

2019. 8 No.88

三井住友信託銀行

調査月報



時論

デジタル化には人材をエンパワーする投資こそ……………1

経済の動き

公的年金と家計負担の先行きをどう見るか……………3

転機を迎えたメキシコの対米依存型経済……………10

産業界の動き

大型提携・統合が示唆するドラッグストア業界の将来……………18

時論

デジタル化には人材をエンパワーする投資こそ

6月に、2019年度の経済財政運営と改革の基本方針、いわゆる「骨太の方針」が閣議決定された。重点課題のトップは引き続き、潜在成長率の引上げによる成長力の強化である。具体的には、労働力人口の伸び鈍化のもと、デジタル経済時代に向けた人的・物的投資を一層喚起し、生産性を飛躍的に向上させていく取り組みに他ならない。第2次安倍政権としては今回が7度目の骨太の方針であり、まさに政策としての実効性や実現力を問われている。

確かに、アンケート調査でも働き方改革は規模にかかわらず、ほぼ2社に1社が取り組んでおり、「働き甲斐」を感じる従業員が増えている。人手不足が深刻な企業を中心に省力化投資も活発になり、2017～18年度平均で実質の民間設備投資は年率4.0%の高い伸びとなった。

しかしながら、肝心の成長力が高まっているという実感は乏しい。それもそのはずである。日銀が試算する潜在成長率はここ数年、0.6～0.8%台の低水準で横這い状態のままである。しかも、その内訳をみると、働き方改革に伴う労働時間のマイナス寄与を女性と高齢者の労働参加によるプラス寄与で相殺し、あとは民間企業の設備増強が全体の伸びを支えるという構図になっている。

期待される(全要素)生産性の押し上げ効果は、アベノミクスが始まった2012年当時の1%近い水準から徐々に低下し、足下では0.2%を下回るところまで縮んできている。今後、女性と高齢者の就労増加がいずれ頭打ちになれば、潜在成長率が一段と切り下がることも予想される。

なぜ、企業の積極投資が生産性向上に繋がらないのか。第一に、研究開発やソフトウェアなど「無形資産」よりも、機械類や構築物など「有形資産」への投資が多い。住宅を除く実質資本形成(有形資産＋無形資産)のうち、無形資産が占める割合は2018年度で18.5%に止まり、しかもその水準は低下トレンドにある。米国では、無形資産の投資比率がここ数年高まり、30%を超えている。デジタル化が進展する下では、ハードな「モノ」よりもソフトな「ノウハウ」への投資を重視すべきだが、それが十分に実践されていないように見える。

第二に、同じ無形資産の中でも「研究開発」への投資を優先し、「能力開発」への投資は減少させている。企業活動基本調査によれば、研究開発費(対売上高比率)は4.2%と2009年以来0.6%ポイント上昇したものの、能力開発費は0.06%と二桁も水準が低い上に、2009年からは半減している。国際比較でも、研究開発費(対GDP比率)はイスラエル、韓国に次いで3番目であるが、能力開発費は主要先進国に劣後している。デジタル分野でのイノベーションを競う中で、「技術」の重要性を否定するものではないが、日本全体として見ると「人材」への投資が疎かになっていることが懸念される。

第三に、これら無形資産への投資はいずれも、大企業製造業がリードし、非製造業や中堅中小企業の水準は決して高くない。いわゆる「産業間・規模間の格差」の問題である。実際、研究開発投資のうち製造業が占める比率はほぼ90%近く、極めて高い。他方、中堅中小企業が占める割合は10%を切り、極めて低くなっている。能力開発費(対売上高比率)は非製造業の方がやや高いものの、大企業中心であることは変わらない。こうした構造は高度成長期から続くレガシーの一つであるが、生産性向上が一部の大手製造業には見られるものの、日本全体の力強い成長力改善に繋がっていない要因であろう。

「ハードと技術」優先の投資行動がデジタル経済で成果を生んでいない訳ではない。例えば、実装されたロボットの価値は OECD 諸国の中で韓国に次いで2位であり、クラウドサービスを導入した企業の割合も3位の地位にある。人口知能(AI)に関する特許申請は世界トップ10社のうち日本企業が6社を占めるなど、生産性を高めるためのインフラや潜在能力は着実に高まっている。

但し、科学領域での論文数は多いものの、高引用(上位10%)件数に絞ると全体の7%と、OECD 統計では平均以下の水準に止まる。国際的な共同論文や特許の共同申請など、「コラボレーション」ができていない度合いも主要国の中では低調である。科学分野の著作者について国際間の移動を見ると、日本は流出超の状態なのに対し、米国やスイスは流入超を記録している。加えて、個人の能力についても、文章読解や数値計算の能力は断トツの世界一にある反面、問題解決の能力はトップテン圏外に甘んじており、見劣りがする。

こうした事実は、ICT(情報通信技術)機器やソフトが導入され、AI や IoT(モノのネット化)で自動化が浸透し、内外横断の連携やオープン・イノベーションが重視される中で、日本の企業や個人はネットワークに繋がりがきれていない、あるいは潜在能力を高めたり、発揮しきれていない状況を示唆している。

2013年にフレイ博士とオズボーン准教授が、デジタル化の進展により、10～20年後には米国の仕事のうち47%が70%以上の確率で機械に取って代わられるとの予測を発表した。デジタル関連の技術や資産を活用したイノベーションが生産性の向上をもたらす、省力化や雇用の削減が劇的に進む。当時は人材への投資よりも、デジタル関連の「ハードと技術」に集中投資すべきとの極論も飛び交った。

しかし、現状の技術では自ら課題を設定したり、どんな領域でも自立運行できる汎用的なAIは存在しない。解決すべき課題や検証すべき仮説、改善すべき工程などは、すべて人間がインプットする必要がある。実際、個人が携わる仕事を複数の作業に分けてみると、すべてのプロセスをデジタル技術で代替するよりも、部分的に自動化する事例がほとんどであろう。

こうした考え方にに基づき、OECDのエコノミストが作業レベルにまでブレイクダウンして分析した結果からは、自動化される割合が70%を超える仕事はOECD平均で14%に止まるとの結論が得られた。追従する複数の検証から、今ではこちらの数字の方がより現実に近いとの評価が確立されている。

ただ、重要なのはここから先である。その次に、機械に代替される割合が50～70%の仕事が平均で32%あり、その範囲は労働環境に応じて20～45%程度に散らばることが明確になった。デジタル経済に移行しても、自動化されるか、されないかの単純な二分法ではなく、デジタル技術によって自動化されるプロセスと、それを使いこなす人材との連携はより密接になる。

その結果、仕事の中身は大きく様変わりし、働く人は課題を見つけ、状況を判断し、人と交渉し、組織を率いるなど、より複雑な仕事を任される。雇う企業もOJT主体の「習うより慣れろ、学ぶより真似ろ」のような旧来型の能力開発ではなく、しっかりした育成計画のもと、デジタル技術を使う能力を高めたり、イノベーションに役立つ学位取得や専門教育の機会を設ける必要がある。

まさに人から機械への代替ではなく、人と機械の協調という観点から、これからの企業投資には、デジタル技術で人材をエンパワーする発想こそが求められる。ここに生産性向上の鍵があるのではないかと。

(フェロー役員 調査部長 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。

公的年金と家計負担の先行きをどう見るか

<要旨>

いわゆる「老後資金 2000 万円問題」は公的年金に対する懸念も惹起したが、公的年金の積立金の収入並びに残高は増加傾向にあり、喫緊の問題は生じていない。しかしその中身を見ると、①年金積立金は 2005～2013 年度にかけて、既に約 41 兆円取り崩され、②2005～2017 年度の累積運用収入は約 16 兆円に止まり、③2014～2017 年度の収入は、解散厚生年金基金の国庫納付金約 13 兆円に少なからず依存しており、④厚生年金保険料率は引き上げ上限に達し、保険料収入が更に伸びるかどうかは不透明—など、懸念点も指摘できる。

また、この 10 数年の間、家計部門への社会保障給付は年金以外の給付増大も手伝って大幅な増加を見ており、保険料収入等で賄いきれない不足資金は中央政府にシワ寄せされる構造になっている。このため公的年金への更なる国庫負担増は容易ではなく、公的年金の持続性と将来世代の給付水準維持のためには、経済成長率の引き上げとマクロ経済スライド等による適正な給付抑制が必要だが、実現には困難も予想される。

人口の少子高齢化の加速、そのような人口動態に脆弱な社会保障制度の基本設計（賦課方式）、容易に高まらない潜在成長率といった基本条件の下では、公的年金を含む社会保障においては、①「給付減・負担増」の圧力が高まりやすい、②現在の問題と痛みの先送りは、将来、より大きな問題と痛みとなる—ことを再認識すべきであろう。

現役世代は老後生活に備えるための自助努力が必要であることは言うまでもなく、国や企業は、これを支援するための諸制度の見直しや拡充が求められる。

1. 噴出した老後資金と公的年金への不安

金融審議会市場ワーキング・グループ報告書「高齢社会における資産形成・管理」における老後の生活資金に係る試算を契機に、いわゆる「老後資金 2000 万円問題」が浮上、国民が漠として抱いていた老後生活に対する不安が一気に噴出した感がある。

同時に、老後の収入の中核となる公的年金（主に国民年金、厚生年金）についても、同報告書に「年金制度の持続可能性を担保するためにマクロ経済スライド¹による給付水準の調整²が進められる」と、今後の水準切り下げと受け止められるような文言が盛り込まれていたこともあり、現在の公的年金は本当に「100 年安心³」なのか、給付水準は十分なのか、懸念する声も高まった。

この点に関しては、近々公表される「財政再計算」「財政検証」、並びにそれらを素材とした識者の分析・見解が待たれるところであるが、以下では、そのような諸情報の“予習”的検討として、現

¹ 人口動態の変化を年金財政収支に反映させ、制度の持続可能性を確保しようというもので、平均寿命の伸び率と現役世代の減少率を考慮した調整率分だけ、年金給付水準の上げ幅を圧縮するもの。

² 現在 60%程度の新規年金受給者の所得代替率を 50%まで引き下げる。名目実額を減額することではない。

³ 2004 年の年金改革において強調されたもので、「公的年金制度は向こう 100 年間は安定的に存続できる」との意であり、一部で誤解されているような「向こう 100 年間は公的年金だけで老後生活を保証する」ということではない。

時点で入手できる厚生労働省の公的年金に関する各種資料、マクロのマネーフロー／ストックを把握できる「国民経済計算(内閣府)」「資金循環統計(日本銀行)」から、公的年金の制度持続性や家計の負担度合いに係るファクトを抽出するとともに、今後の姿を推測してみよう。

2. 年金積立金の現状と懸念点

まず、公的年金の状況を表す「年金積立金の運用状況について(厚生労働省)」から、年金積立金の収支並びに残高の推移を見ると(図表1)、厚生年金保険料率が2005年度以降、上限である18.3%まで段階的に引き上げられて保険料収入が増加し、基礎年金国庫負担割合が3分の1から2分の1に引き上げられて国庫負担が大幅に増加したことから、収入総額は2000年度初頭の36～37兆円から直近では52～53兆円へと順調に増加した。2014年度以降、それまでは数千億円程度だった収支尻のプラス幅は2～3兆円程度まで拡大した。

