

2022年1月7日 全4頁

90年代と比較したコロナ禍での過剰債務問題

金融危機に発展するリスクは小さいものの国民負担となる可能性

経済調査部 研究員 永井 寛之

[要約]

- 新型コロナウイルス感染拡大後に企業の過剰債務は非製造業を中心に急増した。2021年7-9月期で71兆円に達したと推計される。もっとも、1990年代から2000年代前半に経験したように、過剰債務が大規模なバランスシート調整や経済活動の停滞をもたらす可能性は低いだらう。今回は公的金融機関が主な貸出主体であるからだ。
- だが、財政赤字という形で国民負担となる可能性がある。経済の新陳代謝が低下することも考えられる。資金繰り支援策をいつどのように終了させるかといった出口戦略の議論を感染拡大がある程度落ち着いた段階では開始する必要があるだろう。また、政府は事業再構築補助金を通じてビジネスモデルの転換などを支援しているが、こうした政策の有効性を検証しつつ借り入れ企業の生産性向上を引き続き促進するとともに、将来的には債務の減免の在り方などについても検討すべきである。

コロナ禍での過剰債務の動向

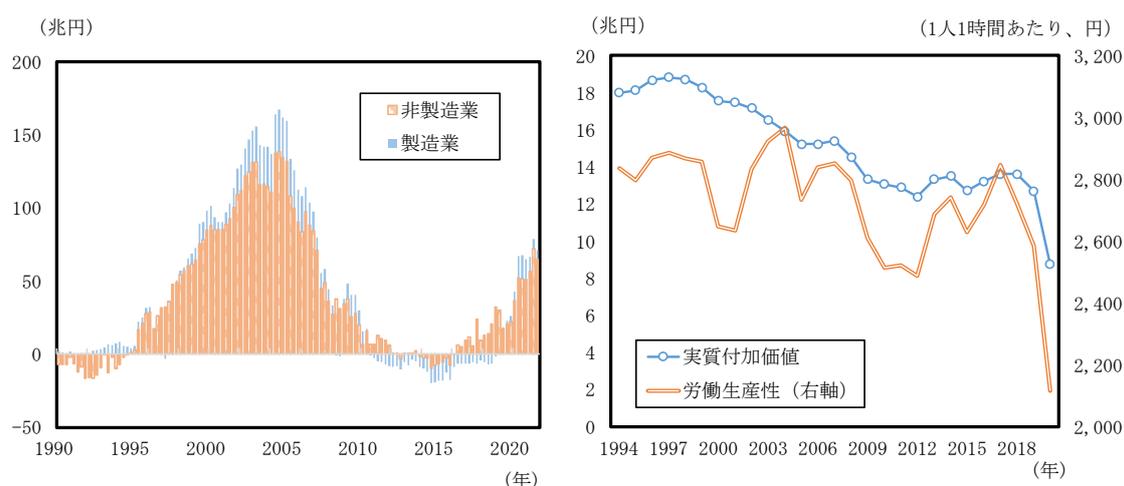
感染拡大後に過剰債務は非製造業を中心に急増

2020年4-6月期の実質GDP成長率が戦後最悪ともいえる落ち込みを記録したように、新型コロナウイルス感染症の拡大は日本経済に大きなダメージを与えた。しかし、経済ショックに比べて大規模な倒産は起こらなかった。東京商工リサーチによると、2020年の倒産件数は7,773件と過去50年で4番目に低い数字だった。2021年も11月までで5,526件にとどまった。これは、持続化給付金に加えて、企業が倒産を防ぐために借り入れを行い、政府や日本銀行も支援したことも一因となっている。

しかし、危機対応策として支援された借り入れは、過剰債務という形で新たな問題を生む恐れがある。過剰債務は、それが債務不履行となれば金融機関のバランスシートを毀損し、クレジットクランチを引き起こす可能性がある。さらに、金融機関の貸出が滞ることによる企業の期待成長率の低下や、本来資金が行き渡べき企業に資金が向かわないミスアロケーションによる企業の新陳代謝の低下などを引き起こし、日本経済の成長力を下押しするリスクとなる。

図表 1 左は財務省「法人企業統計」を基に筆者が推計した過剰債務である。経営状況や担保水準などによって決定される最適な債務と現実の債務水準との乖離を過剰債務と定義している。過剰債務は感染拡大後にとりわけ非製造業で増加しており、2021年7-9月期で71兆円に達したとみられる。東京商工リサーチが2021年10月1日～11日に実施した「第4回過剰債務に関するアンケート」によると、飲食店や宿泊業の7割以上が過剰債務を抱えているという。

