

三井住友信託銀行

# 調査月報



## 時論

「変化の激しい時代」の我々の生活..... 1

## 経済の動き

2023年度までの日本経済見通し～更なる回復が期待されるサービス部門～..... 3

中小企業の賃上げを巡る環境～賃上げ余地は依然限定的。価格転嫁の進展が重要～..... 11

ブラジルにおける政権交代の影響と留意点..... 17

## 産業界の動き

新型コロナ後の民鉄経営の進路

～運輸事業は運賃改定効果、非運輸事業は各社の競争力の変化に注目～..... 24

## 時論

### 「変化の激しい時代」の我々の生活

「今は最も変化の激しい時代」と言われて、違和感を持つ向きは少ないのではないか。今まで想像もなかった要因で国際情勢は目まぐるしく変わっているし、消費者としての我々の生活に目を向けても、デジタル機器の登場や入れ替わりなど、昔に比べると急速な変化に晒されているように見える。

これを確認するために、消費者物価指数を用いて、この50年の消費者生活の変化を可視化してみた。1970年基準から2020年基準までの10年毎に、各品目の入れ替わりやウェイトを見ていく方法である。当然ながら消費者物価指数が全ての品目を対象にしているわけではないし、最近の携帯電話料金をはじめとしてウェイトの計算方法に様々な考え方が有り得るので限界はある。しかしそれでも、作業を進めながらざっと眺めるだけで、この50年の変化を見て取ることができた。1970年基準で464だった米(もち米除く)のウェイトが年を追うごとに低下して2020年基準では62になっていることは、食生活の変化を示す材料の一つである。テレビはカラーと白黒に分かれており、2品目のウェイト合計が175と2020年基準のウェイト23の7倍以上であった他、「テレビ修理代」という品目まであったことは、テレビという耐久財の相対的な価値が今よりもかなり高かったことを窺わせる。サービス品目では、「月謝」が洋裁・珠算・料理の3種類だったところから次第に項目が増え、2020年基準ではダンスや体育を含む6種類になっているが、1970年基準の3種類はどれも残っていない。こうした移り変わりは、現在50歳の自分が生まれた頃の両親の生活を想像するとともに、自分が子供を育てる側になって今に至るまでを振り返る、非常に興味深いものであった。

しかしこれで終わっては、品目の変化を見て懐かしむだけになってしまう。そこで、各10年間の消費者生活の変化の大きさを数値化することを試みた。それぞれの10年間で集計対象外になった品目と新たに集計対象になった品目は、消費者生活における変化としてそのウェイトをカウントする。10年前から残っている品目についても、ウェイト変化幅の絶対値を生活の変化として加算し、その合計値を「10年間の消費者生活の変化の大きさ」と見做すというやり方である。

集計した結果を見ると、意外にも2010年から2020年までの数値が最も小さかった。1970年から1980年までの品目改廃とウェイト変化の合計は5,000を超えるのに対して、その後2010年までは各10年間での変化は3,500～4,000になり、2010～2020年までの変化は3,000に満たなかった。1990年までは、CPIの品目数が目立って増加しており、これが数値を押し上げている面があるのでやや過大に出ている可能性はあるが、それ以降は品目数があまり変わらない中で、2010年以降の数値が小さくなっている。この10年の我々の生活の変化は、その前よりも小さいという結果になったのである。

この理由を探るために10大品目別に分けて数値を見ると、食料・被服及び履物・教養娯楽の数値が継続的に低下している。このうち食料の変化が小さくなっているのは、米をはじめとする和食中心のスタイルからの変化が徐々にペースダウンしてきたことが大きい。被服および履物も同様で、1990年以前は着物をはじめとする和服から洋服へのシフト、例えば女性の正装が着物から女性用スーツへのシフトのペ

ースが徐々に緩やかなものになっている。更に、以前は生地や毛糸といった、自分で衣服を作るための品目が多くあったが、それが徐々に消えてウェイトがほぼゼロになったために、それ以上変化しなくなっているという動きも背景にある。

教養娯楽でも、様々な「変化の変化」が見て取れる。ブラウン管テレビは2010年基準にはもう存在していないため、2010～2020年の期間にはカウントされなくなった。パソコンと家庭用ゲーム機は、1990～2000年の間に普及が進んでCPIにおけるウェイトが一気に高まったが、それ以降は限界的な普及ペースが鈍ったことを反映して2000年以降のウェイト変化幅は小さくなっている。教養娯楽に属するサービス品目の中では、インターネット接続料がパソコンにやや遅れて2000～2010年の間に急速にウェイトを高めたが、その後の10年は引き続き増えているもののそのペースは緩やかになっている。交通通信に分類されている携帯電話料金と固定電話料金でも同じことが当てはまり、直近10年の限界的な普及ペースは鈍化していることが確認できる。

今回の試みから得られた結果を単純に解釈すると、「和食・和服スタイルからの変化は行くところまで行ったのもうあまり変化しない。我々の生活に大きな変化をもたらしているデジタル機器やネットの普及も、そのペースは2010年頃までがピークで、足許の変化は緩やかになった。総じて、我々の生活が変化するスピードは、2010年以降緩やかになっている」ということになる。

こう考えると、「今は変化が激しい時代」という感覚は、少なくとも消費者生活においては当てはまらず、次々に新しい製品が出てきた時期を体感している、ある程度以上の年齢層特有の感覚なのかも知れない。2010年以降に生まれた世代にとっては、生まれた時から電話は携帯が当たり前、スマートフォンやパソコンをはじめとするデジタル機器がネットでつながる世界は所与のもので、生まれてからの生活の変化はさほど速くないと映っていることになる。その世代は、そろそろ中高生になって消費者の仲間入りをし始める。更に就業者となって生産活動にも従事するようになれば、日本経済にどう影響を及ぼすだろうか。変化が乏しい生活の延長線上になって日本発のイノベーションが減るのか、それともこうした環境を活かして新たな変化への希求を強めてイノベーションを促すのか・・・などと様々なことが頭を巡る。

逆に、「それでも変化は速まっている」というのが正解なのかも知れない。我々の生活におけるSNSの定着やそれに付随する新しいサービスの登場は、必ずしも金銭の移動を伴うものではなく、価格の低下で実質値が上昇するといった性質のものではない故に、統計では捉えにくい。だとすると、新しい世代が目にしてる消費者生活は、従来の尺度では測れない形で大きく変わっているということになる。少なくとも、新しい消費財が出てくると言った目に見えやすい財の分野での変化ではなくサービスの領域が中心になっており、支出に占めるサービスの割合が高まると言った以上の「サービス化」が進んでいると考えるべきなのだろう。

身の回りの財の変化ばかりに目を奪われて、こうした変化を見逃さないようにするためには、経済の動きを見る視点や、投資の成果を測る方法など、様々な面でイノベーションが必要ということになる。

(調査部長 花田 普)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく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、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。

# 2023年度までの日本経済見通し

## ～更なる回復が期待されるサービス部門～

### <要旨>

2022年10～12月期の実質GDPは、全国旅行支援の開始や入国制限の緩和を背景としたサービス消費およびインバウンド消費の回復を主因に、前期比+0.2%(年率+0.6%)のプラス成長となった。成長率は小幅ながら、景気回復基調は維持されたとみる。

政府は5月にも新型コロナウイルスの感染症法上の分類を季節性インフルエンザと同じ「5類」に引き下げる方針を示しており、更なる経済活動の活発化が期待される。またインフレによる実質所得の減少の一部は、2023年度の賃上げによって幾分緩和されるとみる。その結果、2023年度を通じて景気回復基調が維持されよう。以上を踏まえ、実質GDP成長率は2022年度+1.3%、2023年度+1.0%と予測する。

しかし、欧米経済は、粘着的なコア部分を中心にインフレ率が上振れ、更なる金融引き締め強化によって景気後退に陥る可能性があり、外需の下振れリスクは大きい。また、コスト上昇を価格転嫁できず収益力の低下した企業を中心に賃上げが広がらず、実質所得の減少が長期化して、個人消費が腰折れするリスクもある。

### 1. 実質GDPの動向

2022年10～12月期の実質GDPは、前期比+0.2%(年率+0.6%)と2四半期ぶりのプラス成長となった(図表1)。10月以降、全国旅行支援の開始や海外からの入国制限の緩和など、新型コロナウイルス感染症に対する政府の対応が変化し、経済活動の再開を促す措置が講じられた影響が大きい。項目別にみると、個人消費(前期比+0.5%)は物価高の悪影響を受けつつも、飲食・宿泊などのサービス消費を中心に回復が続いた。また、輸出(同+1.4%)は、訪日外客数の急増に伴うインバウンド消費(サービス輸出)の回復が鮮明となった一方、海外経済の減速が財輸出の重石となり、伸び率が鈍化した。設備投資(同▲0.5%)は、前四半期までの急回復の反動で減少したものの、回復基調は崩れていない。その結果、景気回復は維持されたと評価するが、海外経済の減速および国内の実質所得の減少が続く中、鈍い回復ペースに留まった。

図表1 実質GDP成長率

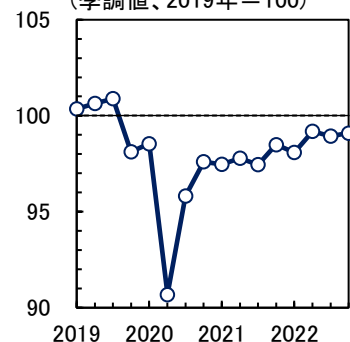
(前期比%) (寄与度%pt)

|        | 2021  | 2022 |      |      |       | 2022 |
|--------|-------|------|------|------|-------|------|
|        | 10-12 | 1-3  | 4-6  | 7-9  | 10-12 |      |
| 実質GDP  | 1.1   | ▲0.4 | 1.1  | ▲0.3 | 0.2   | 0.2  |
| 個人消費   | 3.0   | ▲0.9 | 1.6  | 0.0  | 0.5   | 0.3  |
| 住宅投資   | ▲1.3  | ▲1.7 | ▲1.9 | ▲0.4 | ▲0.1  | 0.0  |
| 設備投資   | 0.6   | ▲0.3 | 2.1  | 1.5  | ▲0.5  | ▲0.1 |
| 民間在庫変動 | -     | -    | -    | -    | -     | ▲0.5 |
| 政府消費   | ▲1.1  | 0.5  | 0.8  | 0.1  | 0.3   | 0.1  |
| 公共投資   | ▲3.2  | ▲3.2 | 0.5  | 0.7  | ▲0.5  | 0.0  |
| 輸出     | 0.4   | 1.2  | 1.5  | 2.5  | 1.4   | 0.3  |
| (▲輸入)  | 0.3   | 3.8  | 0.9  | 5.5  | ▲0.4  | 0.1  |

(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

図表2 実質GDP水準

(季調値、2019年=100)



(注)2022年10～12月期まで。

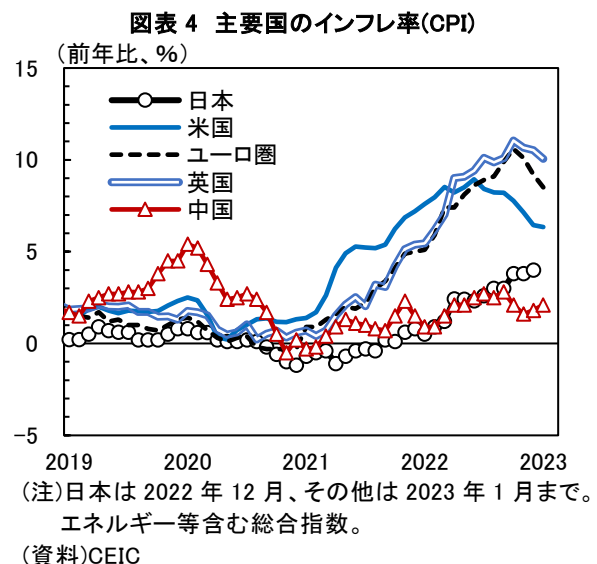
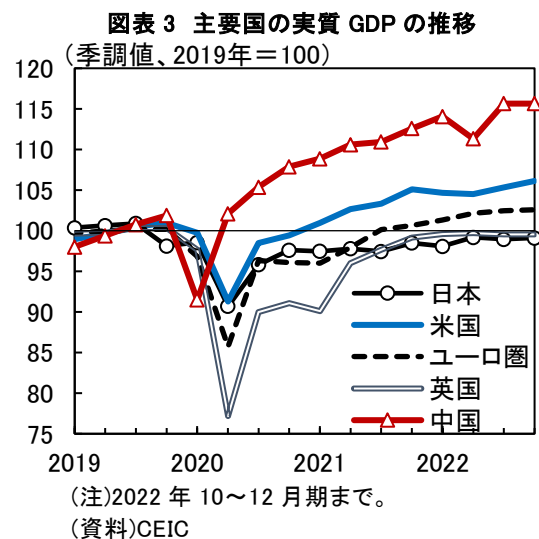
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

## 2. 主要国経済の動向と見通し

外需環境の前提となる主要国経済は、2022年10～12月期において総じて減速感がみられた(図表3)。米国は、サービスを中心に個人消費が底堅く推移し、2四半期連続のプラス成長となったものの、財消費が頭打ちとなる中で機械を中心に設備投資には弱さがみられた。また金利上昇を背景に住宅投資は大幅な減少が続いており、内需は減速傾向にある。欧州は、事前予想に反して英国・ユーロ圏ともにプラス成長を維持したが、サービス消費のペントアップ需要が一服する中で、高インフレと金利上昇が景気を下押しした。中国は、上海等各地で繰り返されたロックダウンや12月の「ゼロコロナ政策」の相次ぐ緩和による感染急拡大などが経済活動を抑制し、2022年通年で前年比+3.0%と成長目標の+5.5%を大幅に下回る低成長となった。