また、2000年代初頭以降、減少傾向が続いていた年金積立金残高(簿価ベース)も、2013年度末の110兆円をボトムに増加に転じ、直近では120兆円弱まで回復した。

さらに「資金循環統計」の「公的年金勘定⁴」からキャピタルゲイン／ロスの状況を見ると、2012年度以降の内外の株価上昇・金利低下(債券価格上昇)による大幅なキャピタルゲインを得て、2001年度以降の累積キャピタルゲインは約38兆円となった(次頁図表2)。

このように見ると、高齢者の増加に伴い年金支給総額が増加し続けた下でも、公的年金の運営には今のところ特段、大きな問題は生じていない。

図表1 年金積立金の収支と残高の推移

(兆円)														
年度	積立金残高		収入総額							支出総額	収支尻			
	(時価)	(簿価)		a	保険料	国庫負担	運用収入	実施機関 拠出金	積立金 取り崩し			解散厚金基金等徴収金	g	h
			b							c	d			
2001	144.3	(147.3)	35.8	21.9	5.2	4.1	0.0	0.0	0.0	35.2	0.6	0.6	-4.0	
2002	141.5	(147.6)	36.7	22.1	5.5	3.3	0.0	0.0	0.0	36.5	0.2	0.2	-5.6	
2003	145.6	(147.3)	36.9	21.2	5.6	2.4	0.0	0.0	3.5	37.3	-0.4	-3.9	-8.1	
2004	148.0	(147.4)	38.4	21.4	5.8	1.7	0.0	0.0	5.4	38.4	0.0	-5.4	-9.5	
2005	150.0	(141.6)	44.7	22.0	6.2	2.0	0.0	6.7	3.5	43.8	0.9	-9.3	-13.6	
2006	149.1	(138.9)	41.4	22.9	6.6	2.8	0.0	3.7	0.4	40.4	1.0	-3.1	-8.1	
2007	138.6	(135.3)	41.7	23.8	7.0	1.8	0.0	4.1	0.6	41.1	0.6	-4.1	-8.5	
2008	123.8	(131.7)	41.8	24.4	7.3	1.9	0.0	3.5	0.3	41.9	-0.1	-3.9	-8.3	
2009	128.3	(127.0)	43.1	23.9	9.9	0.0	0.0	3.8	0.2	44.1	-1.0	-5.0	-10.3	
2010	121.9	(121.2)	45.1	24.4	10.1	0.3	0.0	6.3	0.0	44.6	0.5	-5.8	-9.8	
2011	119.4	(116.3)	45.1	25.1	10.4	0.0	0.0	5.6	0.1	44.4	0.7	-5.0	-8.9	
2012	126.0	(112.3)	44.4	25.8	10.3	0.6	0.0	4.4	0.1	44.0	0.4	-4.1	-7.3	
2013	132.0	(110.3)	44.2	26.7	10.4	2.1	0.0	2.5	0.1	43.8	0.4	-2.2	-4.6	
2014	145.9	(112.1)	45.9	27.9	10.7	3.3	0.0	0.0	2.1	44.0	1.9	-0.2	-2.1	
2015	142.7	(114.5)	49.4	29.3	11.0	0.3	2.4	0.0	4.7	47.0	2.4	-2.3	-4.0	
2016	153.4	(117.7)	53.2	31.0	11.2	0.3	4.6	0.0	4.4	50.0	3.2	-1.2	-2.9	
2017	164.1	(119.2)	52.2	32.3	11.4	0.9	4.5	0.0	1.6	50.0	2.2	0.6	-0.9	

(注) 実施機関拠出金: 被用者年金一元化により共済年金を厚生年金に統合。これに伴い共組連合会から受け入れた拠出金。

(資料) 厚生労働省「年金積立金の運用状況について」

⁴ 国の年金特別会計の厚生年金／国民年金／基礎年金勘定、年金積立金管理運営独立行政法人、国家／地方公務員共済組合など。厚生労働省「年金積立金の運用状況について」より集計対象が広い。

しかしながら中身を詳細に見ると、以下のような懸念点も存在する。

第1に、2005～2013年度において年金積立金の取り崩しが累計41兆円に上っている(2014年度以降は取り崩し無し)。

年金積立金の取り崩し自体は2004年制度改革で企図されたものであり、保険料収入とバランスするまで年金給付水準を抑制する財政均衡期間(100年間)において、年金給付水準の急減を回避すべく元本取り崩しと運用収益を充てるものである。

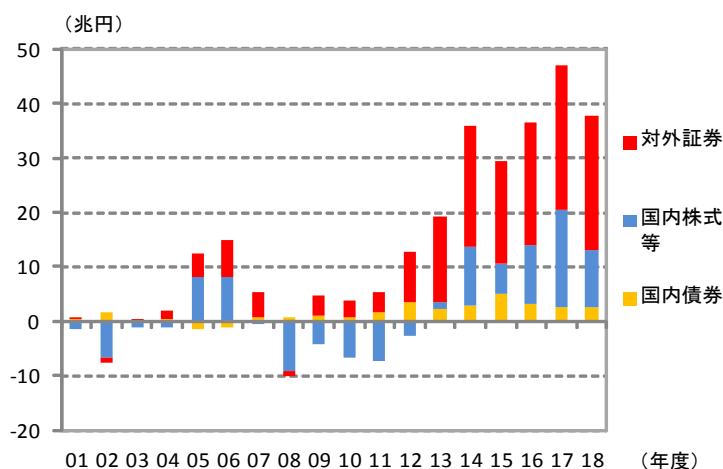
だが、2005～2013年度の取り崩しペースは、財政均衡期間よりかなり手前で年金積立金が枯渇するものであり、明らかに早過ぎたものであろう。2014年度までマクロ経済スライドが一度も発動されなかったために給付水準が十分抑制できず、運用収入もリーマン・ショックをはさんで減少したためと考えられる。

第2に、キャピタルゲインの割には、収入総額に占める運用収入の寄与は限定的である。

キャピタルゲインは相応の規模で発生したが、キャッシュベースではキャピタルゲイン／ロスほどの振幅はないものの金額規模は限られるようであり、2004年制度改革後(2005～2017年度)の累積運用収入は約16兆円に止まっている。これは、同期間の累積収入約592兆円の3%弱に過ぎない。

年金積立金＝運用元本の取り崩しが早まると運用収益は上げにくくなること、2001年度以降の累積キャピタルゲイン約38兆円のうち約24兆円は対外証券投資であり(図表2)、今後の海外市場動向に左右されやすいことにも留意が必要であらう(国内株式は約11兆円)。

図表2 公的年金のキャピタルゲイン／ロス



(資料) 日本銀行「資金循環統計」

第3に、2014～2017年度の収入は、解散厚生年金基金等徴収金(厚生年金基金の解散並びに代行部分返上に伴う国庫納付金)約13兆円に少なからず依存する姿となっている。これは今後も当てにできる恒久的・安定的な収入源にはならない。

第4に、収支バランスが改善傾向にあることは確かであるが、年金積立金取り崩しと解散厚生年金基金徴収金を除いた収入ベースで見ると、収支(前頁図表1のコア収支①)は2017年度にようやくプラスに転じたばかりであり、保険料・国庫負担・運用収入等のコア収入をベースとした収支(前頁図表1のコア収支②)は、マイナス幅は縮小しているが、足元でも1兆円弱の支出超となっている。

今後については、厚生年金保険料率は引き上げ上限に達しているため、保険料収入が更に伸びるかどうかは不透明である一方、支出面では、マクロ経済スライドには名目下限措置⁵が残り、毎年のフル適用が保証されない中では、適正な支出抑制ができるかどうか不透明である。

公的年金の運営は現時点で直ちに脆弱性や持続性が疑われるものではないものの、上述の点を考えると、「給付水準下限(新規受給者の所得代替率⁶50%)」「負担上限(厚生年金保険料率18%上限)」という国民にとっての最重要要件が維持されるかどうか見ていくためにも、①収入の伸び悩み、支出の抑制不足から収支バランスが先行き悪化することはないか、②解散厚年基金解散徴収金といった非恒久的収入源もなくなり、再び年金積立金の取り崩しへの依存が高まることはないか、③それによって年金積立金が近い将来、枯渇することはないか、④運用環境の悪化や年金積立金(=運用元本)の減少により、運用収入は先細りないし不安定になることはないか—といった点には、十分な注意が必要であろう。

3. 社会保障財政の困難がしわ寄せされる中央政府

公的年金の制度持続性や家計の負担度合いについては、公的年金単独のみならず、年金・医療・介護等を含む社会保障財政全体の観点からも検討されるべきであろう。

公的年金は独立した特別会計や機関で運営されており、その状況は社会保障財政全体と全くの相似形というわけではない。しかし、一般政府部門(主に社会保障基金)から家計部門への社会保障関連給付の中で年金は最も高いウェイトを占めていること、政府予算において社会保障関係費は財政赤字並びに政府債務残高増大の主因となっていることを考えると、社会保障財政全体の状況は、公的年金の運営や給付・負担に少なからぬ影響を与えるとみるべきであろう。

まず、「国民経済計算(内閣府)」に基づき、一般政府部門から家計部門への社会保障関連給付の増大ぶりを、2000～2017年度の期間を3つに区切って確認すると(次頁図表3)、「年金給付等(国民・厚生年金、共済年金等)」は、2000～2005年度の年度平均44.4兆円から、2006～2011年度:同51.9兆円→2012～2017年度:同56.9兆円と、この10数年間に同12.5兆円増加した(以下、期間区分と金額表示は同じ)。

「年金給付等以外の社会保障関連給付(医療・介護の公的負担、生活保護等)」も、37.6兆円→44.0兆円→53.2兆円となり、この10数年間の増加幅15.6兆円は「年金給付等」を上回った。

これを賄うべく、家計の社会保障負担は27.5兆円→30.0兆円→34.9兆円と大幅に増加し、企業の社会保障負担も22.6兆円→24.4兆円→28.9兆円と増加した。年金をはじめとする社会保険料が段階的に引き上げられてきたことが主因であろう。

この間、家計の直接税等(23.8兆円→24.5兆円→26.7兆円)、企業の直接税等(17.3兆円→18.0兆円→18.8兆円)、家計・企業合算の間接税等(37.8兆円→36.6兆円→41.9兆円)などの税負担も増加したが、増加幅は社会保障負担より小幅なものに止まった。

