K 6/29

世界の製造業、在庫急増

12→3月で12兆円拡大

景気下押しリスクも

世界の製造業の在庫が急増している。主要約2300社の3月末の在庫は2021年12月末比約970億ドル（約12兆円）増の1兆8696億ドルとなり、増加額、絶対額とも過去10年で最大となった。原材料を積み上げたり供給網混乱などで製品を出荷できなかったりしたのが響いた。足元で一部製品の需要が減速しており、過剰在庫となる恐れが出ている。企業が在庫調整に転じれば生産活動を停滞させ、景気を下押しするリスクがある。

企業は新型コロナウイルス禍からの需要急増や供給網混乱を受け、在庫を積み上げてきた。だがインフレが急速に進み、景気の減速懸念が強まっている。すでにスマートフォンやパソコンの需要が伸び悩み、電機などが影響を受け始めている。

製造業の22年1～3月期の売上高は21年10～12月期比で3％減った。

世界の上場製造業2349社を対象にQUICK・ファクトセットのデータを集計した。在庫の21年12月末と比べた増加率は5・5％となり、米中貿易摩擦が警戒された18年3月末以来（6・1％）の高水準となった。

在庫には過剰感が出ている。在庫が何日で入れ替わったかを示す「在庫回転日数」は四半期ベースで81・1日と、21年10～12月期よりも3・6日延びた。コロナ禍で大幅減収となった20年1～3月期、同4～6月期、同7～9月期を除けば、過去10年で最長となる。

（注）10年前まで四半期データを遡れる世界の製造業約2300社、QUICK・ファクトセット

業種別でみると、在庫は製造業12業種すべてで増えた。昨年12月末と比べた増加額のうち電機、自動車、機械の3業種で全体の61％を占めた。最も増加したのが電機で、約4570億ドルと267億ドル（6％）増えた。

在庫が米ドルベースで最も増えたのは韓国サムスン電子だ。約44億ドル（13％）増の約392億ドルだった。1～3月期の売上高は前四半期とほぼ同水準。供給網混乱の影響で原材料を積み増した。

台湾パソコン大手の華碩電脳（エイスース）は売上高が9％減った一方、在庫は18％増えた。電子部品の調達を増やしたほか、ウクライナ問題の余波で欧州での売上高が鈍ったため完成品在庫も増えた。「しばらくは現在の在庫水準を維持する」（ニック・ウー最高財務責任者＝CFO）

自動車は在庫が約148億ドル（6％）増の約2730億ドルとなった。米フォード・モーターは売上高が8％減るなか在庫は21％増の約146億ドルと過去25年で最大になった。部品の取り付けが終わっていない車両が5万3000台に上り完成品在庫が36％増えた。ジョン・ローラーCFOは「キャッシュの面で打撃になっている」と話す。

独メルセデス・ベンツは在庫が9％増えた。重要部品が足りず仕掛かり品が増えたほか、ウクライナ問題などで製品出荷が滞った。ハラルド・ウィルヘルムCFOは「地政学的な制約については予測できない」と語る。

製造業の景況感は悪化している。米国・ユーロ圏の購買担当者景気指数（PMI）の6月の速報値は景気判断の節目となる50に近づいた。中国も5月まで3カ月連続で50を下回った。

日経 6/29

国際送金、新規格で効率化

SWIFT設立50年、初移行へ

情報量60倍、不正も防止

国際的な送金システムに変革の波が訪れている。「1強」の国際銀行間通信協会（SWIFT＝スイフト）は2025年をメドに新規格に移行し、不正防止や利便性向上を図る。情報処理量は60倍超に増える。民間の金融機関は低コストで瞬時に決済できる独自ネットワークの構築に動く。中国なども送金網づくりを進めており、デジタル金融が送金のあり方を根底から変えている。

SWIFTは世界の銀行が出資し、1973年に設立された国際的な資金決済網。200以上の国・地域で1万1000社以上の金融機関が利用しており、国際送金の共通基盤となってきた。

