

中期経済見通し 2012

迫る「マイナス成長」時代：
4つの課題と3つのフロンティア

2011 年 12 月 16 日

野村證券株式会社

金融経済研究所 経済調査部

I はじめに

我々は、昨年の中期経済見通しにおいて、日本の人口減少が今後労働力不足を生み出し、物価水準の上昇、すなわちインフレの定着につながるとのシナリオを提示した。この基本観は、本年も変わっていない。それどころか、過去 10 年程度の失業率の動きは、日本の人口動態が既に労働需給を逼迫させる方向に働き始めたことを示唆している（II-1）。

本年の中期経済見通しではまず、将来我々が直面するであろう労働力不足問題が意味するところを、今一步踏み込んで考えたい。実は、労働力の核となる 15～64 歳人口の減少を主因に、供給側から計測した今後 10 年間の日本の潜在成長率は、既にゼロ%近くにまで低下している可能性がある。それでも、現状では需給ギャップが大きいために、しばらくはそれよりも高めの実質成長率が続くだろう。

しかし、いずれは需要が供給力に接近し、潜在成長率に見合った成長を余儀なくされることになる（II-2）。様々な仮定の下ではあるが、2010 年代の末にも、実質成長率が長期的にマイナスの領域に突入する「マイナス成長」時代の到来を意識しなければならなくなる可能性がある。実質マイナス成長を避けたいのであれば、出生率の向上や外国人労働者の積極的な受け入れなどにより労働力不足そのものを解消するか、技術革新を進めることで労働生産性を向上させるなどの施策が必要となる。ただ、これらを実現するには 10 年単位での時間がかかろう。

日本が直面する厳しい現実、それだけではない。目下、欧州の債務問題が伝染（コンテイジョン）し、多額の政府債務を抱える日本も財政の持続可能性に懸念が生じるのではないかとの見方が出ている。仮に日本が、経常収支黒字国であることによってそれを免れたとしても、永遠に債務危機とは無縁という訳には行かない（II-3）。日本で財政危機が顕在化するリスクが高まるのは、政府の債務残高が家計の金融資産残高を超えたときであると考えられる向きは多いが、我々の試算によれば、財政再建策が取られない場合、政府債務が家計金融資産を超えるタイミングは 2025 年となろう（II-4）。

産業のレベルでみると、人口減少・高齢化の影響が強く表れるのが、農業であろう。現時点で、農家経営者の 7 割近くが 60 歳以上の高齢である。簡単な試算によれば、今後 15 年間で農家の数は半分以上に減少してしまう。一軒当たりの規模の拡大がなければ、耕作されない農地が日を追って増えていくことになり、日本の農村風景が大きく変わってしまうかもしれない（II-5）。

非資源国であり、食料自給率が低い日本にとっては、国際商品市況の先行きも懸念材料である。2000 年代に入り穀物価格が大きく上昇したのは、需給逼迫というよりは、生産コストの上昇を反映したものと考えられる。ただし今後は、大豆と小麦について、これまでになかった需給逼迫を理由とした価格上昇が起こる可能性がある。エネルギーについては、エネルギー源ごとに状況は異なるものの、原油に限れば既に供給不足による価格上昇圧力がかかっている可能性がある。最近の需給トレンドから類推すると、2020 年までに原油価格が 150 ドル／バレルまで上昇する可能性も否定できない（II-6）。

日本が「マイナス成長」時代に突入し、様々な問題に直面することになるのは、これまでも提唱されてきた改革を、充分に実行してこなかったことの結果とも言える。「マイナス成長」時代を回避するためには、やはり我々は変わらなくてはならない。回避に向けては、①抜本的な労働市場改革、②財政再建への道筋の表明、③農業改革、④エネルギー価格高騰を克服するための施策などが必要となろう。

日本人は自ら変わらない、との評価も見受けられるが、実際の痛みに直面してなお、それを無視するほどに鈍感でもないだろう。良い例が、反対意見が根強い外国人労働者の受け入れ問題である。これ

まで日本では、国内労働需給が逼迫するたびに外国人労働者の受け入れを巡る議論が紛糾してきた経緯があり、1989 年には入国管理法の改正にまでこぎつけている。人口減少が労働需給を逼迫させるという我々の予測が正しければ、今後日本で再び外国人労働者受け入れの聲が高まる可能性は高いのではないかと。外国人労働者の受け入れが日本に便益をもたらすか否かには議論の余地があるものの、実際に困難に直面すれば改革が進み得ることを示す、一つの証左となろう（III-1）。

もちろん、仮に日本側の受け入れ態勢が整ったとしても、外国人の側が、日本を新たな居住先として選ぶか否かは別問題である。選ばれる国となるためにも、日本が将来成長するという期待を抱かせるための様々な環境整備を行わなければならない。そのためには、日本に残された未開発のフロンティアを開発し、日本が将来成長するという期待を抱かせることが必要だ。

まず、日本の金融市場を、世界の投資家から信頼されるものにしなければならない。日本の株式市場は徐々にその魅力を減じつつあるように見受けられるが、その大きな理由は、企業の ROE の低さと、コーポレート・ガバナンスへの疑念にあると考えられる。もちろん、全ての企業にこうした問題があるわけではなく、日本企業のコーポレート・ガバナンスは全体として着実に向上している。今後も、企業自ら、世界の投資家の信頼を勝ち得るような改革を進めていくことが重要であろう（III-2）。

また、我々はこれまでも、日本経済全体の活力維持には地域経済の活性化が必要であると訴えてきた。昨年の中期経済見通しにおいては、それぞれの都市の「都市力」を計測する独自の手法を提示した。本年我々が試みたのは、製造業の人件費、出荷額、付加価値額を用いた「都市産業力」の計測である。「都市力」と「都市産業力」を合わせて都市圏の弱み・強みを把握することで、各都市圏が独自の発展の糸口をつかむことができるのではないだろうか（III-3、4）。

日本の企業自身は以前から、国内市場の縮小をにらみ、海外展開という形で自らのビジネスモデルを変革してきた。近年では、東京・大阪といった大都市圏に拠点をもつ大企業だけでなく、日本の地方圏に根差す企業も、独自の戦略で海外、特にアジア地域への進出傾向を進めている。日本企業が、アジア地域の生産・消費システムに組み込まれる「アジアナイゼーション」は、人口減少時代に直面する日本企業が自発的に自らを変革していることを明確に示してくれる（III-5）。日本企業のダイナミクスが、なくなってしまったわけではない。国内改革を進めることで、日本の産業を活性化させることは不可能ではなからう。

