

米国景気循環とクレジットスプレッド

～景気後退リスク上昇が社債スプレッドに与える影響～

(要約)

米国経済は、9 月に FRB (連邦準備制度理事会) による FF レート誘導目標の 50bp に及ぶ利下げ後も、なお金融市場の動揺は続き、住宅市場の調整長期化も明確になってきている。こうしたなか、景気後退への可能性が今後上昇していく「リスクシナリオ」に沿った場合に、ワイド化続くクレジットスプレッドが、さらにどの程度上昇していく可能性があるか計量モデルを用いて整理してみた。

1. 利下げ後 1 ヶ月の経済金融環境の変化

10 月半ばまでの米国経済金融市場の動きは、2 ヶ月前に本欄でまとめた展望 ([流動性危機後の米国経済金融環境を展望する](#)) に概ね沿ったかたちで推移してきた。ポイントを列挙すれば、1) 米国企業の財務環境は健全で、家計消費を支える雇用は堅調さを失わない、2) それでも、景気下振れリスクに政策の軸足を移した FRB は計 50bp の利下げに転じる、3) 過去の金融ショックの平均的な伝播パターンからすると 10～12 月期には株価・金利がショック前の水準に戻る、4) クレジットスプレッドは小幅低下するもののもとの水準には戻らない、という予想である。

しかしながら 10 月半ば以降、経済の先行きに対する懸念材料が増えてきている。第一は、住宅市場の調整の長期化が明確になってきたこと、第二は、地区連銀報告によると前回 8 月に比べ経済の成長ペースが鈍った地区が増えていること、第三は、雇用先行指標である失業給付申請件数がやや増えてきている、等の動きである。

図 1 住宅着工許可件数と住宅価格の推移

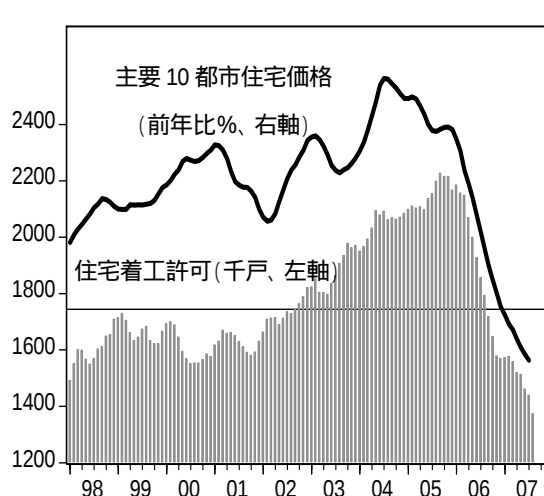
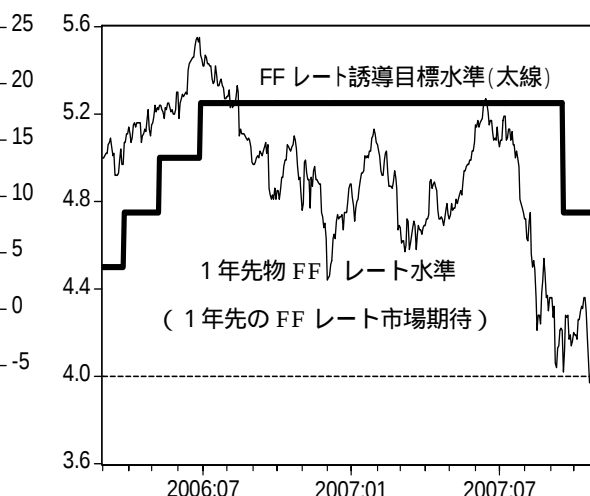


図 2 FF レートと 1 年先物 FF レート水準



(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」他より、住友信託銀行調査部作成

このうち、2008 年までの経済金融環境を最も大きく左右するのは、住宅市場の調整長期化の動きである。9 月住宅着工許可件数はここ 10 年では最低の 122 万戸まで鈍化し、主要十都市の住宅価格も 7 月前年比マイナス 4.5%と住宅市場の底打ちが全く見えない(前頁図 1)。このため、住宅市場の底打ちが明確になるのは 2008 年半ば以降とみられ、それまで成長ピッチの足を引っ張る可能性が高まっている。

住宅市場の調整長期化は金融政策が今後景気重視型の姿勢を強めていく意味を持つ。先物市場から読み取れる 1 年先の FF レートの市場予想は、10 年半ばには 4.4% (あと 1 回の追加利下げ) まで戻ったが、その後株価の急落もあって、4.0% を割る水準 (あと 3 回の追加利下げ) にまで悲観的となっている (前頁図 2)。

