

2022. 2 No.118

三井住友信託銀行

調査月報



時論

DX・GXを支える人的資本政策のトランジションを.....1

経済の動き

米国のインフレ動向と今後の見通し

～2023年末まで2%上昇を維持～.....3

膨張が続く新興国債務のリスク.....10

産業界の動き

製紙業界の動向

～『相対的』に高まる板紙の存在感～.....17

時論

DX・GXを支える人的資本政策のトランジションを

人的資本への投資や職業能力の開発、とりわけリスキリング(学び直し)の重要性がますます高まっている。足元、コロナ禍の影響により社会行動や需要動向が変化し就業機会が減る一方で、人生100年時代を迎えて就労年数が延び複数回の学び直しが求められる。中長期的にも、すでに進展するDX(デジタル・トランスフォーメーション)、今後加速する脱炭素を目指すGX(グリーン・トランスフォーメーション)による必要スキルの変化や産業構造の転換が予想される。岸田首相も施政方針演説でスキル向上・再教育など「人への投資充実」を訴え、「官民の投資を早期に倍増し、さらにその上を目指す」と明言した。

実際、OECD スタッフの調査によると、DXに伴い単純労働や定型業務は自動化されデジタルツールを使いこなす仕事の割合が増すことから、OECD 諸国平均で雇用者の46%が中程度から重大な影響を受ける。日本は同比率が54%とドイツと並んで相対的に高く、DXによるリスキリングが差し迫った課題となる。他方、GXに向けて化石燃料関連やCO₂高排出の産業が技術革新によって自らグリーン化し、経済全体としてもより炭素生産性(GDP/CO₂排出量)の高い産業に生産や雇用をシフトさせなければならない。ILOなどの試算からは、パリ協定を順守する場合、対象32か国で2030年までに鉱業や石油・石炭などで約7百万人が職を失う反面、再エネや建設などで約25百万人分の新規雇用が生まれ、キャリア転換のために大規模な投資が必要になる。企業だけでなく、労働者も脱炭素経済に向けたトランジションを乗り越え、キャリアアップの機会にする発想が求められる。そのためには、労働市場の流動性や柔軟性を高めるとともに、失業や転職、学び直しに備えたセーフティネット(安全網)の拡充も欠かせない。

日本の現状はどうか。残念ながら、サステナブルとは言えない。OECD のレポートでは、主要24か国中、日本は人材・スキル不足に陥っている企業が80%強と突出して高いのと同時に、学歴や能力などが現在の職位に対して過大・過小と答えるスキル・ミスマッチの労働者も70%弱と最も高い。この結果は、偏在・固定的な人材・スキルが社内外で流動化されると、経済全体の生産性が高まる可能性を示唆する。また、終身雇用や年功序列など日本的雇用環境のもとで、企業の人材育成はOJTが主体となり、Off-JTに関する能力開発費は国際的にも低水準で、しかも売上高対比では横ばい状態にある。

コロナ禍の前は雇用流動化も進んでいたが、リクルートワークス研究所の5か国(日・米・仏・デンマーク・中)調査によれば、転職で年収が増加する割合は日本以外の4か国が70%以上なのに対し、日本は45%前後に止まり、転職により業種や職種が変わり会社の規模も小さくなるとともに、役職が上がる割合も相対的に低い。培った専門性や能力を活かせないキャリア・リセット型の転職が多いものと推察される。OECD の成人学習に関する分析でも、主要30数か国のうち、日本は学習に当たっての「利便性(ガイダンスの充実や受講の容易さ)」、必要なスキルとの「一致度」、受講した研修の「有効性」が軒並み最低レベルに止まる。成人学習を妨げているのは金銭的な制約ではなく、環境変化のスピードに制度見直しが追いついていないためだと指摘された。

見習うべきグッドプラクティスはどこにあるのか。北欧諸国、特にデンマークのフレキシキュリティ政策が注目を浴びている。「フレキシキュリティ(Flexicurity)」とは「柔軟性(Flexibility)」と「安全性(Security)」を組み合わせた造語であり、①柔軟な労働市場、②手厚い失業保険制度、③職業訓練などで早期就労を促

す積極的労働市場政策という3つの要素の「ゴールデン・トライアングル」から成り立つ。

デンマークが評価される理由は第一に、経済パフォーマンスが良好なことにある。2015～19年の成長率は2.5%と同じ福祉大国でも雇用流動性が低いドイツ(1.7%)やフランス(1.6%)だけでなく、米国(2.4%)をも上回る。日本はわずか1.0%である。可処分所得のジニ係数も主要国では最も低く、所得格差は目立たない。さらに、IMD(国際経営開発研究所)の競争力順位(2021年)で3位、国際連合の幸福度指数(2018～20年平均)では2位に着ける。日本は競争力順位が31位、幸福度指数が56位に低迷する。

第二に、政府の社会支出にメリハリが効いている。社会支出は2010～17年平均のGDP比率で30%とフランス(32%)は下回るものの、ドイツ(25%)を上回る規模にある。内訳を見ると、高齢者と遺族向けの支出が32%なのに対し、家族と住宅など現役世代向けの比率が15%と高い。日本がそれぞれ51%と6%と高齢者寄りなのとは対照的である。職業訓練などの積極的労働市場政策への支出もGDP対比で2.0%を占め、自助に任せる日本(0.2%)や米国(0.1%)とは桁違いに多い。それでいて、財政収支は2015～19年平均で黒字を維持する。また、現金支給より、育児や介護などサービスの現物給付を重視し、女性が就労しやすい環境を積極的に創り出している。

ここまではよく知られた事実も多いが、より本質的なポイントとして第三に、人材育成制度が緻密に組み上げられている。まず、政労使が協調して職業訓練の方針策定からカリキュラム見直しまで一貫して行う。当然、その資格を取得すれば公正に評価され賃金にも反映される。次に、キャリアガイダンスがオンライン形式を含め、職場・労働組合・公共職業安定所・地域コミュニティと重層的かつ継続的に提供される。内容も従来の職業紹介型から、最近では生涯キャリア形成に重点が移っている。最後に、こうしたプロセスで、将来の労働需要やスキルニーズの長期予測を積極活用する。いわゆるEBPM(エビデンスに基づく政策立案)の実践である。事実、スキル予測を活用している国ほど、労働者のスキル・ミスマッチが小さいという関係が見出された。

なお、最も強調しておきたいのはキャリアガイダンスが受け手の市民目線に立ち、生涯キャリア形成に役立つ「サービスを提供する」という発想である。これは2004年の欧州理事会の「生涯ガイダンス決議」に基づくものであり、欧州市民は「必要な時に必要な場所で最適なガイダンス」を受ける権利があるとされる。デンマークが最も成功している事例と言えよう。その結果として、先のOECDによる成人学習制度の評価でも、デンマークは必要なスキルとの「一致度」でトップ、ガイダンスの充実や学習の受けやすさを示す「利便性」とユニバーサルアクセスとしての「包摂度」でも最高レベルに位置付けられている。

日本は就労形態やキャリア形成が変容しつつある中で、セーフティネットは未だ旧来の失業対策・職業紹介中心の体系から抜け出せていない。とは言え、デンマークの仕組みを一気に取り入れることも財政負担の面から限界があり、雇用は流動化するが、職業訓練やリスクリングは自己責任頼みになるリスクがある。段階的にアプローチするにして、まず優先すべきは企業として必要スキルの見える化と個人自らの保有スキルの棚卸し、それを踏まえた官民一体での生涯キャリアガイダンスの強化であろう。国家資格のキャリアコンサルタントは企業内での活動が中心になったが、本来はデンマークのように企業外を含めた多様な展開が求められる。さらに、政策立案に中長期のスキル予測を有効活用するとともに、育児や介護の公的なサービス給付も充実させる必要がある。DXとGXを推進していく上で課題は多いが、人的資本に関する制度・システムについても次世代に向けたトランジションを成し遂げなければならない。

(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。

米国のインフレ動向と今後の見通し

～2023 年末まで2%上昇を維持～

<要旨>

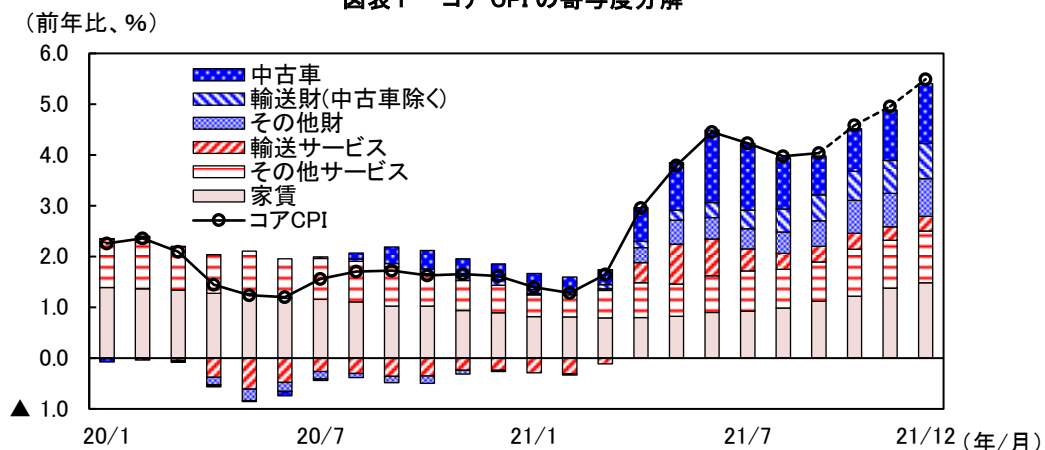
米国のインフレ率は、2021 年春頃より上昇し、2021 年 12 月には食料とエネルギーを除いたコア CPI は前年比 +5.5%と高い上昇率を記録した。新車生産の停滞により代替需要が生じた中古車と、家賃の押し上げ寄与が大きい。この先、新車需給の逼迫という特殊要因が剥落し、中古車価格が高騰前の水準へ収束する過程では、その反動がコア CPI の押し下げ要因となろう。しかし、中古車価格の収束にはなお期間を要することや、感染症拡大以降の住宅価格の高騰が家賃に波及していくことを踏まえると、米国のインフレ率はなお高止まりを続けよう。コア CPI 上昇率は 2022 年通年で前年比 +4%台半ば、2023 年通年でも同 +2%台半ばとなり、2023 年末まで前年比 +2%を下回ることなく推移すると予測する。

