

2021. 8 No.112

三井住友信託銀行

調査月報



時論

サステナブルファイナンスの急成長は持続可能か.....1

経済の動き

ワクチン普及に伴う個人消費の主役交代

～耐久財消費から対面型サービス消費へ～.....3

オーストラリア経済と金融政策の行方.....11

産業界の動き

増益基調が曲がり角を迎えたゼネコン業界

～工事量減少と労務逼迫への対処を考える～17

時論

サステナブルファイナンスの急成長は持続可能か

持続可能な経済・社会を目指すグローバルなマネーの流れが急拡大している。政府や企業などの ESG(環境・社会・企業統治)に関する取組みを後押しする「サステナブルファイナンス」である。

同市場のうち、主に証券形態の「サステナブル投資(ESG 投資とも呼ぶ)」は 2015 年に国連が主導した「PRI(責任投資原則)」を起点に拡大が始まり、世界サステナブル投資連合(GSIA)によれば 2020 年調査の残高が 35.3 兆ドルに達した。さらに、最近では各国政府・企業の温室効果ガス排出ネットゼロ宣言を受けた「グリーン調達」に加えて、2020 年以降は新型コロナ対策の財源確保に向けた「ソーシャル調達」が大きく伸長している。ブルームバーグと IIF(国際金融協会)によれば、これら債券や融資形態での「サステナブル(負債性)調達」の残高は 2021 年3月末に世界全体で 2.3 兆ドルと、前年比で 1.6 倍に急増した。

日本のサステナブルファイナンスも成長軌道に乗りつつある。日本サステナブル投資フォーラムによれば、同残高は昨春の株価下落でやや減少したものの、2020 年3月末に 310 兆円を超えている。資産の中身も従来の株式主体から、債券や融資、不動産などの組入れが目立ってきた。一方のサステナブル調達の残高も 2021 年3月末に 560 億ドルに達し、先進諸國中 10 番目の規模となった。調達の手段も債券中心から融資形態に広がりつつある。

菅首相の「2050 年カーボンニュートラル宣言」を踏まえ、政策・監督当局もインフラ整備を積極化している。関係省庁連携により「クライメート・トランジション・ファイナンスに関する基本指針」(2021 年5月)、金融庁から「ソーシャルボンドガイドライン(案)」(同7月)も公表された。それら全体を包含するサステナブルファイナンスについても、金融庁主催の「有識者会議最終報告」(同6月)で①企業開示の充実、②市場機能の発揮、③金融機関の投融资先支援とリスク管理の必要性が掲げられた。日本銀行も6月の政策決定会合で、世界に先駆け、金融機関による「気候変動対応投融资」に資金供給する方針を表明した。同じく6月施行の「コーポレート・ガバナンス・コード改訂版」では、プライム市場上場会社に TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)提言などに基づく気候変動情報開示の充実を求めている。

このように急拡大するサステナブルファイナンスであるが、「グリーンウォッシング」、すなわち実効性が乏しいにも拘らず環境改善を装う行為や、「ESG ラベリング」、つまり ESG を掲げるだけで金融資産・商品に需要が集まる状況など、市場の一部には混乱や過熱感も見られる。一過性のブームに終わらず、息の長い成長過程に移行させるためには、より踏み込んだ課題解決とインフラ整備が必要である。

最も重要な課題の一つは、ESG 情報開示とそれを踏まえた ESG 評価・格付に関するものであろう。

第一に、開示情報と評価・格付共にバラつきが大きいことである。最近の分析によれば、格付会社の信用格付は相関が高くほぼ一致しているのに対し、ESG 評価会社の格付スコアは相関がかなり低く、特に G(企業統治)要素に乖離が目立つ。要因分解すると、評価会社毎に ESG の評価項目が異なることが 35%、各項目で採用する指標が異なることが 40% 寄与していた。別の調査からは、①ESG 評価・格付では理論とは逆に開示情報が増すほど評価格差が大きくなる、②その結果、ESG 格付変更に対する市場の見方が分かれば株価の変動幅が拡大する、③企業もより重要な「成果物(Outcome)」ではなく評価が容易

な「取組み(Input)」の開示に傾斜するという負の効果が認められた。いずれも、ESG 情報の開示基準の不統一や ESG パフォーマンスの評価手法の未確立に起因すると考えられる。

第二に、ESG 情報・評価と ESG 投融資パフォーマンスの関係である。企業価値や株式投資は複数の先行研究からも ESG 開示が多く評価が高いほどパフォーマンスが良いという正の相関がおおむね認められるものの、債券や融資ではそこまでの強い関係性は見出されていない。債券や融資の価格変動は上昇が限られ下落リスクがより重視されるため、E(環境)要素の「グリーンプレミアム」より「ブラウンディスカウント」、S(社会)項目の「ホワイトプレミアム」より「ブラックディスカウント」に偏りがちである。他方、同じ気候変動でも物理リスクの開示は不確実性の低下を通じて信用スプレッドを縮小させるが、移行リスクの開示は強いリスク認識に繋がリスプレッドを拡大させるという結果が得られている。金融資産や開示内容によって反応や成果が異なり、よりきめ細かな開示や評価が必要になることを示唆している。

第三に、自主開示に委ねるのか法定開示を強いるのかである。AI を活用した実証では、自主開示を推奨する「TCFD 最終報告」の前後で情報量は約2%程度しか増えなかったのに対し、一部義務化したフランスでは有意に情報量が増えたことが判明した。その他の研究でも、ESG 情報の法定開示化は ESG 報告の質と量の充実、特に消極的な企業の開示改善を促し、アナリストの業績予想の精度向上に寄与することが確認された。ESG 情報について一定範囲で法定開示化を進めていくことを支持する材料である。

こうした研究成果や実務・市場関係者の要請を受けて、ESG 開示・評価の基準統一に向けた動きも始まっている。2020 年9月に世界経済フォーラムの評議会、米サステナビリティ会計基準審議会(SASB)などの民間5団体(Group of Five)、国際会計基準(IFRS)財団が相次いで提言や協議文書を公表した。共通するのは、各種の基準を連携・集約し、一貫性・比較可能性・信頼性を向上させるという観点である。とりわけ、IFRS 財団が「国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)」を新設し、気候変動開示を最優先課題(Climate-first)として財務情報と連動・拡充する意思を明確にしたことは大きな推進力となろう。

今3月、米 SEC(証券取引委員会)も気候変動情報開示に関する意見募集に乗り出し、先行する EU では金融商品に関する「サステナブル開示規則(SFDR)」の適用が始まった。法定開示化の流れである。6月のG7財務相・中銀総裁会議でも TCFD 提言に沿った気候関連財務開示の義務化が支持された。

他方、ESG 評価会社の方も大手の情報サービス会社や格付会社などを主体に統合・集約され評価手法の収斂が実質的に進んだほか、ユーザー調査などから信頼性や利便性の優劣も見えてきている。

ESG 情報開示とその評価に関するグローバルな統一・収斂の取組みは大きな前進である。ESG 取組みのマテリアリティ(重要課題)は時期や情勢、業種や企業に応じて大きく変動する、言わば「ムービングターゲット」である。従って、環境最優先でコンセンサスが得られる領域を段階的に社会・企業統治に拡大させていくアプローチは理に適っている。ESG 情報開示に何も共通項がない状況は開示負担の増大をもたらすが、行き過ぎた画一化によって肝心の多様性(Diversity)を失っても意味がない。但し、最終決着までには時間が必要であり、継続的な取組みが不可欠である。

サステナブルファイナンスは大きな節目を迎えている。伸び盛りの「成長痛」を克服して、次なる発展段階に移行できるかどうかは現下の取組みが成就するかどうかにかかっている。まさに、サステナブルファイナンスのサステナビリティ(持続可能性)が問われている。

(上席理事 調査部 主管 井上 一幸 : Inoue_Kazuyuki@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

ワクチン普及に伴う個人消費の主役交代

～耐久財消費から対面型サービス消費へ～

<要旨>

国内でも新型コロナウイルス感染症に対するワクチン接種が進展しており、2021 年 10～12 月期にも接種率(規定回数の接種完了者)は 60～70%に達する見込みである。それに伴い、経済活動の再開は一段と進むことになる。

個人消費は、2020 年 4～6 月期を底に回復に向かってきた。これまでは、在宅時間の増加に伴う巣籠もり需要などを背景に家具や家電、自動車などの耐久財が回復の牽引役だった。今後は、ワクチン接種が進めば、感染拡大防止策が重石となっていた外食・交通・教養娯楽などの対面型サービス消費が、個人消費回復の主役となる。

しかし、外出自粛の下で蓄積された貯蓄が取り崩され、個人消費を押し上げる効果は限定的とみる。今後回復する消費は、これまで抑制されてきた分野に限られ、また回復の中心となる対面型サービス消費ではペントアップ需要(繰越需要)は顕在化しにくいいためである。また主要国に比べて低い日本の消費者マインドも重石となろう。

1. はじめに

新型コロナウイルス感染症(以下、新型コロナ)の世界的な流行が始まってから既に1年以上が経過した。その間、繰り返される感染再拡大によって、諸外国ではロックダウン(都市封鎖)、日本国内では緊急事態宣言などの度重なる行動制限が実施されてきた。

2020 年春先こそ、未知の感染症に対する警戒から幅広く経済活動が制限されたが、その後の感染拡大防止策は感染リスクの高い行動の抑制に重点が移され、景気は回復してきた。そして現在、当初は普及までに数年かかるとされたワクチンの接種が各国で進み、景気回復のフェーズは次の段階に進もうとしている。本稿では、主要国におけるワクチン接種の状況について確認した後、日本国内において感染症対策の影響を最も受けてきた個人消費の先行きについて考察する。

2. ワクチン接種の進展と人出の回復

主要国のワクチン接種状況について確認すると、7月18日現在、米国・英国はともに50%前後、次いでユーロ圏は40%台前半に達している。日本は、ワクチン供給が遅れる中で接種体制の構築に時間を要したものの、6月に入ってからは大規模接種センターの設置や職域接種の開始などが相まって、接種ペースは欧米並みまで加速している。足下のトレンドにて延長すると、日本の接種率が60～70%に到達する時期は2021年10～12月期と試算される(次頁図表1)。ワクチン供給量の減少に懸念が生じているものの、仮に接種ペースが80万回/日程度に減速したとしても、年内の到達が可能とみる。各種調査ではワクチン接種希望者は6割強となっており、政府目標である

