

# DEEP INSIGHT ディープ・インサイト

広める価値ある投資情報

 大槻 奈那  
シニア・フェロー


## 金利上昇で企業の“ゾンビ化”はどこまで進むのか

昨年来の世界的な金利上昇の割に、企業デフォルトは低位に留まっている。しかし影響の本格化はこれからだ。政策金利が3ポイント以上上昇して金融市場が無傷だったことは殆どない。これまでの金利上昇をフルに反映した場合、営業利益で利払いを賄い切れない”ゾンビ”企業は欧米上場企業で1割強迄上昇しうる。日本ではそこまでの影響は出ないと見られるが、長期調達比率が低い為、短期金利上昇への耐性は低い。来年半ば頃迄は、政策金利や銀行の貸出動向に注視したい。

### ■ 政策金利とデフォルト率

10月31日、日銀のイールドカーブ・コントロールの再調整が発表され長期金利が急騰した。10年国債利回りは2012年4月以来の1%台が目前に迫る。米国では11月1日のFOMCで利上げは見送られたものの、昨年初頭から政策金利は5.25ポイント、長期金利は3.2ポイント上昇している。

過去40年間でみると、米国で政策金利が概ね3ポイント以上引き上げられた後に、金融ショックや景気後退が発生しなかったことは殆どない。今のところ企業のデフォルト率上昇はごく緩やかだ。しかし、金利上昇の実体経済への影響は常にラグを伴うことから楽観視はできない。例えば、米国の政策金利と企業のデフォルト率のラグは、ピークを基準に計算すると1～2年程度となる(図表1)。実際、格付会社もデフォルト率は今後上昇を続け、来年半ば頃にピークを打つと予想している。

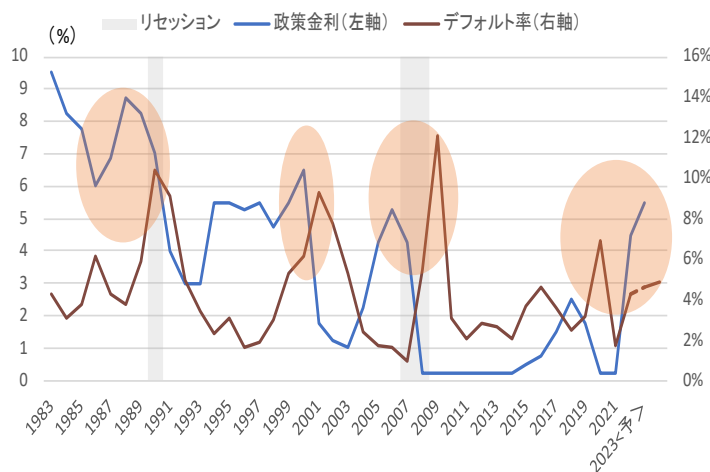
### ■ 主体別利払い負担:問題は企業部門

実際、昨年来の世界的な政策金利上昇は、様々な経済主体の利払い費用に影響を与えている。米国の上場企業、政府、個人の利払い費用は、この1年間でそれぞれ20～60%程度上昇している(図表2)。最も上昇が著しいのは個人である、しかし、賃金も相応に上昇していることから、収入に対する元利払いの比率(デットサービス・レシオ)は、比較的安定している(次葉図表3)。政府についても同様で、税収との対比でみると、今のところ利払い費は財政の極端な重石にはなっていない。

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

図表1:米政策金利vs米国企業のデフォルト率

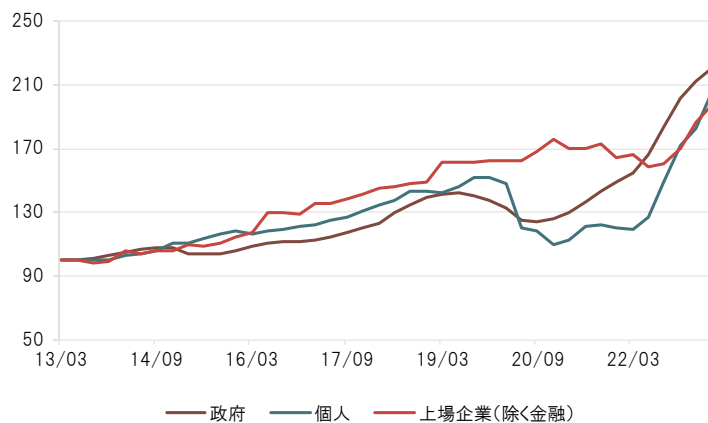
年次、1983年～2022年実績、2023年予想



出所:ムーディーズ、ブルームバーグデータよりピクテ・ジャパン作成。破線はムーディーズによるデフォルト率の予想。対象は、投機的格付の企業。ここでは1年を超えるリセッションのみ記載

