みずほインサイト | 米 州 | 2024 年 7 月 18 日

米国経済の二極化～企業編～
ソフトランディングへの狭き道

調査部経済調査チーム
主任エコノミスト
白井 斗京
080-1069-5062
tokio.shirai@mizuho-rt.co.jp

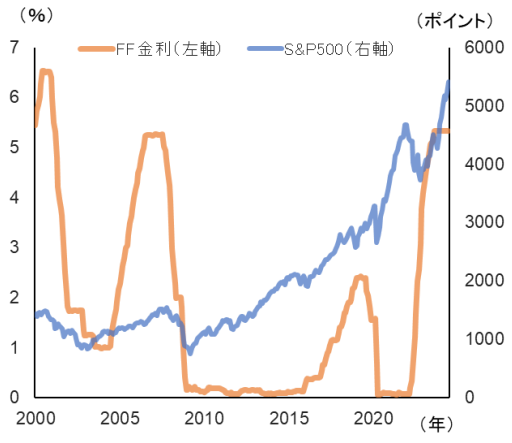
○一見好調に見える米国企業セクターだが、企業規模別にみると、大手テック企業を中心とする上位企業の強さが、その他企業の減速を覆い隠している
○上位企業は、DXの進展を追い風とした好調な収益、債務負担の軽さ、多額の有利子資産がもたらす受取利息により、高金利環境でも業績好調を維持している
○しかし、雇用の大半を担う中小企業への下押し効果は着実に表れている。米国経済はソフトランディングへ向かうと予測しているが、中小企業の雇用急減により景気後退に陥るリスクは残存

１．利上げにも関わらず堅調な米国企業部門

FRB（米連邦準備制度理事会）は、インフレ率を安定させるため、政策金利を約20年ぶりの高水準に保っている（図表1）。一方、高金利にもかかわらず、米国の株価は好調である。代表的な株価指数であるS&P500は、2024年に入ってから史上最高値を30回以上更新（終値ベース）した。

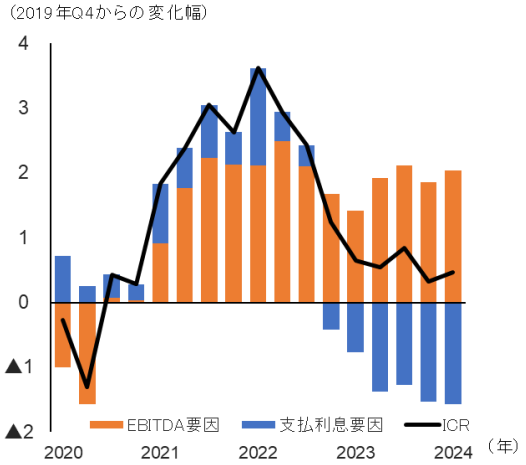
高金利の企業業績への影響をみるため、企業収益と支払利息の比率であるインタレストカバレッジレシオ[1]（以下、ICR）を確認してみよう。金利上昇に伴って増加した支払利息はICRを押し下げる方向に働いているものの、利益の増加による押し上げ効果がそれを上回り、差し引きでみると企業（Osiris

図表 1　株価と FF 金利



（出所）　Haverより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 2　米国企業の ICR（利益、利息別）



（注）　Osirisから取得可能な1,974社のデータで作成。金融・エネルギー業を除く
（出所）Osirisより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

