

2018年11月21日 全5頁

投資適格社債の質の低下が進む

企業を取り巻く資金調達環境の悪化による格下げへの懸念

政策調査部
主任研究員 神尾 篤史

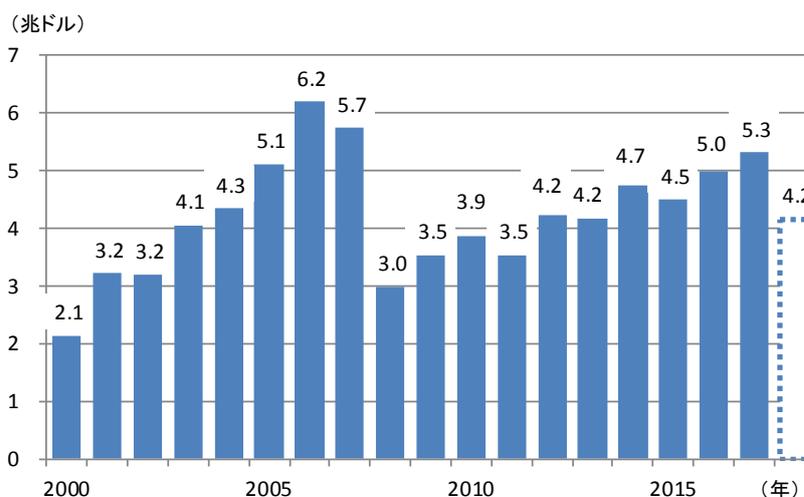
[要約]

- 投資適格の中で最低水準の格付けにあたる BBB の社債の割合が大きく増加し、投資適格社債の質の低下が鮮明になってきている。しかも、BBB の社債を発行した企業の財務健全性は、2018 年に改善する可能性があるものの、2017 年までは悪化基調にあった。
- 今後、企業の資金調達を取り巻く環境はより厳しくなることが想定される。FRB では利上げや保有資産の圧縮、ECB では条件を整えば、年内で量的緩和を終了するとしている。また、米国経済や中国経済の成長率も鈍化傾向が見込まれている。
- 企業の財務健全性が低下すれば、大量の社債が投機的な水準へと格下げされる危険性がある。仮にそのようなことが起これば、社債を保有する投資家や社債を組み入れた投資信託の保有者に価格の低下という形で大きな影響が及ぶ。

投資適格社債の質の低下が進む

世界的に社債の発行額（政府系企業が発行する債券を除く）が増加している。2017 年の発行額は 5.3 兆ドルであり、2000 年（2.1 兆ドル）と比較すると 2.5 倍の規模になった（図表 1）。2018 年も 10 月末時点で 4.2 兆ドルと高水準にある。2009 年以降については、リーマン・ショック後の経済状況への対応のために、先進国の中央銀行を中心に金融緩和が行われ、金利が低下したことで社債での資金調達コストが低下し、多くの企業が資金調達に動いた。

図表 1 世界の社債の発行額



(注) 政府系企業が発行する債券を除く。2018 年は 10 月末時点の値。

(出所) Refinitiv より大和総研作成

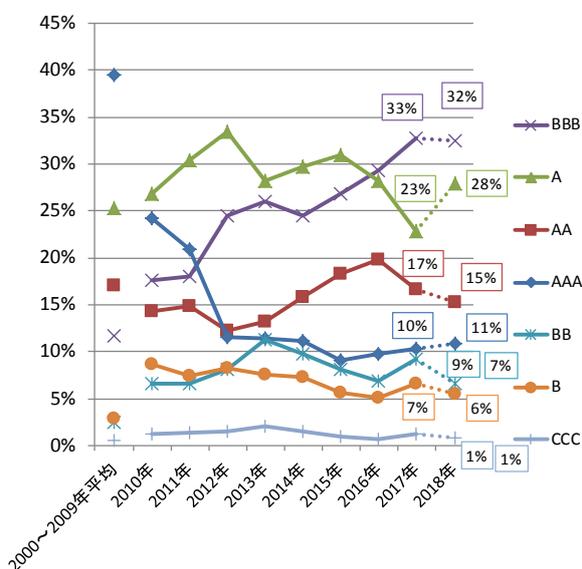
発行された社債（金額ベース）を Standard & Poor's (S&P)¹ による格付け別に見ると、投資適格の中で最低水準の格付けにあたる BBB の社債発行割合が大きく増加し、投資適格社債における質の低下が鮮明になってきている（図表 2）。このことを顕著に示す BBB と AAA の社債発行割合を見ると、BBB の社債が社債全体に占める割合は、2017 年で 33%、2018 年（2018 年 10 月末時点、以下これを 2018 年の値とする）で 32%と、2010 年（18%）を大きく上回り、対照的に AAA の社債は 2017 年で 10%、2018 年で 11%と 2010 年（24%）を大きく下回っている。世界の社債発行額の 40%程度を占める米国でも BBB の社債は 2017 年で 33%、2018 年で 31%と、2010 年（20%）を大きく上回り、AAA の社債は 2017 年と 2018 年で 10%と 2010 年（22%）を大きく下回る（図表 3）。

