料) FRB統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

第8図：満期別に見た米国企業の社債の発行残高



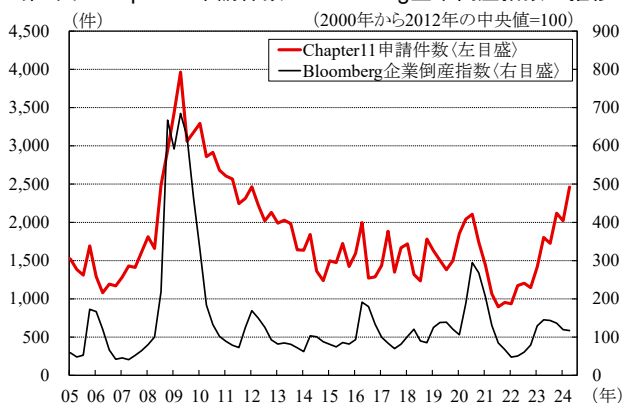
(注) 2024年の残高は9月から12月に満期を迎える残高を年率換算。

(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

4. 企業の倒産は顕著な悪化には至っていないが、足元では中小企業を中心に件数増加

また、米国企業の信用状況を確認すると、破産申請件数（Chapter11 申請件数）は、コロナ禍での各種補助金支給等を背景に 2020 年から 2021 年にかけては減少していたものの、2022 年の利上げ開始以降は増加に転じ、足元ではコロナ禍前の水準を上回っている（第 9 図）。他方で、倒産時の負債規模が 5,000 万ドル以上の事例に絞って、倒産件数や負債規模をみると、世界金融危機発生時やコロナ禍初期のような大規模倒産の増加はみられず、コロナ禍前と同程度に止まっていることが確認できる。これらを合わせて考えると、大企業が比較的良好な財務状況を維持している一方で、信用力が相対的に低く、債務負担が重い中小企業においては、利上げの影響がより早く波及している可能性がある。実態としても、中小企業の景況感は低迷が目立つ（第 10 図）。特に NFIB 中小企業楽観指数の集計項目の一つである金融環境判断 DI の推移をみると、現在の金融環境は過去 10 年間で最も厳しい領域にあるという回答がなされているほか、1 年先の金融環境についても厳格化が進むとの認識が示されており（次頁第 11 図）、先々の利払い負担増の吸収余力には懸念がある。

第9図：Chapter11申請件数とBloomberg企業倒産指数の推移



(注) 「Bloomberg企業倒産指数」は、負債総額5,000万ドル以上の倒産件数と負債規模をもとに、倒産の発生状況の深刻度を指数化したもの。

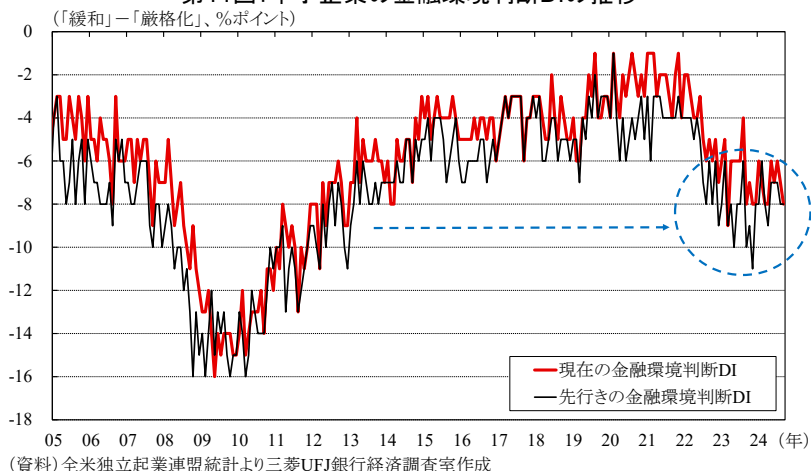
(資料) 合衆国裁判所事務局統計、Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第10図：米国の中小企業の景況感の推移



