

2021年7月1日 全11頁

# 米金利上昇が新興国へのマネーフローと米企業財務に与える影響

新興国からの資金の逆流と、金利負担増による不良債権の増加に注意

経済調査部 シニアエコノミスト 末吉 孝行  
研究員 瀬戸 佑基

## [要約]

- 米国の長期金利の上昇が本格化する場合、一部の国や企業に過大な負担をもたらしかねない。本稿では、その中でも特に新興国へのマネーフローと米企業の債務負担に注目し、米国の金利上昇がもたらす影響を分析する。
- 先進国から新興国への資金流入は、2010年代半ば以降、両地域の成長率の格差で説明できる以上の額となっている。新型コロナウイルス感染症（新型コロナ）の影響で経常収支が悪化した新興国もあり、米国の金利上昇をきっかけにマネーフローが逆流する可能性がある。
- 米国では、リーマン・ショック後の緩和的な金融環境と新型コロナ対応のための手元資金の調達によって、企業債務が過去最大となっている。長期金利の上昇が本格化すれば、支払利息の増加によって財務の健全性が失われ、不良債権が増加する恐れがあり、警戒が必要である。

## 1. 米国の金融政策に変化の兆し

2021年6月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、大方の市場予想に反して政策金利の予想水準が大幅に引き上げられ、2023年末までに2回の利上げが示唆された<sup>1</sup>。米国の長期金利は本稿執筆時点で1.5%程度であり、FOMC終了後に金利水準が大きく変化したわけではないが、今後もFOMCが利上げに積極的な姿勢を維持するのであれば、長期金利への上昇圧力は強まっていくだろう。

米国の金利上昇の影響は金融市場を介して世界経済に及ぶ。利上げ自体は米国経済の安定的な成長を目指して行われるものであるが、新型コロナウイルス感染症（以下、新型コロナ）の拡大後に大幅に緩和された金融市場が変化し、一部の国や企業に過大な負担をもたらしかねない。本稿では、その中でも特に新興国へのマネーフローと米企業の債務負担に注目し、米国の金利上昇がもたらす影響を分析する。

## 2. 新興国へのマネーフローは変化するか

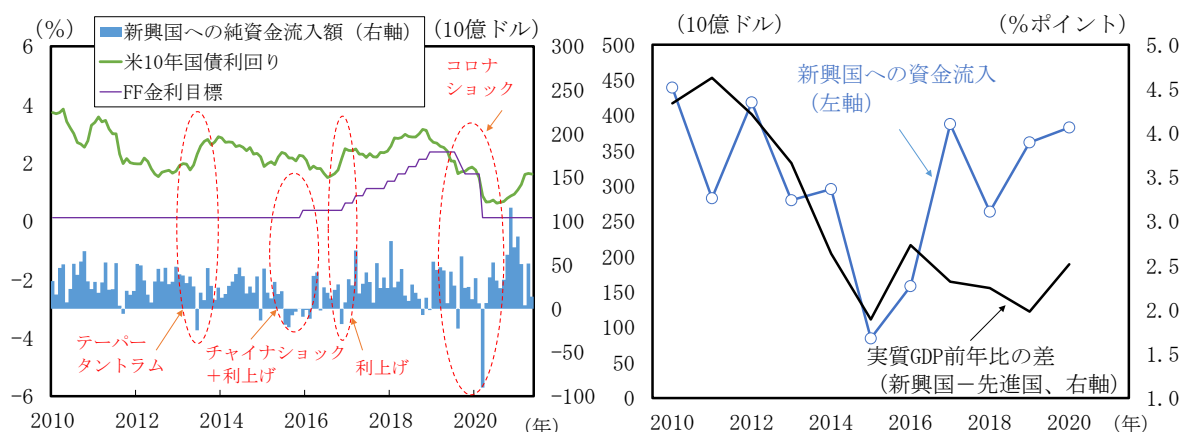
### 過去には米国の金融政策の引き締めを受けてしばしば逆流

まず、新興国へのマネーフローを見てみよう。過去10年間を振り返ると、先進国から新興国に向かう資金の流れはおおむね安定していたが、マネーフローが純資金流出に転じる局面も見られた。この逆流は、2020年春に見られたコロナショックを除くと、米国の金融政策の引き締めやそれに伴う長期金利の上昇と関係している。2013年5月には、当時のバーナンキ連邦準備制度理事会（FRB）議長が債券買入額の縮小を示唆して長期金利が急上昇した「テーパータントラム」をきっかけに新興国から資金が引き揚げられた。また、2015年および2016年には、利上げへの動きを見極めようとして投資家が積極的な投資を控えたため、一時的に逆流した（**図表1左**）。今回もFOMCが金融政策の引き締めに向けた議論を進めていく過程で、新興国へのマネーフローが大きく変化する可能性がある。