データベースで取得可能な1,974社）のICRは、コロナ前の2019年末水準に比べてむしろ改善している（図表2）。

２．利上げの影響を受けない上位企業、じわり影響を受けるその他企業

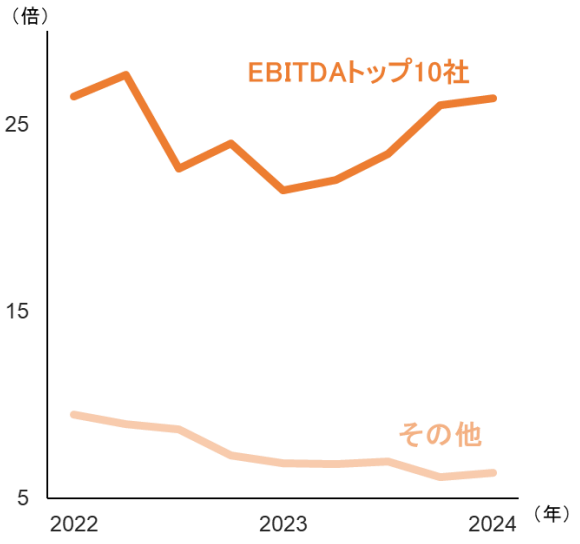
しかしながら、支払利息の増加を打ち返すだけの強い収益を上げている企業はごく一部であり、多くの企業にとって、利払い負担は着実に増加している。

ICRを企業規模別にみると、GAFAM（Google, Amazon, Facebook[2], Apple, Microsoft）と呼ばれる大手テック企業を中心とした上位10社（EBITDA（利払い前・減価償却前・税引き前利益）トップ10社）では元々ICRの水準が高いうえに、政策金利が高止まりする2023年半ば以降、ICRがむしろ改善していることが分かる（図表3）。一方で、この10社を除くその他多くの企業では、利上げ開始以降ICRが緩やかに低下し続けている。

上位企業のICRが改善している理由は、ICRの分子である利益と、分母である支払利息の両方に存在する。利益については、図表4に示した通り、2023年後半以降、サンプル企業全体の増益分のほとんどを上位企業で説明できるほど、堅調である[3]。コロナ禍以降に強まったDX（デジタルトランスフォーメーション）の流れを受け、クラウドや生成AIへの需要は根強く、これらの市場で大きなプレゼンスを誇る大手テック企業の増益要因となっている。一方、その他企業群については、2023年後半は前年比減益、2024年1～3月期は増益に転じたものの、上位10社に比べると見劣りする。その他企業群の中でもばらつきは大きいものの、総じてみれば、ベージュブックで指摘されているように[4]、長期化するインフレが仕入れコストや人件費の負担増加につながり、利益を圧迫する要因になっているものとみられる。

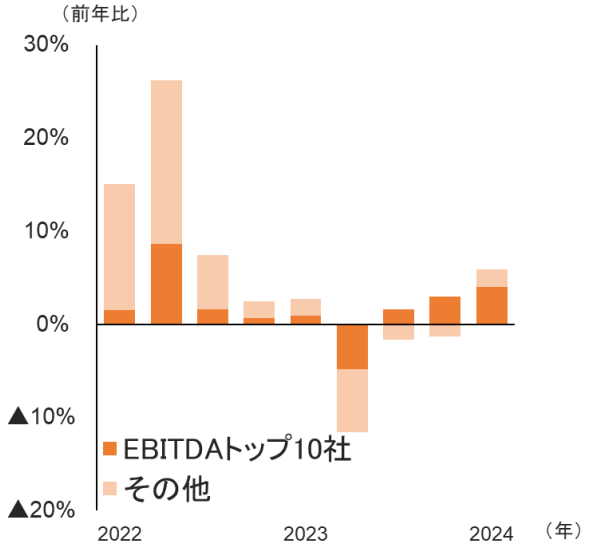
支払利息については、企業の財務構造の違いが上位企業とその他企業の差につながっている。図表

図表 3　企業規模別ICR



（注）　図表2と同じサンプルから作成
EBITDAは利払い前・減価償却前・税引き前利益
（出所）Osirisより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 4　トップ企業の利益寄与



