

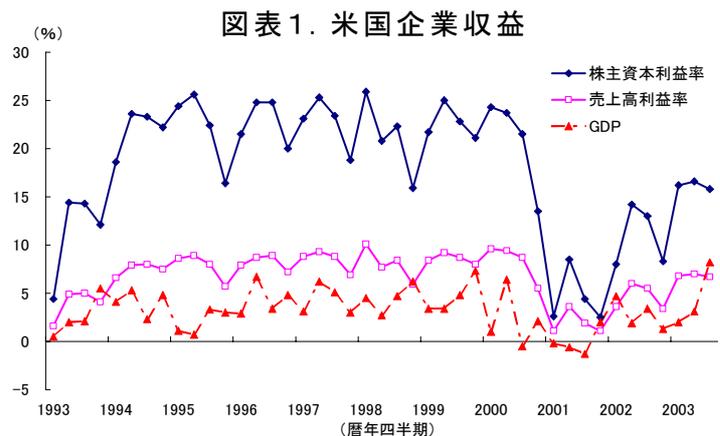
## 米国企業のクレジット状況の改善

### 【ポイント】

1. 米国企業はITバブル後の低収益環境から立ち直っている。
2. 2003年第2四半期からの景気拡大局面で、米国企業は設備投資を拡大させているが、その投資額は内部留保内に抑制されている。
3. 米国の低金利政策と米国企業のクレジット状況の改善を背景に、社債のスプレッドは縮小している。
4. 改善度合いは業種によって大きく異なり、詳細な財務分析を行った上での業種・銘柄選択が求められる。

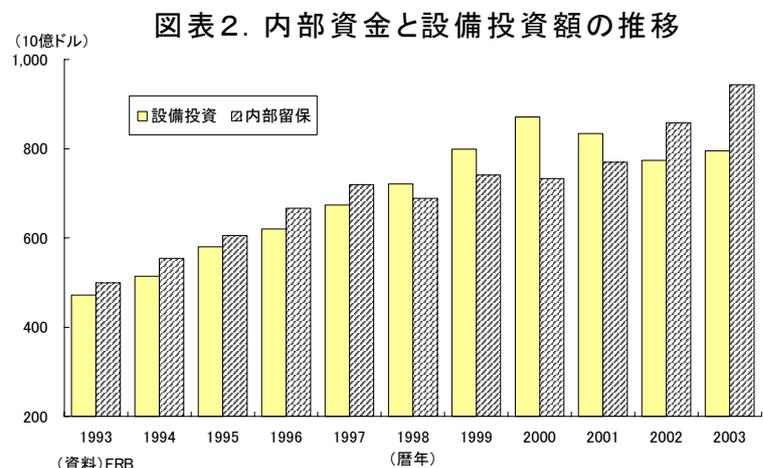
### 1. 米国企業の収益力回復

米国のITバブルは1990年代半ば頃より2000年まで拡大を続けたが、2001年には崩壊したと認識されている。米国企業もITバブル時には、高収益率（株主資本利益率、売上高利益率）を誇っていたものの、2000年第4四半期より急激な収益悪化に見舞われた。その後、イラクでの大規模戦闘が早期に終結し、FRBによる超低金利政策や政府による大規模減税によって個人消費が刺激された2003年には、企業は生産性の向上を背景に、その収益力を急速に改善させている（図表1）。



### 2. 米国企業のクレジット状況の改善（図表2～4参照）

バブル期に着手された強気の設備投資計画の影響により、バブル崩壊後もしばらくの間、米国企業は内部留保を大幅に超える額の設備投資を続けていた。この時期のGDP成長率（図表1）は、2000年第3四半期及び2001年第1四半期から第3四半期までがマイナス成長であり景気後退局面に入っていた。つまり、米国企業は収益力が急落している時に、内部留保で賄いきれない設備投資資金を調達してい



