

2019年1月15日 全9頁

気になる米国外企業のドル建て社債の資金使途

中国企業は「借換、返済、償還」の割合が急拡大

政策調査部
主任研究員 神尾 篤史

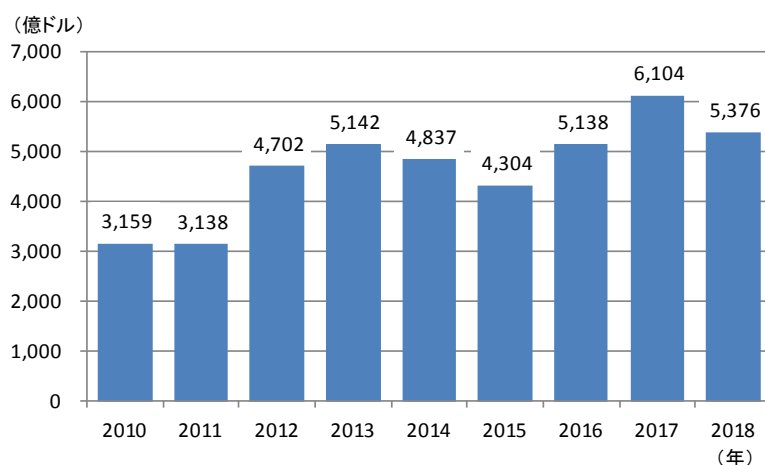
[要約]

- 米国以外の企業がドル建て社債で調達した資金使途の近年の特徴は、「固定資産投資」「投資関連」といった将来の収益拡大向けではなく、負債の「借換、返済、償還」が急拡大していることである。
- 特に、ドル建て社債の発行が多い中国企業でその特徴が確認される。中国企業は今後も多額のドル建て社債の償還が続く予定である。数年前よりも米国の金利が上昇していることや米ドルに対する人民元も元安水準にあることから、それら中国企業の財務負担は増す方向にある。
- 2018年には中国企業が発行したドル建て社債のデフォルトが8件発生しており、この先、企業の財務負担が増えるようであれば、デフォルトが増える可能性がある。

米国外企業のドル建て社債の発行状況

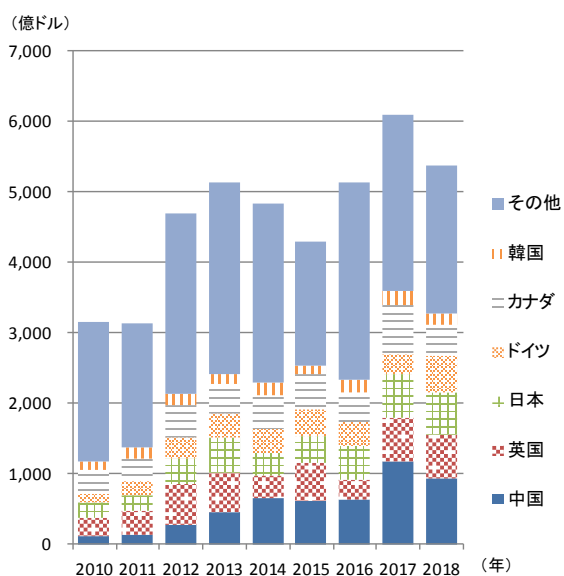
2018年における米国以外の企業¹のドル建て社債（銀行、政府系企業を除く）の発行額は5,376億ドルを記録した（図表1）。過去最高であった2017年の6,104億ドルを下回ったものの、2016年（5,138億ドル）を上回り、引き続き高水準にある。国・地域別で見ると、2018年は中国企業が939億ドルと最も多く（5年連続で最大）、次いで英国、日本、ドイツの企業である（図表2）。発行額を格付け別（Standard & Poor's（S&P）²）に見るとBBBの割合が33%と最も高く、投資適格とされる中の最も低い格付けの債券の発行額が膨らんでいる（図表3）。