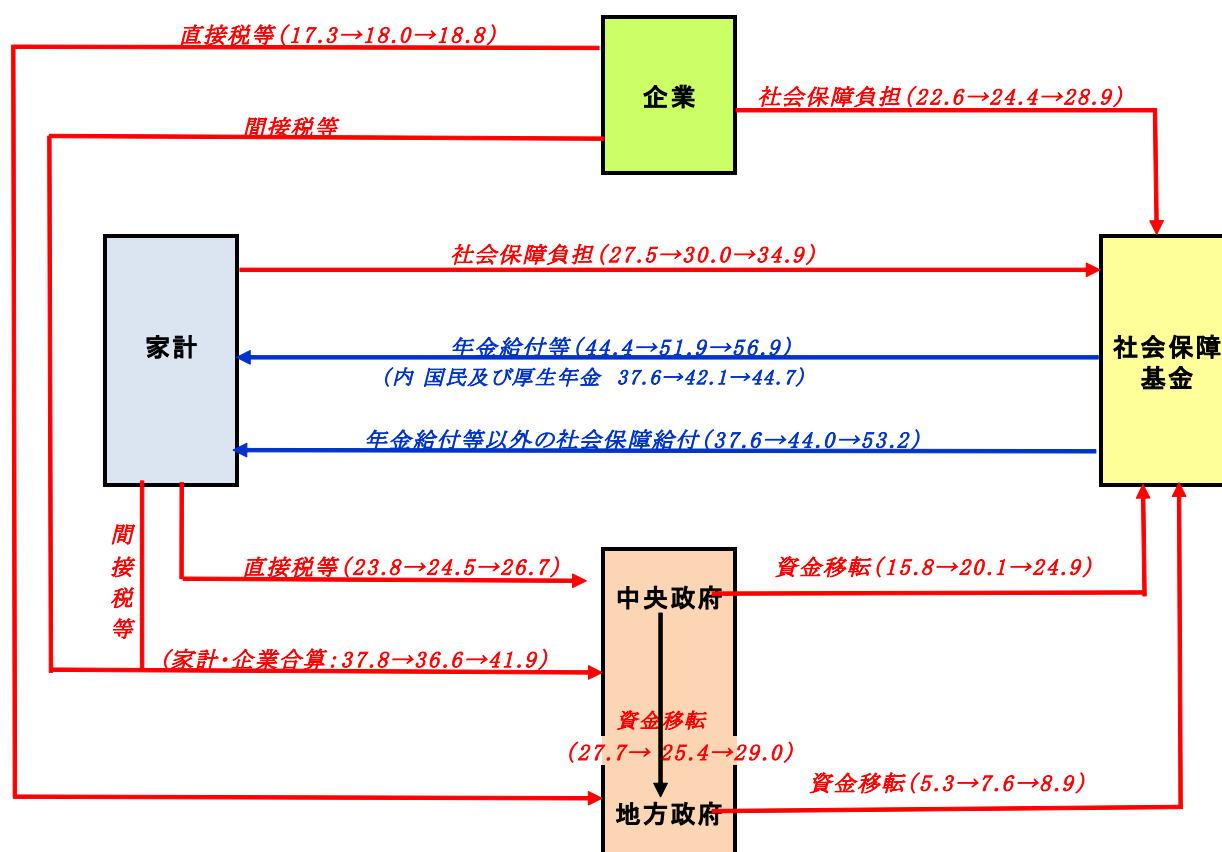
⁵ 物価・賃金上昇率が小幅で、これを反映した年金給付額の引き上げ幅が小さいと、スライド調整率を機械的に適用すると名目給付額がマイナスとなる場合がある。この場合、名目額を下限とするもの。

⁶ モデル世帯(夫婦二人:夫40年間勤続、妻専業主婦)の年金月額が、現役世代の男性の手取り収入(含む賞与)平均月収の何パーセントになるかを示す指標。

中央政府は巨額の社会保障負担を強いられ、社会保障基金へ資金移転は15.8兆円→20.1兆円→24.9兆円と著増した。高齢者数の増加とともに、基礎年金国庫負担割合が3分の1から2分の1に引き上げられたためであろう。

また、中央政府は地方交付税交付金等を通じて、地方政府から社会保障基金への資金移転(5.3兆円→7.6兆円→8.9兆円)も直接・間接に支援する形となっていることから、中央政府から地方政府への資金移転も27.7兆円→25.4兆円→29.0兆円と巨額なものとなっている。

図表3 社会保障関連給付・負担のマネーフロー
(00～05年度平均→06～11年度平均→12～17年度平均:兆円)



(資料)内閣府「国民経済計算年報」

(注) 数字は左から2000～2005年度、2006～2011年度、2012～2017年度の各期間の年度平均(兆円)。

家計の社会保障負担: 家計の現実社会負担

企業の社会保障負担: 雇主の現実社会負担(一般政府)

年金給付等: 現金による社会保障給付(公的年金、共済年金、児童手当及び子ども手当等)

年金給付等以外の社会保障給付: 社会扶助給付+現物社会移転(市場産出の購入)(医療・介護費の公的負担、生活保護等)

間接税等: 生産・輸入品に課される税(消費税、輸入関税、酒税、固定資産税等)

直接税等: 所得・富等に課される経常税(所得税、法人税、住民税、事業税等)

資金移転: 一般政府部門内の経常移転

このため中央政府は、日銀の超低金利政策の恩恵によって利子支払いを横ばい圏内に止め(8.2兆円→7.8兆円→8.2兆円)、純固定資本形成を圧縮し(2.0兆円→0.5兆円→0.4兆円)、外交・防衛・警察等行政サービスも抑制(13.5兆円→14.0兆円→13.8兆円)してきたにもかかわらず、

社会保障基金や地方政府への支払い(図表4では「その他の経常移転」)が大幅に増加したことが響き、全体の貯蓄投資バランスでは大幅な投資超過(=資金不足)が続くこととなった(図表4: ▲28.7兆円→▲27.3兆円→▲27.6兆円、直近2017年度でも▲19.7兆円)。

このように、社会保障財政全体の姿をみると、①社会保障給付は増大し続け、そのピッチに歯止めがかかっていないこと、②社会保障給付の原資確保のために、保険料率を連続して引き上げ、家計・企業は税よりも社会保障負担が重くなってきたこと、③それでも賄いきれない不足分は、直接・間接に中央政府にしわ寄せされる構造となっていること、④このため、消費税率を引き上げたものの、税収力が格段に高まっていない中にあることは、中央政府の資金不足=財政赤字が縮減する姿は展望し難いこと一が分かる。

図表4 中央政府の資金過不足(貯蓄投資差額)の推移

(兆円)

年度平均		00～05	06～11	12～17
資金過不足(=貯蓄投資差額)		▲28.7	▲27.3	▲27.6
受 取	間接税	56.6	55.1	63.2
	利子配当所得	20.2	19.6	23.9
	直接税	2.7	4.1	2.7
	直接税	28.4	27.1	31.4
	支 払	85.3	82.4	90.8
	利子配当支払	8.2	7.8	8.2
	その他の経常移転	45.9	46.5	56.0
	外交・防衛・警察等	13.5	14.0	13.8
純固定資本形成		2.0	0.5	0.4

(資料)内閣府「国民経済計算年報」

4. 公的年金と家計の給付・負担の先行き

先に見た年金積立金の状況と、こうした社会保障財政全体の状況を併せて、今後の公的年金の制度持続性、直面する課題、家計の負担度合いを考えると、次の諸点が指摘できる。

第1に、収入面では、厚生年金保険料率の引き上げが上限に達し、今後は保険料収入の伸びが鈍化することが見込まれることから、中央政府の国庫負担増に対する期待が高まるであろうが、上記のように中央政府の財政が構造的に圧迫される状況から見て、容易ではないだろう。

公的年金の制度持続性と将来世代の給付水準の一定の十分性を維持するためには、経済成長率と労働参加率の引き上げとともに、今後は収入面よりも支出面の施策・取り組みに軸足が移るということである。

第2に、それゆえ支出の抑制、すなわちマクロ経済スライドの重要性が高まるだろう。

名目下限措置に抵触したため未実施となったスライド調整分を、翌年度以降、まとめて実施するというキャリーオーバー制度(2018年度から導入)の実行が求められるであろうし、さらにはキャリーオーバー制度を不要とすべく、名目下限措置の撤廃も検討されるかもしれない。

だが、こうした家計への年金給付水準を抑制する措置が政治的に簡単にまかり通るかどうかが、不透明である。

第3に、そうすると、中央政府の資金不足を縮減して国庫負担の支援余力を高めざるを得ないが、そのためには消費税率引き上げ、所得税の税収力強化のための各種控除の縮減、法人税の租税特別措置の見直し等を行う必要がある。

家計・企業からすれば、厚生年金保険料が上限に達しても、今度は同保険料と比べて抑えられ気味であった税負担の増加に直面するということであり⁷、これも政治的にすんなり実現するかどうかが、不透明である。

第4は、給付減も負担増も嫌い、上記第2、第3の取り組みを先送りする場合には、①年金給付原資として年金積立金取り崩しに過度に依存するようになり、財政調整期間の途中で年金積立金が枯渇する、②負担上限(厚生年金保険料18%)・給付下限(新規受給者の所得代替率50%)の維持が困難となり、制度の大幅改正を余儀なくされる—というシナリオに向かう可能性も否定できない。

公的年金制度自体が崩壊するわけではないものの、将来世代には(第2、第3の取り組みを行う場合以上の)大幅な給付減・負担増を強いることになる。

第5は、上記第2、第3の取り組みを行っても、社会保障財政全体を改善させ、中央政府の資金不足を縮減するには力不足である。このため、医療・介護保険財政の持続性確保の観点から、医療・介護保険料率の引き上げ、給付対象の絞り込みや給付水準の引き下げが求められる可能性がある。

このように、人口減少・少子高齢化の同時進行(人口オーナス)、社会保障制度の基本設計たる賦課方式が有する構造的問題(現役世代が引退世代を支える仕組みゆえに、人口オーナスに対して脆弱)、容易に高まらない潜在成長率と物価・賃金上昇率—といった我が国の基本条件下では、公的年金を含む社会保障においては、①「給付減・負担増」の圧力が高まりやすい、②「フリーランチ」はあり得ない(コスト・負担を負うことなく、経済的な果実を得ることはあり得ない)、③現在の問題と痛みの先送りは、将来、より大きな問題と痛みとなって現れる——ということを再認識すべきであろう。

同時に、現役世代は老後生活に備えるための自助努力が必要であることは言うまでもない⁸。

これを支援すべく、国は彼らのライフコース選択に不公平が生じないような資産形成促進税制・法制の拡充が、企業は柔軟な就業や職種選択が可能となる雇用・処遇制度の見直しが、それぞれ求められよう。

(上席理事 調査部主管 主席研究員 金木 利公: Kaneki_Toshikimi@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。

⁷ 「国民生活基礎調査(厚生労働省)」によると、高齢者世帯の51%は生活資金を公的年金・恩給のみに依存している。年金水準の抑制、消費税や社会保険料率の率引き上げ等は、こうした高齢者世帯や現役低所得世帯の生活を圧迫することは確かであり、別途、政策対応が必要である。

⁸ 日本経済新聞社とテレビ東京による世論調査によると、老後資金への対応については62%が「年金以外の自助努力で不足を賄うべきだ」と回答している(7月1日付日本経済新聞)。多くの国民は自助努力の必要性を認識していると思われる。

転機を迎えたメキシコの対米依存型経済

<要旨>

米国とメキシコの経済的な結び付きは極めて強い。メキシコはアジアから中間財を輸入し、最終財を米国に輸出する加工貿易構造であり、更に出稼ぎ労働者の海外送金と直接投資を通じて米国から多額の資金を取り込み、経常赤字をファイナンスし、内需を活性化させ、安定成長を実現してきた。一方、米国もメキシコの安価な労働力を活用してサプライチェーンを最適化し、企業収益拡大等の多大な恩恵を受けてきた。