II 「マイナス成長」下の日本

II-1 労働力不足の時代

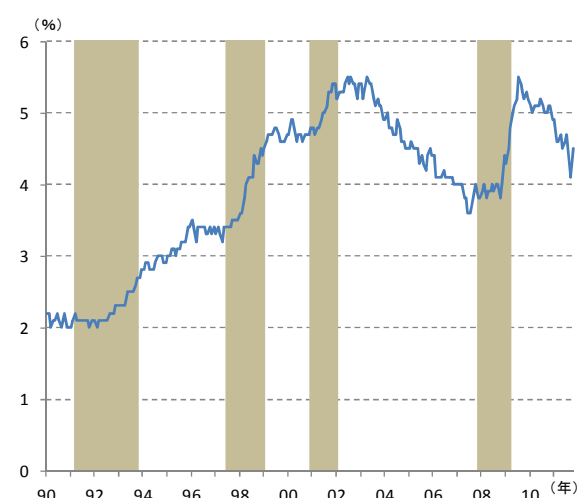
日本は今後、本格的な人口減少時代に突入していく。人口が減少すれば、需要が伸びにくくなるために需給ギャップが縮小せず、デフレ傾向が続きやすいとされることが多いようだ。しかし我々は、人口減少はむしろ労働供給の減少を通じて需給ギャップを縮小させ、インフレ圧力につながると考えている。

実は、日本の人口動態が労働需給を逼迫させる兆候は、既に見られ始めている。バブル崩壊後、日本経済は現在も含めて 4 回の景気拡張期を経験した。それぞれの期間の平均実質 GDP 成長率は、順に 1.9%、3.1%、2.0%、2.4%であり、経済成長のスピードはそれほど変わらなかった。

しかし、失業率の動きは大きく異なっている。1993 年以降と 1999 年以降の景気回復期には、失業率はほとんど低下しないか、むしろ上昇を続ける期間すらあった。一方、2002 年以降と 2009 年以降の景気回復期には、失業率は明確に低下している（図表 1）。

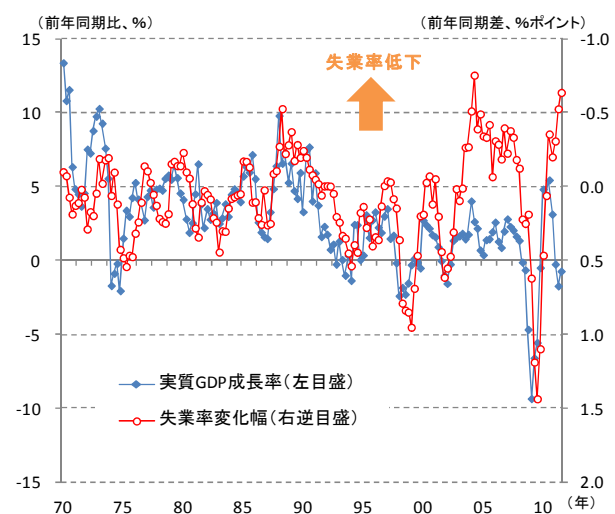
失業率の変化幅と実質 GDP 成長率を重ねてみると、このことがより鮮明となる（図表 2）。1990 年代までは、失業率が上昇しないためには、6%程度の実質成長率が必要であった。だからこそ、景気回復時にも実質成長率が平均 2～3%程度にとどまった 1990 年代には、失業率は容易に低下しなかったとの解釈が可能である。しかし、2000 年代に入って以降は、2%程度の実質成長率でも失業率は低下するようになったことが分かる。同じ成長率に対する失業率の反応の仕方が、2000 年代に大きく変化したようだ。

図表 1 日本の失業率と景気循環



注：シャドウ部分は景気後退期を表す。
出所：NRI・AURORA より野村證券作成

図表 2 GDP 成長率と失業率の変化



出所：内閣府、総務省より野村證券作成

1990 年代までと比較して低成長でも失業率が低下するようになった背景を探るため、失業率の変動要因を、①人口動態に起因する部分と、②景気動向に起因する部分とに分解した。たとえば、失業率算出の対象である 15 歳以上人口の変動は、人口動態に基づく労働供給の変動と解釈し、①に分類した。就業者数の変動は、企業による労働需要の変動と解釈し、②に分類した。

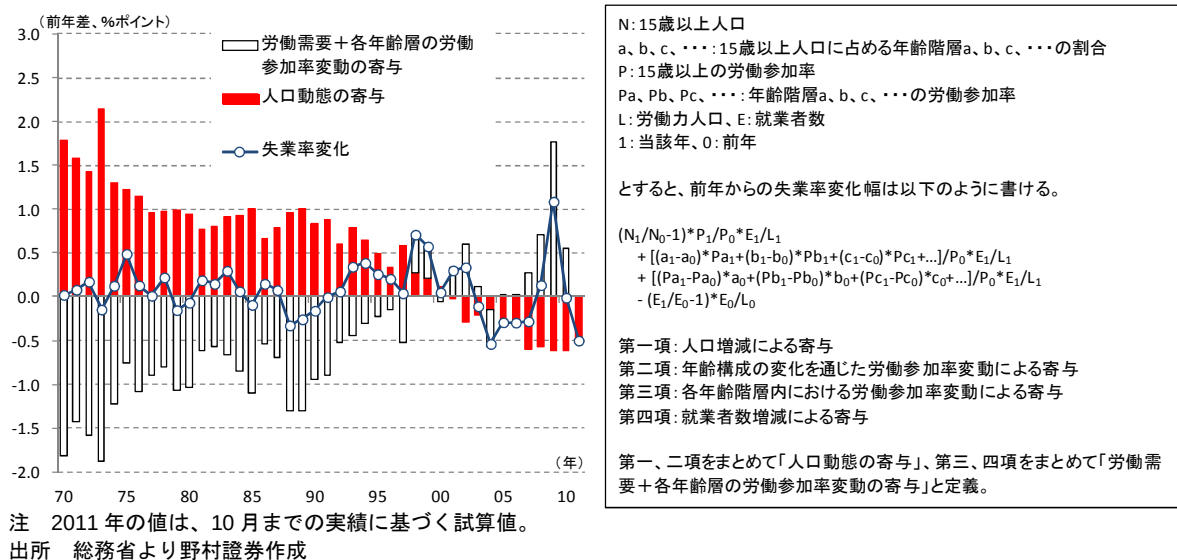
やや解釈が難しいのが、労働参加率の変動である。高齢者の労働参加率は相対的に低いため、人口の高齢化が進むと全体の労働参加率も低下する。一方、家計は景気情勢を見て職探しをするかしないかを決める傾向があるため、労働参加率は短期的な景気情勢によっても左右される。つまり、労働参加率の変動は、人口動態と景気変動の両方に影響されることになる。