図表1 米国以外の企業のドル建て社債発行額



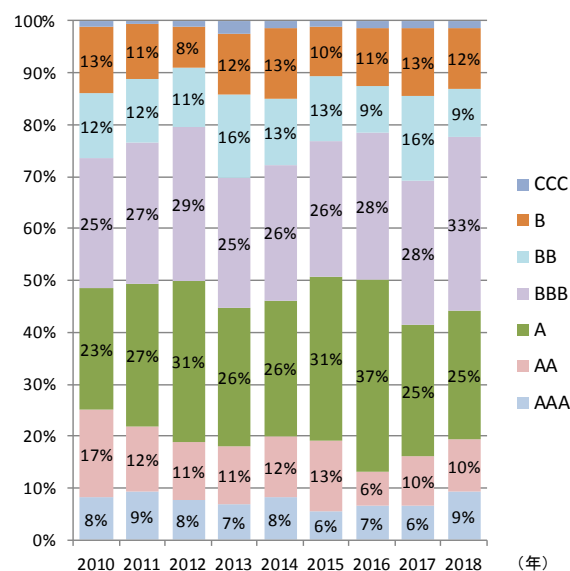
（出所）Refinitivより大和総研作成

図表2 国・地域別ドル建て社債発行額



（出所）Refinitivより大和総研作成

図表3 格付け別ドル建て社債発行額



（出所）Refinitivより大和総研作成

¹ 本稿では、「米国以外の企業」とは最終親会社の所在国・地域が米国以外の企業と定義している。国・地域別の区分についても最終親会社の所在国・地域に基づく。

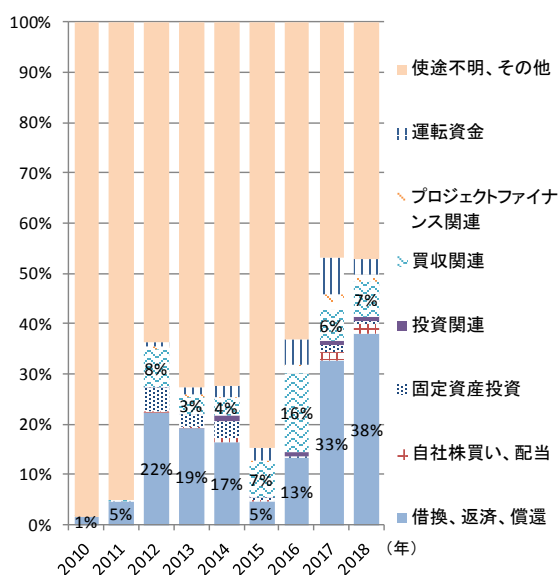
² 本レポートで使用した信用格付は、金融商品取引法第66条の27の登録を受けていないS&Pが公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては、別紙「無登録格付に関する説明書」を必ずご確認ください。

FRBのバランスシートの縮小や利上げによる金利の上昇で、資金調達コストが上昇する中でも、2018年には多くの企業がドル建ての社債を発行した。その主要な資金使途の割合を見たものが図表4である。2018年に注目すると、「使途不明、その他」を除けば、「借換、返済、償還」が最大である。直近3年間でその割合が上昇しており、2018年は38%に達し、金額も増加している(図表5)。「買収関連」は2012年から2015年には3~8%程度の割合を占めていたが、2016年に大幅に上昇し、その後低下したように見える。ただし、2016年はベルギーの酒類メーカーによる英国の同業社買収のための債券発行によって、一時的に大きく押し上げられたものである。その分の発行額を除くと、2016年の「買収関連」は7%である。つまり、2015年以降の「買収関連」は6~7%であり、「借換、返済、償還」に次ぐ位置にある。

その他、2012~14年に3~5%程度の割合を占めていた「固定資産投資」が最近では低下している一方で、「自社株買い、配当」の割合は若干上昇している。また、「運転資金」の割合は2016、17年に比べれば、2018年には低下している。

これら現状を総合すると、将来の収益拡大に向けた買収関連向け資金として一定程度の資金調達が継続しているが、設備投資が含まれる固定資産投資に充てるための調達は少ない。また、2017、18年の調達資金の多くは借換や返済に向かったものであり、以前よりもドル建て社債による調達全体に占めるその割合は大きくなっている。