これに加えて、今後のマネーフローはより不安定になる可能性がある。これまで、新興国に資金が向かう背景の1つに、新興国の経済成長率が先進国より高いことがあった。ところが2010年代半ば以降、先進国と新興国の成長率格差は縮小しているにもかかわらず、新興国に向かう資金は増加している（**図表1右**）。構造的な変化が起きているのかもしれないが、過剰な資金が流入しているとも考えられ、その場合は米国の金利上昇をきっかけにマネーフローが急速に逆流する恐れがある。

<sup>1</sup> 矢作大祐「[FOMC タカ派的印象が強い](#)」（大和総研レポート、2021年6月17日）を参照。

図表 1：米国金利と新興国への資金流入（左）、先進国と新興国の成長率格差（右）



(出所) IMF、IIF/Haver Analytics、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

### 新型コロナの影響で一部の新興国では経常収支が大きく悪化

もちろん、仮に米国の金利が急上昇するとしても、すべての新興国へ資金の流れが一様に影響を受けるわけではない。新興国と一口にいても、経済の基礎的条件（ファンダメンタルズ）や財政状況、対外経済構造などにそれぞれ特徴があるからだ。

新興国へのマネーフローの背景には、投資家が高リターンを求めて新興国に投資してきたことがある。そのため、高い成長率が見込め、通貨が安定しており、政府や民間の信用力が高い新興国には資金も流入しやすい。また、その国が安定的に外貨を獲得しており、手に豊富な外貨準備があって資金の急激な流出に対応できることや、ホットマネーと呼ばれるような不安定な短期資金が流入していないことも好ましい。最近では新型コロナの感染者数とそのワクチン接種状況も注目点だろう。

経済規模の大きい新興国を、アジアから 10 カ国、中東欧、中南米、中東・中央アジア・北アフリカから 5 カ国ずつ、サハラ以南アフリカから 2 カ国の 27 カ国を選び、マネーフローの安定性に関連する指標を示したものが**図表 2**である。このうち、GDP 成長率とインフレ率の見通しは期待投資リターンを、財政・債務状況は信用リスクを、経常収支・対外債務構造は外国資金への依存度や変化への耐性等を示している。

例えばスリランカは、他のアジア新興国に比べて成長率見通しが低くインフレ見通しが高いことから、投資リターンが劣る。政府債務 GDP 比や対外債務 GDP 比が高く、返済が滞るリスクも大きい。また、短期対外債務に対して外貨準備が少なく、急激な資金流出が発生した場合の対応力は弱いと言える。このようなことから、スリランカからは資金流出が起りやすく、その際に受ける悪影響も大きいと考えられる。