BBB 社債の発行が増加する中で懸念されることは、企業の財務健全性が悪化し、それらの格付けが BBB 未満へと格下げされる、またはクレジットに関する見通しが引下げられること（例えば、安定的からネガティブへの変更）である（もちろん、財務健全性が堅固になれば、格付けや見通しは上方に修正される）。BBB 以上の投資適格社債と BBB 未満の投機的社債では、通常、

¹ 本レポートで使用した信用格付は、金融商品取引法第 66 条の 27 の登録を受けていない S&P が公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては、別紙「無登録格付に関する説明書」を必ずご確認ください。

資金調達コストに際立った違いがあるため、格下げされた場合、企業は新規、または借換資金の調達コストが大きく高まる。また、債券を保有する投資家や社債を組み入れた投資信託の保有者には損失が発生することになる。

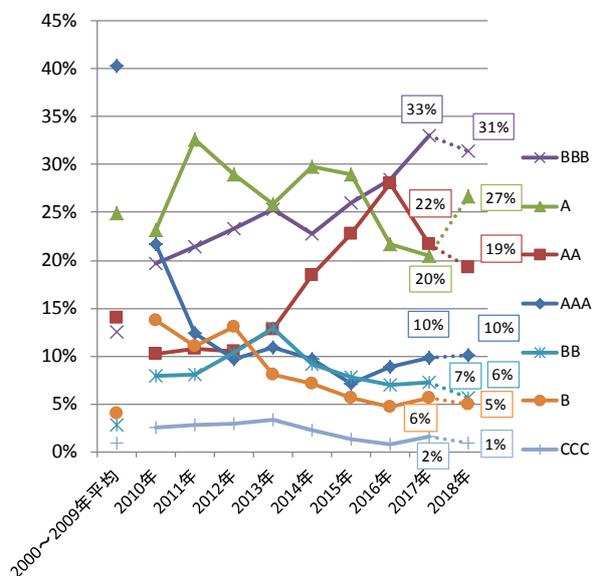
図表 2 世界の格付け別社債発行額割合



(注) 政府系企業が発行する債券を除く。2018年は10月末時点の値。

(出所) Refinitivより大和総研作成

図表 3 米国の格付け別社債発行額割合



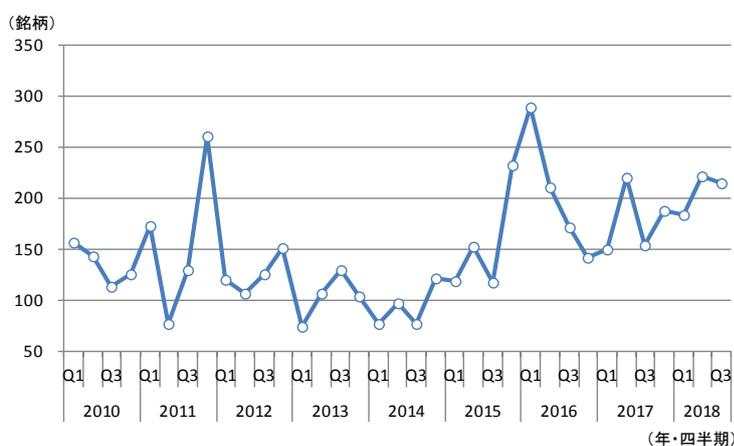
(注) 政府系企業が発行する債券を除く。2018年は10月末時点の値。

(出所) Refinitivより大和総研作成

格下げ銘柄が増加

米国では、足元で格付けの引下げが増えてきている。図表4はS&Pが格付けした債券の格下げ銘柄数である。2010年から2014年までは増減を繰り返しながらも減少基調にあったが、2015年以降は増加基調にある。

図表 4 米国の債券の格下げ銘柄数



(出所) Bloombergより大和総研作成

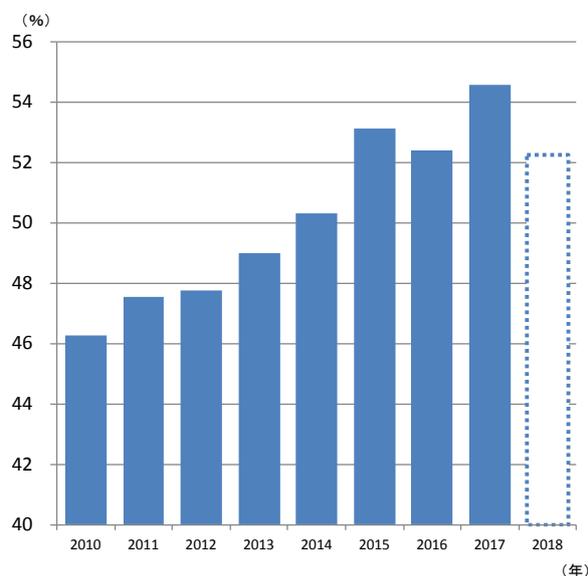
財務健全性の低い企業の発行が進んでいた

BBB の社債を発行した企業の財務健全性を、図表 5 と図表 6 で確認しよう。図表 5 は総資産に対する有利子負債の割合の平均値を示している。値が高ければ高いほど健全性が低いことを示すことになるが、2017 年までは 2016 年を除いて上昇している。2018 年は 2017 年よりも低下する可能性があるが、現時点では 2016 年と同程度の高い水準にある。

