

2023. 7 No.135

三井住友信託銀行

調査月報



SUMITOMO MITSUI
TRUST BANK

時論

観光再生: 混雑ではなく賑わいを取り戻せるか1

経済の動き

コロナ禍の企業支援は何に使われたのか?3

米銀破綻後の米国商業用不動産ローン8

産業界の動き

コロナ特需に翻弄されるメモリ半導体14

時論

観光再生：混雑ではなく賑わいを取り戻せるか

海外からの訪日客が急回復している。コロナ禍前に最大だった中国人客が制限された状況のもと、2022年10月の入国規制緩和以降半年あまりで、訪日客数が5月に2019年同月の68%、消費額は1～3月期に88%の水準にまで戻ってきた。円安効果に加えて、世界経済フォーラム(WEF)が旅行・観光開発(旧競争力)ランキングで日本を首位に選んだことも追い風になったと見られる。コロナ禍で深刻な打撃を受けた観光関連産業にとっては待ちに待った復調である。

一方で、危惧されるのが過剰な旅行者集中が引き起こす「オーバーツーリズム」の復活である。全国的な広がりまでは見られなかったものの、コロナ禍直前には京都など有名観光地の一部で交通機関の混雑や旅行者のマナー違反が顕在化し対策が進められてきた。3月に閣議決定された「新・観光立国推進基本計画(新・観光計画)」でも「持続可能な観光(サステナブルツーリズム)」を方針に掲げ、地域社会や住民への配慮を前面に打ち出す。果たして、オーバーツーリズムを回避しつつ、「住んでよし、訪れてよし」の持続可能な観光地域づくりは上手く行くのか、その鍵は何かを探ってみよう。

まず、インバウンドを含む旅行需要と宿泊業界の現況には好材料もあるが、課題点も浮かび上がる。

好材料の第一はインバウンド需要の伸長である。5月の訪日客数は中国が2019年同月の18%に止まる中で、韓国や台湾など近隣諸国以上にシンガポールやベトナム、カナダやアメリカ、ドイツなどがコロナ禍前を上回ってきた。円安メリットと滞在日数増で1人当たり支出が拡大、消費総額を押し上げている。

第二は宿泊業界の業績回復である。全国旅行支援に伴う日本人客の増勢もあり、延べ宿泊者数は4月に内外合算で2019年同月の94%にまで回復した。地域差はあるものの、宿泊業の売上高もコロナ禍前を上回り、桜の開花と重なった3月は129%にまで伸びている。

課題点の第一は地方誘客の後退である。1～3月期の外国人延べ宿泊者数は東京が2019年同期を13%上回る一方で、地方圏は▲48%に止まった。国際便の発着が羽田や関空など主要空港に集中していることが大きい。集中度指数も2019年対比で外国人は1.6倍、内外合算でも1.2倍に高まっている。

第二はオーバーツーリズムの再発懸念である。ホテル・旅館の客室数を見ると、意外にもコロナ禍前より増えている。2022年3月末で沖縄が1.3倍、京都・大阪・東京が1.2倍、全国平均でも1.1倍である。周辺の交通機関や観光施設の収容能力が増えていないと混雑を悪化させる誘因となろう。

WEFランキング首位も同様に手放しで喜べない点が残る。2019年の旧指標4位から2021年の新指標1位へのランクアップ要因の一つは、新指標で追加された「旅行・観光の持続可能性」が社会経済の耐性・回復力などで高評価を得たことである。但し、同じ持続可能性の中身でも、炭素排出量や自然保護など「環境面の持続可能性」および、旅行客や観光資源の集中など「オーバーツーリズムの圧力」は40位前後と低めの順位に止まる。特に、観光の地域偏重を指摘されていることを見落としてはならない。

こうした中、政府の新・観光計画はコロナ禍からの観光再興、コロナ禍前のオーバーツーリズム問題などを踏まえ、「量(人数・誘致)の拡大」から「質(単価・満足)の向上」に重点を移し、観光の持続可能性の確保を目指す方針転換を図った。数値目標はインバウンド消費5兆円や同単価20万円/人などを中心に

据え、訪日客数は2019年水準超えを目指すだけにトーンダウンさせている。他方、対策で先行する京都市は2020年度策定の「観光振興計画2025」から人数だけでなく消費額も数値目標から外し、目指す姿に市民生活と観光の調和、豊かさの実感を挙げる。これら観光計画は従来のプロモーションに偏った内容から、直近はマネジメントを強調する方向に変わりつつある。

現実のオーバーツーリズム対策はどうか。具体策は大きく①啓蒙・発信、②分散・分離、③規制・課金に分類できよう。まず啓蒙・発信策として、観光客向けマナー啓蒙のポスター掲示やパンフレット配布、動画配信は数多く見られ、住民向けの観光による経済効果の見える化も一部で始まった。京都市は観光行動基準を公表しモラルアップを目指す。他方、訪問客や消費額など実績レポートに加え、観光スポットへのライブカメラ設置やAI(人工知能)を使った混雑予測とウェブ発信なども広がりそうだ。

分散・分離策は、京都市が紅葉に対する「青もみじ」やオフシーズンの特別拝観で季節分散、朝食付き早朝ツアーや夜間ライトアップで時間分散、近隣観光地の紹介などで地域分散を図っている。また、京都市は観光と生活のバス系統分けや乗り場分離、鎌倉市もパーク&ライドや地域住民鉄道優先乗車の試行で分離を進め混雑緩和を狙う。

規制・課金策は、住民の反対運動が広がったバルセロナの地区ゾーニングと宿泊施設立地制限、割高な宿泊税適用のほか、同じくベネチアの宿泊施設建設原則禁止や訪問税徴収など海外が先行する。日本でも東京・大阪・京都で宿泊税を導入、富士山で保全協力金を任意徴収するほか、西表島を抱える竹富町(沖縄県)が入域制限や訪問税導入を検討中と報じられる。

いずれにしても、オーバーツーリズムにはすべての事例に当てはまる万能策はなく、各地域の特徴・実態に応じ考え得る最適な対策を組み合わせていくしかない。そこで重要になるのが、全体のマネジメント力である。観光庁とUNWTO(国連世界観光機関)駐日事務所が策定した、国際基準に準拠する「日本版持続可能な観光ガイドライン」でも社会経済・文化・環境のサステナビリティに先んじて、持続可能なマネジメントが冒頭に掲げられる。その鍵は①責任を負うマネジメント組織の明確化、②実態把握の徹底と計画・実行・評価・改善のプロセス確立、③行政・事業者・住民などステークホルダーの参画にある。

独自のガイドラインは実践できているのか。観光庁の調査結果では、観光計画・ビジョン等を策定した自治体は全体の44%、そのうち持続可能な観光をうたうのは64%である。策定に際する住民意見反映の割合は80%と高いものの、施策の結果評価とその活用は41%に止まる。観光先進国の実現に向けて、持続可能な観光マネジメントの浸透・強化を急がねばならない。

さらにその先を見通すと、もちろん「旅の恥はかき捨て」が増長するのは困りものだが、「郷に入っては郷に従え」も上から目線の押し付けに映る。本来必要なのは「地域に誇りを持った住民と愛着を感じる旅行者の相互信頼(心の交流)」であろう。短期間の滞在であっても、自然環境や文化遺産、風俗・行事などの観光資源を消費するだけでなく、それをお互い守り育てていく発想である。実際、地域住民との交流を深めた旅行者ほど、その地域に愛着を持ちリピーターになる確度が高まるという分析結果も得られている。こうした関係こそ最も貴重な「観光資源」なのではあるまいか。ポストコロナのインバウンド2.0はクールヘッド(冷静な頭脳)による観光マネジメントとウォームハート(温かい心)による相互信頼関係で臨みたい。

(専門理事 調査部 主管 井上 一幸)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく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、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。

コロナ禍の企業支援は何に使われたのか？

＜要旨＞

コロナ禍の企業収益を支えたのは主に営業外収益であり、雇用調整助成金や時短協力金などの企業向け支援が含まれる。2020～2021年度に平年時よりも上振れた営業外収益を企業向け支援とみなして規模別・業種別に整理すると、支援額は製造業が最も多いが、コロナ禍の売上消失分に対する補填率は飲食サービスが50%超と圧倒的に高い。飲食サービス内では中小・小規模企業に手厚く、支援の業種間・規模間格差が大きい。一方で、支援に関わらず対面サービスの雇用賃金では行動制限による悪影響が生じており、雇用賃金の維持という観点では企業向け支援はやや力不足であった。また、飲食サービスのバランスシートをみると、2021年度の資産規模が2019年比ほぼ倍増しており、ゼロゼロ融資による借入増も含め、必ずしもすべてが事業継続のために使われていない可能性も指摘できる。業種間・規模間格差にも鑑みると、支援の方法・対象選定の方法に改善余地がある。