図表 1：過剰債務の推移（左）、宿泊・飲食サービス業の実質付加価値と労働生産性（右）



(注1)左図の過剰債務は実際の債務と最適な債務の乖離と定義。最適な債務は部分調整モデル（債務が最適な債務に収束する）を仮定。式は以下のようなになる。

$$d_t = (1-\theta) \times \alpha_0 + (1-\theta) \times \alpha_1 \times S_t + (1-\theta) \times \alpha_2 \times P_t + (1-\theta) \times \alpha_3 \times Co_t + \theta d_t^{opt}$$

θ : 調整速度、 d_t : 債務比率、 d_t^{opt} : 最適債務比率、 S_t : 売上高前年比、 P_t : 償却前営業利益の総資産比率、 Co_t : 固定資産の総資産比率。変数は佐野 (2019) を参考。

係数に関して、製造業では、 $(1-\theta) \times \alpha_0 = 1.4$ 、 $(1-\theta) \times \alpha_1 = -0.6$ 、 $(1-\theta) \times \alpha_2 = -18.5$ 、 $(1-\theta) \times \alpha_3 = -1.6$ となり、いずれも1%有意。非製造業では、 $(1-\theta) \times \alpha_0 = 1.7$ 、 $(1-\theta) \times \alpha_1 = -1.7$ 、 $(1-\theta) \times \alpha_2 = -25.7$ 、 $(1-\theta) \times \alpha_3 = -1.8$ となり、いずれも5%有意。

(注2)右図の労働生産性=実質付加価値÷総労働時間

(出所)財務省、内閣府統計、西岡慎一 (2021) 「企業債務は大幅増、調整圧力70兆円 一適正化に7~8年、計画的対応でソフトランディングを目指せー」、日本総合研究所『リサーチ・フォーカス』, No.2021-004、佐野春樹 (2019) 「企業の資金調達手段選択に関する諸議論」、財務省 ファイナンス令和元年11月号 シリーズ 日本経済を考える94, pp. 60-67より大和総研作成

宿泊・飲食サービス業の労働生産性は長期的に伸び悩んでおり、おおむね横ばい圏で推移していた（**図表 1 右**）。感染収束後の外食・旅行需要の回復は事業状況の改善に大きく寄与すると見込まれるものの、感染拡大前の労働生産性の推移を踏まれば借入金の返済は容易ではなく、債務不履行に陥るケースが多発することも想定される。

過剰債務は1990年代半ばから2000年代前半にかけて急増した（**図表 1 左**）。その発端となったのは資産バブルの崩壊である。不動産業など非製造業の一部の業種ではバブル期に借入を増やしたが、バブル崩壊で企業の収益は減少し、担保としていた土地の価格は大幅に下落し、これが1990年代半ばに過剰債務として顕在化した。

