

鉄鋼業界では世界規模のM & A も有力な選択肢

【ポイント】

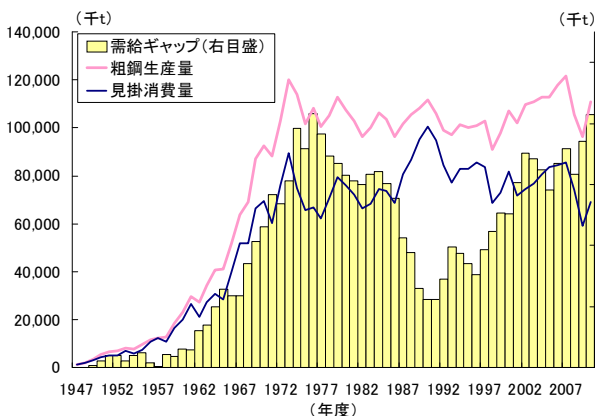
1. 国内需要が伸び悩むなか、我が国の鉄鋼メーカーは輸出を拡大してきた。
2. 日本メーカーは高級鋼で利益を稼ぎ、汎用品での競争を回避してきた。
3. しかし原料コストが上昇する一方でこれを販売価格に転嫁できず、利益を出せない構造になりつつある。
4. この構造問題を解消するために、今後は世界レベルでの産業集約が必要である。

1. 国内の鉄鋼需要は頭打ち

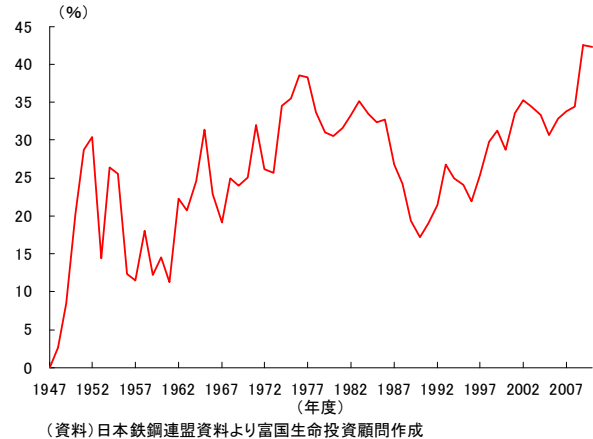
第2次大戦後、我が国の鉄鋼各社は復興需要を追い風に急激なペースで粗鋼生産を拡大させてきた。終戦直後の1947年には110万tであった粗鋼生産量は、国内需要が牽引する形でわずか9年後の1956年には1,100万tと10倍になり、1972年には遂に1億tを突破した(図表1)。

このように幾何級数的に増加を続けた粗鋼生産であったが、オイルショックをきっかけとして高度経済成長期が終わるとその伸び率は鈍化し、70年代以降は1億t前後で横ばいとなっている。この間、内需と生産の需給ギャップを埋める役割を果たしたのは輸出であった。特にバブル景気が終焉を迎えた90年代以降、国内の需給ギャップは拡大の一途を辿り、それに呼応して鋼材の輸出比率も上昇していった(図表2)。

図表1. 粗鋼生産量と見掛消費量



図表2. 鋼材の輸出比率(粗鋼換算)



2. 高級鋼で稼ぐ日本メーカー

90年代以降の大手5社の利益率の推移(図表3)を見ると、おおよそ3つの段階に分けられる。すなわち利益率が安定的に推移していた90年代、急上昇した2000年代前半、および急低下した2000年代後半以降である。

90年代の国内鉄鋼メーカーは輸出を拡大し、かつ安定的に利益を確保していた。これを可能にしたのは国内各社の「技術」である。図表3を参照すると、汎用品の製品マージン(熱延鋼板価格-原料コスト)は90年代に入り一貫して下落していることが分かる。一方で、国内大

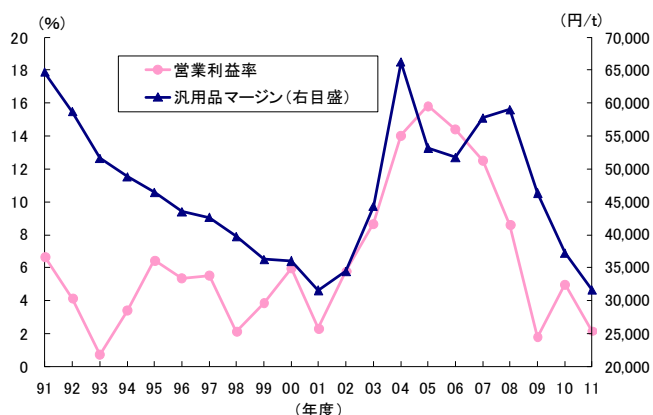
手5社（現在は4社）の同期間の営業利益率は、概ね2～6%の範囲で安定的に推移している。つまり、国内鉄鋼メーカーの利益率と汎用品マージンは必ずしも連動していない。