1. はじめに

新型コロナウイルス感染症（以下、感染症）の拡大以前、前年比 +2%程度で推移していた米国のコア CPI（食品とエネルギーを除く消費者物価）の上昇率は、感染症拡大後に同 +1%台前半まで縮小した後、2021 年4月以降急速に上昇し、2021 年 12 月には同 +5.5%と高い伸びを示した。感染症拡大以降の物価上昇の特徴として、2020 年後半以降は、家賃と中古車の2品目がコア CPI 上昇率の半分近くを牽引して来たことがわかる（図表1）。

物価安定と最大雇用をデュアル・マンドेट（2つの使命）とする連邦準備理事会（FRB）は、4月以降の物価上昇について「一時的」との見方を示していたが、12 月の連邦公開市場委員会（FOMC）ではこの表現を撤回しており、インフレ抑制に向けた金融政策に舵を切り始めている。本稿では、金融政策に影響を与える物価動向について、影響の大きい2品目の見通しを踏まえて2023 年末までのコア CPI の見通しを示す。

図表1 コア CPI の寄与度分解



（注）「家賃」は、家賃および持家の帰属家賃の各ウェイトを元に合成。

（資料）米国労働省

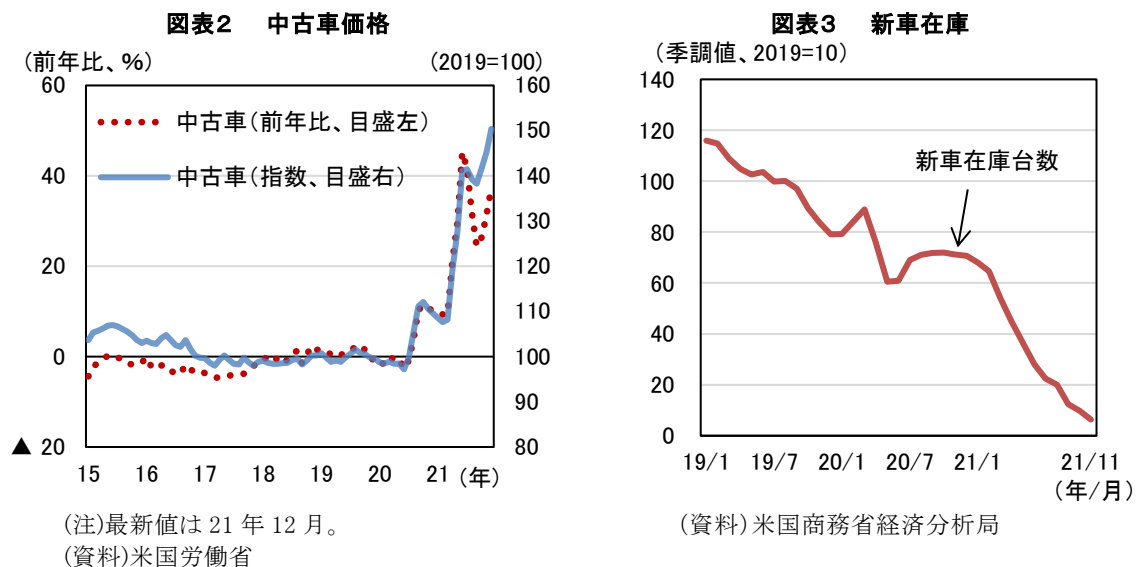
2. コア CPI を牽引する2品目

最初に、足元のインフレ率を大きく押し上げている中古車価格と家賃の動きについてみていく。

(1) 中古車価格

中古車価格は、感染症拡大以前には前年同月比±0%程度と横ばいで推移していたが、2020年8月より上昇し、2021年4月以降は同+20%を超える高い伸びが続いている。直近の2021年12月は同+37.3%と、中古車だけでコアCPIの前年同月比を約1%pt押し上げている(前頁図表1、図表2)¹。

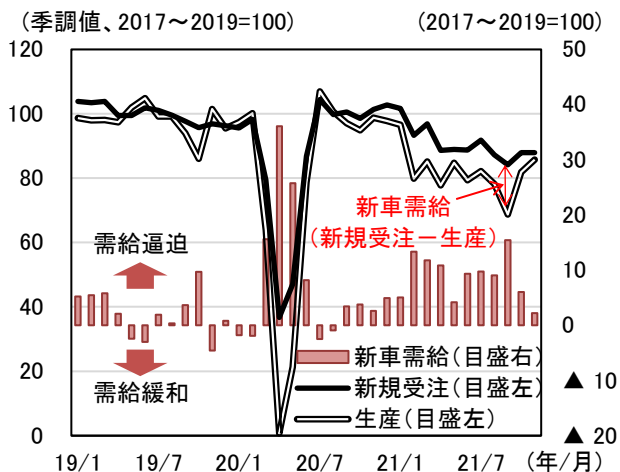
中古車価格高騰の主因として、新車需給の逼迫に伴う中古車シフトが挙げられる。感染症拡大直後に落ち込んだ新車販売は、2021年5月まで好調を維持した。しかし、その後は半導体を中心とした部品供給の不足に伴い新車の生産台数が減少したことで、需給が逼迫し、新車在庫は大幅に減少した(図表3)。その結果、中古車への代替需要が生じた。



この点について、新車の新規受注と生産の差分から捉えた新車需給と、中古車価格の関係から確認する。2017年～2019年の中古車価格が横ばいで推移していることを踏まえると、同期間の新規受注量(需要)と生産量(供給)を、中古車市場を逼迫させない程度の新車需給の均衡水準と仮定することができる。2020年後半以降の中古車価格の上昇局面では、新車の新規受注と生産はいずれも感染症拡大前と比べて減少したが、生産の方が大きく減少したため、新車需給が逼迫した(次頁図表4)。そして、新車需給の逼迫度合いが高まると、やや遅れて中古車価格が上昇する動きが確認できる(次頁図表5)。この時差は新車が生産されてから店頭に並ぶまでの所要期間を反映したものと解釈される。すなわち、新車需給の逼迫により店頭における新車在庫の不足感が高まるとともに、中古車価格が上昇してきたことがわかる。

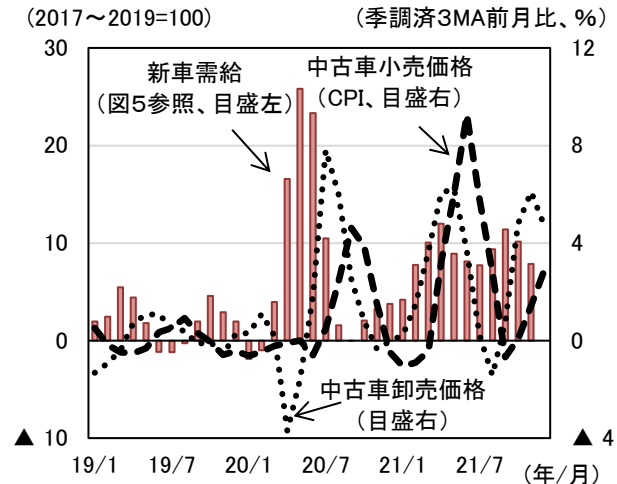
¹ 「中古車」がコアCPIに占めるウェイトは、約2.8%(2017～2018年平均ウェイト)。

図表4 新車需給(新規受注－生産)



(注)新規受注は金額ベースのため、CPI(新車)を用いて実質化している。また、新規受注には部品も含まれる。
(資料)米国センサス局、FRB

図表5 新車需給と中古車価格の関係



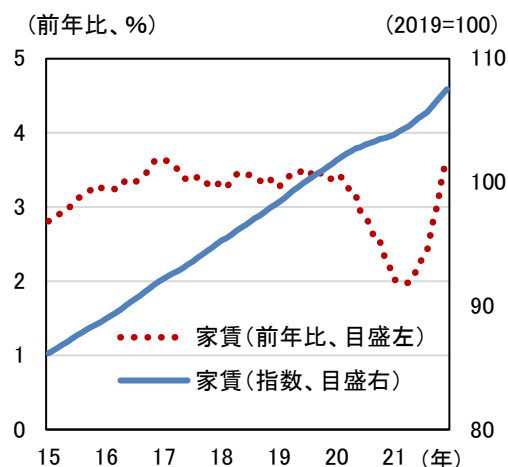
(注)CPIと中古車卸売価格指数の最新値は21年12月。供給不足の最新値は21年11月。3MAは3カ月移動平均。
(資料)米国センサス局、FRB、Manheim、米国労働省

(2)家賃

家賃(持家の帰属家賃含む)は、感染症拡大以前より前年同月比+3～4%程度で安定的に上昇してきた。感染症拡大以降、上昇率は鈍化したが、2021年12月には同+3.7%と回復している。上昇率自体は中古車価格ほど高くないが、コアCPIに占めるウェイトが4割程度と高く、コアCPIを約1.5%pt押し上げている(前掲図表1、図表6)。