図表 2 : 新興国へのマネーフローの安定性に関する評価

地域・国	ファンダメンタルズ		財政・債務状況			経常収支・対外債務構造					感染症対応		
	GDP成長率 見通し(%)	インフレ率 見通し(%)	対GDP比 財政収支(%)	対GDP比 政府債務残高(%)	対GDP比 民間債務残高(%)	対GDP比 経常収支(%)	対GDP比 対外債務(%)	対外債務の 外債建て比率(%)	対外短期債務 ／外債準備高(%)	短期資金流入 額対GDP比(%)	接種率(%) ワクチン	新規感染症患者数 (100万人当たり)	
アジア	中国	6.5	1.7	-11.4	66.8	161.8	2.0	16.3	NA	NA	4.7	47.4	0
	インド	8.8	4.3	-12.3	89.6	55.8	1.0	20.8	66.9	19.1	10.4	15.4	34
	インドネシア	5.3	2.7	-5.9	36.6	23.3	-0.4	39.4	NA	NA	5.7	10.0	50
	タイ	4.0	1.2	-4.7	49.6	51.1	3.3	37.9	66.8	30.4	1.3	5.4	49
	フィリピン	6.6	3.1	-5.5	47.1	32.8	3.2	27.2	97.3	14.7	7.1	4.9	51
	ベトナム	6.9	3.9	-5.4	46.6	125.4	2.2	NA	NA	NA	4.8	NA	3
	マレーシア	6.1	2.0	-5.1	67.5	71.7	4.4	NA	NA	NA	0.9	NA	168
	バングラデシュ	6.6	5.7	-5.5	38.9	NA	-1.5	21.5	NA	NA	6.8	6.1	26
	ミャンマー	-0.9	5.6	-5.6	39.3	NA	-3.5	NA	NA	NA	1.8	NA	9
スリランカ	4.1	5.0	-11.9	100.1	NA	-1.4	61.0	99.9	158.1	4.2	9.5	103	
中東欧	ロシア	3.2	3.9	-4.1	19.3	87.2	2.2	31.7	72.6	14.0	-3.1	20.1	114
	トルコ	4.3	12.1	-5.4	36.8	72.9	-5.1	62.5	95.0	285.8	2.8	34.8	67
	ポーランド	4.0	2.8	-8.2	57.7	45.1	3.5	62.6	65.9	69.1	-3.3	54.3	4
	ルーマニア	4.9	2.5	-9.7	50.1	NA	-5.1	NA	83.5	91.4	9.6	41.2	3
	ハンガリー	4.7	3.5	-8.5	81.2	68.2	-0.2	NA	85.3	52.6	5.3	92.2	8
中南米	ブラジル	2.8	3.9	-13.4	98.9	50.8	-0.9	21.7	80.5	24.8	-2.2	32.1	364
	メキシコ	3.4	3.2	-4.6	60.6	30.0	2.5	43.0	79.5	26.5	2.9	24.0	27
	アルゼンチン	3.5	NA	-8.9	103.0	17.5	1.0	69.9	96.3	NA	16.6	27.7	403
	コロンビア	4.2	2.5	-6.9	62.8	33.9	-3.3	57.0	96.9	NA	10.3	20.4	553
	チリ	4.2	3.0	-7.1	32.5	119.4	1.4	82.7	91.1	53.0	9.9	99.0	275
中東・中央アジア・北アフリカ	サウジアラビア	3.3	2.2	-11.1	32.4	54.5	-2.1	NA	NA	NA	18.6	41.2	36
	イラン	2.2	30.5	-8.4	42.8	NA	-0.7	NA	NA	NA	NA	NA	116
	エジプト	4.6	6.5	-7.9	90.2	20.7	-3.1	35.7	NA	NA	12.5	2.8	5
	UAE	2.8	1.6	-7.4	38.3	84.2	3.1	NA	NA	NA	NA	131.1	205
	パキスタン	3.3	8.0	-8.0	87.2	13.6	-1.1	44.6	NA	NA	8.1	3.3	4
サハラ以南アフリカ	ナイジェリア	2.4	13.8	-5.8	35.1	8.2	-3.7	7.8	NA	NA	4.1	1.0	0
	南アフリカ	2.2	4.4	-12.2	77.1	40.5	2.2	56.5	51.2	78.2	3.9	1.9	209

(注1) GDP成長率見通し、インフレ率見通しは2021年～2023年のIMF見通しの平均値。

(注2) 短期資金流入額は、対内証券・その他投資の2018年～2020年合計値。

(注3) ワクチン接種率は「人口100人当たりの総投与回数」であるため、2回接種のワクチンを採用している国では接種率が100%を超えることがある。

(注4) ワクチン接種率は6月1日時点の数値。新規感染症患者数は6月23日時点の7日移動平均値。

(注5) その他は2020年の値。

(出所) IMF、IIF/Haver Analytics、BIS、Our World in Data、各国中央銀行、Haver Analyticsより大和総研作成

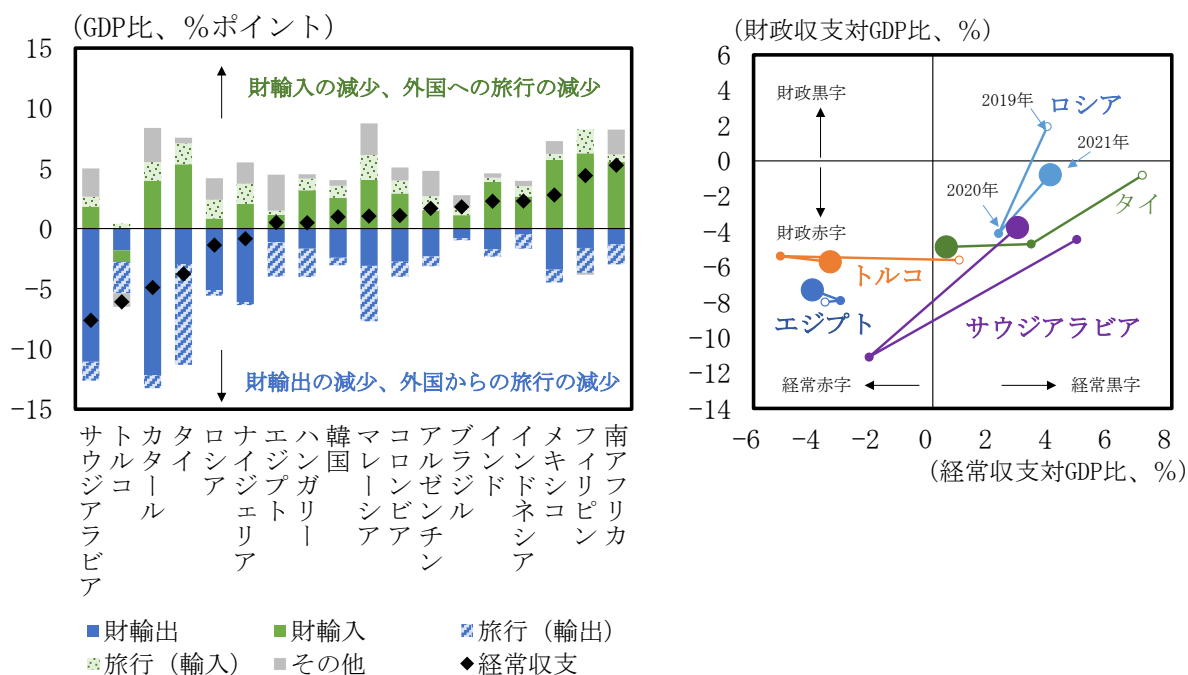
図表2で示したように、マネーフローの安定性に関する指標は様々だが、本稿では経常収支に注目したい。1990年代以降、多くの新興国でマネーフローの逆流に伴う経済危機が起きたが、その代表的な事例であるメキシコ（1994～1995年）、タイ（1997～98年）、アルゼンチン（1999～2002年）などでは、危機の前に経常収支の赤字が拡大したからである。また、2013年のテーパータラムでも、経常赤字が大きい国ほど通貨の下落率が大きくなる傾向が見られた。今後、米国の金利が上昇する場合も、経常赤字が大きい国ほどマネーフローの影響を受けやすいと考えられる。