ここでは、図表 3 にあるような方法により、労働参加率の変動を人口動態による部分と景気変動による部分とに分解し、それぞれ①、②に振り分けた。すると、人口動態は、1990 年代までは毎年失業率を押し上げる方向に寄与していたものの、2001 年以降は一貫して失業率を押し下げる要因に転じたことが分かる。

1990 年代までは、人口の高齢化の影響を総人口の増加が打ち消し、人口動態は毎年失業率を押し上げる方向に作用していた。しかし 2000 年代に入ると、人口増加率が低下したことにより、人口動態はネットで失業率を押し下げる要因に転換した。つまり、日本の労働市場では 2000 年代以降、以前

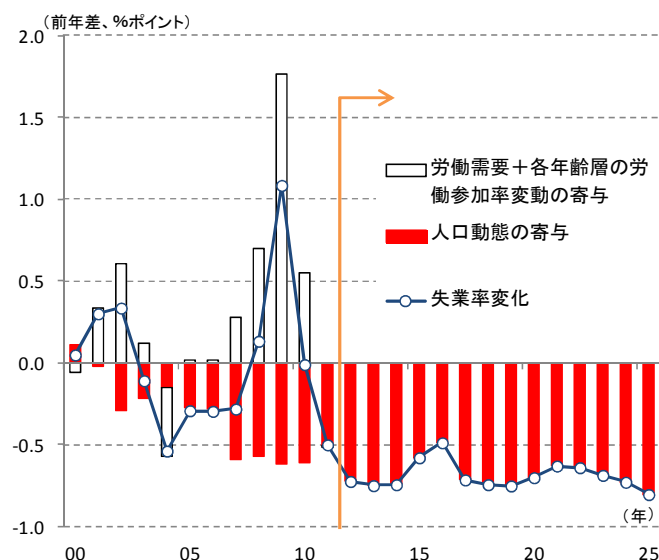
と比較して需給が簡単に逼迫しやすくなっており、だからこそ、2%程度の実質成長率でも失業率は低下するようになったのではないだろうか。

図表 3 失業率の変化とその要因分解



日本の人口減少が本格化するのはいずれであり、高齢化もさらに進行する。とすれば、日本の人口動態は今後も失業率を押し下げる方向に作用し続ける可能性が高い。国立社会保障・人口問題研究所の人口見通しを前提に、各年齢階層の労働参加率および就業者数を 2011 年比一定とおいて、毎年の失業率の変化幅およびそれに対する人口動態の寄与を試算すると、人口動態は 2025 年まで毎年平均 0.7%ポイント程度、失業率を押し下げる効果をもつとの結果になった (図表 4)。

図表 4 失業率に対する人口動態の影響先行き試算



注: 2011 年は、10 月までの実績に基づく試算値。各年齢階層の労働参加率、就業者数は 2011 年比一定と仮定。それぞれの項目の寄与度の計算については図表 3 を参照。

出所: 総務省、国立社会保障・人口問題研究所より野村證券作成

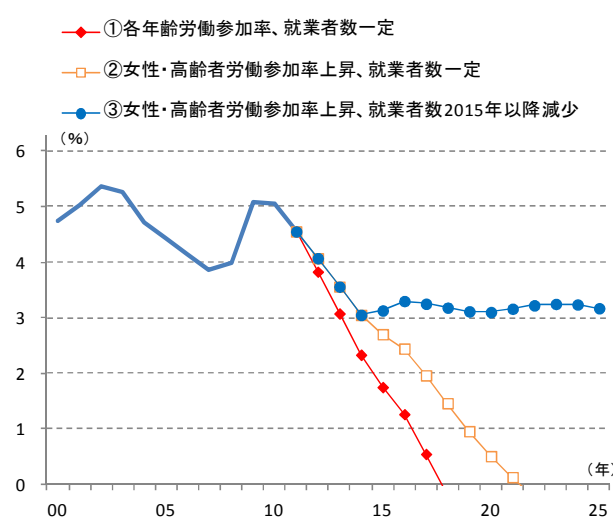
失業率が、毎年 0.7%ポイントずつ低下していく場合、それほど時をおかずにゼロにまで達してしまう。実際、上記の前提に基づいて機械的に計算すると、日本の失業率がゼロとなるタイミングは 2018 年となる（図表 5 の①）。

もちろん、労働市場にはミスマッチが存在するため、失業率がゼロとなることはあり得ない。現実には、失業率がゼロ近辺にまで低下するかなり前のタイミングで、労働需給の逼迫から来るインフレ率の加速が問題となるだろう。労働需給が過度に逼迫するのを防ぐためには、労働供給を拡大するか、労働需要を抑制するしかない。

労働供給を拡大するための方策として、女性および高齢者の労働参加率を引き上げるべきとの見解がよく聞かれる。そこで、就業者数は横ばいとしたうえで、59 歳以下の女性の労働参加率が過去のトレンドに沿って上昇し、60-64 歳男女の労働参加率も今後上昇すると仮定して（図表 6）先行きを機械的に試算すると、多少の時間稼ぎにはなるものの、失業率は 2022 年にゼロになるとの結果が得られた（図表 5 の②）。

その経済にとって「適正」で、実際の値がそれを下回るとインフレが加速してしまうような失業率の値は、構造的失業率と呼ばれる。日本の構造的失業率を 3.5%程度とすれば、女性や高齢者の労働参加率上昇を前提にしても 2010 年代半ばには失業率は低下しにくくなり、労働需給の逼迫から来るインフレ率の上昇が目立ってくるはずだ。過度にインフレが加速することになれば、景気を引き締めて労働需要を抑制しなければならないことになる。

