

借換え動向が注目される米企業債務

<要旨>

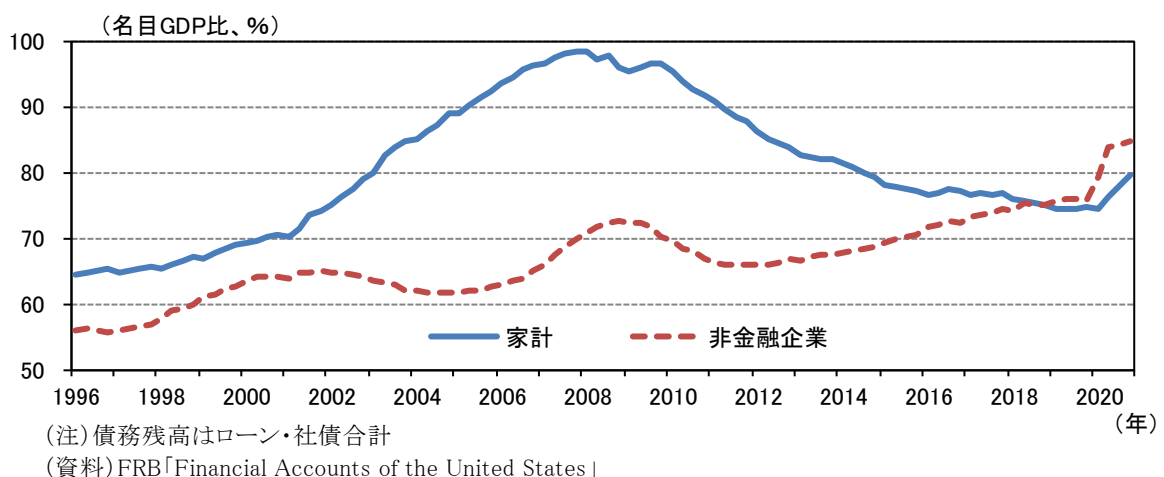
米企業債務への関心が高まっている。コロナ禍で、債務残高がキャッシュフロー(税前利益+減価償却)の何年分かを示す債務償還年数は、2020年第2四半期に過去最長に悪化した。迅速かつ大規模な政策支援もあって、企業のキャッシュフロー減少はリーマンショック時より小幅に留まったものの、債務残高が急増したためである。今後はワクチン普及により、再ロックダウンなどの不確実性が低下するに伴い、企業は手元資金を債務返済に充て、債務残高とキャッシュフローのバランスは一旦は改善し、債務償還年数は短期化しよう。

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

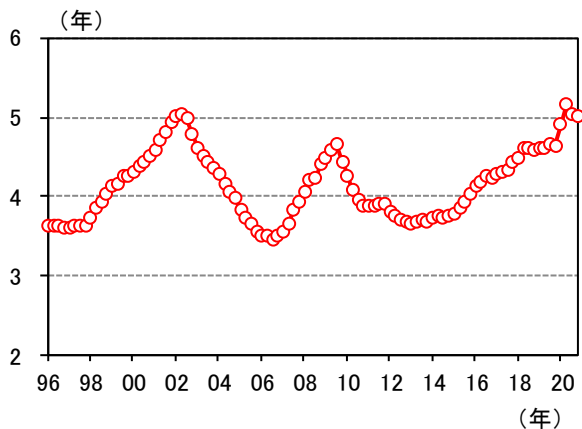


2. 債務状況に懸念はあるか

(1) 債務と収入のバランス

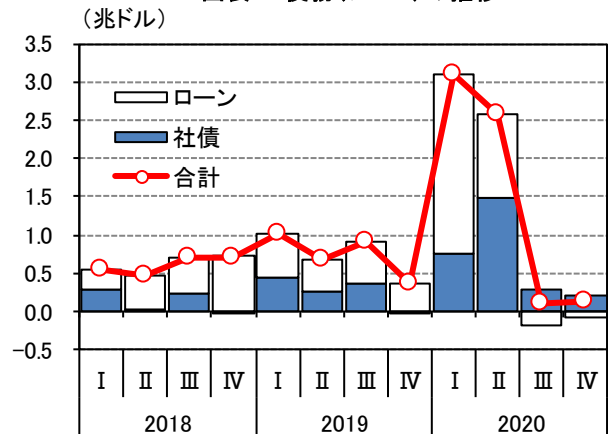
企業の債務残高と収入のバランスをみる指標として債務償還年数がある。債務償還年数は、債務残高(ローン+社債)が企業のキャッシュフロー(税前利益+減価償却)の何年分に相当するかを示し、コロナ禍を受けた2020年第2四半期には過去最長の5.2年分に悪化した(図表2)。債務償還年数の分子の債務残高が大きく増加したためである。コロナ禍が本格化した2020年第1四半期は、手元資金確保の動きからローン借入れ主導で債務残高が急増し、第2四半期は超低金利環境を活用した社債調達が増えた。第3四半期以降はこれらの動きは一服して債務増加ペースは大きく鈍化した(図表3)。