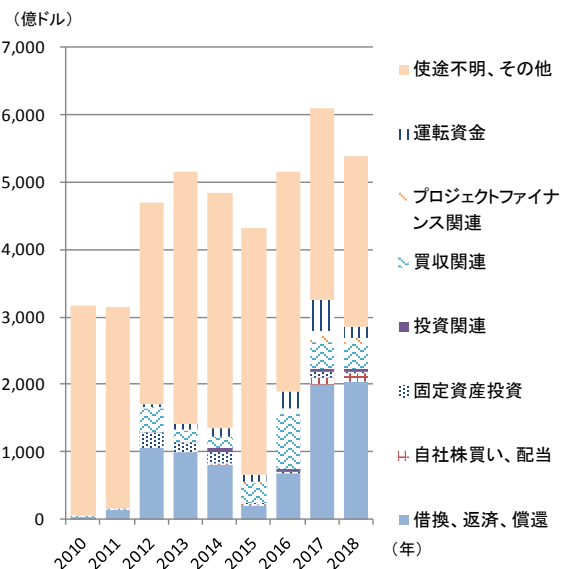
図表4 ドル建て社債の主要使途割合



- (注) 1. 「投資関連」は関連会社への投融資などが該当。
2. 図表の数値は「借換、返済、償還」「買収関連」。数値が1つしかない年は当該項目が0%。

(出所) Refinitivより大和総研作成

図表5 主要使途別ドル建て社債発行額

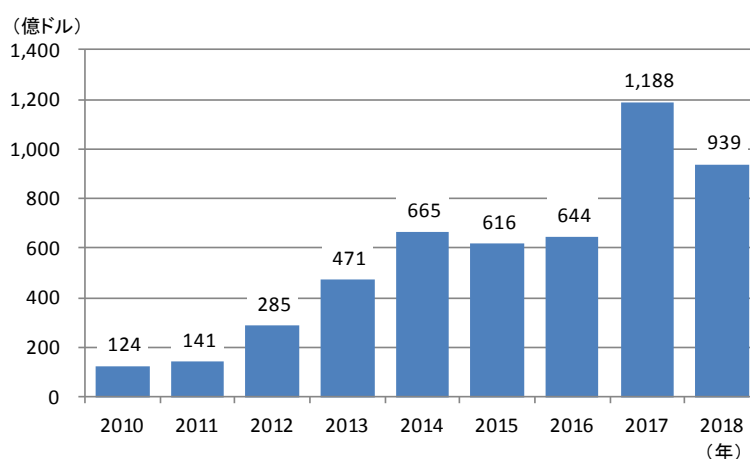


- (注) 「投資関連」は関連会社への投融資などが該当。
(出所) Refinitivより大和総研作成

中国企業の発行状況

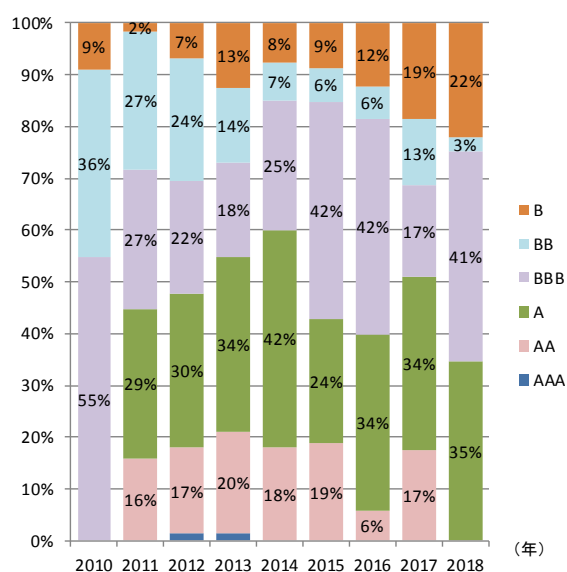
次に、国・地域別で発行額が最大であった中国企業の発行推移を見たものが図表6である。2018年の発行額は939億ドルと、2017年の1,188億ドルを下回るものの、2016年(644億ドル)を大きく上回る。格付け別では、2016年を除けば、2011～17年にはAAが15%超を占めていたが、2018年にはAA格以上の発行がない(図表7)。2018年にはAとBBBの割合が上昇しており、投資適格の中でのクレジットの質は低下している。業種別では、2018年には2017年よりも減少したものの、金融業(銀行を除く、以下同)の発行が大きい(図表8)。次いで、大きいのが近年発行額の増加が著しい不動産業である。