(資料) 全米独立企業連盟統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

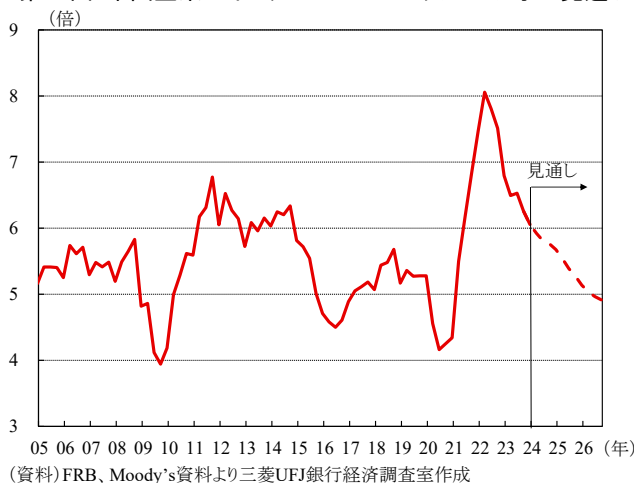
第11図: 中小企業の金融環境判断DIの推移



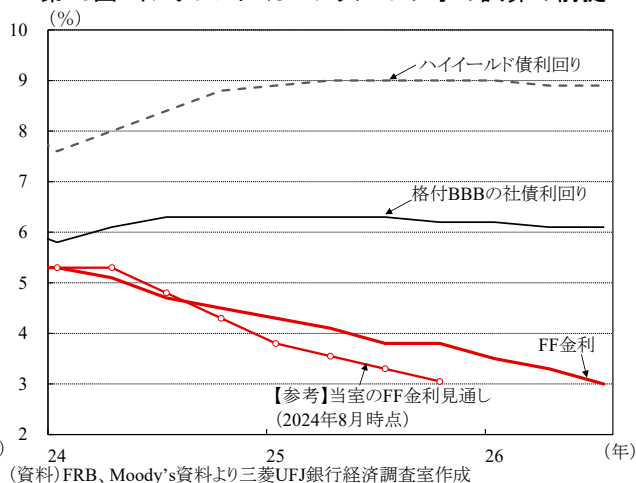
5. FRB の利下げが信用不安の顕在化を抑制も、デフォルトリスクの高まりには要注意

こうしたなかで、9月のFOMCの議事要旨においても、中小企業向けの融資における金利の高止まりや、融資基準の厳格化に対する警戒感が示されている。また、Kadyrzhanova, Orive and Singer[2024] (FRB スタッフの分析) では、米国の景気や金利に関して数種類の前提を置いたうえでの米国企業のICRの見通しを、2024年5月に公表している。このうち、2024年後半以降段階的に利下げが進められ、米国が景気後退を回避し、社債利回りも現状程度の水準が続く前提のもとでは、企業のICRは低下するものの、2015年～2019年平均並みまでの低下に止まると試算している(第12図、第13図)。当室としても、FRBの利下げが上記の試算の前提よりも急ピッチで進むなかで、米国経済はソフトランディングすることをメインシナリオと考えており、2025年以降に満期を迎える債務の再調達に伴う企業の利払い負担の急増、それを起点とした企業部門の信用不安拡大の可能性は現時点では高いものともみている。但し、米国経済は労働市場の急速な減速等による景気の下振れ可能性と、大統領選挙の結果を踏まえた米国の金融・財政政策に対する思惑等を背景とする金利の高止まりの可能性の双方を抱えており、こうした場合の企業債務のデフォルトリスクの高まりには注意が必要である。

第12図: 米国企業のインタレスト・カバレッジ・レシオの見通し



第13図: インタレスト・カバレッジ・レシオの試算の前提



以 上

(令和 6 年 10 月 10 日 長谷川 裕輝 yuuki_4_hasegawa@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱 UFJ 銀行 経済調査室
〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

参考文献

Bi, H., Marsh, W. B., and An, P. (2024) “Corporate Interest Expenses Are Expected to Increase Further”, Economic Bulletin, Federal Reserve Bank of Kansas City

<https://www.kansascityfed.org/research/economic-bulletin/corporate-interest-expenses-are-expected-to-increase-further/>

Kadyrzhanova, Dalida, Ander Perez-Orive, and Eliezer Singer (2024). "Stress Testing the Corporate Debt Servicing Capacity: A Scenario Analysis," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, May 09, 2024, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3481>.

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。