1. はじめに

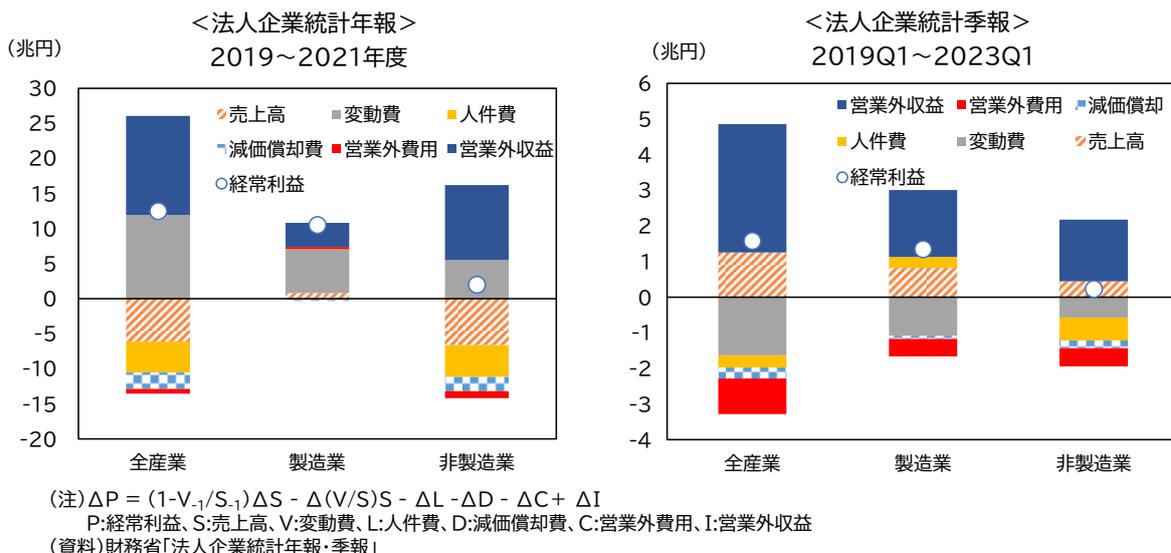
政府は中期的な課題解決に向けて、子ども・子育て政策の拡充や防衛力の強化などを発表する一方、財源の裏付けは今後の検討課題にとどめている。財政余力が限られる中、効率的な財政政策を目指す必要性が高まっており、これまでの財政運営の丁寧な評価と反省が欠かせない。本稿では、コロナ禍の巨額の財政支出の内、企業向け支援について、法人企業統計年報を用いて評価を試みる。

2. コロナ禍でも財政支援等を支えに企業収益は拡大

まずコロナ禍の企業収益動向を法人企業統計年報で確認する。2020年度には大規模な行動制限が導入されたことで大きく落ち込んだものの、翌2021年度にはプラスに転じた。経常利益（金融保険除く全規模全産業）の変動要因を①売上高、②変動費、③固定費（人件費、減価償却費、営業外費用）、④営業外収益に分解すると、2021年度時点でも2019年度と比べて売上高が主な下押し要因となる一方、変動費率の低下や、コロナ関連の企業向け支援が含まれる営業外収益の拡大が利益を押し上げていた（次頁図表1）。2021年度には世界的な供給制約等により交易条件が悪化していたが、コロナ禍で交際費や出張費が減少したことが変動費率の低下に寄与したとみている。製造・非製造業別にみると、製造業は欧米経済の回復が日本より先行したことで輸出の持ち直しが比較的早く、2021年度に売上が小幅なプラスに転じたという違いがあるが、その他利益押し上げ要因は全産業と同様に変動費率の低下と営業外収益の拡大であった。

なお、法人企業統計季報で直近2023年1～3月期の経常利益の対2019年1～3月期比をみると、ウクライナ危機後の資源価格高騰等を受け変動費率の上昇が利益を押し下げるも、売上がプラスとなったほか、2021年度までと同様に営業外収益が増益を支えていることが確認できる。

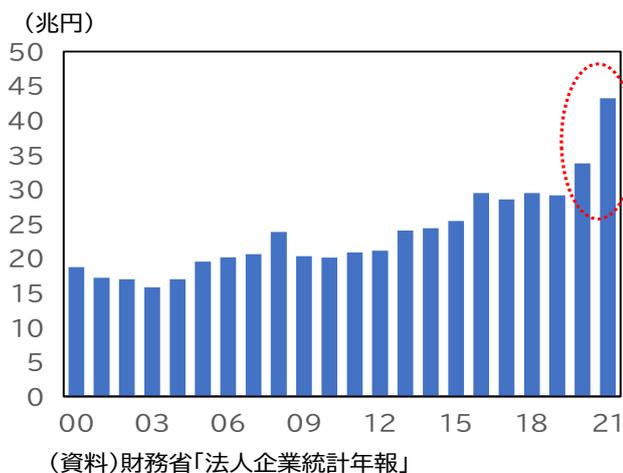
図表1 経常利益(金融・保険除く)の要因分解



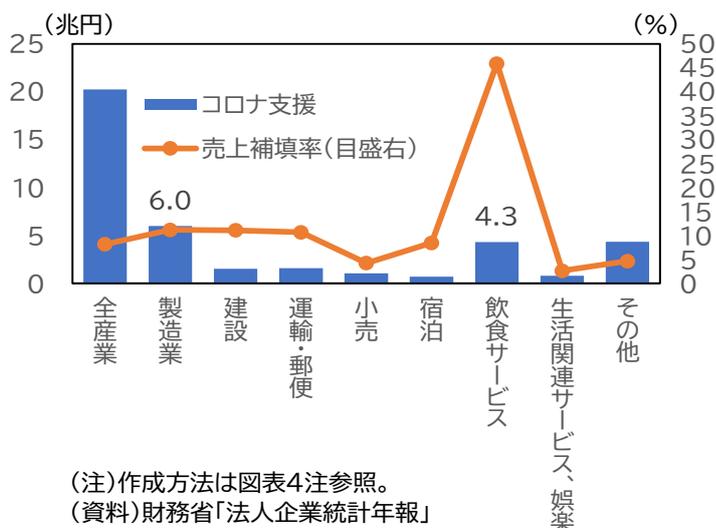
3. コロナ禍の企業支援

コロナ禍の企業収益を支えた営業外収益には、通常受取利息・配当金や、投資不動産賃貸料、証券売却・評価益、為替差益等が含まれる。雇用調整助成金や時短協力金、持続化給付金、家賃補助金といった企業向け支援策による補助金も営業外収益に該当するとみられる(詳しくは本文最後の脚注 2 を参照)。規模計・産業計の営業外収益は 2016～2019 年度まで横ばい圏で推移した後、2020～2021 年度にかけて顕著に拡大しており(図表 2)、この間の増分は概ねコロナ対策で企業が受け取った支援金規模を示すと考えられる。以下では、この営業外収益の平年時(コロナ前 3 年平均)¹の水準から上振れた額を企業向けのコロナ支援とみなし、規模別及び行動制限による影響が大きかった業種を中心に支援規模と影響について整理する。企業規模は、資本金 10 億円以上を大企業、1 億円以上 10 億円未満を中堅企業、1 千万円以上 1 億円未満を中小企業、1 千万円未満を小規模企業とした。

図表 2 営業外収益(金融保険除く全産業)



図表 3 業種別 コロナ禍の企業支援規模



¹ 製造業、建設業の営業外収益はコロナ前に拡大トレンド、教育・学習支援は同下降トレンドが窺われたが、コロナ禍で営業外活動が停滞したと仮定し、すべての業種について平年値として 2017～2019 年平均を用いた。

まず、規模計のコロナ支援額、及び平年時と比べたコロナ禍の売上落ち込み分(消失売上高)に対する補填率(売上補填率)を確認する(前頁図表3、図表4)。支援額では製造業が6.0兆円と最も多く、次いで飲食サービスが4.3兆円であるが、売上補填率では飲食サービスが約50%と圧倒的に高い。飲食サービスは、緊急事態宣言やまん延防止等重点措置等の実施に伴い時短協力金が支給されていたことが、他業種に比べて手厚い補填率につながった。一方、映画館・テーマパーク(娯楽)、百貨店(小売)等にも休業要請の協力金が支払われたが、時短協力金に比べて支援期間が限られていたことなどから、売上補填率は全産業平均を下回っている。小売は、在宅時間が増え食品・日用品店の需要が拡大し、支援対象とならなかった企業も少なくなかった。