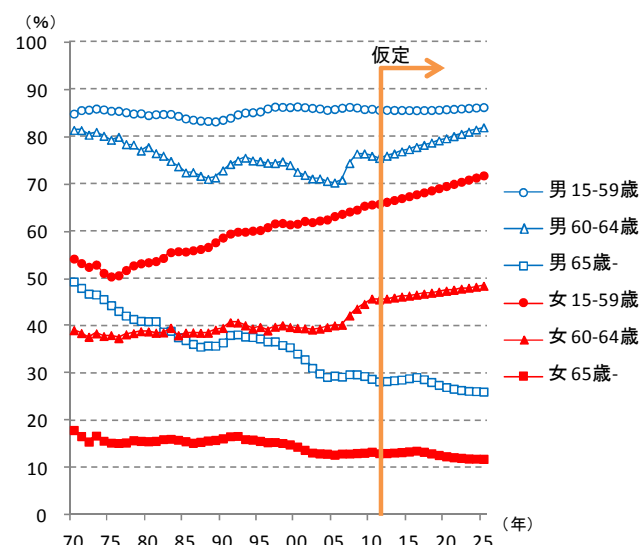
図表 5 失業率の先行き試算



注：②、③では、25-59 歳の女性労働参加率が過去からのトレンドに沿って上昇、60-64 歳男性の労働参加率が 2025 年までに 82%へ上昇、60-64 歳女性の労働参加率が 2025 年に 48%にまで上昇すると仮定。③では、2015 年以降就業者数が毎年 0.6%ずつ減少していくと仮定。

出所：総務省、国立社会保障・人口問題研究所より野村證券作成

図表 6 男女・年齢階級別労働参加率



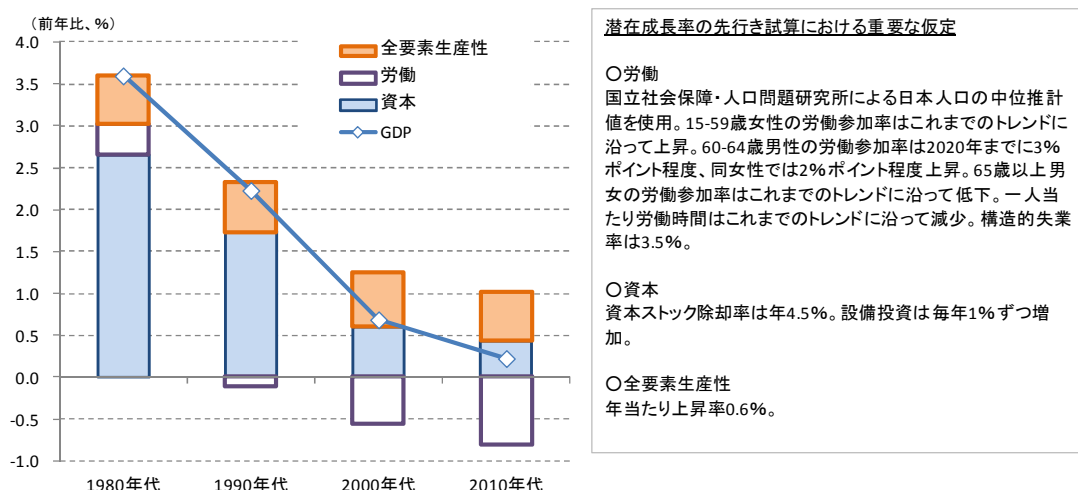
出所：総務省より野村證券作成

もっとも、日本のインフレ率はいまだ低く、多少のインフレ加速は許容されるだろう。そこで、女性と高齢者の労働参加率が上昇するケースにおいて、失業率が構造的失業率よりもやや低い 3%程度で安定するための就業者数の動きを計算すると、2014 年まで横ばいを続けた後、2015 年以降は毎年 0.6%ずつ減少していく必要がある（図表 5 の③）との結果が得られた。過去に見られた実質 GDP

と就業者数の平均的な関係に基づくと、これは実質成長率が 2014 年まで 1%程度で推移し、その後 0.4%にまで減速しなければならないイメージである。

2010 年代後半、労働需給の逼迫を防ぐために需要が抑制されなければならないとの結論は、GDP ギャップを用いた考察からも導くことができる。我々の試算では、15-59 歳女性および 60-65 歳男女の労働参加率が上昇すると仮定しても、供給側から推計した日本の潜在成長率は、2010 年代平均で 0.2%程度にとどまる（図表 7）。

図表 7 日本の潜在成長率と各生産要素の寄与



出所 各種資料より野村證券作成

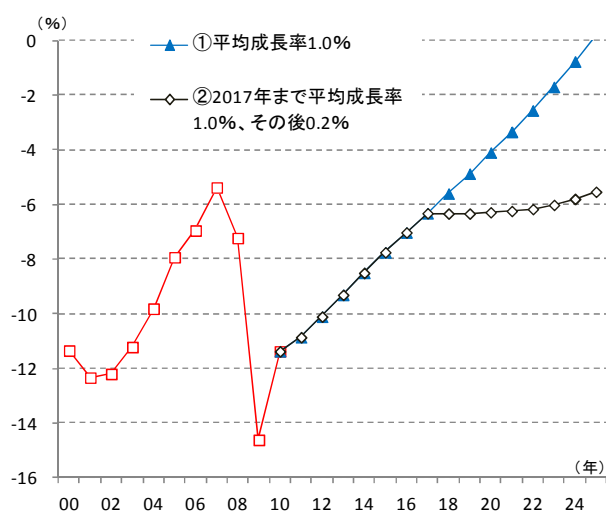
もちろん、現時点では需要が供給能力を下回っているため、当面は需要の伸びが供給の伸びを上回ることが可能だ。人口が減少する中、今後 10 年間の日本の総需要に高い伸びを期待するのは難しいが、それでも我々は、供給制約を無視すれば 1%程度は伸び得ると考えている。人口減少下では需要も供給も伸びにくいものの、どちらかと言えば需要の伸びの方が高くなりやすい、との見方は昨年の中期経済見通しで提示したものである（この点についてのより詳しい議論は、2010 年 12 月 16 日付マクロ経済レポート No.10-215「研究シリーズ：日本経済 人口減少でもデフレは終わるか」参照）。

そこで、2011 年以降、需要が単純に毎年 1%の成長を続けたと仮定して計算すると、2025 年には需要が供給力の天井にぶつかることになる（図表 8。なお、ここでの潜在 GDP は、資本と労働の稼働率が 100%の場合の GDP としているため、定義上 GDP ギャップがプラスの値をとることはない）。

