

コロナ禍はアジアのアパレル・フットウェア企業のバランスシートにどのような影響を及ぼしたか？

企業と市場

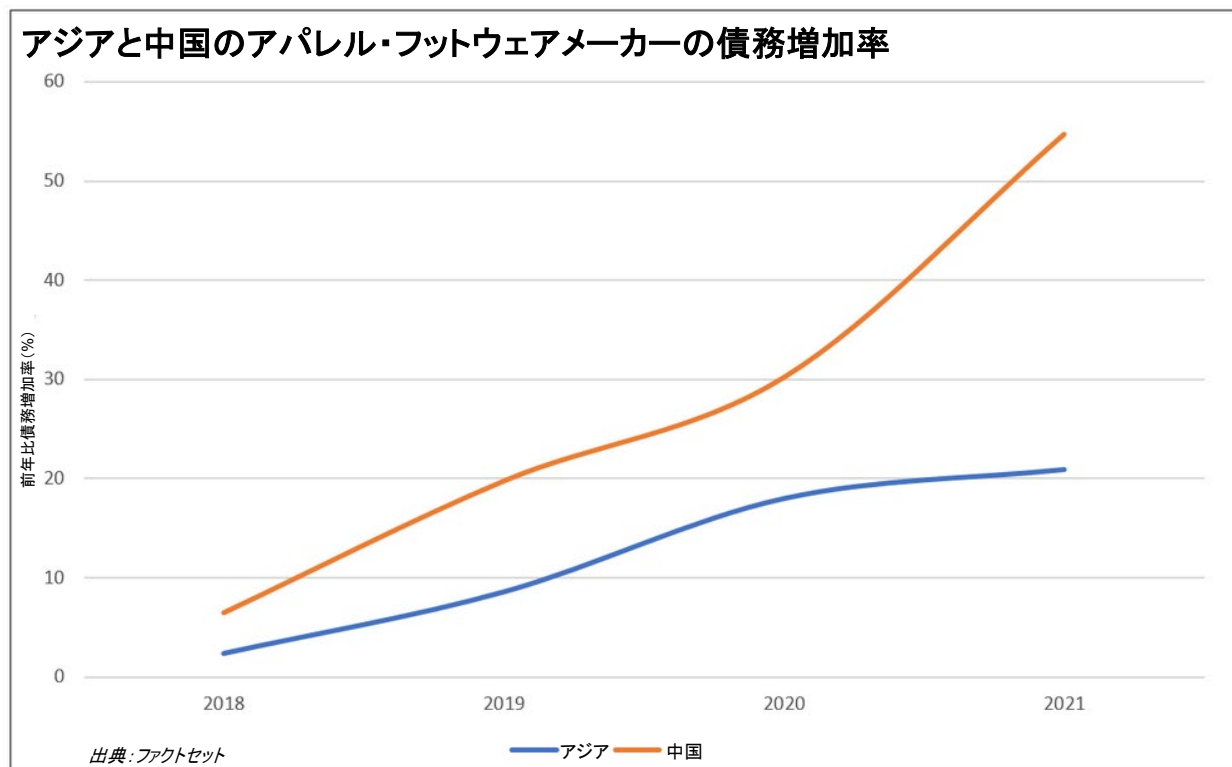
執筆者：ダニエル・クーパー | 2022年7月27日

国連商品貿易統計データベースによると、2021年には全世界で5,821億ドルのアパレル・フットウェア関連商品が製造され、輸出されました。アジア太平洋地域は全世界の輸出の61%を占めています。前回の記事では、アジアのアパレル・フットウェアメーカーの最新の売上実績や今後3年間の売上高成長について、アナリスト予想を検討しました。

今回は、企業のバランスシートを詳細に検討し、コロナ禍において企業の財務構造がどのように変化したかを詳しく把握します。

増大する債務

アジア地域において最も負債規模が大きい企業群を調査すると、コロナ禍以前の数年間に負債が着実に増加していました。2020年にコロナ禍で企業が窮地に陥ると、事態に対応するため新たな負債がバランスシートに追加されることとなりました。アジア全体での債務増加率は2020年に18%となり、2021年には21%へと上昇しました。