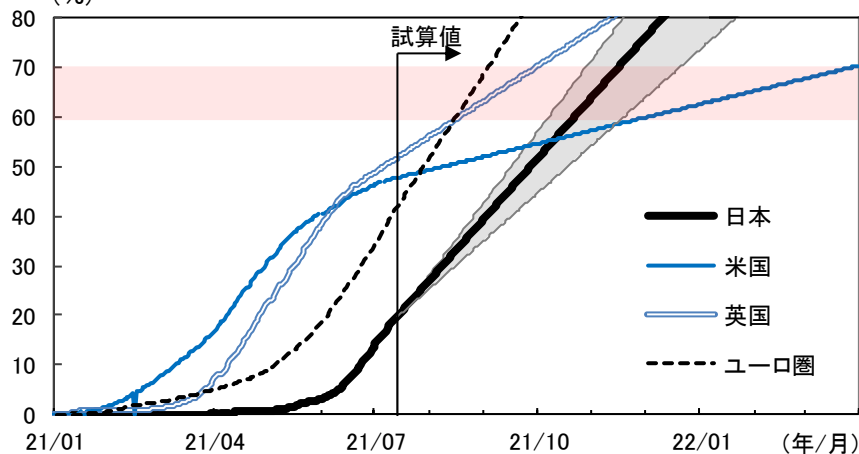
「10～11月までに希望者全員の接種完了」の達成も同時に視野に入る。

ワクチン接種が進むことで新規感染者数が抑制される他、人々の感染リスクに対する警戒感は緩和されよう。また変異株の流行で新規感染者数が増加したとしても、ワクチン効果で重症者数や死亡者数の増加が抑制されていれば、ロックダウンや緊急事態宣言などの行動制限を解除することが可能となる。実際、英国では、変異株の影響で6月に入ってから新規感染者数が再び急増しているものの、死亡者数は低位に抑えられたままであり、大部分の行動制限を7月中に解除することを決定している。

人々の感染への警戒感が和らぎ、新規感染者数および死亡者数の抑制が図られれば、人出は活発化し、経済活動の再開が進むことになる。欧米では、ワクチン接種の進展につれて3～4月頃から人出の回復ペースが加速した(図表2)。

図表1 新型コロナのワクチン接種率（接種完了者の人口に占める割合）

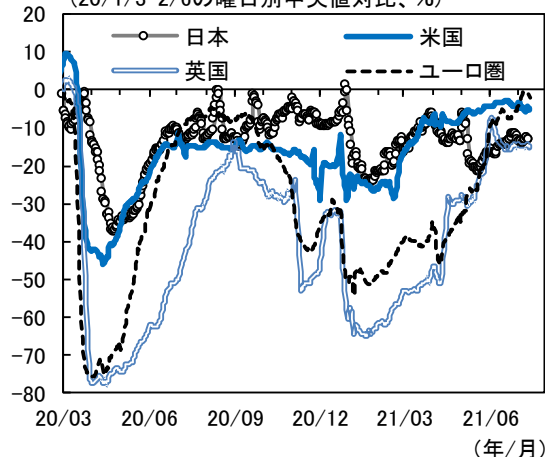
(%)



(注)Fully Vaccinated People per Hundred の値。ユーロ圏は人口ウェイトでの加重平均値。
 想定は足下のトレンドを延長。日本のバンドは日次の接種ペース 80 万回～120 万回。
 (資料)CEIC、Our World in Data

図表2 人出(飲食・娯楽施設)

(20/1/3-2/6の曜日別中央値対比、%)



(注)7日移動平均値。ユーロ圏(キプロス除く)は人口ウェイトによる加重平均値。
 (資料)CEIC、Google

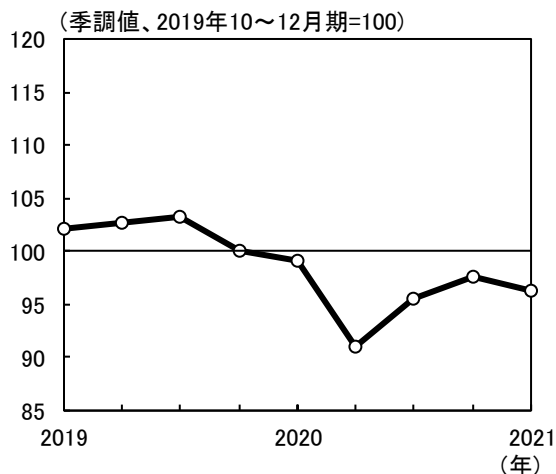
3. 個人消費回復の先行き

日本の GDP において個人消費は5割超を占めており、景気回復の力強さや持続性を考える上では最も重要な項目である。ワクチン接種の進展で回復が見込まれる人出の活発化を踏まえ、今後の個人消費の行方についてみていきたい。

これまでの個人消費は、全体でみると 2020 年4～6月期を底に徐々に回復傾向を示し、2021年に入ってから足踏みをした状態となっている(次頁図表3)。足下の個人消費の水準は、感染拡大前(2019年10～12月期)の96%と、依然として大きく下押しされている。

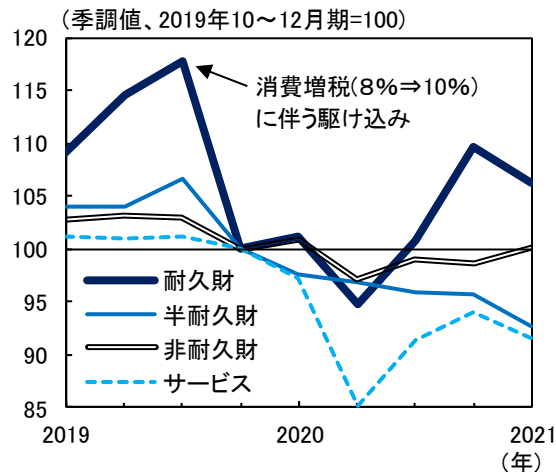
形態別の内訳をみると、その動きは 2020 年春先とその後で変化がみられた(次頁図表4)。初めて緊急事態宣言の発出された 2020 年4～6月期には、形態を問わず個人消費全般が減少した。新型コロナとの向き合い方について浸透しておらず、生活必需品を含め買い物全般に関して外出が抑制されたことや、オンラインショッピングなどへの移行も途上であったためであろう。

図表3 個人消費(SNA)の動き



(注)民間最終消費支出。
(資料)内閣府「四半期別 GDP 速報」

図表4 形態別の個人消費(SNA)の動き

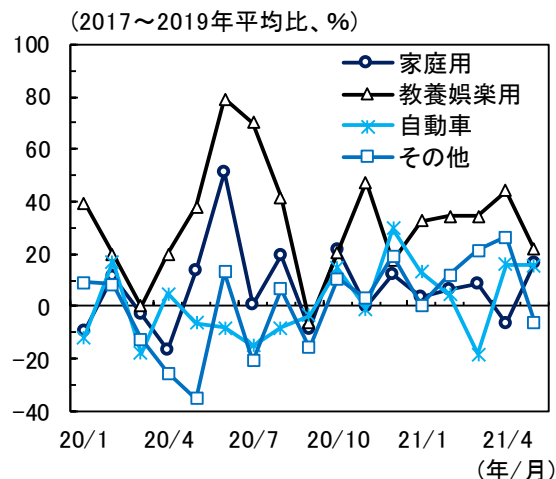


(注)半耐久財は主に衣類関連品目を含む。
(資料)内閣府「四半期別 GDP 速報」

その後は、繰り返される感染拡大と数次に亘る緊急事態宣言の中でも、生活必需品を中心とする非耐久財は底堅く推移し、足下では感染拡大前の水準を回復している。

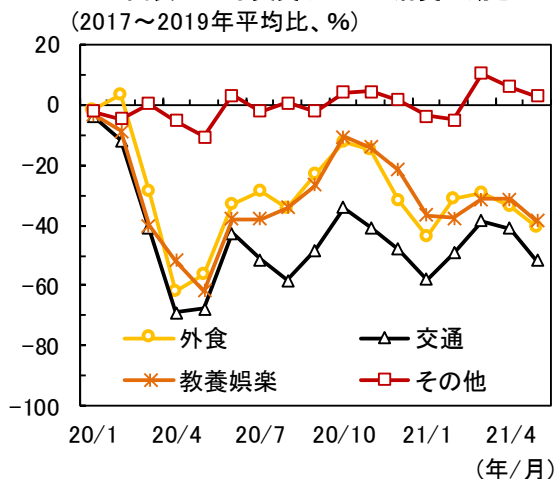
耐久財に関しては、2020年7～9月期には他の財・サービス消費に先んじて感染拡大前の水準を回復し、その後は大きく上振れた。仔細にみると、2020年5月頃から在宅時間を快適に過ごすための巣籠もり需要や、オンライン授業・テレワークに関連したデジタルデバイス需要の顕在化で、家事用の家電や冷暖房、家具などの「家庭用」やテレビやパソコンなどの「教養娯楽用」などの購入が大幅に増加した(図表5)。2020年6月より支給の開始された1人当たり10万円の特別定額給付金の一部もこれらの消費に回ったとみられる。2020年10月頃になると、人混みを避けて外出するニーズの高まりなどから自動車が増加し始めた。

図表5 主な実質耐久財消費の動き



(注)総世帯の値。消費者物価指数の該当項目にて実質化。
(資料)総務省「世帯別消費動向指数」「消費者物価指数」

図表6 主な実質サービス消費の動き



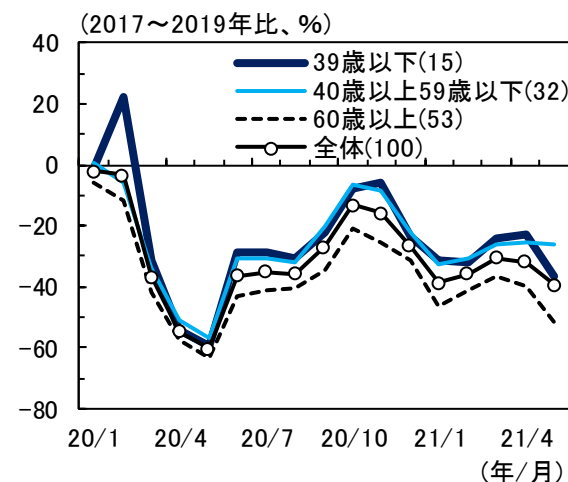
(注)総世帯の値。消費者物価指数の該当品目にて実質化。
(資料)総務省「世帯別消費動向指数」「消費者物価指数」

一方、同じく財消費の中でも、衣類関連品目が大部分を占める半耐久財消費だけは低下基調が続いている。コロナ禍前から続く人口減少やファストファッションなどの低価格志向の高まりなどに加えて、コロナ禍における外出自粛や冠婚葬祭の中止、在宅勤務の増加などが衣類関連の需要を押し下げているとみる。

また、サービス消費は、新型コロナの悪影響を最も大きく受けている。しかし、サービス消費全般が低迷しているわけではない。家賃や通信料など生活に必要なサービス消費は底堅く(前頁図表6の「その他」)、概ねコロナ禍前水準で推移している。一方で、主に外食・交通・教養娯楽などの対面型サービス消費は、休業要請や営業時間の短縮要請、不要不急の外出自粛の影響で極めて大きく減少している。