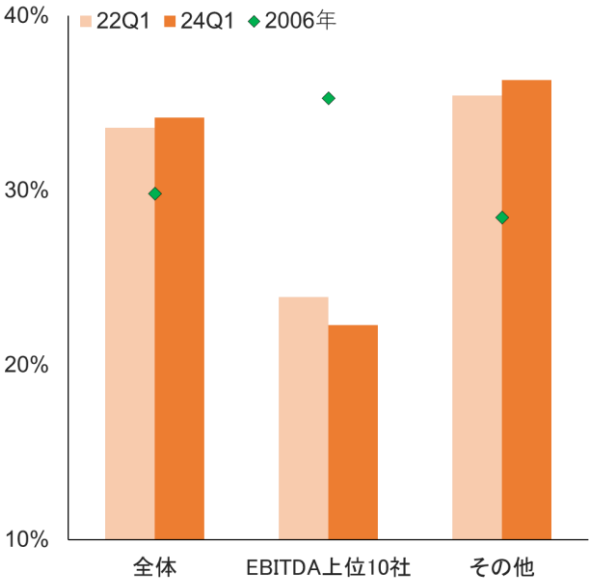
（注）　図表2と同じサンプルから作成
（出所）Osirisより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

5は、それぞれの借入依存度（有利子負債が総資産に占める割合）を示したものである。これを見ると、上位企業の借入依存度は、2006年当時のEBITDAトップ10社や、現在のその他企業と比較して、小さいことが分かる。大手テック企業のビジネスモデルであるプラットフォームビジネスは、Anton(2017)やFrederic(2019)でも述べられているように、ネットワーク外部性[5]とデジタル技術による業容拡大の容易さから、一部の大企業に独占的な利益をもたらす傾向がある。この多額の利益によって設備投資や研究開発が賄われるため、総資産が増える中でも有利子負債が増えづらくなっていると考えられる[6]。

さらに、支払利息から受取利息を差し引いた純支払利息で見ると、上位企業とその他企業への利上げの影響の違いは一層鮮明になる。図表6は、利上げ前の2022年第1四半期と比較した純支払利息の変化を示したものである。その他企業では利上げに伴う支払利息の増加から、純支払利息は右肩上がりに増加している一方で、上位企業では受取利息の増加が支払利息の増加を上回り、純支払利息はむしろ減っている。上位企業は、その強い収益力から創出される現預金を、国債・社債・MMF（マネー・マーケット・ファンド）のような金利の高い商品で運用することで、巧みに利上げから恩恵を受けているのである。

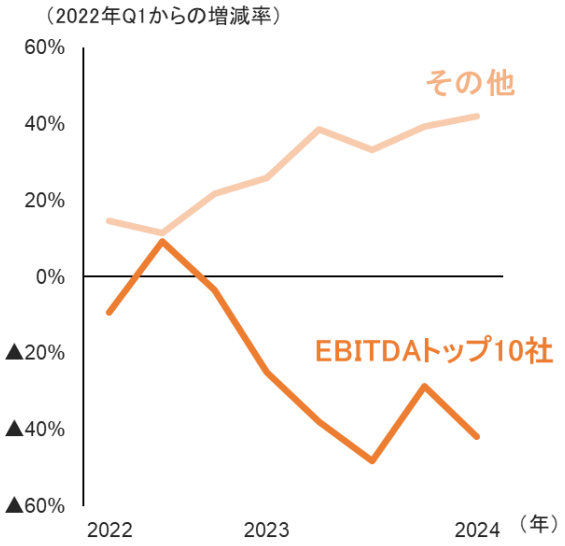
本節をまとめると、米国企業全体としては利上げにも関わらず業績好調に見えるが、内訳を確認すると、一部のトップ企業がけん引する姿になっており、その他の企業では利払い負担の増加、利益減速という形で利上げの影響が表れ始めている。一部の超優良巨大企業の業績好調が株価をけん引する一方で、その他の一般的な企業は利上げの影響を受けて業績が伸び悩む形での二極化が進行しているのが現状と言える。もっとも、現時点では、その他企業についてもICRや業績の大幅な悪化に直面しているわけではない。