たため、金利支払額などが増加するなど、財務状況が悪化することとなった。その結果として、デフォルト率（債務不履行率）が大幅に上昇したと同時に、リスクプレミアムを示す社債スプレッド（社債利回りと米国債利回りの差）も拡大した。社債の信用力は国債よりも低いと考えられており、その分の上乗せが求められるのである。つまり、社債利回り = 国債利回り + リスクプレミアムとなっているのである。

しかし、2002年以降の脆弱な景気回復局面及び2003年第2四半期以降の急速な回復局面において、米国企業は生産性を上昇させることによって成長を続け、収益率は劇的に回復することとなった。2002年以降も比較的高水準の設備投資が続いてはいるものの、内部留保内に留まっており、企業の財務状況は急速な改善を見せつつある。収益力の回復や財務の健全化、好調な経済成長を受けて、デフォルト率は2003年にかけて大幅に低下することとなった。同時に、政策金利が1.0%という超低金利環境において、相対的に有利な投資対象先として社債が評価され、社債スプレッドの縮小が2002年後半から続いている。トリプルA格付債券のスプレッド幅の縮小は99bp（1bp = 0.01%）、トリプルB格付債券では150bpとなっており、高い利回りが見込める格付の低い債券に対する需要が旺盛であった。高格付債券と比較してそのスプレッドは大幅に縮小することとなった。

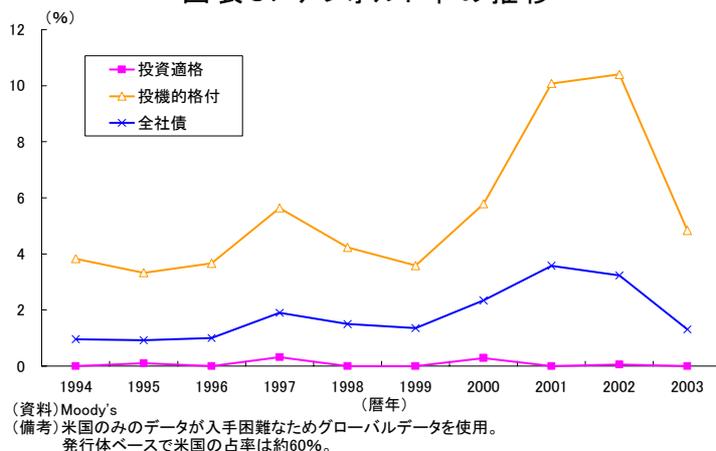
高収益体質となった米国企業は、高水準の設備投資を内部留保でファイナンスすることが可能となっており、今後もクレジット状況の改善が見込まれている

### 3. 業種間格差

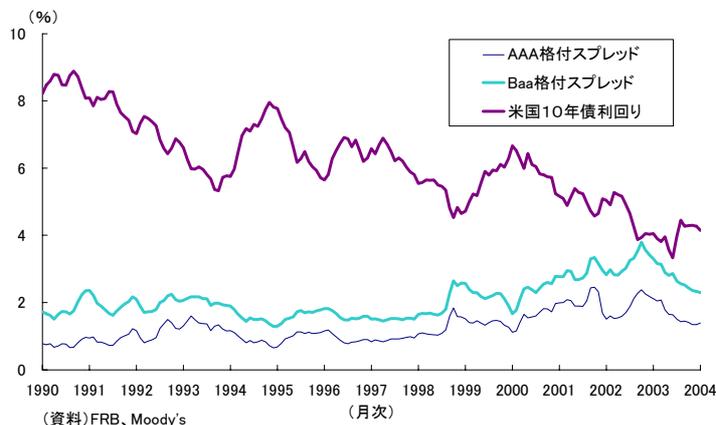
これまで見てきたように、全体として米国企業の財務体質は強固なものとなり、クレジット状況の改善も続くことが予想されている。しかし、業種別に財務状況を見てみると、厳然たる業種間格差が存在している。

図表5、6は、“コンピューター・電子部品”業界と“自動車・自動車部品”業界（それぞれ総資産額2,500万ドル以上の企業）の財務状況である。“コンピューター・電子部

