

2014. 11 No.31

三井住友信託銀行

調査月報



時論

地方創生に求められる覚悟・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 1

経済の動き

金利の上昇が財政に与える影響～“金利オース”は試算上軽微～・・・・・・ 3

二極化が進む製造業の海外向け設備投資・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・ 8

時 論

地方創生に求められる覚悟

人口減少の中で、地方経済・地域社会をいかに立て直し、衰退の道から救い出すか―地方再生に関する議論が急速に高まってきた。

地方を巡る環境はまことに厳しいものがある。「日本創生会議」が発表した報告書によると、日本全体の人口が減り続ける中で大都市圏（特に東京）への人口移動が続くと、地方では出産適齢期の女性の人口が激減し、人口が消滅する「消滅可能性都市」が 896 にも上り、その多くが地方という衝撃的な未来図が示された。

安倍内閣は「地方創生」を新たな看板政策として掲げ、地方創生担当大臣と「まち・ひと・しごと創生本部」を設置し、関連法案を国会に提出した。「消滅可能性都市」に挙げられた自治体でも対応策を検討し始めていると聞く。

こうした取り組みが、かつての「全国総合開発計画（全総）」のような国主導の全国一律、公共投資に偏重したハコモノ、バラマキとならないように、地方主導とすること、地方の創意・工夫・意欲を引き出すこと、眠っている地域資源を掘り起こすことが基本方針とされ、国が用途を定めず地方が自由に使える交付金も検討されることとなった。

地方再生・地方創生は、今や時間的猶予もさほどない国家的課題であり、国・地方・民間挙げてあの手この手の取り組みが必要であることは言うまでもない。だが、そもそもなぜ今になってこうした議論がヒートアップしてきたのかを考えると、来年控える統一地方選挙云々という事情や詮索は脇に置くとして、何とも忸怩たる思いが湧く。

と言うのも、短期的な景気・金利・株価・為替動向を的確に予測することは難しいが、長期的な人口動態の変化はかなり高い確度で見通すことができる。20 歳の人は 10 年後には間違いなく 30 歳になり、出生率が長期低落傾向にあることも、経済の情報化・サービス化の進行は人々の知見が集積する都市部に有利に働き、都市部に人口が集中しやすいことも、従前からほぼ分かっていたことだ。

そこから洞察すれば、日本の人口は減少し始めること、その減少ペースが加速すること、地方の衰退に拍車がかかること、地方の中でも都市部と周辺部との格差が拡大することは予見可能であったし、事実、そうした警告を発した書籍や報告も出ていた。

それにもかかわらず、地方分権論や道州制といった行政統治形態に関する議論はあったものの、今日のような人口問題を深く織り込んだものではなく、国民レベルで危機意識を共有した議論にもならず、10～20 年後を見据えた長期的政策にもつながらなかった。

なぜそうなったのか。それは、目先の景気対策や増税、社会保険料引き上げといった国民（＝有権者）がすぐさま痛みを感じる問題と異なり、人口動態の変化は長い時間をかけてゆっくりと進行し、直ちに国民が痛みを感じる問題ではないため、国民の関心が向かわず、この問題を取り上げる政党や政治家も、問題を提起し続ける識者や企業人も少なかったため（あるいは声を上げてほとんど無視されたため）であろう。

つくづく長期的な将来を見通し、やるべき政策を立案し、実行していくことは難しいと思わざるを得ない。今思えば、団塊ジュニア世代が結婚並びに出産適齢期に達した時にこそ、今日論じられているような少子化対策、女性の活躍推進、働き方改革、地方における起業支援、地方分権等をパッケージにした政策を打ち出し、彼らが欲する数の子供を安心して生み、育て、就業と両立をできるような環境を整備し、「第三次ベビーブーマー」という人口の塊を都市部でも地方でも作り出しておくべきであった。

当時、バブル崩壊の後始末に追われ続けたのも不運であった。

今後は、中長期的な見通しに立った地方再生・地方創生に取り組まなければならないが、もはや手遅れとも言える現在の条件下では、次のような厳しい現実を受け入れる覚悟が求められることになる。

第一は、もはやすべての地方を再生・創生させることは難しいということ。

各地方で雇用機会を創出し、人口減少に歯止めをかける政策を追求すると言っても、日本全体の人口が減少局面に入ってしまった中では、それはマイナスサムゲームとなり、ある地方の人口増加はある地方の人口減少を引き起こすことになるだろう。

第二は、地方間の格差拡大を許容しなければならないということ。

過去の国主導の地方政策はともすれば金太郎アメ的施策を強要し、地方の個性と意欲を阻害した面があったが、一定の所得再分配効果と最低限の住民サービスを保証する機能がかった。しかし今後進められる「地方主導の地方創生」では、創意工夫に溢れたイノベティブな人材を得た地方と、そうでない地方とでは、人口のみならず、所得水準、教育・医療等の基本的な住民サービス面でも優勝劣敗が明らかになるだろう。

金融機関も役割・機能の高度化、それを実現するためのアライアンス戦略が求められよう。

農林水産業の六次産業化や他業種（観光、ヘルスケア等）との融合推進、成長企業の発掘を行うためには、事業の目利き力やアドバイザー機能を一層、高める必要がある。撤退戦を強いられる地域・企業・商店をサポートするには、リスクを許容できる十分な資本力を持たなければならない。

地方に住む高齢者の資産が大都市部へ住む子供世代へ相続されることにより、金融資産は人口以上に大都市部へ集中していく可能性が高い（弊社「調査月報」2014 年 8 月号『[相続で多発する家計資産の地域間移動～加速する大都市圏への資産集中～](#)』）ご参照）。この受け皿となりつつ地方へ必要なマネーを還流させる“金融循環機能”の構築も必要だろう。

（調査部長 金木 利公：Kaneki_Toshikimi@smtb.jp）

※本資料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。

金利の上昇が財政に与える影響

～“金利オーナス”は試算上軽微～

<要旨>

金利の上昇は、政府の負債に対する支払利子を増加させるだけではなく、保有する資産からの受取利子や、個人や法人の利子所得に係る所得税収を増加させる。過去 2003 年からの金利上昇局面は、支払利子よりも受取利子の増加が大きく、財政にとってプラスに寄与した。