対面型サービス消費の動きを世帯主年齢別にみると、どの世代も感染状況に応じて変動している点は同様であるものの、60歳以上の高齢世帯ほど平常時(2017～2019年平均)からの押し下げ幅が大きくなっている(図表7)。外食・交通・教養娯楽のサービス別にみても同様の傾向がみられた。高齢であるほど重症化・死亡リスクの高まる新型コロナの特性を映じて、高齢世帯ほどリスク回避的な行動をとる傾向が表れている。60歳以上世帯は、家計調査の対象とする母集団世帯の5割超を占めており、高齢世帯の動向が対面型サービス消費の回復にとって重要となる。その点、高齢者(65歳以上)からワクチン接種が進み、7月20日現在の接種率が6割に達していることは、足下の4度目の緊急事態宣言(2021年8月22日までの予定)が明けた後に、対面型サービス消費が回復しやすい素地となる。

図表7 世帯主年齢別の実質対面型サービス消費の動き



(注)括弧内の数値は2020年平均の世帯数分布。

対面型サービスは、外食・交通・教養娯楽の合計。

(資料)総務省「世帯別消費動向指数」「消費者物価指数」

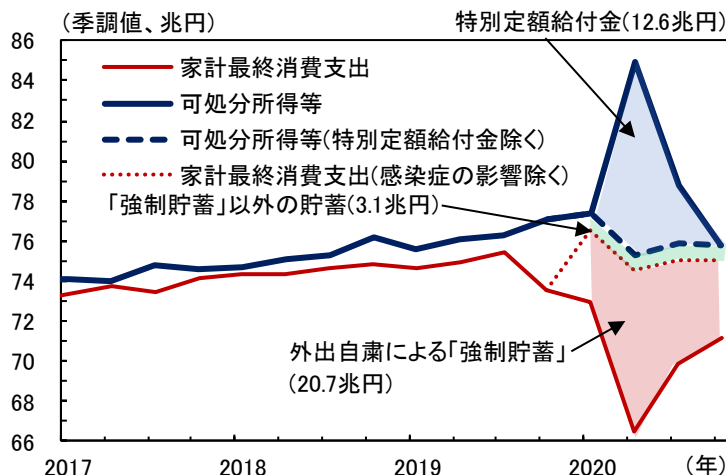
まとめると、これまでの外出自粛期間中においては、非耐久財や生活必需のサービス消費はコロナ禍においても底堅く推移してきた。そして外食・交通・教養娯楽などの対面型サービス消費や衣類関連の半耐久財が落ち込む一方で、巣籠もり需要などを背景に家具・家電・自動車などの耐久財消費が個人消費を下支えしてきた。

今後、耐久財消費は、買い替えが一巡すれば、徐々に低下に向かう見込みである。それに対して、ワクチン接種が進む中で、外出機会が増えてくれば、対面型サービス消費、および外出機会の増加に伴う衣類関連の半耐久財消費が感染拡大前水準に向けて回復していくであろう。個人消費回復の主役は耐久財消費から対面型サービス消費、半耐久財消費に移行することになる。

4. 「強制貯蓄」に関する見解

個人消費の先行きを見通すうえで重要となるのが、コロナ禍の行動制限により積み上がった貯蓄の行方である。日本銀行は2021年4月の展望レポートにおいて「強制貯蓄」と称し、およそ20兆円に相当すると推計した(図表8、9)。この額は、2020年の可処分所得等(年金受給権の変動調整含む)の約7%に相当する。この「強制貯蓄」が取り崩されて個人消費へと回るかどうかは、今後の景気回復ペースを大きく左右する。

図表8 コロナ禍の行動制限による「強制貯蓄」



(注)日本銀行資料を参考に作成。

家計最終消費支出(感染症の影響除く)

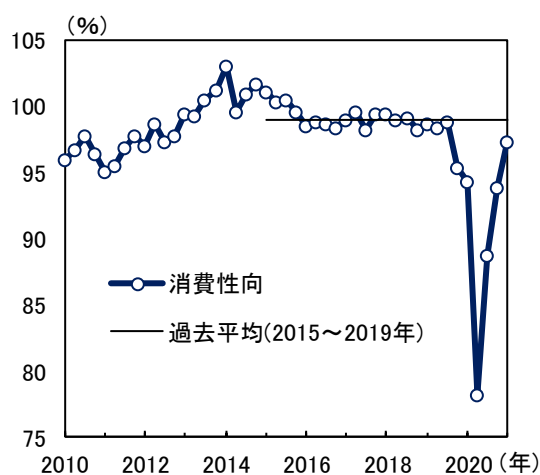
= 可処分所得等(特別定額給付金除く)

× 感染症前の平均消費性向(2015～2019年)。

(資料)内閣府「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報」

日本銀行「展望レポート(2021年4月) BOX3」

図表9 消費性向の動き



(資料)内閣府「家計可処分所得・家計貯蓄率四半期別速報」

対面型サービス消費および衣類関連の半耐久財は合計すると、個人消費(SNA)の20%弱を占める¹。特に落ち込みの大きい対面型サービス消費を含むこれらの分野が回復に向かえば、個人消費全体も上向くであろう。

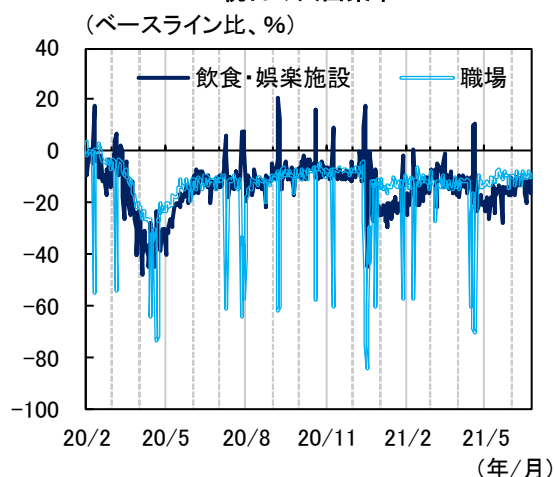
しかし、「強制貯蓄」が取り崩されて個人消費の水準を押し上げる効果は限定的とみている。その要因として、次の3点を挙げたい。第一に、前章でみたように、今後の個人消費回復の主役となるのは、これまで抑制されていた対面型サービス消費などの分野に限定される。個人消費(SNA)の10%弱を占める耐久財消費は、すでに上振れた状況にあり、外出を伴う経済活動の活発化が進めば、コロナ禍における特需は剥落し、早晚ピークアウトするであろう。また、出勤日数や宿泊・外食回数が元に戻れば、内食にかかる食費や水道光熱費などは逆に低下し、対面型サービス消費増加分の一部を相殺する。

第二に、対面型サービス消費では、これまで消費できなかった分を上乗せしてまで消費するべ

¹ 通常、SNA(国民経済計算)における個人消費(国内家計最終消費支出)の88品目別の内訳は公表されていない。今回は、詳細な品目別の内訳を、内閣府より統計委員会国民経済計算体系的整備部会へ提供されたデータを使用して作成した。2011年基準の2014年時点における値であり、現行の2015年基準の値とは一致しないため、幅を持ってみる必要がある。後掲の参考図表参照。

ントアップ需要(繰越需要)は財消費に比べて顕在化しにくい。例えば外食に関しては、1日の食事回数は変わらないうえ、昨年実施できなかった歓送迎会を翌年に繰り越して実施するケースなどは稀であろう。また日本人の国内旅行に関しては、お盆休暇や年末休暇など特定の連休期間に集中する傾向はコロナ禍の下でも変わっておらず、年間の旅行回数を大幅に増やすことは考えにくい(図表 10、11)。海外渡航・入国制限は残る中、海外旅行(年間平均旅行回数 0.1 回/人)が国内旅行に振り替わる可能性はある。しかし、単価の違いを考慮し、海外旅行が国内旅行(宿泊)に振り替わると仮定して試算しても、約 0.8 兆円(名目 GDP 比+0.1%)に過ぎない。幾分かのプチ贅沢が上乘せられても影響は小さいとみる。

図表 10 人出の動き
～祝日の人出集中～



(注)ベースラインは 20/1/3-2/6 の曜日別中央値。
(資料)Google「COVID-19 Community Mobility Reports」

図表 11 日本人の旅行・消費動向(2018 年)

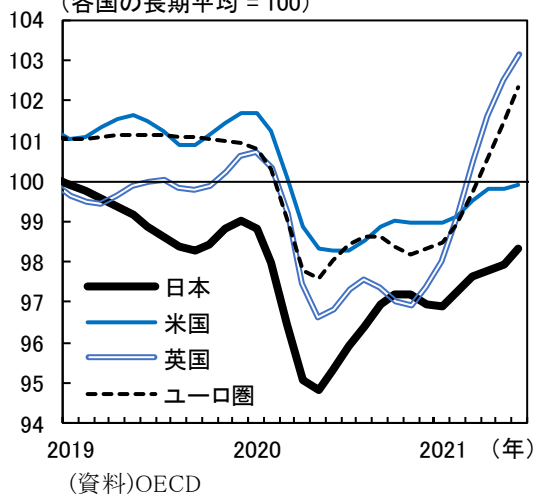
	国内旅行 (宿泊)	国内旅行 (日帰り)	海外旅行
旅行回数 (回/人)	1.9	1.8	0.1
旅行単価 (円/人回)	54,717	16,968	218,226
旅行消費額 (兆円)	13.4	3.9	3.2

(注)出張・業務を含まない。旅行単価は、観光・レクリエーションと帰省・知人訪問等の値を旅行回数にて加重平均。
(資料)観光庁「旅行・観光消費動向調査」

第三に、日本の消費者マインドは極めて低いことが挙げられる(図表 12)。日本の水準は、長期平均の 100 を大幅に下回っている。主要国と比較して、これまでの新規感染者数および死亡者数は抑制されているうえ、行動制限の厳格度も緩いものであり、失業率の上昇幅も限定的であったにもかかわらず、消費者マインドの水準は低い。コロナ禍以前からの人口減少や少子高齢化、消費増税などの将来不安が日本国民の節約志向が強い要因と考えられる。

図表 12 消費者信頼感指数

(各国の長期平均 = 100)



(資料)OECD

5. おわりに

これまでは耐久財などの財消費が個人消費を下支えしてきたが、ワクチン普及が進めば、今後は外食・交通・教養娯楽などの対面型サービス消費が個人消費回復の主役となる。但し、外出を伴う経済活動の活発化直後に家計の消費再開時期が重なることで一時的な上振れは想定されるものの、「強制貯蓄」が一定期間に亘り個人消費を押し上げる効果は小さいとみる。個人消費を押し上げるには、対面型サービス消費に対して感染拡大収束後、昨年度実施された GoTo キャンペーンのような財布の紐を緩めるインセンティブを消費者に付与する経済対策が必要となろう。