図表6 中国企業のドル建て社債発行額



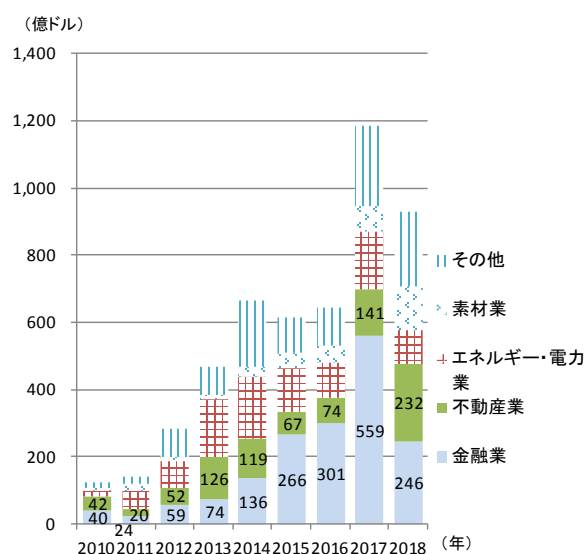
(出所) Refinitivより大和総研作成

図表7 中国企業の格付け別ドル建て社債発行割合



(出所) Refinitivより大和総研作成

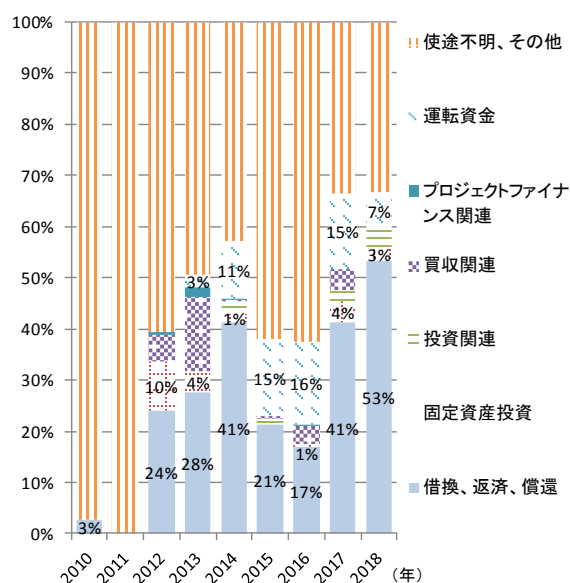
図表8 中国企業の業種別発行額



(出所) Refinitivより大和総研作成

業種全体について調達したドル資金の主要用途を確認すると、2018年には「使途不明、その他」を除けば、「借換、返済、償還」の割合が50%を超えている（図表9）。その割合は2012年の24%から2014年の41%まで上昇した後、2015～16年でいったん低下し、2017年から再度上昇した格好である。次いで用途として大きいのが「運転資金」であり、2014年以降ある程度の割合を占めている。その他、「固定資産投資」は2012年にシェアが10%になったものの、その後大きく低下し、2017年から3～4%程度を占めている。

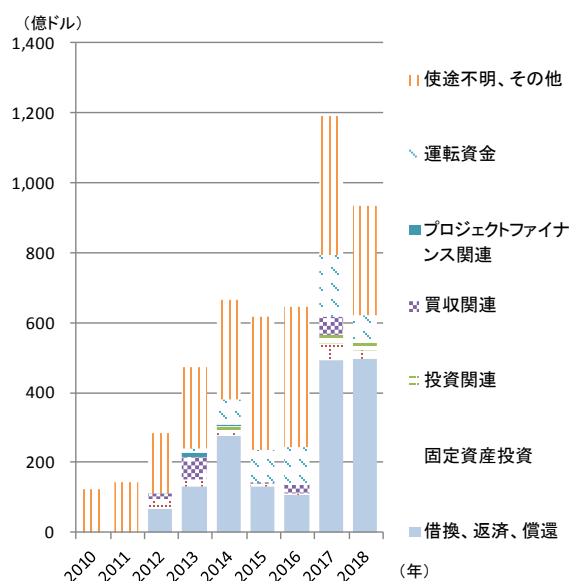
図表9 中国企業のドル建て社債の主要用途割合



(注) 1. 「投資関連」は関連会社への投融資などが該当。
2. 図表の数値は「借換、返済、償還」「固定資産投資」「運転資金」。数値が3つない年は当該項目が0%。