もっとも現在では、負債が資産の2倍近くまで膨れ上がっているため、金利上昇時にネットの支払利子は増加するだろう。ただし、国債の平均償還年限が8年以上に長期化していることもあり、新発債の発行利回りが 1.0% 上昇したとしても、負債残高に対する利払いコストは毎年 0.10～0.15% ポイント程度しか変わらない。よって、異次元緩和の出口における金利上昇時の債務/GDP 比率を考えると、名目成長率の上昇が債務/GDP 比率を押し下げる効果が上回る。

金利の上昇による財政負担“金利オーナス”は試算上は軽微であり、財政に対する配慮から日銀が異次元緩和の縮小や利上げをためらう懸念は小さい。

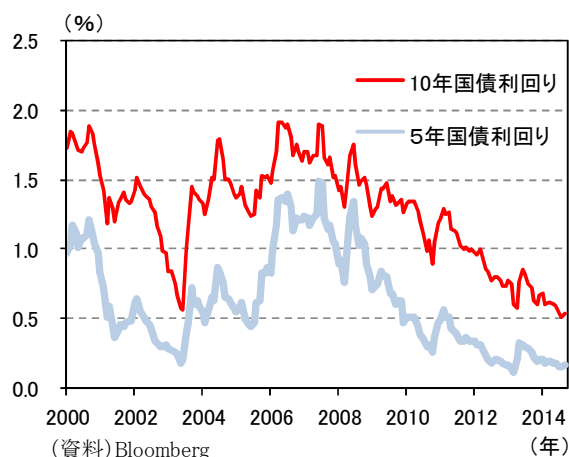
1. 金利上昇で増加する受取利子や税収

2008 年のリーマンショック以降、長期金利は低下基調にあり(図表1)、政府の負債に対する利払いの増加を抑えている。しかし、将来訪れるであろう量的・質的金融緩和(以下 QQE)の出口局面等で金利が上昇すれば、支払利子の増加によって財政が悪化すると考えられる。

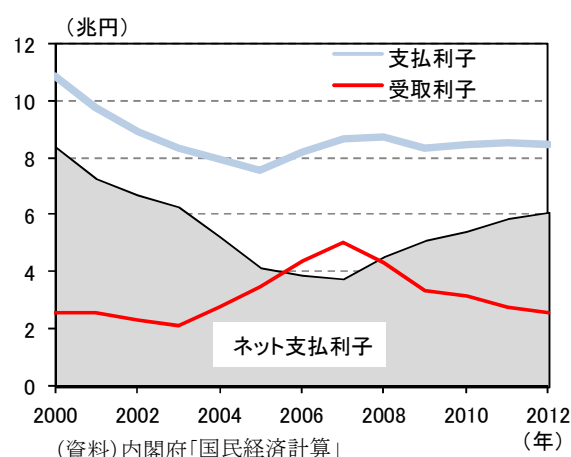
もっとも、金利の上昇は、支払利子を増加させるだけでなく、保有する資産からの受取利子(貸付金利子や有価証券利子)も増加させる。過去 2003 年からの長期金利上昇時の一般政府の支払利子と受取利子の動きを見ると、受取利子の増加額が大きかったため、ネットの支払利子は 2007 年までに約 4.3 兆円縮小し、財政にとってプラスに寄与した(図表2)。