2017 年以降について負債の複利効果を考えると、アジア地域全体では企業のバランスシートの負債が約 60%増加したことになります。

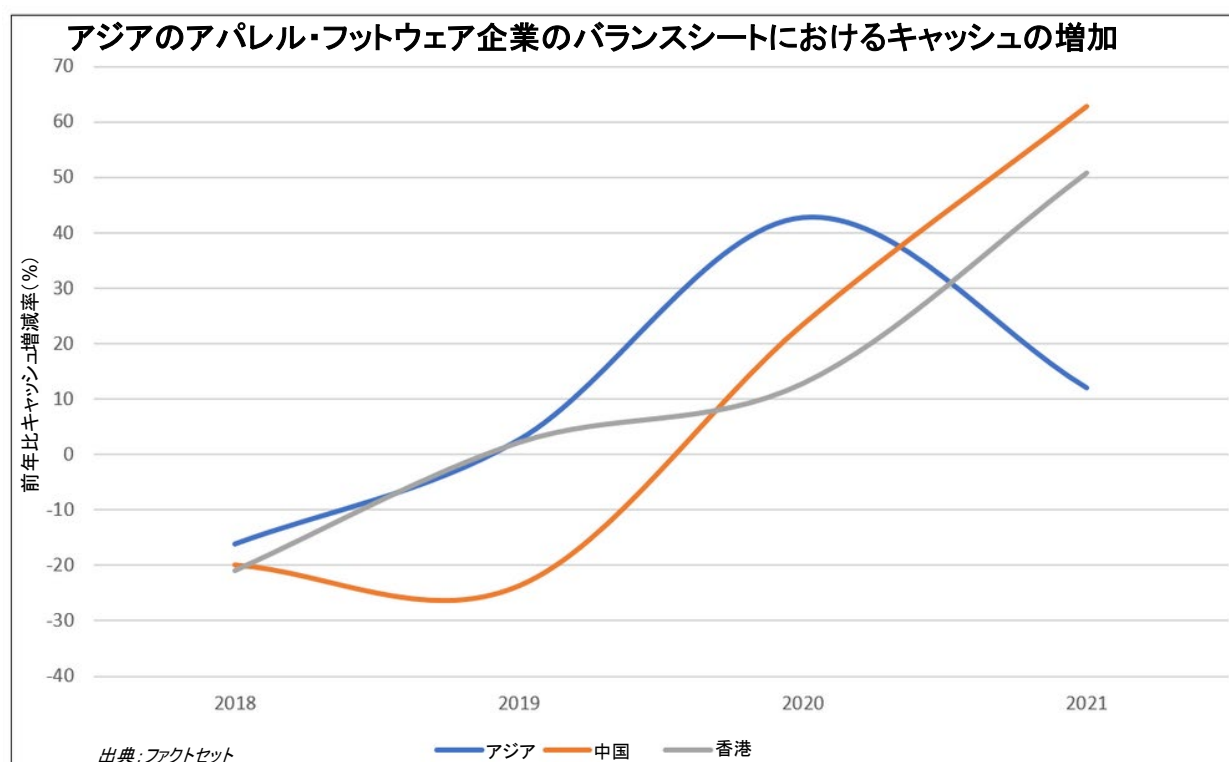
中国企業はアジア地域で最も負債規模が大きく、アジア地域全体の指標と比較すると、より積極的に新規の負債を導入してきました。中国企業の負債は 2018 年に約 7%増加し、2019 年には約 20%増加しました。新規債務は 2020 年にも 30%以上急増し、2021 年は 55%という驚異的な増加水準となりました。

累積で見ると、この地域の債務は 2017 年以降に 60%増加しており、特に中国の債務は 166%もの増加となっています。

こうした新規負債によって直近の日常的な取引ニーズには対応できたかもしれませんが、長期的な影響について慎重に検討する必要があります。今後、どの戦略的投資の優先順位を下げるべきであり、企業全体の収益にはどのような影響が生じるのでしょうか？