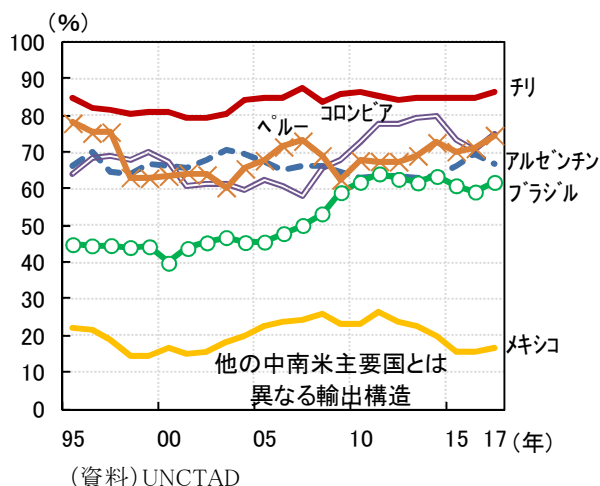
メキシコに厳しい姿勢をとるトランプ米大統領も、こうした互惠関係は理解しているはずである。だからこそ、北米自由貿易協定（NAFTA）に代わる新協定に合意し、米国企業もメキシコに直接投資を続けてきた。米国にとってメキシコは経済的に重要なパートナーであり、覇権争いをする中国とは本質的に位置付けが異なると理解されていた。

ところが、5月末に突如浮上した不法移民問題に絡む米国のメキシコに対する制裁関税は、こうした暗黙の共通認識の見直しを迫っている。関税発動の可能性は低いと予想するが、発動されれば両国のサプライチェーンは毀損する。このテールリスクを恐れて、しばらくメキシコへの資金流入は細るだろう。この影響が長期化してメキシコの対米依存型成長モデルが崩壊すれば、その悪影響は米国に跳ね返る。強い関心を集める米中関係のみならず、米墨関係も注視が必要な局面が続こう。

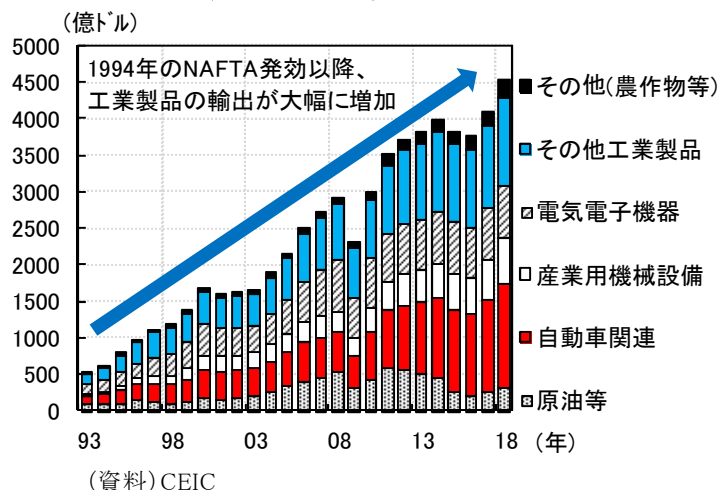
1. 対米依存が顕著なメキシコ経済 ～ 米墨関係の先行き不透明感が及ぼす悪影響

メキシコは輸出の資源依存が顕著な中南米地域にあって、主要国で唯一工業製品が輸出の大半を占める。輸出全体に占める農産物・資源等の一次産品の比率は、周辺国が約 60～80%の一方、メキシコは 20%弱と低い(図表1)。隣接する米国との密接な関係がこうした輸出構造の差異を生み出している。特に、1994年に NAFTA が発効して以降、米国企業を中心に多くの自動車、電気電子機器メーカーがメキシコに進出し、米国向けの工業製品の輸出が急激に拡大した(図表2)。その結果、メキシコの輸出全体に占める対米比率は約 80%と非常に高くなっている。

図表1 輸出に占める一次産品比率



図表2 メキシコの輸出



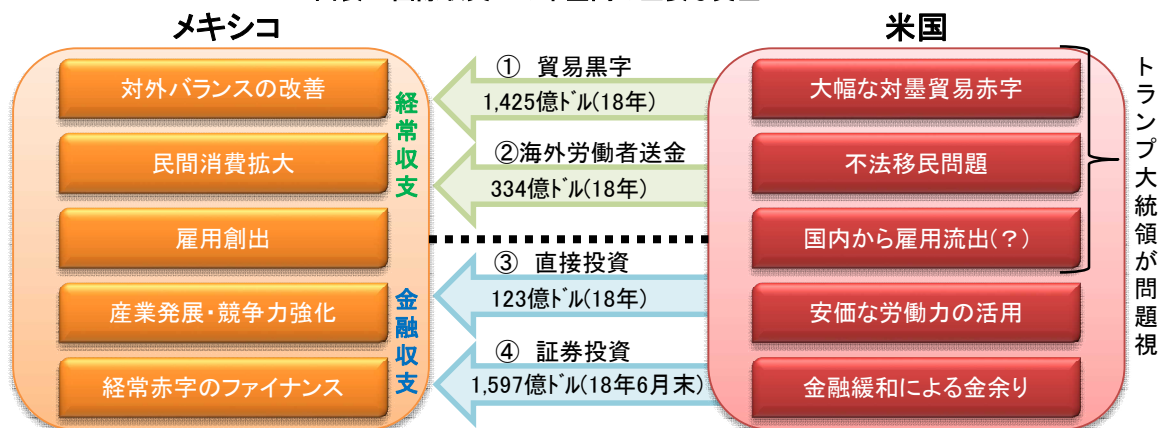
メキシコの輸出額の対 GDP 比は約 35%と他の中南米主要国の 10～20%程度と比較して高く、その大半を占める対米輸出はメキシコの景気を左右する重要な要素である。また、輸出以外でも様々な経路を通じて米国から多額のマネーが流入し、メキシコ経済の成長に強い影響を及ぼしてきた。こうした対米依存の構図は足元でも不変であるが、メキシコに対して一貫して厳しい姿勢をとるトランプ氏が米大統領に就任して以降、同氏の過激な政策や言動が両国関係の先行きに強い不透明感を生じさせており、それがメキシコ経済の見通し悪化に繋がっている。

2. 対米関係の変化が浮き彫りにする国際収支構造の脆弱性

ここからは、メキシコの国際収支構造を基に同国の対米依存の度合いと、それがもたらす懸念点(先行き不透明感)を確認していく。メキシコの国際収支構造は、経常収支が恒常的に赤字であるという問題を抱えるが、対米貿易で稼ぐ黒字と在米メキシコ人労働者からの送金が経常収支の極端な悪化を防ぐ上で大きな役割を果たしている。金融収支の面でも、米国から流入する直接投資が経常赤字の安定的なファイナンスに大きな役割を果たしている(図表3)。また、世界金融危機への対応で米国が大規模な金融緩和を続けていた 2010 年代前半に米国から証券投資を通じて流入した資金も経常赤字のファイナンスに寄与した。このようにメキシコの国際収支構造はあらゆる面で米国に支えられている。換言すれば、メキシコの国際収支構造を見れば、メキシコの対米依存型の経済構造を深く理解することができる。

以下では、経常収支の中の貿易収支と第二次所得収支、金融収支の中の直接投資と証券投資を順に見ていく。

図表3 国際収支上の米墨間の主要な資金フロー

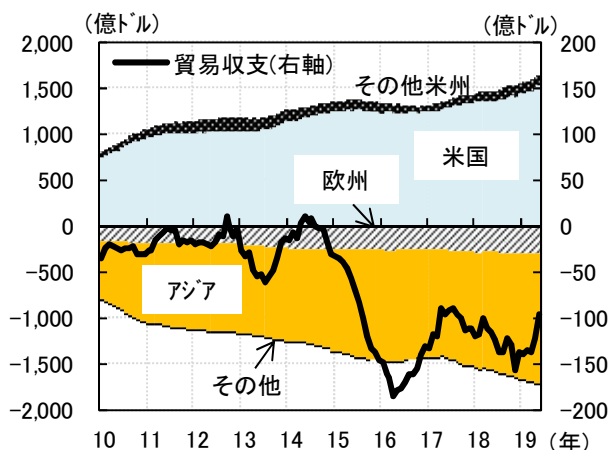


(注) 矢印内の金額は証券投資のみストックで他は年間のフロー
(資料) 各種公表資料を基に三井住友信託銀行調査部作成

(1)メキシコの貿易収支の構造 ～ 輸入構造の変化が生み出した巨額の対米貿易黒字

最初に、経常収支の内訳の1つである「貿易収支」の構造を確認する。財の輸出、輸入は経常収支に係る資金流入、流出のそれぞれ 80%超を占め、経常収支全体の動向に及ぼす影響が大きい。貿易収支を貿易相手別に見ると、対米貿易で大幅な黒字を稼ぎ出す一方、中国を中心とした対アジア貿易では大幅な赤字であり、全体では年間 100 億ドル程度の貿易赤字を足元で計上している(次頁図表4)。

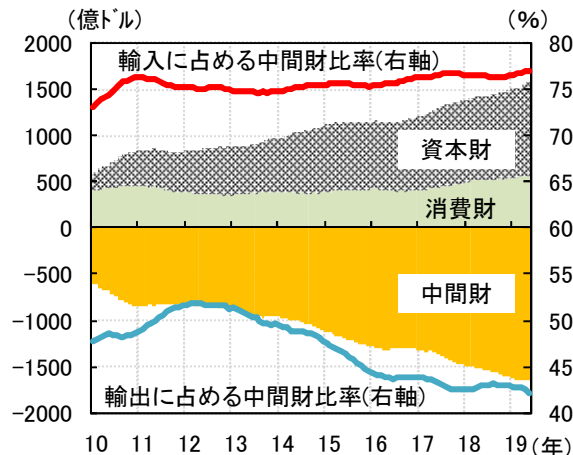
図表4 メキシコの貿易収支(相手別)



(注) 後方 12 か月移動合計

(資料) CEIC

図表5 メキシコの貿易収支(財の種類別)



(注) 後方 12 か月移動合計

(資料) CEIC

貿易収支を財の種類別に見ると、資本財と消費財で年間 1,500 億ドル超の黒字を足元で稼ぐ一方、中間財ではそれを上回る巨額の赤字を計上している(図表5)。NAFTA や輸出セクターの競争力強化を目的とした「マキラドーラ政令」(輸出企業に税制面の恩典を付与)の下で自動車や電気電子機器等の産業が「加工貿易」によって発展してきたメキシコでは、現在に至っても国内で部品製造等の裾野産業が十分には育っておらず、輸入に占める中間財比率は 80% 弱と加工貿易への依存度が高いままである。

相手別と財の種類別の内訳を踏まえると、メキシコの貿易収支は中国を中心としたアジアから中間財を輸入し、最終財である資本財・消費財を米国に輸出する加工貿易構造と推察される。NAFTA 発効直後の 1995 年時点では、メキシコの輸入の 74% が米国からであったが、2017 年時点では 46% まで低下し、代わりにアジアの比率が大幅に上昇した。同期間に米国以外からの工業製品の輸入額対 GDP 比は、輸送機器や電気電子機器部品を中心に 4.1%→17.1%と劇的に増加した(次頁図表6)。1995 年当時は「メキシコ⇄米国」の加工貿易が主であったが、現在では「アジア⇄メキシコ⇄米国」という経路の重要度も増している。

