

米経済の拡大を脅かす企業の「財務健全性」

みずほ総合研究所 ニューヨーク事務所 エコノミスト

服部直樹

新興国を中心とする景気減速を受け、世界経済のけん引役となることが期待されるのが米国経済だ。だが、個人消費は底堅さを維持する一方、企業収益が伸び悩みはじめており、先行きの不安材料となっている。米銀は企業向けの貸出規準を厳格化しつつあり、企業部門の低迷が米国経済全体の減速につながるリスクには注意が必要だ。

米国企業の収益を下押しする「原油価格」「海外経済」「労働コスト」

中国および新興国の景気減速から、世界経済の先行きに不透明感が漂うなか、米国経済は緩やかな拡大を維持している。2015年の実質GDP（国内総生産）は、設備投資や外需が弱含む一方、底堅い個人消費に支えられ、前年比+2.4%となった。世界経済のけん引役として、拡大を続ける米国経済の成長力に対する期待が高まっている。

こうしたなか、米国の非金融部門の企業収益は、2015年7～9月期に前年比▲5.1%と2014年1～3月期以来の前年比マイナスに転じ、10～12月期には同▲11.5%とマイナス幅が拡大。2四半期連続の前年割れを記録している。企業収益が2四半期以上連続して前年比マイナスとなるのは、前回景気後退局面の2009年4～6月期以来、6年半ぶりのことである。

米国企業の収益低迷の要因としてまず考えられるのは、原油をはじめとする「コモディティ価格の下落」と、海外経済の減速やドル高による「海外収益の低迷」である。

このうち、「コモディティ価格の下落」は、主に資源関連業種の業績を下押ししている。S&P500採用銘柄の1株当たりEBITDA（注1）の推移をみると、2015年末時点で前年比▲7.9%だが、エネルギー業種では同9割減少、素材業種でも同2割減少と大幅に落ち込んでいる（次ページ図1）。

他方、海外経済の減速とドル高による「海外収益の低迷」については、輸出比率が相対的に高い製造業、1次産業、運輸業、リース業、鉱業、卸売・小売業などの収益が打撃を受けているとみられる。実際、企業収益の内訳をみると、海外部門が2015年7～9月期にかけて4四半期連続で前年割れとなり、収益の押し下げ要因となっていることが確認できる（次ページ図2）。

加えて、これらの外部要因以外にも収益圧迫要因がある。景気回復に伴い、労働市場が「完全雇用」状態に近づいており、労働コストが上昇し始めていることだ。FOMC（米連邦公開市場委員会）参

加者は長期的な「完全雇用」水準の失業率を4.8%程度としているが、実際の失業率は2016年2月にかけて2カ月連続で4.9%を記録している。

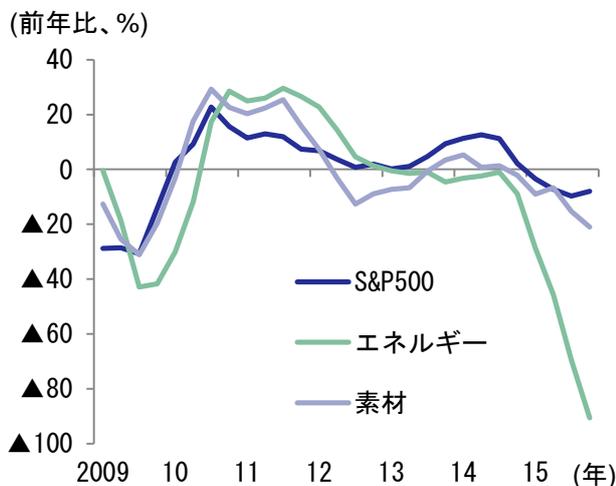
企業の労働コスト負担を計る指標の1つである労働分配率（注2）は、景気拡張に転じた2009年後半から徐々に低下を始め、2011～14年にかけて底ばい状態が続いていたが、2015年に入って緩やかな上昇に転じている。また、労働需給のミスマッチを計る指標の1つである欠員率（注3）は、前回景気回復局面のピーク水準をすでに大きく上回っており、企業の人手不足感が相当程度強まっている。企業にとっては、労働者確保のために労働分配率を引き上げ、収益を犠牲にしてでも賃上げを実施せざるをえない状況となっているようだ。