手元キャッシュの増加

アジア地域において最も流動性が高い企業群に着目すると、コロナ禍以前は多くの企業がキャッシュを消費していましたが、コロナ禍の時期にはバランスシート上のキャッシュを大きく増加させました。アジアの製造企業はこうしたキャッシュ注入の大半を2020年中に行いましたが、中国と香港の企業は2021年にもキャッシュを積み増しています。



アジア全体の指標で見ると、バランスシートへの新規キャッシュ注入は2021年になると落ち着きました。これは、各企業が必要と考えていた流動性を達成したことを示している可能性があります。キャッシュ比率が大きく見える企業もありますが、手元キャッシュを売上高に対する比率で表示すると、2017年とほぼ同水準になっています。2021年の売上高が上振れしたことが主な理由です。

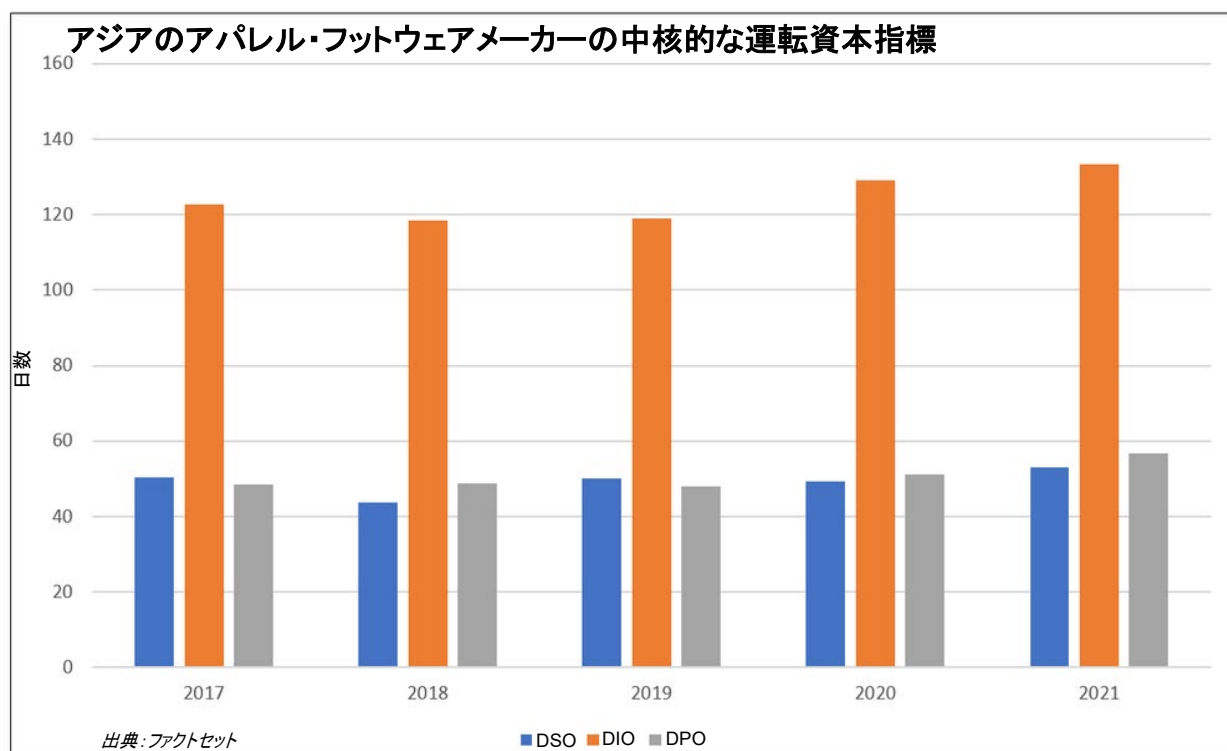
運転資本の仕組み

運転資本は、本質的に80%が業務に関係しています。競争力を維持するには、強力な業務体制を確立し、継続的な見直しと調整を行うことが重要です。銀行商品を利用すれば、ある種の負担