さらに、金利上昇によって、家計や法人の利子所得に係る源泉所得税も増加しており、財政収支の改善に貢献していた(次頁図表3)。

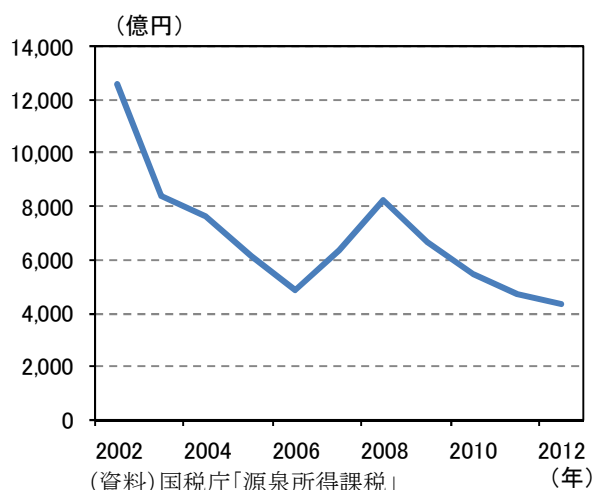
図表1 長期金利の推移



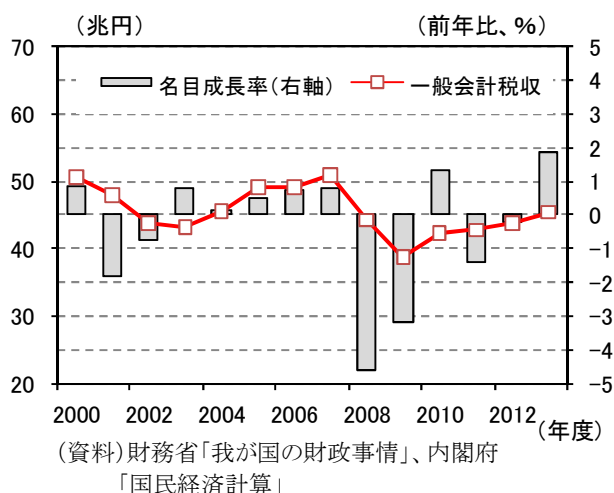
図表2 一般政府の支払利子と受取利子



図表3 利子所得に係る源泉所得税



図表4 名目 GDP 成長率と一般会計税収

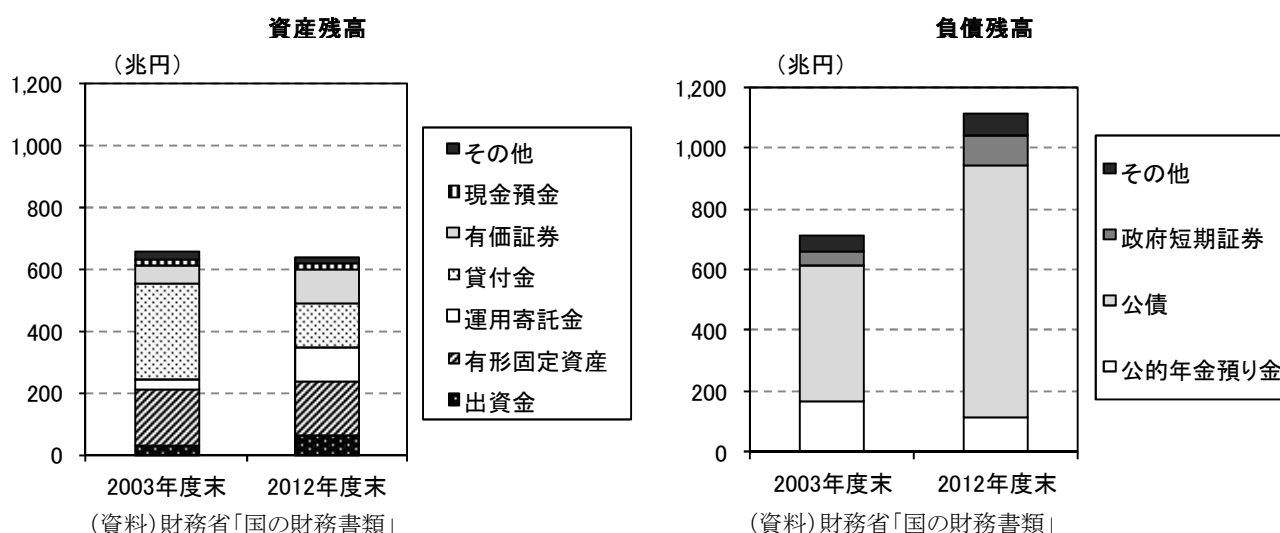


なお、上記の利子所得に係る源泉所得税は、金利上昇によって直接的に増加する税収であるが、金利上昇が経済成長を伴う場合、他の税収も増加する(図表4)。例えば、2013 年度の名目 GDP 成長率は前年比 1.9%で、税収の伸びは同 3.4%(43.9 兆円から 45.4 兆円)である。これに従うならば、名目 GDP 成長率1%に対して、税収は約 1.8%増加することになる¹。

2. 金利上昇で低下する債務/GDP 比率

前節で見た過去の金利上昇局面の傾向は、現状でもそのまま当てはまるわけではない。過去金利が上昇し始めた 2003 年度末時点では、負債と資産の残高に大きな差はなかったが、2012 年度末までに負債が約 400 兆円増加している一方、資産が増加していないため、今後の金利上昇局面ではネットの支払利子が増加することになるだろう。

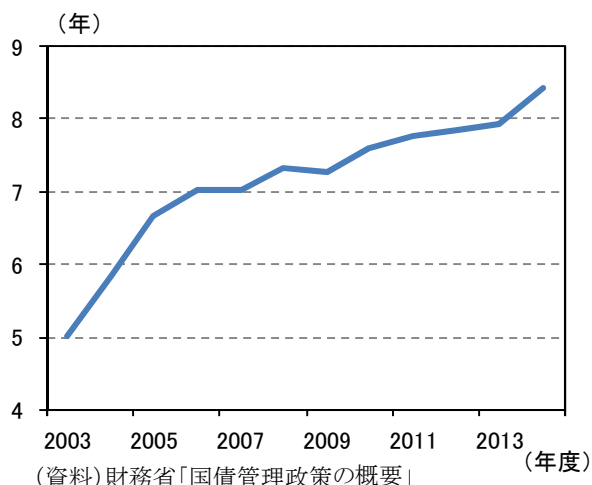
図表5 一般政府の資産残高と負債残高



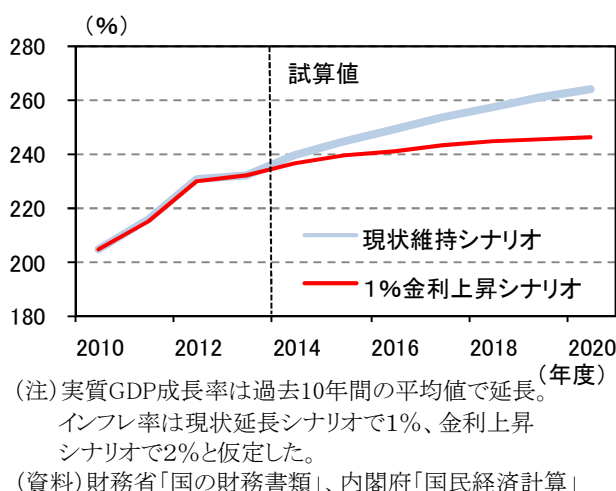
¹ 名目 GDP の上昇は歳出も増加させる可能性がある。財務省では、実質成長を伴わずに物価が上昇する場合には、物価上昇1%に対する歳入の変化率は1%強、歳出の変化率は1%弱としている。

ただし、政府は国債管理政策として、発行する国債の平均償還年限を8年を超えるまでに長期化させている(図表6)。そのため、新発債の発行利回りが1.0%上昇したとしても、負債残高に対する利払いコストは毎年0.10～0.15%ポイント程度($\div 1.0\%/8$ 年)しか変わらない。一方、インフレ率が2%に達した場合、実質GDPには変化がないと仮定しても、名目GDPは毎年2%増加することになる。よって、QQEの出口における金利上昇時の債務/GDP比率を考えると、ネットの支払利子が増加することで債務残高は増加するが、名目GDP成長率の上昇が分母を増加させる効果の方が大きいことから債務/GDP比率の伸びは低下することになる(図表7)。