経常収支が変動する要因は様々だが、最近では感染拡大とそれに伴う経済活動の抑制により、一部の新興国では経常収支が悪化している。図表3左は2019年から2020年にかけての経常収

支の変化幅（GDP比）を示したものであるが、サウジアラビアなどの資源国では世界的な需要の減少と価格の下落で石油等の輸出が打撃を受け、タイやトルコのような観光産業が盛んな国では、インバウンド需要が消失したことから、経常収支が大きく悪化した。出稼ぎ労働者からの送金が増えているために経常収支自体は悪化していないが、エジプトでもインバウンド需要が減少している。

本稿執筆時点では、米欧の景気回復に伴い、WTI 原油先物が1バレル70ドル台前半で推移するなど、資源価格はコロナショック前の水準を上回って推移している。そのためIMFによると、資源国の2021年の経常収支はコロナショック前の水準近くまで戻る見通しだ。一方で旅行などのヒトの移動は新型コロナの影響が長引き、本格回復には時間を要するとみられ、タイやトルコなどの経常収支の改善は遅れるだろう。特にタイでは2021年も経常収支の悪化が続く見通しである（図表3右）。

図表3：新興国の経常収支の変化（左）、新興国の経常収支・財政収支の見通し（右）



(注) 左図は、2019年から2020年にかけての変化。右図の経常収支と財政収支の見通しはIMFに基づく。

(出所) IMF、Haver Analyticsより大和総研作成

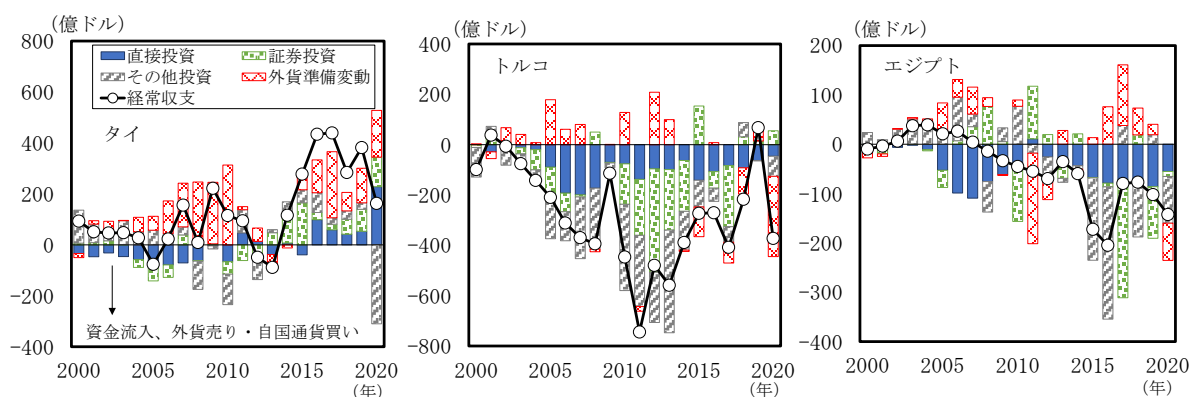
### タイ、トルコ、エジプトの短期資金の動向に要注意

新型コロナによる経常収支への悪影響がしばらく続くと思われるタイやトルコ、エジプトでは、今後米国で金利が上昇した場合に、マネーフローが逆流して経済に悪影響が及ぶ可能性は高いのだろうか。それを判断するためには、金融収支の動きに注目する必要がある。経常収支は、財・サービスなど取引を計上するが、それに伴う資金取引を示すものが金融収支であり、例えば経常収支の赤字が拡大するとき、金融収支にはそれに見合う資金流入が計上されている。