さらに、GDP ギャップと消費者物価ベースインフレ率の過去における平均的な関係を用いて、需要が 1%成長を続けた場合のインフレ率の先行きを試算すると、2025 年には 2.5%と、日本銀行が物価安定の目安として掲げる 0~2%のレンジを上回ってしまう。機械的に計算すると、インフレ率を 1%に抑えるためには、2018 年以降 GDP 成長率を一気に 0.2%にまで抑制しなければならない（図表 9）。

もちろん、1%を超えるインフレが許容されるのであれば、総需要が抑制されなければならないタイミングは先送りされるものの、いつまでも先送りできるわけではない。2010 年代の後半、日本は実質ゼロ成長、あるいはマイナス成長の世界を真剣に考えざるを得なくなるのではないだろうか。

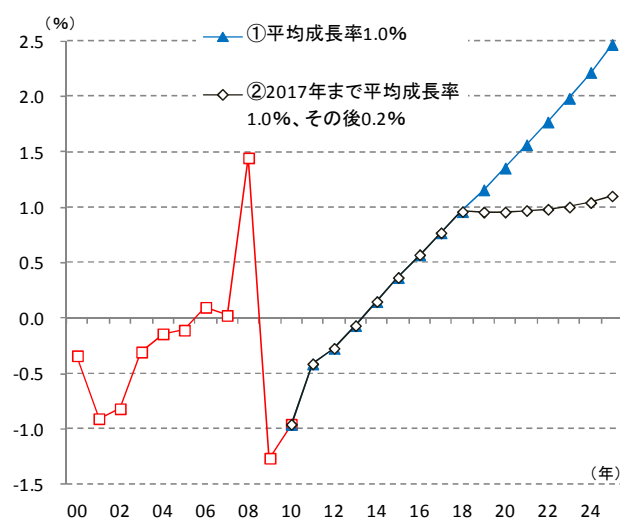
図表 8 GDP ギャップの先行き試算



注: 2011 年以降の実質 GDP 成長率についての前提別に試算。設備投資は実質 GDP の 14%、資本除却率は 4.5%とした。

出所: 各種資料より野村證券作成

図表 9 消費者物価ベースインフレ率の先行き試算



出所: 総務省、その他資料より野村證券作成

II-2 中期経済見通し

労働力不足の影響が鮮明となっていくというシナリオを軸に、日本経済の中長期的な姿を描いてみよう。既に述べたように我々は、供給側からの制約を無視すれば実質需要は今後 10 年間の平均で 1% 程度伸びると考えている。一方、供給側から計算した潜在成長率は 0.2% 程度であるから、大きなショックがなければ日本経済の需給ギャップは徐々に縮小していき、物価の上昇基調が定着する。これが、我々が描くシナリオである。

実際に、実質需要の伸びをおおむね平均 1% 程度とにおいて作成した見通しが、図表 10 の「ベースケース」である。厳密には、人口減少率の拡大を考慮し、時間がたつにつれて需要の伸びは若干低くなると想定している。また、ここでは 2014 年度、2015 年度、2019 年度にそれぞれ 3%、2%、3%ポイントの消費税率引き上げを想定しており、当該年度に実質成長率は下がり、物価は大きく上昇する形となっている。

需給ギャップ縮小に伴い、消費者物価ベースのインフレ率は 2010 年代末に 1% に達すると予想される。実質成長率、インフレ率ともにほぼ 1% ずつであるから、名目成長率は 2% 程度、長期金利はそれに合わせて 2% 台半ばまで上昇する。短期金利については、2015 年度以降引き上げられていくと想定した。

2020 年度までを見ると、低くはあるがプラスの実質成長率と、高すぎないインフレ率で 2% 程度の名目成長を達成している。問題は、2020 年代だ。需要の伸びが供給力の伸びよりも高い状態が続けば、インフレ率も 1% にとどまらず上昇を続ける。一方、日本銀行が設定する物価安定の範囲は、消費者物価指数で見て前年比 0~2% である。我々の試算では、2020 年代半ばにインフレ率はこのレンジの上限である 2% に達する。インフレ率がそれ以上加速しないためには、実質成長率がマイナスにならないとつじつまが合わない。

マイナス成長への移行過程がどのような経路をたどるのかを想像するのは難しい。ここでは、政策的な需要の引き締めを想定し、短期金利の引き上げペースが加速して長期金利とほぼ並ぶとしている。

野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

いずれにしても何らかの形で、2020 年代の後半に、日本が長期的な「マイナス成長」時代に突入する可能性は否定できないのではないかと。

図表 10 日本の中期経済見通し：ベースケース

(%)

年度	名目成長率	実質成長率	消費者物価指数 (生鮮食品を除く) 変化率	コールレート	10年債利回り
2011	-2.3	-0.4	-0.1	0.09	1.2
2012	1.1	1.7	-0.4	0.09	1.5
2013	1.8	1.6	0.1	0.09	1.8
2014	2.4	0.7	2.7	0.09	1.9
2015	2.2	0.8	2.0	0.25	2.0
2016	1.6	1.0	0.5	0.50	2.1
2017	1.7	1.0	0.7	0.75	2.2
2018	1.8	1.0	0.8	0.75	2.3
2019	3.0	0.6	3.3	1.00	2.4
2020	2.0	0.9	1.0	1.25	2.5
2021-25 年度平均	2.3	0.7	1.6	1.75	2.6
2026-30 年度平均	1.8	-0.2	2.0	2.25	2.1

注：金利は期末値。2013 年度までは短期経済見通しを前提としている（金利以外）。

消費税率については、2014 年度に 3%ポイント、2015 年度に 2%ポイント、2019

年度に 3%ポイント、それぞれ引き上げると仮定。

出所：野村證券

図表 11 日本の中期経済見通し：インフレ 1%ケース

(%)

年度	名目成長率	実質成長率	消費者物価指数 (生鮮食品を除く) 変化率	コールレート	10年債利回り
2011	-2.3	-0.4	-0.1	0.09	1.2
2012	1.1	1.7	-0.4	0.09	1.5
2013	1.8	1.6	0.1	0.09	1.8
2014	2.4	0.7	2.7	0.09	1.9
2015	2.2	0.8	2.0	0.25	2.0
2016	1.6	1.0	0.5	0.50	2.1
2017	1.7	1.0	0.7	0.75	2.2
2018	1.8	1.0	0.8	1.00	2.1
2019	3.0	0.6	3.3	1.25	1.7
2020	1.1	0.1	1.0	1.75	1.5
2021-25 年度平均	1.0	0.0	1.0	1.60	1.4
2026-30 年度平均	0.8	-0.3	1.0	1.30	1.1