個人消費の回復持続には、やはり雇用・賃金の回復が重要である。ワクチン接種が進展し経済の再開が進むといっても、新型コロナを巡る先行きの不透明感は完全に解消されるわけではない。そのため、企業の採用意欲や就業者数の回復にはタイムラグが生じよう。対面型サービス消費が回復する中で、それに伴い就業者数が順調に回復に向かうか注目したい。

なお、変異株は引き続きリスク要因である。ワクチン効果により重症者数や死亡者数が抑制され経済活動の再開が実質的には可能であっても、新規感染者数が急増すれば消費者のマインド回復の足枷となり、外出自粛の動きに繋がる可能性がある。

(調査部 シニアエコノミスト 岩橋 淳樹:Iwahashi_Junki@smtb.jp)

＜参考図表＞ 国内家計最終消費支出の 88 品目別割合(2014 年)

割合(%)		割合(%)	
非耐久財 27.5		サービス 58.5	
パン及び穀物	1.9	クリーニング及び衣服の修理費	0.3
肉及び肉加工品	1.4	履物の修理費	0.0
魚及び水産加工品	1.9	住宅賃貸料	21.6
ミルク、チーズ及び卵	0.8	廃棄物処理	0.2
油脂	0.1	家具・装備品及び敷物類の修理費	0.0
果物	0.5	家庭用器具の修理費	0.0
野菜	1.3	家庭サービス及び家事サービス	0.0
砂糖、チョコレート及び菓子	1.7	外来・病院サービス	2.0
その他の食料品	3.6	入院サービス	0.8
コーヒー、茶及びココア	0.2	個人輸送機器の保守及び修理費	0.8
その他の非アルコール飲料	1.3	その他のサービス(交通)	0.2
アルコール飲料	0.9	鉄道旅客輸送	1.5
たばこ	1.4	道路旅客輸送	1.2
水道料	0.6	航空旅客輸送	0.6
電気料	1.9	外洋・沿海・内水面旅客輸送	0.0
ガス	1.1	その他の輸送サービス	0.6
液体燃料	0.4	郵便	0.1
固体燃料	0.0	視聴覚、写真及び情報処理装置の修理費	0.0
熱エネルギー	0.0	電話及び電報	3.6
家庭用消耗品	1.1	その他の通信サービス	0.0
薬品及びその他の医療製品	0.5	音楽機器の修理費	0.0
燃料及び潤滑油	2.5	レクリエーション及びスポーツサービス	2.0
庭、草木及びペット関連商品・サービス	0.5	文化サービス	1.7
新聞及び定期刊行物	0.3	ギャンブル性ゲーム	0.5
その他の印刷物	0.0	パッケージ旅行	0.0
文房具及び画材	0.0	教育	2.0
個人ケア用器具及び製品	1.4	飲食サービス	6.4
半耐久財 5.5		宿泊施設サービス	1.2
糸及び生地	0.0	生命保険	2.9
衣服	2.8	非生命保険	0.6
その他の衣服及び衣服装飾品	0.2	金融サービス	1.1
靴及びその他の履物	0.5	FISIM	0.9
家庭用繊維製品	0.4	美容院及び身体手入れ施設	1.4
ガラス器具類、食器類及び家庭用品	0.4	介護サービス	0.2
住宅及び庭用の工具備品	0.0	その他のサービス	4.0
予備部品及び付属品	0.0		
記録媒体	0.0		
ゲーム及び玩具等	0.3		
スポーツ用具等	0.3		
書籍	0.1		
その他の身の回り品	0.5		
耐久財 8.5			
家具及び装備品	0.2		
絨毯及びその他の敷物	0.0		
家庭用器具	2.1		
治療用機器	0.1		
自動車	3.0		
オートバイ	0.0		
自転車及びその他の輸送機器	0.1		
ラジオ・テレビ受信機及びビデオ機器	0.4		
情報処理装置	1.1		
パソコン	0.7		
写真・撮影用装置及び光学器械	0.1		
楽器	0.0		
宝石及び時計	0.6		

(注)国内家計最終消費支出の 88 品目別の値は通常公表されていない。本図表は、内閣府より統計委員会国民経済計算体系の整備部会へ提供されたデータを使用して作成。2011 年基準の 2014 年時点における値であり、現行の 2015 年基準の値とは一致しないため、幅を持つてみる必要がある。

(資料)内閣府

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

オーストラリア経済と金融政策の行方

<要旨>

オーストラリア経済は回復基調にある。足元では個人消費の寄与が縮小しているものの、投資の回復がそれをカバーしている。他方、物価上昇のペースは鈍いままであり、オーストラリア中銀が設定するインフレ目標レンジの下限を下回り続けている。低インフレのなかで回復を続ける同国経済であるが、主に次の2つのリスク要因が景気の下押し圧力となることで、景気回復のペースは当面緩やかなものにとどまると予想する。

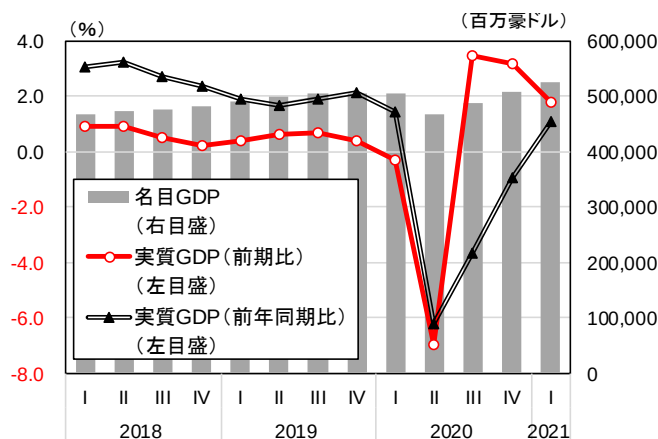
第一に、新型コロナの感染対策としての厳格な行動規制と入国規制である。行動規制については、同国の低いワクチン接種率を踏まえると、今後もロックダウンが断続的に実施され、個人消費を抑制する可能性が高い。入国規制は、観光客や留学生の激減を通じ観光産業や教育産業の雇用や収益に対しすでに打撃を与えているうえ、外国人労働者に強く依存してきた IT 業界などで深刻な人手不足を引き起こしている。第二に、中国経済の成長鈍化に起因する資源需要の縮小に伴う対中輸出の減少である。ただし、対中輸出減少がもたらすネガティブ・インパクトは州ごとに大きく異なるものとなろう。

金融政策については、2024 年まで利上げを再開しないとするのが同国中銀による目下の公式見解である。だが、インフレ加速の可能性や、利上げ観測がくすぶる他の主要中銀の動向を踏まえると、2023 年中には利上げが再開される可能性が高いとみる。

1. 緩やかな回復が続くオーストラリア経済

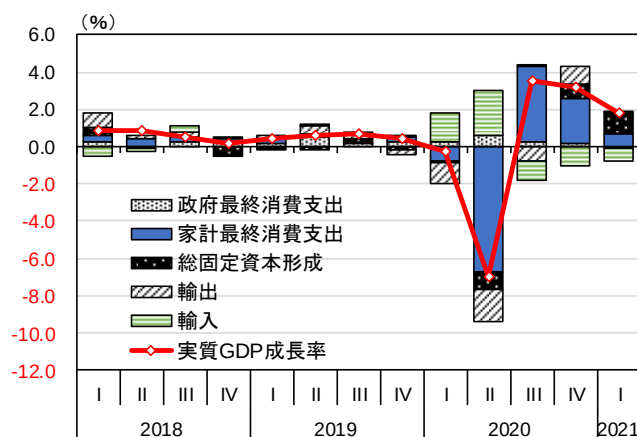
オーストラリア経済は回復基調にある。実質 GDP の推移を前期比成長率でみると、2020 年第1四半期(1～3月期)が▲0.3%、第2四半期が▲7.0%と2四半期連続のマイナスとなり、1991 年以来 29 年ぶりの景気後退局面に陥った。だが、その後は第3四半期が+3.5%、第4四半期が+3.2%、2021 年第1四半期が+1.8%と、プラス成長を維持し、前年同期比でみても、2021 年第1四半期の実質 GDP 成長率は+1.1%と4四半期ぶりにプラスに転じている。また、同四半期の名目 GDP は過去最高を記録した(図表 1)。

図表1 実質 GDP・名目 GDP



(資料) オーストラリア統計局 (ABS)

図表2 需要項目別実質 GDP 成長率寄与度(前期比)

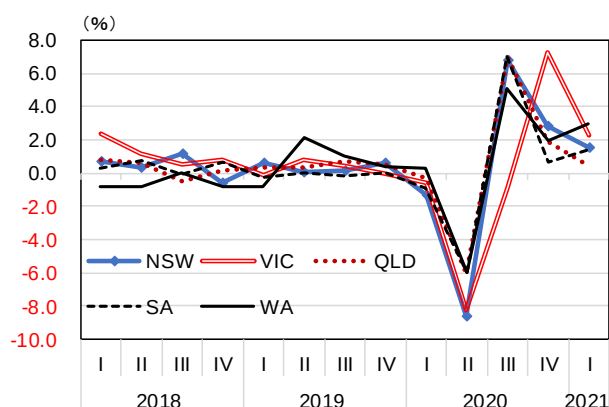


(資料) ABS

実質 GDP 成長率(前期比)の寄与度を需要項目別にみると、2020 年後半の主な成長の牽引役は家計最終消費支出(個人消費)であったが、足元では個人消費の寄与度が低下する一方、総固定資本形成(投資)の回復が消費の減速をカバーしている(前頁図表2)。

最終需要(政府最終消費支出、家計最終消費支出、総固定資本形成の合計)の前期比伸び率を主要州別にみると、東南部ビクトリア州を除けば、2020 年第3四半期以降、プラス成長を維持している。人口・経済ともに同国第二の規模を抱えるビクトリア州は、2020 年7月から8月にかけての新型コロナウイルス感染症急拡大の際、感染者数・死者数が集中した結果、長期のロックダウンを余儀なくされ、景気回復が他州に比べ出遅れた。しかし、感染拡大が沈静化した第4四半期以降はプラス成長に回帰している(図表3、4)。