図表6 国債の平均償還年限



図表7 一般政府の債務/GDP比率の試算



3. 金利上昇で増加する日銀の支払利子

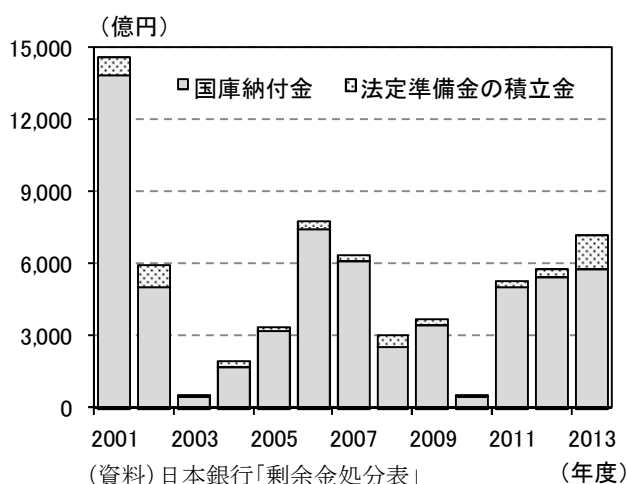
日銀の最終利益は国庫納付金という形で政府に還元されており、その変動は財政にも影響を与える。例えば2001年から2003年の金利上昇時期には、国債利息や外国為替関係利益の減少によって、国庫納付金は2年間で1.3兆円程度減少した(次頁図表8)。

日銀は2013年4月にQQEを開始してから、保有する国債を1年に約50兆円ペースで増やしており(次頁図表9)、それに伴って受け取る国債利息が増加している(次頁図表10)。また、負債サイドでは当座預金のうち所要準備を超える金額(超過準備)が拡大し、その利払い費用も増加している²。QQEの出口で政策金利を上げる場合には、政策金利の水準から一定の数値を差し引いた利率とすることが原則とされている超過準備への付利も上がるため³、利払い費が増加する。一方で、国債の再投資を停止して、償還によって保有残高を減らしていくとすると受け取る国債利息が増加することはない。

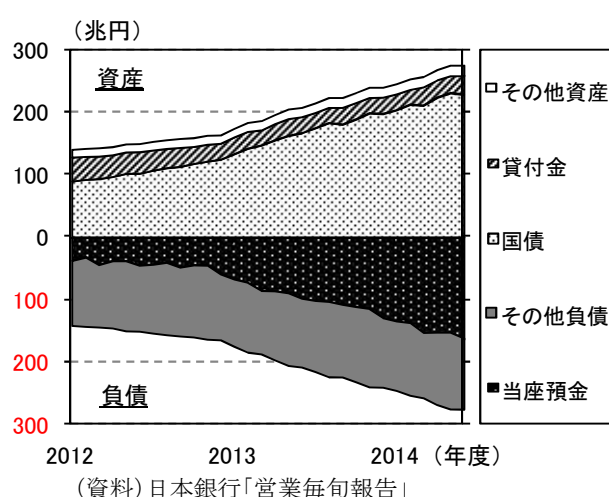
² 2008年10月に導入された補完準備預金制度に基づいて、日銀は超過準備に利息を付している。

³ 超過準備に対する付利は、補完準備預金制度導入の当初、日銀が誘導目標とする翌日物無担保コール金利から0.2%差し引いた水準と規定されていたが、08年12月に誘導目標が0.1%まで引き下げられたため、付利も0.1%に設定されることになった。

図表8 日銀の国庫納付金と法定準備金



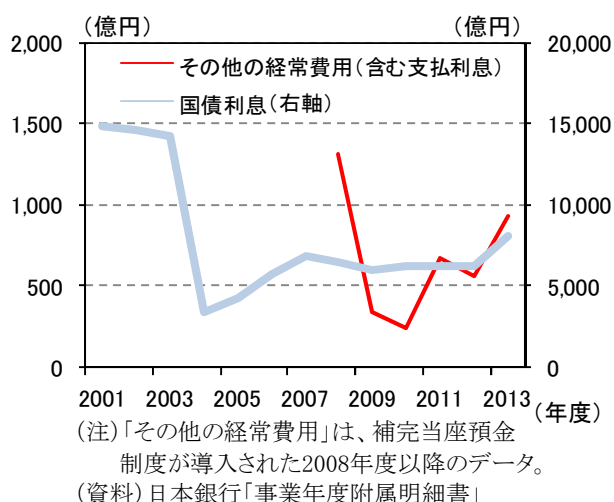
図表9 日銀のバランスシートの推移



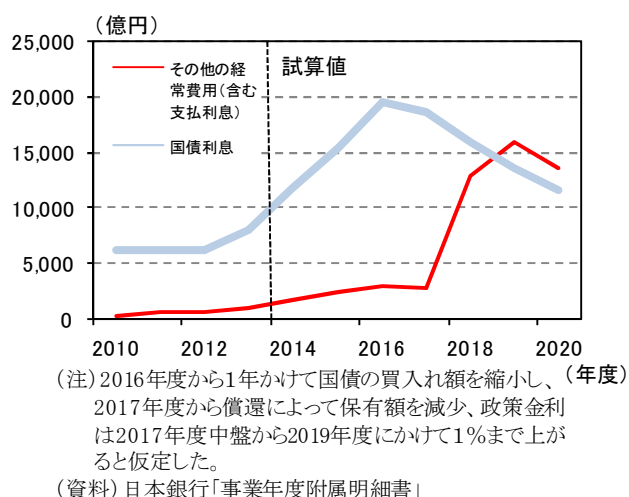
仮に、政策金利が2017年度中盤から2018年度末にかけて1.0%まで上昇するとして試算をした場合、最も多い年で支払利子が受取利子を2,000億円程度上回ることになり、日銀の最終利益はマイナスになる可能性がある(図表11)。もっとも、過去の推移からすると政策金利がこの先1.0%に達するというのは強めの仮定であり、ネットの支払利子が2,000億円程度であれば日銀の自己資本(2013年度末で65,357億円)で補えると思われるため、日銀の支払利子の増加が政府の損失補填を招いて財政を大きく悪化させる可能性は低いと思われる⁴。

2013年度は、日銀は国債利息の増加によって経常利益が増加し、国庫納付金を増やすだけでなく、自己資本へ積み立てられる法定準備金を前年から約1,200億円増やした(前頁図表8)。日銀はQQEによって国債だけでなくリスク資産の保有も増加させたこともあり、剰余金から法的準備金に充てる割合を通常の5%から20%に引き上げて財務の健全性を高めた。

図表10 日銀の受取利息と支払利息



図表11 日銀の受取利子と支払利子の試算



⁴ 日銀が損失を計上した場合の、政府の損失補填規定は、1998年の新日銀法制定によって廃止された。しかし、特別融通が必要な場合には、その都度特別法を制定して処理する可能性がある。