を軽減したり、バランスシート上の資本を生み出したりすることは可能ですが、効率化の責任はやはり業務部門にあります。効率化の例としては、在庫の滞留期間を最小化するといった基本的なことや、バイヤーからの支払サイトをサプライヤーへの支払サイトより短くすることなど、様々な方法が挙げられます。

こうした業務の効率化により、バランスシート上で自己資本に加わる負担が軽減されます。成長過程にある企業にとっては非常に重要です。企業がバイヤーから支払いを受ける前にサプライヤーへの支払いを行わなければならない場合、バランスシート上のキャッシュは減少します。運転資本の仕組みを正しく理解することは、企業の安定した業務環境を作るための基本です。

下図は、3つの中核的な運転資本指標について、アジア全体の実績値の中央値を示したものです。その指標とは、売掛金回転日数（DSO）、在庫回転日数（DIO）、仕入債務回転日数（DPO）の3つです。何より目立つのは、これらのメーカーの在庫が2018年以降一貫して増加しており、在庫の保有期間も著しく長期化していることです。在庫のほとんどが原材料ですが、その背景にあるのは、一部大手ブランドの厳しい納期に対応するためにサプライヤーは原材料在庫を保有しなければならないという事情です。



アパレル・フットウェア業界の小売部門に混乱が生じていることを考えれば、2020年以降の増加は驚きではありません。地域の中央値を見ると、この2年間ではわずか数日分の増加にとどまっていますが、中国のデータではメーカー在庫の増加が33日分にも達しています。

サプライヤーへの支払サイトに着目すると、サイトの中央値は2020年の51日から2021年の57日へと長期化しています。また、同期間におけるアジア地域の全業種を見ると、サプライヤーへの支払サイトは57日から49日へと短縮されています。アパレル・フットウェアメーカーの傾向が地域全体の傾向に逆行しているのは、これらのメーカーがコロナ禍の時期に大きな抑圧を受けていたことを表している可能性があります。サプライヤーへの支払サイトを短縮すると、通常はバランスシート上のキャッシュを消費することになりますが、サプライチェーンにおける健全な流動性の確保に貢献する可能性もあります。

バイヤーの支払サイトにも同じ傾向が生じています。アジア全域において、この業界では2020年から2021年にかけてサプライヤーの受取サイトが4日分長期化したのに対し、この地域の全業界で見るとサプライヤーの受取サイトは同期間に10日分短縮されています。受取サイトが短縮されると、バランスシート上で自己資本に加わる負担は軽減されることになります。

コロナ禍が落ち着いて余裕が生まれたならば、メーカーは運転資本の状況を適切に見直さなければなりません。バランスシートの状況に応じて、運転資本の効率化と最適化を優先して進める必要があるでしょう。サプライヤーへの支払いより前にバイヤーから入金を受けるというモデルを目指すことにより、事業にはすぐに余裕が生じ、成長の再開に向けた余地を確保することができます。

金利に関する状況

金利に関する状況は日々変化しています。利上げ情勢と年末の予測は、どちらもリアルタイムで変わっています。現在の予測通りに年末時点で低金利が実現しているかどうかについて、確信を持つのは難しいところです。

各国政府が現在直面しているインフレ圧力は近年例を見ないものであり、これを抑制できる手段はごく限られていますが、金利はその一つです。

世界の政策金利

国	現行金利	直近の変更 (BP)	発効日	2022年第3四 半期(予想)	2022年通 期(予想)	次回会合予 定日
G7						
カナダ	2.50	100	2022年7 月14日	2.75	3.25	2022年9 月7日
ユーロ 圏	0.50	50	2022年7 月27日	0.75	1.00	2022年9 月8日
日本	-0.10	-20	2016年1 月29日	-0.10	-0.10	2022年9 月22日
英国	1.25	25	2022年6 月16日	1.75	2.12	2022年8 月4日
米国	1.75	75	2022年6 月16日	3.00	3.50	2022年7 月27日
アジア太 平洋						
オース トラリ ア	1.35	50	2022年7 月6日	2.00	2.42	2022年8 月2日
中国	3.70	-10	2022年1 月20日	3.60	3.70	-
香港	2.00	75	2022年6 月16日	3.25	3.75	-
インド	4.90	50	2022年6 月8日	5.50	5.38	2022年8 月4日

