# 三井住友信託銀行

# 調查月報



· 3 And
<u>ポストコロナ論議の忘れ物</u> ・・・・・・・・・・・・・・・・
タマのも
経済の動き
<u>コロナ禍での人口移動の変化</u>
~東京一極集中は是正されるのか~ ・・・・・・・・・・。
借換え動向が注目される米企業債務・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・

時論

## **購論**

#### ポストコロナ論議の忘れ物

各国で新型コロナウイルスワクチンの接種が進んでいる。供給量の制約や副反応懸念による部分的中断もあり、世界中で接種が完了するまでには、まだ相応の時間を要するだろうが、コロナ収束に向けた光が見えてきた。それとともに株価は上昇基調を辿り、IMF は今年の世界経済の成長率を+5.5%と昨年の▲3.5%からの急回復を予測する一方、足元ではインフレ懸念が徐々に高まっている。

いずれの動向や予測にも、そう遠くない将来、ワクチン効果により新規感染者数が減り、従前の経済活動が戻るとの見通しが前提となっている。そのような具合にコロナ禍からの脱却が実現するだろうか。

足元では変異株の感染者数が世界的に急増しており、国内では「まん延防止措置」が目立った効果を見せず、医療体制がさらに逼迫するなど、懸念材料には事欠かない。だが、ワクチン接種が先行しているイスラエル等では感染者数は明らかな減少を見ており、米国では約 200 兆円の追加経済対策が実施される見込みであり、中国経済の回復も著しい。しばらく先にはなろうが、主要先進国では抑制されていた消費需要が徐々に解放され、給付金等で蓄積された現預金が消費支出に回っていくだろう。

かくして向こう2~3年のレンジでは、多少の振幅や業種間の強弱はあっても、景気は回復基調を辿ると予想される。思いのほか急回復となる時期もあるのではないか。

しかしながら、「三密回避」「ソーシャルディスタンス」といった感染予防行動が長期化し、海外との交易 停滞がもたらすリスクが認識されたことから、①「非対面」「非接触」を前提とした生活習慣、②インバウンド に過度に依存した事業や一部の国・地域に偏重したサプライチェーンの改革、③毎日出勤・職住接近と いう旧来の働き方・住み方の見直し、④オンラインやリモートの活用ーといったビジネスモデル・行動様 式・価値観の変容は完全には元には戻らないと考えるべきだろう。

このためコロナが収束しても、宿泊業、飲食・娯楽サービス業、航空輸送業、小売業等では需要が従前水準まで戻ることは困難であろうし、その影響は当然、関連業界に需要の減少をもたらす。その波及経路を産業連関表で探ると、食料品製造、商業といった直接的な関係業界のみならず、情報サービス、事業所サービス、道路輸送、広告、物品賃貸、石油製品等、製造業・非製造業問わず広く及んでいく。

また、現時点ではさほど傷が深くない業種、いち早く回復過程にある業種でも、製造業であればグローバル規模でのサプライチェーンと人員配置の見直しや部品の標準化を、都市型不動産であればテレワーク定着への対応を、教育機関であれば遠隔学習の設備拡充を迫られよう。

これは新たな需要を掘り起こす一方、既存の需要の抑制、費用捻出のためのコスト削減を伴い、その影響は上記同様、関連業種にマイナスに作用するだろう。

このように、コロナが収束する過程並びにポストコロナにおいては、企業部門ではリストラ、事業構造改革、コスト削減の玉突きと相互作用が業種を超えて起こり、その累積は産業構造の転換をもたらす規模になる。産業構造の転換期においては、少なからぬ雇用者が離転職を余儀なくされ、多くの企業が入れ替わり、産業の盛衰が分かれるなど、相応の痛みを伴い、景気にもストレスがかかる。

この産業構造転換圧力は、コロナ収束まで時間がかかればかかるほど大きくなる。コロナ収束とその後の立ち直りは「早かれ遅かれ時間の問題」と捉えるのは安易であり、「時間が問題」なのである。

過去、日本経済は、石炭から石油へのエネルギー革命(1950年代)、貿易・資本の自由化(1960年代)、 ニクソンショック(1971年)、石油危機(1973年、1979年)、円高ショック(1985年)、新興国の台頭(2000年代前半)といった外部環境の激変時に、産業構造の転換を経験してきた。厄介なのは、今回は過去よりも産業構造の転換を強いる要因が多いことである。

少子高齢化の進展と人口減少は、従来の雇用・賃金慣行の維持を困難にするのみならず、国内市場の縮小と需要構造の変化、地域経済の衰退をもたらしている。また脱炭素の動きは、温室効果ガス排出量が多い生産設備や製品を抱えるセクターに強いプレッシャーを与えている。さらに、DX の波はゲームチェンジをもたらすポテンシャルを有し、その対応に各企業は試行錯誤を続けている。