メキシコの中間財の輸入相手が大きく変化した一方、メキシコの輸出額に占める対米比率は過去 20 年超、約 80% で殆ど変わっておらず、こうした非対称の変化が巨額の対米貿易黒字を生み出した。米国側からは、米国の資金がメキシコを通じてアジアに流出しているようにも見え、複雑なサプライチェーンが構築されている米墨を仮に一体とみなせば、メキシコの巨額の対アジア貿易赤字は、米国にとっての対アジア(主に中国)「隠れ貿易赤字」とも言える。

トランプ米大統領が主導した NAFTA 再交渉は、2018 年 9 月末に 3 か国間で辛くも妥結に漕ぎつけ、新協定「米国・メキシコ・カナダ協定(USMCA)」には非常に厳しい「原産地規則」が盛り込まれたが、この背景には、米国の対アジア隠れ貿易赤字に対する強い問題意識があったものと推察される。USMCA の批准・発効は、2019 年 5 月に米国がメキシコ、カナダに課す鉄鋼・アルミニウムへの追加関税を解除したことで一気に進展するかに見えたが、同月末にトランプ大統領が突如表明した不法移民問題に絡む対墨制裁関税(全品目が対象、最大 25% まで引上げ)がこうした状況に冷や水を浴びせた。

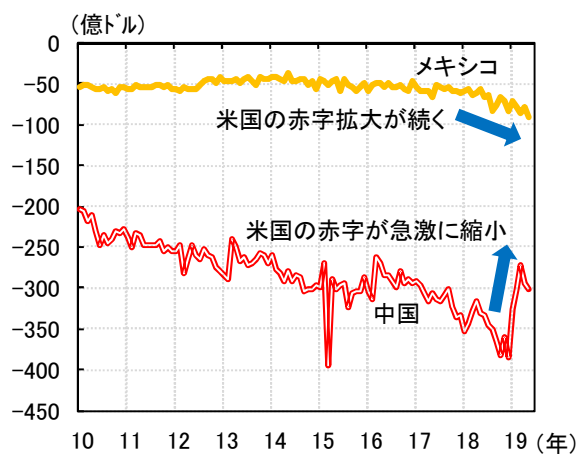
図表6 メキシコの輸入構造の変化(1995年⇒2017年)

対GDP比、%	1995年		2017年	
貿易相手	米国	米国以外	米国	米国以外
合計	15.0	5.1	16.8	19.5
一次産品(燃料除く)	1.6	0.5	2.2	1.1
燃料	0.4	0.1	2.7	0.4
工業製品	12.0	4.1	11.4	17.1
化学製品	1.4	0.6	2.2	1.6
電子機器	0.5	0.2	0.2	1.1
電気電子機器部品	2.1	0.7	0.9	4.4
輸送機器とその他機械	3.8	1.4	4.9	5.7
その他工業製品	4.3	1.2	3.2	4.3
その他	1.0	0.4	0.5	0.8
工業製品	12.0	4.1	11.4	17.1
労働集約型及び資源集約型	1.7	0.3	0.9	1.2
低技能及び技術集約型	1.2	0.5	1.2	1.4
中技能及び技術集約型	5.2	1.7	6.0	7.2
高技能及び技術集約型	3.9	1.6	3.3	7.3

(資料)UNCTAD、IMF

両政府の協議の結果、発動日直前の6月7日に「無期限」停止が発表されたが、対墨制裁関税をトランプ大統領が再び持ち出すリスクが完全に消えたわけではない。制裁関税は表向き「不法移民問題」が理由であるが、USMCAの合意以降も拡大し続ける米国の対墨貿易赤字(図表7)をトランプ大統領が問題視していることは明らかであり、6月8日に同氏が、「メキシコが大量の農産品を購入することで合意した」とツイートしたこともそれを物語っている。

図表7 米国の貿易収支(季節調整値)



(資料)CEIC

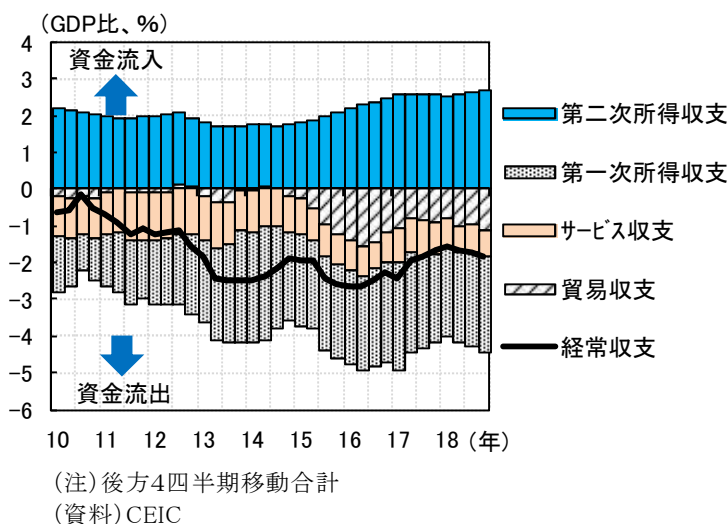
対墨制裁関税は米墨間のサプライチェーンの崩壊に繋がりがねず、原産地規則の厳格化などとは次元の異なる大問題である。当然ながら米国企業にも極めて甚大な悪影響が及び得るため、実際に発動に至る可能性は低いと考えられるが、対米関係における強い不透明感が残存し続けることとなった。

(2)メキシコの第二次所得収支の構造 ～ 駆け込みの反動と米国景気減速に警戒が必要

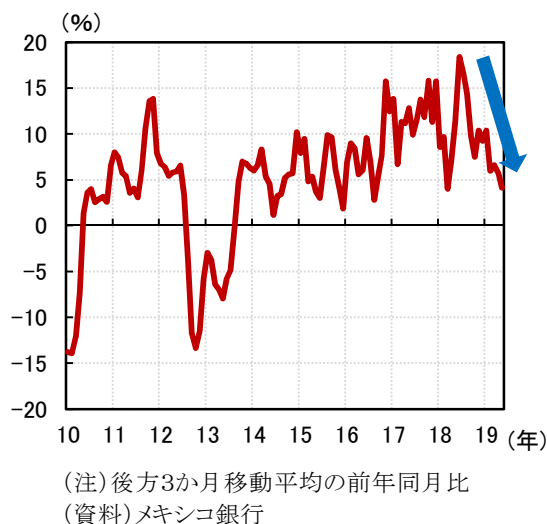
次に、対価を伴わない無償資金援助等から成る「第二次所得収支」を確認する。第二次所得収

支は経常収支の内訳の中で唯一黒字の項目であり、健全な対外バランスを維持する上で重要な役割を果たしている(図表8)。メキシコの第二次所得収支は海外労働者送金が大半であり、送金元の実に98%を米国が占める(2017年時点)。メキシコの送金受取額は2016年から3年連続で過去最高を更新し、2018年には334億ドルに達するなど一見好調であるが、先行きは決して明るくはない。その理由は、①近年の増加には、メキシコに対して厳しい姿勢をとるトランプ大統領によって送金が規制される事態を恐れた労働者の「駆け込み送金」が影響した可能性があること、②長期的に増加し続けていた在米メキシコ移民数が2017年調査で初めて減少に転じ、足元でもその傾向が続いていると考えられること、③米国の景気減速が在米メキシコ人労働者の送金余力を低下させる懸念があること、の3点である。実際に2018年半ば以降、前年同月比の増加率は急速に縮小しており、トレンドの転換が示唆される(図表9)。このように第二次所得収支においても対米関係の不透明感が存在する。

図表8 メキシコの経常収支(対GDP比)



図表9 メキシコの海外送金受取額の変化率

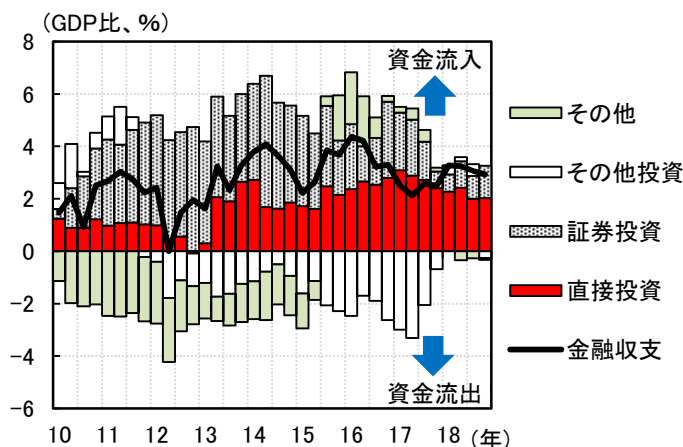


(3) メキシコの直接投資の構造 ～ 対米関係の不透明感が対内直接投資を抑制する懸念有り

次に、金融収支の内訳の1つである「直接投資」の構造を確認する。図表8の通り、メキシコの経常収支は恒常的に赤字であるが、国際収支の恒等式「経常収支＋資本移転等収支－金融収支＋誤差脱漏＝0」を踏まえると、こうした経常収支の赤字(資金流出)は金融収支の資金流入と等しくなる(「誤差脱漏」及びメキシコにとって重要度の低い「資本移転等収支」を考慮しない場合)。金融収支の内訳は、足元では直接投資が最大の資金流入項目であり、巨額の経常赤字の裏側で対外バランスを支えている(次頁図表10)。直接投資は、メキシコから海外への投資である「対外直接投資」と海外からメキシコへの投資である「対内直接投資」に分かれるが、対外収支上、重要度がより高いのは後者であり、メキシコの投資対象としての魅力が資金流出入の動向を左右する。

メキシコの対内直接投資を種類別に見ると、「新規投資」は年間100億ドル程度の水準で安定的に推移しており、トランプ大統領主導でNAFTA再交渉が行われていた間も目立って減少することはない(次頁図表11)。部門別と国別では、年によって多少の変動はあるものの、製造業が最大の投資受入れ部門であり、米国が最大の投資国である(次頁図表12、13)。

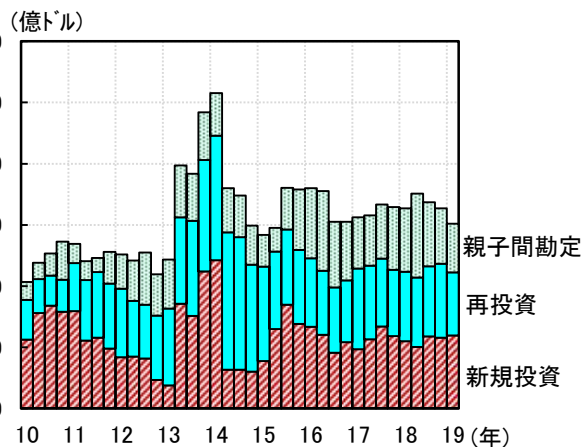
図表 10 メキシコの金融収支(対 GDP 比)