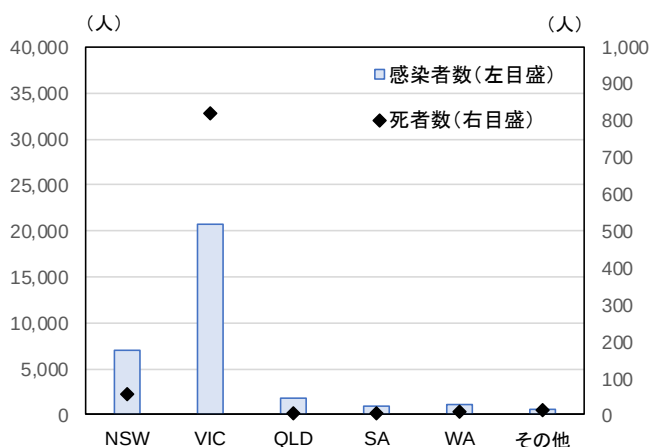
図表3 主要州別最終需要伸び率(前期比)



(注) NSW: ニューサウスウェールズ州、VIC: ビクトリア州、QLD: クイーンズランド州、SA: サウスオーストラリア州、WA: ウェスタンオーストラリア州

(資料) ABS

図表4 州別新型コロナ累計感染者数・死者数(7月19時点)



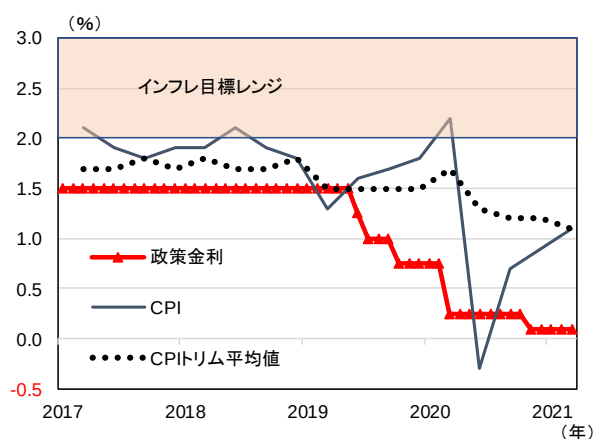
(資料) オーストラリア保健省

他方、物価の推移をみると、チャイルドケア(保育制度)に対する政府の無償提供や、原油価格の下落などにより、CPI 上昇率は2020 年第2四半期に前年同期比でマイナスに沈んだが(前期比では統計開始以来過去 72 年間で最大の落ち込み)、無償提供の終了や原油価格の反発を受け、直近 2021 年第1四半期は前年同期比+1.1%と2四半期連続のプラスを記録している。とはいえ、住宅建設に対する政府補助金の導入・継続などの影響により物価上昇のペースは鈍いままである。オーストラリア準備銀行(中銀。以下 RBA という)が金融政策において重視する CPI トリム平均値の直近の前年同期比上昇率は+1.1%にとどまり、RBA がインフレ目標レンジとする2~3%の下限を下回り、しかも低下傾向にある(次頁図表5)。

雇用面をみると、景気回復を反映し、失業率は2020 年7月の7.4%をピークに改善基調にあり、直近 2021 年6月には4.9%と2011 年以来10 年半ぶりの水準に低下した。なお、失業率の改善はビクトリア州も含む全国的な現象である(次頁図表6)。一方で、コロナ禍以前は概ね前年比2%台前半で推移していた賃金上昇率は、2020 年後半以降1%台半ばに落ち込んでおり、こうした賃金の伸び悩みがインフレの抑制要因となっている。

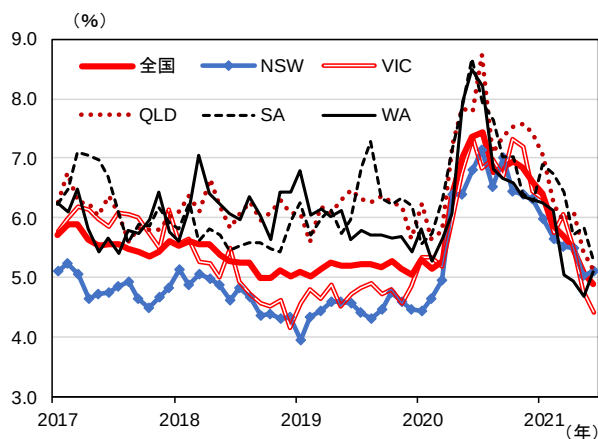
そうしたなか、6月16日、オーストラリア公正労働委員会は最低賃金を原則2022 年7月1日から一律2.5%引き上げることを発表した(適用開始時期は業種毎に異なる)。賃金引き上げは2021 年以降、インフレ上昇圧力となる可能性が高い。

図表5 CPI上昇率(前年同期比)および政策金利



(資料)ABS

図表6 全国・州別失業率



(資料)ABS

2. 景気の下押し要因: 新型コロナと中国

IMFは2021年4月に公表した「世界経済見通し」(2021年4月)のなかで、オーストラリアの2021年、22年、23年の実質GDP成長率について、それぞれ4.5%増、2.8%増、2.3%増と予測している。オーストラリア経済の潜在成長率は2.5~3.0%程度とされ、IMFの見通しは潜在成長率への回帰を見込んだものといえる。だが、以下に述べる新型コロナと中国という2つのリスク要因が景気の下押し圧力となることで、回復のペースはIMFの見通しよりも緩慢なものになると予想する。

(1) 新型コロナ感染対策としての厳格な行動規制と入国規制

新型コロナ感染対策がもたらす景気の下押し要因としては、主に二点挙げられる。

第一に、厳しい行動規制である。感染対策としての行動規制は、2021年以降も感染者数が増加する都度、都市単位で断続的に行われている。これまで新型コロナの感染抑制に成功してきたことが裏腹となり、オーストラリアにおいて必要回数のワクチン接種を受けた人は7月19日現在、人口の11%(Our World in Data)にとどまり、他の先進国から遅れをとっている。シドニーやメルボルンなど大都市部で断続的にロックダウン(都市封鎖)が実施されているのはそのためである。低いワクチン接種率を踏まえると、大都市部を中心にロックダウンは今後も断続的に実施され、そのたびに個人消費を抑制してしまう可能性が高い。

第二に、厳格な入国規制である。オーストラリアはコロナ禍の発生以来、世界的にみてもきわめて厳格な国境管理を導入しており、連邦レベルのみならず州レベルでも独自の規制が実施されている。そうした厳しい対応が感染者数の相対的な少なさにつながっている反面、観光客や留学生の激減を通じ、空運業や宿泊・飲食業といった観光産業や、教育産業の収益や雇用にすでに打撃を与えている。具体的にみると、オーストラリア貿易投資促進庁によれば、観光産業がGDP全体に占める比率は2019年度(18年7月~19年6月)の3.1%から2020年度(19年7月~20年6月)には2.5%に、観光産業従事者が労働力人口全体に占める比率は6.6%から4.8%にそれぞれ低下した。また、教育・技術・雇用省によれば、2021年4月時点の留学生数は前年同月比17%減の52万人に落ち込んでいる。加えて、厳格な入国規制は、外国人労働者に強く依存してきたIT業界やエンジニアリング業界、ヘルスケア業界などにおいて深刻な人手不足を引き起こしている。

国境開放に向けた動きとして、4月19日、オーストラリアはニュージーランドとの間で「トラベルバブル」(隔離措置なしの二国間もしくは複数国間相互往来)を開始した。だが、渡航者の感染確認に伴い、たびたび中止を余儀なくされるなど、本格的な渡航再開とは言い難いうえ、トラベルバブルの対象は執筆時点においてニュージーランド以外に広がりをもたない。

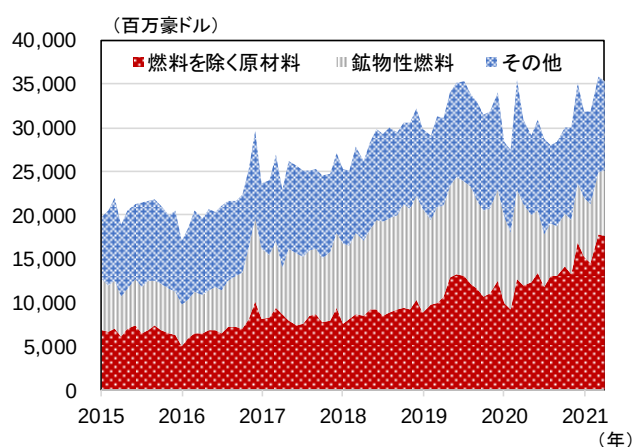
7月2日、オーストラリア政府は入国規制を4段階で緩和する計画「National Plan to transition Australia's National COVID-19 Response」を発表したが、それによれば、当面は変異株への警戒から規制は強化される方向であり、完全な国境開放までの道のりは、むしろ遠くなった印象である。

厳格な国境管理はより長期的な観点からも懸念される。オーストラリアの長期成長を支えてきた要因の1つは、移民の流入に伴う労働投入量の持続的拡大であるが、そればかりでなく、移民流入は住宅や教育の需要創出という点でも同国経済にとって重要な役割を果たしてきた。厳格な入国規制が長引けば、潜在成長率の低下にもつながりかねない¹。

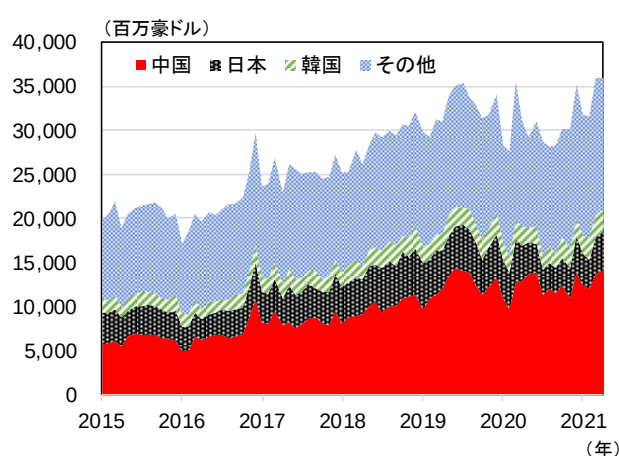
(2) 中国向け資源輸出の減少

豪中間の外交関係は目下「過去最悪」と評される。しかし、その一方、貿易関係は堅調である。たしかに2020年以降、中国政府によるオーストラリア産の大麦やワインに対する高額な関税適用などにみられるように、貿易は外交上の係争の材料となっている。しかし、オーストラリアの対中輸出は、コロナ禍にもかかわらず、中国向けが大半を占める鉄鉱石を中心に拡大を続け、輸出額全体に占める中国向け比率は約4割という高水準を維持している(図表7)。

図表7 オーストラリアの輸出額 (左:品目別(SITC)、右:国別)