このように、ポストコロナではこうした複合的な産業構造転換圧力に対する日本経済の適応力が試されることになる。

この場合の適応力とは、「外的ショックや環境変化に直面した企業部門が、ビジネスモデル・戦略・コスト構造の変革を柔軟に行い、その集積を良好なマクロパフォーマンスにつなげること」と定義できよう。換言すれば、企業行動を起点とした産業構造転換能力であり、一国経済が持続的な経済成長を実現する源となるものである。

この適応力の高低は、①需要の伸びが大きい成長領域を見出せるか、②その領域にとト・モノ・カネといった生産要素がスムーズにシフトできるか、③それによって、その領域並びに経済全体の生産性と付加価値率が高まるか、④生み出された付加価値が適切に分配かつ活用されるか、⑤新興国・途上国の工業化に対応した適切な国際分業が行われるか(いわゆる空洞化が回避できるか)ーといった要因で決まってくる。

戦後の日本経済は外部環境の激変にうまく適応してきた。企業と雇用者が痛みを分かち合いつつ、経営資源の再配置やコスト構造の見直しを行い、政府も財政・税制面でサポートした。その結果、短期的には景気の下押し要因となったが、長期的には産業構造をスムーズに転換し、良好なマクロパフォーマンスを実現してきた。

すなわち、貿易・資本の自由化への対応を機に日本企業の国際競争力は飛躍的に高まり、石油価格の急騰は日本を世界トップクラスのエネルギー生産性の高い経済に変貌させ、大幅な円高を契機に輸出産業の中核は家電や鉄鋼から高付加価値の電気機械資本財にシフトし、新興国の台頭に対しては、グローバルな部材調達網の構築や地産地消の拡大で対抗した。

こうした日本経済の適応力は、90 年代以降の長期停滞を見ると、今日も健在かどうか、健在だとしても (筆者はそのように考えるが)上記のような複合的な産業構造転換圧力に対して十分かどうか、定かでは ない。このように考えると、ワクチン効果の顕在化による景気回復が中期的な安定成長につながるかどう かについては、慎重に見ておく必要があるだろう。

昨今のコロナを巡る景気論議では、感染者数の増減に対応した景気回復ピッチのチューニングや、 「K 字回復」「二極化」といった表面的な事象観察に終始している嫌いはないだろうか。「産業構造の転換」 とそれがもたらす効果と副作用を視野に入れてポストコロナを展望したい。

(専門理事 調査部主管 主席研究員 金木 利公: Kaneki\_Toshikimi@smtb.jp)

<sup>※</sup> 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を 目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

# コロナ禍での人口移動の変化

#### ~東京一極集中は是正されるのか~

#### く要旨>

バブル崩壊後の一時期を除いて、東京圏への人口流入の動きは止まることなく続いてきた。しかしながら、2020年はコロナ禍で東京圏への転入超過数が大幅に縮小するなど人の動きに大きな変化がみられた。特に突出した動きがみられたのが東京都で、感染第一波の4、5月は、2019年に比べて転出入ともに減少し、人の移動そのものが制限された様子がうかがえる。1回目の緊急事態宣言解除(2020年5月25日解除)以降は、6月にいったん転入超過となったものの、転入の減少と転出の増加が続き、7月以降は転出超過の状況が続いている。

コロナの終息までに相応の時間がかかることから当面は、東京圏への転入減少の動きは続くとみられるが、各種アンケート調査からは、東京一極集中の大元にある構造的な要因(利便性の高さ、企業や大学の集積)を大きく変えるほどのインパクトにはなっていない様子もうかがえ、コロナ終息後には元に戻る可能性が高い。

一方、コロナを機に人々の意識が変化しているのは確かであり、転出の動きはコロナ終息後も続く可能性がある。ただし、移住が実現可能な人はある程度限られていること、テレワークも現状では通勤分散という位置づけで、通勤がほとんどなくなるといった姿も想定しづらいため、地方へというよりは東京圏近郊への分散に留まると考えるのが現実的ではないか。