企業の財務健全性が低下し、銀行の貸出基準が厳格化

企業収益の低迷は、企業の財務健全性を低下させる一因となっている。事実、債務の返済負担を計る指標の1つである債務返済比率は、2015年に入って上昇のペースが加速している（次ページ図3）。債務返済比率は、債務の元利返済額と可処分所得（注4）の比であるため、債務残高の増加あるいは可処分所得の減少によって上昇する。米国企業は、2012年ごろから自社株買いなどを行うため、社債発行を中心に債務を拡大させていたが、低金利環境下で利子支払額が抑えられていたことと、企業収益の拡大が続いていたことで、債務返済比率はそれほど高まらなかった。しかし足元では、債務返済の「原資」となる収益の伸び悩みによって、返済負担感が高まっている。

こうした米国企業の債務返済負担の高まりは、米銀の企業向け貸出基準に反映されつつある。FRB（米連邦準備制度理事会）が2016年2月に発表した銀行融資担当者調査では、米銀の大・中堅企業向け商工業ローン貸出基準DI（注5）が+8.2%ポイントとなり、2015年10月の+7.4%ポイントに続いて、2四半期連続で貸出基準が厳格化されたことが明らかとなった（次ページ図4）。中小企業向け商工業ローンや商業用不動産ローンでも同様の結果となっており、企業向け貸出全般で貸出基準が厳格化されている。