こうした環境変化は FRB 内でも認識されており、FRB ミシュキン理事が 8 月に公表した論文による FRB モデルの試算でも、1) 住宅価格下落は成長ピッチに中長期的影響を及ぼす、2) 住宅価格大幅下落がわかっている状況では、利下げを素早く大きく実施するのが最適 (20% 下落のケースでは 75~150bp) との政策示唆が得られている。一連の FRB 理事の講演内容からも、今後も景気重視型の運営を続けていかざるを得ず、年内あと 1~2 回の利下げの可能性が高いと判断できよう。

このように不確実性が増している状況を念頭に、仮に景気後退への可能性が上昇していく「リスクシナリオ」に沿った場合、一旦落ち着いたかにみえるクレジットスプレッドが、どの程度上昇していくリスクがあるのかを以下で整理してみたい。

2. 景気後退前後のクレジットスプレッドの動き

まずは、景気後退がデフォルト率に及ぼす影響、さらにはクレジットスプレッドの上昇パターンを整理してみたい。下の 2 枚の図は、クレジットスプレッド (Baa 格、BB 格社債レート - 10 年国債レート) の過去推移を比較したものである。

図 3 米国景気循環とクレジットスプレッド推移

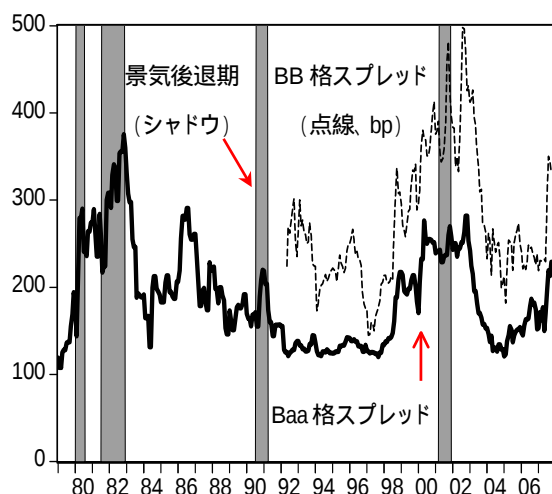
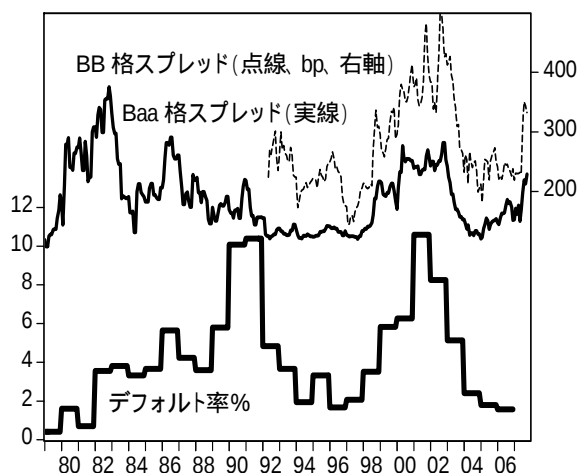


図 4 投機的等級デフォルト率とクレジットスプレッド



(資料) 米国商務省「Survey of Current Business」、ムーディーズ他より、住友信託銀行調査部作成

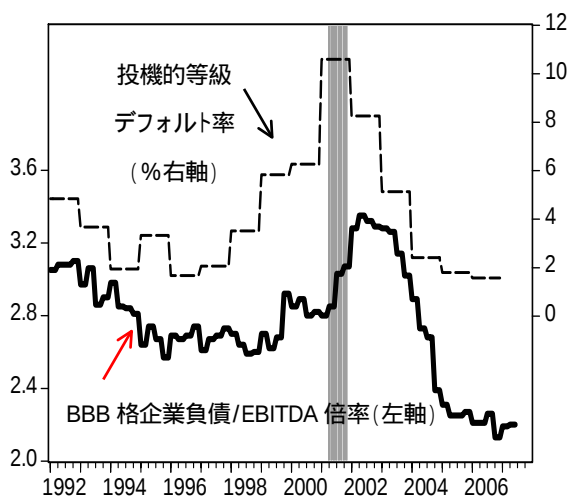
図から読み取れるパターンは、第一に、クレジットスプレッドは景気後退入りする前からすでに拡大する傾向にあったこと、第二は、前回 2001 年の景気後退のときには、景気後退後もしばらくスプレッド拡大が続いたこと、第三は、投機的等級企業のデフォルト率（破綻企業数 / 投機的等級社債数）とクレジットスプレッドの推移をみた図 4 からは、スプレッドはデフォルト率の変動にあわせて拡大・縮小していたこと、である。こうしたパターンが示唆しているのは、景気後退入りする前から企業収益・財務環境の悪化が徐々に進展し、これがデフォルト率の上昇に繋がり、クレジットスプレッドの拡大をもたらした可能性が高いという点である。