図表4 企業向け支援の規模・影響

| | | 全産業 | 製造業 | 建設 | 運輸・郵便 | 小売 | 宿泊 | 飲食サービス | 生活関連サービス、娯楽 | その他 |
|-----------------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------------|-------|
| ①コロナ支援 (兆円) | 大企業 | 5.9 | 3.6 | 0.1 | 1.0 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 1.0 |
| | 中堅企業 | 0.9 | 0.6 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | -0.1 |
| | 中小企業 | 7.5 | 1.3 | 0.6 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 2.8 | 0.2 | 1.3 |
| | 小規模企業 | 5.9 | 0.5 | 0.8 | 0.1 | 0.5 | 0.1 | 1.3 | 0.6 | 2.1 |
| | 計 | 20.2 | 6.0 | 1.5 | 1.6 | 1.0 | 0.7 | 4.3 | 0.8 | 4.3 |
| ②消失売上高 (兆円) | 大企業 | -92.6 | -25.1 | -2.9 | -11.6 | -1.7 | -0.8 | -0.7 | -5.6 | -44.2 |
| | 中堅企業 | -36.1 | 4.7 | -1.0 | -3.3 | -9.5 | -1.9 | -1.3 | -5.0 | -18.8 |
| | 中小企業 | -99.0 | -29.7 | -8.7 | 1.2 | -13.4 | -5.4 | -5.0 | -18.4 | -19.5 |
| | 小規模企業 | -20.3 | -3.5 | -0.9 | -1.0 | 0.2 | -0.2 | -2.3 | -2.0 | -10.7 |
| | 計 | -248.0 | -53.5 | -13.6 | -14.7 | -24.4 | -8.2 | -9.4 | -30.9 | -93.3 |
| ③売上補填率 (%) | 大企業 | 6.4 | 14.5 | 3.7 | 8.3 | 5.0 | 6.4 | 12.5 | 0.3 | 2.2 |
| | 中堅企業 | 2.4 | - | -0.9 | 2.7 | 0.1 | 4.4 | 10.7 | 1.2 | -0.3 |
| | 中小企業 | 7.6 | 4.3 | 7.2 | - | 3.3 | 9.5 | 54.8 | 0.9 | 6.8 |
| | 小規模企業 | 29.2 | 14.7 | 85.6 | 10.1 | - | 33.2 | 57.6 | 28.7 | 19.6 |
| | 計 | 8.2 | 11.2 | 11.1 | 10.7 | 4.2 | 8.5 | 45.9 | 2.6 | 4.7 |
| ④人員数 (万人) | 大企業 | 747 | 299 | 39 | 70 | 95 | 4 | 17 | 10 | 213 |
| | 中堅企業 | 706 | 150 | 29 | 37 | 94 | 7 | 31 | 22 | 337 |
| | 中小企業 | 2,673 | 504 | 246 | 230 | 391 | 45 | 142 | 106 | 1,009 |
| | 小規模企業 | 1,032 | 112 | 188 | 44 | 152 | 10 | 75 | 78 | 374 |
| | 計 | 5,159 | 1,065 | 501 | 381 | 732 | 66 | 265 | 217 | 1,932 |
| ⑤人員当たり 支援額 (万円) | 大企業 | 79.2 | 121.5 | 28.1 | 136.7 | 8.9 | 118.9 | 54.5 | 14.0 | 45.9 |
| | 中堅企業 | 12.3 | 36.9 | -3.3 | 24.9 | 0.6 | 127.9 | 46.2 | 26.1 | -1.7 |
| | 中小企業 | 28.1 | 25.3 | 25.7 | 18.4 | 11.2 | 113.5 | 193.7 | 15.6 | 13.1 |
| | 小規模企業 | 57.3 | 45.5 | 41.3 | 22.1 | 33.1 | 49.1 | 176.5 | 72.4 | 56.1 |
| | 計 | 39.2 | 56.1 | 30.1 | 41.3 | 14.1 | 105.2 | 162.8 | 37.1 | 22.5 |
| ⑥雇用維持率 (19年度=100) | 大企業 | 98.1 | 98.6 | 100.8 | 99.7 | 97.0 | 105.6 | 101.0 | 66.4 | 99.0 |
| | 中堅企業 | 104.2 | 100.6 | 104.0 | 89.7 | 98.6 | 72.8 | 94.8 | 116.2 | 108.4 |
| | 中小企業 | 98.9 | 92.7 | 100.6 | 106.0 | 104.8 | 99.3 | 83.6 | 85.2 | 103.0 |
| | 小規模企業 | 95.6 | 93.7 | 98.4 | 100.5 | 96.6 | 65.2 | 83.4 | 91.3 | 99.2 |
| | 計 | 98.6 | 95.9 | 98.9 | 101.9 | 100.4 | 84.2 | 85.5 | 91.9 | 102.3 |
| ⑦賃金変化 (19年度比%) | 大企業 | -0.5 | 1.1 | 0.1 | -4.2 | -0.3 | -13.4 | -16.2 | -5.8 | -2.6 |
| | 中堅企業 | -0.2 | 2.2 | 6.8 | -2.0 | 5.5 | -3.5 | -14.1 | -11.8 | -2.6 |
| | 中小企業 | 4.1 | 6.4 | -4.0 | 4.4 | -4.0 | -14.4 | 11.2 | 11.7 | 5.6 |
| | 小規模企業 | 0.1 | 0.1 | -4.5 | -9.2 | -3.6 | 27.6 | 5.8 | -7.2 | 2.9 |
| | 計 | 2.0 | 3.4 | -0.2 | -2.0 | -1.0 | -3.8 | 5.5 | -3.0 | 1.8 |

(注)1. 「コロナ支援」「消失売上」は2020～21年度営業外収益(売上高)のコロナ前3年間平均からの上振れ(下振れ)分、「補填率」は消失売上(絶対額)に対するコロナ支援比率、「雇用維持率」は2020～21年平均役員・従業員数の2019年比。「賃金」は役員・従業員一人当たり人件費。

2. 「売上補填率」は消失売上高が生じていない(増収の場合「-」)と表示。

(資料)財務省「法人企業統計年報」

次に規模別にみると、小規模企業の売上補填率は総じて2桁と高く、また飲食サービスでは中小・小規模企業で補填率が50%超である一方、大・中堅企業では10%程度と同業種でも規模による格差が大きかった。時短協力金は、売上規模に関わらず1店舗あたり定額で支払われていた期間が長かったためである。2021年4月からは企業規模・売上規模に応じて1日当たり支給額が区別されたが、規模間の支援格差を是正するには程遠かったことが改めて確認できる。人員(役員・従業員数)一人当たりの支援額でみても、飲食サービスでは規模間格差が大きい。

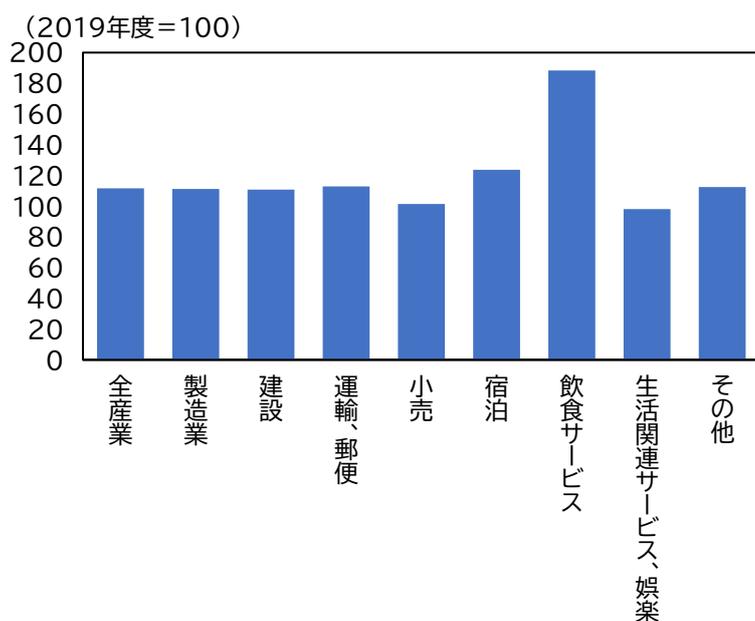
一方、小規模企業を除く小売、生活関連サービス・娯楽は売上補填率が低く、人員一人当たりの支援額も小さかった。また、宿泊、飲食サービス、生活関連サービス・娯楽といった対面サービスを主体とする業種では、コロナ禍の行動制限により雇用が大きく縮小しており、飲食サービスの中小・小規模企業への手厚い支援は雇用維持という観点では効果が薄かった。これら対面サービス業種では賃金(人員一人当たり人件費)の減少も目立っており、企業向け支援の規模に関わらず、行動制限による需要減が雇用賃金の悪化につながったと推察される。

4. 企業向けコロナ支援はどう使われたか？

上述の通り、企業向け支援は売上減少期の利益確保に寄与する一方、雇用賃金の維持にはやや力不足であった。とはいえ企業向け支援額の大部分は何らかの営業活動の補填に使われたとみられるが、使いきれなかった支援額はストックされることとなる。

業種別にコロナ禍の資産規模変化をみると、支援が手厚かった飲食サービスでは2019年度からほぼ倍増していたことが注目される(図表5)。飲食サービスのバランスシート変化をみると、資産の増加分は現預金として留保されたほか、土地やその他有形固定資産投資に回されたことが窺われる(図表6)。これ以上の詳細は不明であるが、土地と共に有形固定資産投資が行われている