図表2:米主体別利払い費(2013年第1四半期=100)

四半期、2013年第1四半期～2023年第2四半期



出所:ブルームバーグデータよりピクテ・ジャパン作成。上場企業はS&P500構成銘柄を対象。金融セクターを除いた企業の平均値

問題は企業部門である。米国のS&P500構成企業（金融セクターを除く）の営業利益は、原材料費上昇の価格転嫁が一巡した一方、賃金の上昇が著しいことなどから、横ばいとなっている(図表4)。では、昨年来の金利上昇が調達コストにフルに反映された場合、企業はどの程度耐えられるのだろうか。

### ■ 日米欧企業の“ゾンビ”比率

BIS等では、利払いを営業利益で賄えない企業を“ゾンビ企業”と呼んでいる（BISの定義は3年連続でその状態に陥っている企業としており、かつ創業10年以内のスタートアップ企業を除いている。今回は利払いの影響を見るため、単年度で、創業年次は考慮せずに試算している）。

日米欧の上場企業の2022年度時点のゾンビ企業の全体に占める割合を計算すると、それぞれ、全体の7%、6%、9%となっている(次葉図表6)。

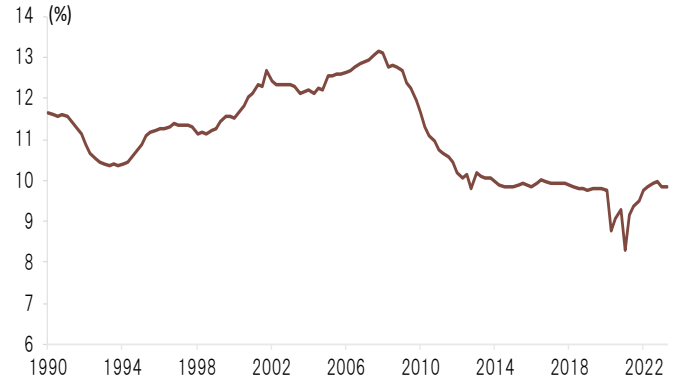
2022年度通期の平均プライムレート(最優遇貸出金利)は、米国で4.8%、欧州で2.0%、日本(長期)で1.1%だったが、直近ではそれぞれ、8.5%、5.0%、1.5%まで上昇している。固定金利借入の場合、金利上昇がフルに反映されるのは借り換えのタイミングとなるため、金利上昇の影響はじわじわと効いてくる。

現在の高金利が継続した場合、支払い利息はどの程度増加するだろうか。2022年度末の有利子負債残高が変わらず、金利の上昇分(例えば米国で3.7%)が完全に反映された場合、利払い費は米上場企業で1.8倍となる。これを基に利払い負担を営業利益と比べると、S&P500上場企業全体の約11%が営業利益で利払いを賄えず“ゾンビ化”する計算となる。景気減速で、営業利益が10%下落した場合、ゾンビ比率はさらに2ポイント上昇しうる(次葉図表6)。

欧州は、米国よりは金利上昇幅が小さいため、影響度合いもやや緩やかである。但し、既に2022年度時点で、営業利益の利払いに対するバッファが米国よりも低かったことから、金利上昇影響反映後のゾンビ比率は、米国と同等の11%程度に上昇すると推計される。