(資料)ABS



(資料)ABS

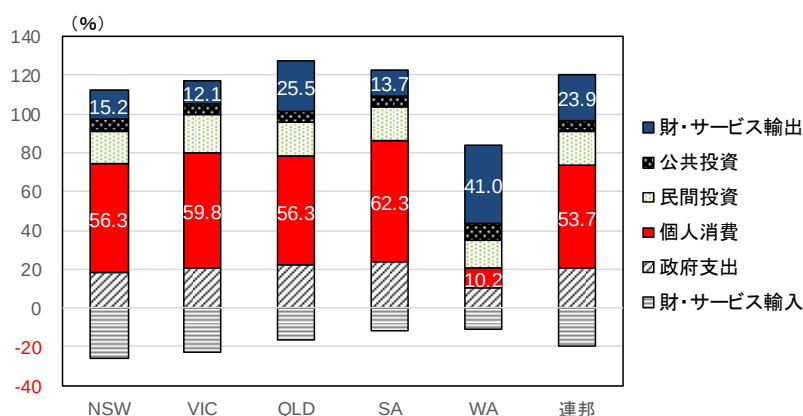
その背景にあるのは、中国の旺盛な鉄鋼需要である。換言すると、中国の鉄鋼需要が冷え込んだとき、対中輸出依存度の高さは裏目に出ることになる。その点、中国の第2四半期の実質GDP成長率が前年同期比7.9%増と前期の18.3%増から急低下したことは資源需要縮小の兆しとして懸念される。輸出先として中国に代替できる国は存在しないことから、中国の需要縮小は、オーストラリアの名目GDPの約2割を占める輸出の減少に直結する。

¹ 6月28日、オーストラリア政府は、今後40年間の経済等の見通しを示す「世代間報告書2021年」を公表した。同報告書によれば、新型コロナの影響は人口、経済、財政など多方面で長期にわたり継続し、実質GDP成長率は過去40年間の年平均3.0%増から今後40年間は同2.6%増に低下する見通しである。

ただし、対中輸出減少のネガティブ・インパクトは州ごとに大きく異なるものとなろう。というのも、オーストラリアは「資源国」としばしば称されながら、資源、特に鉄鉱石は西部ウェスタンオーストラリア州（州都パース）に偏在しており、中国向け輸出も同州に集中しているからである。同州では輸出が州総生産の約4割を構成し、外需、特に中国の需要の変化に対しきわめて脆弱である。東部クイーンズランド州（州都ブリズベン）も同様の傾向がある。

それに対し、東南部に位置し、あわせて同国の GDP の 55%を占めるニューサウスウェールズ州（州都シドニー）やビクトリア州（州都メルボルン）では、典型的な先進国同様、個人消費が州総生産のそれぞれ6割弱を占め、内需が経済を牽引する。したがって、仮に今後対中輸出が急減したとしても、両州においてはその直接的影響は限定的なものにとどまる可能性が高い（図表8）。

図表8 主要州別需要項目別州総生産構成比（2020 年度）



（注）2019 年7月～20 年6月。誤差・脱漏があるため、各項目の合計値は 100%とはならない。

（資料）ABS

3. 金融政策の行方～RBA の公式見解にもかかわらず 2023 年中の利上げ再開を想定

RBA は新型コロナが世界的に蔓延するおよそ半年前の 2019 年6月から政策金利であるオフィシャルキャッシュレートを断続的に引き下げていたが、コロナ禍が急拡大した 2020 年3月、0.75% から 0.25%の大幅利下げを実施すると同時に、新たな金融政策手段として、3年物国債利回りを 0.25%に誘導するイールド・カーブ・コントロール (YCC)を導入した。その後、同 10 月には政策金利および YCC 目標ともに過去最低の 0.10%に設定し、以降、RBA は政策金利および3年物国債利回りの誘導目標を据え置き続けている。

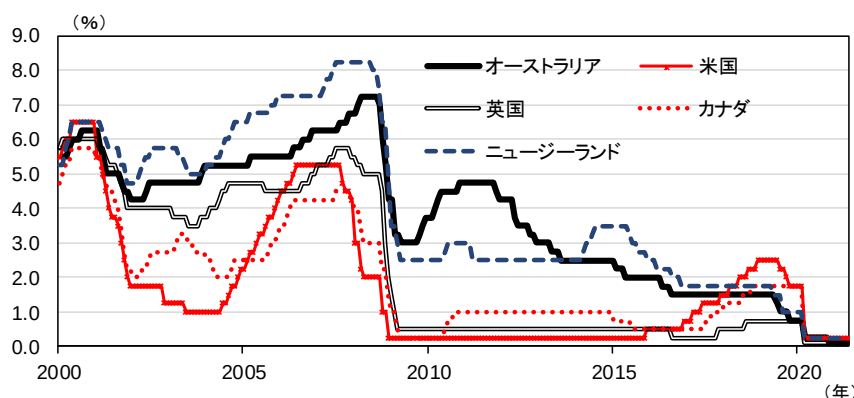
RBA は、インフレ率が2～3%という目標レンジに持続的に達しない限り、政策金利の引き上げを実施しない意向を繰り返し表明している。また、RBA のロウ総裁は、インフレ目標の達成には3%の賃金上昇率が必要である旨や、理事会は 2023 年中の利上げすら考えていない旨を重ねて述べている。つまり、2024 年まで利上げは行われえないというのが目下の公式見解となっている。

しかし、RBA の意向にもかかわらず、市場では、利上げは早ければ 2022 年中にも開始されるとする見方が広がっている。7月6日の政策決定会合において、YCC のオペ対象に 2024 年 11 月償還債が含まれなかったことや、債券買い入れプログラムの縮小が決定されたことも、早期利上げをめぐる思惑を呼んでいる。

また、他の主要中銀、とりわけ隣国ニュージーランドにおける金融政策正常化に向けた動きも重要である。ニュージーランド準備銀行(RBNZ)は 2021 年秋にも利上げを再開するとする見方が市場では強まっているが、それに先立つ形で、7月 14 日、RBNZ は量的緩和策として 2020 年3月に導入した大規模資産買い入れプログラムに基づく債券買い入れを7月 23 日以降停止すると発表した。両国間の過去の政策金利の連動性の高さを踏まえると、RBNZ の政策金利引き上げは RBA のスタンスに対し一定の影響を与える可能性が高い(図表9)。

以上に加え、先述した賃金引き上げに伴うインフレ上昇の可能性を踏まえると、利上げ再開を 2024 年に置く RBA の公式見解はハト派的に過ぎ、遅くとも 2023 年中の利上げ再開が現実的とみる。政策金利の引き上げに先立って、RBA は YCC の目標水準の変更もしくは廃止を行うことから、それが利上げ再開に向けたサインとなろう。ただし、景気の急回復は見込めないことから、利上げのペースは当面3か月に1度程度の緩慢なものになると予想する。

図表9 主要中銀の政策金利



(資料)CEIC

(調査部 チーフエコノミスト 村上 和也:Murakami_Kazuya@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

増益基調が曲がり角を迎えたゼネコン業界 ～工事量減少と労務逼迫への対処を考える～

<要旨>

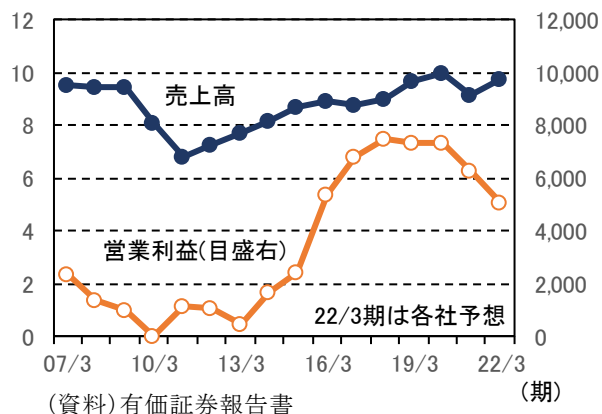
2年前まで堅調だった総合建設会社(以下、ゼネコン)の決算が、徐々に軟化している。主な要因は、受注減少による競争激化(請負単価に下押し圧力)と労務逼迫に伴う労務コスト上昇である。今後、工事量はコロナ影響等で減少するとみられるが、仮に横這いと想定しても、ゼネコン決算には下押し圧力がかかると予想する。これは、建設業就業者数が再び本格的に減少することで、労務コストが上昇し続けるためである。

こうした環境下では、「経営統合」が合理的な選択肢となるはずである。主な理由として、経営統合により、①競争環境を緩和し、請負単価の下落圧力を緩和できること、②技術者や資機材等の繰り回しなどにおける柔軟性が増すこと、③研究開発費や事業投資額を積み増す余力が大きくなること、が挙げられる。何よりも、近年の好決算で財務が著しく改善しているため、経営統合が中々進まなかった2000年前後より条件が整っている。事業・財務基盤を一層充実させたゼネコンが生まれることで、就業者の雇用環境がより安定化し、建設業界の更なる発展に繋がると考えられる。

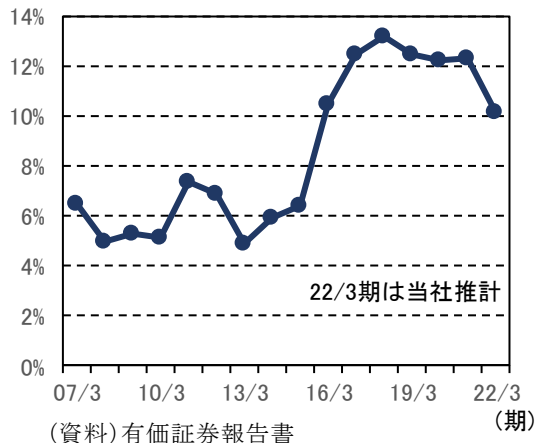
1. 足下のゼネコン業績

主要ゼネコン12社¹の業績が徐々に軟化している。主要ゼネコンの営業利益合計は、2015年3月期から大きく伸長し、2018年3月期から2020年3月期まで過去最高の利益水準を維持していた(図表1)。しかし、2021年3月期は一転して減益着地、2022年3月期も減益予想である。完成工事粗利率は、2018年3月期の13%強をピークに緩やかに低下しており、2022年3月期は10%程度となる見込みである(図表2)。追加工事の獲得等で、最終的には多少上振れるとみられるが、一定の低下は避けられないと考えられる。主な理由は、次項の2点である。

図表1 主要ゼネコン12社合計の売上高・営業利益推移
(兆円)



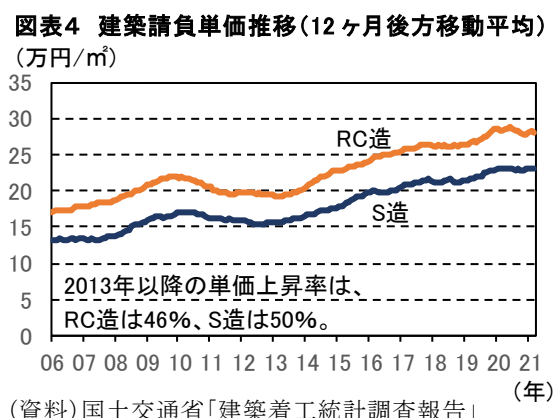
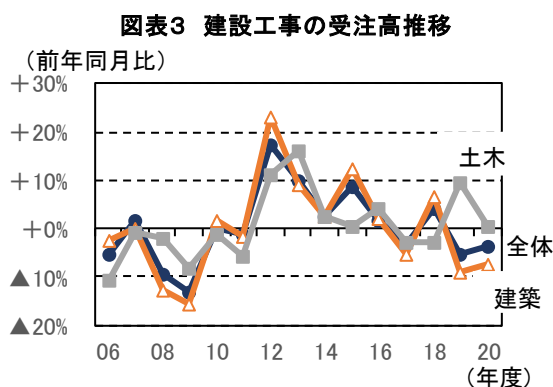
図表2 主要ゼネコン12社の完成工事粗利率推移