図表5 資産規模(2021年度、規模計)



図表6 飲食サービスのバランスシート変化(2019~2021年度)

(単位:兆円)

| | |
|--------------|------|
| 資産増加 | 11.5 |
| 現金・預金 | 3.0 |
| その他流動資産 | 1.5 |
| 土地 | 2.5 |
| その他有形固定資産 | 3.1 |
| その他固定資産 | 1.5 |
| 流動負債 | 2.2 |
| 金融機関借入(固定負債) | 5.2 |
| その他固定負債 | 1.3 |
| 資本剰余金 | 2.1 |
| 利益剰余金 | 0.6 |
| その他純資産 | 0.1 |

(資料)財務省「法人企業統計年報」

ことから、新規店舗等の設備投資の可能性があるが、コロナ禍で飲食需要が落ち込む中で業容拡大が広く行われたとは考えにくい。従って、必ずしもすべてが事業継続に関わる活動に使われていない可能性も示唆される。なお、負債サイドでは長期金融機関借入金も5兆円超増加しており、支援額だけでなく、ゼロゼロ融資による資金調達が投資の資金源となっていたとみられる。

企業が経営判断として余剰資金を例えば不動産投資に回したとしても何ら問題はない。しかし飲食サービス内の規模間格差のほか、他業種と比べても支援の偏りが大きいものであったことに鑑みると、支援の方法・対象選定に改善の余地がある。少なくとも雇用賃金の維持のためには、企業向け支援を通して休業手当などを保障するよりも、政府から直接雇用者を支援する方が目的を達成しやすい。「支援しやすいところを支援する」体勢を改め「必要な対象に必要な規模の支援を届ける」ためには、マイナンバーカードの信頼性を高めて普及させることもプラスとなる。

また、本稿による営業外収益を用いた企業支援推計額は支援以外の要因による影響が含まれること²、規模別・業種別平均値であるため当然ながら中小・小規模企業であっても売上補填率が低いケースがあることなど実態把握には限界があることから、支援金がどのように使われたかを事後的に評価するための体制構築も必要である。

(調査部 チーフエコノミスト 大和 香織)

² その他、コロナ対策による企業向け支援が、営業外収益以外に計上されているケースもある点に留意が必要である。法人企業統計作成元の財務省によれば補助金関連は営業外収益に含まれるが、税制上、事業に関連して支給される助成金は事業所得(売上)等に区分される。特に時短協力金に関しては売上補償の性格が強く、売上に計上されている可能性がある。そのため、飲食サービスの企業支援について実態を正確に把握するためには、補助金の計上先が明確である個別企業の損益計算書の集計も含めて評価する必要がある。

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく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、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。

米銀破綻後の米国商業用不動産ローン

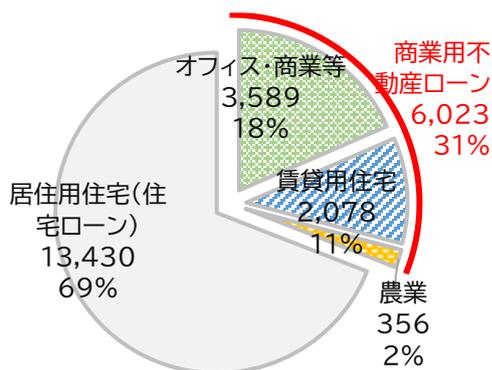
<要旨>

2023年3月に相次いだ米銀破綻を契機に、米国では中小銀行を中心に貸出態度が厳しくなり、中小銀行のウェイトが高い商業用不動産ローンでは新規貸出の抑制や既存ローンの借り換えが困難になるとの懸念が強まった。実際の商業用不動産ローン残高は、全体では5月末に2月末の水準を回復している一方で、賃貸用住宅向け残高は回復しておらず、「銀行融資担当者調査」でも賃貸用住宅向けの融資基準が急激に厳しくなっている。既にリモートワーク定着により需要低迷が懸念されていたオフィスなどと異なり、賃貸用住宅はコロナ禍での賃貸需要の増加が一服して2022年後半から価格調整に入り始めたタイミングに銀行破綻というショックが重なったためと考えられる。今後の賃貸用住宅については資金調達や投資を巡るリスクが顕在化する可能性を念頭に置く必要がある。

1. 米国商業用不動産ローンの市場構造と残高動向

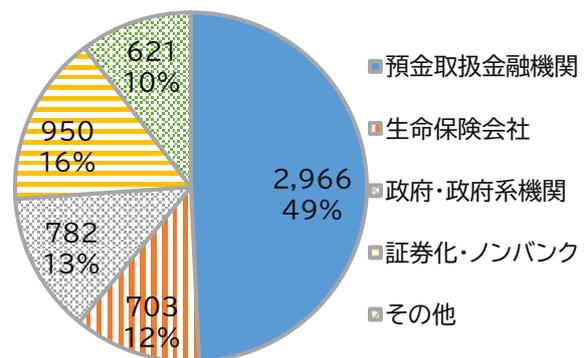
米国連邦準備制度理事会(FRB)の資金循環統計によると、2023年第1四半期の米国の不動産向けローン残高19.4兆ドルのうち、居住用住宅¹(住宅ローン)13.4兆ドルを除いた商業用不動産ローンは6.0兆ドルとなる。商業用不動産ローンを投資主体別でみると、「預金取扱金融機関」が3.0兆ドル、「生命保険会社」が0.7兆ドル、「政府・政府系機関」が0.78兆ドル、CMBSやノンバンクなどが含まれる「証券化・ノンバンク」が0.95兆ドルとなっており、「預金取扱金融機関」(主に銀行)が49%を占めている(図表1、2)。

図表1 不動産向けローン19.4兆ドル
(単位:10億米ドル、2023年第1四半期)



(資料)FRB

図表2 商業用不動産ローン6.0兆ドル
(単位:10億米ドル、2023年第1四半期)

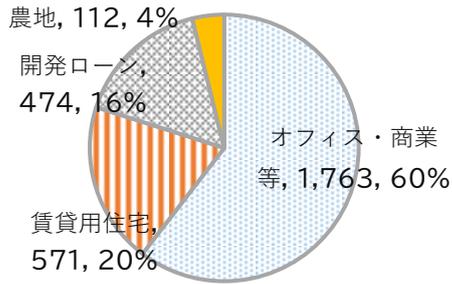


(資料)FRB

¹ 資金循環統計上の表記は One to four family residences、米国では4室以下は居住用住宅(住宅ローンの対象)、5室以上が賃貸用不動産(商業用不動産ローンの対象)に区分される。

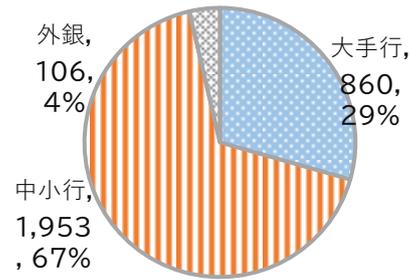
FRBによると、2023年5月末の預金取扱金融機関の商業用不動産ローン残高2.9兆ドルの用途別内訳は、「オフィス・商業等²」が60%、「賃貸用住宅」が20%、「開発ローン³」が16%、「農地」が4%となっている(図表3)。金融機関別では、大手行⁴が29%に対し中小行が67%を占めており、商業用不動産ローンでは中小行が主要プレイヤーといえる(図表4)。大手行は厳しい銀行規制から、特定のセクターに貸出を集中させないよう管理されているが、中小行は大手行ほど規制が厳しくなく不動産向けローンに偏りやすい傾向がある。

図表3 商業用不動産ローンの用途別内訳
(単位:10億米ドル、2023年5月末時点)



(資料)FRB

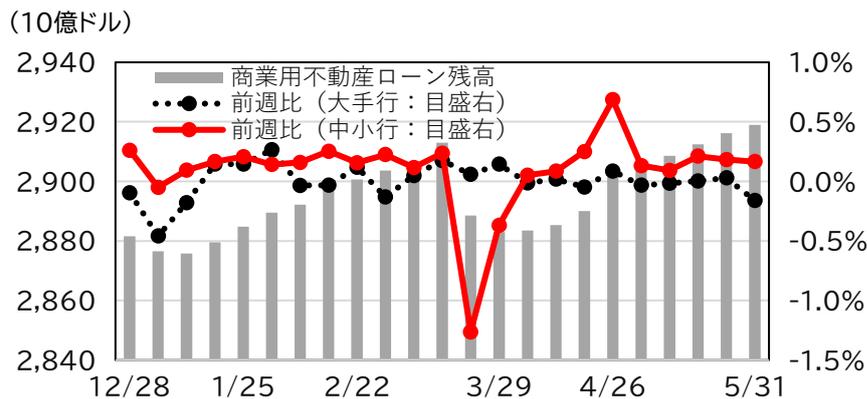
図表4 商業用不動産ローンの金融機関内訳
(単位:10億米ドル、2023年5月末時点)