図表 5　企業規模別の借入依存度



（注1）　図表2のサンプルのうち、データが取得可能な1,759社から作成
（注2）　借入依存度＝有利子負債÷総資産
（出所）Osirisより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 6　企業規模別の純支払利息



（注）　図表2と同じサンプルから作成
（出所）Osirisより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

３．2024 年後半の米国経済は減速する見通し。景気後退シナリオも捨てきれず

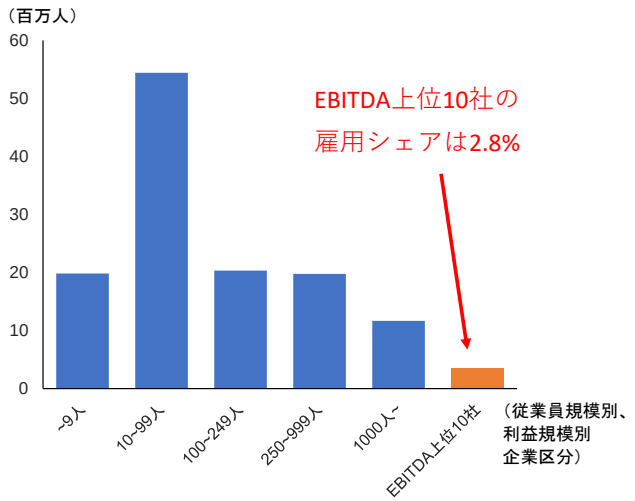
一部の大企業の強さは、全体の収益や株価を押し上げることは出来ても、雇用を支える度合いは限られるため、先行きは景気減速が見込まれる。

米国企業と言えば、世界中に展開するグローバル企業をイメージするが、当然ながら現実には中小企業のウェイトは大きい。2021年時点で米国企業は約630万社あるが、そのうち従業員20人以下の企業が9割を占めている。また、図表7の通り、労働者の多くは従業員数が100人に満たない企業に雇用されており、EBITDA上位10社が雇用に占めるシェアはわずか2.8%である。前節まで見てきた通り、株価や企業収益の面では上位企業がけん引しているが、上位企業がどれだけ好調でも、米国全体の雇用を支えることはできない。

図表8は企業規模別に求人数の推移を示したものである。大企業（従業員規模5,000人以上、EBITDA上位10社も含まれる）の求人はコロナ禍前（2019年）と比較して高水準での推移が続いている一方、従業員数5,000人未満の企業は2019年の水準近くまで減少している。利払い増加の影響などから業績拡大にブレーキがかかる中で、コロナ禍以降の人手不足はほぼ解消され、先行きの雇用拡大に慎重になり始めていることがうかがえる。

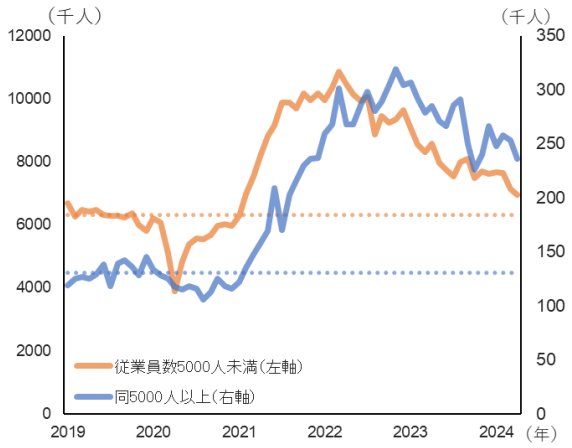
米国の金融政策は既に利上げ局面が終わり、いつ利下げに転じるかに注目が集まっているが、企業への影響という意味では、利上げの効果は徐々に顕在化する途上にある。図表9は、年間売上5億ドル以下の中小企業[7]の債務残高のうち、固定金利・変動金利の種類別に利率の中央値を示したものである。2022年の利上げ開始前までに注目すると、固定金利、変動金利ともに、概ね政策金利より3%～4%高い水準で推移していたことが分かる。この関係は、利上げ開始以降も変動金利では維持されている一方、固定金利の利率は直近で政策金利より1%程度高いだけの水準にとどまっている。固定金利の利率は借