従って、スプレッド水準の現状判断と今後の推移を決めるのは、景気後退に至る前の企業の財務構造がどの程度強固か、さらに、景気後退の深度、あるいはその可能性がどの程度高く、そこから予測される企業デフォルト率の水準がどの程度悪化するのか、過去のデフォルト率とスプレッドの関係からスプレッドの適正水準をどこに置くのか、という点となる。順を追って考察してみたい。

（企業財務環境とデフォルト率）

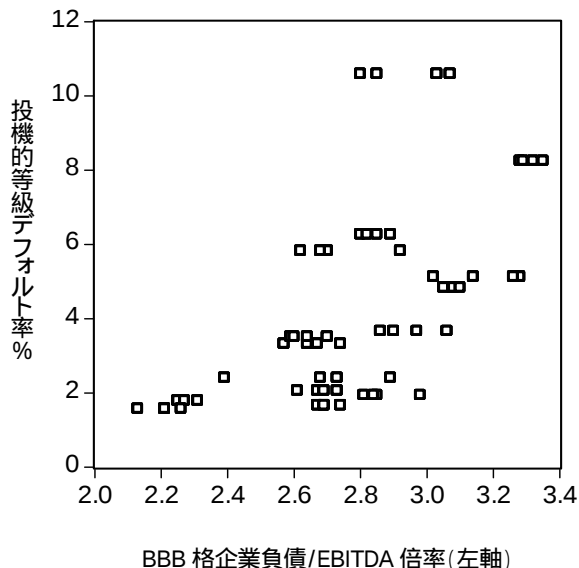
まず、企業の財務構造とデフォルト率の関係をみてみたい。図 5 は投機的等級企業のデフォルト率と BBB 格企業の負債・キャッシュフロー倍率（負債 ÷ EBITDA 倍率）の推移を比較している。図 5 によれば投機的等級企業のデフォルト率は、投資適格・投機等級の境目となる BBB 格企業の財務構造が悪化するよりも早く上昇していた点を読み取れる。同じデータを、負債・キャッシュフロー倍率を横軸に、デフォルト率を縦軸にプロットした図 6 からは、負債・キャッシュフロー倍率が 2.6 ～ 2.8 倍の水準を境に、投機的等級のデフォルト率が 4% を超えて上昇する可能性が高まることが読み取れる。

図 5 企業財務状況と投機的等級デフォルト率



（資料）Bloomberg 他より、住友信託銀行調査部作成

図 6 負債・EBITDA 倍率と投機的等級デフォルト率



2007 年 4～6 月期直近の BBB 格企業の負債・キャッシュフロー倍率は 2.4 倍を下回っており、過去の景気後退前の水準よりさらに下の水準にある点で、過去に比べれば財務耐久力が強固であるといえるだろう。投機的等級のデフォルト率も 2% を下回る水準となっているのもそのためである。今後こうした財務指標が 2.6～2.8 倍という水準に悪化するかどうかは、ひとつの重要なモニター指標となろう。