	インド ネシア	3.50	-25	2021年2 月18日	4.00	4.25	2022年8 月23日
	日本	-0.10	-20	2016年1 月29日	-0.10	-0.10	2022年9 月22日
	マレー シア	2.25	25	2022年7 月6日	2.50	2.50	2022年9 月8日
	ニュー ジーラ ンド	2.50	50	2022年7 月13日	3.00	3.50	2022年8 月17日
	フィリ ピン	3.25	75	2022年7 月14日	3.00	3.50	2022年8 月18日
	韓国	2.25	50	2022年7 月13日	2.25	2.50	2022年8 月25日
	スリラ ンカ	14.50	100	2022年7 月7日	-	-	-
	台湾	1.50	12	2022年6 月15日	1.75	1.88	2022年9 月22日
	タイ	0.50	-25	2020年5 月22日	1.00	1.00	2022年8 月10日
	ベトナ ム	2.50	-50	2022年10 月1日	4.25	4.50	-

データ：2022年7月26日現在

出典：ファクトセット

金利が上昇し始めると、主に3つの問題が発生します。

1. 政府はインフレの抑制手段として金利を利用します。その正味の影響として、消費者の使える金が減少することにより、輸入製品に対する需要が基本的に減少します。アパレルや

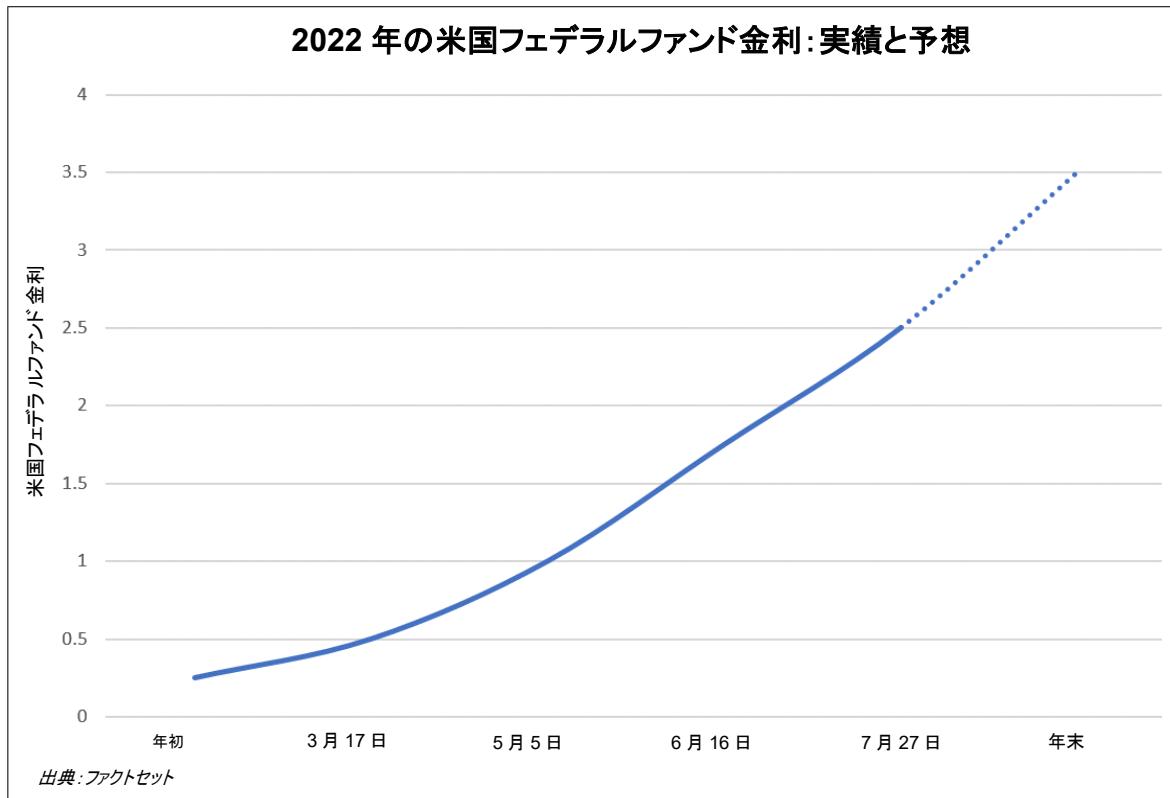
ソフトウェアのような一般消費財産業にとって、そうした消費意欲の減退は大きな打撃となるでしょう。