注：金利は期末値。2013 年度までは短期経済見通しを前提としている（金利以外）。

消費税率については、2014 年度に 3%ポイント、2015 年度に 2%ポイント、2019

年度に 3%ポイント、それぞれ引き上げると仮定。

出所：野村證券

2020 年代の後半は、まだまだ先の話だとの見方もあるかもしれないが、それは一つには、何%のインフレが許容されるかにもよろう。図表 11 の「インフレ 1%ケース」は、インフレ率が、日銀が設定するレンジの中央値である 1%以上に加速しないよう、需要が抑制されると想定したものである。この場合、実質成長率は 2010 年代末からゼロとならなければならない。

加えて、もし労働供給制約からくるマイナス成長を避けたいのであれば、出生率向上や外国人労働者の受け入れなどにより労働供給制約そのものを緩和するか、あるいは技術革新などにより労働生産性を引き上げなければならない。そうした変化をもたらさう改革は、10 年単位での時間がかかろう。上で示した試算は多くの仮定に基づくものであり、幅を持ってみる必要があるものの、我々は既に「マイナス成長」時代を意識しなければならない段階に入っていると言えるだろう。

II-3 欧州債務問題は日本にも波及するのか？

2009 年年末以降、ユーロ圏諸国で政府債務問題が浮上、ギリシャ、アイルランド、ポルトガルに対して金融支援が行われているものの、市場の不透明感はいまだに解消していない。英国や米国でも 2008 年の金融危機以降、財政状況の悪化が注目されている。こうした中で、債務問題が他の国にも波及するという意味合いで、「コンテイジョン (contagion、伝染)」という言葉が頻繁に使われるようになった。日本も、財政赤字の恒常化と政府債務残高の累増が目立っており、コンテイジョンが日本にも及ぶとの見方も出ている。

ユーロ圏の状況を検分すると、コンテイジョンは、二つの経路から懸念されている。一つは、金融システムを通じた経路である。ドイツ、フランス、英国などの金融機関が、ギリシャ、アイルランド、ポルトガル、イタリア、スペインの国債を多く保有しており、損失の発生、そして自己資本比率の低下が市場で懸念されるようになった。また、これらの国の金融機関も自国の国債を多く保有しており、バランス・シートのリスクが懸念されている。

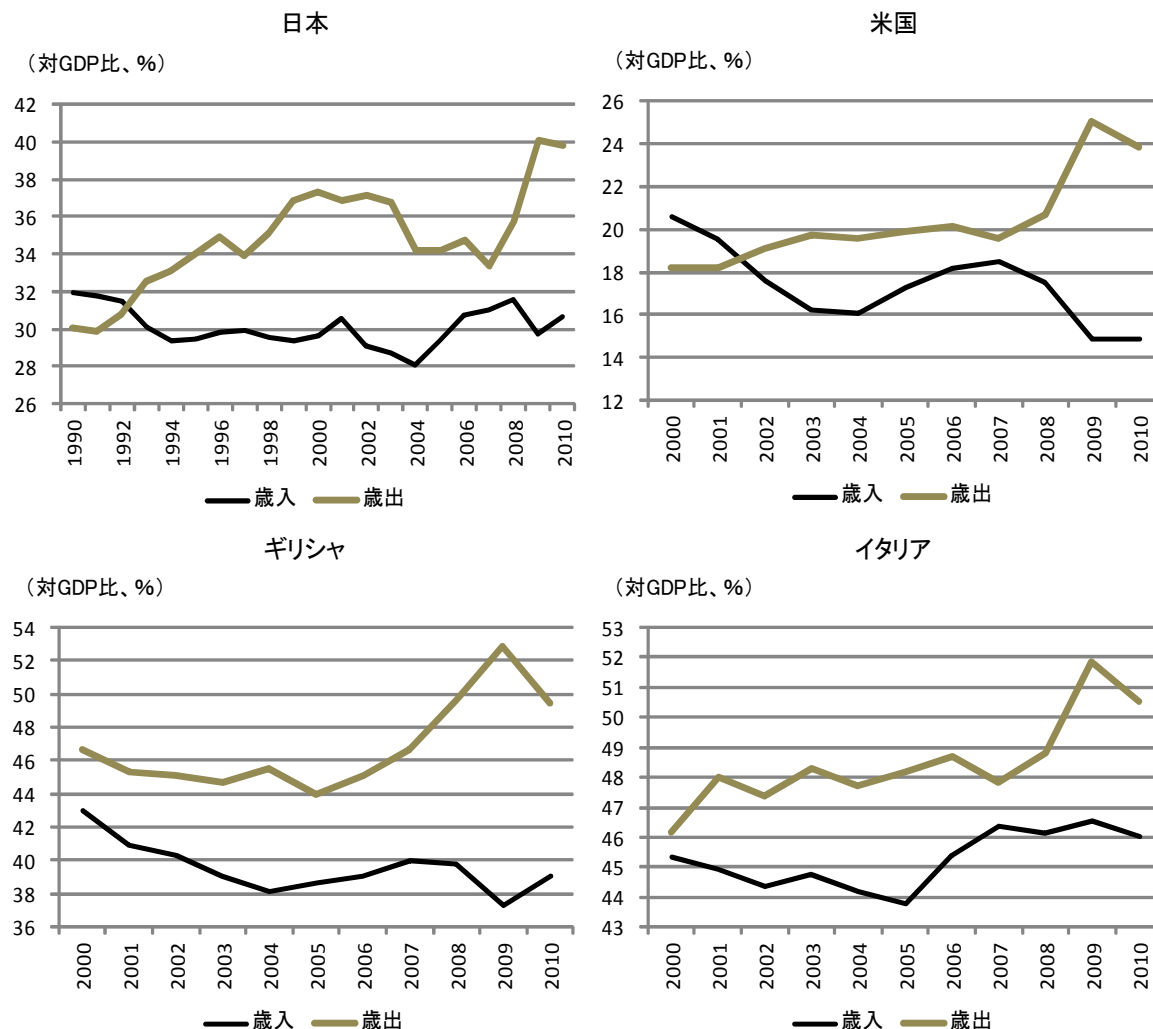
さらに、そうした銀行に対して融資をしている金融機関にもカウンターパーティー・リスクが伴う。金融システムの問題が、欧州内に留まらず、グローバルに広がるのではないかと懸念も出ている。総資産に占める、海外向けのエクスポートのうち、欧州に対するエクスポートが大きい程、コンテイジョンのリスクが高いと言える。日本の金融機関は、欧州に対する融資残高に占めるシェアは 5.8% (2011 年 3 月末) と先進国中最も小さく、金融システムを通じたコンテイジョンのリスクは小さいだろう。