図表 7　企業規模別雇用者数



（注1）　EBITDA上位10社は、従業員規模では全て1,000人以上に含まれる
（注2）　EBITDA上位10社の雇用者数は、米国内の数値が分かる企業はその数値を、不明な企業は全世界の従業員数を便宜的に使用している
（出所）米国労働省、各社資料より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 8　企業規模別求人数



（注）　点線はそれぞれの2019年平均を表す
（出所）　米国労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

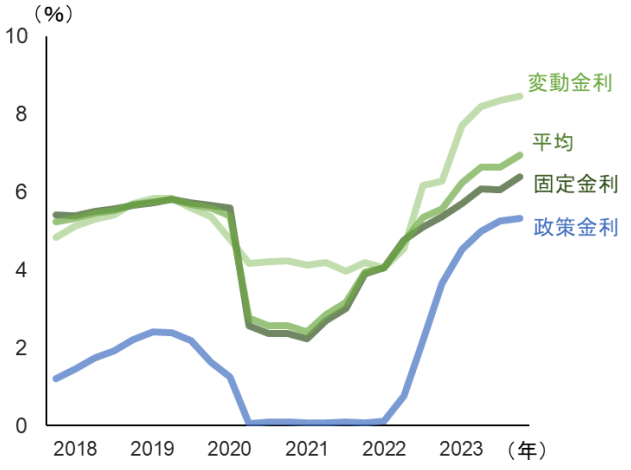
入の時点で確定し、借入期間は概ね3～5年程度である。コロナ禍が始まった直後（2020年～2021年）の低金利の時期に借り入れられた債務のうち、一部は返済され、残りは返済期限到来時に順次、高金利で借り換えられる。さらに、利上げ後の金利で新たな借り入れが行われることによって、徐々に全体の利率が上昇している。

固定金利債務の利率がまだ上昇の途上にあるため、先行き政策金利が高止まりする場合はもちろん、利下げに転換後もある程度の金利低下が実現するまでは、中小企業の利払い負担は増加が続く可能性が高い。利払い負担の増加は企業収益を押し下げ、雇用の悪化による個人消費の減速や、設備投資の減速につながる。みずほリサーチ&テクノロジーズの試算では、企業の利払い増に伴うGDP押し下げ効果は2024年10～12月期に最大になり、2024年後半の米国経済は減速する見通しだ（図表10）。

それでも、金利上昇の影響を受けにくい大企業の業績堅調、それによる株価上昇が富裕層の消費を支えることなどから景気後退は免れ、米国経済はいわゆる「ソフトランディング」に成功すると予測している（みずほリサーチ&テクノロジーズ（2024））。

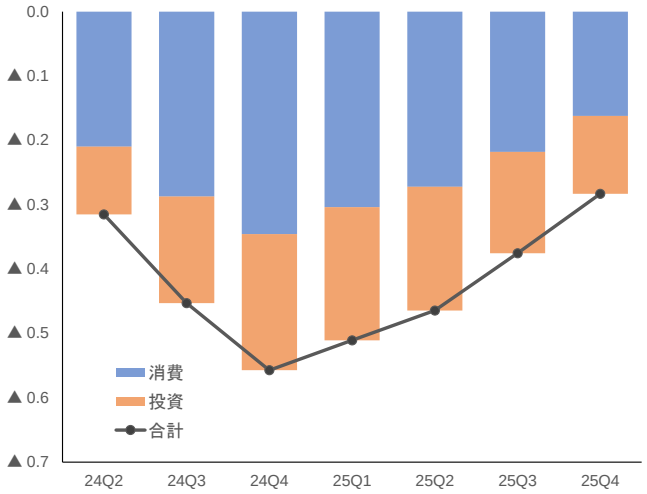
しかしながら、二極化の傾向が強まる中でのソフトランディングがナローパスであることは否めず、引き続き不確実性は大きい。利下げ期待が高まる中で足元の米国株価は騰勢を強めているが、これまでの金利上昇の影響がまだ出尽くしていないことを踏まえれば、中小企業の企業活動の落ち込みが雇用の急減を招き、米国経済が景気後退に陥るシナリオはまだ完全に捨てきれない。