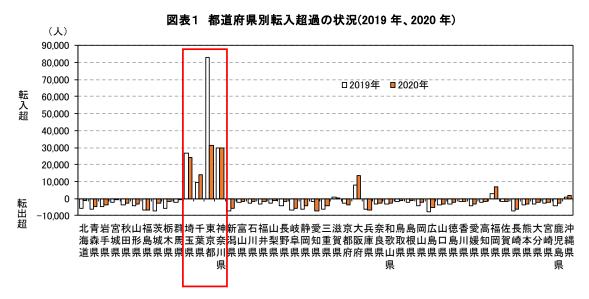
#### 1. 転入超過が大幅に縮小した東京都

バブル崩壊後の一時期を除いて、東京圏への人口流入の動きは止まることなく続いてきた。しかしながら、2020年はコロナ禍で東京圏への転入超過が大幅に縮小するなど人の動きに大きな変化がみられた。本レポートでは、2020年に起きた人の移動の変化を確認するとともに、これが一過性の動きにとどまるのか、それとも東京圏から地方への人の移動が本格化する転換点となるのかについて考察した。

都道府県別に2019年と2020年の転入超過数(外国人を含むベース、プラスは転入超、マイナスは転出超)をみると(次頁図表1)、2019年に転出超過であった県のうち愛知や京都を除くほとんどの県で転出超過幅が縮小している。一方、2019年に転入超過であった埼玉、千葉、東京、神奈川、大阪、滋賀、福岡、沖縄はいずれも転入超過の状況は続いている。

しかし、東京圏(埼玉、千葉、東京、神奈川)としてみると2019年に14.9万人の転入超過から2020年に9.9万人と大幅に縮小するなど、大きな変化がみられた。東京圏への転入超過が縮小する動きは、今回に限らず、リーマンショックや東日本大震災時期にもみられたことであるが、単年

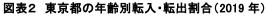
での縮小幅の大きさは、5万人減とかつてない規模となっており、インパクトの大きさがうかがえる。 東京圏の中でも千葉は増加、埼玉、神奈川は概ね横ばいとなる中、東京都のみが 2019 年の8 万人超から3万人超へと6割減となるなど、その動きは突出している。そこで、以下では東京都に 焦点を当てて、今回の人の移動の変化の特徴や今後の動向について考える。



(資料) 総務省「住民基本台帳人口移動報告」

#### 2. 東京都の人の移動の特徴とコロナの影響

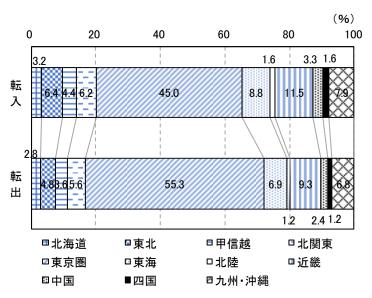
コロナ禍前後で、東京都の人の移動にどのような変化があったのかを確認するために、2019 年のデータをコロナ禍前、2020 年をコロナ後として転入、転出の年齢別、地域別の特徴をみていく。まず、コロナ禍前を確認すると、東京都への転入者 46.7 万人のうち 25~34 歳が 35%、次いで15~24 歳が 32%とこの年齢層だけで約7割近くを占める。東京都からの転出者についても、38.4 万人のうち 25~34 歳が 36%、15~24 歳が 20%とやはりこの年齢層だけで5割超を占める(図表2)。また、地域別には、転出入先は、ともに東京圏の割合が高い(図表3)。



(%) 0 20 40 60 80 100 3.01.6 転 1.8 35.4 13.0 6.9 入 4.8 2.8 転 36.5 15.7 8.3 3.0 出 ■15歳未満■15~24 ■25~34 □35**~**44 □45~54 □55~64 □65~74 ■75歳以上

(資料) 図表2、3ともに総務省「住民基本台帳人口移動報告」

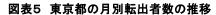
図表3 東京都の地域別転入・転出割合(2019年)

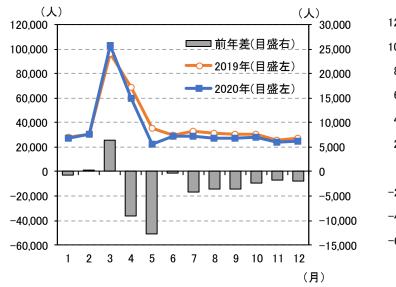


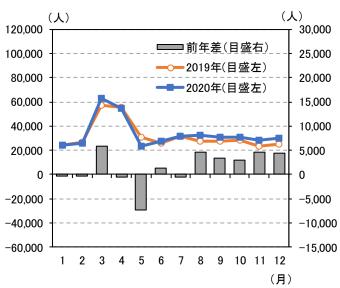
こうした特徴をもたらす要因としては、大学数の約3割、大企業の約4割、外資系企業の約7割が東京都に集中していることから、就学や就職を機に東京に人が集まりやすい環境があること、また、転出するにしても通勤圏内の東京圏内に留まりやすいということがある。