そのSWIFTで「設立以来最大の変革」（外資系金融機関）とされる仕様変更が実施される。日本では22年11月から新規格（ISO20022）の導入が始まり、25年に全面移行する。メガバンクで100億円規模の費用がかかるとされる。

SWIFTは送金する相手の名前や住所など限られた情報を電子メッセージとして国境を越えて送る仕組みだ。複数の銀行を経由するため手数料が高く、着金まで数日かかる場合もある。国際的に統一された送金のルールはなく、非効率な決済の象徴ともされてきた。

新規格では情報の処理量が格段に増し、詳細な請求書などを電子メッセージに盛り込めるようになる。これまではお金を送った側と受け取った側で事後にメールなどで確認作業が必要だったが、これが不要になる。企業が着金記録のデータをそのまま自社の会計システムに反映するなど利便性は高まる。

金融機関が得られる最大のメリットは「マネーロンダリングなど不正行為の防止」（ドイツ銀行）だ。詳細な送金情報の把握で、通常時とは異なる不正送金などを察知しやすくなるという。

送金の迅速化については、17年に「SWIFT gpi」が導入された。送金作業を中継する銀行の作業の迅速化などが可能になり、「gpiを活用した送金では4割が5分以内に着金している」（麗沢大学の中島真志教授）。新規格の導入で人手を介した確認作業の手間も省けるようになる。

もっとも、国際送金を長期展望するとSWIFTの「1強」は盤石とはいえない。ブロックチェーン（分散型台帳）技術を活用し、より迅速で低コストの送金手段が開発されているからだ。

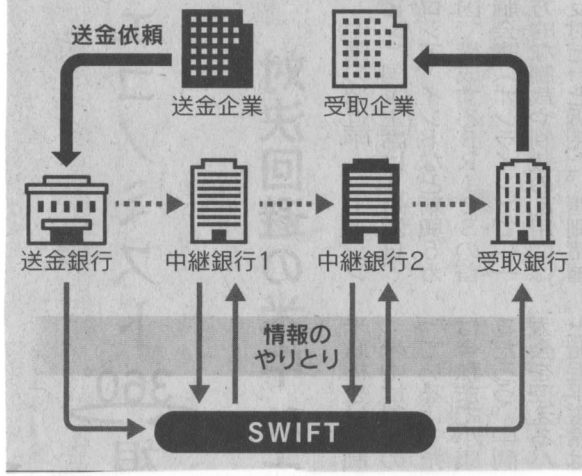
自らもSWIFTに参加する米JPモルガン・チェースは21年、シンガポール金融大手のDBSグループ・ホールディングスなどと共同出資会社「パーティア」を立ち上げた。パーティアはデジタル通貨を使い、米ドルとシンガポールドルの銀行間取引を2分で完了させた。

技術の台頭を追い風にした国家の思惑もSWIFTへの挑戦になる。中国人民銀行は15年、人民元の国際化を目的として国際銀行間決済システム（CIPS）を導入した。22年4月時点で参加行は世界の1288行にまで拡大し、この中には日本の3メガバンクも含まれる。

SWIFTの新規格は送金する企業や個人の利便性を高めるが、ブロックチェーンを活用した送金の高速化にはかなわない。金融機関や国家の思惑が複雑に絡みながら、国際送金の利便性やスピードを競う動きが加速していきそうだ。

（北川開、フィンテックエディター　関口慶太）

現行のSWIFT送金の仕組み



SWIFTの新規格のポイント

現行規格	新規格	新規格のメリット
受取人（依頼人）情報（名前＋住所）	受取人（依頼人）名	機械化しやすく、読み取りや構造化され
	国	
	県・州など	
	市町村など	
送金の基本情報（140字）	請求書情報	9000字に拡大し、より多くの情報を付随し入れられる
	契約書情報	
	インボイス情報ほか	