先行き、中国は「ゼロコロナ政策」の解除に伴うペントアップ需要の顕在化が期待される。感染拡大は2月時点で既に落ち着いていることから、2023年1～3月期からサービス消費の回復感が強まり、2023年の成長率は5.0%台前半まで高まるとみる。また、欧米ではコモディティ価格の低下などを受けてインフレ率はピークアウトしつつあり、2023年前半には利上げが停止されると予想する(図表4)。しかし、インフレ目標の2%前後までインフレ率が低下するには時間を要し、利下げ局面に転じるのは欧米とも2024年になろう。そして、金融引き締めの影響は、タイムラグを伴って実体経済へ波及することから、投資を中心に内需が下押しされ、欧米経済は2023年末にかけて減速ないし停滞した状態が続こう。

したがって主要国経済は、中国の景気回復が期待されるが、欧米を中心に総じて弱い景気環境が続くとみる。こうした外需環境の変化を踏まえ、以下では日本経済の現状と見通しを示したい。



## 3. 日本経済の現状と見通し

### (1) 輸出

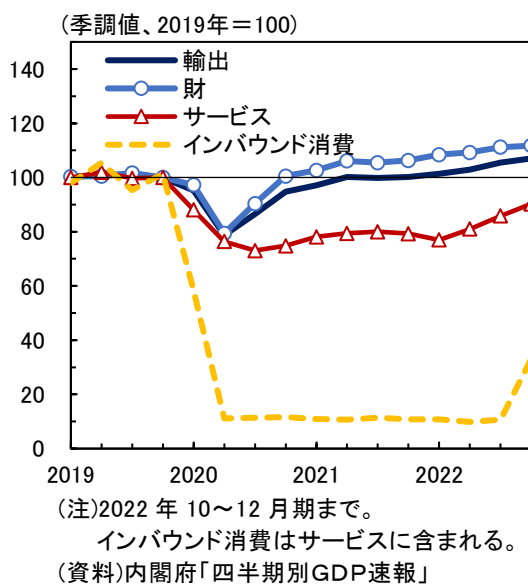
2022年10～12月期の実質輸出(SNA)は、財・サービスともに増加して前期比+1.4%となった(次頁図表5)。サービス輸出は、10月以降の海外からの入国制限の緩和によって訪日外客数が

急速に回復したことから、インバウンド消費が牽引した。一方、財輸出は、供給制約の緩和を背景に自動車関連財の持ち直しが続いたものの、海外経済の減速が重石となった。

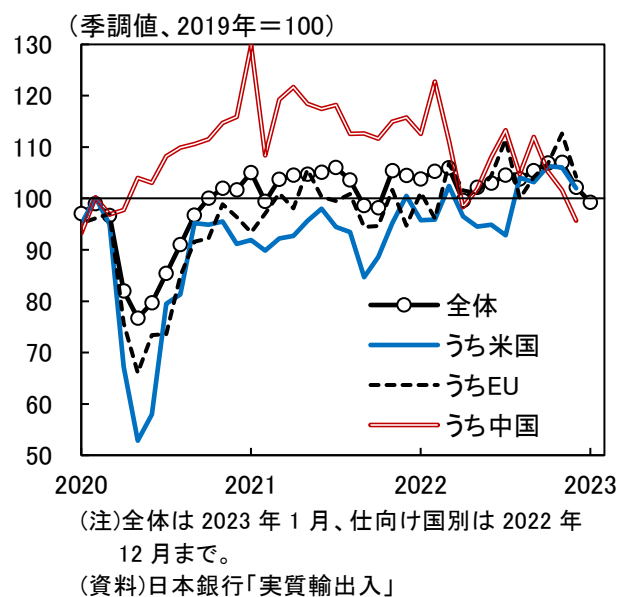
先行き、訪日外客数は、中国政府が依然として日本への海外団体旅行を解禁していないことから中国人観光客がコロナ禍前の水準を回復する時期は見通せないが、中国を除くアジアからの観光客を中心に回復が続き、サービス輸出の持ち直しは続こう。一方、財輸出は、足下の2022年12月から2023年1月にかけて2ヵ月連続で減少している(図表6)。中国の感染収束により2月以降は中国向け輸出が回復に向かうとみられる一方、2023年を通じて欧米の景気減速が続くとみることから、財輸出は低調に推移することになる。

以上より、財・サービスの実質輸出(SNA)は、サービス輸出の回復を、財輸出の不振が下押しし、2022年度+5.0%、2023年度+3.0%と予測する。

図表5 実質輸出(SNA)



図表6 仕向け国別の実質輸出

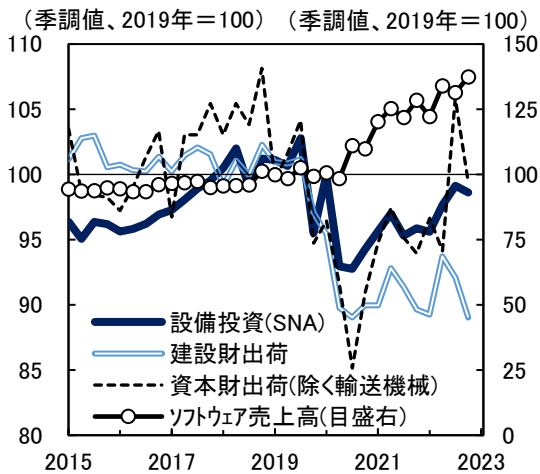


## (2) 設備投資

2022年10～12月期の設備投資は、大幅な増加の続いた前四半期までの反動から前期比▲0.5%と減少したが、均せば回復基調は崩れていない(次頁図表7)。形態別では、ソフトウェア投資が堅調な状況は変わらず、機械投資も大きな振れを伴いながら回復基調は維持している。一方、建設投資は、コスト上昇の影響や建設業の人手不足に伴う供給制約もあって、均すと横ばい推移となっている。

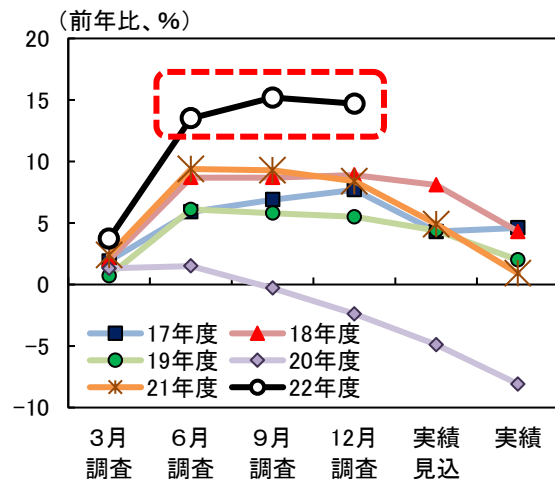
日銀短観(12月調査)では、2022年度の設備投資計画が例年を大幅に上回る伸び率が続く(次頁図表8)。計画は年度末にかけて下方修正されていく見込みであるが、設備投資の水準は2023年1～3月期にもコロナ禍前の2019年平均水準を四半期ベースで回復しよう。その先、2023年度は人手不足や賃上げ要求を背景に、生産性改善に向けた投資が見込まれるほか、デジタル化投資、気候変動対応投資なども後押しし、増加基調が続くとみる。但し、海外経済の減速に伴う財の輸出・生産の弱さを背景に、回復ペースは鈍化しよう。以上より、設備投資(SNA)は2022年度+3.1%、2023年度+2.2%と予測する。

図表7 設備投資(SNA)と一致指標



(注)2022年10～12月期まで。出荷は国内向け。  
ソフトウェア売上高は実質化のうえ独自季調。  
(資料)内閣府「四半期別GDP速報」、経済産業省「鉱工業出荷内訳表」「特定サービス産業動態統計調査」

図表8 設備投資計画修正パターン



(注) ソフトウェア・研究開発投資を含み、土地投資を除く。全規模全産業(金融機関含む)。  
(資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

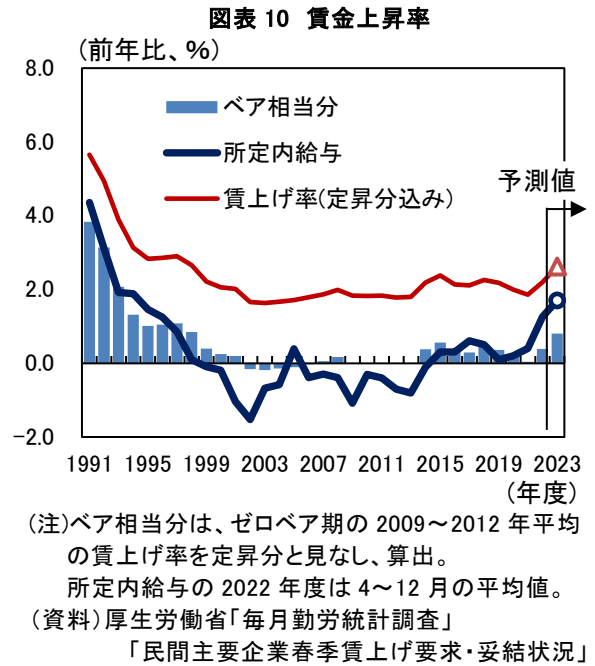
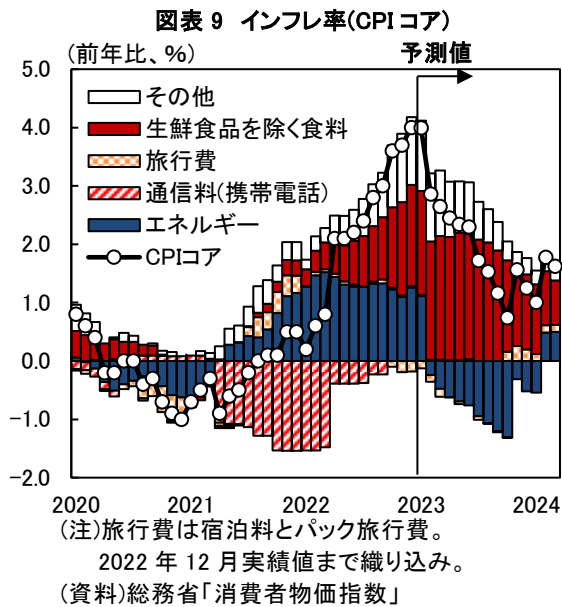
### (3) 物価・賃金情勢

インフレ率(CPIコア)は、2022年12月に1980年代以来となる前年比+4.0%まで上昇し、2022年平均では同+2.3%となった(次頁図表9)。項目別にみると、コモディティ価格の上昇や円安に伴う輸入物価上昇を背景に、エネルギーや食料品、耐久財などの上昇寄与が大きい状況が続いており、特に食料品は企業による価格転嫁の動きが長引いている。

もともと、既にコモディティ価格はピークアウトし、ドル円レートも2022年10月につけた150円からは円高方向で推移しており、輸入物価は低下に転じている。先行き、インフレ率は、政府による電気代・ガス代の負担軽減策の効果が顕在化して2月にも3.0%前後まで低下しよう。その後も徐々に低下していき、2023年後半には2.0%を下回ると予測する。その間、一部の電力会社による電気代の値上げが4月から順次見込まれるものの、燃料価格の輸入単価も低下に転じていることから、値上げ申請時点の各社想定よりは電気代の上昇幅が抑制されるとみる。

インフレ率が歴史的な高水準となる中、賃金情勢への関心も高まっている。厚労省の毎月勤労統計調査によれば、12月速報において現金給与総額は特別給与(ボーナス等)の回復に後押しされ前年比+4.8%となり、2022年平均では+2.1%となった。但し、足下で名目賃金は上昇しているが、物価上昇には追いつけず、実質賃金はマイナスで推移している。

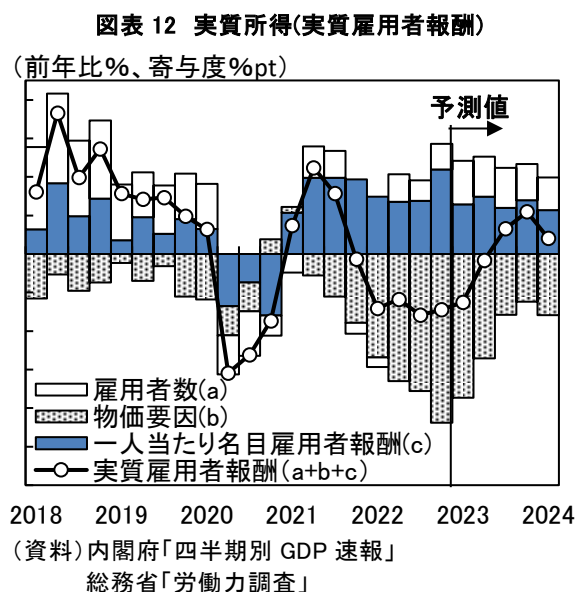
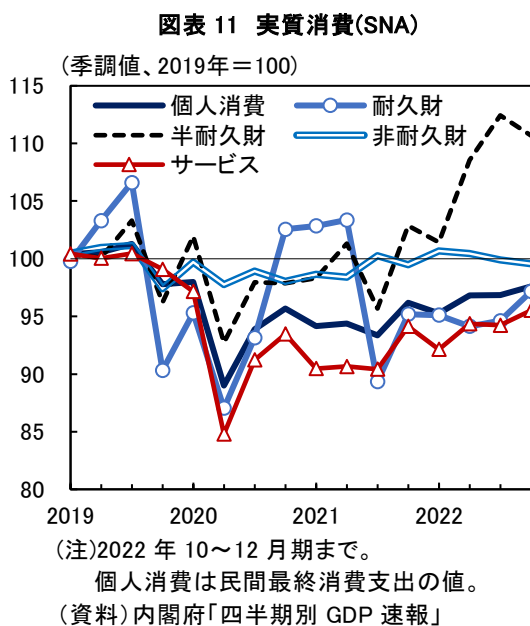
先行き、2023年度の春闘では、前年のインフレ率が1980年代以来の水準となったことを受けて、労働組合側も高水準の賃上げを要求する見込みである。実際、一部の大手企業からは例年を上回る大幅な賃上げが既に発表されている。また、政府からのインフレ率を上回る賃上げ要請など、社会的な機運も高まっていることから、賃上げ率は90年代半ば並みの水準まで高まると予測する(次頁図表10)。