¹ 鹿島建設(株)・大林組(株)・清水建設(株)・大成建設(株)のスーパーゼネコン4社他、準大手・中堅の8社。

(1) 受注減少により競争激化

まず、2019年度以降、建設受注高が減少に転じており、競争が激化していることが一因として挙げられる。土木の受注状況は比較的堅調だが、建築は2年連続で減少している(図表3)。2019年度は夏の大型スポーツイベントに向けた工事(関連施設だけでなく、ホテルや商業施設など幅広い工事を含む)の受注剥落や米中貿易摩擦による製造業の投資減少、2020年度はコロナ影響が大きかった業界(陸運、サービス業等)での投資抑制が大きい。このため、大型工事だけでなく、地方・中小規模の工事も含め、受注競争が熾烈になっている。かかる中、2013年から40～50%も上昇し続けてきた建築請負単価(鉄筋コンクリート造/RC造、鉄骨造/S造)は、2020年に入ってから横ばいとなっており(図表4)、受注減少の影響が出ている。

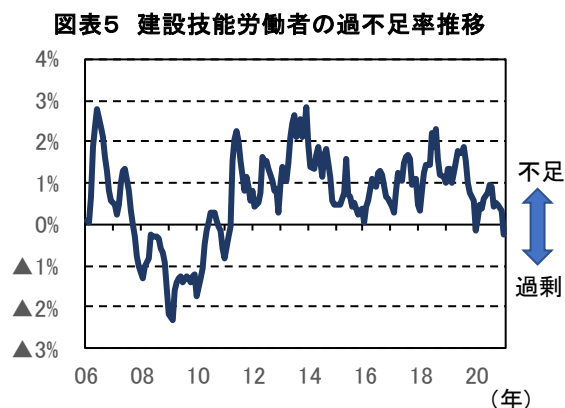


(2) 労務コスト上昇

受注競争に加え、2013年以降、労務コストの上昇が顕著であることも、業績悪化の要因である。国土交通省が建設業界団体と意見交換した際に用いられた資料によると、建設技能労働者の年収は、2013年から2019年にかけて17.1%(394.9万円→462.4万円)上昇したという。この理由として、以下2点が考えられる。

① 労務逼迫が続いていること

日給が増加し続けている背景として、建設技能労働者(現場の労働者)の労務需給が、震災復興が始まった2011年半ばから不足した状態が続き、足下でもなお完全に解消していないことが大きい(図表5)。公共工事の工事費の積算時に使用する設計労務単価も、2012年度から56%上昇しており、日給増加の追い風になっているとみられる。また、ゼネコンに勤務する技術者も、同様に逼迫している。



② 働き方改革が進んでいること

さらに、2018年以降の急激な日給増加は「働き方改革」の影響も大きいとみられる。建設業界は、若年層の入職を増やそうと、全現場で週休2日(4週8休)を目指している。日本建設業連合会によれば、3年前まで4週8休の現場数は全現場数の2割程度に過ぎなかったが、働き方改革を地道に進めたことで、直近は4割近くにまで増加している。

もともと、建設技能労働者は日給制が多いため、休みが増えると、月の手取りが減少する事態と

なる。これでは建設業で働くことの魅力が減じるため、日給を引き上げ、月収を維持しており、これが労務コスト上昇に繋がっている。

2. 経営環境についての見方

次に、今後の業界動向を検討するに当たって、業界環境に関する筆者の見方を整理しておきたい。前章で述べた通り、足下では①受注高の減少とそれに伴う競争激化、②労務コストの上昇、という2つの要素が各社に大きな影響を及ぼしているため、これらの見通しに絞って記述していく。

(1) 競争環境の見通し ― 一層の激化を予想

まず競争環境は、今後、一層激化していくことが見込まれる。理由は、以下の通りである。

① 工事量の見通し

既に足下で受注高が減少に転じていることは前章で述べたが、筆者はこの動きは暫く続くものと予想している。

名目建設投資額をみると、2010年度の42兆円を底とし、2020年度は55兆円²まで増加している(図表6)。これには、震災復興需要、夏の大型スポーツイベント関係工事に加えて、リーマンショック以降に活性化した不動産投資の影響が大きかったと考えられる。

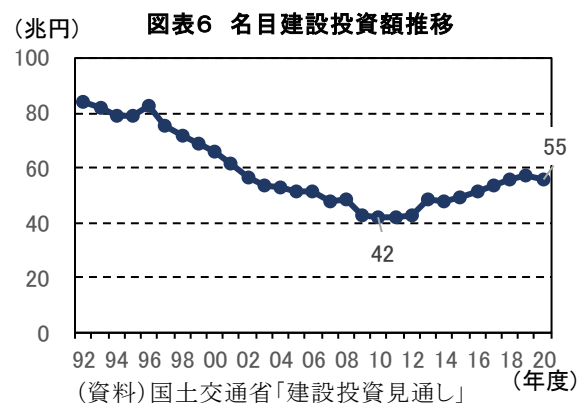
しかし、震災復興需要や夏の大型スポーツイベント関係工事は既に一巡しており、またコロナ問題の影響を受けたオフィス需要の変化(テレワークの浸透、オフィス縮小)などを通じて、オフィス市況も悪化している。これらを考慮すれば、建設投資額は暫く減少傾向となることが予想される。

実際にどのレベルまで工事量が減少するかについては予測がかなり困難であるが、仮に建設投資額が増加基調となる前の2013年度レベル(40数兆円)に戻るとすれば、工事量は金額ベースで10兆円程度、率にして2割程度減少することになる。最大でこの程度の落ち込みが発生しても不思議ではない。

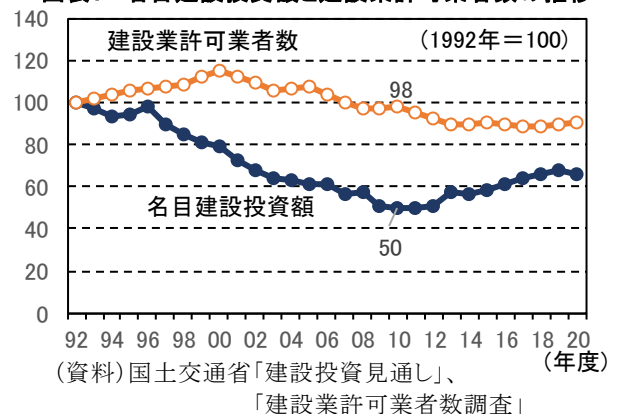
② 競争環境への影響

もともと建設業界は、過当競争になり易い体質であると言われてきた。これは、建設投資額が半減する中でも、企業数がさほど減少しなかったためである(図表7)。この状況に大きな変化はないことから、上記のように工事量の減少が続くとすれば、競争環境が更に厳しくなることは避け難い。

ここ数年は、建設投資額の回復により「売り手



図表7 名目建設投資額と建設業許可業者数の推移



² 国土交通省の建設投資見通しでは、2015年度以降、建築補修(改装・改修)の7~8兆円分が足しあげられている。本稿では、データの連続性を保つため控除した。

市場」となった感が強く、ゼネコン各社の完成工事粗利率は10%を超えている。しかし、僅か7～8年前には非常に厳しい受注競争が常態化しており、粗利率が3%に満たない企業も珍しくなかった。今後、競争環境の激化により、再びこうした状態に戻ることも十分に考えられる。

(2) 労務コスト — 労働需給逼迫と賃金引き上げにより増加が続く

次に労務コストについて、筆者は建設労働需給の逼迫が続く中で、働き方改革の影響もあり、この先も重くなっていくことを想定している。

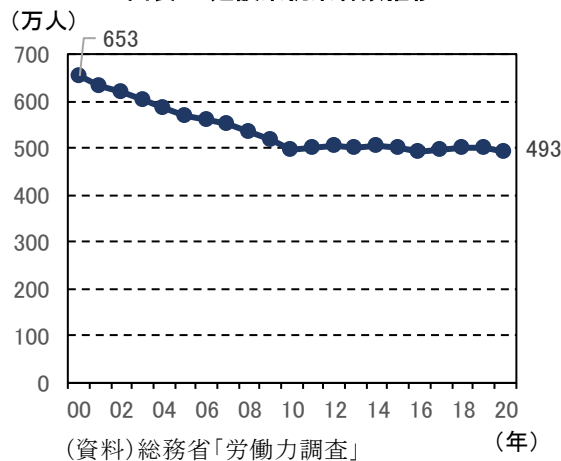
① 建設業就業者数の減少

労務コスト増加の主因になると考えられるのは、建設業就業者数(以下、就業者数)の減少に伴う労務逼迫である。

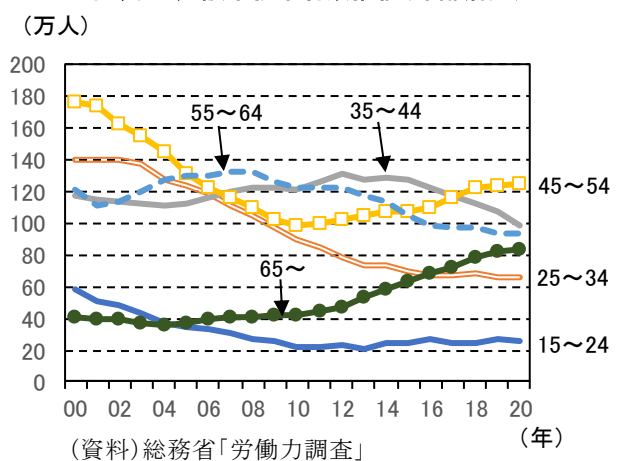
就業者数は2010年まで減少傾向だったが、2011年以降は概ね横ばいで推移している(図表8)。これは、45～54歳及び65歳以上の就業者数が高齢化に応じて増加し、その他の年齢層の減少分を吸収したためである(図表9)。特に、65歳以上のベテラン層が、体力的に厳しい現場で働き続け、リタイアを先延ばししたことが大きい。聞くところによれば、「夏の大型スポーツイベントがある2020年までは建設人生を全うしよう」と考えるベテラン層が少なからず存在した模様である。