4. 金利上昇による財政負担への影響は軽微

金利が上昇した場合、政府の負債に対する支払利子を増加させるだけではなく、中央政府が保有する資産からの受取利子や、個人や法人の利子所得に係る所得税収が増加する。過去 2003 年からの金利上昇局面では、支払利子よりも受取利子の増加が大きく、財政にとってプラスであった。

もっとも現在では、負債が資産の2倍近くまで膨れ上がっているため、金利上昇時にネットの支払い利子は増加するだろう。ただし、国債の平均償還年限が8年以上に長期化していることもあり、新発債の発行利回りが 1.0% 上昇したとしても、負債残高に対する利払いコストは毎年 0.10～0.15%ポイント程度しか変わらない。よって、QQE の出口における金利上昇時の債務/GDP 比率を考えると、ネットの支払利子が増加することで債務残高は増加するが、名目 GDP 成長率の上昇が分母を増加させる効果の方が大きいことから債務/GDP 比率の伸びは低下するだろう。

また、日銀がバランスシートを縮小させながら政策金利を1.0%まで上昇させると仮定して試算をすると、日銀の支払利子が受取利子を最も多い年で 2,000 億円程度上回ることになるが、日銀の自己資本で補えるであろう金額であり、政府の損失補填によって財政が大きく悪化する可能性は低いと思われる。

以上より、金利の上昇による財政負担“金利オーナス”は試算上は軽微であり、財政に対する配慮から日銀が QQE の縮小や利上げをためらう懸念は小さい。

(経済調査チーム 登地 孝行 : Toji_Takayuki@smtb.jp)

※本資料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。

二極化が進む製造業の海外向け設備投資

<要旨>

製造業による設備投資はリーマン・ショック以降、国内向けが伸び悩む中、現地法人を通じた海外向けは堅調に推移してきた。しかし業種別にみると2013年頃を境に増加を続ける輸送機械・化学と、減少に転じる電気機械・一般機械に「二極化」している。

これら減少に転じた業種では、主にアジア向けの落ち込みが大きく、背景にはリーマン・ショック後の業績悪化が足元の投資判断に悪影響を及ぼしていると考えられる。

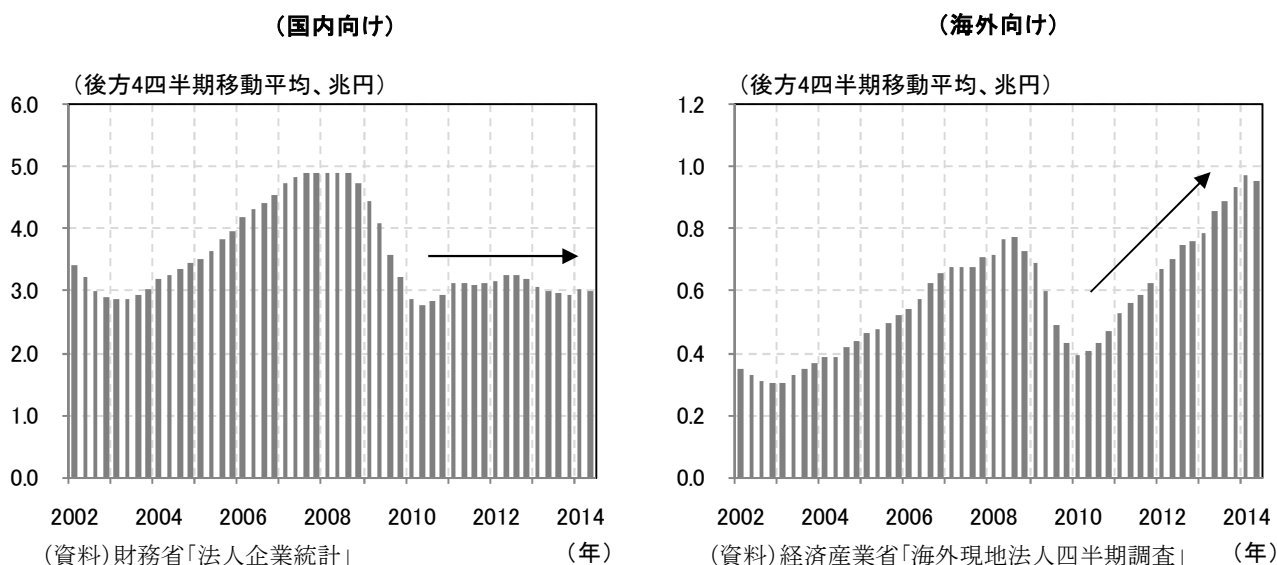
またこうした業種ではアジア現地法人における現地・域内での販売と調達の割合が相対的に低く、旺盛な需要とコスト削減のメリットを十分にに取り込めていない可能性がある。今後アジアを生産拠点としてだけでなく、消費市場・調達市場として取り込めるかどうか海外向けの設備投資の増加と、その後の成長の鍵となってくるだろう。

1. 我が国製造業の国内外における設備投資動向

日系製造業における設備投資の動きを国内向けと海外現地法人を通じた海外向けに分けてみると、2008年に発生したリーマン・ショック後の動きに違いが見られる(図表1)。この間、国内向けの設備投資が横ばいで推移しているのに対し、海外向けの設備投資は2010年1-3月期を底に着実に増加を続けており、足元では既にリーマン・ショック前を上回る水準にまで達している。

こうした日系企業の設備投資動向を見る限り、日系製造業が国内向けの設備投資を抑える一方、海外向けの設備投資を加速させることで、海外需要を取り込むと同時に人件費を始めとしたコスト削減を進めている姿を思い浮かべることができる。

図表1 日系製造業における国内外の設備投資動向



しかしながら、全体で見れば増加傾向にある海外向け設備投資も、業種毎に分けてみるとリーマン・ショック以降、それぞれ異なった動きをしている。本稿ではこうした日系製造業による海外向け設備投資の動きについて、金額の大きい主要4業種を中心に見ていく。