**(4)個人消費**

2022年10～12月期の個人消費(SNA)は、前期比+0.5%と増加した。10月からの全国旅行支援の開始などが追い風となり、新型コロナウイルス感染症の感染拡大が繰り返される中でも、コロナ禍前の水準に向けてサービス消費の回復が続き、外出機会が増える下で衣類などを含む半耐久財も高水準を維持した(図表 11)。

政府は、需要喚起策の全国旅行支援を1月以降も延長したほか、3月にはマスクの着用基準の緩和、5月には新型コロナウイルスの感染症法上の分類を「2類」から季節性インフルエンザと同じ「5類」へ引き下げる方針を示している。それに伴い、企業も出張や職場の飲み会などを再開しやすくなることから更に人出の回復が促され、サービス消費を中心に個人消費の回復が持続するとみる。インフレによる実質所得の減少が個人消費の重石となる状況は続くが、2023年度の春闘によって基本給(所定内給与)の伸び率は高まるとみることから、前回見通し作成時点(2022年11月)との比較では、実質所得減少による個人消費への下押し圧力は幾分緩和するとみる(図表 12)。以上を踏まえ、個人消費(SNA)は、2022年度+2.5%、2023年度+1.2%と予測する。





### (5) 金融政策

日本銀行は、2022年12月の金融政策決定会合にて、イールドカーブの歪みに伴う債券市場の機能低下を是正するために、10年国債利回りの変動許容幅を「±0.25%程度」から「±0.50%程度」へ拡大した。また1月会合では、イールドカーブ全体のコントロール力を強化する手段として、共通担保オペが拡充された。日本銀行は、これらの政策対応によってイールドカーブ・コントロール(YCC)の持続性を高めたとの見方を示している。しかし、12月の10年国債利回りの変動許容幅拡大後もイールドカーブの歪みは是正されず、1月の共通担保オペの拡充に至ったことから、イールドカーブのコントロールが困難化していることは疑いの余地が無い。

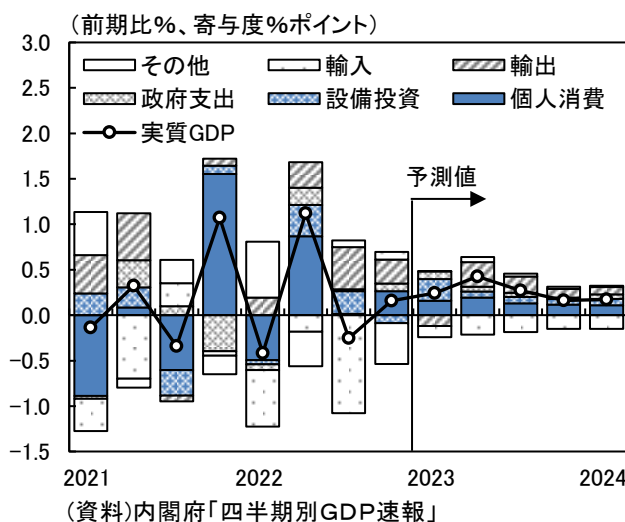
次期日銀総裁候補となった植田和男氏は、経済学者であるほか、過去に日銀審議員(1998年4月～2005年4月)を務め、経済金融理論は基より政策実務にも精通しており、物価安定目標の達成に向けて金融市場とのコミュニケーションにも配慮した安定的な政策運営が期待される。

今後、植田新総裁(2023年4月～)の下では、異次元緩和の副作用が経済・物価情勢に与える影響の検証・評価のうえ、市場機能を回復させるための政策修正が為される可能性が高いとみている。また、政府と日本銀行の共同声明における物価安定目標の位置づけが変更されるかについて、新体制の政策スタンスに影響を与えることから注目したい。

### (6) 総括

経済見通し全体を総括すると、2023年1～3月期は、財輸出の減少が見込まれるが、政府の需要喚起策や入国制限緩和など経済活動の正常化を促す政策の効果が続き、サービス消費やインバウンド消費(サービス輸出)の回復に支えられて、前期比+0.2%(年率+1.0%)のプラス成長と予測する(図表13)。その先も、新型コロナウイルスの感染症法上の分類変更が更なる経済活動の再開を促すことになる。但し、海外経済の減速や2023年前半まで続くとみる実質所得の減少が重石となり、回復ペースは抑制される。以上を踏まえ、日本の実質GDP成長率は2022年度+1.3%、2023年度+1.0%と予測する。また、実質GDP水準回復のメルクマールとなる2019暦年平均を四半期ベースで回復する時期は2023年度後半との見方は前回見通しから変わらない(図表14)。

図表13 実質GDP成長率(年率)の寄与度分解



図表14 実質GDPの予測パス



#### 4. リスク要因

上述の日本経済の見通しから外れるリスク要因としては、図表 15 に挙げた項目がある。特に、賃上げ動向については、上振れ・下振れ双方の可能性が考えられる。コロナ禍前と比較して一層の高齢化が進展している中、労働参加が進んでも雇用者数は増えにくい状況になっており、人手不足の深刻化から賃上げの動きが幅広く広がることが考えられる。一方、コスト上昇を十分に価格転嫁できていない企業などは、収益基盤の弱さから賃上げには応じられない可能性が高い。その結果、賃金上昇率が予測ほどには高まらず、実質所得の減少が長期化して、個人消費の回復が腰折れするリスクがある。

また上振れ要因としては、中国人観光客の増加が挙げられる。訪日外客数が、早期にコロナ禍前水準を回復するためには、やはり中国からの観光客の受け入れが欠かせない。中国政府により日本への海外団体旅行が解禁されれば、他国からの訪日客数と同じく、急回復が想定される。

一方、下振れ要因としては、海外経済の景気後退リスクが大きい。欧米のインフレ率は既にピークアウトしてきているが、粘着性の強いコア部分のインフレ圧力はなお高く、各国中銀の政策金利のターミナルレートが大幅に切り上がり、景気への下押しが強まる可能性がある。また、中国は「ゼロコロナ政策」を解除し景気が回復に向かうとみるものの、欧米のワクチンが普及していない中で感染再拡大や変異株の発生によって、経済活動への下押しおよびグローバルサプライチェーンの混乱が再び強まることもあろう。

したがって、足下のリスク認識としては、上振れ要因よりも下振れ要因の方が大きい状況が続いており、国内景気が腰折れする可能性は十分にあるとみている。

図表 15 リスク整理

|       |   |
|-------|---|
| 上振れ要因 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・賃上げの広がり</li> <li>・中国人観光客の増加</li> <li>・新型コロナウイルス感染症への治療薬の普及</li> </ul>   |
| 下振れ要因 | <ul style="list-style-type: none"> <li>・賃上げの不振</li> <li>・世界的なインフレ率の上振れ、金利引き上げ局面の長期化</li> <li>・中国における感染再拡大と景気回復鈍化、グローバルサプライチェーンの混乱</li> <li>・ウクライナ危機のエスカレーションによるコモディティ価格の再上昇</li> <li>・円安進行、消費財へのコスト転嫁長期化による国内インフレ率の上振れ</li> <li>・国内外経済の不確実性上昇による設備投資の先送り</li> <li>・米中摩擦の悪化(貿易、安全保障、人権問題、ハイテク覇権等)</li> <li>・新たな変異株による感染拡大(行動制限の再導入)</li> </ul> |

(調査部 シニアエコノミスト 岩橋 淳樹)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく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、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。

## 日本経済見通し 総括表

(作成日：2023年2月21日)

|                 | 単位                | 2022  |       |       |       | 2023  |       |       |       | 2024  | 2021  | 2022  | 2023  |
|-----------------|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                 |                   | 1-3   | 4-6   | 7-9   | 10-12 | 1-3   | 4-6   | 7-9   | 10-12 | 1-3   | 年度    | 年度    | 年度    |
| <実質・2015年基準>    |                   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 国内総支出           | 前期比(%)            | -0.4  | 1.1   | -0.3  | 0.2   | 0.2   | 0.4   | 0.3   | 0.2   | 0.2   | 2.6   | 1.3   | 1.0   |
|                 | 前期比年率(%)          | -1.7  | 4.6   | -1.0  | 0.6   | 1.0   | 1.7   | 1.1   | 0.7   | 0.7   |       |       |       |
| 民間最終消費          | 前期比(%)            | -0.9  | 1.6   | 0.0   | 0.5   | 0.3   | 0.3   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 1.5   | 2.5   | 1.2   |
| 民間住宅投資          | 前期比(%)            | -1.7  | -1.9  | -0.4  | -0.1  | -0.4  | -0.3  | -0.2  | -0.2  | -0.3  | -1.1  | -4.6  | -1.0  |
| 民間設備投資          | 前期比(%)            | -0.3  | 2.1   | 1.5   | -0.5  | 1.4   | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 2.1   | 3.1   | 2.2   |
| 民間在庫変動          | 前期比寄与度<br>(%ポイント) | 0.7   | -0.3  | 0.1   | -0.5  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.3   | 0.1   | -0.2  |
| 政府最終消費          | 前期比(%)            | 0.5   | 0.8   | 0.1   | 0.3   | 0.1   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 0.2   | 3.4   | 1.2   | 0.7   |
| 公的固定資本形成        | 前期比(%)            | -3.2  | 0.5   | 0.7   | -0.5  | 1.3   | 0.1   | 0.2   | -0.6  | 0.3   | -6.4  | -3.5  | 0.8   |
| 財貨・サービス輸出       | 前期比(%)            | 1.2   | 1.5   | 2.5   | 1.4   | -0.6  | 1.2   | 0.8   | 0.4   | 0.4   | 12.3  | 5.0   | 3.0   |
| 財貨・サービス輸入       | 前期比(%)            | 3.8   | 0.9   | 5.5   | -0.4  | 0.6   | 0.8   | 0.7   | 0.6   | 0.6   | 7.0   | 7.8   | 3.4   |
| 内需寄与度           | 前期比寄与度<br>(%ポイント) | 0.0   | 1.0   | 0.4   | -0.2  | 0.5   | 0.4   | 0.3   | 0.2   | 0.2   | 1.8   | 1.9   | 1.2   |
| 外需寄与度           | 前期比寄与度<br>(%ポイント) | -0.4  | 0.1   | -0.6  | 0.3   | -0.2  | 0.1   | 0.0   | -0.1  | -0.1  | 0.8   | -0.6  | -0.2  |
| <名目>            |                   |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 国内総支出           | 前期比(%)            | 0.2   | 1.0   | -0.8  | 1.3   | 1.2   | 0.8   | -0.2  | 0.7   | 0.6   | 2.4   | 1.8   | 2.6   |
| GDPデフレーター       | 前年同期比(%)          | 0.3   | -0.3  | -0.4  | 1.1   | 1.6   | 1.9   | 2.2   | 1.5   | 1.0   | -0.1  | 0.5   | 1.6   |
| 鉱工業生産指数         | 前期比(%)            | 0.8   | -2.7  | 5.8   | -3.0  | 0.2   | 1.0   | 0.6   | 0.4   | 0.5   | 5.8   | 0.0   | 1.8   |
| 企業物価指数          | 前年同期比(%)          | 9.3   | 9.7   | 9.6   | 10.0  | 8.7   | 6.6   | 4.9   | 2.4   | 1.3   | 7.1   | 9.5   | 3.7   |
| 輸出物価指数          | 前年同期比(%)          | 12.6  | 17.6  | 18.9  | 15.1  | 6.3   | -3.4  | -5.9  | -5.9  | -0.4  | 11.2  | 14.4  | -4.0  |
| 輸入物価指数          | 前年同期比(%)          | 33.6  | 45.3  | 46.8  | 30.7  | 14.4  | -3.5  | -10.5 | -8.6  | -0.1  | 31.3  | 33.4  | -5.9  |
| 消費者物価指数(生鮮食品除く) | 前年同期比(%)          | 0.6   | 2.2   | 2.7   | 3.8   | 3.2   | 2.4   | 1.5   | 1.2   | 1.5   | 0.1   | 3.0   | 1.6   |
| 完全失業率           | %                 | 2.7   | 2.6   | 2.6   | 2.5   | 2.5   | 2.5   | 2.4   | 2.4   | 2.4   | 2.8   | 2.5   | 2.4   |
| 雇用者数            | 前年同期比(%)          | -0.2  | 0.7   | 0.5   | 0.7   | 1.1   | 1.0   | 1.0   | 0.9   | 0.9   | 0.2   | 0.8   | 1.0   |
| 1人当たり名目賃金       | 前年同期比(%)          | 1.5   | 1.5   | 1.7   | 3.3   | 1.3   | 2.2   | 1.9   | 2.2   | 1.8   | 0.7   | 2.0   | 2.0   |
| 名目雇用者報酬         | 前年同期比(%)          | 1.2   | 2.1   | 1.9   | 2.9   | 2.5   | 3.3   | 2.9   | 3.1   | 2.6   | 2.1   | 2.4   | 3.0   |
| 新設住宅着工戸数        | 季調済年率(万戸)         | 87.1  | 85.3  | 86.3  | 85.1  | 85.3  | 84.7  | 84.3  | 83.4  | 84.0  | 86.6  | 85.5  | 84.1  |
| 貿易収支            | 兆円                | -1.9  | -3.8  | -5.5  | -4.6  | -4.6  | -5.1  | -4.7  | -4.7  | -4.9  | -1.6  | -18.5 | -19.4 |
| 輸出              | 兆円                | 22.4  | 24.1  | 25.5  | 26.7  | 24.3  | 24.1  | 24.4  | 25.4  | 24.5  | 85.6  | 100.6 | 98.4  |
| 輸入              | 兆円                | 24.3  | 27.8  | 31.0  | 31.4  | 28.9  | 29.1  | 29.1  | 30.1  | 29.4  | 87.2  | 119.1 | 117.8 |
| 第一次所得収支         | 兆円                | 8.7   | 8.0   | 10.2  | 8.3   | 10.4  | 8.4   | 10.0  | 8.0   | 10.9  | 29.2  | 37.0  | 37.3  |
| 経常収支            | 兆円                | 4.9   | 2.4   | 2.4   | 1.8   | 4.6   | 2.3   | 4.0   | 2.1   | 4.9   | 20.3  | 11.1  | 13.2  |
| 米国実質GDP(暦年ベース)  | 前期比年率(%)          | -1.6  | -0.6  | 3.2   | 2.9   | 0.5   | 0.4   | 0.1   | 0.1   | 1.0   | 5.9   | 2.1   | 1.1   |
| 中国実質GDP(暦年ベース)  | 前年同期比(%)          | 4.8   | 0.4   | 3.9   | 2.9   | 4.5   | 7.0   | 4.0   | 5.8   | 4.0   | 8.5   | 3.0   | 5.3   |
| 無担保コールレート翌日物    | 平均値、%             | -0.03 | -0.03 | -0.03 | -0.06 | -0.02 | -0.02 | -0.02 | -0.02 | -0.02 | -0.04 | -0.04 | -0.02 |
| 10年国債利回り        | 平均値、%             | 0.18  | 0.24  | 0.23  | 0.28  | 0.46  | 0.50  | 0.50  | 0.50  | 0.50  | 0.09  | 0.30  | 0.50  |
| ドル円レート          | 平均値、円/ドル          | 116.2 | 129.6 | 138.3 | 141.5 | 130.6 | 130.0 | 130.0 | 130.0 | 130.0 | 112.4 | 135.0 | 130.0 |
| WTI原油価格         | 平均値、ドル/バレル        | 95.2  | 108.8 | 91.6  | 82.8  | 79.2  | 80.4  | 80.2  | 78.8  | 77.1  | 77.3  | 90.6  | 79.1  |