(出所) Refinitivより大和総研作成

図表10 中国企業の主要用途別ドル建て社債発行額



(注) 「投資関連」は関連会社への投融資などが該当。
(出所) Refinitivより大和総研作成

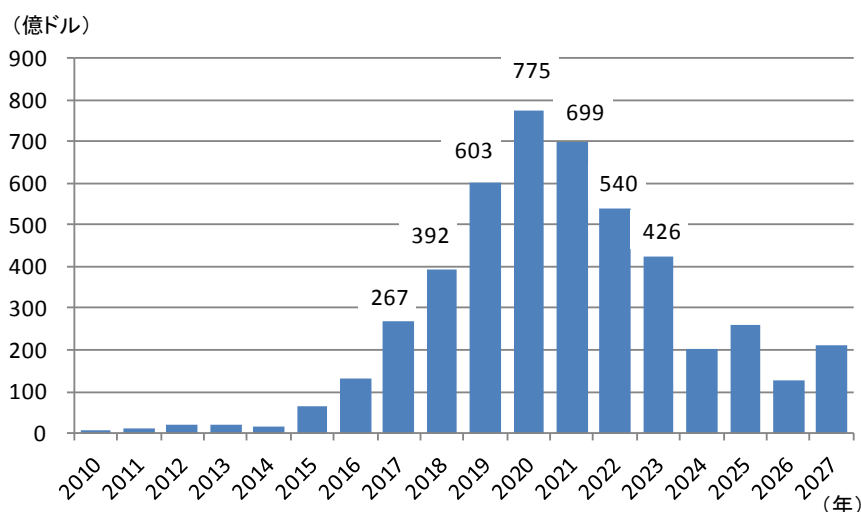
ここで気になるのは、「借換、返済、償還」を目的に調達したドル資金をそのまま使用するか、それとも人民元など他の通貨に交換して返済等に使用するか（為替リスクをどこまで負っているのか）という点である。そもそも、「借換、返済、償還」の割合が高まっている背景には何があるのだろうか。

まず、調達したドル資金を人民元等に交換して使用するかどうかであるが、2018年の個別案件を見ると、内容が把握できる案件ではオフショアでの負債の返済が比較的多く見受けられた一方で、中国本土の負債の返済に充てるとしているものも数件ある。オフショアでの負債の返済であれば、ドル資金をそのまま利用する可能性があり、為替リスクはない。しかし、中国本土で元建ての負債の返済に使う場合、為替の変動には留意を要する。もっとも、2018年は対ドルで人民元安が進んだことから大きな問題はないと考えられる。

次に「借換、返済、償還」が増えている背景には、返済・償還の時期が近付いている負債が多いこと、そして金利の動向が考えられる。返済・償還の時期については、中国企業の発行済みドル建て社債の償還スケジュールを集計すると、2017年の償還額が267億ドル、2018年の償還額が392億ドルと大きいため、「借換、返済、償還」を目的とした発行の割合が急激に上昇した理由と考えられる。2019年以降も多額の償還があるため、ドル建て社債の発行は増える可能性が高いだろう（図表11）。

金利の動向については、FRBのバランスシートの縮小と利上げによって金利が上昇し、堅調な成長を続ける米国経済を背景に金融政策の正常化がさらに続く（先行きも金利が上昇する）と企業が予想したことが考えられるだろう。個別の案件を見ると、2023年に償還予定の社債を期限前に前倒して償還する案件も見受けられた。