2. 金利の固定化やヘッジを行わない限り、借入コストは増加します。多額の新規負債を導入したメーカーにとって特に重要な問題となります。
3. 高い利回りの投資対象が容易に入手できるようになるため、低金利下で企業が調達した社債は、投資家にとっての魅力が大きく減退します。企業はこれを差し迫ったリスクとは考えないかもしれませんが、企業が新規に負債を調達する手段としての社債について、銀行が引受に消極的になる可能性もあります。

中国本土に拠点を置くサプライヤーは、借入のほとんどを人民元で行っていると考えられますが、中国金利については比較的穏当な見通しとなっています。とはいえ、そのようなサプライヤーは、ここ数年で特に多額の債務を導入しています。

最も大きいリスクにさらされているメーカーは、短期の米ドル建て借入を行っているメーカーです。長期債務を選択したメーカーは、固定金利の借入コストについて交渉する余地があります。

2022年初の米国フェデラルファンド金利は0.25%でした。この3カ月間で3回の利上げが行われ、そのうち6月の利上げ幅は最大の75bp（ベースポイント）となりました。本稿執筆時点の金利は1.75%であり、7月27日には再び75bpの引き上げが実施されると市場は予想しています。コンセンサス予想では、2022年末のフェデラルファンド金利は3.5%ですが、年初から現在に至るまで予想は絶え間なく変動しています。



以上を考慮すると、中国で最も負債規模の大きい企業群は、前回の報告期間中に平均で8,730万ドルの負債を積み増していることとなります。すべて基準金利+175 bpの米ドル建て融資だとすると、年初時点では、これらの新しい負債から発生する金利負担は年間175万ドルでした。現在の金利では、年間310万ドルに増加しています。年末に金利が3.5%になった場合、年間460万ドルになります。

年初から年末（予想）までの期間について、米ドルベースの金利で見ると、支払利息は280万ドル増加することになります。そして、これは新規に調達した負債の平均額に対するコストにすぎないのです。

本シリーズの次回の記事では、業績回復の手段について検討し、企業が優先的に取り組むべき経営レベルの課題を提案します。

このシリーズの他の記事：[コロナ禍がアジアのアパレル・フットウェア業界に与えた影響](#)

本ブログ記事は第三者である寄稿者が執筆したものであり、ファクトセットの意見を反映しているとは限りません。本ブログ記事に記載された情報は法務、税務、投資に関する助言ではありません。ファクトセットは投資の推薦または推奨を一切行っておらず、本記事に記載された情報に基づいてなされた行為または不作為に直接または間接に関係して生じた結果に対して一切責任を負いません。

ダニエル・クーパー (DANIEL COOPER)

アルバ・キャピタル (ALBA CAPITAL) 創業者

ダニエル・クーパー氏は、香港を拠点とするアルバ・キャピタルの創業者です。アジア太平洋や周辺地域の企業を対象として、見逃されがちな事業的側面から運転資本の最適化方法を把握できるように支援しています。それ以前は HSBC に 24 年間在籍し、様々な役職で全世界の企業を対象とする運転資本の支援業務に従事しました。キャリアの後半では、サプライチェーンファイナンスのグローバル責任者や運転資本アドバイザーのアジア責任者を務めました。クーパー氏は UCE (現バーミンガムシティ大学) で応用ソフトウェア工学の理学士号を取得しています。