コロナ禍を受けてどのような変化があったかを見るために、月別の動きを比較すると(図表4、5、6)、転入、転出ともに進学、就職時期にあたる3月、4月の移動が大きいという傾向は大きくかわっていないが、感染第一波の4、5月は、2019年に比べて転出入ともに減少し、人の移動そのものが減少した様子がうかがえる。1回目の緊急事態宣言解除(2020年5月25日解除)以降は、6月にいったん転入超過となったものの、感染第2波、第3波が起きるなど、コロナの終息が見えない状況のもと、転入の減少と転出の増加が続き、7月以降は転出超過の状況が続いている。

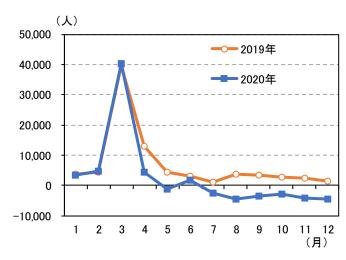
図表4 東京都の月別転入者数の推移







図表6 東京都の月別転入超過数の推移

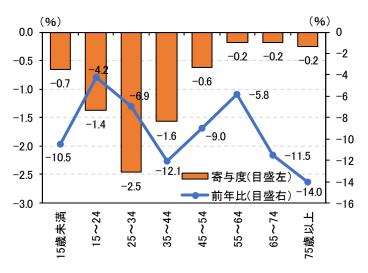


(資料) 図表4,5,6ともに総務省「住民基本台帳人口移動報告」

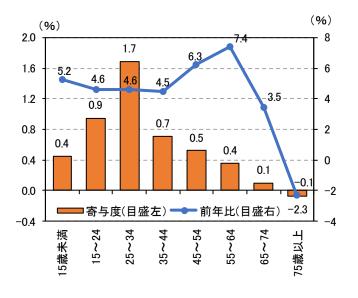
さらに、年齢別、地域別に転入、転出の変化をみると、転入の減少率のうち最も寄与が大きいのが、転入最多層である 25~34 歳、次いで、35~44 歳、15~24 歳となっている。また、年齢別の前年比でみると、75 歳以上、65~74 歳で二けたの減少率となるなど、高齢層の減少も目立つ(図表7)。地域別には、減少の約7割近くが東京圏外からの減少となっており、特に 25~34 歳でその傾向が強い(図表8)。東京都が日本の中で最大のコロナ感染拡大地域であったこと、企業の採用や転居を伴う異動の抑制、大学休校措置の長期化の影響が出ているものとみられる。

一方、転出の増加率のうち最も寄与が大きいのが、最多転出層である 25~34 歳であるが、その大半は東京圏への転出となっている。コロナ禍の早期終息の見込みがなくなったことで、テレワークの常態化や通勤頻度の低下を見越して、居住空間の広い郊外への移動が増えた可能性がある。また、年齢別前年比で最も増加率が大きい 55~64 歳や 65~74 歳では、通勤という縛りがないこともあってか東京圏外の割合が多いのが目立つ(図表9、10)。

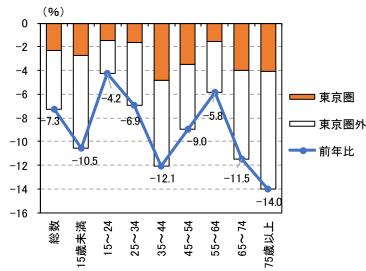
図表7 転入・年齢別前年比、前年比寄与度



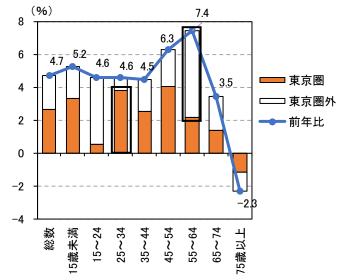
図表9 転出・年齢別前年比、前年比寄与度



図表8 転入・年齢別前年比の地域別寄与度



図表 10 転出・年齢別前年比の地域別寄与度



(資料) 図表7~10ともに総務省「住民基本台帳人口移動報告」

#### 3. コロナ終息後も移動の変化は続くのか

今後についても、足元で、ワクチン接種が開始され始めたものの、コロナが終息するまでにはな お数年はかかる見通しであり、企業の転居を伴う人事異動や新卒採用の抑制傾向が続くとみら れ、若年層を中心とした東京への転入数が減少する動きはしばらく続くものとみられる。