(注) 後方4四半期移動合計

(資料) CEIC

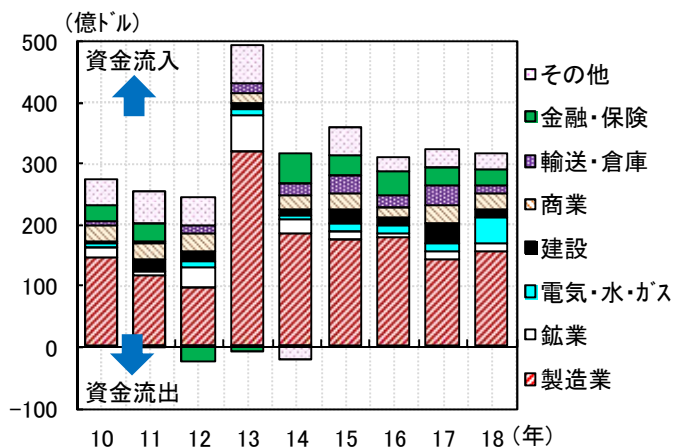
図表 11 メキシコの対内直接投資(種類別)



(注) 後方4四半期移動合計

(資料) CEIC

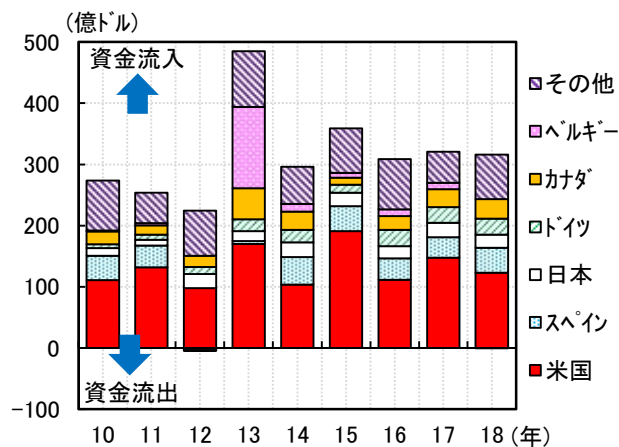
図表 12 メキシコの対内直接投資(部門別)



(注) 後方4四半期移動合計

(資料) CEIC

図表 13 メキシコの対内直接投資(国別)



(注) 後方4四半期移動合計

(資料) CEIC

直接投資は証券投資とは異なり、長期の視点で投資判断がなされる傾向が強い点を踏まえると、NAFTA 再交渉に係る不透明感はメキシコの長期的な投資対象としての魅力を損なうには至らなかったと言える。NAFTA に置き換わる予定の新協定 USMCA は、「原産地規則」の厳格化や、部材の 40～45% を平均時給 16 ドル以上の地域でつくるよう求める「賃金条項」の導入等のメキシコにとって厳しい内容も含むが、少なくとも現時点では合意内容が対内直接投資に及ぼす悪影響は確認できない。真に警戒すべきは不法移民問題に絡む対墨制裁関税である。対米輸出基地としてのメキシコの存在価値を致命的に毀損する恐れがある関税リスクが完全に払拭されるまでは、対内直接投資に強い下押し圧力が加わると予想する。対内直接投資に係る資金流入が目に見えて減少すれば、経常赤字の安定的なファイナンスにも問題が生じる。

(4) メキシコの証券投資の構造 ～ 米国の金融緩和の恩恵に過度な期待は禁物

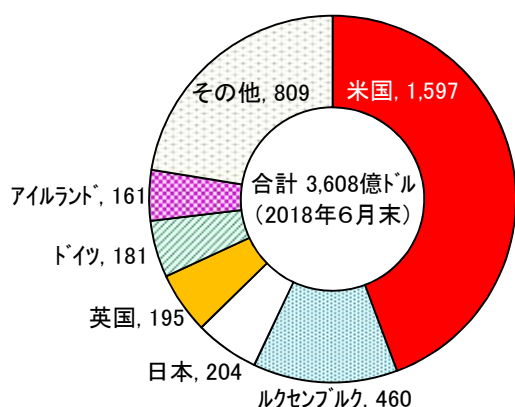
最後に、金融収支の内訳の1つである「証券投資」を確認する。図表 10 の通り、証券投資は、2010 年代前半は最大の資金流入項目であったが、ここ数年は流入額が顕著に縮小している。証

券投資も直接投資同様に対外収支上の重要度がより高いのは「対内」証券投資である。データの制約上、対内証券投資の国別フローは確認できないため、ストックデータで投資国の構成を見ると、ここでも米国(1,597億ドル、全体の44%)が突出しており、米国の影響を強く受ける構造であることが窺える(図表 14)。

メキシコの対内証券投資の流出入と米国の政策金利の推移を見ると、米国が世界金融危機への対応で大規模な金融緩和を続けていた 2010 年代前半において、メキシコに巨額のマネーが債券投資を通じて流入していたことが確認できる(図表 15)。こうした資金流入は経常赤字のファイナンスに寄与した。米国の量的緩和が終了し、米FRBが政策金利を段階的に引き上げてきた中で、メキシコ債券への資金流入も激減し、流出局面も多々見られるようになった。一方メキシコ株式は、大規模なインフラ投資を主張するトランプ大統領の登場で米国の成長期待が高まった時期に資金流入が拡大したが、規模は年間 100 億ドル程度に過ぎず、足元では再び縮小傾向にある。

米国景気の減速を背景に、今後 FRB が利下げに踏み切ればメキシコ債券に多少の追い風となるであろうが、2010 年代前半と異なり、①米国に先行してメキシコの景気が急減速している点、② USMCA 批准や不法移民問題に絡む対墨制裁関税など対米関係に強い不透明感が存在する点、を踏まえると当時のような旺盛な資金流入は期待し難い。

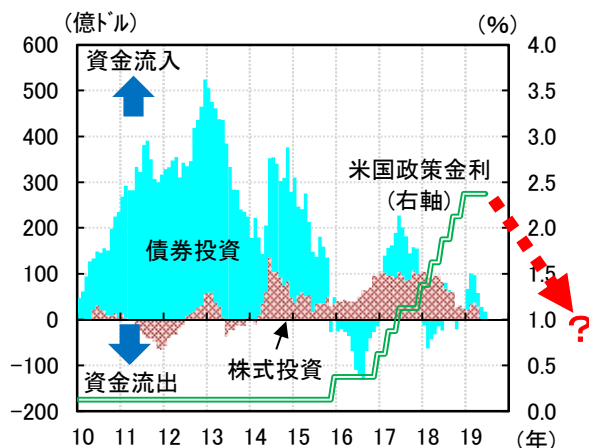
図表 14 メキシコの対内証券投資残高



(注) 債権者側のデータを集計したもの。対外資産負債残高統計とは合計額が一致しない。

(資料) IMF

図表 15 メキシコの対内証券投資と米国の政策金利



(注) 対内証券投資は後方 12 か月移動合計
(資料) BIS、IIF

3. まとめ

メキシコには、経常収支の①貿易収支と②第二次所得収支、金融収支の③直接投資と④証券投資の4つの経路を通じて、これまで米国から多額の資金が流れ込み、メキシコは米国経済への依存を深めながら経済成長を遂げてきた。米国も、メキシコの安価な労働力を活用することでサプライチェーンの最適化を図り、企業収益の拡大等を通じて多大な恩恵を受けてきた。米国の対墨貿易赤字は対中貿易赤字に次いで大きい、米国にとってメキシコは経済的一体性を高めながら共に歩んできた重要なパートナーであり、世界の覇権を争う中国とは本質的に位置付けが異なる。大統領就任前からメキシコに対して一貫して厳しい姿勢を見せるトランプ大統領もメキシコの重要

性を本心では理解しているはずである。そうした暗黙の共通認識があったからこそ、トランプ政権下でも米国企業はメキシコに変わらず直接投資を行ってきた。

5月末に突如浮上した不法移民問題に絡む米国の対墨制裁関税は、こうした暗黙の共通認識の見直しを迫り、対墨投資の前提を覆すものであるため、メキシコのみならず米国企業にも衝撃を与えた。実際に関税発動に至る可能性は低いと予想するが、テールリスクとも言える要因が残存する中で企業や投資家はメキシコへの資金投下を躊躇せざるを得なくなる。こうした状況下で対米貿易黒字や在米労働者送金が実際に減少し始めれば、加工貿易における中間財輸入の減少を勘案したとしても、メキシコの対外収支は急速に悪化する。メキシコの対米依存型成長モデルが機能不全となり、同国経済が長期停滞に陥れば、その影響は密接な関係を築く米国経済にも跳ね返り、米国を通じて世界経済にも及び得る。強い関心を集める米中関係のみならず、米墨関係も注視が必要な局面が続こう。

(調査部 海外調査チーム 吉田 陽一 : Yoshida_Youichi@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。

大型提携・統合が示唆する ドラッグストア業界の将来

＜要旨＞

ドラッグストア業界において、大手企業間で提携・統合の検討が開始された。当該業界において、上位企業同士の提携・統合は、おそらく初めてと思われる。

小売業界においては、家電量販店やホームセンター業界などで上位企業同士の提携・統合の事例があるが、何れも業界全体が成熟期に入った後で生じている。

ドラッグストア業界は、現在でも量販店業態の中では最も勢いがあり、未だ「成熟期」に入った様子は見え難い。しかし、業界の現状を若干詳しく見ると、販売額が大きく伸びているのは食品であり、医薬品や化粧品は相対的に緩やかな伸びに止まっている。

したがって、業界全体が高成長を謳歌しているわけではなく、医薬品や化粧品の販売に軸足を置く企業は、相対的に低い成長率となる傾向が生じている。今回の大型提携・統合は、これらの企業が既に業界の「成熟化」を視野に入れ始めたことを示唆しているように思われる。

1. 表面化した提携検討 — 大型統合に発展する可能性

ドラッグストア業界で、㈱ココカラファインを当事者とする2つの提携・統合事案が表面化した。

まず本年4月 26 日、㈱ココカラファインと㈱マツモトキヨシホールディングスが、「資本業務提携の検討」を開始すると発表した。次いで6月1日、今度は㈱ココカラファインがスギホールディングス㈱との「経営統合」について検討を開始することを公表している。㈱ココカラファインは、何れか1社との提携ないし統合を目指す方針と言われており、「3社の大同団結に発展する」との見方は今のところ有力視されていない。

このうち、㈱ココカラファインと㈱マツモトキヨシホールディングスが提携を目指すのは、以下が目的とされている。

- ドラッグストアと調剤薬局のシナジー効果を追求。
- 商品仕入・物流の共同化、PB商品の共同開発。

報道等によれば、両社には①品目別の販売構成比が類似している（医薬品・化粧品の販売構成比が高く、食品の比率は低い）、②都市型店舗を多く保有している、といった共通点があり、「親和性が高い」といった見方がされている。また、㈱ココカラファインは西日本に、㈱マツモトキヨシホールディングスは東日本に強く、地域的に補完関係が期待できるという面もある。

一方、㈱ココカラファインとスギホールディングス㈱の経営統合は、スギホールディングス㈱側から、統合によって「調剤を核とした医療・介護事業の連携により No.1のヘルスケアカンパニーを目指す」というような提案があったためと発表されている。こうした提案の背景には、両社が単なる小売ビジネスのみではなく、調剤を起点としたヘルスケア分野に注力していることがある。

本稿執筆時点では、未だ結論が発表されていないが、どちらが成立しても、業界上位企業による大型統合に発展する可能性がある。統合が成立した場合には、何れの組み合わせとなった場合でも、売上ベースで業界首位に躍り出ることが確実である。