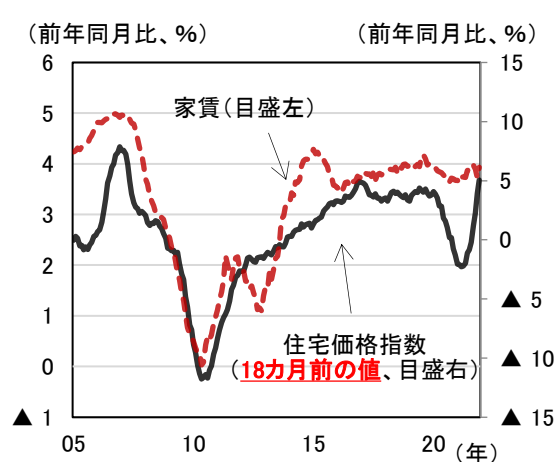
過去の傾向をみる限り、家賃は、住宅価格の変動に1年半程度遅行する形で推移する傾向があり、足元の上昇率の動きは、こうした住宅価格の変動を反映したものとみられる(図表7)。住宅価格そのものは消費者物価指数の対象に含まれないものの、家賃への反映を通じて、間接的に物価に影響を与えている。

図表6 家賃の推移



(注)家賃および持家の帰属家賃の各ウェイトを元に合成。最新値は21年12月。
(資料)米国労働省

図表7 住宅価格と家賃



(注)家賃は、家賃および持家の帰属家賃の各ウェイトを元に合成。家賃の最新値は21年12月、住宅価格指数の最新値は20年6月(18カ月遅れで表示)。
(資料)米国労働省、米国連邦住宅金融局

3. 今後の中古車価格と家賃の動き、およびコア CPI への寄与度

今後のコア CPI を見通す上で重要となるのは、中古車価格高騰の反動に加え、家賃の動きである。中古車価格は、これまでの高騰がコア CPI の押し上げに大きく寄与してきた分、今後は反動により大きな押し下げ要因となる可能性がある。また、家賃はコア CPI に占めるウェイトの高さから、その影響は大きい。以下では中古車と家賃についての今後の見通しを踏まえたコア CPI への影響について述べる。

(1) 中古車価格

今後の中古車価格について、現在の水準が過去から大幅に乖離している点や、価格高騰が新車需給の逼迫という特殊要因から生じている経緯を踏まえると、現在の価格が長期間継続するシナリオや、このまま上昇を続けるシナリオは想定しづらい。新車生産の回復時期については引き続き不透明であるものの、今後新車生産が回復し、供給不足が解消に向かう過程では、中古車価格は緩やかに下落し、感染症拡大前の水準付近に向かって収束すると考えるのが妥当である。

そして、今後のコア CPI への寄与度をみるうえで重要なのは、中古車価格が収束するまでの期間と、水準である。当部の試算によれば、収束する時期と水準の想定によって、コア CPI への寄与度は、2022 年に +0.1%pt～+0.65%pt と最大 0.55%pt、2023 年には▲0.36%pt～▲0.96%pt と、最大で 0.6%pt の違いが生じる(図表8)。

図表8 中古車価格の収束水準と時期別にみた
コア CPI に対する寄与度試算

(単位: %pt)

中古車 価格の 収束時期	収束時の価格水準			
	高騰前の水準へ収束		新車価格の上昇を反映 (高騰前の水準比1割増)	
	22年CPIへの 寄与度	23年CPIへの 寄与度	22年CPIへの 寄与度	23年CPIへの 寄与度
22年末	+0.10	▲0.83	+0.20	▲0.68
23年央	+0.51	▲0.96	+0.54	▲0.79
23年末	+0.58	▲0.75	+0.60	▲0.62
24年央	+0.61	▲0.55	+0.63	▲0.46
24年末	+0.64	▲0.44	+0.65	▲0.36

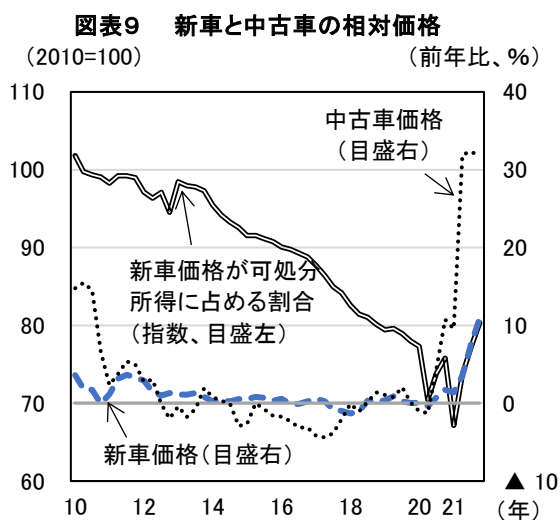
(注)本稿では、2017 年～2019 年の平均値を高騰前の水準とした。

(資料)米国労働省のデータにより調査部にて試算。

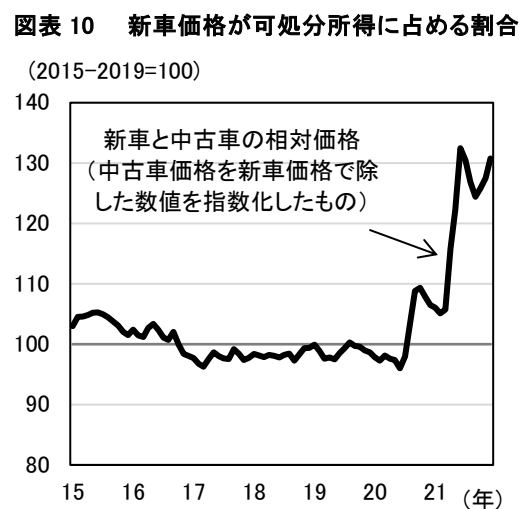
中古車価格の収束時期に関して当部では、約2年後の 2023 年末頃と想定する。先にみた通り、新車需給の逼迫が1年半程度継続した結果、足元の新車在庫は極めて低い水準となっている。今後、新車在庫の水準が回復するにつれて、中古車価格は収束に向かうとみるが、新車在庫が回復するには、新車の生産が新規受注を上回る状態が続く必要がある。本稿では、約半年後の 2022 年半ばに生産が新規受注を上回り、その後、これまで新車需給の逼迫が続いてきた局面と同程度の1年半かけて価格が収束していくシナリオを前提としている。

収束時の中古車価格の水準は、足元の新車価格の上昇や、新車と中古車の相対価格を考慮すると、価格高騰前の水準より1割程度高い価格に落ち着くとみる。新車価格はメーカーによる希望小売価格が設定されていることから、2010 年代を通じて、中古車価格と比べて変動幅は限定的である。しかし、原材料価格の上昇などを背景に複数の自動車メーカーが希望小売価格を引き上げた結果、2021 年秋以降の新車価格は直近3カ月で前年より1割程度高い水準まで上昇した。ただし、新車価格が可処分所得に占める割合をみると、感染症拡大前の水準は上回るも過去 10 年程度でみると依然低い水準にあり、家計負担の面から直ちに値下げ圧力が生じるような水準ではないとみる(図表9)。

こうしたことから、今後、現在の新車価格が当面維持され、新車と中古車の相対価格が感染拡大前の水準まで収斂すると仮定すると、収束後の中古車価格は、感染症拡大前の水準と比べ1割程度高い価格へ回帰すると想定される(図表 10)。



(注)CPI の新車価格を可処分所得で除した値を指数化したもの。指数が高いほど、可処分所得に対する新車価格の割合が高いことを示す。
(資料)米国労働省、米国商務省



(注)CPI の中古車価格を新車価格で除した値を指数化したもの。相対価格が高まる局面では、新車価格比、中古車価格の上昇率が高いことを示す。
(資料)米国労働省

以上の想定を踏まえ、中古車価格はコア CPI を、2022 年も+0.6%程度押し上げた後、2023 年には▲0.5%～▲0.6%程度押し下げるものとみる。

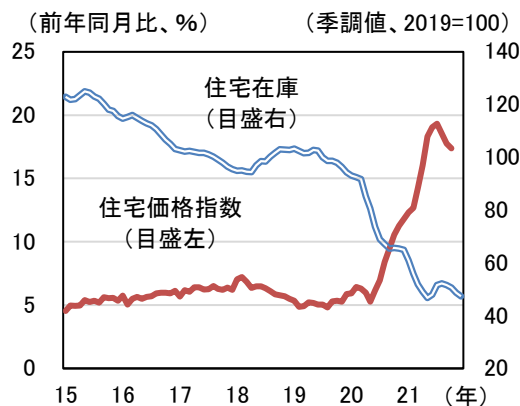
(2)家賃

家賃の動きはこの先どうなるか。先述の通り、家賃は1年半程度前の住宅価格に連動する傾向がある(前掲図表7)。1年半前の住宅価格をみると、それ以前は前年同月比+5%前後で推移していたが、2020 年半ば以降は住宅の在庫不足を背景に徐々に上昇率を高め、2020 年 10 月以降は同+10%を超える高い伸びとなっている(次頁図表 11)。物件が売りに出されてから成約に至るまでの期間は、感染症拡大前は 50 日程度であったが、現在では 20 日を下回っている。直近の 2021 年 12 月には前月より更に短縮されており、住宅供給の不足と住宅価格の上昇は今後も続く

可能性が高い(図表 12)。

そして、足元の住宅価格の動きが、過去の傾向通り1年半程度の時差を伴って家賃に反映されると、2022 年初より家賃の上昇率は高まり、2022 年央以降は前年同月比+5%前後で推移する可能性が高い。こうした家賃の上昇がコア CPI に与える影響を試算すると、2022 年通年で前年比+1.9%ptと、家賃だけでコア CPI 上昇率がほぼ2%に達し、2023 年通年では同+2.1%ptと小幅ながらさらに拡大する見込みである。