日経 7/1

「ゾンビ企業」世界で増加

16%が過剰債務、金融危機後最高

利上げで破綻懸念

K 7/28

昨年度

世界で過剰債務企業が増えている。本業の利益が借金の利払いより少ないのが特徴で、全体に占める比率は2021年度に金融危機後で最も高い16%になった。長期にわたる金融緩和のため増加傾向にあったが、直近では利上げの進む米国でこうした企業が破綻に追い込まれる事例が相次ぐ。世界的な利上げに伴う破綻増加懸念が、経済のリスク要因として意識され始めた。

本業のもうけを示すEBIT（利払い・税引き前損益）が3年連続で支払利息を下回る設立10年以上の企業を過剰債務企業と定義した。同様の定義で「ゾンビ企業」と呼ばれることもある。QUICK・ファクトセットなどのデータを基に北米・欧州・アジア太平洋の主要国の金融を除く上場企業約2万4500社を調べたところ、21年度は全体の約16%にあたる3900社が該当した。

企業全体に占める比率は08年のリーマン・ショック前の07年度と比べ約6ポイント上昇し、08年度以降で最高水準だ。リーマン危機後の世界的な金融緩和をきっかけに増加基調になった。本業の収益力が衰えても、金融機関や投資家など資金の出し手の規律が緩み、負債による調達で日々の資金の不足を補いやすくなった。

20年以降の新型コロナウイルス禍後に比率が一段と拡大した。コロナ禍での経営悪化を補うため各国の中央銀行が金融緩和を拡大し、負債依存を強める企業が増えた。

国・地域別ではカナダが32%と高く、オーストラリア（23%）、インド（20%）が続く。社数では米国（606社）や欧州連合（EU、661社）が多い。金融市場が発達し、低格付け社債の発行などで財務体質が脆弱な企業でも資金調達がしやすいためとみられる。日本は負債の積極的な活用に慎重な企業が多いこともあり、4%（155社）にとどまる。

業種別では医薬品や素材エネルギー、情報通信、食品などでゾンビ企業の比率が2割前後と高く、社数では電機やサービスも多い。米広告のクリア・チャネル・アウトドア・ホールディングスは過去10年で負債が3倍弱に膨らみ、利払い費を利益で賄えていない。穀物販売などを手掛ける中国のオリエント・グループは「ゾンビ状態」が10年以上続いている。

9割は売上高が年5億ドル（約680億円）以下の企業だ。身の丈以上の負債を抱え、業績が低迷する中で「延命」してきた現状が浮かぶ。継続比較できる企業のEBITは21年度に約1387億ドルの赤字と赤字幅はコロナ前の18年度比で5倍に拡大し、有利子負債も1・2兆ドルと3割増えた。

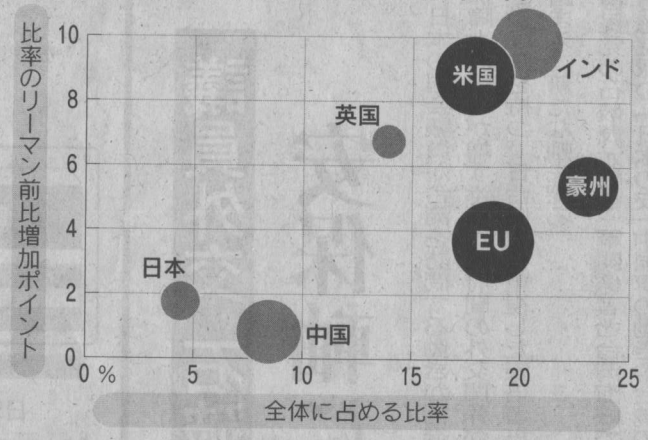
今年に入って各国の金融引き締めや景気減速の懸念などを背景に投資家や金融機関のリスク回避姿勢は強まり、こうした企業の調達環境は厳しくなっている。米インターコンチネンタル取引所（ICE）によると、世界の低格付け社債を組み入れて算出する指標の国債に対する上乗せ金利（スプレッド）は7月26日時点で約5・8%と昨年末から2%程度拡大した。