マネーフローを見る場合は、金融収支の中でも短期資金の動向が重要だ。1997～1998年のアジア通貨危機では、銀行融資などの「その他投資」や株・債券などの「証券投資」を通じて、タイやインドネシアなどに直前まで短期資金が流入していたが、その資金が急速に逆流することで危機に陥ったからである。今回も多額の短期資金が流入していれば、マネーフローの逆流が生じやすくなる。

タイ・トルコ・エジプトの金融収支を示したものが**図表4**であるが、タイには足元で「その他投資」を通じた資金が大量に流入しており、注意が必要である。ただし、現在のタイの経常収支は感染拡大後も黒字を維持している。また1997年に変動相場制に移行しており、為替相場を維持するために多額の介入を行う必要性は小さい。介入する場合でも豊富な外貨準備を保有しており対応力も高い。銀行融資を通じた短期資金の動きには注意する必要があるが、仮にマネーフローの逆流が生じても影響は小さいだろう。

図表4：タイ（左）、トルコ（中）、エジプト（右）の金融収支内訳、経常収支



(出所) IMF、Haver Analytics より大和総研作成

トルコの経常収支は2020年にGDP比5%超の大幅な赤字となったが、2021年には同3%台半ばの赤字が見込まれている。トルコでは2010～2017年にかけて短期資金の流入超過が続いたが、近年は流出に転じている年もある。程度は軽いですが、すでにマネーフローの逆流が生じているともいえよう。トルコ中銀は自国通貨リラの下落を食い止めようと為替介入を行っているが、2019年末に771億ドルあった外貨準備は、2021年4月末には455億ドルまで減少した。今後、外貨準備の減少が続いて介入余力がなくなれば、すでにコロナショック前の水準から対ドルで3割以上減価した自国通貨リラの下落がいつそう加速する可能性がある。また、米国の金利上昇がこの流れを後押しすることも考えられる。

エジプトでは外国からの旅行者が減少しているものの、出稼ぎ労働者からの送金が増えたことなどから、コロナ下でも経常収支に大きな変化はない。ただし、2010年代半ばからGDP比で2～6%の経常収支赤字が常態化しており、その半分以上は短期資金の流入によってファイナンスされてきた。外国からの旅行者はすぐに回復しないと考えられることに加え、主な出稼ぎ先の湾岸諸国で自国民の雇用を優遇する動きがあるため今後は労働者送金が減少するという見方

もある。IMFも2021～2022年はGDP比4%の経常赤字が続くことを見込んでおり、このような状況が続けば米国の金利上昇をきっかけにしてマネーフローが逆流するリスクも高まるため、注意が必要であろう。

### 新興国向け融資が焦げ付いても、先進国の銀行への影響は小さい

資金流出をきっかけに新興国向け融資が焦げ付いたり、新興国の債務が不履行になったりすると、債権を保有する先進国にも悪影響が及ぶ可能性がある。ただし、2020年における先進国の銀行の新興国向け与信残高は、金額こそ3.3兆ドルと大きいですが、総与信残高に占める割合は4.5%にすぎない（**図表5左**）。タイやトルコ、エジプトなどの個別の国が占める割合となるとさらに小さく、それぞれ0.18%、0.18%、0.05%であり、仮に損失が生じても銀行の自己資本で吸収できる範囲とみられる。

ただし、自国の銀行がどの新興国にどのくらいの融資を行っているかは、先進国によって異なる。例えば、スペインの銀行は新興国向け融資が総与信の15.7%を占めており、またトルコ向けだけでも1.6%を占める（**図表5中**）。マネーフローの逆流が生じて新興国の経済が悪化する場合、スペインの銀行が受ける被害はとりわけ大きくなる。他方、邦銀の新興国向け与信は全体の2.1%にとどまり、中国やタイなど当面のリスクがあまり大きくない国が上位を占めるため、新興国経済の悪化によって邦銀の財務体質が大きく毀損する可能性は限定的とみられる（**図表5右**）。