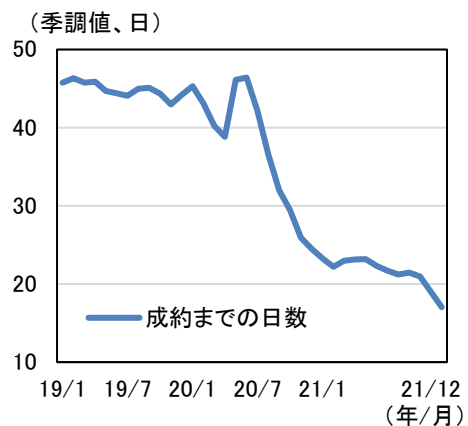
図表 11 住宅価格と住宅在庫



(注)最新値は、住宅価格指数が 21 年 10 月、住宅在庫が 12 月。

(資料)米連邦住宅金融局、CEIC

図表 12 住宅が成約に至るまでの日数



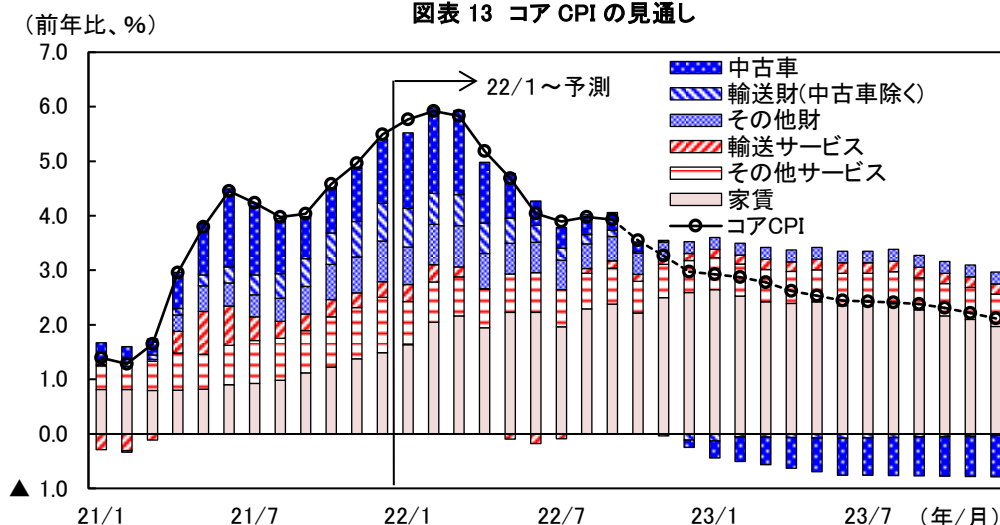
(注)最新値は 21 年 12 月。

(資料)CEIC

4. コア CPI の見通し

先述の通り、中古車価格は 2022 年もプラスの寄与、2023 年にはマイナス寄与が想定されるが、2020 年後半以降の住宅価格の上昇が家賃に反映されることで、家賃がコア CPI 全体を下支えし、2023 年末まで前年比+2%を下回ることなく推移すると予想する。通年では 2022 年で前年比+4%台半ば、2023 年で同+2%台半ばの上昇率となろう(図表 13)。

図表 13 コア CPI の見通し



(注)2022 年1月以降は筆者にて試算。

中古車と家賃以外については、中分類ごとに感染症拡大前のトレンドなどを元に試算。

(資料)米国労働省

以上が米国の物価に関するメインシナリオであるが、当然にこの2品目を含めて、上振れ・下振れの可能性がある。今後の主な上振れ要因としては、インフレ率が高止まりするなかで賃上げ圧力が一層高まり、各種サービス価格の上昇が加速していくことや、物流費や原材料費の上昇が小売価格へ転嫁される動きが拡大していくことなどが挙げられる。一方、主な下振れ要因としては、感染症の再拡大に伴い、各種サービス業種に対する需要が減少することや、インフレ抑制を目的とした FRB の金融政策により住宅価格の上昇率が鈍化する可能性などが挙げられる。

(調査部 経済調査チーム 竹川 隼人 : Takegawa_Hayato2@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。

膨張が続く新興国債務のリスク

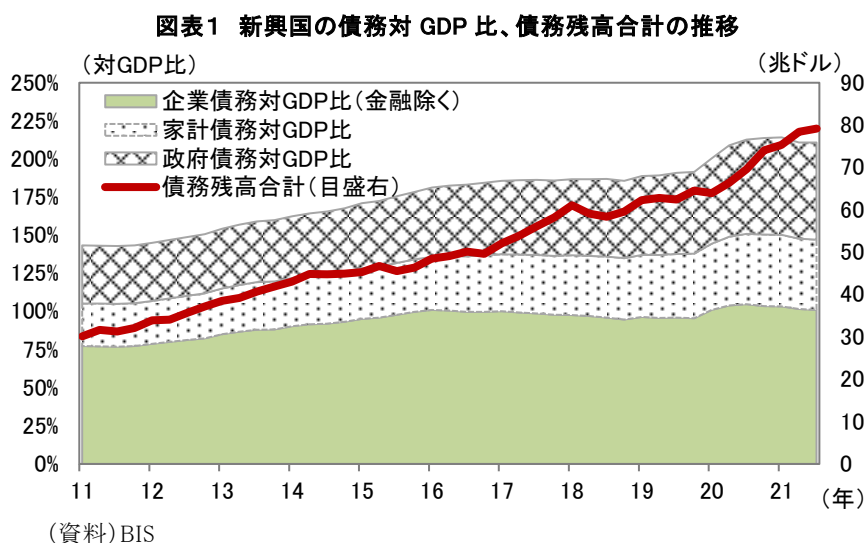
<要旨>

新興国では、債務規模の膨張にもかかわらず、近年深刻な債務危機は発生していない。その背景として、グローバル化の加速を受け、新興国において高成長と低インフレが長期にわたり続いたことが挙げられる。しかし、米中対立によるグローバル化の揺り戻しやコロナ禍の長期化による景気下押し圧力、供給制約による物価の急騰で、新興国がこれまで享受してきた高成長・低インフレ環境には当面戻らない可能性がある。こうした中、米国では金融引き締めの前倒し観測が台頭しており、膨張した新興国債務の問題が再燃する可能性が高まっている。

本稿で取り上げた対象国のうち、ブラジルは政府債務、トルコは対外債務において、返済リスクが最も高い。また、インドも政府債務の返済リスクが比較的高く、南アフリカは政府債務と対外債務の両方において比較的高い返済リスクを抱えている。これらの国は、大規模な資金逃避に直面することなどを通じて、経済・金融システムが混乱に陥るリスクが他よりも大きい。

1. 新興国の債務規模は大きく拡大

国際決済銀行(BIS)のまとめによると、新興国全体(政府・家計・企業の合計。ただし金融除く)の債務規模は、2011年末の32兆ドルから2021年9月末は79兆ドルへと倍以上に増大し、債務対GDP比は200%を突破した。特に、2020年以降はコロナ禍の影響も加わり、債務規模は一段と膨らんだ。各国で導入された防疫措置や景気刺激策といった財政拡張により、政府債務が急拡大したことが主因である(図表1)。



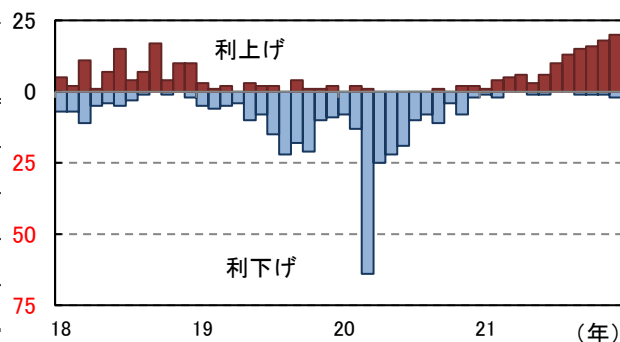
しかし、債務規模の膨張にもかかわらず、1990 年代まで繰り返し発生し、たびたび国際金融市場を動揺させた新興国の債務危機は、2000 年代以降、ほとんど発生していない¹。その背景として、2000 年以降のグローバリゼーションの加速、すなわち、先進国から新興国への生産移転や貿易の自由化、新興国経済の世界経済への統合がもたらした低インフレと高成長が挙げられる。新興国平均の消費者物価上昇率は 1980 年代の 36%、1990 年代の 53%から、2000 年代の 7%、2010 年代の 5%に大きく低下し、実質 GDP 成長率は 1980 年代と 1990 年代の 3% 台から、2000 年代の 6.1%、2010 年代の 5.1%に高まった(図表 2)。

図表 2 新興国平均の経済成長率とインフレ率

	実質GDP成長率 (年率)	消費者物価上昇率 (年率)
1980～1989年平均	3.1%	35.8%
1990～1999年平均	3.7%	53.3%
2000～2009年平均	6.1%	6.8%
2010～2019年平均	5.1%	5.2%
2020年	-2.1%	5.1%

(注) 対象は IMF が定義する新興国と発展途上国の平均値
(資料) IMF

図表 3 世界の中央銀行が実施した利上げ・利下げの回数



(注) 同じ国が同月内に2回利上げすれば2回にカウント。
(資料) 各国中央銀行

その間、リーマンショック等により新興国経済は一時的にマイナスに転じる局面もあったものの、米国をはじめ主要国による協調の下で適切な政策対応が講じられたことで、新興国に及ぼす悪影響は抑制された。このような経験から、コロナ禍により世界経済が深刻な打撃を受けたものの、今回も新興国への悪影響は短期的なものに留まるのではないかとこの見方も一部にはみられる。

しかし、新興国を取り巻く環境は今後、一変する可能性がある。まず、米中対立の激化に伴い、世界経済をけん引してきたグローバリゼーションが揺り戻されたことで、成長鈍化や主要国間の政策協調の乱れが懸念される。また、繰り返し出現する新型コロナウイルスの変異株により、パンデミックは3年目に突入してもいまだ終息の兆しが見られず、グローバル経済の押し下げ要因として長期にわたり存在し続けるおそれがある。米中対立やコロナ禍による供給制約に伴う世界的なインフレ圧力の高まりも悪材料である。米国の物価上昇率は既に 1990 年代以来の最高水準を記録しているほか、ブラジルをはじめ多くの新興国でもインフレが高騰している。少なくとも当面の間、新興国が高成長・低インフレ環境に戻る可能性は低いと言わざるを得ない。