(資料)FRB

商業用不動産ローン残高を週次データで確認すると、2023年3月10日のシリコンバレー銀行の破綻を受け、中小行を中心に信用不安が高まったことから、3月15日～22日に中小行は前週比▲1.3%減少した。大手行は同+0.2%と微増だったが、金融機関全体では同▲0.8%減少した(図表5)。減少の理由として、破綻処理⁵に伴う増減以外に、ファンドなどへの商業用不動産ローンの売却が増えたことも影響したと考えられる。

図表5 商業用不動産ローンの週次残高推移
(2023年1～5月)



(資料)FRB

² 「Nonfarm nonresidential」は「賃貸用住宅」「農地」以外の賃貸用不動産を指し、オフィス・商業・物流施設・ホテル等が含まれるが、本稿では「オフィス・商業等」として表記する。

³ 「Construction and land development loans」は用途を問わず開発案件に対するローン。

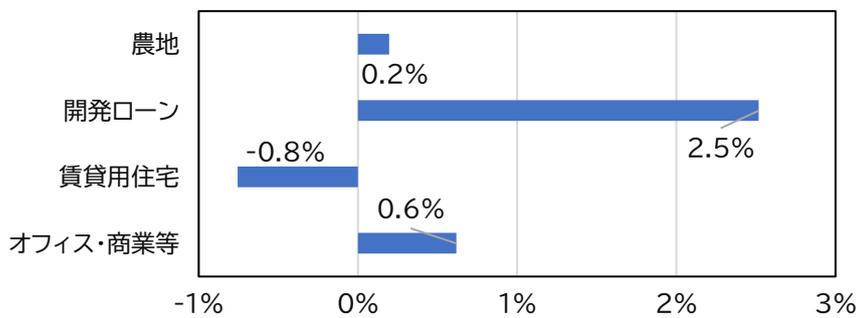
⁴ FRBでは大手25行とそれ以外の中小行に区分されている。

⁵ 破綻銀行のローン債権はFDIC管理下のブリッジバンクに移された後、4月以降に売却された。

その後、4月以降の中小行の残高は前週比で増加に転じ、5月末残高は2月末と比べ+0.8%の水準にある。大手行も2月末比+0.2%と増加していることから、金融機関全体では同+0.6%の水準にあり、一見すると信用不安による大幅な減少は回避されたように見える。

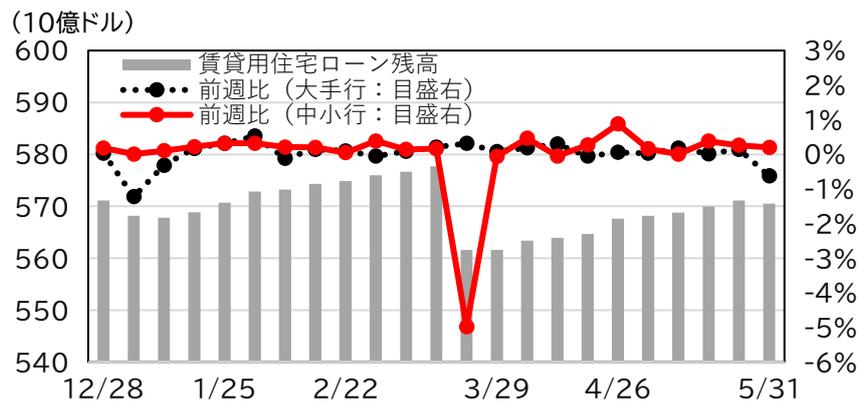
しかし、その内訳には差が生じている。5月末の用途別貸出残高を2月末と比べると、「オフィス・商業等」は+0.6%、「開発ローン」は+2.5%、「農地」は+0.2%と増えているのに対し、「賃貸用住宅」は▲0.8%と減少している(図表6)。「賃貸用住宅」の残高推移を確認すると、3月15日～22日に大手行は同+0.3%ながら、中小行は前週比▲5.0%と大きく減少し、金融機関全体も同▲2.8%と大幅に減少した。4月以降は中小行の「賃貸用住宅」の残高も前週比で増加しているが増加ペースは弱く、5月末残高は2月末比で▲1.9%低い水準にある(図表7)。

図表6 用途別貸出残高増減率
(2023年5月末の2月末比)



(資料)FRB

図表7 賃貸用住宅ローンの週次残高推移
(2023年1～5月)

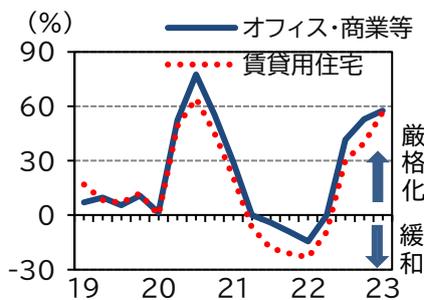


(資料)FRB

2. 銀行の貸出態度は一段と厳格化、特に賃貸用住宅向けが厳しくなっている

FRB が実施している「銀行融資担当者調査」によると、コロナ禍で一時厳しくなった銀行の貸出基準はその後の金融緩和環境下で緩和状況が続いていたが、利上げの本格化を受けて2022年半ば以降は再び厳格化に転じ、米銀破綻の影響も加わった2023年第1四半期(1~3月)は一段と厳格化が加速している。用途別で見ると、「オフィス・商業等」が57.6%と前四半期比+4.7ポイント上昇し、「賃貸用住宅」も56.7%と同+17.0ポイント上昇して「オフィス・商業等」にほぼ追いついた(図表8)。用途別・金融機関別で見ると、中小行の「賃貸用住宅」向けが36.4%から62.5%へ同+26.1ポイント上昇し特に厳しくなっている(図表9、10)。かねてから、リモートワークの普及によるオフィス需要減少に対する警戒感から、オフィス・商業向けの貸出態度は以前から厳しくなっていたのに続いて、賃貸用住宅に対する融資態度も厳格化したのが現状と言える。

図表8 銀行貸出基準
(金融機関全体)



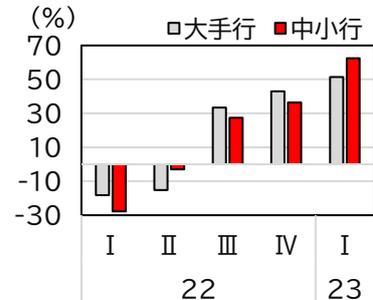
(資料)FRB

図表9 銀行貸出基準
(オフィス・商業等)



(資料)FRB

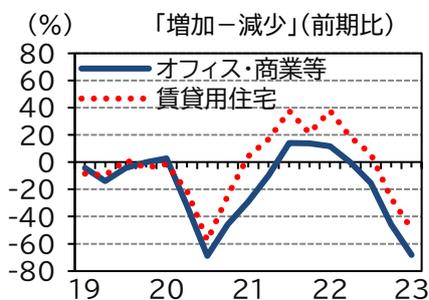
図表10 銀行貸出基準
(賃貸用住宅)



(資料)FRB

借入需要も2022年に入り減少傾向となっているが、2023年第1四半期は「オフィス・商業等」が▲68.2%、「賃貸用住宅」も▲49.3%と、一段と減少している(図表11)。用途別・金融機関別にみると、特に中小行の「賃貸用住宅」向けの借入需要が大きく減少している(図表12、13)。

図表11 借入需要
(金融機関全体)



(資料)FRB

図表12 借入需要
(オフィス・商業等)



(資料)FRB

図表13 借入需要
(賃貸用住宅)



(資料)FRB

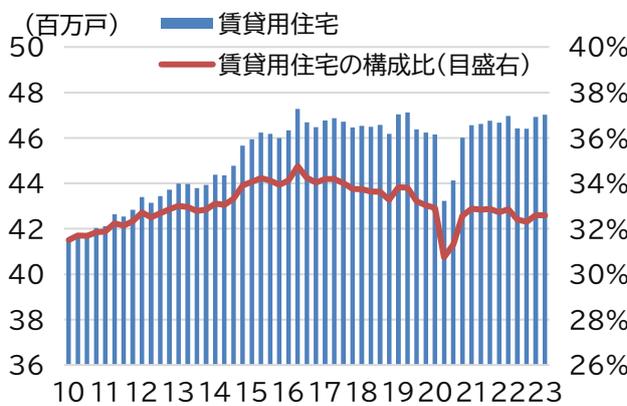
3. 賃貸用住宅の需給バランスは悪化しており価格も下落している

賃貸用住宅に対する融資基準の厳格化や借入需要減少の要因を分析するべく、まずは賃貸用住宅市場の動向を確認する。

米国国政調査局(U.S. Census Bureau)によると、2023年第1四半期の賃貸用住宅ストックは47.0百万戸で全米の住宅ストック144.3百万戸のうち33%を占める(図表14)。