**図表5：先進国銀行の総与信残高とその内訳：7カ国合計（左）、スペイン（中）、日本（右）**

7ヶ国合計 (日米英独仏伊西)				スペイン				日本 (信託勘定含む)			
		金額 (100万ドル)	総与信に占 める比率			金額 (100万ドル)	総与信に占 める比率			金額 (100万ドル)	総与信に占 める比率
総与信残高		74,044,601	100.0%	総与信残高		4,115,878	100.0%	総与信残高		23,965,994	100.0%
国際与信残高		21,083,707	28.5%	国際与信残高		2,004,092	48.7%	国際与信残高		4,850,849	20.2%
先進国等向け		17,766,369	24.0%	先進国等向け		1,357,651	33.0%	先進国等向け		4,344,652	18.1%
新興国向け		3,317,338	4.5%	新興国向け		646,441	15.7%	新興国向け		506,197	2.1%
上位 5 新興 地域	中国	565,397	0.8%	上位 5 新興 地域	メキシコ	186,489	4.5%	上位 5 新興 地域	中国	103,303	0.4%
	メキシコ	353,721	0.5%		ブラジル	152,509	3.7%		タイ	102,231	0.4%
	ブラジル	313,161	0.4%		チリ	68,410	1.7%		インドネシア	49,140	0.2%
	インド	221,509	0.3%		トルコ	63,942	1.6%		インド	42,940	0.2%
	ポーランド	199,693	0.3%		ポーランド	61,322	1.5%		マレーシア	21,979	0.1%

(注) 2020年末時点。内訳の先進国等向けにはケイマン諸島等が含まれる。  
(出所) BISより大和総研作成

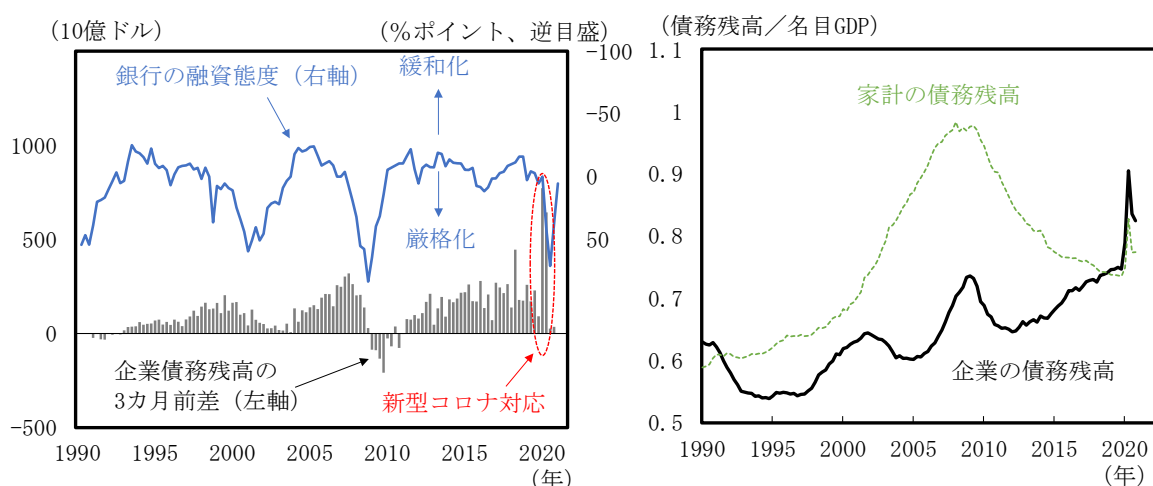
### 3. 米企業の債務負担の増大

#### 緩和的な金融環境と新型コロナへの対応で企業債務が急増

次に、金利上昇がもたらす米企業への影響を考えよう。米国ではリーマン・ショック以降に「高圧経済」ともいわれる緩和的な金融環境が続き、企業は債務を積み増してきた。また、2020年に新型コロナによる売上急減に直面した際も、企業は当面の運転資金等を手当てするため大規模な資金調達を行った（**図表 6 左**）。

その結果、企業の債務残高は GDP 比 0.82 倍とこれまでにない規模まで高まり、家計のそれを上回った（**図表 6 右**）。信用力の低い企業による社債（ハイイールド債）発行や、それらの企業向けの融資（レバレッジドローン）はコロナショック前から伸びており、レバレッジドローンを証券化した商品（Collateralized Loan Obligation, CLO）も投資家の中で人気を集めてきた。なお、2008年のリーマン・ショックの背景には、家計債務の急増とサブプライム住宅ローン担保証券の発行増があったが、現在の家計債務は GDP 比で大きく低下した。米国ではバランスシート調整を進めた家計に代わって、企業が債務を増やしてきたのである。

**図表 6：銀行の融資態度と企業の債務残高の3カ月前差（左）、企業の債務残高対 GDP 比（右）**



(出所) FRB、BEA、Haver Analytics より大和総研作成

#### 金利が急騰すれば支払利息が収益を圧迫し、銀行の不良債権も増加

低金利環境が続く中での債務の積み増しや、コロナ下での資金繰り対応で債務を増やしたことは、企業にとって合理的な判断であった。しかし、債務を増やせば利払い負担も増加する。これまでは金融緩和によって金利が低く抑えられていたが、金利が今後上昇するのであれば、利払い費が徐々に企業収益を圧迫していく。それが過大になれば、銀行融資が不良債権化したり、社債のデフォルトが発生したりしてしまう。