図表11 中国企業のドル建て社債の償還スケジュール



(注) 2000～2018年に発行されたドル建て社債について集計。

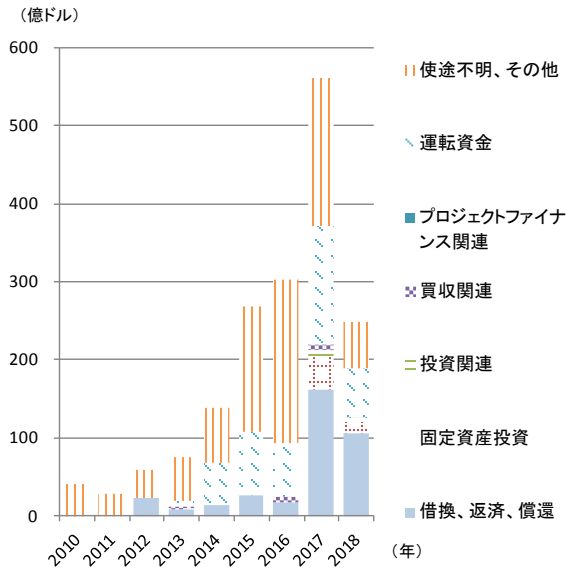
(出所) Refinitivより大和総研作成

金融業と不動産業の発行額と主要用途

業種別で金額の大きかった金融業と不動産業について、同様に主要な資金用途を見たものが図表12～15である。

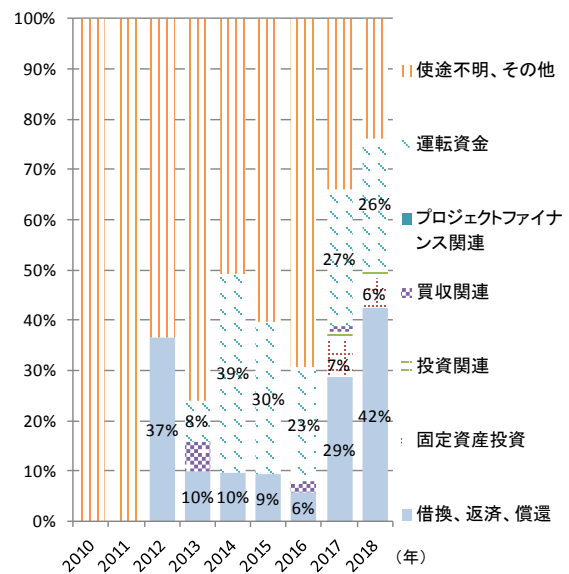
まず、金融業の発行額は2016年まで徐々に増加した後、2017年に大きく膨らんだ（図表12）。2018年の発行額は2016年を下回る水準にある。2018年の用途別では「借換、返済、償還」、次いで「運転資金」の割合が大きい。「借換、返済、償還」は2013年から2016年にかけて割合が低かったが、2017、18年と大きく上昇している（図表13）。個別案件で見ると、オフショアの負債返済の案件が多い。「運転資金」は2014～16年には「借換、返済、償還」を上回っていたが、2017年、18年には下回っている。ただ、2017、18年においても「運転資金」は一定の割合を占めている。

図表 12 中国金融業の主要用途別ドル建て社債発行額



(注) 「投資関連」は関連会社への投融資などが該当。
(出所) Refinitiv より大和総研作成

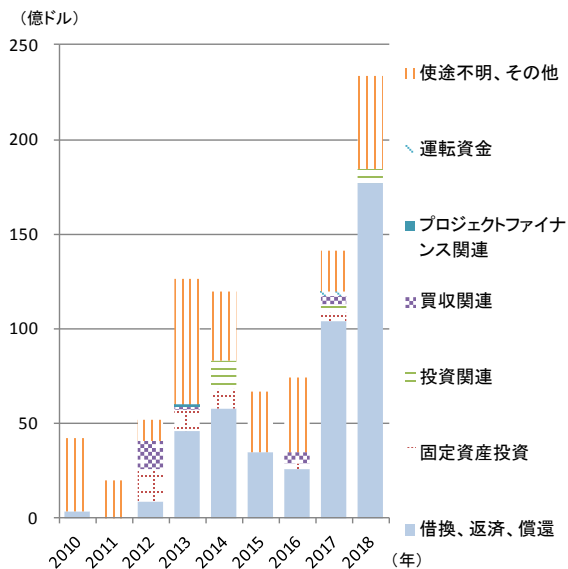
図表 13 中国金融業のドル建て社債の主要用途割合



(注) 1. 「投資関連」は関連会社への投融資などが該当。
2. 図表の数値は「借換、返済、償還」「固定資産投資」「運転資金」。数値が3つない年は当該項目が0%。