2. 業種別にみた海外向け設備投資動向

図表2は2010年度と2013年度における日系製造業の海外向け設備投資の金額とシェアを業種毎に分けて見たものである。このうち最も金額が大きいのが輸送機械であり、この業種だけで2013年度における海外向け設備投資の6割超のシェアを占めている。もともと2010年度まで遡れば輸送機械のシェアは43.7%と、次に金額の大きい電気機械(シェア23.2%)との差もそこまで開いてはおらず、この3年間で輸送機械がいかに海外向け設備投資を伸ばしてきたかが分かる。

図表2 業種別に見た海外向け設備投資（2010年度、2013年度）

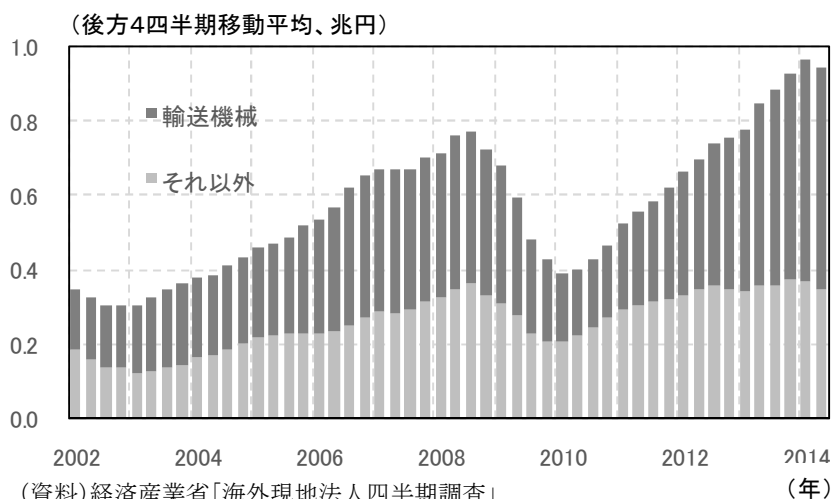
	2010年度		2013年度	
	金額 (億円)	シェア (%)	金額 (億円)	シェア (%)
全業種	21,135	100.0	38,763	100.0
輸送機械	9,237	43.7	23,918	61.7
電気機械	4,897	23.2	3,488	9.0
化学	1,482	7.0	2,648	6.8
一般機械	1,659	7.9	2,034	5.2
窯業・土石	1,144	5.4	1,760	4.5
その他	1,048	5.0	1,513	3.9

	2010年度		2013年度	
	金額 (億円)	シェア (%)	金額 (億円)	シェア (%)
食料品・たばこ	674	3.2	1,268	3.3
繊維	182	0.9	608	1.6
非鉄金属	367	1.7	530	1.4
金属	177	0.8	394	1.0
木材・パルプ 紙・紙加工品	142	0.7	352	0.9
鉄鋼	128	0.6	251	0.6

(資料)経済産業省「海外現地法人四半期調査」

こうした動きは時系列で確認するとより鮮明に分かる。海外向け設備投資を輸送機械とそれ以外に分けてみると、2010年以降、輸送機械が大幅に増加したことが全体を大きく押し上げている(図表3)。

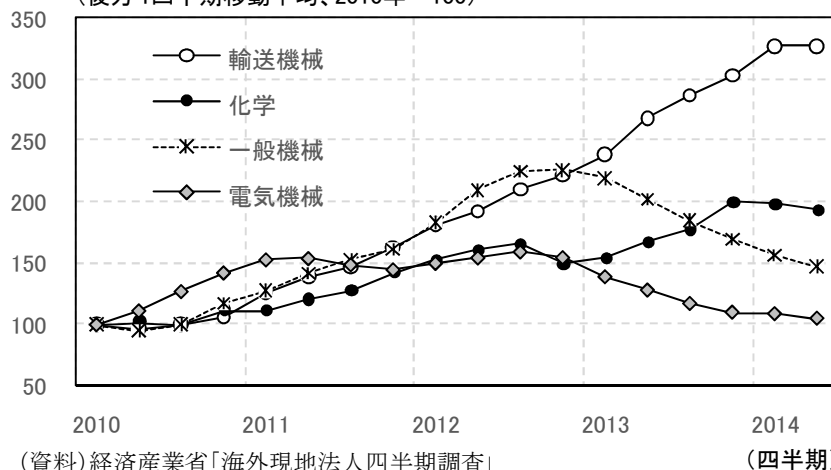
図表3 海外向け設備投資（輸送機械、それ以外）



さらにこの輸送機械に加えて海外向け設備投資の金額が大きい電気機械と化学、一般機械の4業種について、2010年1-3月期を100として比較してみたのが図表4である。これを見ると、輸送機械と化学といった業種では海外向け設備投資が増加を続けているのに対し、電気機械や一般機械では2013年以降、逆に減少に転じていることが分かる。