もう一つの経路は、財政状況の悪い国が市場で次々に槍玉に上がり、連鎖的にそれらの国の国債が売られていくケースである。ユーロ圏内では、金融支援を受けたギリシャ、アイルランド、ポルトガルの後、イタリア、スペインの国債が売られ、さらに、ベルギーやフランスの国債も売られるようになった。その結果、資金調達コストが上がり、財政の悪化に拍車がかかることになる。2008 年以降の景気後退を受けて、先進国では軒並み財政状況が悪化するようになったが、日本は群を抜いて政府債務残高 (グロス) の数値が高く、日本へのコンテイジョンの可能性があるとしたら、こちらの経路になると見られる。

市場で問題視されているユーロ圏各国と比較すると、GDP に占める歳入の比率が一定に留まる一方、歳出の比率が高まる、いわゆるワニ口形のチャートを描いているという共通点が見られる (図表 12)。一般的に、景況が悪化すると、失業保険の給付などが増加し、循環的に財政収支が悪化するが、歳出

の内訳を検討すると、景気循環要因以外に、少子高齢化を反映して社会保障関連の支出が増加している（図表 13）。

図表 12 歳出と歳入の推移

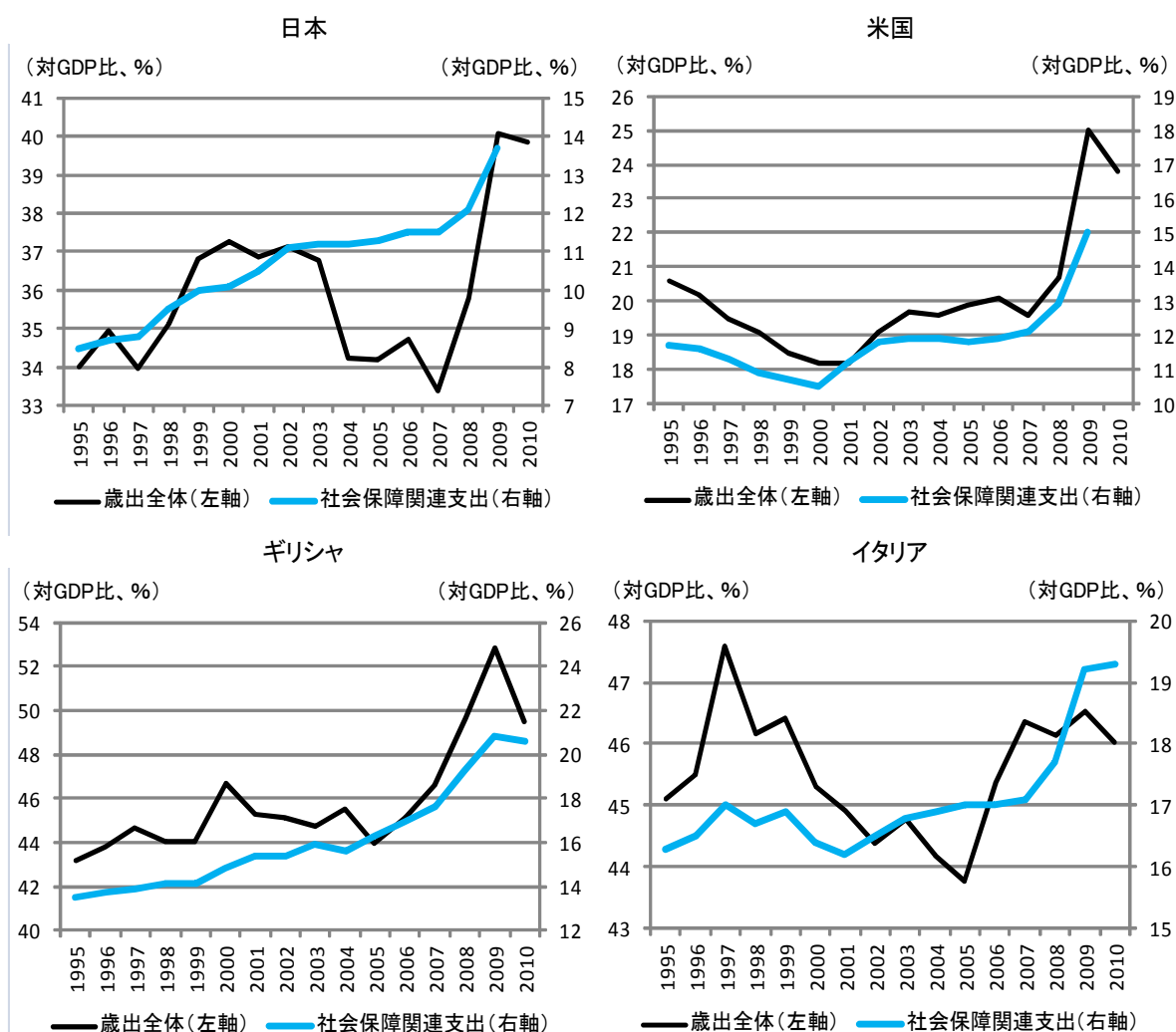


注: 1.米国は連邦政府ベース、それ以外は一般政府ベース(中央政府、地方政府、社会保障基金の合計)