図表3: 個人の借入金返済額(元利金合計)の可処分所得に対する割合

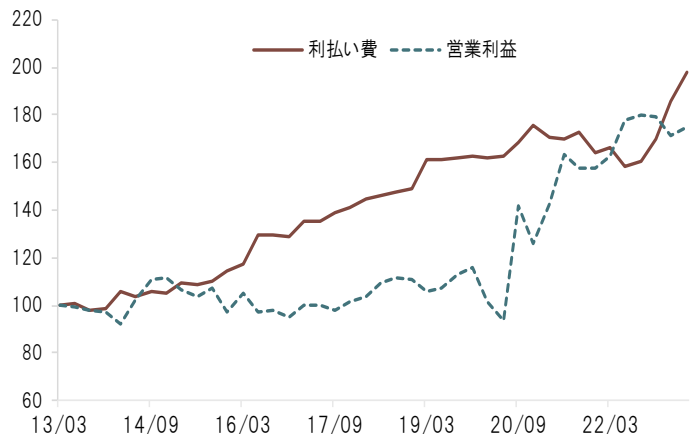
四半期、1990年第1四半期～2023年第2四半期



出所: セントルイス連銀

図表4: 米上場企業(金融セクターを除く)の利払い費vs 営業利益(2013年第1四半期=100)

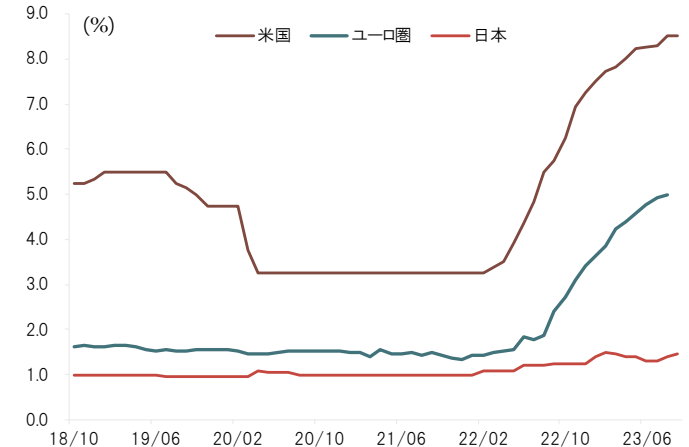
四半期、2013年第1四半期～2023年第2四半期



出所: ブルームバーグデータよりピクテ・ジャパン作成。上場企業はS&P500構成銘柄が対象。金融セクターを除いた企業の平均値

図表5: 主要地域の最優遇貸出金利(プライムレート)

月次、2018年10月～2023年9月



出所: セントルイス連銀、ECB、日本銀行よりピクテ・ジャパン作成

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

## ■ 金利が更に上昇した場合

更に、金利が0.25%上昇した場合、米国のゾンビ比率は2ポイント程度上昇し、15%に達する。この水準は、リーマンショックの影響を受けた2009年やコロナショック時に肉迫するレベルである(図表7)。更なる利上げのリスクを如実に示している。

なお、過去と異なる点として、プライベートデット・ファンド等のノンバンク金融仲介業者の貸出余力拡大が挙げられる。これらのファンド等の余剰資金(ドライパウダー)は、過去最大の5,000億ドル規模に上るとも報じられている。しかしファンドの貸出金利は総じて銀行よりは高く、しかも、リスクが上昇すれば撤退も早いことから、企業のデフォルト上昇のバックストップにはなりにくい。

## ■ 業種別の影響度

米国について、業種別でゾンビ比率を見てみると、上昇率が圧倒的に高いのは、やはり債務比率が高い不動産関連業である(図表8)。ゾンビ比率は、2022年度の3.2%から23.3%に上昇、つまり、5社に1社がゾンビ化しうるといふ計算になる。同じく借入依存度が高い一般消費財やコミュニケーション・セクターがこれに続く。金利上昇に弱いとされるテクノロジー・セクターは、総じて利益率が高いことや、借入れ比率が必ずしも高くないことから上昇幅はさほど大きくない。