実は鉄鋼には様々な種類があり、一口に「鉄鋼」と言っても製品毎の付加価値は大きく異なる。中でも自動車や造船などに使われる鋼材は高級鋼と呼ばれ、品質要求が高い分、製造できるメーカーも少ない。日本の鉄鋼各社はその高い技術力を武器に、この高級鋼で利益をあげている。90年代、輸出を拡大する中でも海外品との競争にさほど晒されず、汎用品のマージン変動とも無縁でいられたのは、高級鋼の市場が寡占化されていたことが大きい。

その後、2000年代に入ると鉄鋼業界はいよいよ大増益時代に突入する。この時期は高級鋼、汎用品を問わず利益率が大幅に上昇しているが、背景には新興国を中心とする世界的な需要増加があった。

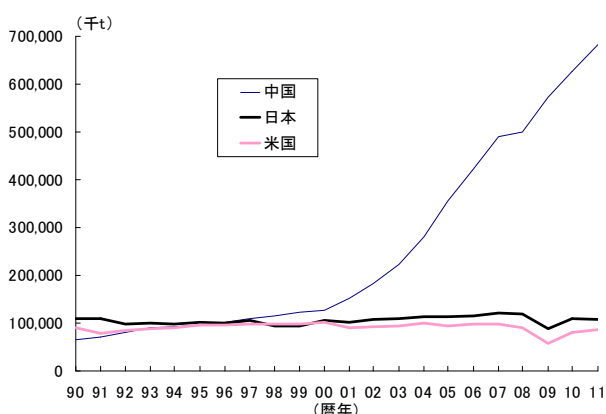
日本、中国、米国の粗鋼生産量（図表4）を見ると、2000年代に入ってから中国の粗鋼生産量が急拡大していることが分かる。中国では経済発展と共に鉄鋼需要が拡大を続けており、90年代に日本や米国とほぼ同規模だった粗鋼生産量は、2011年には6.8億tに達した。これは全世界の粗鋼生産量の実に46%を占めている。一方、高級鋼の需要を占う自動車の生産台数もこれら新興国の経済発展を受けて順調に増加した（図表5）。国内鉄鋼メーカーは元々持っていた技術に加え、こうした需要面での追い風を受けて利益を拡大して行った。しかしながら2000年代後半に入ると、こうした心地よい事業環境は大きく崩れてしまう。

図表3. 大手5社の営業利益率と汎用品マージンの推移



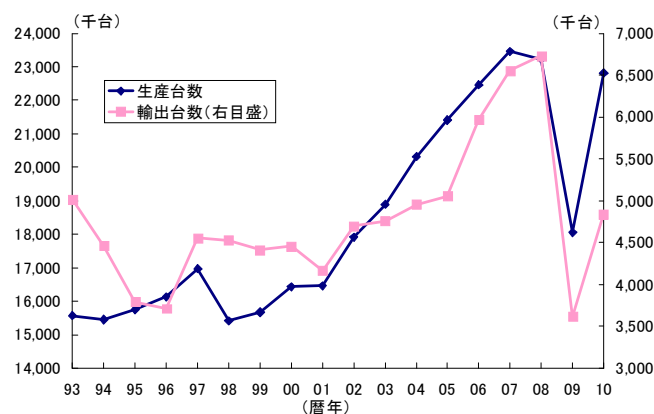
(資料) 日本鉄鋼連盟資料、各社開示資料より富国生命投資顧問作成
(備考) 2011年の利益率は会社予想値

図表4. 各国の粗鋼生産量



(資料) World Steel Association資料より富国生命投資顧問作成

図表5. 日系自動車メーカーの生産、輸出台数



(資料) 日本自動車工業会データより富国生命投資顧問作成
(備考) 生産台数は、国内生産・海外生産の合計

3. 鉄鋼原料は資源メジャーが独占

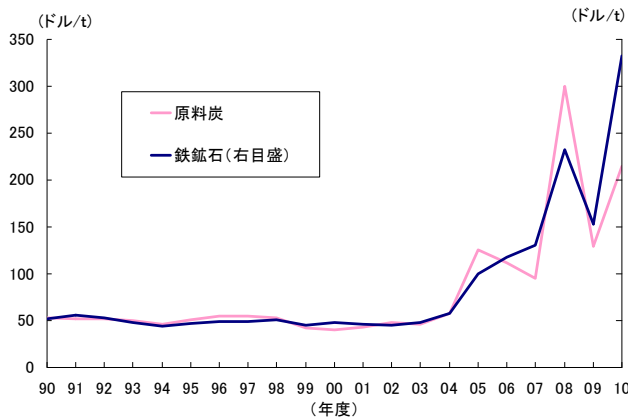
改めて図表3、4、5を見比べると、大手5社の利益率低下は自動車生産の減少より前に始まっている。また、中国の粗鋼生産が拡大する中でも汎用品マージンは低下し続けている。これらの利益率低下をもたらしているのは、実は需要減少ではなく、「原料コストの高騰分を販売価格に転嫁できない」という業界固有の構造問題と考えられる。