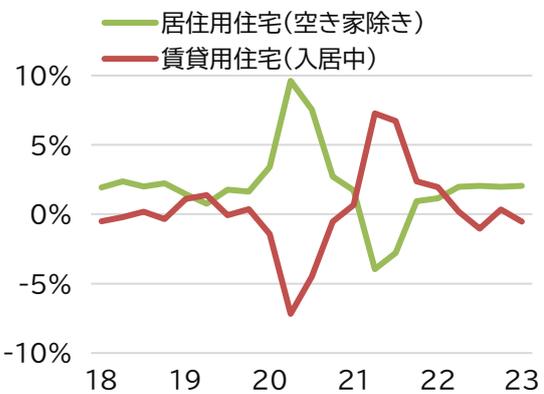
次いで最近の需要動向を振り返ると、コロナ禍で居住用住宅の取得需要が増加した後に、賃貸用住宅の賃貸需要が増えるという2つの波があった。コロナ禍でのリモートワーク増加を受けて、初めは郊外で間取りの多い住宅を求め居住用住宅が急増したが、供給制約や資材価格上昇により居住用住宅の取得需要が鈍化し、コロナ収束後の経済正常化に伴う都心部への回帰もあって、都心部の賃貸用住宅を借りたいという需要にシフトしたことを反映した動きである(図表15)。

図表14 賃貸用住宅戸数



(資料)U.S. Census Bureau

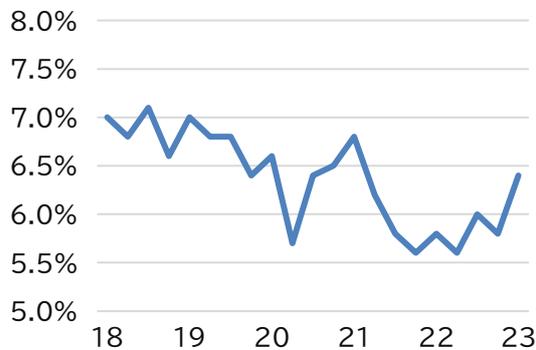
図表15 需要戸数変化率(前年同期比)



(資料)U.S. Census Bureau

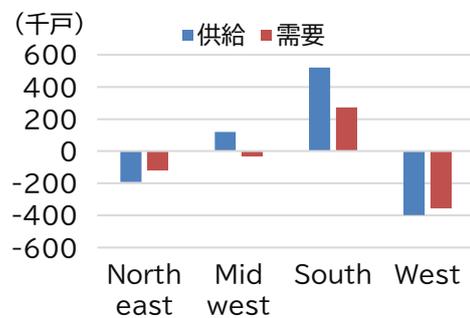
斯様な需要動向の下で、賃貸用住宅の空室率も2021年以降低下していたが、供給が増えたことで足元は上昇に転じており(図表16)、どの地域においても需給バランスは悪化している(図表17)。

図表16 賃貸用住宅の空室率



(資料)U.S. Census Bureau

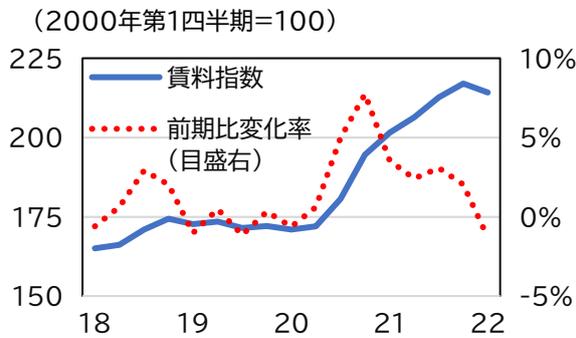
図表17 地域別の需給動向 (2023年第1四半期:前年同期比)



(資料)U.S. Census Bureau

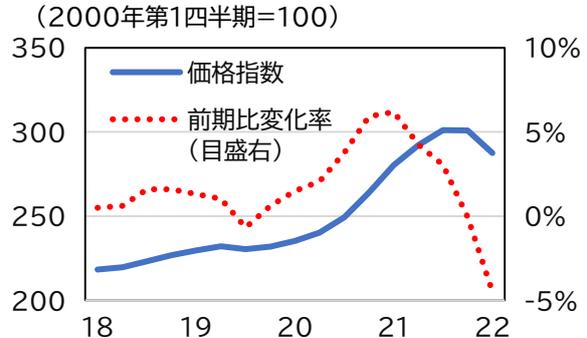
連邦住宅金融抵当公社⁶ (Freddie Mac)が公表する賃貸用住宅のデータによると、賃料指数及び価格指数も利上げが本格化した2022年半ば以降は急速に鈍化しており、2022年第4四半期は賃料・価格指数ともに前期比で下落している(図表18、19)。都市別の価格指数も、2022年第4四半期は全ての都市で下落している(図表20)。

図表18 全米賃貸用住宅賃料指数



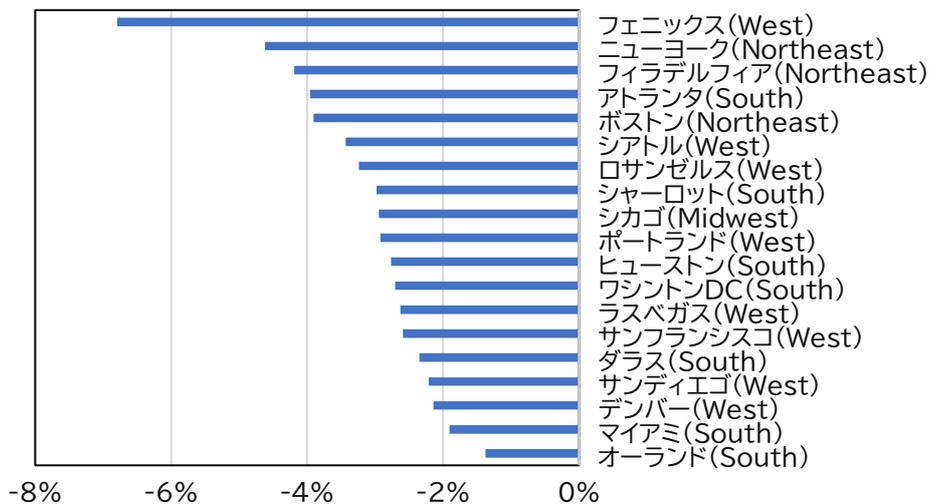
(資料)Freddie Mac

図表19 全米賃貸用住宅価格指数



(資料)Freddie Mac

図表20 都市別賃貸用住宅価格指数変化率(前四半期比)



(資料)Freddie Mac

信用不安が完全に払拭しきれていない状況で、賃貸住宅の需給バランスが悪化して価格も下落していることを踏まえると「賃貸用住宅」向けローンに対する融資基準は厳しい状況が続くと考えられる。資金調達環境が厳しくなることが売上の減少を招き、価格下落がさらに進むことも懸念される。商業用不動産向け全体の貸出額は銀行破綻前の水準を回復しているが、回復が弱い賃貸用住宅については資金調達や投資を巡るリスクが顕在化する可能性を念頭に置く必要がある。

(調査部 不動産調査チーム長 神谷 潤)

⁶ 1970年に米議会の認可より設立された住宅ローンの買い取りや証券化を実施する機関。

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく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、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。

コロナ特需に翻弄されるメモリ半導体

<要旨>

半導体は、様々な製品に使用される重要なデバイスである。中でもパソコンやスマートフォンなどの電子端末に使用されるメモリ半導体は、2020年に生じた新型コロナウイルス流行下での特需やサプライチェーンの寸断が重なり、世界的な不足に陥った。しかし、2022年7月以降、前年対比での販売額がマイナスに転じ、2023年1月にはリーマンショックを含む2008年以降で最大の下落幅となった。

この背景には、需要面では新型コロナウイルスによってもたらされた特需の反動減と、供給面では、将来有望なデバイスとしての期待感と世界各国の半導体産業強化策も加わった生産能力の急拡大が重なったことがある。その結果、過去に比べると、需要減少局面では在庫が積み上がりやすくなり、足許の大幅なメモリ半導体の販売額減少に繋がったものと見ている。

メモリ半導体は、長期的な成長が期待される製品だが、急拡大した生産能力に鑑み、しばらくは需給バランスが悪化しやすい環境が続くと見ている。

1. 半導体の市場動向

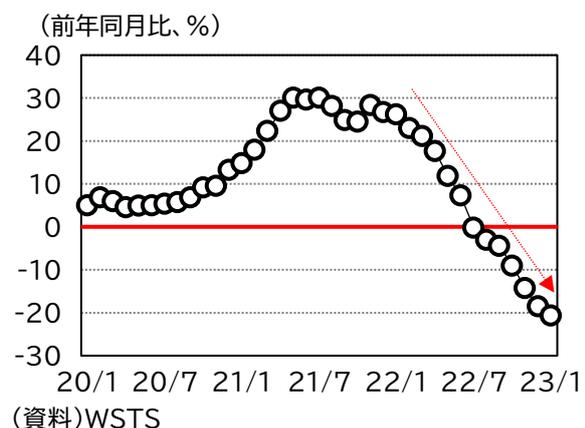
半導体は、今日において様々な製品に使用され、半導体なくしては日常生活に支障をきたすほど、重要なデバイスとなっている。図表1は、半導体全体の販売額の推移であり、2009年から2022年にかけて増減を繰り返しながらも右肩上がり、かつハイペースで伸びていることが良く分かる。