図表 6 は、EBITDA²に対する有利子負債の割合（EBITDA 対有利子負債比率）の平均値を算出したものである。これは事業から得られるキャッシュフローに対して何倍の借入を行っているかを示したもので、数値が高いほど健全性が低いことを示す。2013 年に 8 倍近くまで上昇した後、低下し、2015 年から 2017 年にかけて再び高まってきている。2018 年は 2017 年よりも低下し、現時点では 2014 年の水準と同程度にある。

このように、2017 年までは財務健全性が概ね悪化傾向にあり、2018 年は若干改善する兆しがある。2018 年は 2017 年までより格付けやクレジットの見通しが下方に見直される可能性が低い社債の発行が増えてきた一方で、2017 年までは財務健全性の低い企業の社債発行が許容されていたということを示している。格付けの格下げや見通しの引下げに対する懸念は非常に大きいと言える。

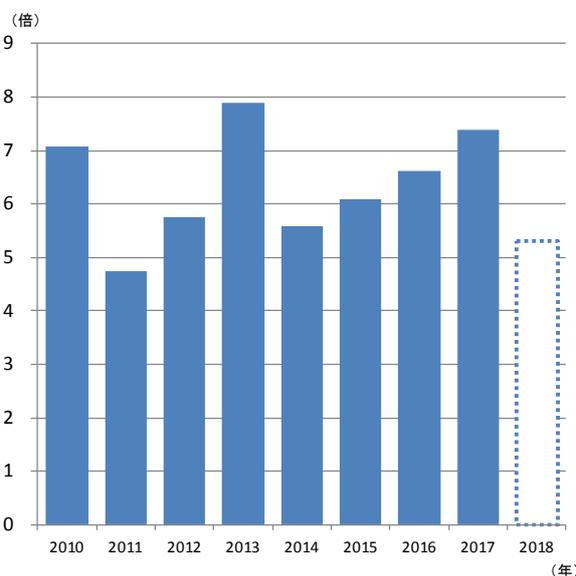
図表 5 BBB の社債を発行した企業の総資産に対する有利子負債の割合



(注) 1. 政府系企業を除く。2018 年は 10 月末時点の値。
2. 社債を発行した全ての企業ではなく、データの揃う企業のみを抽出して集計。

(出所) Refinitiv より大和総研作成

図表 6 BBB の社債を発行した企業の EBITDA 対有利子負債比率



(注) 1. 政府系企業を除く。2018 年は 10 月末時点の値。
2. 社債を発行した全ての企業ではなく、データの揃う企業のみを抽出して集計。

(出所) Refinitiv より大和総研作成

² 税引前利益に支払利息と減価償却費を加算したもの。

企業を取り巻く環境は厳しくなる

今後、企業の資金調達を取り巻く環境はより厳しくなることが想定される。社債の発行がもっとも多い米国では、FRB（連邦準備制度理事会）が利上げや保有資産の圧縮に動いており、ユーロ圏の ECB（欧州中央銀行）は 2019 年夏まで利上げしないとしている一方で、今後の経済データが中期的な物価見通しを裏付けることを条件に、2018 年末で量的緩和を終了することを明言している。これは、企業の資金調達コストの上昇につながり、特に信用力が必ずしも十分でない企業の資金調達環境は悪化する。

また、高い水準にはあるものの、世界経済の成長率が徐々に低下していく見込みであることも気がかりである。IMF が 10 月に公表した World Economic Outlook では、世界の経済成長率について 2018 年と 2019 年ともに 3.7%と比較的高い成長率が見通されているが、4 月の公表値よりもそれぞれ 0.2%ポイント引下げられた。その内訳を見ると、2018 年の米国は 2.9%と見込まれているが、2019 年には 2.5%に減速すると見通されている。高成長を誇ってきた中国も、2018 年は 6.6%だが、2019 年は 6.2%である。

今後の世界の社債市場を見通す上では、世界の实体经济に注目しつつ、企業の財務状況と社債の格付けの動向に留意する必要性が高まっていると言えるだろう。

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならぬこととされております。

登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

格付業者について

<スタンダード&プアーズ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

S&P の信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。S&P は、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合のみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P は、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査・デュー・デリジエンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

※この情報は、平成 29 年 3 月 7 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記 S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

<ムーディーズ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（https://www.moody's.com/pages/default_t_ja.aspx）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

※この情報は、平成 30 年 4 月 16 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

<フィッチ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.co.jp/web/>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

※この情報は、平成 28 年 5 月 13 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。

以上