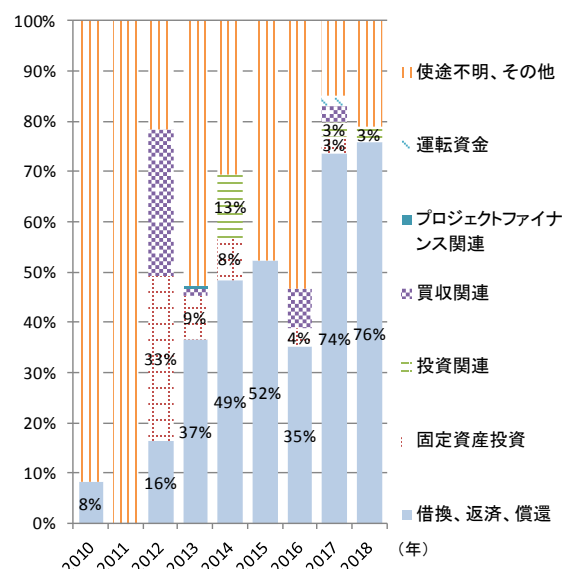
(出所) Refinitiv より大和総研作成

図表 14 中国不動産業の主要用途別ドル建て社債発行額



(注) 「投資関連」は関連会社への投融資などが該当。
(出所) Refinitiv より大和総研作成

図表 15 中国不動産業のドル建て社債の主要用途割合



(注) 1. 「投資関連」は関連会社への投融資などが該当。
2. 図表の数値は「借換、返済、償還」「固定資産投資」「投資関連」。数値が3つない年は当該項目が0%。

(出所) Refinitiv より大和総研作成

不動産業のドル建て社債発行額は2017年に大きく拡大したが、2018年にはさらにそれを上回って232億ドルに達している(図表14)。その主な用途は「借換、返済、償還」であり、その割合は76%と非常に高い(図表15)。個別の案件を見ると、金融業よりもオフショアでの負債返

済の案件が多く、中国本土での負債を返済する案件は見受けられない。次に多い「投資関連」は中国本土のプロジェクト向け資金であり、ドルを人民元に転換して中国国内で使用するものが多いと推測される。「借換、返済、償還」に比べれば金額規模は小さいが、そのプロジェクトの収益が元建ての場合には発行体は為替リスクを負うことになる。ドルに対して人民元安が進めば元本返済や利払が人民元のベースで増え、財務負担が増す。

以上、中国企業が調達したドル資金の用途を見てきたが、用途が不明な部分もかなりある。これらの使い道を明確に示すことは難しいが、最近公表された Huang, Yi et al., (2018)³では、中国企業によって発行された外貨建て債券と発行企業のデータを用いて、調達した企業の特徴やその用途について以下のような分析が示されている。

- 中国の非金融企業がドル建て債券を発行するのはドルと人民元の金利差がある場合であり、危険の高い企業 (risky firms)⁴で発行する可能性が増し、輸出企業や高収益企業 (profitable firms) で発行する可能性が減るという特徴がある。
- ドル建て債券を発行する企業は、投資率が低く、キャッシュを豊富に保有し、他の企業に貸出を行いがちである。危険の高い企業と安全性の高い企業 (safe firms) を比較すると、ドル建て債券の発行と他企業への貸出との相関関係があったのは危険の高い企業のみである。
- 危険の高い企業は、大きなレバレッジを活用してリスクテイクを制限するプルデンシャル規制から逃れながら、金融機関の行動を模した投機性の高い行動、いわゆるキャリートレードを行うことで収益性を上げようとしている。

まとめ

本レポートでは、米国以外の企業のドル建て社債の主要な用途を確認した。その特徴は「固定資産投資」「投資関連」といった将来の収益拡大向けではなく、「借換、返済、償還」といった負債の借換や返済向けが急拡大していることである。それは特に、ドル建て社債の発行が多い中国企業で顕著であった。中国企業は今後も多額のドル建て社債の償還が続く予定である。昨年10月に3.2%にまで上昇した米国債10年金利は足元では2.7%程度まで落ち着いてきているものの、調達した時よりも金利が高くなる企業は増えるだろう。また、2010年以降の推移で見ると、米ドルに対する人民元は元安水準(2010年～2018年平均:6.5元、足元:6.8元)にあり、中国企業の財務負担は増す方向にある。2018年には中国企業に関して8件(合計21億ドル)のドル建て社債がデフォルトしており(出所: Bloomberg)、この先、企業の財務負担が増

³ Huang, Yi, Ugo Panizza, and Richard Portes (2018). "Corporate foreign bond issuance and interfirm loans in China," The Graduate Institute Geneva, Graduate Institute of International and Development Studies International Economics Department Working Paper No. HEIDWP06-2018.

⁴ この論文では、企業を①non-risky、②over-capacity、③real estate、④other riskyの4つのセクターに分けて分析しているが、②～④のセクターが危険の高い企業 (risky firms) に該当する。例えば、②にはアルミニウムや石炭セクターなど、④にはインフラや銅鉱石セクターなどが該当する。

えるようであれば、デフォルトが増える可能性がある。

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に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・デリジェ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