足元、インフレに対応するため、新興国中心に利上げに踏み切る国が急増している。米国の金融引き締めの前倒し実施が予想される中、新興国の利上げはさらに増える可能性もある(図表 3)。金利の上昇は、膨張が著しい政府債務等の返済負担を増大させる。こうした状況下、対外債務の返済リスクが高いとされた新興国では、通貨レートの暴落や大規模な資金流出などを通じ、経済金融環境が急激に悪化するおそれがある。

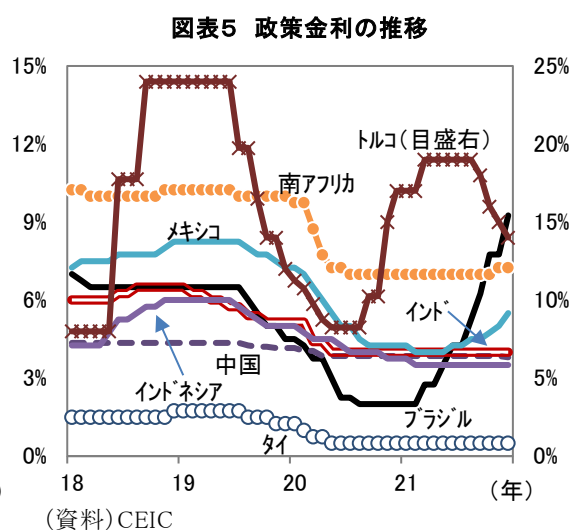
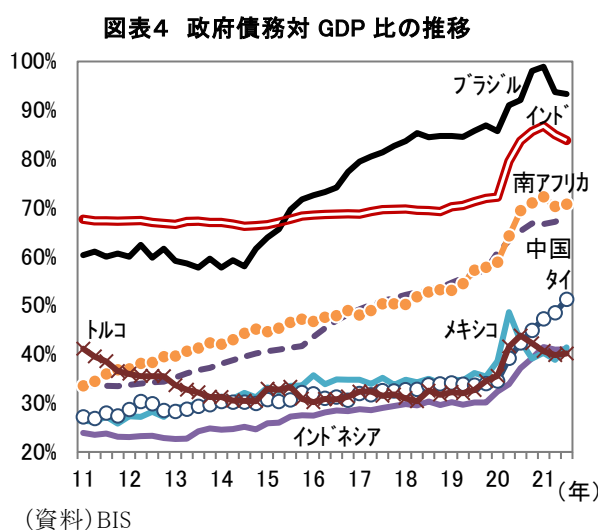
¹ これまでに発生した主な新興国債務危機としては、1975 年のトルコ危機、1982 年のメキシコ危機、1987 年のブラジル危機、1997 年のアジア危機(タイ、インドネシア、韓国等)などが挙げられる。2000 年代以降については、アルゼンチンで危機が繰り返している(2001 年、2015 年、2018 年、2019 年)ものの、特殊なケースと見なされ、他の新興国への「伝染」(contagion)は見られない。

本稿では、ブラジル、メキシコ、中国、タイ、インド、インドネシア、トルコ、南アフリカの主要新興8カ国を対象として、各々の政府債務と対外債務の状況を取り上げ、リスク評価を行う。

2. 政府債務のリスク評価

政府債務の返済リスクは、国債価格の急落や金利の高騰につながり、経済・金融システムの混乱を引き起こす要因である。以下では、各国の債務規模と金利動向を確認した上で、返済原資を確保する能力と返済責任を遂行する能力という観点に基づき、対象国のリスクを比較・評価する。

2021 年9月時点で、政府債務対 GDP 比で最も規模が大きいのは、93%のブラジルと 84%のインドである。そのほか、南アフリカ（同 71%）と中国（68%）も比較的高水準にある。他方、タイ（51%）、インドネシア（41%）、メキシコ（41%）、トルコ（40%）の債務規模は相対的に小さい（図表4）。

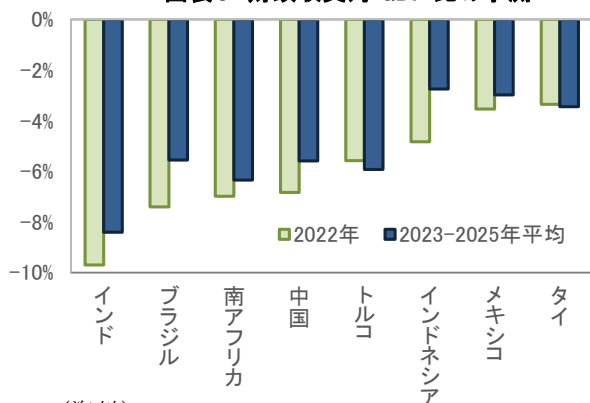


インフレの加速を受け、対象国のうち、ブラジル、南アフリカ、メキシコが 2021 年以降、相次いで政策金利の引き上げに踏み切っている。中でもブラジルの利上げ幅は 2021 年の1年間で 725 ベーシス・ポイントにおよんだ。これらの国では、金利上昇による債務返済負担の増大が懸念される（図表5）。

政府債務の直接的返済原資は、税金等の収入から支出を控除した政府の純収入、つまり財政収支であるが、対象国の財政収支は軒並み悪化している。財政収支対 GDP 比の IMF 予測をみると、すべての対象国はマイナス、つまり財政赤字の状態、この先も黒字に転換する見通しが立っていないことが読み取れる。とりわけインド（▲9.7%、2022 年予測）、ブラジル（▲7.4%）、南アフリカ（▲7.0%）で赤字幅が大きい。財政赤字補填のためには新規の借入れが必要であるが、特に財政赤字が大きい国では、債務規模の一段の拡大が懸念される（次頁図表6）。

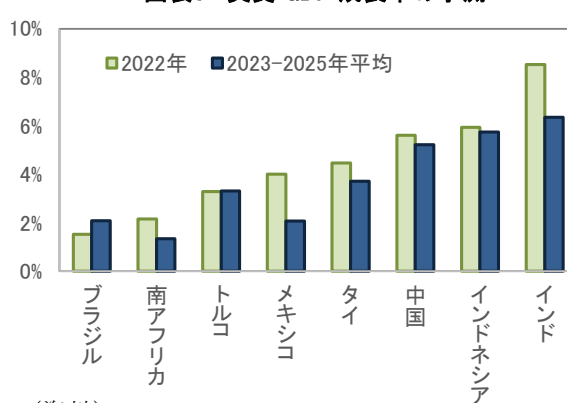
経済成長は税収の増減を通じ政府収入を大きく左右するため、政府債務の返済能力に重要な意味を持つ。IMF による各国の実質 GDP 成長率予想をみると、インドやインドネシア、中国の成長率が高く、この先 2023 年～2025 年の期間においても比較的高い成長が保たれる見込みである。それに対し、ブラジルと南アフリカの成長率は低く、この先も 1～2%程度の弱い経済成長に留まる予想である（次頁図表7）。

図表6 財政収支対 GDP 比の予測



(資料)IMF

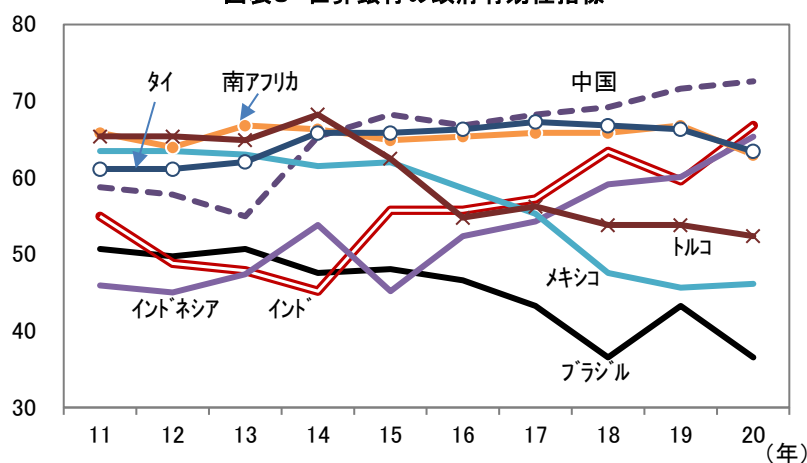
図表7 実質 GDP 成長率の予測



(資料)IMF

対象国政府の債務管理および返済責任の遂行能力について、世界銀行が 2021 年に公表した世界ガバナンス指標 (WGI) のうち「政府の有効性」指標を用い、比較・評価すると、中国 (73、2020 年値)、インド (67)、インドネシア (65) は比較的高く、かつ改善傾向にある。それに対し、ブラジル (37)、メキシコ (46)、トルコ (52) は低く、かつ悪化傾向を辿っていることがわかる。この点においても、ブラジルの懸念が最も強く、メキシコとトルコがそれに続く (図表8)。

図表8 世界銀行の政府有効性指標



(資料)世界銀行

以上を踏まえると、対象国のうち、政府債務の返済リスクが最も高いのはブラジルである。インドと南アフリカも、債務規模が GDP 対比で大きく、返済原資を確保する能力において懸念があるため、返済リスクは比較的高い。なお、メキシコとトルコは債務返済責任の遂行能力に懸念は残るものの、債務規模が小さい点がリスクを減じている。

3. 対外債務のリスク評価

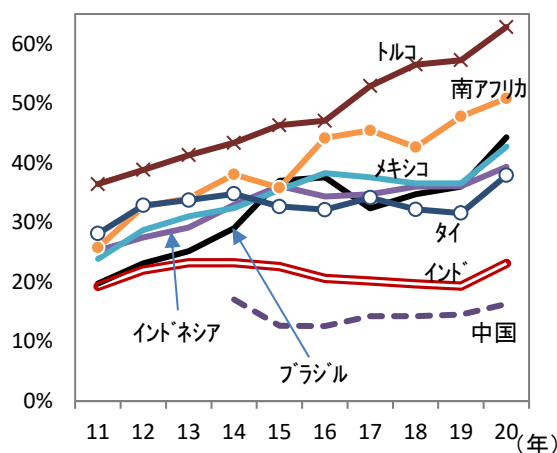
対外債務の返済リスクの高まりは、国外への資金逃避を引き起こし、通貨の急落や金利の高騰、さらには経済・金融システムの混乱を招く。以下では、対外債務の規模を確認した上で、外貨を獲得する能力としての経常収支や外貨準備の状況を踏まえ、対象国のリスクを比較・評価する。