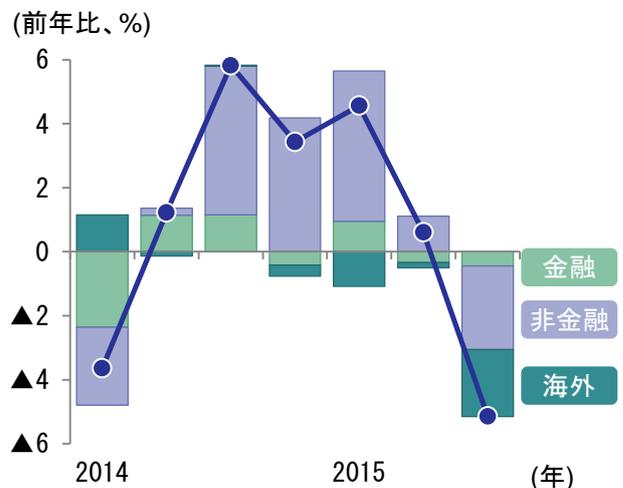
図1 S&P500企業の1株当たりEBITDA



(注) 後方12カ月移動平均。

(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図2 企業収益の国内・海外内訳



(注) 税引き前、減価償却費控除後ベース。

(資料) 米国商務省、FRBより、みずほ総合研究所作成

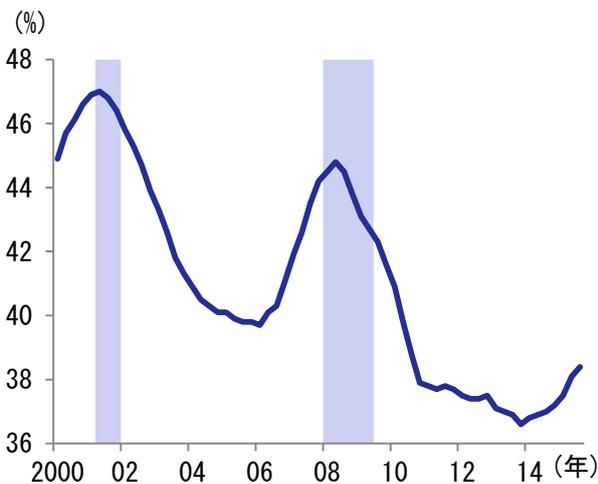
「信用引き締め」の長期化による景気減速を懸念

今のところ、企業向け貸出の残高は商工業ローン、商業用不動産ローンともに前年比+10%を上回るペースで拡大しており、信用引き締めが顕在化しているわけではない。ただし、貸出基準の変化は、実際の貸出残高の推移に先行する傾向がある。企業業績の先行き不透明感が払拭されないなか、米銀の企業向け貸出規準は、当面の間、厳格化が続くとみられ、実際の貸出もいずれ引き締めに移る可能性が高い。

企業向けの信用引き締めが長期化すると、銀行貸出への依存度が高い中小企業を中心に積極的な事業拡大を行うことが徐々に難しくなり、設備投資や雇用の抑制などが生じかねない。設備投資の抑制は、それ自体が足元の経済成長率を低下させるだけでなく、将来の成長力をも押し下げる要因となる。また、雇用環境の悪化に伴い、所得の拡大ペースが鈍れば、目下、堅調さを維持している個人消費にも影響が波及するおそれがある。個人消費については、企業の賃上げによる所得環境の改善が支えになるとの見方もあるが、企業が労働分配率を際限なく引き上げることはできず、労働分配率の引き上げだけに頼った賃上げはいずれ行き詰まるとみられる。

個人消費は、米国経済の7割を占める成長の主力エンジンであり、その減速は米国経済全体の減速を意味する。こうした企業収益の低迷に端を発する減速リスクが、今後の米国経済動向を見通す上で最大の不安材料といえよう。(了)

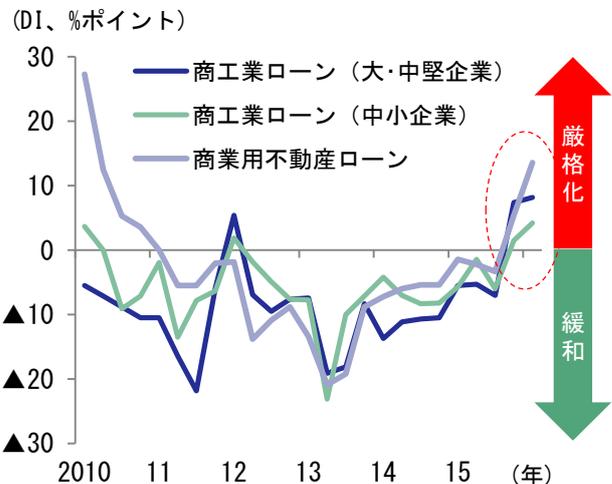
図3 非金融法人企業の債務返済比率



(注) 債務返済比率=債務の元利返済額÷可処分所得。
網掛けは景気後退期。

(資料) BISより、みずほ総合研究所作成

図4 米銀の企業向け貸出基準DI



(注) 貸出基準DI = 貸出基準を「厳格化」したと回答した銀行の割合 - 「緩和」したと回答した銀行の割合。

(資料) FRB、Haverより、みずほ総合研究所作成

- (注) 1. 利子・税金・償却費・のれん償却額控除前利益。所在国による税法、金利、会計基準の違いを取り除くことができ、多国籍企業の業績評価や異なる国の同業他社間での業績比較に有用である。
 2. 労働分配率=雇用者報酬÷粗付加価値。
 3. 欠員率=欠員者数÷(雇用者数+欠員者数)。
 4. 企業にとっての可処分所得はさまざまな定義があるが、本稿で示したBIS(国際決済銀行)の債務返済比率では、企業に分配されるGDI(国内総所得)に、利子支払額と配当支払額を加えたものとされている。
 5. 貸出基準を厳格化したと回答した銀行の割合から、緩和したと回答した銀行の割合を引いた値。

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、商品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。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。