本稿執筆時点で 1.5%程度の長期金利が、数カ月後に 3~5%へ上昇することは想定しづらいが、今後 5~10 年程度かけて同程度の水準に上昇する可能性は十分考えられる。その場合に企業の利払い負担や銀行の不良債権比率がどのようになるかを推計したものが**図表 7**である。米



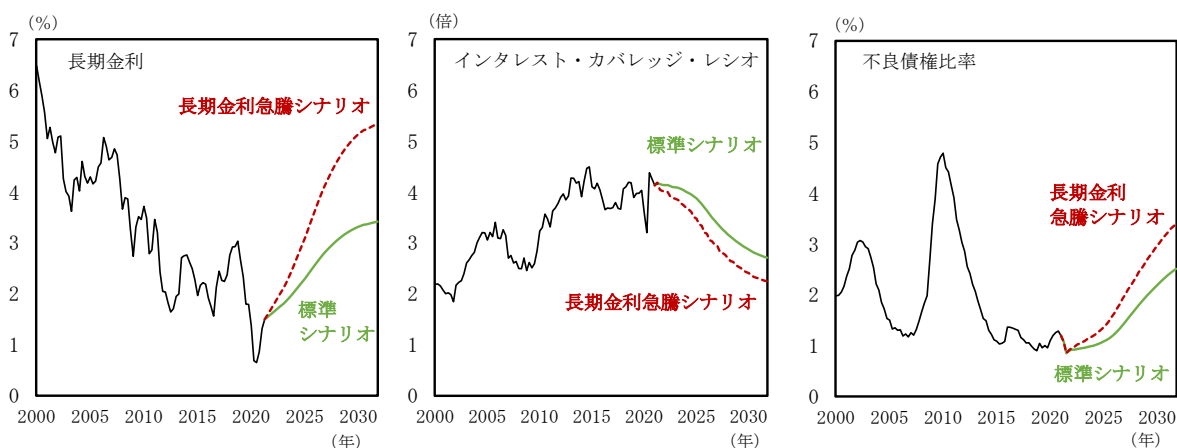
議会予算局の財政推計を参考にしつつ、長期金利が 2030 年頃に 3% 台前半に達するケースと（標準シナリオ）、その 2 倍のスピードで長期金利が上昇して 2030 年頃に 5% 台前半となるケース（長期金利急騰シナリオ）を想定した。なお、企業の支払利息の負担を示す指標には、インタレスト・カバレッジ・レシオ（営業利益÷支払利息）を用いた。

これを見ると、まず、現在の企業の財務体質は健全であることがわかる。過去の IT バブル崩壊（2002 年）やリーマン・ショック（2008～2009 年）の際には、インタレスト・カバレッジ・レシオは 2.0～2.5 倍程度まで低下した。これに対して、コロナショック（2020 年）では、最も営業利益が厳しい時期でもインタレスト・カバレッジ・レシオは 3 倍程度までしか下がらなかった。足元では営業利益が回復した一方で、支払利息が抑えられているため、4 倍程度まで回復している。

しかし、金利上昇が本格化する場合、支払利息が営業利益を上回るペースで増加するため、インタレスト・カバレッジ・レシオは低下していくと推計される。推計期間最後の 2031 年末時点のインタレスト・カバレッジ・レシオは、標準シナリオで 2.7 倍程度、長期金利急騰シナリオでは 2.3 倍程度とリーマン・ショック時の水準（2.5 倍程度）まで財務体質が悪化する。

その結果、不良債権の増加が見込まれる。米連邦預金公社（FDIC）によれば、現在の銀行融資残高（商工業・建設等向け）は総額 4 兆ドル程度で、不良債権比率は 1.2%（480 億ドル程度）である。インタレスト・カバレッジ・レシオの動きから単純に計算すると、不良債権比率は緩やかに上昇していき、2031 年末時点には、標準シナリオで 2.5% 程度（1,600 億ドル程度）、長期金利急騰シナリオで 3.4% 程度（2,100 億ドル程度）になる。

図表 7：米国の長期金利（左）、インタレスト・カバレッジ・レシオ（中）、不良債権比率（右）



（注）標準シナリオにおける長期金利は、米議会予算局（2021 年 2 月）の想定に基づく。長期金利急騰シナリオは、長期金利上昇のスピードを標準シナリオの 2 倍に想定。推計期間中の営業利益と債務残高は米議会予算局の名目 GDP を用いて延伸。インタレスト・カバレッジ・レシオは、FRB “Financial Accounts” における非金融法人企業の（営業利益＋受取利息）÷支払利息で算出。推計期間中の支払利息は、企業債務の満期構成等を勘案して算出。