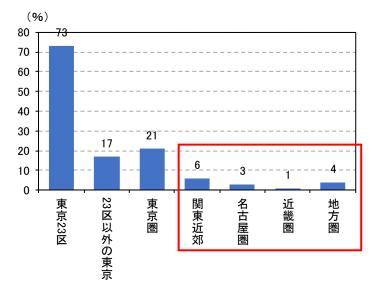
ただし、若年層が東京圏ないし東京都へ流入し続ける理由が東京に大学や大企業、外資系企業の集積、生活の利便性が高いことなどであることを考えると、大学や大企業の集積やテレワークなど働き方が大きく変化しなければコロナが終息し、景気が回復した後には再びもとに戻る可能性は高いと思われる。

国土交通省が2020年8~9月に都内に本社を置く企業に行ったアンケート調査によれば、コロナ以降の企業の本社移転に関して、4分の3の企業は移転や縮小の検討を行っていない(図表11)。移転または縮小を検討している企業においても、2020年から検討を始めた企業においてはその半数は縮小のみを検討している。また、移転を検討している企業も移転先としては東京都内あるいは東京圏が多く、東京圏以外は極めて少なく、コロナという要因だけでは移転に踏み切るためのハードルが高いのが実情である(次頁図表12)。

(%) 100 2019年以前か 90 22 ら具体的に検 80 討, 12% 48 70 口縮小のみ検討 60 ロー部移転を検討 50 2020年に ☑全面移転を検討 17 入ってから 40 76 具体的な検 30 討, 14% 検討して いない、 20 35 🂈 74% 10 0 2019年以前 2020年以降

図表 11 本社事業所の配置見直し検討状況

(資料) 国土交通省「企業向けアンケート調査」



図表 12 本社事業所の配置見直しにおける移転先候補(複数回答)

(資料) 国土交通省「企業向けアンケート調査」

また、大学は、少子化を受けて経営の厳しさが増す環境下にあり、コロナ以前から都内回帰の動きを強めてきた。2021年以降に実施が決定されているものも多いほか(図表 13)、コロナを経てむしろキャンパスライフの重要性が再認識されていることから、利便性の高い都心へ回帰させる動きに大きな変更をもたらすには至らないと思われる。

時期	大学名	移転(創設) 内容
2021年	東洋大学	朝霞キャンパス撤退⇒文系学部のほとんどが都内キャンパスへ集約
	日本女子大学	川崎キャンパス⇒文京区目白キャンパスへ集約
	文教大学	湘南キャンパス⇒足立キャンパス
	千葉大学	東京墨田キャンパスを創設
2023年	中央大学	法学部を都心キャンパスへ移転

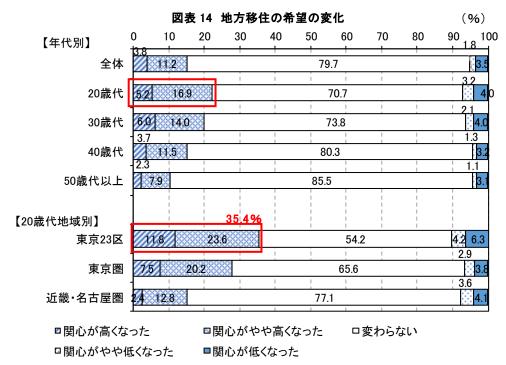
図表 13 2021 年以降の主な大学の移転計画

(資料) 各大学 HP等

一方、東京からの転出が増えた要因の一つにコロナの感染拡大やテレワークの増加による居住地に対する意識変化があげられるが、実際のところコロナによる影響がどの程度で、コロナ終息後も持続する動きなのかどうかについては今のところ定かとはいえない。

内閣府が2020年6月に3大都市圏居住者に実施したアンケート調査によればコロナを機に移住希望者が増えているといった意識変化がみられたのは、全世代では15%程度であるが、20歳代、30歳代では20%を超える。20歳代について、さらに地域別にみると、東京23区では30%超に上る(次頁図表14)。

ふるさと回帰センターへの移住相談件数はコロナ前から増加しており、特に若年層での関心は 高まる傾向にあった。問題は関心の高さより、それが実際に実行に移されるかということだろう。 国土交通省が2020年9月~10月に実施した市民アンケート調査によれば、コロナ感染拡大で居住地を選択する際により重視するようになった項目として、「日用品の買い物の便利さ」が4割弱と最も多く、理想と現実のギャップが感じられる(図表15)。仮に住み替えるにしても、その他の項目等を踏まえると地方移住というよりも都市郊外の方がマッチしているようにも思われる。