図表 9 中小企業の支払利率と政策金利



（注） 点線はそれぞれの2019年平均を表す
（出所） 米国商務省、FRB、カンザスシティ連銀より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 10 利払い増加による GDP への影響



（注） 企業収益、個人消費、民間設備投資、雇用者数の4変数のVARによる推計
（出所）米国商務省、米国労働省、FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

［参考文献］

みずほリサーチ&テクノロジーズ（2024）『2024・2025年度 内外経済見通し　－二極化と格差を抱えた強弱入り混じる成長パス－』

Anton Korinek and Ding Xuan Ng (2017) “The Macroeconomics of Superstars”

Frederic Boissay, Torsten Ehlers, Leonardo Gambacorta and Hyun Song Shin (2021)“Big techs in finance : on the new nexus between data privacy and competition”, BIS Working Papers

[1] 本稿では、ICR ＝ 利払い前・減価償却前・税引前利益（EBITDA）÷支払利息で計算している。

[2] 現在の社名は Meta Platforms である。

[3] 図表 4 では示していないが、2017 年 10~12 月期から 2019 年 10~12 月期にかけては、全体の増益率 9.8%に対して、上位企業の寄与度は 4.4%Pt であり、コロナ前と比較しても足元は上位企業の強さと、その他企業の停滞感が見られる。

[4] 例えば、5 月 29 日に公表されたベージュブックでは、”Contacts in most Districts noted consumers pushed back against additional price increases, which led to smaller profit margins as input prices rose on average.”との記載が見られる。

[5] ネットワーク外部性とは、プラットフォームの利用者が多いほどプラットフォーム自体の価値が増える特性を表す。例えば、E コマース事業では、消費者が増えるほど出品者にとって魅力的なプラットフォームになる。出品者が増えてプラットフォームが大規模になると、品揃えが増えたり、価格競争が起きたりすることで、消費者にとってさらに魅力的なプラットフォームになるというネットワーク外部性が存在する。そのため、規模の大きいプラットフォームが、より多くの消費者、出品者を引き付けやすい。マネタイズの仕組みはそれぞれ異なるものの、検索エンジンと SNS に紐づいた広告、OS、クラウドサービスなど、大手テック企業のビジネスに共通する特性である。

[6] 企業ごと、時期ごとの差異はあるものの、大手テック企業は概ね営業キャッシュフローによるプラスが、投資キャッシュフローと財務キャッシュフローのマイナスを上回る収支構造になっている。なお、投資キャッシュフローのマイナスは設備投資による支出を、財務キャッシュフローのマイナスは債務の返済を意味する。

[7] 統計の制約上、借入金利に関しては売上高によって中小企業を区分している。参考までに、economic census(2017 年)から推測すると、従業員 250 人未満の企業のほぼ全てと、同 250 人以上の企業の一部が年間売上高 5 億ドル以下の基準に当てはまる。（economic census では、従業員 250 人以上という区分が最上位のため、より多い従業員数の企業の平均的な売上高は不明である。）

【PR】YouTube®動画「MHRT Eyes」・各種 調査リポート（無料）を配信中！（「YouTube」は Google LLC の登録商標です）

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html

（QR コードはデンソーウェーブの登録商標です）

お問い合わせ：みずほリサーチ＆テクノロジーズ株式会社　調査部メールマガジン事務局

（03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp）

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。