最近の動向をみると、2020年に新型コロナウイルスが流行した際、リモートワーク用のパソコンやその他電子端末、巣籠用の電機製品などの需要が増加し、半導体不足までも取り沙汰される事態となった。しかし、2022年下期以降はそれが一転し、販売額は前年同期を大きく下回っている(図表2)。

図表1 半導体全体の販売額 年次推移



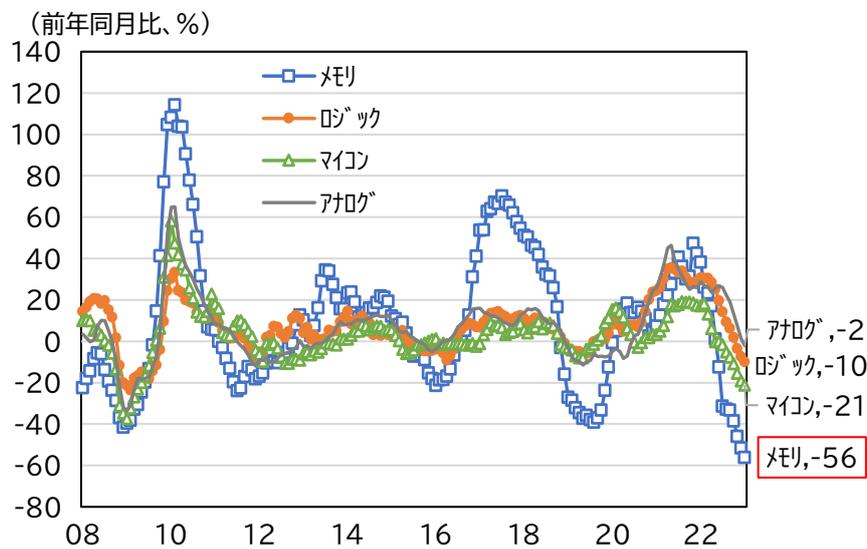
図表2 半導体全体の販売額 月次推移



ひと口に半導体と言っても、機能や用途に応じて種類が分かれる。データの記憶をメインとするメモリ半導体、論理演算機能を持つロジック半導体、連続的な電気(アナログ)信号を処理するアナログ半導体、電子機器の制御を担うマイコン半導体などが主なものである。

メモリ半導体は、性質上パソコンやスマートフォン、データセンター向けなどに多く使用されており、その他の種類の半導体と同じく、新型コロナウイルスの流行下で需要が急増した。しかし、足許では、他の種類の半導体に比べて販売額のマイナス幅が最も大きく、しかも2023年1月の前年同月比の減少幅▲56%は、リーマンショックを含む2008年以降で最大の下落幅である(図表3)。半導体の需要は年々拡大しているにもかかわらず、その中で代表的な製品と言えるメモリ半導体の落ち込みが突出しているのは何故か、本稿ではこの点に着目し、同製品の需要と供給の2つの面から主要因を探ったうえで、今後の動きを考察した。

図表3 半導体種類別販売額 月次推移



(資料)WSTS

2. メモリ半導体の市場動向

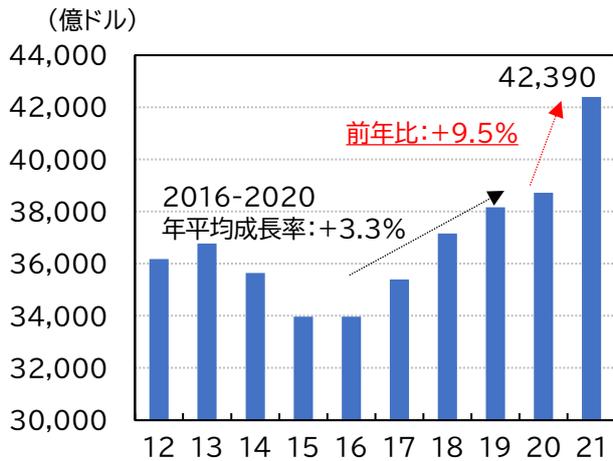
(1) 需要 (新型コロナウイルス流行による特需)

周知の通り、新型コロナウイルスの流行は、リモートワークの導入やデータシステムの拡張などを通じて、メモリ半導体の用途先製品の需要を急拡大させた。具体例をあげると、2020年から2021年にかけて、データセンター投資額は前年比+20.7%、パソコン需要台数は同+8.3%、スマートフォン販売台数は同+3.9%とそれぞれ増加した。

世界 ICT 投資額¹(次頁図表4)をみると、2021年にICT投資は急増したことが見て取れる。世界のICT投資額は、元々2016年を底に増加傾向(2016年～2020年:年平均成長率+3.3%)となっていたところ、2021年は前年比+9.5%と2桁に迫る急伸となった。個別の市場では、データセンター投資額は、コロナ発生直後こそ投資抑制や半導体不足の影響を受けたものの、その後は2020年の落ち込みをすぐに取り戻す水準に回復している(次頁図表5)。

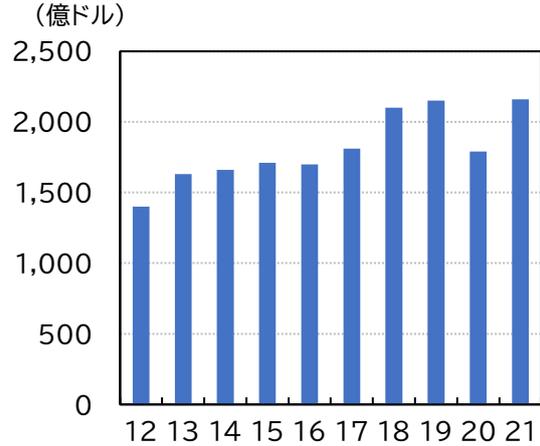
¹ パソコン及びスマートフォン、データセンター、ソフトウェアなどの幅広いIT関係の投資を示す。

図表 4 世界 ICT 投資額



(資料)総務省

図表 5 世界データセンター投資額

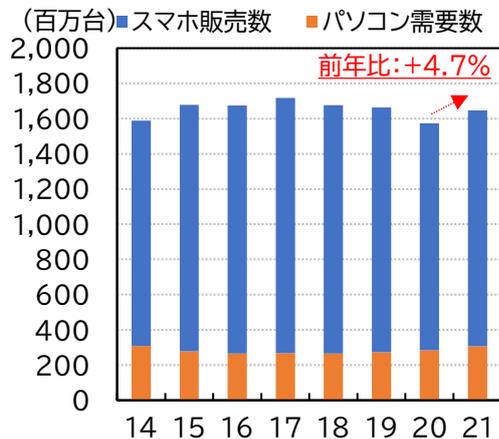


(資料)総務省

ICT 関係で、特徴的な動きとなったのは、世界のパソコン及びスマートフォンの市場動向である。図表 6 をみると、パソコン需要数とスマートフォン販売数の合計は、2020 年まで逡減傾向にあったものが、コロナ禍の需要で 2021 年は一転して増加に転じている。

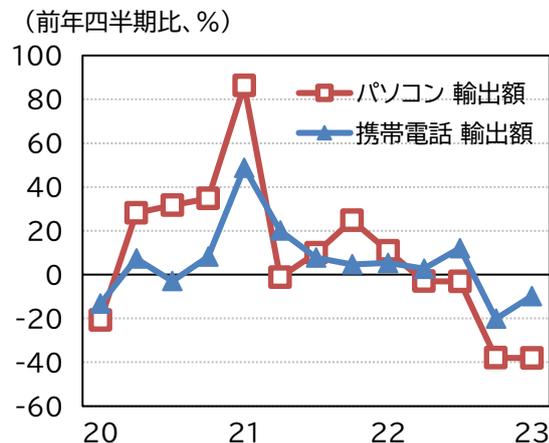
しかし、その増加は一時的なものに留まった。パソコンと携帯電話(スマートフォンを含む)の最大輸出国である中国の輸出額推移(図表 7)をみると、2022 年第 4 四半期から大幅に減少しており、コロナ禍で強まった需要の反動で落ち込んでいることが見て取れる。