(資料) 内閣府「新型コロナウイルス感染症の影響下における生活意識・行動の変化に関する調査」

35% 5% 15% 20% 25% 30% 40% 0% 10% 食料品や日用品の買い物の便利さ 衛生環境の良さ 人の混雑の少なさ 治安の良さ 病院や介護施設など、医療・介護環境の充実 災害(地震、風水害、土砂災害)などの危険性の低さ 自然環境の豊さ 気候の良好さ 公園などオープンスペースの豊かさ 家族や親戚の居住地への近さ 都市の中心部や繁華街へのアクセスの良さ 家賃等の住まいに関する費用の安さ 希望する仕事の有無 賃金水準の高さ 保育園、幼稚園などの子育て施設の充実 学校などの教育環境の充実 スポーツや文化施設等の充実 地域の人々との活発な交流 祭りなどの地域活動の活発さ その他 ■東京圏在住者 ■東京圏外在住者

図表 15 新型コロナウイルス感染症拡大を受けて、居住地選択の際により重視するようになったこと

(資料)国土交通省「市民向け国際アンケート調査結果」

#### 4. おわりに

2020 年に発生したコロナ禍での人口移動の変化は、コロナ感染という半ば強制的な人の移動の制限といった面が大きく、人々の意識変化やテレワークなどの働き方の変化がどの程度影響したのかは実際にはよくわからない。

コロナの終息までに相応の時間がかかるとみられることから当面は、東京圏への転入減少の動きは続くとみられるが、各種アンケート調査からは、東京一極集中の大元にある構造的な要因(利便性の高さ、企業や大学の集積)を大きく変えるほどのインパクトにはなっていない様子もうかがえ、コロナ終息後には元の姿に戻る可能性は高い。

一方、コロナを機に人々の意識が変化しているのは確かであり、転出の動きは続く可能性がある。ただし、移住の実現可能な人はある程度限られており、ワーケーション、二地域居住、他拠点居住など新たな働き方、暮らし方を選択する人が増加するにはまだまだ長い時間がかかるものと思われる。また、テレワークも現状では通勤分散という位置づけで、通勤がほとんどなくなるといった姿も想定しづらいため、地方へというよりは東京圏近郊への分散に留まると考えるのが現実的ではないか。

(調査部 業務調査チーム 貞清 栄子:Sadakiyo\_Eiko@smtb.jp)

<sup>※</sup> 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

## 借換え動向が注目される米企業債務

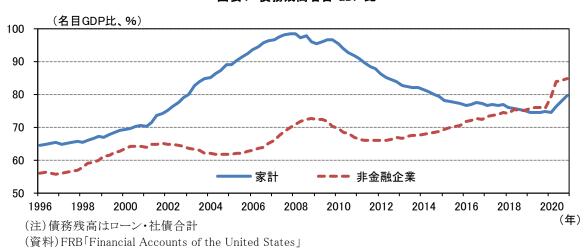
#### く要旨>

米企業債務への関心が高まっている。コロナ禍で、債務残高がキャッシュフロー(税前利益+減価償却)の何年分かを示す債務償還年数は、2020年第2四半期に過去最長に悪化した。迅速かつ大規模な政策支援もあって、企業のキャッシュフロー減少はリーマンショック時より小幅に留まったものの、債務残高が急増したためである。今後はワクチン普及により、再ロックダウンなどの不確実性が低下するに伴い、企業は手元資金を債務返済に充て、債務残高とキャッシュフローのバランスは一旦は改善し、債務償還年数は短期化しよう。

但し、コロナ禍からの回復が遅れる企業は一部存在し、政策的な資金支援は順次終了していることから、回復が遅れる企業では、好況にもかかわらず債務の借換え難度がむしろ上がりかねない。債務残高シェアの大きい大企業の借換えの9割は来年以降となるものの、残る1割だけで小規模企業分を含む年内の借換え額全体の 75%を占める。安定的な借換えは資金繰り維持のみならず、企業部門の安定的推移のためにも必要であるため、今後の企業債務の借換え動向に注目したい。

#### 1. 企業債務は過去最高水準に

米国の非金融企業部門(以下、企業)の債務残高名目 GDP 比は、2019 年に家計部門を上回った後さらに急増して 2020 年末には過去最高の 84.6%に達し、企業債務の持続性への関心が高まっている(図表1)。そこで本稿では、企業債務残高と収入のバランス、利息支払い能力、今後の債務借換えの3点に懸念がないかをみていく。