図表3. デフォルト率の推移



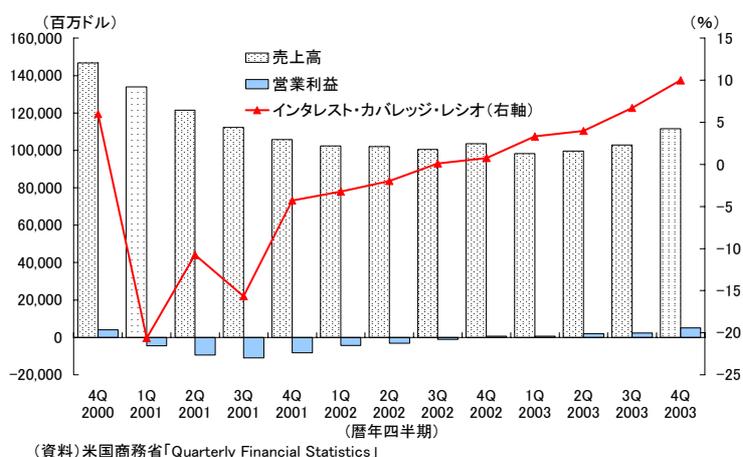
図表4. 社債スプレッドの推移



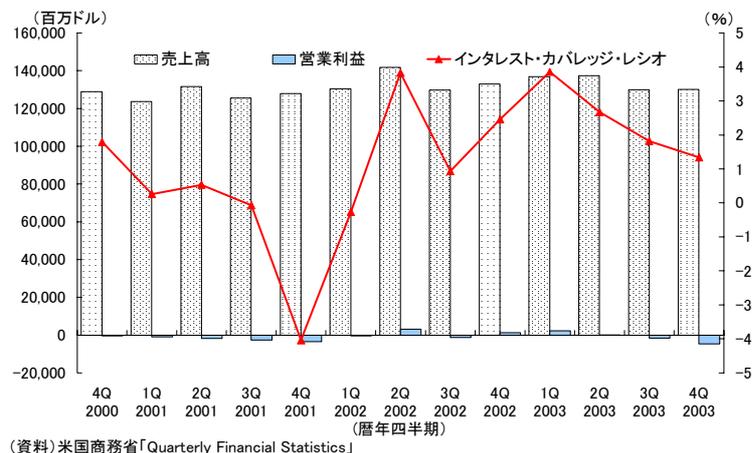
品”業界を見ると、ITバブルの崩壊を受けて2001年第1四半期から2002年第3四半期まで営業利益はマイナスを記録している。しかし、その間に財務体質の強化が進められたことでインタレスト・カバレッジ・レシオ（営業損益＋その他損益／金利費用）は改善している。

2003年第3四半期以降は、営業利益も増加しており、金利負担が一段と軽くなっていることが分かる。一方、“自動車・自動車部品”を見ると、2001年末に行った自動車購入金利を0%にするキャンペーンの影響により2001年第4四半期にはインタレスト・カバレッジ・レシオは急落したが、その後はキャンペーンの影響の剥落や耐久消費財需要が堅調であったことなどから同レシオは急速に回復することとなった。しかし、需要喚起のため、再度の金利0%キャンペーンや業界内の競争激化による販売促進費用の上昇などによって、営業利益はマイナスとなりインタレスト・カバレッジ・レシオは低下傾向をたどっている。

図表5. コンピューター・電子部品



図表6. 自動車・同部品



#### 4. まとめ

このように、米国企業のクレジット状況は好転を見せている。スプレッドは急激に縮小したが、好景気であった90年代よりも高い水準にあり、企業財務状況が悪化しなければ今後も縮小または安定的に推移するであろう。ただし、業種間及び企業間には財務の健全性に格差があるため、投資先を選定する際にはインタレスト・カバレッジ・レシオのような財務指標を用いて、企業財務の安全性を詳細に分析することが求められる。

(国際金融課 藤ノ木 健一)