2020 年末時点における政府債務対 GDP 比をみると、中国 (16%) とインド (23%) は低水準に留まっているのに対し、その他対象国は軒並み上昇基調にある。特に、トルコ (63%) と南アフリカ

(51%)の比率は他の対象国を大きく上回り、著しく上昇してきたことが読み取れる(図表9)。

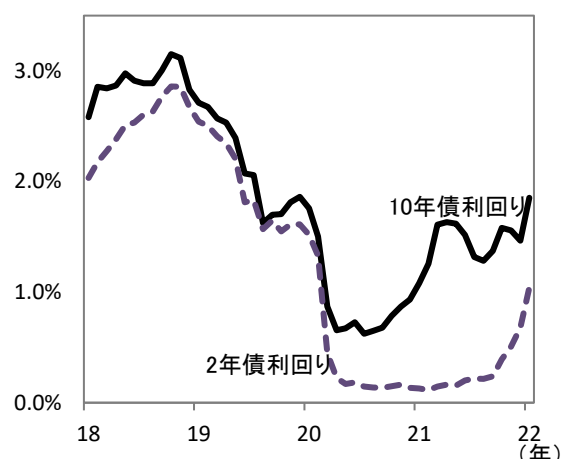
足元、米国の金融引き締めの前倒し観測が台頭しており、米国金利は上昇傾向を見せている。(図表10)。投資家にとって、安全資産としての米国債の利回り上昇は、よりリスクの高いと見られる新興国資産(＝新興国にとっての対外債務)の相対的な利回り低下を意味する。こうした要因も、新興国からの大規模な資金流出の可能性を高める要因になる。

図表9 対外債務対 GDP 比の推移



(資料) IIF

図表10 米国の国債利回りの推移

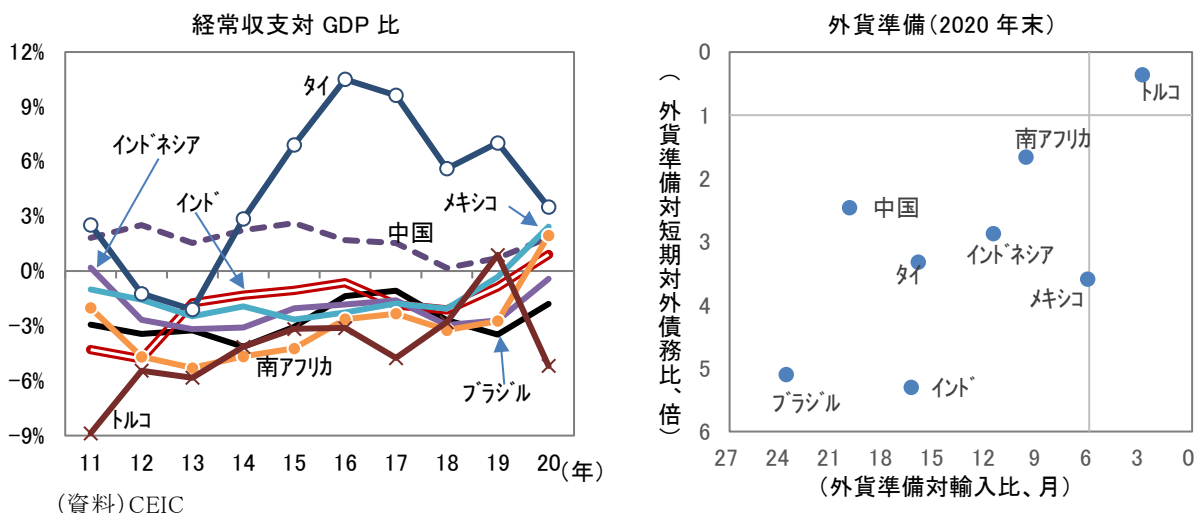


(注) 2018～2021年は月間平均値、2022年は1月17日値
(資料) CEIC

各国の経常収支対 GDP 比をみると、タイや中国を除けば、ほとんどの対象国はマイナス基調にあり、自力で外貨を稼ぐ能力が弱い。これらの国は、対外債務返済のための外貨を為替市場から調達しなければならず、為替の減価による債務返済負担の増大など、為替レートの変動リスクにも晒されやすい(図表11左)。

外貨準備は、債務返済など外貨支払いへの備えとして、そして通貨防衛のための為替介入の原資として重要な意味を持つ。一般的には、短期対外債務の1倍以上、輸入額の6ヵ月分以上の外貨準備を常に維持することが好ましいとされる。対象国のほとんどがこの基準をクリアしているのに対し、唯一、トルコは外貨準備残高が短期対外債務の36%、輸入額の2.9ヶ月分相当に留まり、基準を大きく下回っている。また、南アフリカは基準をクリアしているものの、他の対象国と比べ、外貨準備の余裕が乏しい状況にある(図表11右)。

図表11 対象国の経常収支、外貨準備



(資料) CEIC

以上を踏まえると、トルコは対外債務の規模が大きく、経常収支や外貨準備に関する脆弱性も目立つため、対象国のうち最も対外債務の返済リスクが高い。また、トルコほどではないものの、南アフリカのリスクも比較的高いといえる。

4. まとめと今後の留意点

以上の内容を総括すると、ブラジルは政府債務、トルコは対外債務において、対象国の中でも返済リスクが高いといえる。その他、インドは政府債務において、南アフリカは政府債務と対外債務の両方において、比較的高いリスクを抱えている(図表12)。

図表12 対象国の債務返済リスク評価

	政府債務				対外債務			
	リスク評価	債務規模(GDP対比)	財政収支&経済成長	政府の有効性	リスク評価	債務規模(GDP対比)	経常収支	外貨準備
ブラジル	高	大きい	悪い	低い	低	やや大きい	赤字基調	多い
中国	低	やや大きい	やや良い	やや高い	低	やや小さい	黒字基調	やや多い
インド	中	大きい	やや悪い	やや低い	低	やや小さい	赤字基調	多い
インドネシア	低	小さい	やや良い	やや低い	低	やや大きい	赤字基調	やや多い
メキシコ	低	小さい	やや良い	低い	低	やや大きい	赤字基調	やや多い
南アフリカ	中	やや大きい	悪い	やや低い	中	大きい	赤字基調	やや少ない
タイ	低	やや小さい	やや良い	やや低い	低	やや大きい	黒字基調	やや多い
トルコ	低	小さい	やや悪い	低い	高	大きい	赤字基調	少ない

以下では、この先、特に留意が必要と考える国について留意点を述べる。

ブラジル 政府債務の返済リスクの低減には、財政再建や構造改革による潜在成長力の底上げが求められるものの、2022年10月の大統領選を控え、その進展は当面期待できない。選挙戦はボルソナロ大統領と左派のルラ元大統領による一騎打ちの情勢であるが、執筆時点ではルラ元大統領が一歩リードしている。ボルソナロ大統領は就任後、構造改革や財政再建に注力していたが、2020年以降は支持率の低迷を受け構造改革が停滞し、現在、選挙対策として2度目の大規模現金給付といった左派的な財政バラマキ政策を検討している。構造改革の停滞や財政再建の遅れは投資家の失望を招き、国債価格や為替相場の急落につながりかねない。既にインフレ率は前年比+10%超の高水準に昂進しており、一昔前に同国で繰り返されたハイパーインフレ・景気後退・財政悪化の悪循環に再び陥るおそれもある。

トルコ 対外債務の返済リスクが高いため、間近に迫る米国の金融引締めで、より厳しい逆風に晒されることが予想される。本稿で分析した対外的脆弱性に加え、インフレが昂進する中でも利下げを繰り返す同国の金融政策も市場では問題視されており、2021年、リラは対ドルで▲42%の大幅な減価となった。通貨の急落は対外債務の返済負担を増大させ、デフォルトリスクの上昇につながる。こうした状況の中でも、トルコ当局は依然として異色の金融政策を貫く構えで、通貨防衛のため、為替介入とリラ建て預金の外貨換算価値を保証する制度を導入している。為替介入

により、既に底突き状態に近い外貨準備はさらに減少し、対外的脆弱性が一層深刻化するおそれがある。リラ建て預金の保証制度は財政負担の増大につながり、同国信用力の下支え材料となる財政の健全性を損ないかねない。同国からの資金逃避に拍車がかかるなど、対外債務の返済リスクが意識された場合、経済・金融システムに深刻な打撃を及ぼす懸念がある。

南アフリカ 対外債務が多く対外脆弱性を抱え、政府債務の返済リスクも比較的高い。リスクオフ局面では、国外への大規模な資金逃避に見舞われることで、通貨の急落による対外債務の返済リスクの高まりに加え、国債価格の急落や金利の高騰も懸念され、経済・金融システムに混乱が生じるおそれがある。

インド 政府債務の返済リスクは比較的高いが、国内銀行による一定割合の国債保有が義務付けられている特殊事情から、国債が大きく売り込まれるリスクは低い。ただし、財政再建の遅れによる政府債務の返済リスクの増大が銀行の信用リスクに飛び火することで、信用収縮につながり景気の悪化を引き起こすことには留意すべきである。

その他の国については、政府債務および対外債務の返済リスクという観点から見ると、相対的に懸念は小さいとみる。もともと、タイは家計債務、中国は企業債務の規模が大きい点に注意を要する。両国の規制当局は債務問題に対する取り組みを進めているが、債務処理には時間がかかる見込みで、長期にわたり景気の下押し要因となるおそれがある。

シェン ショウイー

(調査部 海外調査チーム 盛 暁毅 : Sheng_Xiaoyi@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。