→予測値

→予測値

# 中小企業の賃上げを巡る環境

～賃上げ余地は依然限定的。価格転嫁の進展が重要～

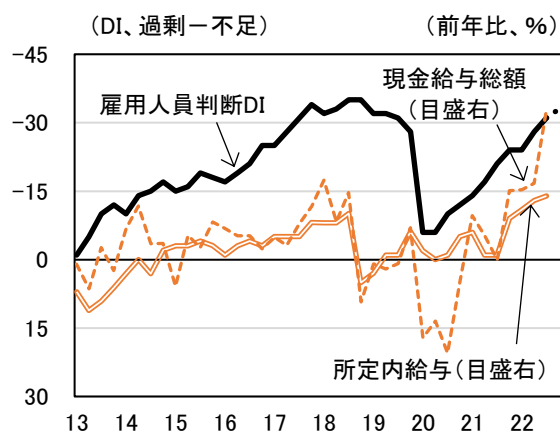
## <要旨>

足下で大企業を中心に賃上げの機運が高まっているが、日本全体の賃金への影響を考えると、雇用者の約6割を占める中小企業の賃金動向が重要である。過去10年間の一人当たり賃金上昇率は、大企業が相対的に高く、中小企業では限定的だった。中小企業の賃金上昇率が低迷した背景には実質労働生産性の低下があり、その主因は十分な価格転嫁が行えなかったことにある。22年以降は、輸入物価が高騰するなか中小企業の賃上げ余地は乏しい状況が続いている。この状況を打開すべく、政府や地方自治体は中小企業による価格転嫁を支援する姿勢を強めており、これらの効果がどの程度出るかも、中小企業の賃上げ余力を拡大させる鍵の一つとなろう。

## 1. 足下の賃金動向

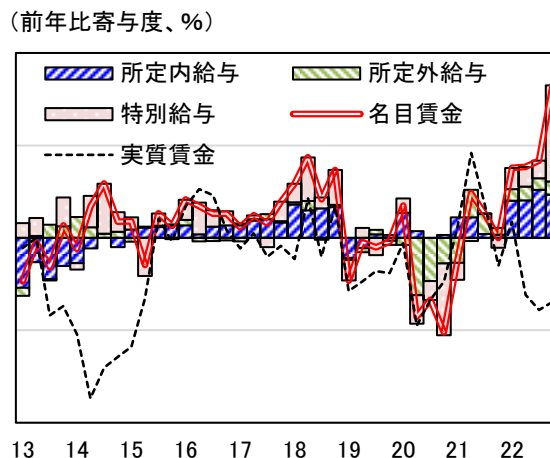
ウィズコロナの浸透で経済が正常化に向かうなか、人手不足感の高まりを背景に2022年以降、名目賃金上昇率が高まっている(図表1、2)。直近10年間で前年比+1%以上の上昇率を記録した2014年と2018年は、特別給与(賞与)による押し上げが大きかった。特別給与による押し上げは足下でも拡大しているが、2022年以降は基本給にあたる所定内給与の押し上げ寄与が高まっている。政府や大企業を中心に賃上げ機運は高く、2023年は賃金上昇率が一層高まることが期待されている。本稿では雇用者ウェイトが高く、日本全体の賃金への影響が大きい中小企業の賃上げ余地について考察する。

図表1 雇用人員判断DIと賃金



(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」、日銀短観

図表2 足下の賃金動向



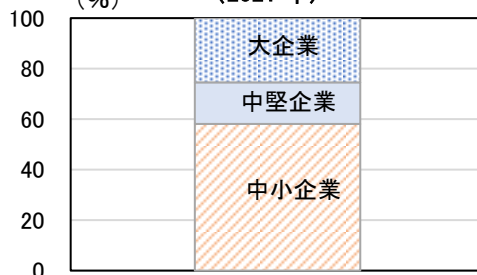
(資料) 厚生労働省「毎月勤労統計調査」

## 2. 中小企業における過去10年間の賃金上昇率

### (1) 常用雇用者の企業規模別ウェイト

日本の雇用者数のシェアを企業規模毎に確認する。資本金10億円以上を「大企業」、同1億円以上10億円未満の企業を「中堅企業」、同1億円未満の企業を「中小企業」と定義すると、大企業と中堅企業のシェアはそれぞれ25.4%、16.5%であり、中小企業が58.1%と最も高く、日本全体の賃金に与える影響は中小企業が大きい(図表3)。

図表3 資本金規模別の常用雇用者数割合 (2021年)

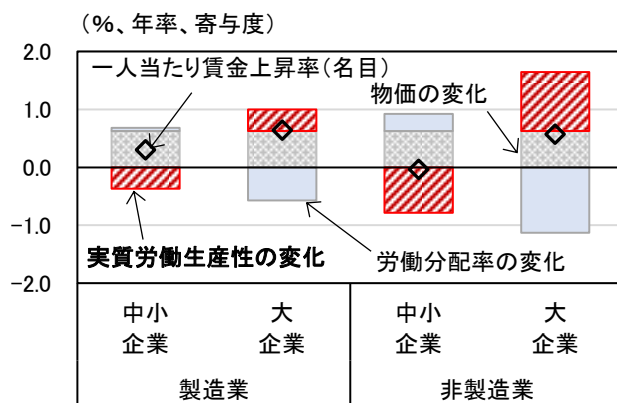


(資料)総務省「経済センサス(活動調査)」

### (2) 中小企業の賃金上昇率が低位に留まった要因は付加価値率の低下にある

従業員一人当たりの賃金上昇率について、リーマンショック後の景気回復局面の始期を含む2011～2013年度と、直近3か年である2019～2021年度平均を企業規模別、製造・非製造業別に比較する<sup>1</sup>。一人当たり賃金上昇率は、製造業・非製造業共に大企業に比べて中小企業の方が低く、特に非製造業では小幅ながらマイナスとなっている(図表4)。規模による一人当たり賃金上昇率の違いを、①労働分配率、②実質労働生産性(一人当たり実質付加価値)、③物価(GDPデフレーター)の各要因の変化からみると<sup>2</sup>、②の実質労働生産性の上昇率の違いが企業規模間

図表4 名目賃金上昇率の要因分解



(注)リーマンショック以降から足下までの趨勢を単年度の振れによる影響を抑えつつ確認する観点から「11～13年度平均値」と「19～21年度平均値」の変化(年率)について確認。

図表4の要因分解は下記式による。

名目賃金の変化率 = 労働分配率の変化率 + 実質労働生産性の変化率 + 物価上昇率(GDPデフレーター)

(資料)財務省「法人企業統計年報」、内閣府「国民経済計算」

<sup>1</sup> 2021年経済センサスによれば、従業員ベースでみた非製造業が全体に占める割合は大企業70%、中堅企業79%、中小企業82%である。

<sup>2</sup> 一人当たり名目賃金 = 人件費 / 従業員数

$$= (\text{労働分配率} \times \text{名目付加価値}) / \text{従業員数}$$

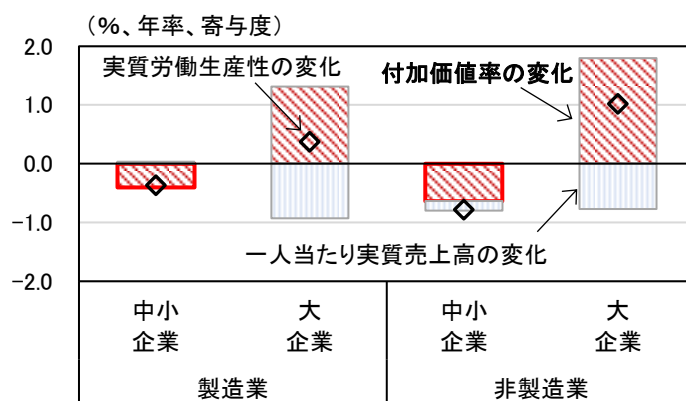
$$= \text{労働分配率} \times \text{実質労働生産性} \times \text{GDPデフレーター}$$

$$\Rightarrow \text{一人当たり名目賃金の変化率} = \text{労働分配率の変化率} + \text{実質労働生産性の変化率} + \text{物価の変化率}$$

の賃金上昇率の差の主因になっていることが確認できる。具体的には、大企業では労働分配率が低下したものの、実質労働生産性と物価が押し上げ要因となり、賃金上昇率は年率+0.6%程度であった。反対に中小企業では、労働分配率や物価が押し上げ要因となる一方で、実質労働生産性がマイナスであった。その結果、賃金上昇率は製造業で年率+0.3%と物価上昇率を下回り、非製造業では製造業よりも労働生産性低下の影響が大きかったため、小幅マイナスとなった。

さらに実質労働生産性の変化を、①付加価値率(実質付加価値/実質売上高)と②一人当たり実質売上高に分解すると、付加価値率の変化の違いが規模間格差につながっていることがわかる(図表5)。付加価値率は「 $1 - (\text{外部購入費} / \text{売上高})$ 」に変形でき、付加価値率を上昇させるには、外部購入費(材料、運送費、外注費等)を減少させるか売上高を増加させる必要がある。外部購入費の大半は変動費に位置付けられ、売上と外部購入の各数量は概ね連動するため、付加価値率への影響が大きいのは数量ではなく販売・仕入双方での価格面の変化である。付加価値率が低下している中小企業では、外部購入費の上昇に対して十分な価格転嫁が行えなかったことが窺える。こうした点を踏まえると、中小企業の名目賃金上昇率を高めていくには、価格転嫁を進めることで実質労働生産性の低下に歯止めをかけることが重要であると言える。

図表5 実質労働生産性の要因分解



(注)リーマンショック以降から足下までの趨勢を単年度の振れによる影響を抑えつつ確認する観点から、「11～13年度平均値」と「19～21年度平均値」の変化(年率)について確認。

図表5の要因分解は下記式による。

実質労働生産性の変化率 = 付加価値率の変化 + 一人当たり実質売上高の変化

(資料)財務省「法人企業統計年報」、内閣府「国民経済計算」

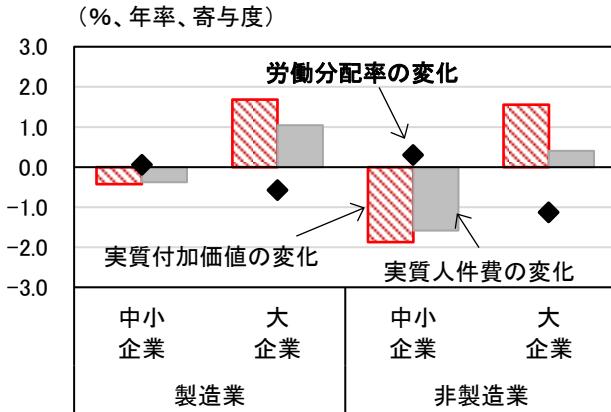
### (3)もともと小さかった人件費増加余力はさらに縮小

前頁図表4でみた通り、この10年で大企業の労働分配率が低下した一方、中小企業の労働分配率が小幅に上昇したという相違が生じている。この要因をみると、大企業では実質付加価値額と実質人件費が共に上昇するなか、前者の上昇幅が上回ったため労働分配率が低下した。これと反対に中小企業では、人件費を低下させたものの、それ以上に付加価値額が減少したために、結果として労働分配率が上昇している。通常、景気拡大局面では付加価値と人件費の双方が増える中で、人件費の増加幅が相対的に小さいために労働分配率が下がるのが全体の動きだが、中小企業、中でも非製造業では価格転嫁が進まなかったために逆の動きになったことが窺わ

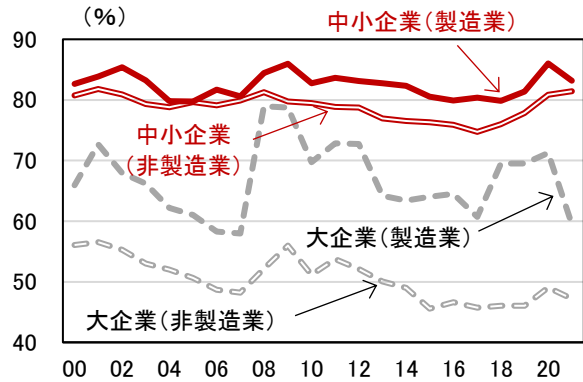
れる(図表6)。

加えていうと、中小企業の労働分配率の水準はもともと大企業よりも顕著に高い(図表7)。このことは、そもそも中小企業では人件費の引き上げ余力が小さかったことを示唆する。それが、この10年間の中小企業、とりわけ非製造業では更にその余力が低下したという姿になっている。