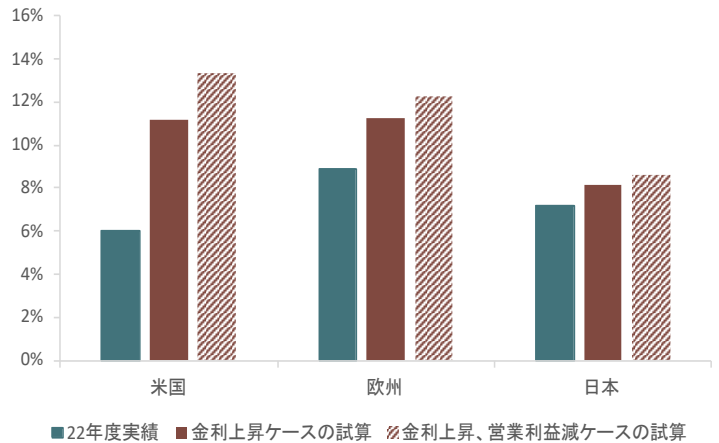
## ■ 日本のゾンビ比率

日本はどうか。TOPIX構成銘柄の2022年度のゾンビ比率は7%と相応に高かった。コロナの影響は減衰したと思われるが、原材料費上昇の価格転嫁力が弱かったこと等が営業利益に響いたとみられる。

日本については、短期金利が0.1%、長期金利が1%上昇した場合を想定して試算した(前掲図表6)。影響は欧米に比べると小さく、1ポイント程度のゾンビ比率上昇に留まる。但し、日本の上場企業は欧米に比べて短期調達の高割合が高い(米国の13%、欧州の22%に対し、日本は30%)ことから、短期金利が突然上昇した場合の耐性が弱いと考えられる。

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

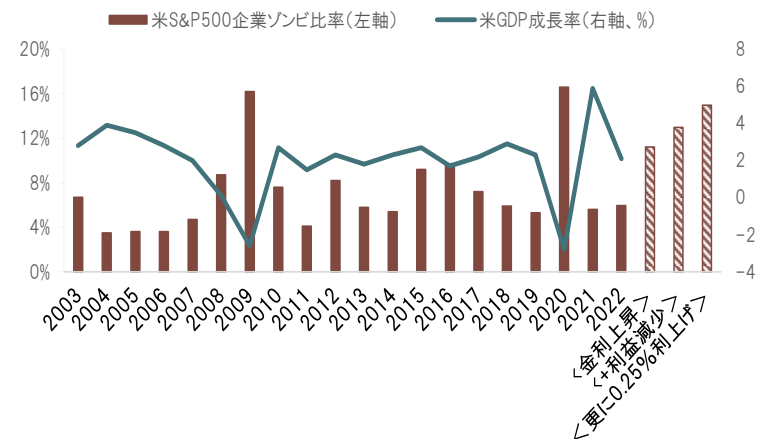
図表6: 金利上昇反映後の上場企業“ゾンビ”比率



出所:ブルームバーグデータをもとに、ピクテ・ジャパン作成。対象企業は、米国はS&P500、欧州はSTOXX600、日本はTOPIXの構成銘柄で、金融セクターを除いている。金利は、22年度実績に対し、米国と欧州についてはプライムレート上昇幅に応じ、それぞれ3.7%、3.1%上昇、日本は、短期0.1%、長期1%上昇を前提。