金融情報会社リフィニティブのデータでは22年4～6月に世界の企業が発行した低格付け社債は約293億ドルと前年同期比で86%減り、四半期として約11年ぶりの低水準。低格付け企業向けの銀行協調融資も前年同期から2割減っており、資金調達に急ブレーキがかかっている。

企業破綻も出始めた。米化粧品会社のレブロンは6月中旬、米連邦破産法11条（チャプター11）の適用を申請した。競争激化などから17年12月期以降は5年連続でEBITが支払利息を下回っており、コロナ禍の供給網混乱などが追い打ちをかけた。同様の状態だった米床材メーカーのアームストロング・フローリングもコスト高などを理由に5月に破産を申請した。

フランスの信用保険会社、アリアンツ・トレードは23年に世界の企業の倒産が21年比で26%増えると予想する。同社のアナリスト、マクシム・ルメール氏は今後の事業環境の悪化などを踏まえ、「金利上昇で持続可能性に問題が生じかねない」と警鐘を鳴らしている。

欧米や豪州でゾンビ企業の比率が高い



（注）データは21年度。円の大きさは社数

日経 7/28

(3)

債券価値 世界で2300兆円減

債務依存の成長、転機

1～6月

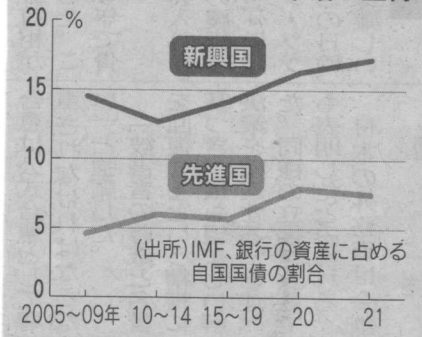
7/19

世界の債券価値が急減している。今年1～6月の減少額は17兆ドル（約2300兆円）と、6カ月の期間では遡れる1990年以降で最大となった。各国の金融引き締めで債券利回りが急上昇し、利回りと反対に動く価格は急落した。債券市場が収縮し、債務に依存してきた世界経済が曲がり角に差し掛かっている。下落が続けば、国債を多く持つ金融機関の経営リスクも高まる。

南欧など財政リスク

債券価値は利上げで急減

新興国の銀行は国債の下落が重荷



一定の時価総額のある債券を組み込む米ブルームバーグ世界債券総合指数は2022年1～6月に12%下落と、リーマン危機時の08年5～10月（6%下落）などを上回った。国際決済銀行（BIS）が集計する債券残高から推計すると21年末に142兆ドル程度だった債券価値は6月末に125兆ドル程度に減少した。

米バンク・オブ・アメリカによると、国債に限れば1865年以降で最大の下落ペースだ。債券を保有する金融機関や運用会社に広く損失が発生し、投資意欲が大幅に低下している。銀行は利上げに伴って融資する金利を上げているものの、保有債券で損失処理を迫られ運用で苦戦している。

国債では財政に懸念を抱える南欧諸国の国債利回りが上昇している。イタリア政府が6月末に発行した10年債の落札利回りは3・47%と8年ぶりの高水準となった。「エネルギーや食料高で家計を支援するための財政出動圧力が高まり、南欧や新興国の財政が行き詰まるリスクが意識されている」（みずほリサーチ&テクノロジーズの太田智之チーフエコノミスト）

社債では、格付けの低い企業に高い「上乗せ金利」が求められるようになった。オンラインカジノの英888ホールディングスが買収資金のために発行した社債では、引き受けた投資銀行が11%超と高い利回りを提示しても投資家の需要は鈍かった。米ブルームバーグ通信によると、22年1～6月に世界で70件以上の社債発行の案件が延期や中止になった。21年年間の37件の2倍近い。