図表4 海外向け設備投資（主要4業種）

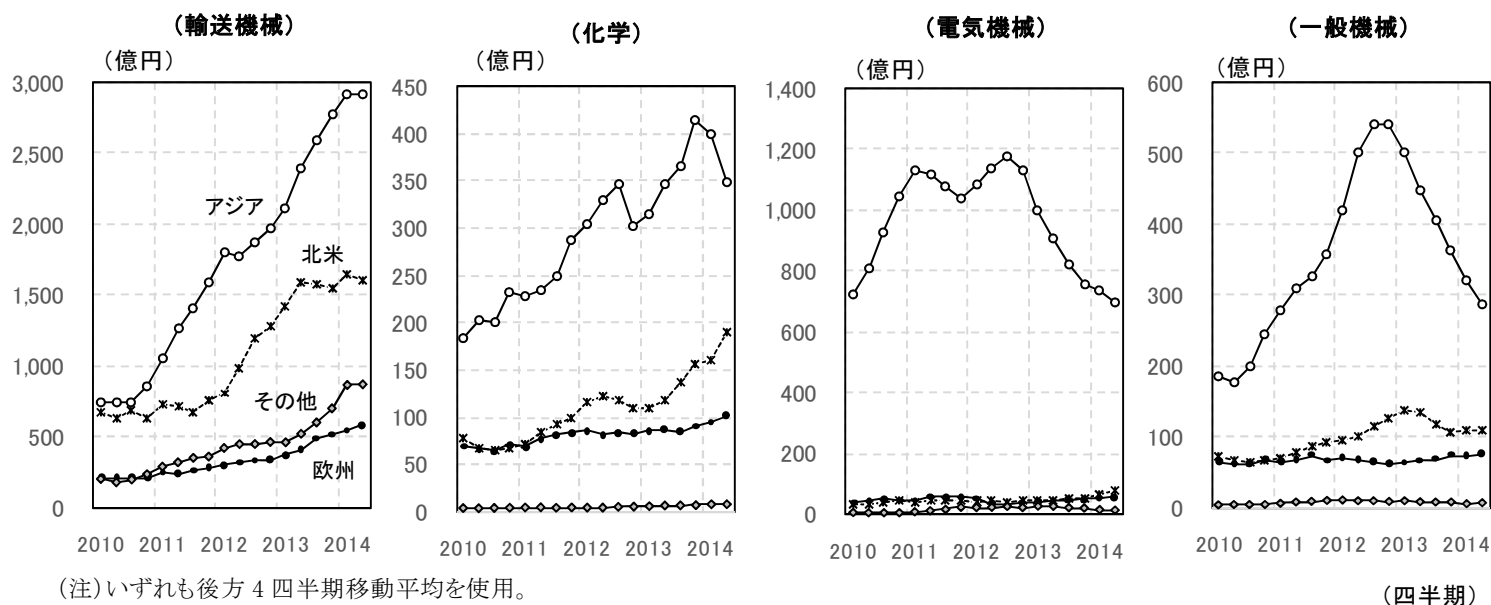
(後方4四半期移動平均、2010年=100)



このように2013年頃を境に増加を続ける輸送機械と化学、逆に減少に転じている電気機械と一般機械といったように海外向け設備投資の動きに業種による違いが生まれているのはなぜだろうか。

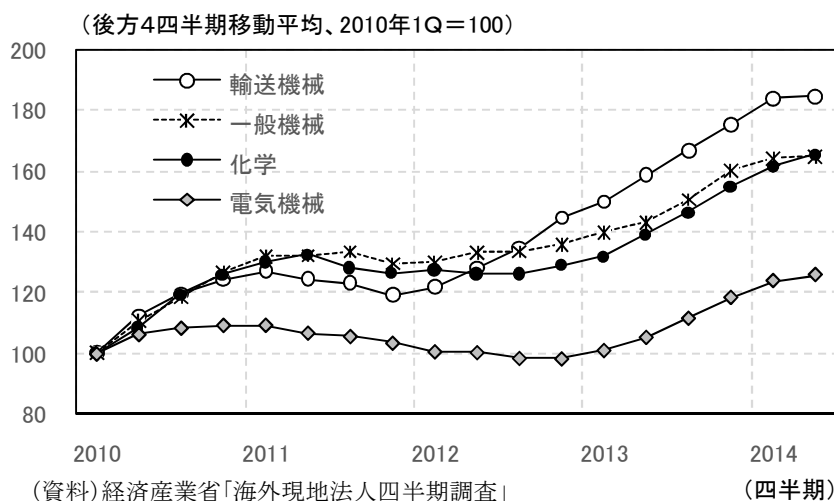
この点を確認するため、これら主要4業種における海外向け設備投資を地域別に見たものが図表5である。これを見ると足元まで順調に増加を続ける輸送機械や化学といった業種ではアジア向けの設備投資が大幅に増えていることに加え、北米や欧州といった他の地域向けの増加も寄与している。これに対して電気機械や一般機械といった業種では、アジア向けの全体に占める割合が輸送機械や化学よりも高く、さらにそのアジア向けが2013年以降大幅に減少していることが、これら業種の海外向け設備投資全体を押し下げている。

図表5 海外向け設備投資（主要4業種、地域別）



しかしこれらアジア向け設備投資を減らしている電気機械や一般機械といった業種におけるアジア現地法人が同時に売上高も落としているかといえばそうではない。2010年以降のこれら4業種における売上高推移を見ても、アジア向け設備投資の増加が続く輸送機械や化学のみならず、電気機械や一般機械でも売上高は伸びている(図表6)。

図表6 売上高(アジア現地法人)

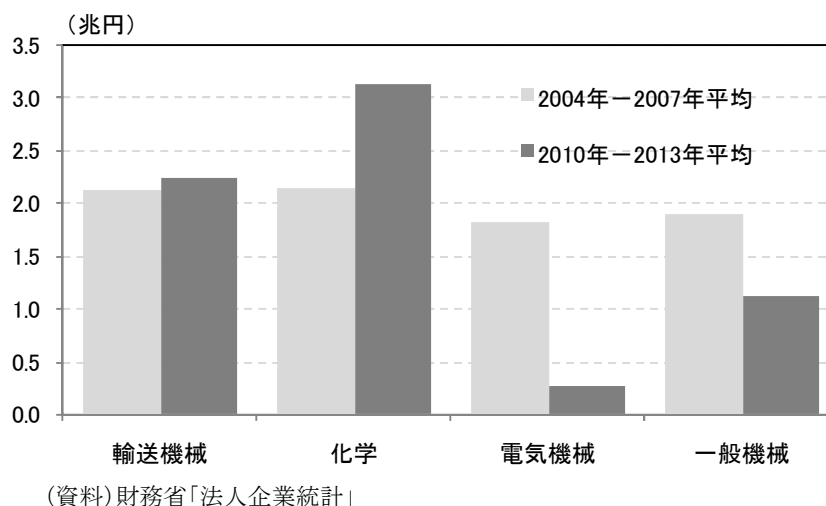


3. 海外向け設備投資が伸び悩む要因

ではなぜこのように電気機械や一般機械といった業種では売上高が伸びているにも拘わらず、アジア向け設備投資を減少させているのであろうか。

その理由の一つとしてリーマン・ショック後における日系企業の業績回復度合いの違いが挙げられる。図表7は日系製造業の当期純利益をリーマン・ショック前後で分けてみたものである。これからも明らかなようにアジア向け設備投資を減少させている電気機械と一般機械では、リーマン・ショック後の業績悪化が顕著であり、これが海外向け設備投資のマインドを低下させた可能性が考えられる。