図表1 主な上場ドラッグストア企業

社名	売上高	(決算期)
(株)ツルハホールディングス	7,824	'19/5期
ウエルシアホールディングス(株)	7,791	'19/2期
(株)コスモス薬品	6,111	'19/5期
(株)サンドラッグ	5,881	'19/3期
(株)マツモトキヨシホールディングス	5,760	'19/3期
スギホールディングス(株)	4,885	'19/2期
(株)ココカラファイン	4,006	'19/3期
(株)クリエイトSDホールディングス	2,863	'19/5期
(株)カワチ薬品	2,649	'19/3期
(株)クスリのアオキホールディングス	2,509	'19/5期
(株)キリン堂ホールディングス	1,296	'19/2期
Genky DrugStores(株)	1,039	'19/6期
(株)薬王堂	917	'19/2期

(金額単位: 億円)

(資料) 有価証券報告書等より三井住友信託銀行作成

2. 今回の提携・経営統合の特徴 — 業界上位企業同士の連合

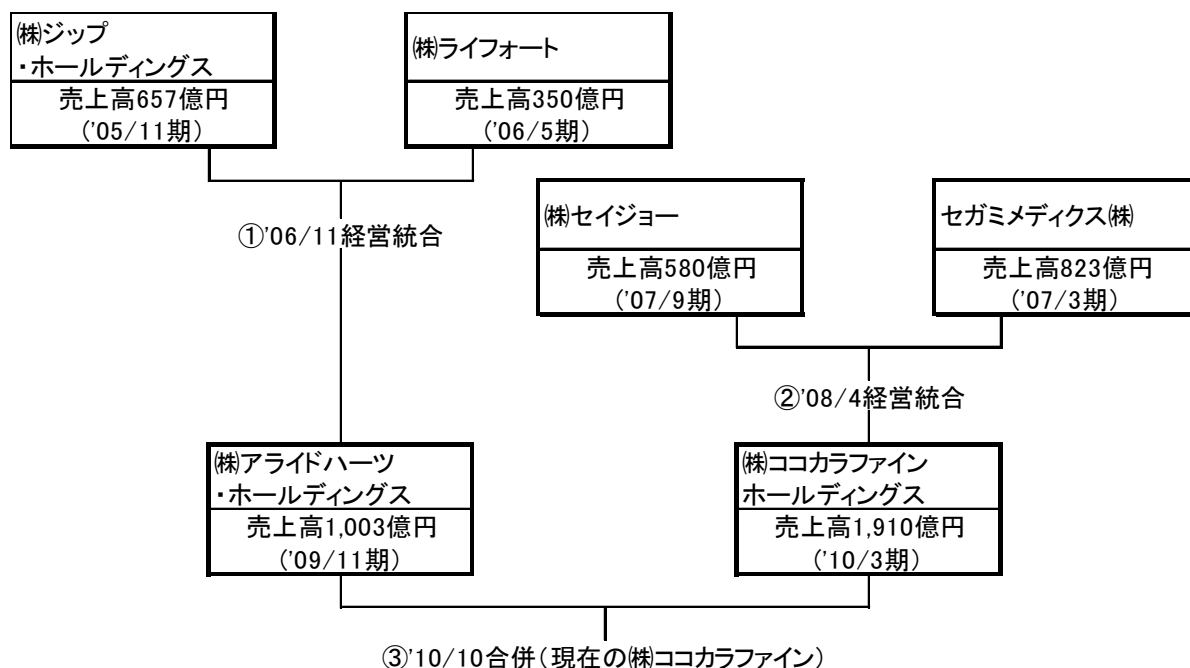
ドラッグストア業界では、これまでも経営統合や合併が頻繁に行われてきた。特に、売上高で業界首位を争う2社(株)ツルハホールディングス、ウエルシアホールディングス(株)はM&Aに積極的であり、何れも過去に10社以上を買収してきている。

もっとも、これまでのドラッグストア業界におけるM&Aは、上位企業による中堅以下の企業の買収、即ち「大が小を飲む」形のM&Aが大半であり、対等に近い経営統合や合併はほとんど例が無かった。少なくとも筆者の知る限り、今回検討が始まったような上位企業同士による対等に近い統合が行われた事例は見当たらない。

単に「対等に近い統合」という意味であれば、今回の提携・統合事案の当事者である(株)ココカラファイン自身が、それを重ねて発展してきた経緯を持つ(図表2)。ただし、過去の(株)ココカラファインの統合は、売上高が1,000億円に満たない中堅企業同士が連合したものであった。当時、業界最大手だった(株)マツモトキヨシの売上高が既に3,000億円を超えていたことを考慮すれば、過去の(株)ココカラファインの再編は、「業界上位企業同士の統合」と言えるものではなかった。むしろ、複数の中堅企業が、生き残りをかけて上位企業との規模格差を縮めるべく、大同団結に踏み切った事例と解釈することが妥当である。

これに対して、今回の(株)ココカラファインを軸とする提携・統合事案では、当事者3社は何れも業界上位に位置する企業である。既述の通り、何れかの統合が実現すれば、統合会社は売上ベースで首位となるなど、業界の勢力図を塗り替える公算が大きい。このように、業界全体に大きな影響を及ぼすという点で、今回の事案は、ドラッグストア業界においてこれまで見られなかったものと言えることができる。

図表2 ㈱ココカラファインの成立過程(主要な統合・合併のみを記載)



(資料)有価証券報告書等より三井住友信託銀行作成

3. 小売業界における経営統合

もともと小売業界では、有力企業同士が対等に近い立場での統合を図る事例は、それほど多くはない。筆者が思い付く範囲で挙げれば、以下の通りである。

- ① 家電量販店業界における(株)デオデオと(株)エイデンの経営統合。両社とも業界 10 位以内の大手であった。2001 年に発表され、翌 2002 年に共同持株会社「(株)エディオン」を設立。その後も(株)ミドリ電化や石丸電気(株)などをグループ化し、一時は売上ベースで業界2位企業となった。
- ② ホームセンター業界における(株)ケーヨーとコーナン商事(株)の経営統合。何れも売上ベースで業界5位以内に入る主要企業であった。2002 年に発表され、1年後に経営統合を目指すとしていたが、その後破談となった。
- ③ ホームセンター業界におけるホームマック(株)、(株)カーマ、ダイキ(株)の経営統合。2005 年に発表され、翌 2006 年に共同持株会社「DCMホールディングス(株)」を設立。3社とも売上ベースで 10 位以内の大手企業であり、統合会社は業界首位となった。
- ④ 百貨店業界における(株)大丸と(株)松坂屋ホールディングス、及び(株)伊勢丹と(株)三越の経営統合。何れも 2007 年に発表され、前者は現在のJ. フロント リテイリング(株)、後者は(株)三越伊勢丹ホールディングスとなった。どちらも業界大手同士の経営統合であったことは言うまでもない。

注目されるのは、これらの事例が、総じて成長期の終盤、若しくは成熟期に入った業界で発生している点である。例えば家電量販店業界では、早くも 1990 年代には競合激化の兆候が見られ、第一家庭電器(株)やそうご電器(株)といった老舗の有力企業が衰退に転じていた。ちなみにこれらの2社は、①の経営統合が行われた 2002 年に、相次いで経営破綻している。

ホームセンター業界も、1990 年代の終盤から急速に市場拡大ペースが鈍化し、2000 年代の初め

には成長が頭打ちとなっていた。②及び③の経営統合事案が表面化したのは、こうした時期に当たる。また百貨店業界では、市場規模は1990年代の初めにピークを付けており、④の経営統合が公表された2007年には、既にピーク時の7割程度まで縮小していた。

このように考えると、上記の①～④の経営統合事案は、何れも業界環境が厳しくなり始めた後に発生したものを見ることができる。これは、決して偶然ではない。

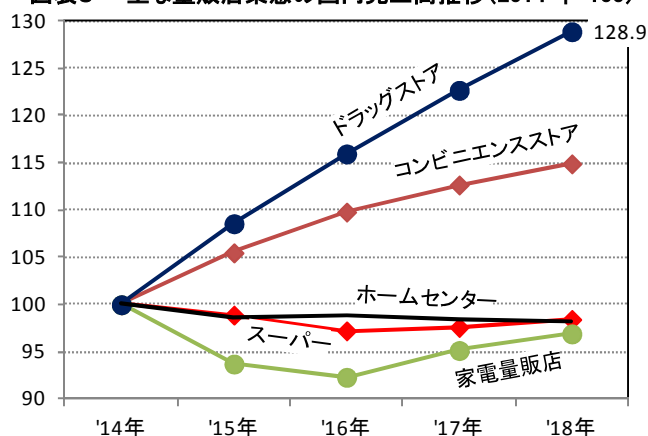
成長期にある業界では、上位企業は自力で業容を拡大していくことが可能であり、敢えてライバル企業と連合するインセンティブは沸き難い。M&Aを行うとしても、下位企業の買収に専念する方が、経営の主導権を握るという面で遥かに有利である。

しかし、業界全体が成熟してくると、上位企業と言えども自力成長は難しくなっていく。こうした中で店舗網や価格競争力で遅れを取れば、顧客基盤を喪失しかねない。このため、生き残りを図るべく、競合企業との統合によって一挙に規模の拡大や効率化を目指す動きが出易くなると考えられる。

かかる観点から今回のドラッグストア業界における提携・統合の動きを考えると、「なぜ今なのか」という疑問が浮かぶ。ドラッグストアは、近年の各種量販店業態の中では、最も「勢いのある業界」と言ってもよく(図表3)、業界が「成熟段階」に入るのは、未だ先であるようにも見える。

これに加えて、(株)ココカラファイン、(株)マツモトキヨシホールディングス、スギホールディングス(株)の業績は堅調に推移しており、3社とも良好な収益力や財務安定性を維持できている。それでも現段階で他社との連合を模索する背景には、どのような事情があるのだろうか。

図表3 主な量販店業態の国内売上高推移(2014年=100)



(資料)経済産業省「商業動態統計」より三井住友信託銀行作成

4. ドラッグストア企業の戦略 — 個社毎の違いが大きい

上記の疑問に対する答を探る前段階として、まずドラッグストア業界各社の戦略上の特徴を整理しておきたい。ドラッグストア業界は、量販店型小売業態としては、企業によって戦略面での差異が大きい点が特徴である。戦略について確立された分類方法があるわけではないので、筆者独自の視点で以下のような分類を試みた。

- 類型①: ヘルス&ビューティ重視型。健康(ヘルス)及び美容(ビューティ)分野に軸足を置き、一般医薬品や化粧品のカウンセリング販売に注力する戦略。食品の販売にはあまり力を入れていない。伝統的なドラッグストア店舗の営業スタイルに近い。
- 類型②: ヘルスケア重視型。調剤事業に注力し、在宅調剤(薬剤師による訪問)など地域医療への取り組みを積極的に行う戦略。訪問看護や介護事業などを展開するケースもある。
- 類型③: 生活利便性重視型。「近くて便利で安い店」を目指すことで集客力の向上を狙う戦略。住宅街に積極的な出店を行い、食品や日用品の低価格販売に注力する。食品の販売構成比が高い点が特徴。