図表 6 世界パソコン・スマートフォンの市場動向



(資料) 中日社「電子機器年鑑」、総務省

図表 7 中国のパソコン・携帯電話の輸出額推移



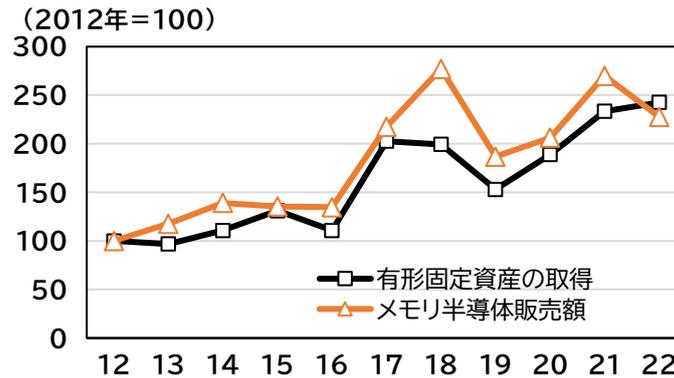
(資料)CEIC

これらのデータから分かるのは、新型コロナウイルスの流行で人々の行動が大きく変わった中で、デジタルやオンラインの活用が加速し、メモリ半導体が多く使用される IT 関連市場に特需が生じたということである。更に言うと、新型コロナウイルスによってもたらされた一時的な需要の伸びに対する反動減が足許で生じており、需給調整は特需分だけ長く、かつ大きくなる可能性がある。

(2) 供給（半導体不足から一転在庫急増へ）

次に、メモリ半導体の供給環境をみると、過去10年間での変化の一つとして、メモリ半導体を製造する主要企業²の設備投資拡大をあげることができる。メモリ半導体市場は、グローバル上位企業が寡占しているため、主要企業の設備投資動向は、供給環境のひとつの物差しとしてとらえることができる。図表8は、設備投資動向を推察するデータとして、主要企業の有形固定資産の取得³とメモリ半導体の販売額推移を示したものである。

図表8 メモリ半導体の主要企業の有形固定資産取得と同製品の販売額推移



(資料)WSTS、各社 HP

これをみると、2017年以降はメモリ半導体の販売額と投資規模の水準が大幅に切りあがったことが分かる。2017年頃は、世界のデータセンター投資額が増加し始めたタイミングで、世界のICT投資額も同時期から増加傾向にあるため、メモリ半導体の需要拡大を見越して生産能力を拡大したといえる(前掲図表4、5)。

一方、2021年から2022年にかけては、メモリ半導体販売額が2017～2018年の水準程度に留まるなか、2年連続で2012年の2倍を超える、過去最大規模の投資を行っている。この背景には、新型コロナウイルスに伴う特需が当面維持されるという期待が高まったことに加えて、半導体不足に危機感を抱いた多くの国が、競って半導体生産能力増強を志向した産業政策に舵を切ったことが影響していると考えられる(図表9)。

図表9 主要国の半導体政策

| 国 | 施策概要 |
|----|--|
| 米国 | CHIPSおよび科学法の成立。半導体関連(半導体及び関連材料、装置)のための設備投資などへの補助基金(5年で390億ドル(約5.3兆円))やR&D基金(5年で110億ドル(約1.5兆円))、半導体製造・装置の設備投資に対する25%の減税などを措置する。 |
| 日本 | 先端半導体の国内生産拠点の確保や、次世代情報通信システム基盤強化などを含む半導体産業の強靱化に向けて、合計1.3兆円(2022年度第2次補正予算)を計上する。 |
| 中国 | 国家集積回路産業投資基金を設置し、半導体関連技術投資(5兆円強)を計画する。加えて、地方政府で計5兆円を超える半導体産業向けの基金が設立されている。 |
| 欧州 | 半導体の欧州域内の生産拡大や研究開発強化を図る「欧州半導体法案」を発表。2030年までに計430億ユーロ(約6.2兆円)規模の官民投資を計画する。 |
| 韓国 | 「半導体超強大国達成戦略」を発表。インフラ支援、規制緩和、税制支援などにより、2026年までに340兆ウォン以上(約35.7兆円以上)の投資を計画する。 |

(資料)経済産業省

² 主要企業とは、Samsung Electronics、Western Digital、Micron Technology、SK Hynixを指す。

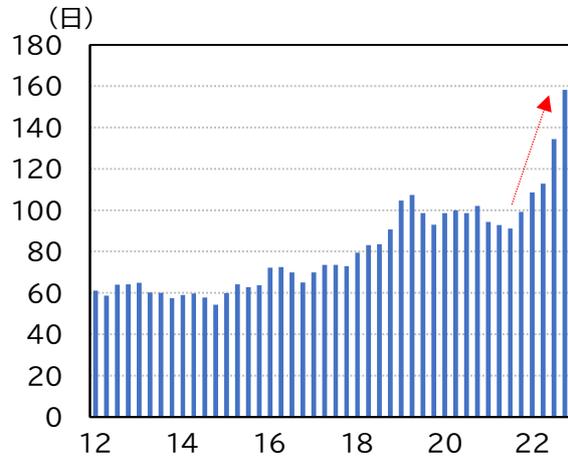
³ 各社の四半期実績を集計。Micron Technologyは、有形固定資産の取得が未開示かつ決算期が11月のため、投資キャッシュフローの12月～11月の12ヶ月で代用している。

こうして生産能力を拡大した企業には、投資資金を回収するために、可能な限り生産稼働率を維持するインセンティブが働きやすい。結果、メモリ半導体の需要が減少した後も、生産量を削減しにくい状況が生じていると推察される。

こうした推察を裏付けるのが、足元で起こっている在庫の増加である。前述したように、2020年に新型コロナウイルスが流行すると、リモートワーク用のパソコンなどの需要が高まり、一時は半導体が不足する事態となった。

しかし、その後のメモリ半導体を製造する主要企業の在庫回転期間⁴をみると、2022年12月時点で160日に迫る水準まで急激に指標が悪化しており、一転して余剰となっている(図表10)。

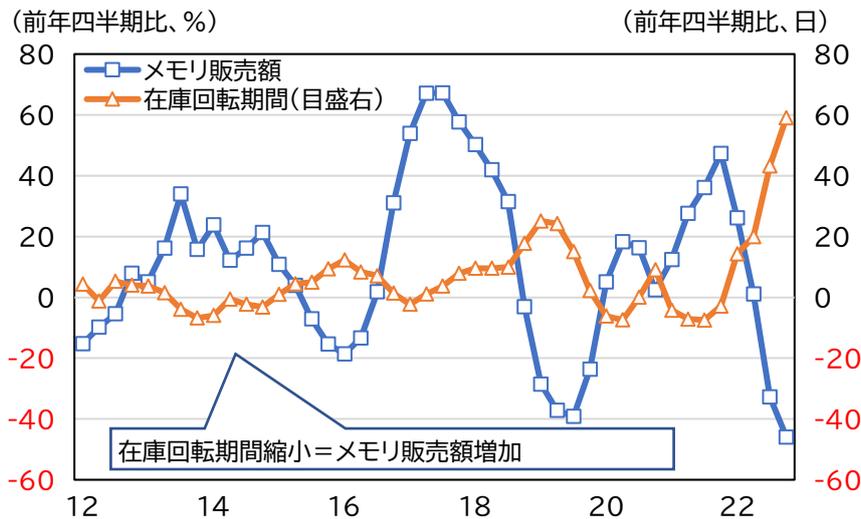
図表10 主要企業の在庫回転期間



(資料)各社 HP

このようなメモリ半導体の需給バランス悪化と、販売額との関係を確認する。図表11は、2012年以降のメモリ半導体の販売額と、メモリ半導体を製造する主要企業の在庫回転期間の日数変化を見たものである。これをみると、2つの指標はほぼ逆向きに連動しており、供給力が強化された2017年以降はメモリ半導体販売額の増減幅が大きくなっている。加えて、足許の主要企業の在庫回転期間は過去10年で最長となり、それを受けた販売額のマイナスも最も大きくなっている。

図表11 メモリ販売額と主要企業の在庫回転期間



(資料)WSTS、各社 HP

⁴ 各社の四半期実績の平均日数。Micron Technology は決算期が11月のため、2月・5月・8月11月をそれぞれ1Q・2Q・3Q・4Qとして算出している。図表11の在庫回転期間も同様。

3. まとめ

メモリ半導体は、データの記録に必要不可欠なデバイスとして、引き続き重要な製品であるとの位置付けに変わりはない。世界 ICT 投資額やデータセンター投資額は、市場拡大のトレンドにあり、メモリ半導体も長期的な成長が期待される。

ただし、これまでみてきたように、新型コロナウイルスによってもたらされたメモリ半導体の特需の反動が出るのと同時に、供給能力はコロナ禍に発生した半導体不足や世界各国の半導体施策を背景に急速に拡大したことで、需給バランスは大幅に悪化している。更に、前掲図表 9 で見たような各国の半導体生産能力増強の方針を受けて、メモリ半導体を製造する主要企業も 2024 年以降の工場稼働を目指した投資計画を公表するなど、将来的な需要拡大を見込んで設備投資を強化しているとみられる。これら複数の条件に鑑みると、この先しばらくはメモリ半導体の需給バランスは悪化しやすい環境が続くと見ている。

(調査部 産業調査 1 チーム 山上 隼人)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく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、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。