図表6 労働分配率変動の要因分解



図表7 労働分配率の推移



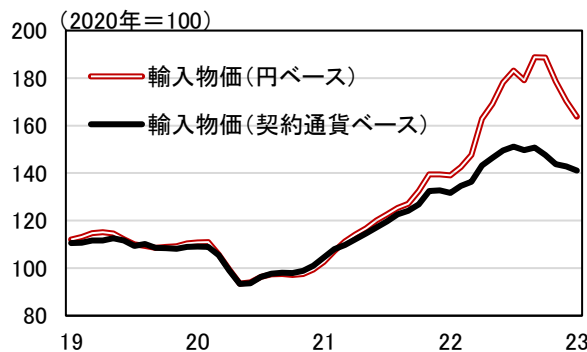
(注) 図表6はリーマンショック以降から足下までの趨勢を単年度の振れによる影響を抑えつつ確認する観点から、「11～13年度平均値」と「19～21年度平均値」の変化(年率)について確認。

(資料) 財務省「法人企業統計年報」、内閣府「国民経済計算」

### 3. 2022年以降の動向

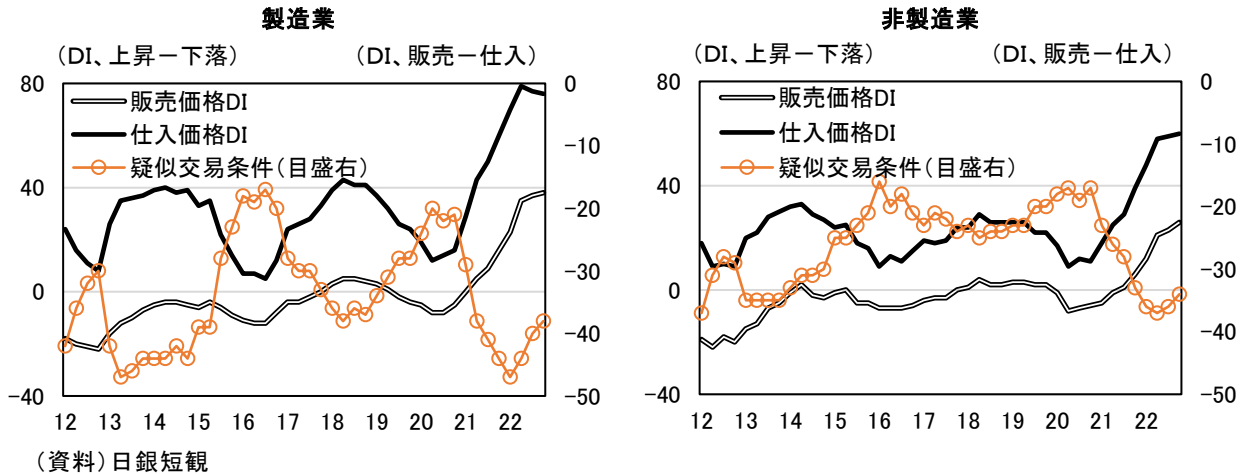
以上は法人企業統計(年報)を利用して状況を確認することができる2021年度までの姿である。それ以降はどうなっているかをみていくと、海外でのインフレと金利上昇を受けた円安進行が輸入物価の高騰に拍車をかけた(図表8)。この状況下での中小企業による価格転嫁状況を、日銀短観の販売価格DIと仕入価格DIの差分(「疑似交易条件」とする)でみると、2022年以降も低いままである。製造業では2022年3月、非製造業では同6月を底に反転しているものの、依然コロナ禍前の水準を回復しておらず、過去10年程度の推移と比較しても、特に非製造業では景気後退局面にあった2012年前後と同程度の最も低い水準に留まっている(次頁図表9)。

図表8 輸入物価



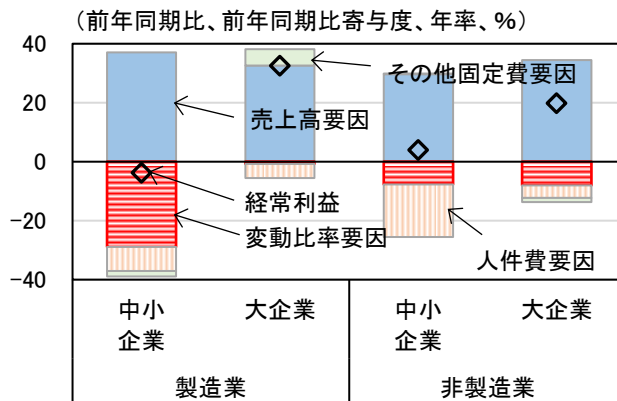
(資料) 日本銀行「企業物価指数」

図表9 疑似交易条件(中小企業)



このような価格転嫁の状況下で、2022年以降の変動比率(変動費/売上高)の変化が企業収益に与えた影響をみると、企業規模を問わず売上高が前年比増加した一方、経常利益の増減には大きな差が生じている。大企業の製造業を除き、変動比率の上昇が経常利益の下押し要因となっているため、特に中小企業の製造業では、変動比率の上昇が利益を大きく下押し、昨年同時期よりも厳しい状況になっている(図表10)<sup>3</sup>。海外売上高比率が大企業に比べて低いために円安のメリットをあまり受けられていないことや、価格転嫁力の差によって輸入コスト負担が中小企業に偏りやすくなっている可能性が指摘できよう<sup>4</sup>。

図表10 経常利益変動の要因分解(22年1~9月)



(注)変動費は売上高から経常利益と人件費、その他固定費(減価償却費+支払利息等)を差し引いた数値。法人企業統計季報を用いるため、「資本金1000万円以上1億円未満」の企業を中小企業としている。  
(資料)「法人企業統計季報」

<sup>3</sup> 図表10と同様の分析を、「11~13年度平均値」から「19~21年度平均値」の期間について行くと、大企業では変動比率の低下が収益を押し上げているのに対し、中小企業では変動比率の変化が収益に与えた影響は軽微である。

<sup>4</sup> 売上高のうち輸出額が占める割合は大企業(製造業)が33.0%、中小企業が6.7%である(日銀短観21年度実績)。



以上みてきたように、中小企業が人件費を引き上げる余力は、リーマンショックや欧州債務危機による景気低迷を脱して以降の10年で拡大したとは言い難い。

このような中小企業の置かれた状況は従来から政府も課題視しており、価格転嫁を支援する施策はこれまでも展開されてきた<sup>5</sup>。コロナ禍以降原材料価格が高騰する中で、政府は2023年2月に価格転嫁に非協力的な元請け企業の名前を公表するなど、より踏み込んだ対応を取るようになっていく。また地方自治体にも価格転嫁を支援する独自の動きがみられ、例えば埼玉県は中小企業が元請企業との交渉時に使用することを想定した価格交渉支援ツール<sup>6</sup>をホームページ上で提供している。こうした行政側の対応の変化は、中小企業の賃上げ余力を拡大させる鍵の一つになると考えられる。逆に、この状況が変わらない限り、中小企業のこの先の賃上げの動きは限定的なものに留まり、足下の状況に対応した動きは、インフレ手当など一時的なものに留まるケースが多くなるだろう。

(調査部 シニアエコノミスト 竹川 隼人)

---

<sup>5</sup> 一例として、中小企業では2007年より業種別の下請ガイドラインを策定し業種に応じた望ましい取引事例を提示。2017年からは取引調査員の派遣による取引実態の把握、発注側業者への働きかけ等を実施。

<sup>6</sup> 主要な原材料価格の推移を示す資料を簡易に作成するExcelファイル。

---

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく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、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。

# ブラジルにおける政権交代の影響と留意点

## <要旨>

ブラジルでは前大統領支持派による抗議活動の中、左派政権が6年ぶりに再登板した。ルーラ大統領の選挙公約には、税制や行政改革、インフラ・物流への投資拡大、治安・汚職対策の強化など、ビジネス環境の改善につながる内容が含まれる。今後は特に、税制や行政改革など議会の中道・右派勢力から協力を得やすい分野において、構造改革の前進が期待される。

他方、パラマキなどポピュリズム<sup>1</sup>的な政策も数多く掲げられ、今後の政策運営で優先的に取り込まれる可能性が高い。この先、財政の悪化、物価の高騰、経済活動に対する政府の関与・統制強化も見込まれ、中長期的には潜在成長力が押し下げられて低成長に逆戻りすることが想定される。結果として、今回の政権交代で、海外投資家によるブラジル離れで資金流入が先細り、過去にも経験した通貨下落・景気悪化の悪循環に陥るリスクは高まった。また、選挙結果が僅差であったために、社会の分断が深まる中、政情不安が強まることも、投資家のブラジル離れに拍車をかける要因になり得る。

## 1. 波乱の中における3度目の船出

2023年1月1日に、ブラジルで左派政権が6年ぶりに再登板したが、選挙に敗れた前大統領の支持者による議会襲撃など不穏な空気の中での船出となった。2022年10月に行われた総選挙では、2003年から2011年に大統領を務めていたルーラ氏がボルソナーロ前大統領との決戦投票を制し、同国史上最小の得票率差で3度目の当選を果たし、12年ぶりに大統領の座に返り咲いた(図表1の左表)。

図表1 ブラジル大統領選挙(左表)、議会選挙(右表)の結果

|        | 第1回投票<br>(10月2日) | 決選投票<br>(10月30日) |    | 議席               | 議席                  |
|--------|------------------|------------------|----|------------------|---------------------|
| ルーラ    | 48.4%            | 50.9%            | 下院 | ルーラ<br>の選挙連合 122 | ボルソナーロ<br>の選挙連合 178 |
| ボルソナーロ | 43.2%            | 49.1%            |    | 全体に占める割合 24%     | 全体に占める割合 35%        |
| その他    | 8.4%             | -                | 上院 | ルーラ<br>の選挙連合 12  | ボルソナーロ<br>の選挙連合 22  |
|        |                  |                  |    | 全体に占める割合 15%     | 全体に占める割合 27%        |

(資料)ブラジル議会、各種報道

ブラジルのほか、メキシコ(2018年)、アルゼンチン(2019年)、チリ(2022年)など中南米地域の主要国では近年、左派政権が相次ぎ樹立されており、同地域におけるポピュリズム化の懸念が高まっている。今回、大統領選と同時に行われた連邦議会の選挙では、ルーラ氏の率いる与党連合は少数派に留まった(図表1の右表)。そのため、政策運営に際し、中道や右派勢力からの協

<sup>1</sup> 本稿の「ポピュリズム」は、労働者や貧困層など一般大衆への権益保護を掲げ、権力者や富裕層、大企業といった既得権層を批判し、一般大衆への富の再分配を主張する政治思想や社会風潮を指す。

力は欠かせず、極端なポピュリズム政策は議会通過困難と市場で受け止められ、リアル対ドルの為替相場は概ね安定的に推移した<sup>2</sup>。

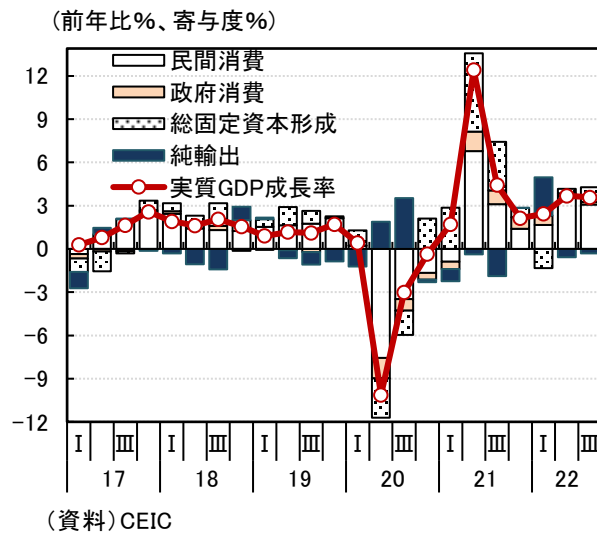
本稿では、ボルソナーロ前政権との比較を行いつつ、ルーラ氏の主張を検証し、政権交代に伴う影響を考察し、留意点を提示する。

## 2. ボルソナーロ前政権の評価

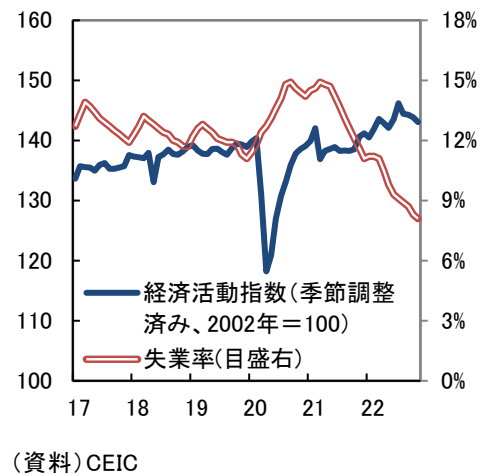
「ブラジルのトランプ」という異名を持つ右派のボルソナーロ前大統領は、アマゾンの森林破壊を伴う開発への擁護姿勢やコロナ感染を軽視する発言等で、度々批判的となった。特にコロナ対応における失点が大きく、先の大統領選では僅差ながら再選を果たせなかった。他方、成長重視で親ビジネスの姿勢や構造改革の推進など、評価できる点も多い。

コロナ禍を受け、ブラジル経済も2020年にマイナス成長となった。成長重視のボルソナーロ前政権は、早期に経済活動の正常化を進め、ブラジルのコロナ死者数が39万人を超えるなど、感染症対策としては失敗したものの、景気はいち早く回復した。2021年の実質GDP成長率は+4.6%とV字回復を遂げ、コロナ以前の経済規模を1年で取り戻した。2022年以降も、物価の急騰や中銀の金融引締めによる金利上昇の中でも景気の勢いが保たれ、足元、実質GDP成長率は2四半期連続で前年同期比+3%を超え、コロナ前となる2017～2019年における実績をも上回る。雇用も改善傾向で、失業率は2022年11月に8.1%に低下し、2015年4月以来の低水準にある(図表2と3)。