図表7: 米上場企業のゾンビ比率推移

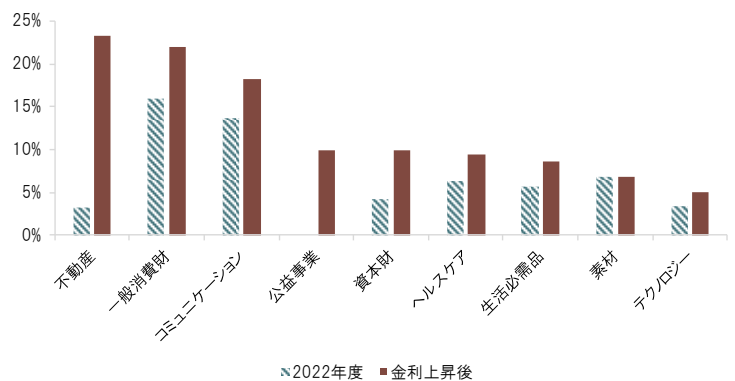
年次、2003年～2022年



出所:ブルームバーグデータをもとに、ピクテ・ジャパン作成。金融セクターを除くS&P500構成銘柄が対象

図表8: 米上場企業の業界別ゾンビ比率

四半期、2003年第1四半期～2023年第1四半期



出所:ブルームバーグデータよりピクテ・ジャパン作成。金融セクターを除くS&P500構成銘柄が対象

## ■ 今後の留意点

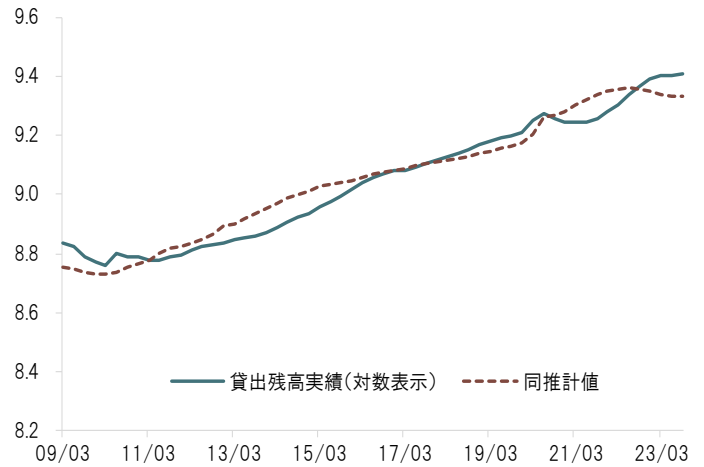
ゾンビ企業の増加は、早期の利下げがない限り避けられないだろう。それでも金融ショックに至るレベルに達するのかどうかは不明だ。この境目を決めるのは、資金繰りが悪化した際に、貸し手がいるかどうかである。

一般に銀行の与信方針を決める要因は、貸出先の信用力の見通しに加え、自行の財務状況がある(図表9に米国の例)。今後景気減速で不良債権比率が上昇すれば、貸出意欲が減退し、更なる不良債権を生むというスパイラルに陥る可能性も排除できない。

更に、米国の場合、中堅銀行を中心に、規制が強化されつつある(図表10)。新規制の施行は2028年とまだ先だが、例えば来年に期間4年以上の貸出を行えば、規制施行時の銀行の財務状況に影響を与える。特に長期貸出については、早い段階から規制を意識して慎重になる可能性がある。

当面の注目点は、1)米国の更なる利上げの有無、2)日本のマイナス金利解除の時期と、その段階の銀行の与信方針、3)各国の低信用力企業の調達条件等である。デフォルトが増加しやすい来年半ば頃までは、特に注意が必要だろう。

図表9:米銀の貸出残高:実績vs銀行の財務力からの推計  
四半期、2009年第1四半期～2023年第1四半期データから推計



出所:ブルームバーグよりピクテ・ジャパン作成。推計値は、貸出残高を一期遅行させ、預金残高と不良債権比率から求めた重回帰式で推計したもの

図表10:米銀行資本規制案のポイント  
(23年7月27日発表、2028年施行予定)

- リスクウェイト計算を厳格化 (新たな「拡張リスクベースアプローチ (NERBA)」に)
  - ✓ 内部モデルが認められていたクレジットリスク、オペレーショナルリスク、市場リスク、CVA (取引相手の信用力評価) に対しては、NERBAを適用。
- 中堅以上の銀行にもこのモデルを適用
- 有価証券含み損益の開示の範囲を中堅銀行まで拡大
- 補完的レバレッジ比率とカウンターシクリカル・バッファをカテゴリーIV銀行にも適用。
- 総資産が1000億ドル以下でトレーディングを行っていない銀行やコミュニティバンクは対象外。

出所:FDICウェブサイトよりピクテ・ジャパン作成。カテゴリーIV銀行:総資産1000億ドル以上の銀行

## ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

### 1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様は投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

### 2. 投資信託に係る費用について (2023年9月末日現在)

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限 3.85% (税込)  
※申込手数料上限は販売会社により異なります。  
※投資信託によっては、追加設定時信託財産留保額(上限 0.6%)をご負担いただく場合があります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保額 上限 0.6%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限年率 2.09% (税込)  
※ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。  
※別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等: 監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため事前に料率・上限額等を記載することはできません)。  
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

#### 《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

### 当資料をご利用にあたっての注意事項等

■当資料はピクテ・ジャパン株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売上の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものではありません。■運用による損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。■当資料に記載された過去の実績は、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。■当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。■当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は預金等ではなく、元本および利回りの保証はありません。■投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。■登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。■当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

ピクテ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380号

加入協会: 一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会 日本証券業協会