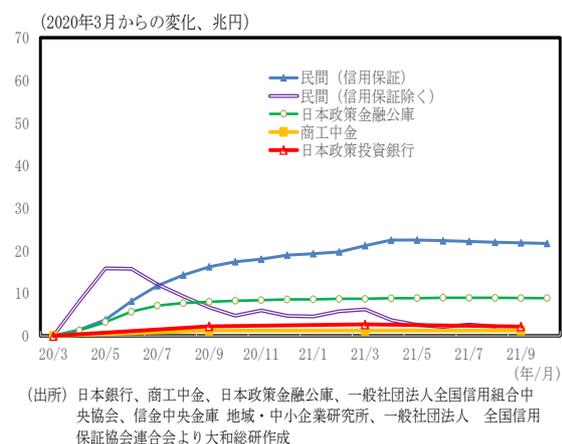
今回の過剰債務の主な貸出元は公的金融機関で、民間中心の1990年代とは異なる

コロナ禍での過剰債務問題は、1990年代から2000年代前半に経験したように大規模なバランスシート調整や経済活動の停滞をもたらすのだろうか。

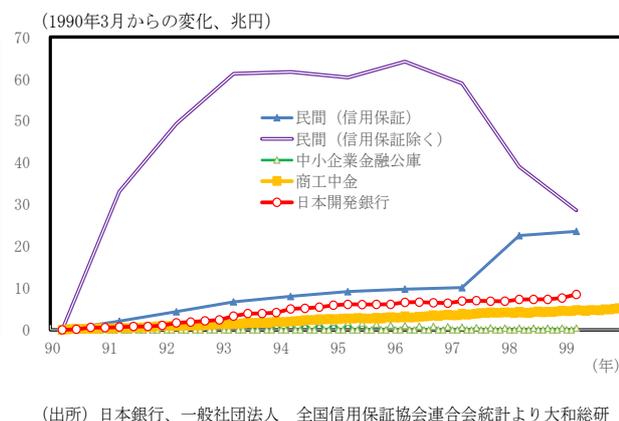
図表2は2020年3月以降の貸出金の推移を貸出元別に示したものである。民間金融機関の貸出は信用保証と、信用保証の付いていない融資（民間プロパー融資）に大別される。信用保証とは、中小企業が民間の金融機関から借入れを行う際、信用保証協会がそれを保証する制度である。仮に借入れ企業が返済できなくなった場合は信用保証協会が立て替える（代位弁済）。そして、代位弁済が発生した際は返済額の大半を最終的に日本政策金融公庫が負担することになる¹。2020年4-6月期に大幅に増加したのは民間金融機関の民間プロパー融資だったが、その後は急激に減少し、コロナ対応は一巡している。一方、信用保証は2020年半ばには民間プロパー融資を上回り、貸出の主役となっている。また、コロナ禍以降に増加した日本政策金融公庫の貸出は新型コロナウイルス感染症に伴う特別貸出であった。そのため、現在の過剰債務の主な貸出元は公的部門といえる。

これに対して1990年代に過剰債務が増加した局面では、公的機関の貸出や信用保証の役割は限定的で、民間プロパー融資が中心であった（**図表3**）。民間プロパー融資は最大で60兆円程度まで膨れ上がった。信用保証は1997年から1998年にかけて20兆円程度増加したものの、それ以前は10兆円程度であり、民間プロパー融資と比べると低位で推移した。

図表2：貸出元別の貸出金残高の推移



図表3：貸出元別の貸出金残高の推移



¹ 厳密には、信用保証協会は、その債務に貸し倒れが起きるというリスクに関し、日本政策金融公庫と保険契約を結んでいる。

1990年代に貸出が増加したのは、危機対応への流動性供給というよりも、むしろ民間金融機関が収益や自己資本比率を維持するために、いわゆる追い貸しと呼ばれる積極融資を行っていたためである。本来市場から退出すべき企業が残存することで企業の新規参入が阻害されたり、資本のミスアロケーションを通じて設備投資が減退したりすることで生産性が押し下げられた。バブル期の借り入れに加えて、このような過剰な貸出の一部が焦げ付いたことにより、1990年代末から2000年代初めにかけて不良債権問題が深刻化した。

過剰債務が金融危機に発展するリスクは小さいものの国民負担となる可能性

今回は1990年代の過剰債務問題とは異なり、主に公的金融機関が貸し倒れリスクを引き受けていることから、金融機関のバランスシート調整を通じた金融危機は起こりにくいだろう。

だが、財政赤字という形で国民負担となる可能性がある。前述のように企業債務の財源を公的金融機関が担っていることから、企業が債務を返済できなくなれば財政赤字となる。内閣府(2021)²では、コロナ禍で債務を多く積み増した宿泊・飲食サービス業は今回のショックで債務償還年数が10年程度長期化したと分析している。このように債務が企業の経営体力に比して過大である場合は倒産する可能性が高まり、結果としてその一部は政府債務の増加につながる事が予想される。

経済の新陳代謝が低下することも問題になるだろう。例えば、Hoshi et al. (2021)³の分析によれば、コロナ禍以前から信用が低い企業は政府の支援策を使用していることを指摘している。今回の貸出の増加額は1990年代に比べて小幅であるが1990年代と異なり資金の貸出元が公的機関による緊急支援であったため、民間金融機関による貸出の際に行われるようなスクリーニング機能が働いていないことには留意が必要であろう。

足元ではオミクロン株の市中感染も報告されており、予断を許さない状況にある。コロナ禍が続く間は企業の事業環境を踏まえた適切な資金繰り支援が当然に求められるが、ポストコロナでは過剰債務の返済をいかに円滑に進めるかという課題に直面することになる。感染拡大がある程度落ち着いた段階で、資金繰り支援策をいつどのように終了させるかといった出口戦略の議論を開始する必要があるだろう。他方、過剰債務が積み上がった宿泊・飲食サービス業などの業種に関しては、**前掲図表1右**で見たように労働生産性が長期的に停滞している。政府は事業再構築補助金を通じてビジネスモデルの転換などを支援しているが、こうした政策の有効性を検証しつつ借り入れ企業の生産性向上を引き続き促進するとともに、将来的には債務の減免の在り方などについても検討すべきである。

² 内閣府(2021)「令和3年度 年次経済財政報告」

³ Takeo Hoshi, Daiji Kawaguchi, and Kenichi Ueda (2021) “The Return of the Dead? The COVID-19 Business Support Programs in Japan”, CREPE DISCUSSION PAPER NO. 100, CENTER FOR RESEARCH AND EDUCATION FOR POLICY EVALUATION (CREPE) THE UNIVERSITY OF TOKYO