（出所）FRB、米議会予算局より大和総研作成

なお、米国では社債の発行を通じた資金調達が多く、発行残高は 7 兆ドル程度と銀行融資を

上回る。将来の社債のデフォルトは金融市場の動向にも依存するので、その金額を求めることは難しいが、企業の財務体質の悪化度合いから簡単に計算してみよう。

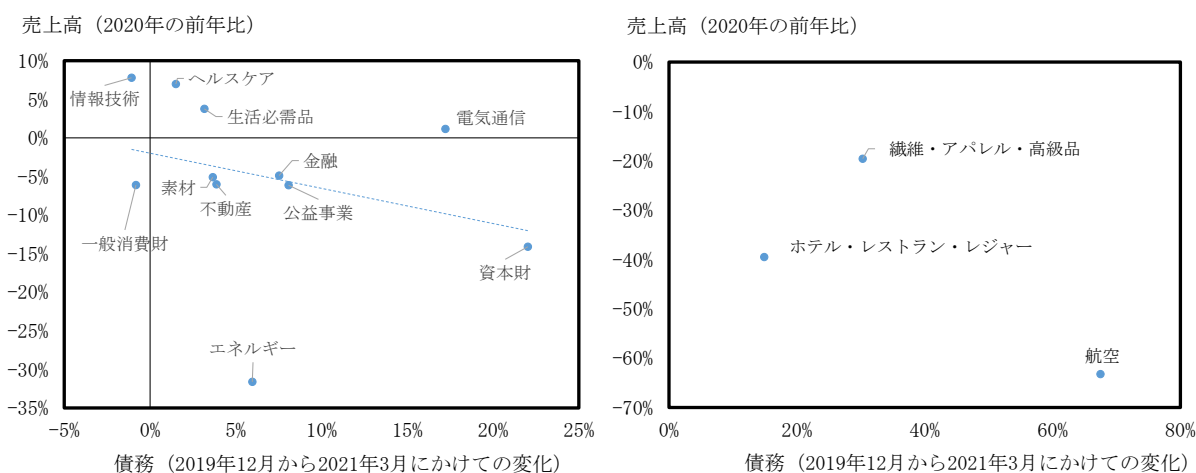
長期金利急騰シナリオでは、米企業のインタレスト・カバレッジ・レシオは推計期間の最後である 2031 年に 2.3 倍程度に低下するが、これは現在の投資不適格企業の数値と同程度である。投資不適格企業の社債のデフォルト率は 4.2% 程度なので、この比率をシナリオの社債発行残高に単純に当てはめると、4,700 億ドル程度のデフォルトが発生することになる。リーマン・ショック（2008～2009 年）でデフォルトした社債の金額は全世界で 1 兆ドル強だったが、その半分弱の規模が米国で発生する計算になる。

### 対面サービス業や旅客運送業では金利上昇の悪影響が大きくなる見込み

企業の財務状況は、業種によって大きく違うことも忘れてはならない。図表 8 左は S&P500 の業種別に売上高と債務の変化を示したものであるが、新型コロナの影響によって売上が落ち込んだ業種ほど、手元資金を調達するために債務を積み増す傾向が見られる。なお、売上が増加した電気通信やヘルスケア、生活必需品の業種でも債務が増加しているが、これらの業種では、コロナ下での積極的な事業拡大のために資金調達をした面もあると考えられる。

とりわけ、新型コロナの影響で利用客が減少したホテル・レストラン・レジャーなどの対面サービス業、外国への渡航制限の影響を受けた航空などの旅客運送業では、債務の増加が大きい。また外出の機会が抑制される中で繊維・アパレル・高級品も売上が減少し債務が大幅に増加した。（図表 8 右）。このような業種では、金利上昇が本格化した場合の利払い負担も非常に重くなる。

図表 8 : S&P500（業種別）の売上高と債務



（注）売上高は 2020 年の前年比。債務は 2019 年 12 月から 2021 年 3 月までの変化率。図表右の航空は資本財セクター、繊維・アパレル・高級品、ホテル・レストラン・レジャーは一般消費財セクターに含まれる。

（出所）S&P, Haver Analytics より大和総研作成

米国ではワクチン接種が進んでいるが、新型コロナの影響が完全になくなったわけではない。

一部の業種では過剰な債務を抱え、売上の回復が不十分な状態が続いている。そのような状況で長期金利の上昇が進む場合、経営はいつそう苦しくなってしまうだろう。

新型コロナによって経常収支が悪化した一部の新興国や債務を大きく増加させた特定の米企業では、米国の金利上昇に対して特に脆弱になっている可能性がある。新型コロナ感染が収束しても経常収支や財務体質が以前の状況に戻るとは限らず、米国の金利上昇がこれらの新興国や企業に与える影響には注意しておく必要がある。