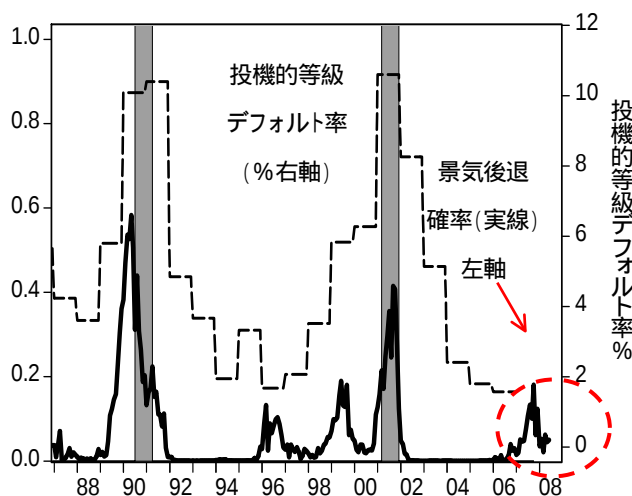
（景気後退確率とデフォルト率）

次に景気後退確率と投機的等級の社債デフォルト率の関係を見てみたい。将来、景気後退入りする可能性（確率）を予測するモデルにはいくつかの種類があるが、長短スプレッド（10 年債レート - 財務省証券 3 ヶ月物レート）を説明変数とした非線形回帰モデルに、FF レート（金融政策）、ISM（企業景況感）、失業保険申請件数 4 週平均（雇用環境）を説明変数に加えたモデル予測値を使って分析してみたい。モデルでは、9 ヶ月先までに景気後退入りする可能性を 0 と 1 の間（確率）で予測している。

図 7 は、9 ヶ月先までに景気後退入りする可能性を予測するモデル値を 9 ヶ月先に延ばして表示した「景気後退確率」と投機的等級のデフォルト率を 80 年から 08 年半ばまで並べている。図からは、モデル予測は過去の景気後退を早期に的中させてきたこと、投機的等級のデフォルト率も概ね景気後退確率の大小にあわせて推移してきたことが読み取れる。さらに足許の景気後退確率は 20% 近くに達し一旦落ち着いたあと、再び高まる傾向にあることも読み取れる。

同じデータを使って景気後退確率を横軸にデフォルト率を縦軸にプロットした図 8 からは、景気後退確率の上昇に伴いデフォルト率も上昇していく傾向にあること、確率 30% を上回るとデフォルト率も 8% を超えてくることが読み取れる。

図 7 デフォルト率と 9 ヶ月先景気後退確率



（資料）図 7・8 とも景気後退確率他 住友信託銀行調査部作成

図 8 9 ヶ月先景気後退確率とデフォルト率の相関

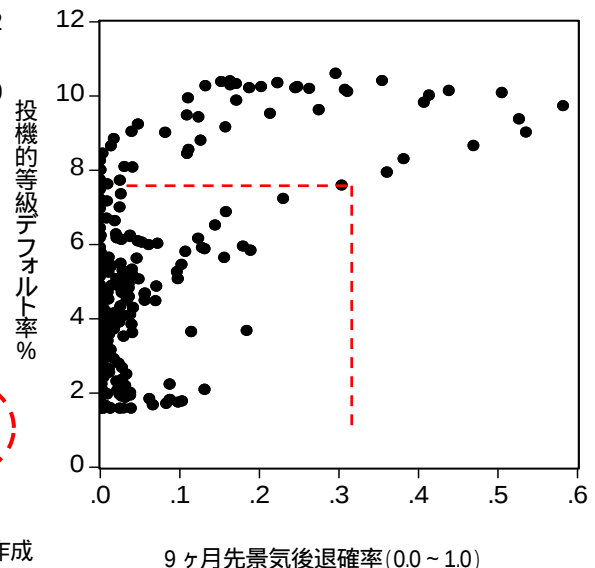


図 9 デフォルト率と BB 格スプレッド相関

(92 年 1 月～07 年 10 月)

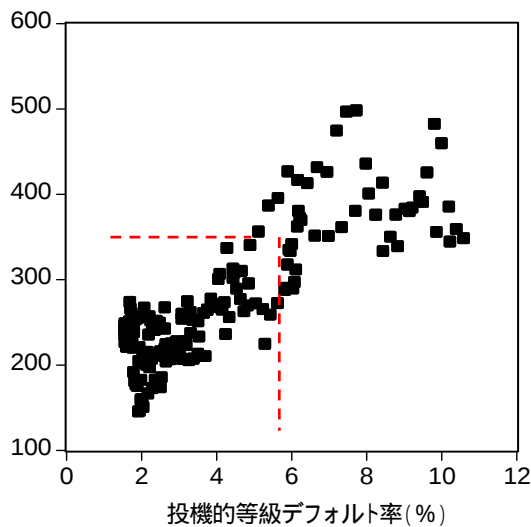
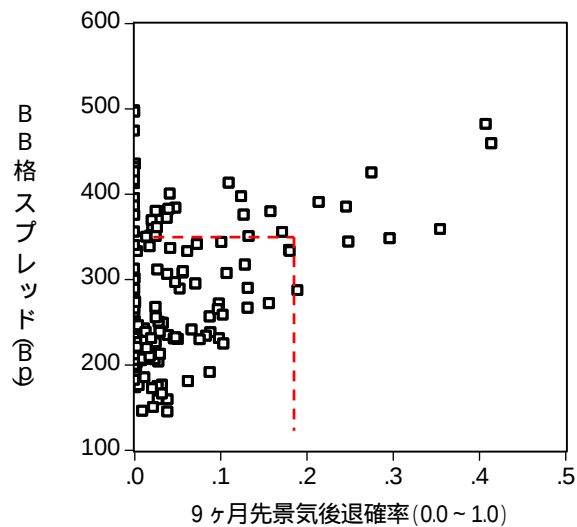