新興国では金融システムへの不安がくすぶる。新興国政府は国債の買い手として自国の銀行に依存する傾向が強く、自国国債の価格が下落すると銀行の自己資本が減少する「破滅のループ」（国際通貨基金＝IMF）が警戒されている。IMFの分析では、銀行の総資産に占める国債の比率は21年に17・2%と、2010～14年の12・7%から上昇している。新興国の銀行の信用格付けは引き下げが相次ぐ。

1998年のロシアや2001～02年のアルゼンチンでは、自己資本が目減りした銀行が貸し渋り、景気に悪影響をもたらした経緯がある。

欧州では新型コロナウイルス対応で発行した国債を銀行が保有し、イタリアでは銀行資産に占める自国国債の比率が12%程度と19年の10%程度から高まった。欧州中央銀行（ECB）は「パンデミックで国債と銀行の関係への不安が再び高まった」と指摘している。

国際金融協会（IIF）によると新興国を含めた世界の債務残高は300兆ドルを突破し、この20年あまりで約3・5倍になった。同期間の国内総生産（GDP）の伸び（約2・5倍）を上回る。

世界の債券利回りが平均1%上昇すれば、借り換えなどを通じ長期には1・25兆ドルの利払い負担の増加となる。低金利の環境下で債務に頼って成長を底上げしてきたが、その前提は揺らいでいる。

日経 7/19

スクランブル

日銀埋蔵金は使えるのか

K 7/21

株式市場関係者の間で最近、岸田文雄政権の「資産所得倍増プラン」をめぐる、あるうわさが出回っている。日銀が保有するETF(上場投資信託)を国民に無償で分配することを、現政権が画策しているのではという内容だ。一見、日銀ETFの出口問題と「貯蓄から投資へ」という2つの課題を一挙に解決するかのようにみえるこの案。落とし穴はないのか。

市場参加者の間にこの話が出回り始めたのは1カ月ほど前のことだ。

「海外からを含め複数の問い合わせがきているが、本当にそんなことができるのか?」。外資系証券の日本株営業担当者は首をかしげていた。

6月7日に閣議決定した「骨太方針」に「国民の預貯金を資産運用に誘導する新たな仕組みの創設」と盛り込んだのがきっかけだ。年末に出る「資産所得倍増プラン」の目玉として、日銀ETF分配案を本気で検討しているのではないかという連想が広がっている。

無償配布案が取り沙汰されるのは、日銀保有のETFが膨大な含み益を抱えているからだ。

6月末の日銀の買い入れ累計額は簿価の36兆8745億円に対し、時価は49兆4724億円。含み益は差し引き12兆5979億円に膨らんでいる。国民1人当たりだと時価で約39万円、簿価で約29万円になる計算だ。

日銀に眠る「埋蔵金」を掘り起こし、「貯蓄から投資へ」という長年達成できなかった政策に活用しようと政治家たちが考えてもおかしくないと市場はみている。

この案の実現可能性は極めて低いだろう。

「国民全員の証券口座を開けるようなシステム能力が証券業界に決定的に不足しているなど、実務上の問題が山積している」。大手証券の首脳はこう指摘する。「最大の問題は自己責任原則といった投資への理解が国民に浸透していない中で日銀ETFを無償で配布すれば、株式市場が壊れる結果になりかねない」

無償で手に入れたETFは含み益が残っている間は売りが止まらず、価格がゼロになるまで現金を手に入れたい人の売りがつづくはずだ。長期保有しようと思った人も含み損が膨らみ、売らざるをえなくなる。無償配布は市場の崩壊を招く「最悪の出口策」である。

「日銀ETFの所有を個人に移すのは正しい。ただし無償は絶対にダメで、割引価格の有償で希望者だけに売却すべきだ」。ニッセイ基礎研究所の井出真吾氏はいう。

売却の際には含み益がディスカウントの原資になる。「オペレーションのコストを引いても15～20%の割り引きは可能。売却単位を引き下げて、一口100円から買えるようにすれば、長期のロックアップをもうけても多くの国民が応募するのではないか」とみる。