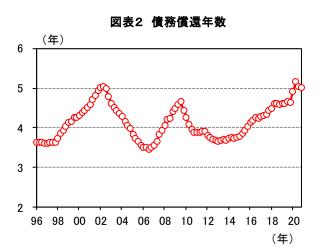


図表1 債務残高名目 GDP 比

#### 2. 債務状況に懸念はあるか

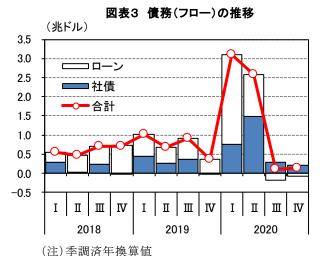
#### (1)債務と収入のバランス

企業の債務残高と収入のバランスをみる指標として債務償還年数がある。債務償還年数は、債務残高(ローン+社債)が企業のキャッシュフロー(税前利益+減価償却)の何年分に相当するかを示し、コロナ禍を受けた2020年第2四半期には過去最長の5.2年分に悪化した(図表2)。債務償還年数の分子の債務残高が大きく増加したためである。コロナ禍が本格化した2020年第1四半期は、手元資金確保の動きからローン借入れ主導で債務残高が急増し、第2四半期は超低金利環境を活用した社債調達が増えた。第3四半期以降はこれらの動きは一服して債務増加ペースは大きく鈍化した(図表3)。



(注)債務残高/キャッシュフロー。キャッシュフローは後 方4四半期移動平均

(資料)FRB「Financial Accounts of the United States |

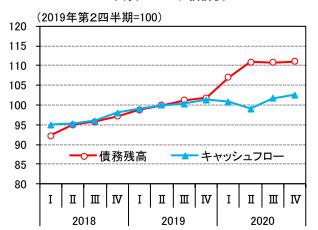


(資料)FRB「Financial Accounts of the United States」

債務償還年数の分母のキャッシュフローの方はほぼ横ばいとなった。コロナ禍とリーマンショック前後で、債務償還年数がピークを付けた時から1年前の債務残高・キャッシュフローを各々100として水準変化をみると、コロナ禍では債務償還年数のピーク時(2020年第2四半期)の債務残高は111に増加したのに対して、キャッシュフローは99でほぼ横ばいである(次頁図表4)。リーマンショック前後は、債務償還年数のピーク時(2009年第3四半期)の債務残高は95に減少したが、キャッシュフローはそれ以上に減少して91となった(次頁図表5)。

このように、コロナ禍ではキャッシュフローはほぼ横ばいで推移したものの、債務残高自体が増加したことで債務とキャッシュフローのバランスが悪化し、債務償還年数が長期化した。リーマンショック直後の政策対応が遅れたのに対して、今回は感染拡大を受けて、迅速かつ大規模な政策対応がなされ、企業は手元資金確保のために債務を増やすことができた。また、給与保護プログラム(雇用維持を条件に返済免除の貸付)による政府から企業への所得移転もあり、2020年の企業収益は前年比▲1.9%の下落に留まり、キャッシュフローの大幅落ち込みは回避されたと考えられる。

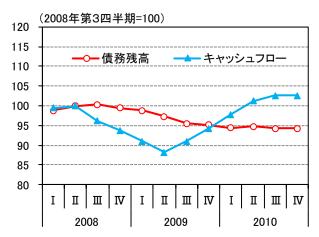
図表4 コロナ禍前後



(注)債務償還年数がピーク(2020年第2四半期)を付け る1年前を100とした

(資料)FRB「Financial Accounts of the United States |

図表5 リーマンショック前後

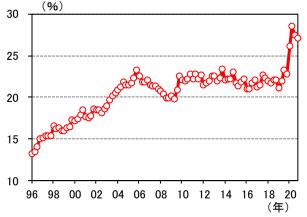


(注)債務償還年数がピーク(2009年第3四半期)を付け る1年前を100とした

(資料)FRB「Financial Accounts of the United States |

今後は、債務返済(削減)によって債務とキャッシュフローのバランス改善が進むとみられる。今 回の債務増加は手元資金増加を伴っており、ワクチン接種進展によって、再度のロックダウンなど の不確実性が低下するに連れ、企業は手元資金を債務返済に充てることができると考えられるた めである。債務残高に対する手元資金(現預金・MMF)の比率はここ数年概ね20%台前半で推移 していたが、2020 年に入り急増して 2020 年末時点では 27.1%(前年比+4.3 ポイント)となってい る(図表6)。手元資金を債務残高から控除して債務償還年数を試算すると、直近のピーク値は控 除前の 5.2 年から控除後は 3.7 年に低下する。ここ数年の債務償還年数長期化の傾向は手元資 金控除前とさほど変わらないものの、控除後の直近ピーク値は1999年(4.3年)や2002年(4.1年) のピーク値を下回る(図表7)。

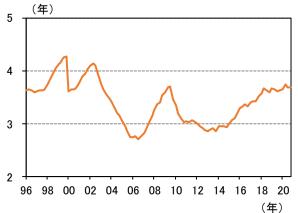
図表6 手元資金/債務比率



(注)(現預金·MMF 残高)/(債務残高)