図表2 実質GDP成長率



図表3 失業率、経済活動指数

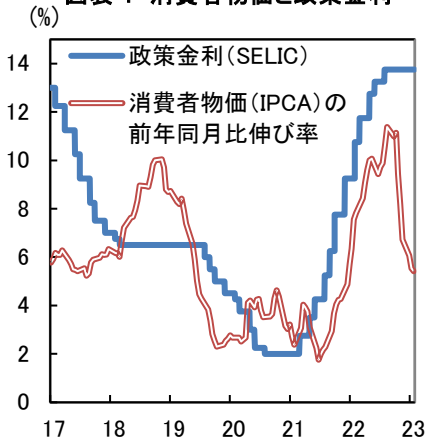


ボルソナーロ前政権はまた、インフレの昂進を比較的短期間で抑制することに成功した。2021年以降、コモディティ価格の急騰を受け物価が急騰し、消費者物価指数の前年同月比伸び率は2022年4月に+12.1%に上った。インフレ抑制のため、ブラジル中銀は2021年3月から2022年

<sup>2</sup> 現地識者の分析によると、ルーラ新政権は下院で262議席(全体の51%)、上院で45議席(同55%)の協力者を獲得している模様である。(2023年1月4日付のドイチェ・ヴェレ(DW)の記事 <https://www.dw.com/pt-br/coaliz%C3%A3o-de-lula-est%C3%A1-mais-%C3%A0-esquerda-do-que-ao-centro/a-64283581>)

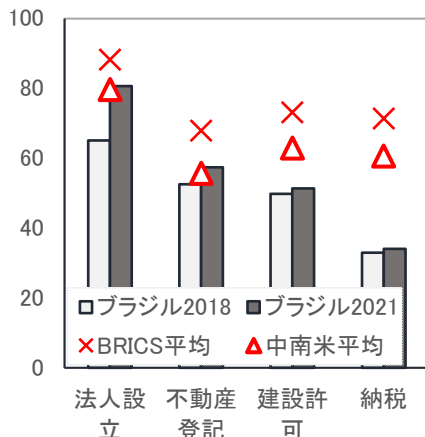
7月まで計12回の利上げを行った。また、政府も電気・ガスや公共交通機関にかかる商品流通サービス税の税率引き下げなどの物価対策を打ち出した。一連の対応が功を奏し、消費者物価の上昇率は低下に転じ、足元、2017年並みの+5%台になっている(図表4)。

図表4 消費者物価と政策金利



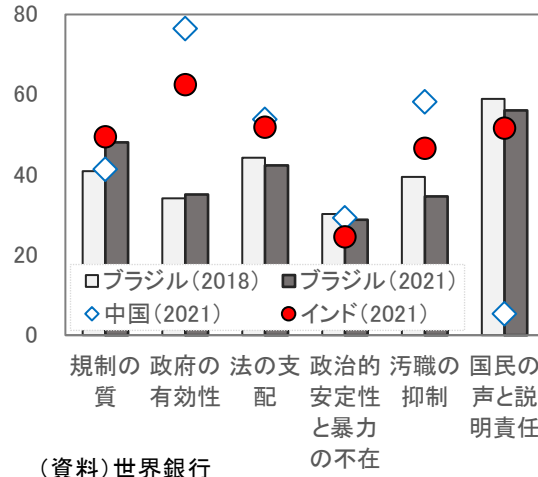
(資料)CEIC

図表5 ブラジルビジネス環境報告の主要指標



(資料)国際復興開発銀行

図表6 世界ガバナンス指数



(資料)世界銀行

そして、いわゆる「ブラジルコスト」の低減を目指した構造改革においても目に見える成果を残した。ボルソナーロ前大統領は就任1年目で積年の懸案だった年金改革案を成立させ、財政や企業の負担軽減に向けた構造改革を前進させた。その後も上下水道事業や国営電力エトロプラス社の民営化等を成立させるなど、構造改革に積極的に取り組んだ。

図表5は国際復興開発銀行によるビジネス環境調査報告であり、「法人設立」をはじめ主要項目の評価はいずれも、ボルソナーロ政権が発足する前の2018年より改善している。また、図表6の世界ガバナンス指数についても、「規制の質」、「政府の有効性」といったビジネス環境との関連性が高い項目に関する評価が改善している。他方、「法の支配」、「政治的安定性と暴力の不在」、「汚職の抑制」の評価は低迷しており、また改善したとはいえ、ビジネス環境調査の項目もBRICS諸国の平均値に遠く及ばない。その背景として、ボルソナーロ前政権の後半、コロナ対策の失敗により政権支持率が低迷し、行政や税制に関する構造改革が停滞したことが挙げられる。

ボルソナーロ前政権が推し進めた構造改革は依然、道半ばであり、今後も継続して取り組む必要がある。

### 3. ルーラ新政権の主張と政策運営

ルーラ大統領はブラジル北東部の貧しい農家の生まれで、労組リーダーを経て政界に入った経歴を持ち、低所得者層中心に根強い人気を集めている。前回大統領を務めていた2003年から2011年においては、政府債務の増加を抑制したほか、複雑な税体系に関する見直しなど限定的ながら構造改革にも取り組んでいた。一方で、低所得者向け現金給付制度「ボルサ・ファミリア」の創設などバラマキ色の強い政策も推進した。

ルーラ氏は今回の選挙出馬にあたり、2022年6月にマニフェスト「国家再建・変革プログラム方針2023-2026」を発表した。その内容には、複雑な税制度の見直し、国際競争力向上につながる行政改革、インフラや物流への投資拡大、国際貿易協定の拡大など、ブラジルのビジネス環境を

改善させる政策が含まれている(図表7)。少数与党のため、どの程度実現するかは不透明であるが、ボルソナーロ前政権も掲げたが成し遂げなかった行政や税制改革については、与党に加え、ボルソナーロ氏の率いる中道・右派勢力からも協力が得やすい。また、国民に広く支持される治安・汚職対策なども、議会の通過が比較的容易と考えられる。今後は、これらの分野における構造改革の前進が期待され、ブラジルのビジネス環境の改善につながる可能性が高い。

図表7 ルーラ氏のマニフェスト「国家再建・変革プログラム方針 2023-2026」

| 分野            | 内容抜粋   |
|---------------|--|
| 貧困対策<br>労働者保護 | ・低所得者向け現金給付(ボルサ・ファミリア)の給付額引き上げ<br>・最低賃金の引き上げ、物価上昇率に経済成長率を加算した最低賃金引き上げ率の再導入   |
| 財政・税制政策       | ・歳出上限ルールの見直し、財政運営の柔軟性向上<br>・複雑な税制を見直し、持続可能な新税制を構築する<br>・高所得者に対する課税強化、低所得者への再分配   |
| 経済・産業政策       | ・デジタル化、イノベーションによる工業近代化、農業付加価値向上、インフラや物流関連の公共投資拡大<br>・国際競争力向上につながる行政改革、投資コスト削減、国際貿易協定の拡大<br>・ペトロbras(石油)、ブラジル郵便など国営企業の民営化路線の見直し |
| エネルギー政策       | ・国際市場価格に依拠する現価格政策の見直し、国内物価を考慮した独自のエネルギー価格政策の構築<br>・国営石油会社ペトロbrasによる精製・販売といった下流事業への再進出、再生可能エネルギー分野への投資拡大                        |
| その他           | 治安対策、汚職対策、環境対策、人種やジェンダー平等、人権保護   |

(資料)各種報道より抜粋

他方、低所得者向け給付の拡大や最低賃金の引上げ、歳出上限ルールの見直し、国営企業の民営化路線の見直し、エネルギー価格の統制強化など、バラマキや市場経済への政府関与・統制の拡大が示唆される内容も目立つ。

ルーラ氏は当選確定後に、マニフェストで掲げた低所得者向け給付の拡充や最低賃金引き上げを実現させるべく、さっそく議会に対し2023年度予算案の修正を求め、1,450億レアル規模(2021年名目GDPの1.7%相当)の関連支出を歳出上限ルールの適用から除外する法案<sup>3</sup>を、大統領就任前に議会で成立させた。また、ボルソナーロ前政権により26に絞られた省・大臣の数を37に大きく増やし、「大きな政府」の復活を印象付けさせた。そして、就任後すぐに、前政権で民営化の準備が進められた国営石油会社ペトロbras、ブラジル郵便などの民営化にストップをかけた。これまでの一連の動きに鑑みると、ルーラ新政権の下、いわゆるポピュリズム的な政策路線が優先される可能性が高いと言わざるを得ない。

## 4. 政権交代による影響

### (1) 財政への影響

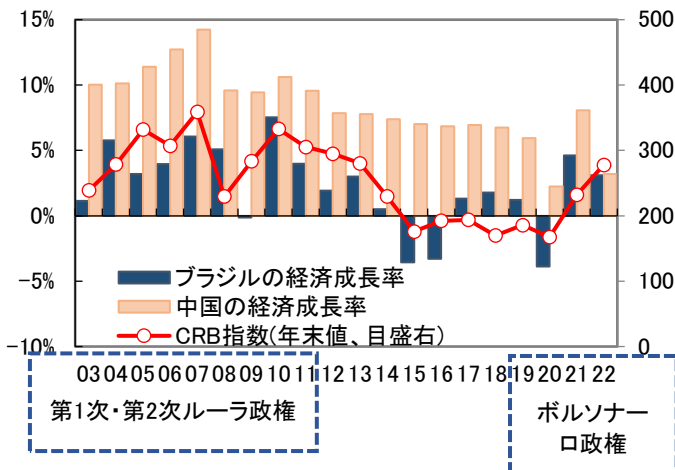
ルーラ新政権は財政運営の方針として、社会保障の拡充と政府債務の持続可能性の両立を掲げているが、その実現は難しい。

前回ルーラ政権の2003～2011年において、ブラジル経済は中国の高成長に牽引された世界的な景気拡大やコモディティ・ブームといった良好な外部環境に恵まれた。石油や金属、穀物など天然資源が豊富なブラジルは、比較的高い経済成長を遂げた。当局のバラマキ政策に伴う歳出

<sup>3</sup> 議会の反対を受け、規模縮小(当初1,750億レアル⇒1,450億レアル)や適用期間の短縮(永久から1年間)といった修正が加えられた。

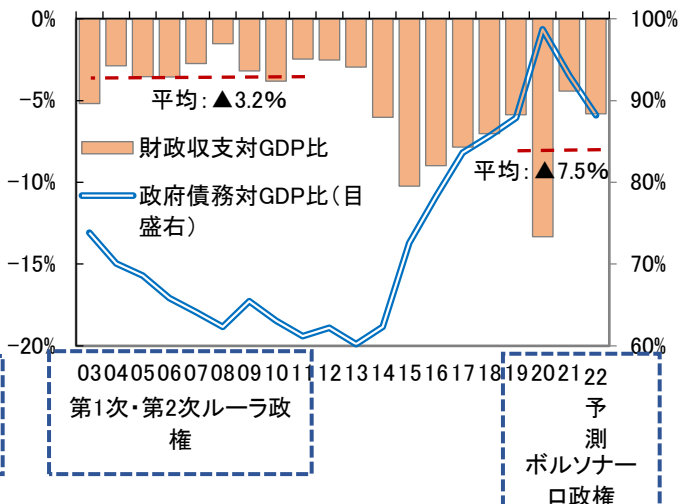
増を、好景気に支えられた歳入の伸びが相殺したため、財政収支対 GDP 比率は▲3%程度に抑えられ、政府債務も対 GDP 比で低下(改善)傾向を辿った。それに対して、足元の外部環境は当時よりも悪化している。中国の経済成長は顕著に鈍化しており、2022 年前半に一時急騰したコモディティ価格も、先行きの需要見通しの不透明感を背景に上値が重い展開となっている。これらは、ブラジル経済の逆風となる。コロナ禍を受け一時大きく悪化した財政の修復が進められてきたものの、2022 年の財政赤字対 GDP 比は▲5%を超える見込みで、政府債務対 GDP 比も 90% 近辺で主要新興国のうち最も高い(悪い)水準に留まる予想である(図表 8 と 9)。

図表 8 ブラジルと中国の実質 GDP 成長率、商品価格指数



(注)ブラジルの 2022 年の GDP 成長率は IMF 予測値  
(資料)CEIC

図表 9 ブラジルの財政収支、政府債務



(資料)IMF

ブラジルでは 2016 年の憲法改正により、歳出の増加率を前年の物価上昇率より低く抑制する歳出上限ルールが適用されている。コロナ禍の発生で一時的にルールの適用除外があったものの、同ルールはこれまで、ブラジル財政に対する市場の信頼を支える重要な役割を担ってきた。ルーラ氏は大統領就任式で、財政運営の柔軟性確保という理由から、歳出上限ルールを見直すと明言している。外部環境の悪化による経済成長の鈍化が見込まれ、財政余力も乏しい中、社会保障関連の歳出増で、ブラジルの財政は今後、悪化していく公算である。

## (2) 物価への影響

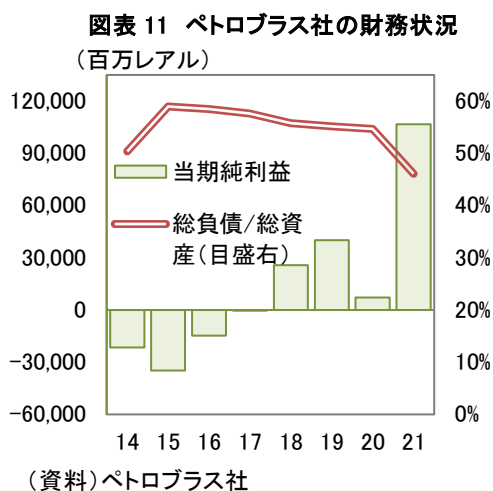
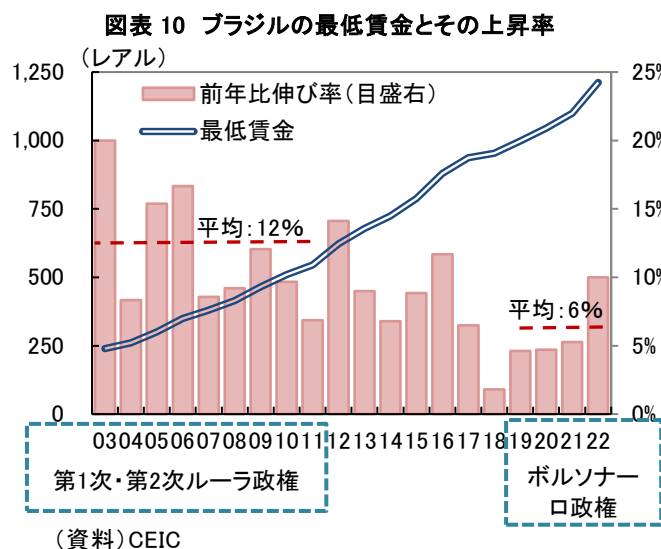
ブラジルは 1980～90 年代に、数千パーセントのハイパーインフレを経験した国である。ルーラ新政権の掲げる低所得者向け給付の拡大や最低賃金の引き上げなどは、消費を下支えする効果が見込まれる一方で、物価圧力の押し上げる要因ともなる。