野村総合研究所の竹端克利氏は「『資産所得倍増プラン』に日銀保有ETFの活用を」と題するリポートを公表。市場に無償配布の思惑が広がる原因の1つになった。

この案は日銀ETFの出口とはいえない。18歳の新成人にその後10年、年5000円、計5万円のETFを無償配布するという案だが、総額は年600億円にすぎない。日銀ETFをこの計画で処分しようとすれば、800年以上かかる。

「日銀ETFの処分という供給者側の理屈と、『貯蓄から投資へ』は切り離して考えるべきだ。少額でも最初の一歩を踏み出す有効なきっかけづくりになると考えた」。竹端氏はこう説明する。

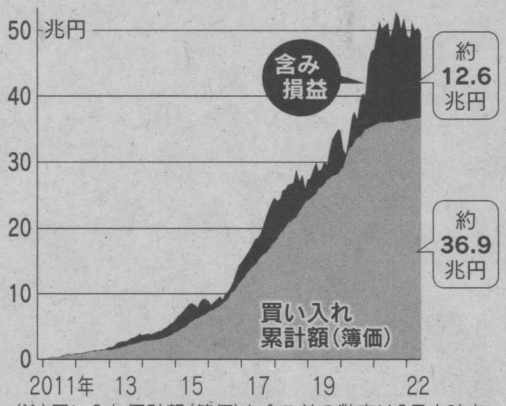
東京海上アセットマネジメントの平山賢一氏は永久に保有する前提でETFの「出口」を考えるべきだと指摘する。

ETFの受け皿となる「長期成長基金」をつくって日銀のバランスシートから切り離し、専門人材によるエンゲージメントを積極化。配当は研究開発など国の成長投資にあてるアイデアだ。

いずれのアイデアもかなり練られた案だ。国民への「ばらまき」につかえるような日銀埋蔵金など存在しない。岸田政権は市場のアイデアにも耳を傾け、長期の国家戦略として日銀ETF問題に向き合うべきだろう。

(編集委員 川崎健)

日銀ETFの含み益は12兆円を超えている



(注)買い入れ累計額(簿価)と含み益の数字は6月末時点。ニッセイ基礎研究所調べ

日経 7/21

自民党と旧統一教会
関係の清算を強く求める

マ7/27

安倍晋三元首相が銃撃され死亡した事件をきっかけに、自民党と宗教団体・世界平和統一家庭連合（旧統一教会）との半世紀に及ぶ関係が明らかになりつつある。

毎日 7/27

「電通五輪」
捜査のメス

マ7/27

毎日 7/27

2020東京オリンピック・パラリンピックのスポンサー契約に絡んで、捜査のメスが入った。26日に東京地検特捜部から受託収賄容疑で家宅捜索を受けた大会組織委員会の高橋治之元理事(78)は大手広告会社「電通」出身で、五輪招致を巡っても疑惑が取り沙汰されてきた。古巣の電通も捜索を受け、スポンサー選定を巡るプロセスなどの実態解明が捜査の焦点となる。

ローマ教皇
虐待謝罪へ

マ7/22

毎日 7/22

フランシスコ・ローマ教皇(85)が24日から約1週間の予定でカナダを公式訪問し、カトリック教会が関わった先住民の子供たちへの虐待に謝罪する。カナダでは同化政策の結果、教会が運営した寄宿学校を舞台に虐待が頻発していた。心に傷を負った被害者たちに、教皇はどう向き合うのか。

⑦

全固体電池 トヨタ首位

特許数 早期実用化が課題

サムスンなど 韓国勢急追

K7/7

電気自動車（EV）向け次世代電池の本命とされる「全固体電池」（3面きょうのことば）の研究開発で日本勢が先行している。世界の全固体電池関連の特許数を調べたところ、トヨタ自動車が2位の3倍の特許数で首位だった。2位はパナソニックホールディングス（HD）で、上位5社中4社を日本勢が占めた。ただ近年は韓国のサムスン電子やLG化学など海外勢も激しく追い上げており、日本勢が実用化でも優位性を保てるかが今後の課題になる。