図 10 景気後退確率と BB 格スプレッド相関

(92 年 1 月～07 年 10 月)



(資料) 図 9・10 とも景気後退確率他 住友信託銀行調査部作成

(デフォルト率、景気後退確率とクレジットスプレッド)

最後に、デフォルト率や景気後退確率の水準からみて、現在のスプレッドが適正レンジなのかどうか、さらには今後景気後退の可能性が高まると予想した場合に、スプレッドの上限をどのように置いたらよいか考えてみたい。

図 9 は、投機的等級のデフォルト率を横軸に、BB 格スプレッド (BB 格社債レート - 米 10 年債レート) の水準を縦軸にプロットしたものである。10 月 23 日時点の BB 格スプレッドは 336bp と、サブプライムショック後ピークにあった 9 月半ばの 363bp よりは低下したものの、10 月半ばの水準よりは拡大している。こうした 350bp 前後のスプレッド水準を、図 9 を用いてデフォルト率に引き直せば、5～6%前後のデフォルト率に相当した水準であることが読み取れるだろう。

さらに、景気後退確率と BB 格スプレッドをプロットした図 10 からは、9 ヶ月先の景気後退確率が 20%以上という水準に相当していることがわかる。つまり、BB 格の 350bp 前後のスプレッド水準は、2%を割り込む現在の投機的等級のデフォルト率からは高すぎる水準であるものの、将来の景気後退リスクを織り込んだ意味では適当な水準ということになる。

景気後退の可能性が今後さらに高まる場合はどうだろうか。前頁図 7 をみると景気後退期のデフォルト率のピークは投機的等級で 10%前後であることがわかっていいる。改めて図 9 を用いてデフォルト率 10%のときのスプレッド水準を目算すれば、その BB 格スプレッド水準は 400～500bp のレンジであることになる。

なお、景気後退確率の観点からは、モデル値が 0.3、すなわち 30%以上の可能性が出てきた場合にはデフォルト率も 8%を超えることは見てきた通りであり、その場合のスプレッドの目安も 400～500bp ということになる (図 10、前頁図 8)。

3. まとめ

本レポートでは、景気後退への可能性が今後上昇していく「リスクシナリオ」に沿った場合に、ワイド化続くクレジットスプレッドが、さらにどの程度上昇していく可能性があるかを整理してきた。そこで明らかになったポイントは次の5点に集約される。

- 1) クレジットスプレッドは、実際に景気後退入りする前から上昇し始め、景気後退期にピークを迎える(図3)
- 2) デフォルト率は、観察される企業の財務指標が悪化する前より拡大する傾向にあり、財務環境の悪化はどちらかといえば遅行指標となる(図5)
- 3) サブプライムショック後に観察されるクレジットスプレッド(例えば BB 格スプレッド)は、現在の2%を割るデフォルト率の環境からは明らかに高すぎるが、20%の景気後退リスクを織り込んだ水準とみなせる(図9～10)
- 4) 過去のデフォルト率のピークは景気後退局面で生じており、その水準は投機的等級で10%超、このときのBB格スプレッドは400～500bpの範囲となる
- 5) 景気後退確率のモデル予測値が30%を超えると投機的等級のデフォルト率の水準が8%を上回る可能性高まるため、景気後退確率の推移はモニター指標として有力となろう

当部の米国経済のメインシナリオは、なお早急な追加利下げと緩やかながらも堅調な雇用環境のもとで回避されると見ている。しかしながら、分析が明らかにした最も重要な点は、実際に景気後退入りしなくても、その「リスク」を織り込んでスプレッドが推移するという点にある。とすれば、そのリスク度合いをモニターすることで、スプレッド水準のある程度の適正レンジを逐次算出し投資環境判断の参考とする方向性が開けてくることになるだろう。引き続きモニターしていきたい。

(木村：kimurato@sumitomotrust.co.jp)