製紙業界の動向

～『相対的』に高まる板紙の存在感～

<要旨>

2020年に発生した新型コロナウイルスの感染拡大は、国内の紙製品の需要に大きな影響を及ぼした。紙製品の国内生産量は、ほとんどの品種で前年から減少し、特に印刷・情報用紙を中心とした「紙」の生産量の落ち込みは大きく、初めて段ボール等に使用する「板紙」の生産量を下回った。

従来から印刷・情報用紙の需要は減少傾向にあったが、コロナ禍を契機としたテレワークの普及等で、ペーパーレスは一段と進展している。一方、板紙の主製品である段ボール原紙は、食品向け等の需要が底堅いことに加えて、通販向け需要も堅調である。コロナ禍前のように紙が板紙を大きく上回る状況には戻らないと思われる。

製紙企業においても、相対的に段ボール原紙事業の存在感は増している。今後も印刷・情報用紙の需要減少傾向は続くと見られることから、各企業では製造設備の再編や人員の配置転換等、体制の見直しが必要になる。

今後、脱炭素やESGの浸透に伴う環境意識の高まりにより、印刷・情報用紙の需要がさらに厳しいものになるといった影響が考えられる。製紙業界の構造変化に引き続き注目していく。

1. 製紙業界の状況 ～「紙」が「板紙」の生産量を初めて下回る～

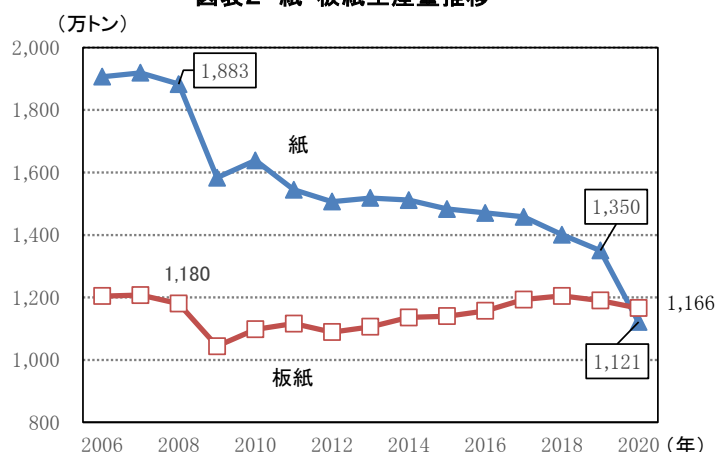
2020年に発生した新型コロナウイルスの感染拡大は、国内の紙製品（図表1）の需要に大きな影響を及ぼした。2020年の国内紙製品の生産量は、ほとんどの品種で前年から減少した。特に印刷・情報用紙を中心とした「紙」の生産量の落ち込みは大きく、1988年以降の過去最低水準を更新し、初めて「板紙」の生産量を下回った（図表2）。

図表1 紙製品の品種分類

	主な用途
紙	
印刷・情報用紙	雑誌・コピー用紙
新聞用紙	新聞紙
衛生用紙	トイレトペーパー
包装用紙	包装紙・紙袋
雑種紙	書道半紙など
板紙	
段ボール原紙	段ボール
紙器用板紙	製菓用箱
その他	ラップの芯など

（資料）経済産業省『生産動態統計調査』

図表2 紙・板紙生産量推移



（資料）経済産業省『生産動態統計調査』

具体的な数値をみると、2020年の紙の生産量は前年比▲229万トン(▲17.0%)となり、そのうち、主製品である印刷・情報用紙が、同▲163万トン(▲21.8%)の588万トンとなるなど、大きく落ち込んだ(図表3)。感染拡大防止に伴うイベントの中止等による商業印刷向け需要の減少、テレワーク普及やペーパーレスの進展によるオフィス向け需要の減少が原因と考えられる。

一方、板紙の生産量は同▲24万トン(▲2.0%)に留まった。主製品の段ボール原紙は、同+4万トン(+0.4%)の970万トンと底堅い動きであった。飲料向けや工業向け需要が低調となったが、外出自粛やテレワーク普及によって通販・宅配向け等の巣籠もり需要が伸びたことが要因である。

図表3 紙・板紙生産量(2019年・2020年比較)

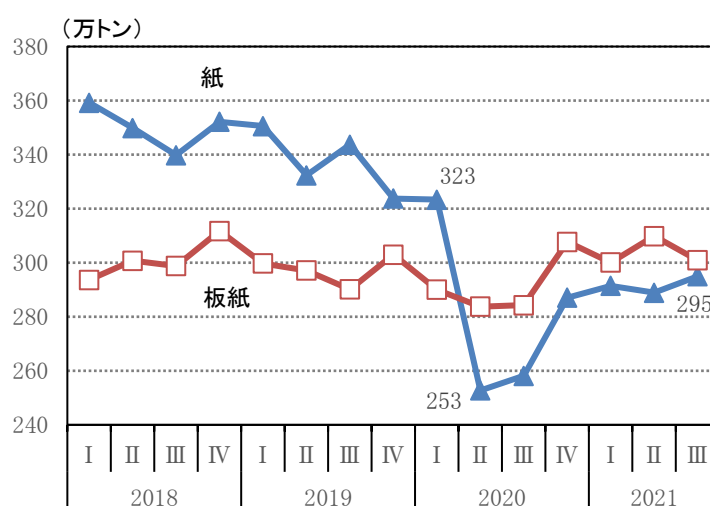
	2019	2020	(万トン)	
			前年比較	
			数量	比率
紙	1,350	1,121	▲229	▲17.0%
うち印刷・情報用紙	751	588	▲163	▲21.8%
板紙	1,190	1,166	▲24	▲2.0%
うち段ボール原紙	966	970	+4	+0.4%

(資料)経済産業省『生産動態統計調査』

2. 紙・板紙の需要見通し ～ 厳しい印刷・情報用紙と底堅い段ボール原紙～

2021年の紙・板紙の生産動向においても、紙の生産数量には回復の鈍さがみられる(図表4)。印刷・情報用紙と、段ボール原紙の需要見通しを踏まえると、コロナ禍前のように紙の生産量が板紙を大きく上回る状況には戻らないと思われる。

図表4 四半期 紙・板紙生産量 推移

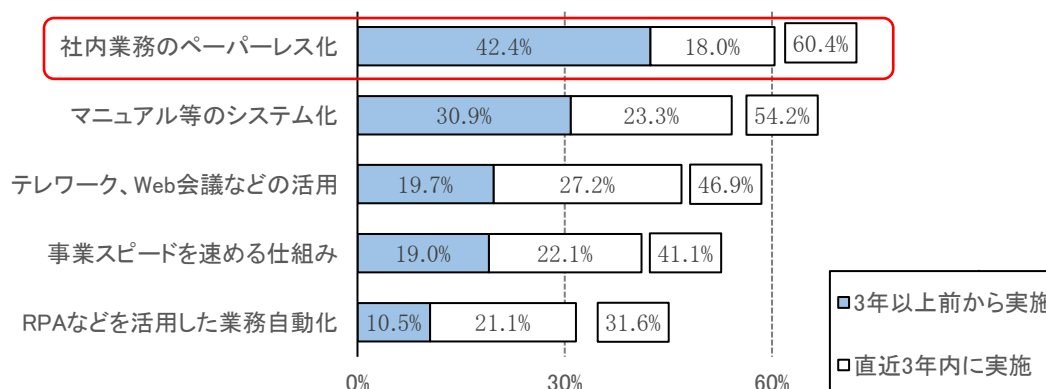


(資料)経済産業省『生産動態統計調査』

(1)印刷・情報用紙 ～ペーパーレスによる需要減少は回復が難しい～

印刷・情報用紙の需要は、コロナ禍前より減少傾向にあった。これは、オフィス業務のICT化¹によって、ペーパーレスが推進されたためである。2020年に総務省が発表した情報通信白書によると、業務改善に関する企業アンケートでは、最も回答を集めたのはペーパーレスであった。(図表5)。また、「ペーパーレス取り組みの実施時期は3年以上前」から、と回答した企業も多く、コロナ禍前から紙の使用削減の動きは定着していたことを確認できる。

図表5 ICT化に関連する業務慣行の改善



(資料)総務省『情報通信白書(2020年版)』

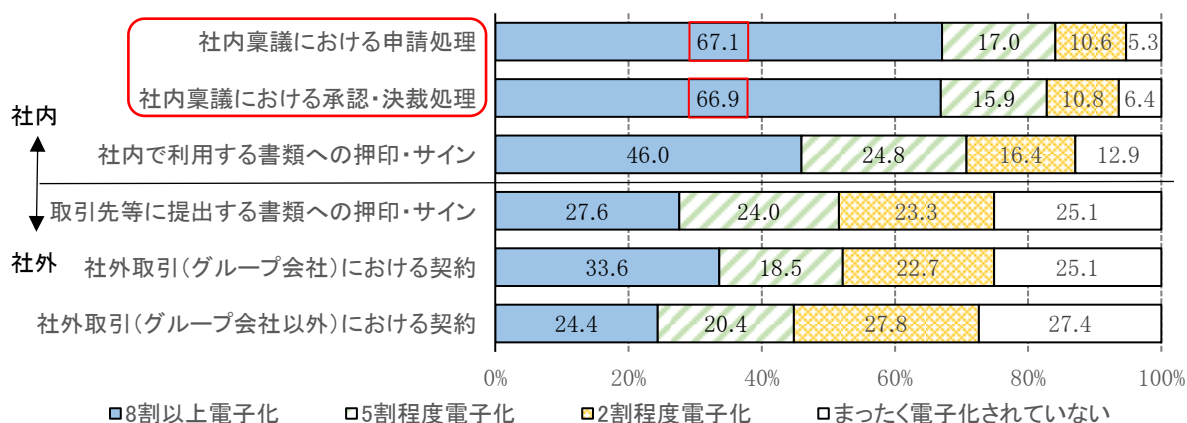
こうした中、コロナ禍により、ペーパーレスが一段と進展した。コロナ禍前には、「システムに入力したデータを印刷して社内で回覧する」というような紙の使用はまだ残っていた。