図表2 債務償還年数



(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」

図表3 債務(フロー)の推移

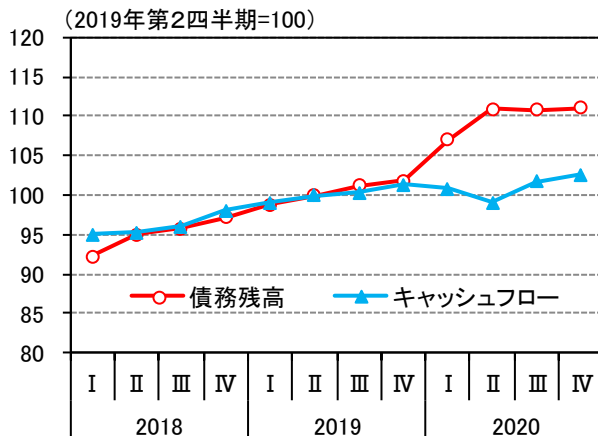


(注) 季調済年換算値
(資料) FRB「Financial Accounts of the United States」

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)。

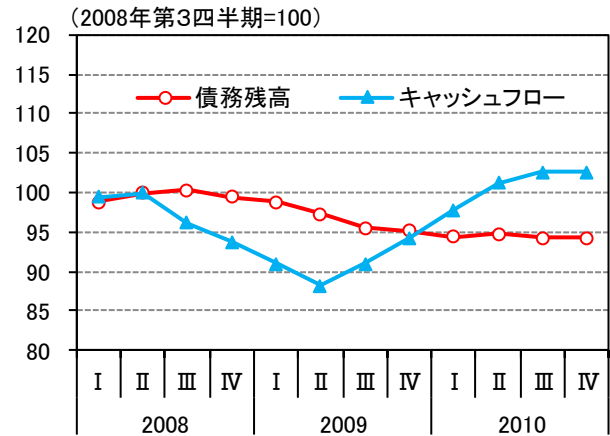
このように、コロナ禍ではキャッシュフローはほぼ横ばいで推移したものの、債務残高自体が増加したことで債務とキャッシュフローのバランスが悪化し、債務償還年数が長期化した。リーマンショック直後の政策対応が遅れたのに対して、今回は感染拡大を受けて、迅速かつ大規模な政策対応がなされ、企業は手元資金確保のために債務を増やすことができた。また、給与保護プログラム(雇用維持を条件に返済免除の貸付)による政府から企業への所得移転もあり、2020年の企業収益は前年比▲1.9%の下落に留まり、キャッシュフローの大幅落ち込みは回避されたと考えられる。

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」

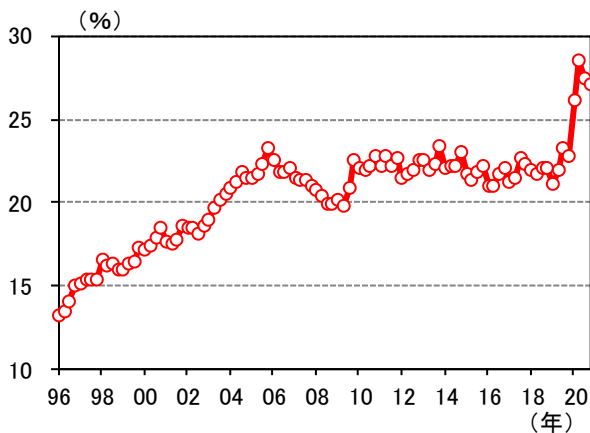
図表5 リーマンショック前後



(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」

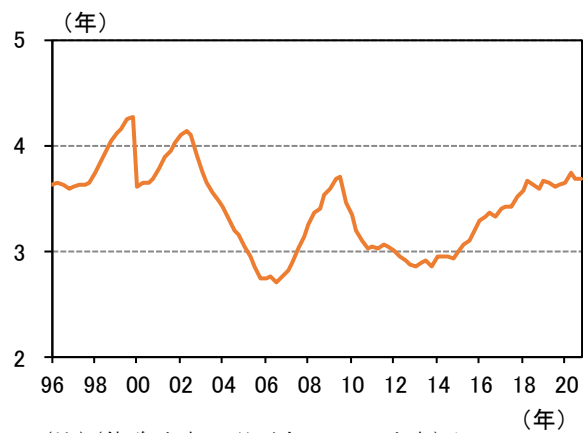
今後は、債務返済(削減)によって債務とキャッシュフローのバランス改善が進むとみられる。今回の債務増加は手元資金増加を伴っており、ワクチン接種進展によって、再度のロックダウンなどの不確実性が低下するに連れ、企業は手元資金を債務返済に充てることができると考えられるためである。債務残高に対する手元資金(現預金・MMF)の比率はここ数年概ね20%前半で推移していたが、2020年に入り急増して2020年末時点では27.1%(前年比+4.3ポイント)となっている(図表6)。手元資金を債務残高から控除して債務償還年数を試算すると、直近のピーク値は控除前の5.2年から控除後は3.7年に低下する。ここ数年の債務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