特に、最低賃金に関する計算ルールの見直しによる物価への影響は大きい。ルーラ氏は前回大統領在任中に、経済成長率に物価上昇率を加算した最低賃金上昇率の算出ルール<sup>4</sup>を導入した。前回ルーラ政権の 2003～2011 年における最低賃金の年間上昇率は平均で+12%に上り、インフレの押し上げ要因であった。また、最低賃金を基準とする年金支給額も大きく増えたため、財政にとっても大きな負担となった。一方で、ボルソナーロ前政権は財政負担を軽減するため、2020

<sup>4</sup> 最低賃金の上昇率は、前々年の実質 GDP 成長率(但しマイナスの場合は「0」)に、前年の消費者物価上昇率を合算した比率に準ずるというルール。

年に最低賃金上昇率は物価上昇率のみを参照するよう改正した。ボルソナーロ政権下の2019～2022年において、最低賃金の年間上昇率は平均で+6%に留まり、財政再建のほか物価の抑制にも役立に立った(図表10)。

ルーラ新政権は、最低賃金上昇率の算出ルールを見直し、経済成長率に応じた加算を復活させようとしている。実現された場合、賃金と年金支給額の伸びが加速し、企業や財政の負担増大につながる。また、賃金と物価が相互作用しながら上昇スパイラルに載せ、当局による物価コントロールが難しくなることも想定される。



### (3) 政府による経済関与・統制強化の影響

ルーラ大統領は国民経済や公共サービスにおける国営企業の役割強化を掲げ、大統領就任後、ペトロブラス社等の民営化にストップをかけた。また、市場価格に基づくエネルギー価格の決定プロセスを改め、国内物価に与える影響を重視した価格政策の再構築を主張している。

ペトロブラス社は2010年代以降、第2次ルーラ政権下で行われたエネルギー販売価格への政府統制強化や輸入原油のコスト増を受け、精製・輸送・販売といった下流部門の採算が悪化し、2014年には全社ベースで赤字に転落し経営危機に見舞われた。2016年以降、デメル政権やボルソナーロ政権下で、当局による価格統制が段階的に緩められ、エネルギー販売価格は市場価格に基づき決定されるようになった。ペトロブラス社は経営再建策として、経営資源を採掘・生産といった上流部門に集中し、不採算の下流部門の資産売却を進めた。その結果、近年は同社の業績が回復し、負債の圧縮も進んでいる(図表11)。

政権交代により、今後は当局による価格統制の強化、ペトロブラス社の経営に対する政府関与の拡大が見込まれる。不採算の下流事業に経営資源を割くことが求められ、同社の経営は再び悪化しかねない。同社の原油生産量は国全体の74%(2021年)を占め、経営の悪化で生産や投資が鈍化・停滞すれば、経済全体にも大きな悪影響を及ぼす。また、政府は株式の過半数を保有しており、同社から受け取る配当収入は重要な歳入源であるため、同社の経営悪化は財政にも影を落とす。最悪の場合、政府による救済が必要な事態に至り、財政に大きな負担となる。

エネルギー分野をはじめ、ルーラ新政権による経済活動への関与・統制強化は、市場機能を低下させ、需給のひずみを高めることで、物価圧力の増大にもつながる。当局の関与・統制強化は

ビジネス環境の悪化にもつながり、民間部門が萎縮し、経済活力が低下することも想定される。

## 5. 見通しと留意点

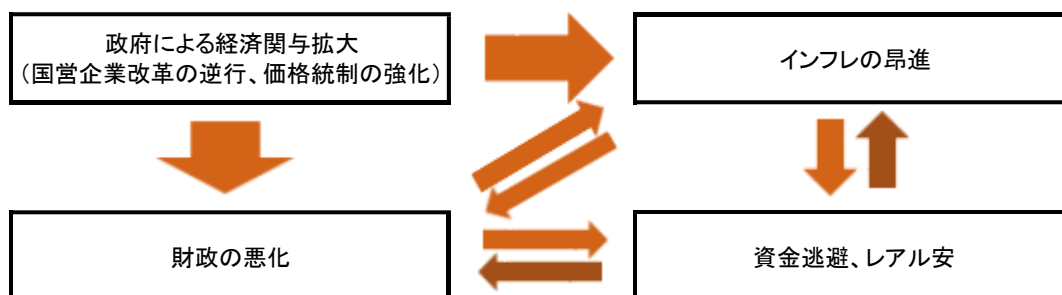
この先は、外部環境の悪化を背景に経済成長の鈍化が見込まれる。IMFは、ブラジルの実質GDP成長率が2022年の+3.1%から2023年は+1.5%に鈍化すると予測している。

ルーラ新政権が推し進める低所得者向け給付の拡大や最低賃金の引き上げは、貧困層中心に家計収入の増加につながり、消費を刺激する効果が期待される。また、インフラや物流関連の投資拡大も実現されれば、内需の押し上げにつながる。短期的には、これらが同国経済の下支え要因となり、外部環境の逆風を一部緩和しよう。

他方、バラマキ政策による財政の悪化や物価の高騰は、政府、家計の支出余力を低下させる。また、経済活動に対する政府の関与・統制強化は、民間部門や海外投資家による投資意欲の低下につながる。中長期的には、これらによりブラジルの潜在成長力が押し下げられ、低成長に逆戻りすることが想定される。

総じてみると、財政の悪化、インフレの昂進、政府による経済関与の拡大が相互に作用することで、過去にも経験した通貨下落・景気悪化の悪循環に陥るリスクは、今回の政権交代で高まった(図表12)。米国の金融引締がまだ続く見込みで、且つこれまでの利上げの影響がタイムラグを経て顕在化してくることが見込まれる中、脆弱性を抱える国は持続的な資金流出圧力に晒されやすい。政権交代に伴う経済・財政見通しの悪化は、海外投資家によるブラジル離れにつながる。

図表12 財政の悪化、インフレの昂進、政府の経済関与拡大による負の連鎖



また、大統領選におけるルーラ氏の勝利が僅差であったことと、与党勢力が議会でも多数派ではないことも不安定要因である。ボルソナーロ前大統領は未だに選挙での敗北を認めておらず、その支持者による抗議活動も続いているなど、社会の分断が深まっている。1月には、前大統領の支持者らが議会や大統領府等を襲撃する事件が発生し、国内外に衝撃を与えた。

ルーラ新政権の政治運営次第で、ブラジルの政情不安が強まり、社会が大きく混乱するという政治面のリスクがあり、これも海外投資家によるブラジル離れに拍車をかける要因となりうる。

シェン ショウイー

(調査部 海外調査チーム 調査役 盛 暁毅)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく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、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。



# 新型コロナ後の民鉄経営の進路

～運輸事業は運賃改定効果、非運輸事業は各社の競争力の変化に注目～

## ＜要旨＞

新型コロナ感染拡大が始まってから約3年が経過し、人々の生活様式は大きく変化した。外出の自粛が求められた中でオンライン化が進展し、在宅での業務や学習が一般的に受け入れられるようになり、移動しなくても目的が達成できるようになった。特に鉄道会社の安定収益源であった定期収入は大きな影響を受け、その要因となった人流の変化は、生活様式の変化を背景にコロナ前の状態に戻らない蓋然性が高いとみられる。

かかる状況下、大手民鉄各社は2020年度に運輸事業を中心に赤字計上を余儀なくされたが、運賃改定により収益改善を目指す方向で足並みを揃えつつある。運輸事業は公共性を有する許認可ビジネスであることや運賃改定のコンセンサスが取れてきていることを踏まえると、概ね各社における回復の見通しは立ちつつあると判断している。

一方、非運輸事業については、夫々直接ライバルとなる専業他社が存在するうえ、元々の各社の事業ポートフォリオや財務状況の違いから今後の戦略の方向性も異なっている。その為、新型コロナ後の経済正常化の過程では、運輸事業よりも競争力や収益回復に差が出てくると考えられる。中長期的には非運輸事業の回復度合いが、各社の経営の安定化を大きく左右すると見ている。

## 1. 民鉄各社の定期収入はコロナ前の水準に戻らないと想定

### (1) 通勤、通学頻度の減少

新型コロナは、2020年初頭から国内で本格的に広まり、人々の生活を大きく変えた。2020年4月に緊急事態宣言が発令されると、多くは外出を制限され、宣言解除後も何らかの制約が残った。中でも、日常生活を大きく変えたのは、移動機会の減少に起因することである。外出を制限せざるを得なかった中で、ITを活用したテレワークの導入や様々なやりとりのオンライン化が進み、在宅での業務や学習が一般的に受け入れられるようになった。つまり、移動しなくても日常生活の大部分の目的を達成できるようになったのである。

その結果、鉄道を利用する人の数も大きな影響を受けた。一般的な平日の鉄道利用ピーク時間である朝7時半～9時半は、通勤・通学の為に定期券が多く利用される時間帯である(次頁図表<sup>1)</sup>)。新型コロナ感染拡大後のこの時間帯<sup>2)</sup>における人の動きについて、国土交通省が公表している主要なターミナル駅<sup>3)</sup>の利用者数の推移(次頁図表2)を確認すると、駅の利用者数は、度重

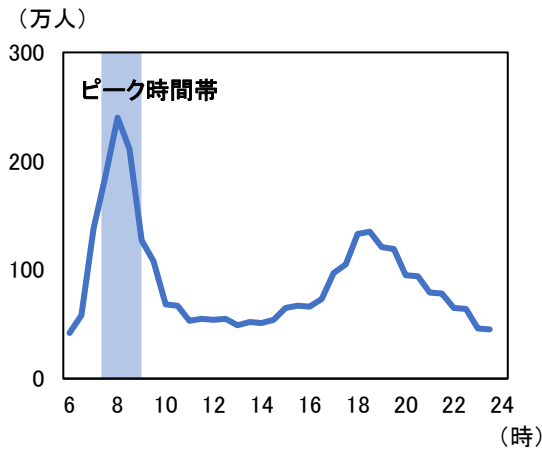
<sup>1</sup> 調査対象は一都三県及び茨城県、群馬県、栃木県、山梨県の一部。平成28年(2016年)度の調査

<sup>2</sup> 時間帯は、各駅において午前7時半～午前9時半の間の1時間で最も利用者が多いピーク時間帯

<sup>3</sup> 首都圏は東京、新宿、渋谷、品川、池袋、高田馬場、大手町、北千住、押上、日暮里、町田、横浜駅  
関西圏は大阪・梅田、京都、神戸三宮、難波、京橋駅

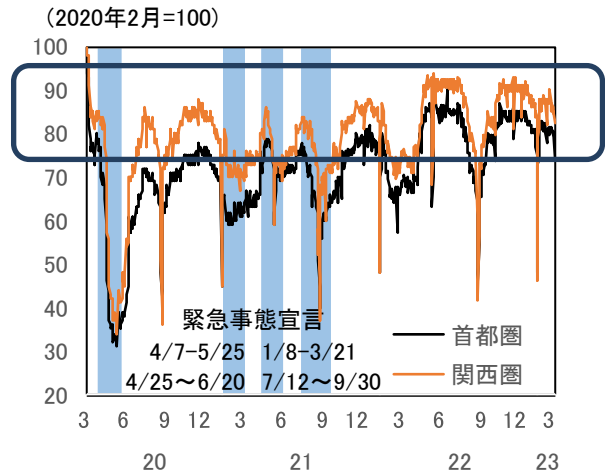
なる緊急事態宣言によって大きく変動したことが分かる。初めての緊急事態宣言が出される前の2020年2月の利用者数を100とした場合、2020年4月の緊急事態宣言発令時には、首都圏では約30、関西圏では約40と半分以下にまで減少した。その後も新型コロナの感染状況によって、利用者数は大きく増減を繰り返している。その過程ではワクチン普及や経済の正常化が進んだものの、利用者数は完全に元には戻っておらず、足元でも2020年2月比8割前後の水準で頭打ちになっている。

図表1 鉄道利用人数の時刻分布(首都圏 2016年時点)



(資料) 国土交通省「第12回大都市交通センサス」

図表2 ピーク時間帯のターミナル駅利用者数の推移

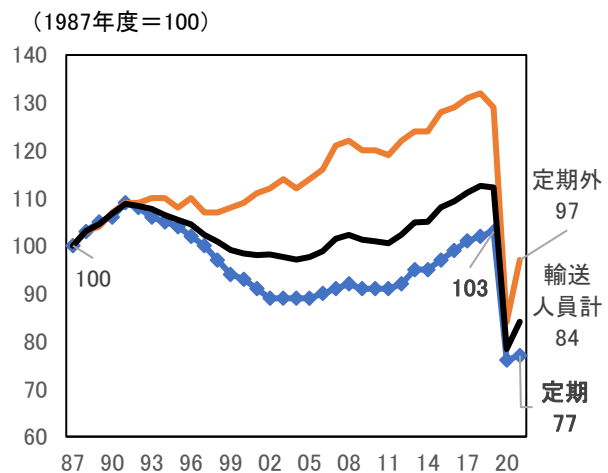


(資料) 国土交通省「駅の利用状況(首都圏・関西圏)」

## (2) 鉄道の定期利用者数の減少

次に、都市部の民間大手鉄道会社(以下、民鉄)の輸送人員数に関して、定期券を利用して鉄道に乗る定期利用者数の水準を確認した(図表3)。1987年度を100とすると、新型コロナ感染拡大直前の2019年度は103であったが、その後、新型コロナ感染が国内で広がり始めた2020年3月以降は大幅に減少、2020年度は76まで落ち込み、2021年度においても77までしか回復していない。先述したピーク時間帯の駅の利用者数の減少も考え合わせると、定期利用者数の減少は通勤・通学の頻度が減ったことに大きな原因があると解釈できる。