2030年までを見通すと、こうしたベテラン層頼みの状況は何れ限界に達し、この層の退職が徐々に増加することで、就業者数は再び本格的な減少フェーズに入ることが避け難い。筆者の簡便な試算によれば、就業者数は2020年の493万人から、2030年には約21%少ない389万人へ減少する見込みである(結果詳細は巻末)。年率に換算すれば、▲2.3%程度のペースである。

図表8 建設業就業者数推移



図表9 建設業就業者数推移(年齢層別)



② 働き方改革の影響

既述の通り、4週8休を実現できている現場数は全体の4割弱に過ぎない。働き方改革を更に進め、残り6割強の現場を4週8休とする中では、当然ながら日給を引き上げる必要がある。このため、労務コストは今後も増していくと考えられる。

3. 業績動向の見通し

前章で整理したものが、今後の業界環境に関する筆者の基本的な見方であり、工事量についての見方が非常に難しいことは先に述べた通りである。このため、本章では工事量の動向について複数のシナリオを想定し、それぞれの場合にゼネコン各社の業績に対してどのような影響が及ぶかを考察してみたい。

(1) 工事量が緩やかに減少する場合

まず、工事量が緩やかに減少するシナリオである。この場合、徐々にではあるが建設需給が緩和するため、競争環境は引き続き厳しく、請負単価に下押し圧力がかかり続ける。工事量が減っても、それが建設業就業者数の減少ペース(年率▲2.3%程度)より緩やかであれば、労務需給は改善せず、労務コストは高止まりするとみられる。つまり、競争激化と労務コスト高止まりというダブルパンチを受けることが考えられる。

(2) 工事量が急速に減少する場合

次に、工事量が急速に減少するパターンである。(1)のシナリオよりも、競争環境は厳しくなり、請負価格には相当の下押し圧力がかかる。就業者数の減少ペースより工事量が早く減れば、労務需給は改善し、労務コストは若干弱含む可能性がある。ただし、競争激化の影響が大きいので、結果的に工事採算は悪化する。

(3) 工事量がさほど減少しない場合

筆者の工事量予想が外れるシナリオである。現状対比で工事量がさほど減らず、競争環境も際立って厳しくはならないため、請負単価は維持されるとみられる。ただし、この場合は就業者数が年々減少していくことで、労務コストに一層の上昇圧力がかかる。請負単価に価格転嫁できれば問題ないが、工事量が増加しない中では引き上げ交渉は困難と考えられる。

以上を纏めると、程度の差はあっても、建設各社の工事採算は悪化方向となる恐れが大きい(図表 10)。

図表 10 各シナリオ業績影響の纏め

前提条件	建設業就業者数が約2.3%で減少。		
工事量シナリオ	(1)	(2)	(3)
	緩やかに減少	急速に減少	あまり減少しない
就業者数減少ペースとの比較	就業者減少ペースより 緩やか	就業者減少のペースより 早い	-
請負単価	下押し圧力	下押し圧力	横ばい
労務コスト	高止まり	若干弱含む	上昇圧力
業績影響	単価下落・コスト上昇で 業績に下押し	単価下落の影響が大きく、 業績に下押し	コスト上昇の影響が大きく、 業績に下押し

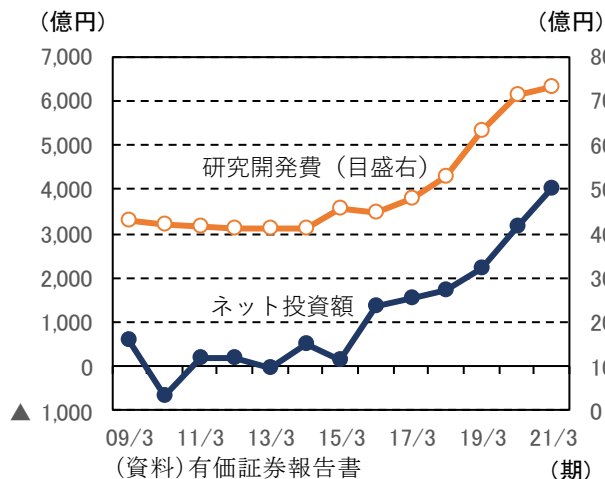
4. 建設業界の更なる発展のために

(1) 環境悪化への対処 — 「経営統合」が重要な選択肢へ

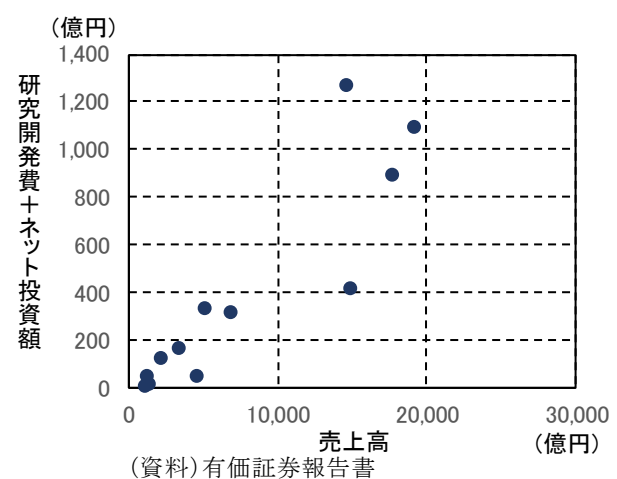
前章で示したように、何れのシナリオでも、工事採算の悪化が想定され、ゼネコン各社を巡る事業環境の見通しは厳しい。こうした点を踏まえると、業界全体として、「経営統合」による規模拡大を図ることが、合理的な選択肢になってくると予想される。その理由として、以下4点が挙げられる。

- 第一に、経営統合が業界全体として進めば、競争が緩和され、請負単価へのプラス効果が期待できる。
- 第二に、経営規模を拡大することで、技術者や協力会社が抱える建設技能労働者、資機材の繰り回しなどにおける柔軟性が増し、経営効率化の効果が期待できる。
- 第三に、経営統合による企業規模拡大で、投資余力が増す。近年、ゼネコン各社は、生産性改善のための研究開発費(施工技術・ICT)、建設事業のみに依存しない収益基盤を確立するための投資額(不動産関連、再生可能エネルギー関連など)を増加させている(図表 11)。当然ながら、業容が大きい企業ほど、未来に向けた研究開発費や投資額を効率的に積み増す余力が大きい(図表 12)。

図表 11 主要ゼネコン合計の研究開発費・ネット投資額推移



図表 12 研究開発費+ネット投資額と売上高の関係(直近期)



- 第四に、経営統合で自己資本を拡大することにより、工事損失に対する耐久力を向上させられる。近年のゼネコン各社は国内案件で十分稼げていたが、長期的に国内市場の縮小が進む過程では、海外案件をより積極的に獲得していく必要が出てくると考えられる。歴史を振り返れば、国内工事で多額の赤字となることは稀であるが、海外工事では珍しくない。経営統合により自己資本に厚みを持たせることで、このような損失を吸収し易くなり、海外工事を精力的に取り組めるようになる。

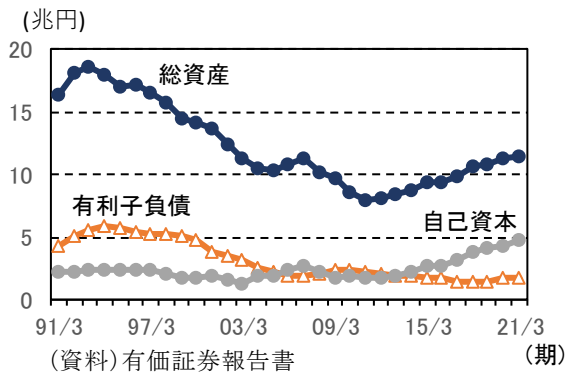
(2) 財務が改善した今は経営統合推進の好機

もともと、建設市場はこれまで経営統合が少なかった業界である。市場が急激に縮小した1990年代後半から2000年代前半でさえ、主要ゼネコンの経営統合は限定的だった。これは、経営統合が必ずしも工事受注の増加に繋がらないという見方が強かったためでもあるが、加えて各社ともバブル経済崩壊後の財務悪化に苦しみ、不良資産を抱える企業との統合に対する警戒感が強かったという面もある。

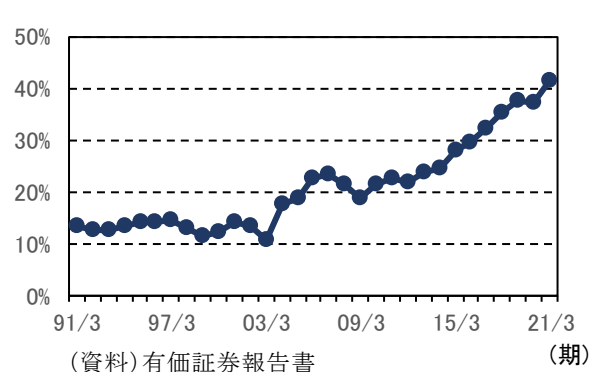
しかし近年は、長期に及ぶ好業績の下で、各社とも財務を著しく改善させている。1990 年代と比較すれば、資産はかなり圧縮され、有利子負債残高は3分の1となり、自己資本は 2.5 倍となった(図表 13)。この結果、自己資本比率は 2014 年頃まで 20%程度だったものが、直近は約 40%に達する(図表 14)。経営統合を行うタイミングとしては、条件がかなり整ってきたと考えられる。

経営統合の実現により、事業・財務基盤を一層充実させたゼネコンが生まれれば、就業者の雇用環境はより安定化し、建設業界の更なる発展に繋がると考えられる。

図表 13 主要ゼネコン合計の総資産等の推移



図表 14 主要ゼネコンの自己資本比率推移



(調査部 産業調査第一チーム 深山 敬大:Miyama_Takahiro@smtb.jp)

【参考資料 — 2030 年における建設業就業者数の推計】

2020 年の年代別就業者数に、10 年後の残留率(直近 10 年平均)を掛け合わせ、2030 年の建設就業者数を推計(図表 15)。2030 年の 15～24 歳 21 万人は、2030 年の 15～24 歳の全人口 1,050 万人(国立社会保障・人口問題研究所の予想)に、直近 10 年平均の建設業就業率 2.0%を掛け合わせ推計した。

図表 15 2030 年の建設業就業者数推計

(単位:万人)

	5～14歳	15～24歳	25～34歳	35～44歳	45～54歳	55～64歳	65歳～	合計
2020年	0	26	66	99	125	93	84	493
×								
10年後の 平均残留率	-	213.4%	101.5%	95.8%	81.9%	52.0%	-	-
	15～24歳	25～34歳	35～44歳	45～54歳	55～64歳	65歳～	75歳～	合計
2030年	21	55	67	95	102	48	0	389

(資料) 総務省「労働力調査」

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。