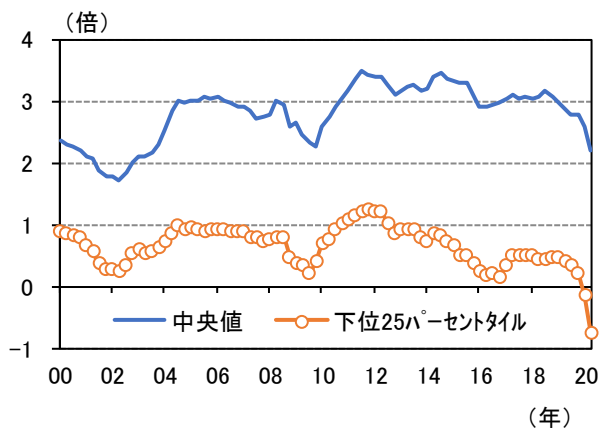
(注) (債務残高-現預金・MMF 残高)/キャッシュフロー。キャッシュフローは後方4四半期移動平均
 (資料)FRB「Financial Accounts of the United States」

(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。

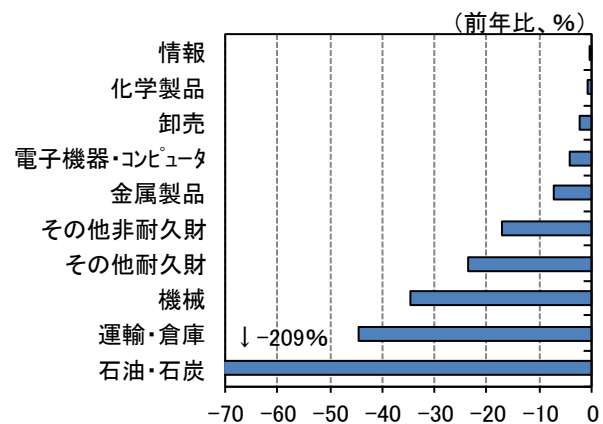
企業収益の下落率を用いて業種毎のコロナ禍の影響をみると、下落率の大きい3業種は、石油・石炭製造、運輸・倉庫、機械製造である。また、下落率の大きい10業種では、製造業7、非製造業3(運輸・倉庫、卸売、情報)となる。ICRの下位グループでは、収益下落率の大きい業種の企業が多く含まれると推定される(図表9)。

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

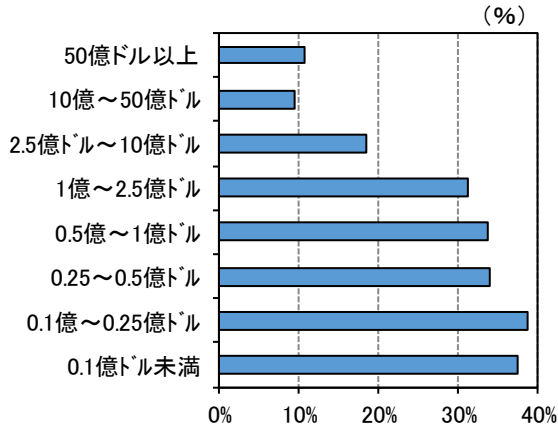
経済全体が好転しても、(2)でみたようにコロナ禍からの回復が遅れる企業は一部存在する。しかし、企業への政策的な資金支援(資金供給ファシリティ)は、2021年6月で全て終了予定であるので、その後は回復が遅れる企業に対する、貸し手の目がより厳しくなる。そのため、それらの企業では、米経済が好況になったとしても借換え難度がむしろ上がる可能性がある。

借換え時期について、商務省の「Quarterly Financial Report (QFR)」から製造業¹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)。

¹ QFRでは製造業のみ詳細な規模別データがある。

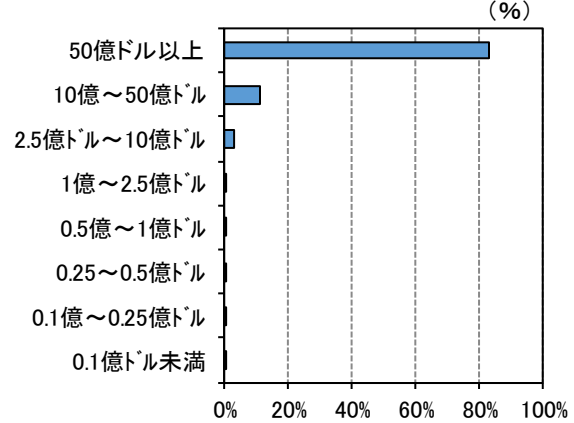
債務残高シェアの大きい大企業の借換えの9割は来年以降となるものの、残る1割だけで小規模企業分を含む年内の借換え額全体の75%を占める。安定的な借換えは資金繰り維持のみならず、企業部門の安定的推移のためにも必要であるため、今後の借換え動向が注目される。

図表 10 企業規模別の短期比率



(注) 残存1年以内の債務/債務総額(ローン・社債)。総資産残高別に分類。製造業対象
(資料) 商務省「Quarterly Financial Report」

図表 11 企業規模別の債務残高シェア



(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)

※ 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。