しかし、感染拡大防止策として出社人数制限が実施され、テレワークが普及したことで、紙を使用する社内手続きが物理的に難しくなった結果、ペーパーレスと業務の電子化が大きく進展した。

2021年の総務省による社内・社外手続きの電子化状況に関するアンケートでは、半数を超える企業が、「社内稟議の処理について8割以上が電子化されている」と回答した(図表6)。このような電子化された手続きは、コロナ禍が終息したとしても元に戻るとは考えにくい。

一方、社外手続きでは、「処理の8割以上が電子化されている」と回答した企業は2～3割程度に留まった。社会全体では、まだまだ中小企業を中心にICT化未着手の領域はあり、よって、印刷・情報用紙が電子システムに代替される余地はまだ大きいと推測される。

図表6 社内・社外手続きの電子化の状況



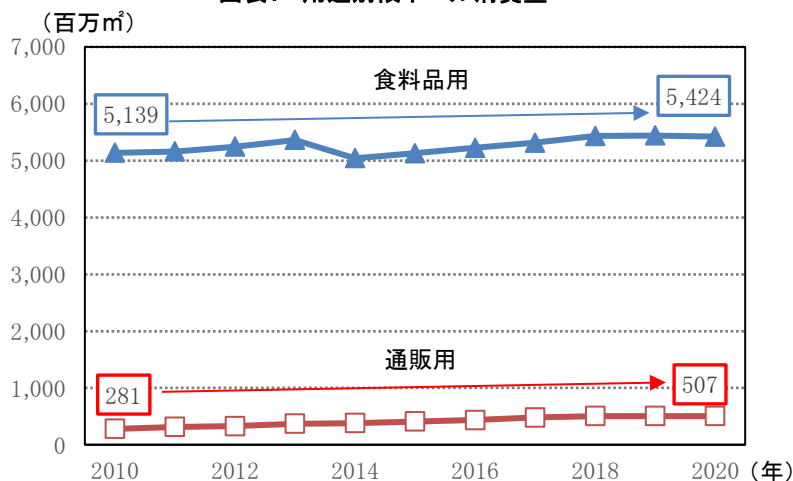
(資料)総務省『情報通信白書(2021年版)』

¹Information and Communication Technology の略で、情報通信技術を指す。

(2) 段ボール原紙 ～引き続き、需要は底堅い～

段ボール原紙はその名の通り、段ボールに使用され、その約5割が食料品に使用される。食料品用の段ボール消費量は、概ね底堅く推移している。また食料品用に比べ規模は小さいが、近年は通販用も拡大している。通販用の段ボール消費量をみると、2010 年は2億 8,100 万 m²だったが、2020 年には約 1.8 倍の5億 700 万 m²となっている(図表7)。

図表7 用途別段ボール消費量

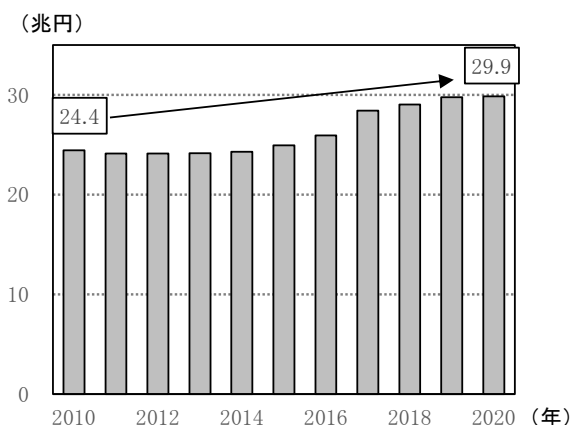


(資料) 経済産業省『生産動態統計調査』

今後を見通しても、食料品用の段ボールの需要は、引き続き底堅いと考える。食料品は生活必需品であるというのが第一の理由であり、実際に食料製品出荷額は24～29兆円で安定推移している(図表8)。

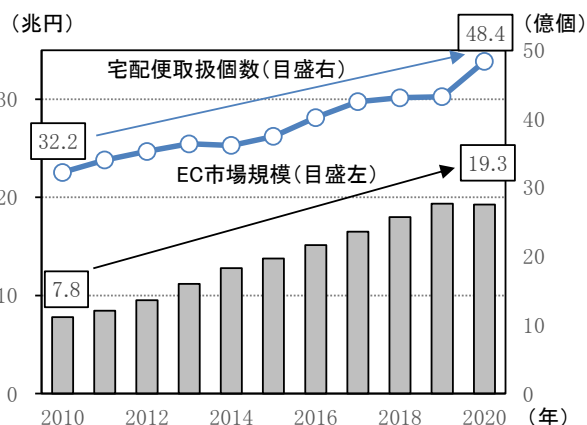
また、存在感を増す通販用段ボールの需要も、EC²や宅配便の利用拡大に伴い、堅調に伸びると予想される。2020年のEC市場は2010年比で約2.4倍の19.3兆円の規模に拡大し、宅配便取扱個数も2010年比で約1.5倍の48.4億個まで増加しているからである(図表9)。

図表8 食料製品出荷額



(資料) 経済産業省『工業統計調査』

図表9 EC市場規模及び宅配便取扱個数



(資料) 経済産業省『電子商取引に関する市場調査』、国土交通省『宅配便取扱個数』

² Electronic Commerce の略で、インターネットを通じた電子商取引を指す。

3. 製紙企業における板紙事業の位置付け ～業績面でも板紙の存在感は高まる～

こうした紙製品の需要変化に応じて紙製品を製造する製紙企業の業績や事業運営にも動きがみられる。

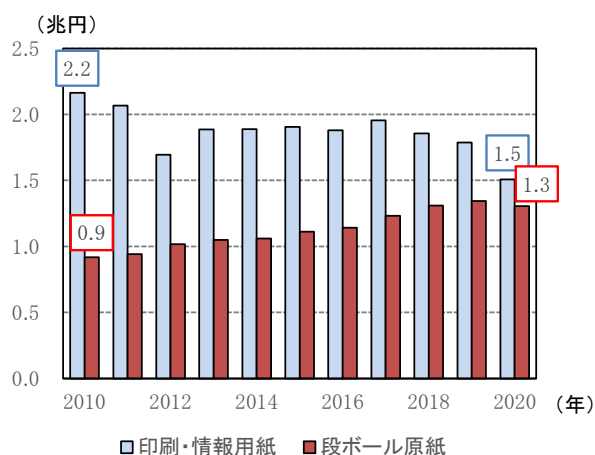
製紙業界の大手6社³の製品セグメント別⁴の売上高をみると、印刷・情報用紙事業の売上高は2010年の2.2兆円から2020年には1.5兆円まで縮小した一方、段ボール原紙事業は2010年の0.9兆円から2020年には1.3兆円に増加した(図表10)。

印刷・情報用紙と段ボール原紙とでは単価が異なるため単純比較はできないものの、相対的に段ボール原紙事業の存在感が高まっている傾向を確認できる。

同じく製品セグメント別の営業利益をみると、2017年以降は段ボール原紙事業の営業利益が継続的に印刷・情報用紙事業を上回っている(図表11)。

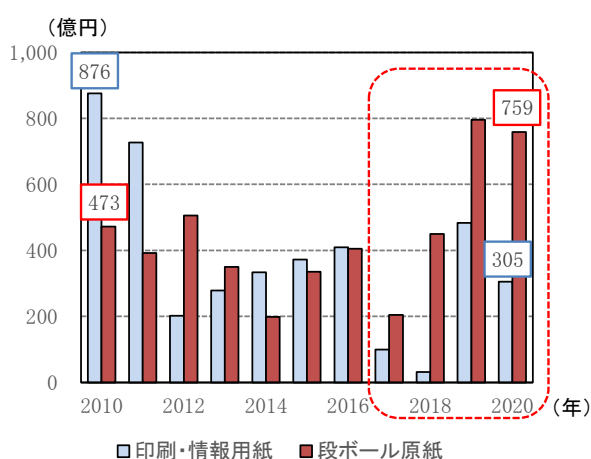
大手企業の公表する経営戦略の中でも、かねてより事業ポートフォリオの変革として、印刷・情報用紙事業の縮小と、段ボール原紙事業の強化が掲げられている。製造設備の再編や人員の配置転換等、体制の見直しに関する取組が今後も続くだろう。

図表10 大手製紙企業 セグメント売上高



(資料) 各社有価証券報告書、決算説明資料

図表11 大手製紙企業 セグメント営業利益



(資料) 各社有価証券報告書、決算説明資料

³ 売上高 1,000 億円以上の上場企業として王子ホールディングス(株)、日本製紙(株)、大王製紙(株)、レンゴー(株)、北越コーポレーション(株)、三菱製紙(株)を採用した。

⁴ 企業によって、製品セグメント別情報の公開方法に差があるため、厳密な分類を算出することは難しく、正確な数字ではない。

4. まとめ

「紙」の国内生産量は、リーマンショック後の 2009 年以降、減少傾向が続いていた一方で、「板紙」は、底堅く推移していたことから、コロナ禍以前より、両者の差は縮まりつつあった。

長年この傾向は続いていたため、「紙」と「板紙」の生産量の逆転自体はさほど驚くべきことではないが、コロナ禍で大幅にペースが早まり、思いのほか早く逆転したというのが正直な実感である。

足元では、脱炭素や ESG といった観点が注目されている。環境に対する社会的な意識も変化していくだろう。環境意識が高まれば、電子化等により代替可能な印刷・情報用紙の需要はさらに厳しくなると考えられる。コロナ禍で経験したように、急速な影響が生じる可能性もあろう。製紙業界の構造変化に引き続き注目していく。

(調査部 産業調査第一チーム 牛田 容太郎 : Ushida_Youtaro@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。