図表6は鉄鋼の主原料となる鉄鉱石、原料炭の価格推移である。2000年代半ばに入ると、

それまで1tあたり50ドル前後だった原料炭の価格は急激に上昇している。鉄鉱石についてもほぼ同時期に、それまでの20ドル程度の水準から一気に高騰していることが分かる。

図表7は世界の鉄鉱石生産量と、それに占める上位50鉱山のシェアの推移である。2000年代半ば以降、これら大型鉱山の全生産量に対する割合は実に5割を超えている。また、資源採掘業のプレイヤー数は更に寡占化が進んでおり、現在、資源メジャー3社が全世界の鉄鉱石の80%を生産している状況である。こうした資源メジャーによる鉱山や炭田の権益独占が進む一方で、鉄鋼メーカーはある程度集約化が進んだ2010年時点でも、粗鋼生産量上位5社の全生産量に占める割合は18%に過ぎない。原料価格の上昇は単なる需要増加によるものだけでなく、このような市場寡占度の違いによる価格交渉力の差が大きいと思われる。

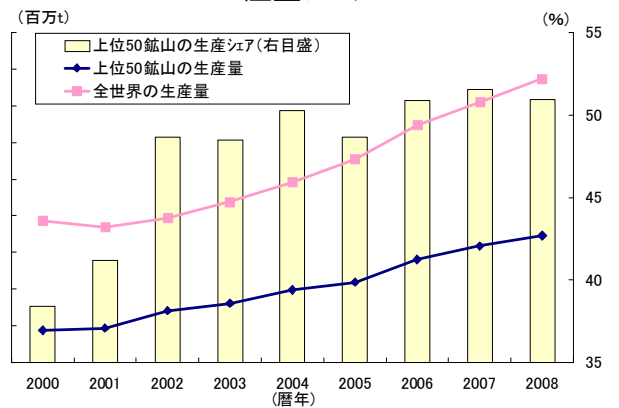
図表6. 原料コスト



(資料)各種資料より富国生命投資顧問作成

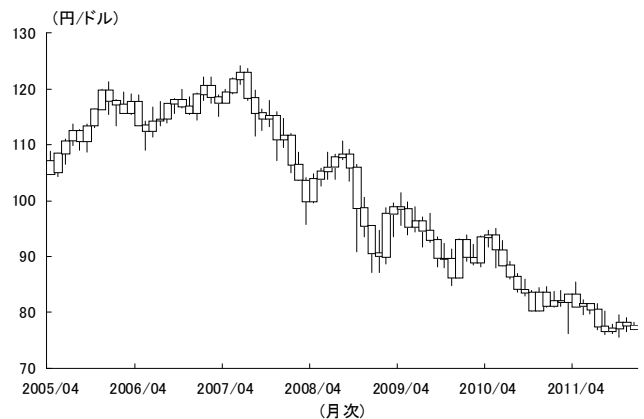
一方、販売面ではこれら原料コストの上昇を製品価格に転嫁しづらい状況にある。高級鋼を主体とする国内鉄鋼メーカーの顧客は自動車メーカーや造船業など円高に対する感応度の大きい業態が多いため、販売価格の交渉でもこれが大きく影響する。特に2000年代後半からは円高が大きく進行した(図表8)。すなわち、原料仕入れにおいては価格交渉力の強い資源メジャーの値上げ要求を受け入れざるを得ない一方、原料コストの高騰分を転嫁できない状況に追い込まれている。

図表7. 鉄鉱石生産量、および上位50鉱山の生産量シェア



(資料)JOGMEC「金属資源レポート」より富国生命投資顧問作成

図表8. ドル円の月足



(資料)各種情報端末より富国生命投資顧問作成

4. 世界レベルでの産業集約が必要

上述のような構造問題を解消するためには、以下の対策が必要と考えられる。

- ① 独自に資源権益を獲得する
- ② 規模拡大により価格交渉力を向上する

①については資金やノウハウなどの面から資源メジャーに対抗することは困難かもしれないが、②については十分可能と思われる。これまで、資源メジャーが国境を越えた再編を繰り返す中で、我が国鉄鋼各社の再編はあくまで国内メーカー同士の話が中心であった。しかしながら価格交渉力や需給調整能力を獲得する手段として、世界規模でのM&Aはひとつの有力な選択肢となるだろう。

(富国生命投資顧問 (株) アナリスト 八木 啓行)