図表3 民鉄の輸送人員推移

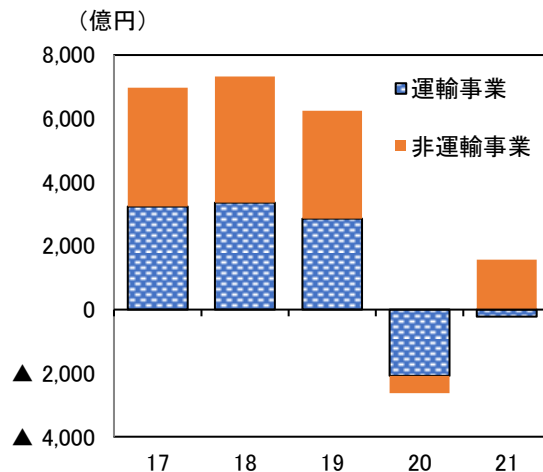


(資料) 日本民営鉄道協会「大手民鉄データブック」

### (3) 民鉄各社の業績影響

これまでに説明した新型コロナ禍による人流減は、民鉄各社の業績にも大きなマイナス影響を及ぼした。図表4の通り、民鉄14社<sup>4</sup>合算ベースの営業利益は、新型コロナ感染が本格化した2020年度に赤字となり、その後、2021年度に黒字は回復したものの、運輸事業(主に鉄道)に限っては赤字が残った。図表4には盛り込んでいないものの、2022年度の通期決算見通しにおいても、新型コロナ前の水準には回復しない見通しとなっている。

図表4 民鉄14社の連結営業利益推移



(資料) 大手民鉄各社のホームページ

## 2. 運賃改定による運輸事業の立て直し

新型コロナ禍による人々の移動機会減少は、鉄道会社の業績に多大なマイナス影響をもたらした。そうした中、特に収益減少が顕著であった運輸事業については、民鉄各社が運賃改定によるリカバリーに動き出している。

その背景には、民鉄各社が新型コロナ禍で変わった生活様式が常態化しつつあり、なかなか元には戻らないとの見方をしていることがある。実際に運賃改定のリリースにおいても、そうした見解が示されていることが多い。前頁図表2で見たターミナル駅の利用者数の推移で、回復期の山がコロナ前比8割程度で何度も頭打ちとなっていることも、この見方を裏付けていると言える。

鉄道運賃は、鉄道事業法により規定され、営業費と事業報酬(支払利息、配当等)の合計である総括原価の3カ年平均を収入の上限として、運賃上限水準の認可を国から受けることとされている。新型コロナ下においては、これまでの運賃上限水準の前提となっていた総括原価を、実際の運賃収入では賄い切れなくなり、今後もそうした状態が続くと判断した民鉄会社が、運賃改定(上限水準改定)を申請したということである(総括原価方式、次頁図表5)。なお、運賃改定の方法には、総括原価方式の他に鉄道駅バリアフリー料金制度を始めとする事前届け出制度もあり、目的に応じた制度を利用した改定も行われている。

運賃改定による増収効果について、既に運賃改定を認可又は発表済みの民鉄3社(東急、東武、近鉄グループホールディングス)の場合、公表されている増収幅を加味するとおおよそ新型コロナ前に近い営業収益(売上高)水準となる見込みである(次頁図表6)。

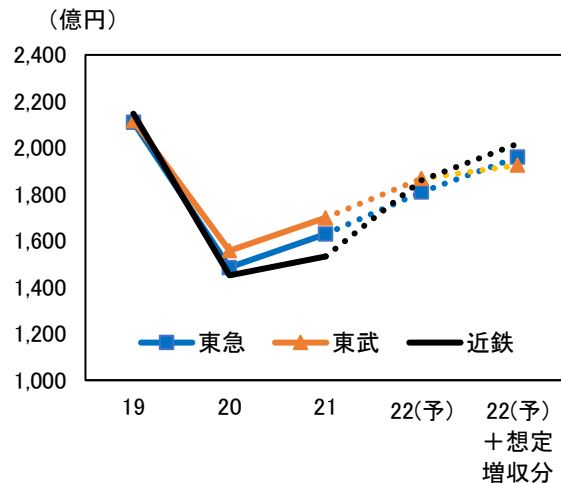
<sup>4</sup> 東武鉄道、相鉄ホールディングス、東急、京浜急行電鉄、小田急電鉄、京王電鉄、京成電鉄、西武ホールディングス、西日本鉄道、近鉄グループホールディングス、阪急阪神ホールディングス、南海電気鉄道、京阪ホールディングス、名古屋鉄道

図表5 総括原価方式による運賃改定の考え方

|      |      |           |          |
|------|------|-----------|----------|
|      |      | 総支出       | 総収入      |
| 総括原価 | 事業報酬 | 配当金等      | 所要増収率    |
|      |      | 支払利息      |          |
|      | 営業費  | 諸税・減価償却費等 | 現行運賃での収入 |
|      |      | 線路費       |          |
|      |      | 電路費       |          |
|      |      | 車両費       |          |
|      |      | 列車運転費     |          |
| 駅務費  | 料金収入 |           |          |
|      |      | 運輸雑収入     |          |

(資料) 国土交通省「交通政策審議会」

図表6 民鉄3社の運輸事業の営業収益推移



(資料) 大手民鉄各社のホームページ、各種報道

### 3. 非運輸事業の立て直しと事業ポートフォリオ改革

#### (1) 運輸以外の事業(非運輸事業)について

民鉄各社は運輸事業以外にも、不動産事業、ホテル事業、流通事業(百貨店など)、レジャー事業など多角的にビジネスを展開している。もともとは自社の沿線開発メリットの囲い込みから始まり、近年では国内の人口減少が進む中における沿線の活性化、インバウンド需要の取り込み、運輸事業以外の収益源多角化など様々な観点も加わっている。

民鉄各社の中核事業は言うまでもなく鉄道などの運輸事業であるが、これらの非運輸事業についても、各社の期間損益や保有資産のうち小さくないウェイトを占める。新型コロナ禍で非運輸分野の主要な事業にどのような影響が生じ、その結果どのような手立てが打たれているのか、大まかな方向性について簡単に整理しておきたい。

##### ①不動産事業

現在の民鉄各社にとって、不動産事業は主要な収益源と位置付けられている。新型コロナ感染拡大前の2018年度においても、不動産事業は主要な民鉄の営業利益の2~4割程度を稼ぎ出していた(次頁図表7)。

新型コロナの下において、運輸事業などは大きなマイナス影響を受けたものの、不動産事業は相対的に安定した収益源であった(次頁図表8)。こうした実績もあり、民鉄の中期経営計画では、不動産事業を注力分野として強化する例が多く見受けられる。

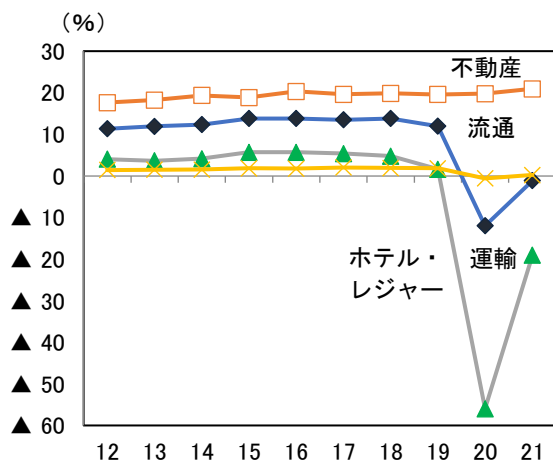
## ②ホテル事業や流通事業など

新型コロナの下でも堅調であった不動産事業に対して、運輸事業と同様に人流減少などによるマイナス影響が大きかった事業としては、ホテル事業や流通事業を挙げることができる。これらの事業では、事業の縮小や撤退など財務負担の軽減を企図した動きが散見される(図表9)。インバウンド需要の消失を含め特に影響が大きかったホテル事業では、大胆な事業資産売却の事例もみられた。近鉄グループホールディングスや西武ホールディングスは傘下のホテル事業の一部を売却のうえ、売却したホテルの運営を再受託する方法(アセットライト経営化)を選択した。百貨店等を手掛ける流通事業では、名古屋鉄道が関連会社売却を公表している。

## (2)非運輸事業全体のポートフォリオ改革の動き

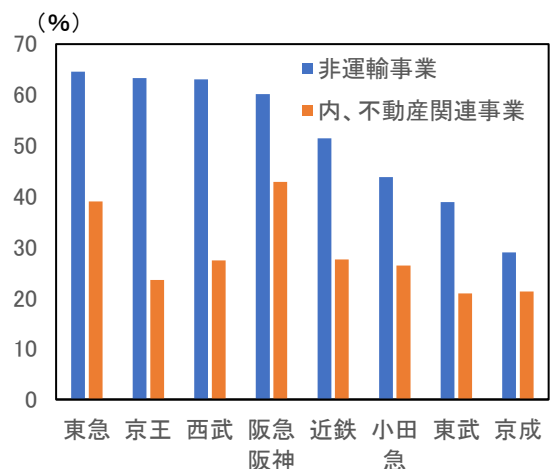
前述した不動産事業への注力、ホテル事業や流通事業の縮小を含めて、民鉄各社はアフターコロナを見据えて、グループ内で選択と集中による非運輸事業のポートフォリオ改革を進めている。例えば、近鉄グループホールディングスは、いくつかの事業や保有資産の売却を進める一方、国際物流事業を手掛ける近鉄エクスプレスを完全子会社化し、名古屋鉄道は百貨店事業の関連会社を売却した一方、名鉄運輸(物流事業)を完全子会社化している(図表9)。この2例は、新型コロナ禍で大きな影響を受けた旅客事業への依存度を下げ、あまり悪影響を受けなかった貨物輸送事業のウェイトを引き上げる意図があったものと見る。

図表7 民鉄14社のセグメント別営業利益率



(資料) 大手民鉄各社のホームページ

図表8 2018年度の連結営業利益に占める非運輸事業/不動産関連事業の割合



(資料) 大手民鉄各社のホームページ

図表9 大手民鉄各社の主な事業ポートフォリオ改革(主な事例)

|          | 売却  | 買収又は強化事業   |
|----------|---|--|
| 西武HD     | プリンスホテルの一部、保有不動産の一部、西武建設の売却               |  |
| 近鉄グループHD | 都ホテル等一部ホテル、保有不動産の一部<br>福山通運(持分法適用会社)株式の売却 | 近鉄エクスプレス(国際物流事業)の完全子会社化                          |
| 名鉄       | 金沢名鉄丸越百貨店の売却                              | 名鉄運輸の完全子会社化                                      |
| 小田急      | ハイアットリージェンシー東京(ホテル)<br>保有不動産の一部売却         | 新宿駅西口等の再開発事業推進による不動産取得を計画                        |
| 東急       |   | 東急レクリエーション(映画館等を運営)の完全子会社化<br>新宿、渋谷等での開発及び不動産の取得 |
| 京急       | 保有不動産の一部売却                                | 品川等駅周辺の再開発事業に伴い複数のビルを取得予定                        |

(資料) 大手民鉄各社のホームページ、各種報道

#### 4. 結びに

以上を総括すると、民鉄業界におけるコロナ後の経営戦略上の論点、及び戦略の方向性は、大きく次の二つである。

第一に、本業(運輸事業)立て直しの重要な打ち手である運賃改定の行方である。運輸事業は規制業種であり、市場競争の脅威が比較的限定されていることに加え、足元の運賃改定の認可状況や想定増収率等を勘案すれば、仮にコロナ前の輸送人員数に戻らなかったとしても、収益面の回復は可能と見ている。運賃改定そのものは業界全体の流れであるが、先述の通り総括原価方式によるものと事前届け出制による二種類の組み合わせを始め、各社の運賃改定の仕方や夫々の置かれた環境には違いがある為、運賃改定後の実際の増収率については濃淡が生じる可能性がある点に注目したい。

第二に、夫々の財務状況に鑑みながら進められる非運輸事業のポートフォリオ改革である。先に見た通り、コロナ後の事業再編においては、各社が抱える課題に応じて資産の売却や、逆に新規投資など、様々な対応がとられた。資産売却は自己資本の強化に繋がる一方、事業売却であればそのまま将来キャッシュ・フローが失われることを意味し、アセットライト経営化であれば資産保有時に得られていた売上収入の一部が失われる。例えばホテル事業部門では、2022年10月から開始された全国旅行支援やその後の外国人観光客の入国規制緩和を背景に宿泊関連需要が本格的に戻る段階になると、関連資産を売却した会社と、資産売却に舵を切らず関連事業を維持・強化をしたところの間で差異が生じ得る。

今後を見据えると、運輸事業は公共性を有する許認可ビジネスであることや、運賃改定のコンセンサスが取れてきていることを踏まえると、概ね各社における回復の見通しは立ちつつあると判断している。一方、非運輸事業については、ホテル業、不動産業、小売業等、夫々直接ライバルとなる専業他社が存在するうえ、元々の各社の事業ポートフォリオや財務状況の違いから、今後の戦略の方向性も異なっている。その為、新型コロナ後の経済正常化の過程では、運輸事業よりも競争力や収益回復に差が出てくると考えられ、中長期的には非運輸事業の回復度合いが、各社の経営の安定化を大きく左右すると見ている。

(調査部 産業調査2チーム 丹羽 伸茂)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく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、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。