筆者の見るところ、今回の提携・統合事案の当事者である3社は、概ね次のような分類が当てはまるように思われる。

(株)ココカラファイン	類型①及び②の要素を持つ。	
	理由	● 調剤販売比率は16.4%とかなり高い水準。 ● 介護事業も経営。医薬品販売や介護に加えて、クリニックやスポーツジムなどを一体化した「ヘルスケアネットワーク」の構築を志向。 ● 物販面では、医薬品・化粧品の販売構成比が6割強と比較的高く、食品の構成比は11%程度に抑えられている。
(株)マツモトキヨシホールディングス	類型①の性格が濃い。	
	理由	● 医薬品・化粧品の販売構成比が7割に及んでおり、特に化粧品は4割と、他社を引き離している。 ● 食品の販売構成比は1割未満と低い。 ● 都市型店舗に強い。
スギホールディングス(株)	典型的な類型②。	
	理由	● 全1,190店のうち、7割に当たる833店で調剤を取り扱っている(直近決算期末時点)。この比率は業界内でも際立って高い。 ● もともと同社は、調剤併設型ドラッグストアの先駆的企業であり、他に訪問看護や居宅介護支援にも乗り出している。

以上のように、(株)ココカラファインは、(株)マツモトキヨシホールディングス、スギホールディングス(株)の何れの企業とも、戦略面で共通点を有している。したがって、どちらと提携・統合するにしても、相応に親和性が高いと言える。(株)マツモトキヨシホールディングスを選ぶ場合には化粧品や医薬品などのカウンセリング販売が、スギホールディングス(株)と組めばヘルスケア・地域医療分野での事業拡大が、それぞれ提携の主眼になっていくと考えられる。

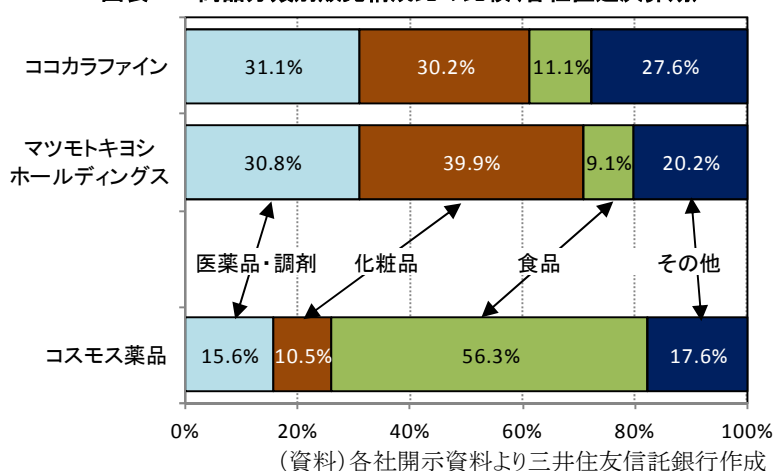
もともと、類型①と②は、「健康・医療・美容」といった比較的近い領域に軸足を置くものであり、その意味では方向性が大きく異ってはいない。こうした戦略を重視している3社の間で提携や統合が模索されるのも、ある意味では自然なことと言える。

このように、類型①及び②の戦略が比較的近いのに対して、類型③(生活利便性重視型)の戦略は、方向性が大きく異なる。この類型に該当する企業は、消費者の日々の買い物需要を取り込むことによって集客力を高め、医薬品や化粧品の購買を誘い、利益を確保する戦略を基本としている。したがって、購買頻度の高い食品や日用品の品揃えと価格競争力が重視される。

「生活利便性重視型」企業の代表例として、(株)コスモス薬品の商品分類別の販売構成比を示したものが、図表4である。食品の構成比が圧倒的に高く、(株)ココカラファインや(株)マツモトキヨシホールディングスとの違いは鮮明である。

近年、ドラッグストア業界の隆盛を報じるメディア記事には、ドラッグストアの基本的な事業モデルに関して、「食品の安売りで顧客を

図表4 商品分類別販売構成比の比較(各社直近決算期)



引き付け、利益率の高い医薬品や化粧品の『ついで買い』を誘うことで、利益の確保を狙う』と述べているものが多い。しかし、こうした戦略を採る企業は、あくまで上記の類型③に属する企業が中心である。ドラッグストア企業の全てがこれに該当するわけではないことを理解しておきたい。

5. 戦略の違いと成長性

それでは、以上のような戦略の違いが、ドラッグストア業界における個別企業毎の成長性に何らかの影響を及ぼしているのだろうか。以下、この点について考えてみたい。

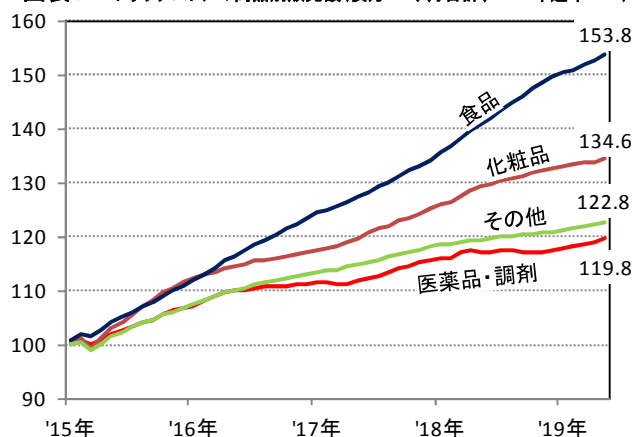
前々節の後段で、「ドラッグストアは、近年の各種量販店業態の中では、最も『勢いのある業界』』と述べた(図表3参照)。ただし、ドラッグストアで取り扱う品目が、満遍なく高い売上成長を維持しているわけではない。

実際に品目別の売上高の推移を示したものが図表5である。最大の伸びを示しているのは食品であり、2015年から足下にかけては概ね年率10%ペースで販売額が増加している。これに対して医薬品・調剤は、伸び率が年率約4%と相対的に緩やかである。また化粧品の販売額は年率7%程度のペースで増加してきたが、外国人観光客による“爆買い”の沈静化もあり、足下の伸びは鈍化している。

このように、近年のドラッグストア販売額においては、食品の増加が顕著であり、医薬品や化粧品の伸びは相対的に小さい。これは、次のような理由によるものと思われる。医薬品・化粧品はもともとドラッグストアの本業分野であり、他業態からシェアを奪う余地はあまり大きくはない。しかし食品については、ドラッグストアの販売額は、伸びているとはいえ未だ1.7兆円(2018年)に過ぎず、他の主要チャネル(スーパー9.8兆円、コンビニエンスストア7.8兆円など)と比べれば、依然として規模は小さい。その分だけ、ドラッグストアにとってはシェアを奪う余地が大きく、伸ばし易い品目と言える。

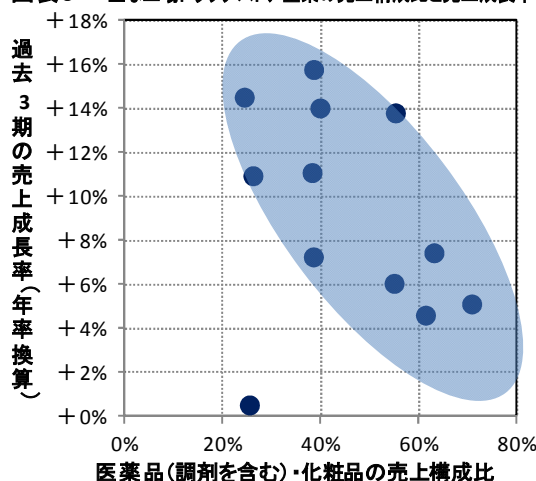
いずれにしても、ドラッグストアの販売が全体的に大きく伸びているわけではなく、食品の寄与が極めて大きいという事実は、注目すべき点である。こうした状況にあることから、近年の動向を見ると、医薬品や化粧品の売上構成比が低い企業ほど、成長率が高い傾向が認められる(図表6)。若干乱暴な言い方ではあるが、「医薬品や化粧品の売上構成比が低い」ということは、「食品の売上構成比が高い」とほぼ同義であり、これは前節で示した類型③、すなわち生活利便性重視型企業であることを示している。要するに、2桁成長

図表5 ドラッグストアの商品別販売額(後方12ヶ月合計、2014年通年=100)



(資料)経済産業省「商業動態統計」より三井住友信託銀行作成

図表6 主な上場ドラッグストア企業の売上構成比と売上成長率



(資料)有価証券報告書、各社開示資料より三井住友信託銀行作成

を持続している企業の多くは生活利便性重視型であり、逆に「健康・医療・美容」を重視する企業（先に述べた類型①または②の戦略を採る企業）は、一部を除けば相対的に低い成長率に止まっているということである。

前節で述べたように、今回の提携・統合事案の当事者である3社は、何れも「健康・医療・美容」を重視するタイプであるから、業界内で見れば成長率は低めとなりがちである。こうしたことから、既に各社の中では、事業環境の「成熟化」が視野に入りつつあるのかもしれない。勢いがあるように見えるドラッグストア業界ではあるが、全ての企業が高成長を謳歌しているわけではない点に注意する必要がある。

もちろん、依然として3社は成長を続けており、収益性や財務安定性の面でも良好な状態を維持している。現段階で、3社が「危機感」までを感じているかと言えば、それは考え過ぎであろう。しかし、将来的な安定経営の持続に向けて、各社が何らかの問題意識を持ち始めているとしても不思議ではない。これが、今回の提携・統合事案に繋がったものと、筆者は推測している。

6. 今後の見通し

本稿で述べてきた通り、そもそもドラッグストア業態には、戦略面でも商品販売構成においても大きく異なる企業が混在している。その意味では、これらを「ドラッグストア企業」として一括りにして論じること、どれほどの意味があるのかという疑問が感じられる。

それはともかくとして、「健康・医療・美容」を重視する企業群では、今後も新たな提携や統合が検討されるかもしれない。高齢化が進む中で、医療・介護の分野では、「地域医療連携」や「地域包括ケアシステム」への取り組みが進められており、地域に数多くの拠点を持つドラッグストアには様々な商機が期待できる。

ただし、収益モデルの確立には、相応の知見や関係機関（医療機関、介護事業者、官公庁等）とのパイプなどを要することが見込まれ、ノウハウや経営資源の相互活用を目的とした連合化の動きが強まることは、十分に有り得る。場合によっては、調剤薬局企業との提携や統合が浮上する可能性もある。

生活利便性重視型のドラッグストア各社は、対同業企業というよりは、むしろ食品スーパーとの競争を更に強めていくだろう。こうした競争は、今のところ中部地方以西で活発であるが、今後は主戦場を東日本に広げ、激しさを増していく見通しである。

食品販売に強い一部の企業では、ドラッグストアが苦手とされる生鮮食品を積極的に取り扱ったり、自ら生鮮食品のパッケージ工場を保有するなど、食品スーパー化の動きも見せている。やがては食品スーパー企業との提携・統合といった動きに発展することも考えられる。

なお、「健康・医療・美容」を重視するタイプの企業と生活利便性重視型企業の提携・統合は、理屈としては有り得るし、得意分野の補完性という意味で相応の意義は認められる。しかし筆者は、この組み合わせが実現する公算は小さいと考えている。それは、両者のドラッグストア経営に対する考え方があまりに違い、融和が難しいと思われるためである。

（調査部主管 半沢 努：Hanzawa_Tsutomu@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。