図表7 日系製造業の当期純利益(業種別)

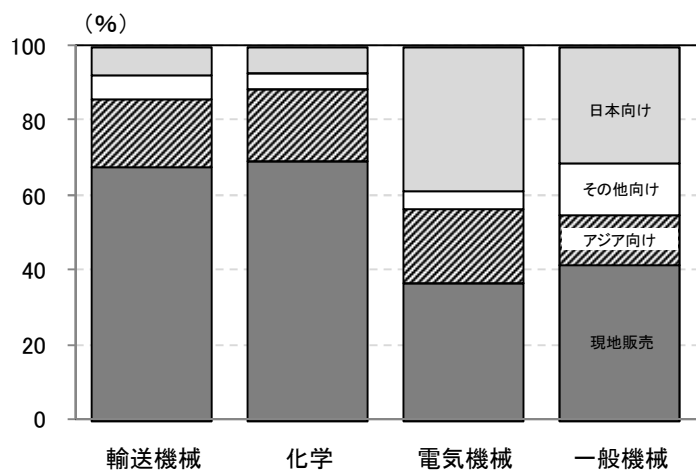


こうした要因に加えて、電気機械や一般機械のアジア現地法人では輸送機械や化学と比べ、売上先と調達元の構造の違いが、海外向け設備投資を鈍化させた可能性がある。

図表8はアジア現地法人の販売先を現地販売、アジア向け、その他向け、日本向けの4つに分けたものである。これをみると輸送機械や化学といった業種では、現地販売やアジア域内向けの割合が高く、アジアの旺盛な需要をより多く取り込めていることが分かる。他方、電気機械や一般機械といった業種では、依然として日本向けのウエイトが高く現地やアジア地域向けの販売比率が相対的に低いことから、アジアの需要を十分に取り込めていない可能性がある。

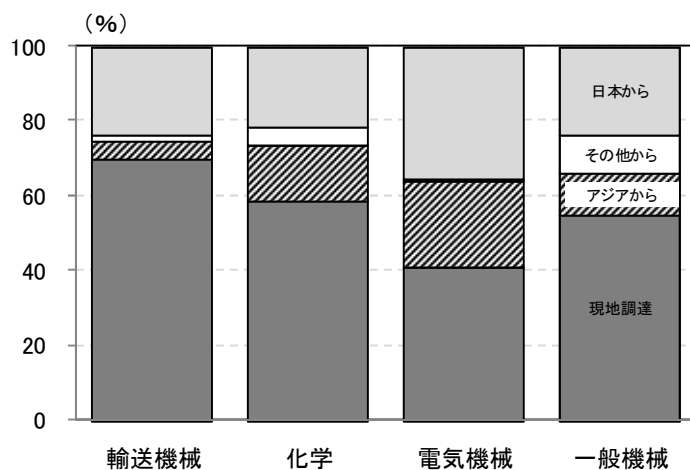
さらにこれらアジア現地法人の調達構造を見たのが図表9である。輸送機械や化学といった業種では現地やアジア域内からの調達割合が相対的に高く、為替の影響を軽減できるとともに電気機械や一般機械と比べてアジアの現地ニーズにあった価格帯の商品を提供する際にコスト面で有利な立場にあると考えられる。

図表8 アジア現地法人の販売先（業種別、2012年度）



（資料）経済産業省「海外事業活動基本調査」

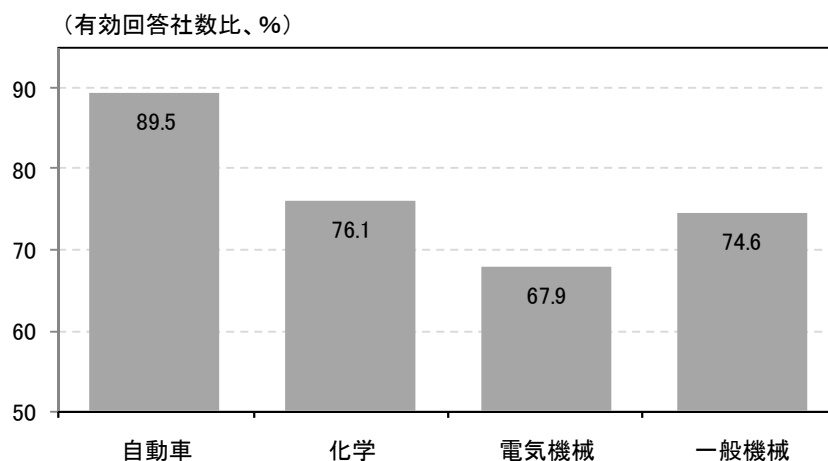
図表9 アジア現地法人の調達先（業種別、2012年度）



（資料）経済産業省「海外事業活動基本調査」

日本政策投資銀行が実施した2014年度の設備投資計画調査を見ても、電気機械や一般機械は中期的に海外における生産供給能力を増加させると回答した企業数の割合が低くなっている（図表10）。

図表10 中期的に海外の生産能力を増加させると回答した企業数の割合（業種別）



（資料）日本政策投資銀行「設備投資計画調査（2014年度）」

4. 消費市場・調達市場として取り込めるかが鍵

以上、見てきたように日系製造業による設備投資はリーマン・ショック以降、国内向けが伸び悩んでいるのに対し、現地法人を通じた海外向け設備投資は増加基調を続けてきた。しかし業種別に見ると、2013年頃を境に増加を続ける輸送機械・化学と、減少に転じる電気機械・一般機械に二極化しつつある。

そしてこれら減少に転じている2業種では売上高が伸びているにも拘わらず、主力のアジア向け設備投資が大幅に減少しており、その背景にはリーマン・ショックによる業績悪化に加えてアジア現地法人の現地・域内における販売と調達の比率がともに低く、アジアの旺盛な需要と現地化によるコスト削減メリットを十分に享受できていない可能性がある。

成長が続くアジアを生産拠点としてだけでなく、消費市場・調達市場としてサプライチェーンに取り込んでいけるかが、日系製造業の海外向け設備投資の増加のみならず、その後の成長の鍵となってくるだろう。

(経済調査チーム 鹿庭 雄介 : Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp)

※本資料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。