(資料)FRB「Financial Accounts of the United States」

図表 7 手元資金控除後の債務償還年数



(注)(債務残高-現預金・MMF 残高)/キャッシュフロ ー。キャッシュフローは後方4四半期移動平均

(資料)FRB「Financial Accounts of the United States」

#### (2)利息支払い能力

元本返済を除いた利息支払い能力をみる指標としてインタレスト・カバレッジ・レシオ(以下、ICR)がある。ICR は利払い前の事業利益の支払い利息に対する倍率を示し、ICR が 1.0 を下回ると当該期間の事業利益で支払利息を賄えないことを意味する。コロナ禍での事業不振を受けて企業の ICR は 2020 年第2四半期に大きく落ち込み、特に下位 25 パーセントタイルではマイナス(事業利益赤字)となった(図表8)。FRB による今後の試算(2021 年成長率+5%、企業収益+9%が前提)では、ICR の中央値は2倍弱に一旦悪化後は 2.5 倍前後に改善するのに対して、下位 25 パーセントタイルは改善が遅れ、0前後に留まると見込まれる。

企業収益の下落率を用いて業種毎のコロナ禍の影響をみると、下落率の大きい3業種は、石油・石炭製造、運輸・倉庫、機械製造である。また、下落率の大きい10業種では、製造業7、非製造業3(運輸・倉庫、卸売、情報)となる。ICRの下位グループでは、収益下落率の大きい業種の企業が多く含まれると推定される(図表9)。

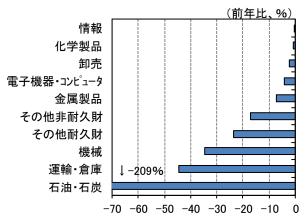
図表8 利息支払い能力(ICR)推移



(注)負債比率が5%未満、支払い利息が 50 万ドル未満の企業は除く

(資料)FRB「Financial Stability Report」

図表9 業種別の企業収益変化



(注)在庫品評価調整後企業収益。2020 年通年の対 前年比下落率の大きい 10 業種を表示 (資料) CEIC

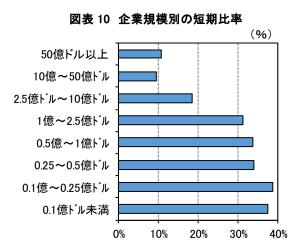
#### (3)債務借換え

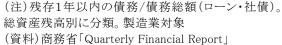
経済全体が好転しても、(2)でみたようにコロナ禍からの回復が遅れる企業は一部存在する。しかし、企業への政策的な資金支援(資金供給ファシリティ)は、2021 年6月で全て終了予定であるので、その後は回復が遅れる企業に対する、貸し手の目がより厳しくなる。そのため、それらの企業では、米経済が好況になったとしても借換え難度がむしろ上がる可能性がある。

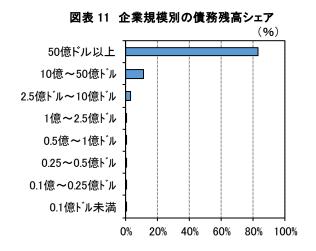
借換え時期について、商務省の「Quarterly Financial Report (QFR)」から製造業<sup>1</sup>を対象に試算すると、総資産残高 2.5 億ドル未満の企業では債務残高に占める残存1年以内の契約の比率 (短期比率)が 30%を超える。これに対して、総資産残高 2.5 億~10 億ドルの企業の短期比率は 20%未満、10 億ドル以上では 10%前後に留まる(次頁図表 10)。企業規模別の債務残高シェアをみると、総資産残高 50 億ドル以上の大企業だけで 82.9%を占める(次頁図表 11)。

<sup>1</sup> QFRでは製造業のみ詳細な規模別データがある。

債務残高シェアの大きい大企業の借換えの9割は来年以降となるものの、残る1割だけで小規模企業分を含む年内の借換え額全体の75%を占める。安定的な借換えは資金繰り維持のみならず、企業部門の安定的推移のためにも必要であるため、今後の借換え動向が注目される。







(注)製造業対象 (資料)商務省「Quarterly Financial Report」

#### 3. むすび

以上みてきたように、ワクチン接種進展により、再度のロックダウンなどの不確実性が低下するに連れ、企業は手元資金を債務返済に充てて債務償還年数は一旦は改善しよう。但し、コロナ禍からの回復が遅れる企業は一部存在し、政策支援がなくなれば借換え難度はむしろ上がりかねない。安定的な借換えは、企業部門の安定的推移のためにも必要であるため、今後の企業債務の借換え動向に注目したい。

(調査部 金融事業調査チーム 吉内 拓: Yoshiuchi\_Taku@smtb.jp)

<sup>※</sup> 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を 目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。