全固体関連特許は日本勢が優勢

（注）2000～22年3月末までの世界特許数
（出所）パテント・リザルト

全固体はEV用で主流のリチウムイオン電池では液体の電解質を固体に置き換えた電池だ。すでにTDKなどが小型電池を商用化したが、車載用はまだ試作段階にある。航続距離を2倍に延ばせたり、充電時間を3分の1に抑えたりできるとされる。発火リスクが少なく安全性も高いが課題はコストだ。現状では一般のリチウムイオン電池の4倍超との試算もある。

日本経済新聞が特許調査会社パテント・リザルト（東京・文京）と共同で、日米欧中など10カ国・地域と、世界知的所有権機関（WIPO）など2機関に出願された全固体電池関連の特許を調べた。2000年から22年3月末までに公開された特許数の首位はトヨタで、1331件だった。2位はパナソニックHD（445件）、3位は出光興産（272件）が続き、日本勢がトップ3を独占した。上位10社中6社を日本企業が占めた。

首位トヨタは1990年代から研究を手掛け、電池自体の構造から材料、製造工程まで幅広い分野の特許を持つ。20年に全固体電池を搭載した試作車も他社に先駆けて完成させた。2位のパナソニックHDは20年にトヨタと車載電池の共同出資会社を設立し、全固体の研究開発も共同で進める。3位の出光は金属系材料などの特許が多い。

実用化が迫るなか海外勢も追い上げる。4位のサムスン電子や6位のLG化学など韓国勢は16年以降、特許数を大幅に増やしている。16～20年にトヨタが取得した特許数は前の5年から約4割増えたが、サムスンは同期間に2倍強、LG化学は3倍になった。韓国勢は電池の長寿命化など、実用段階での性能に直結する特許を多く保有する。

リチウムイオン電池はソニーグループが1991年に世界で初めて実用化した。日本勢は車載電池でも強みを発揮し、調査会社のテクノ・システム・リサーチ（東京・千代田）によると18年の世界シェアで首位はパナソニックHDだった。ただ現地政府が支援する中韓勢の投資攻勢により日本勢の存在感が低下。21年にパナソニックHDは3位に後退した。

トヨタは20年代前半に全固体を搭載したハイブリッド車（HV）を発売する予定で、日産自動車やホンダも20年代後半に全固体を載せたEVの販売を始める計画だ。一方、独フォルクスワーゲンなど海外大手も全固体搭載モデルの投入計画を打ち出している。日本勢は培った知財基盤を生かして、いかに市場開拓でも海外の競合他社に先行できるかが焦点となる。

日経 7/7

⑧

水素エンジン研究

K 7/9

トヨタやいすゞ 大型商用車向け

トヨタ自動車といすゞ自動車、日野自動車、デンソーなどは8日、トラックなど大型商用車向けの水素エンジンの基礎研究をはじめると発表した。エンジンの脱炭素化に向けた選択肢として各社のノウハウを活用し、商品化の可能性を検討するとしている。

取り組みは4社のほか、商用車の技術開発をめざしてトヨタ、スズキ、いすゞ、日野、ダイハツが共同出資するコマーシャル・ジャパン・パートナーシップ・テクノロジーズ（CJPT）も加わる。トヨタは2021年から水素エンジンを搭載した車両でモータースポーツに参戦している。

日経 7/9

ホンダジェット、4保守拠点新設

K 7/27

ホンダの航空機事業子会社ホンダエアクラフトカンパニー（HACI）は26日、ビジネスジェット機「ホンダジェット」の保守拠点を米国やマレーシアなど4カ所に設けたと発表した。メンテナンスやパーツ交換をする。保守拠点は世界で計21カ所となった。マレーシアのセランゴール州、英ボーンマス、米オレゴン州、米カリフォルニア州の4カ所に開設した。

日経 7/27