2.日本はバブル経済崩壊後の1990年以降。その他の国は2000年以降

出所: 国際通貨基金(IMF)、米行政管理予算局統計より野村證券作成

図表 13 歳出と社会保障関連支出の増加

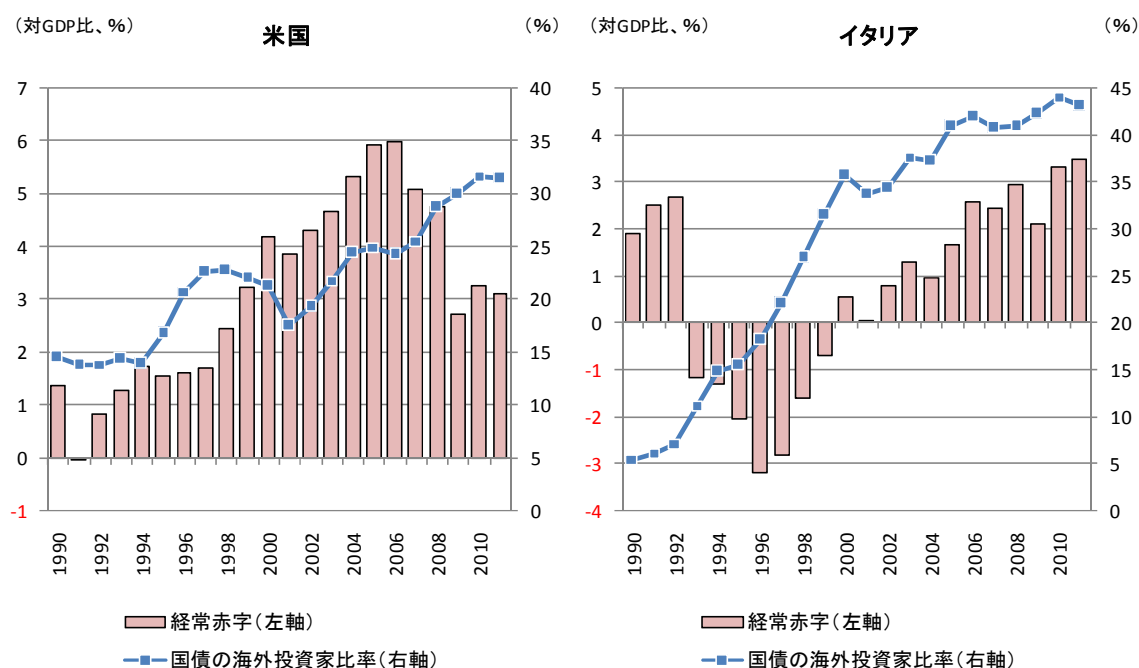


注: 米国は連邦政府ベース、それ以外は一般政府ベース(中央政府、地方政府、社会保障基金の合計)

出所: 国際通貨基金(IMF)、米行政管理予算局、欧州委員会統計より野村證券作成

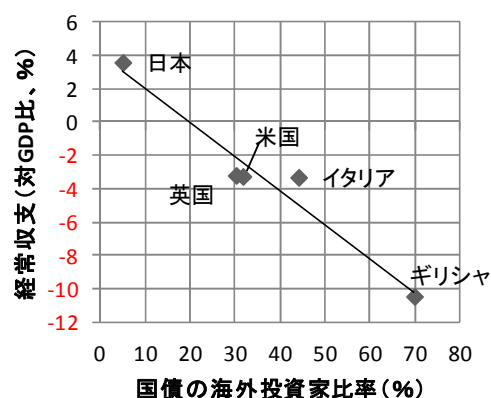
一方で、これらの国との違いも存在する。日本は、経常収支が黒字傾向を維持している。問題とされるユーロ圏諸国は軒並み、経常収支が赤字化している。単一通貨であるため、ユーロ圏内で国債の「持ち合い」が盛んになっている点は加味する必要があるが、経常収支赤字が恒常化している米国を含め、国債の海外投資家の保有比率が高く、赤字の拡大とともにその比率は上がっている（図表 14）。一方、日本の同比率は極めて低いことが指摘できる（図表 15）。これらが、財政指標の数字の悪さに比べて、安定的なファイナンスが行われている一因と見られている。

図表 14 経常赤字拡大とともに増える国債の海外投資家比率



注: 1. 2011 年の経常赤字は国際通貨基金 (IMF) 予測
 2. 2011 年の国債の海外投資家比率は 3 月末の数値
 出所: IMF 及び米財務省、伊中銀統計より野村證券作成

図表 15 経常収支と国債の海外投資家比率



	経常収支 (対GDP比, %)	国債の海外投資 家比率 (%)
ギリシャ	-10.5	69.8
イタリア	-3.3	44.0
米国	-3.2	31.6
英国	-3.2	30.1
日本	3.6	4.9

注: データは 2010 年
 出所: 各国統計より野村證券作成

日本にとって、経常収支黒字によって国債利回りが低く抑えられている間に、プライマリー収支を黒字化し、政府債務残高の増加を阻止できるかどうか、今後の課題となるだろう。プライマリー収支は、歳出から国債利払費と国債償還費を差し引いて算出した財政収支である。通常、プライマリー収支が均衡していると、債務残高は対 GDP 比で増えず、プライマリー収支が黒字化すると債務残高は対 GDP 比で減少する。

政府は、2010 年 6 月に財政運営戦略を閣議決定しており、財政健全化目標として、遅くとも 2015 年度までにプライマリー収支赤字の対 GDP 比を 2010 年度から半減させ、2020 年度までの黒字化を目指している。これを実現するに当たって、財政運営の基本ルールを定めている。歳出増や歳入減をもたらす財政政策を行った場合、新たな安定的な財源を確保することを義務付ける、ペイアズユーゴー原則（ペイゴー原則）を導入している（図表 16）。

図表 16 財政健全化目標

	日本	米国	英国	ギリシャ	イタリア
2010年の財政指標 (対GDP比)					
財政赤字	9.2	10.3	10.3	10.6	4.6
プライマリー収支赤字	8.1	8.4	7.4	5.0	0.1
構造的財政赤字	7.4	7.0	8.9	8.7	3.3
政府債務残高(グロス)	220.0	94.4	79.9	144.9	118.4
財政赤字削減目標	2020年度 (プライマリー収支 黒字化)	2021年度 (財政赤字を対 GDP比2.5%)	2015年度 (構造的財政収支黒 字化)	2014年 (財政赤字を対 GDP比3%以下)	2013年 (財政均衡)
根拠法など	財政運営戦略 (2010年6月に閣議 決定)	2011年財政調整法 (2011年8月成立)	スペンディング・レ ビュー(2011年10月 提出)に基づく各年 度の予算	中期財政戦略 (2011年6月成立)	財政安定法(2011 年11月成立)

注: 財政指標は英国、ギリシャ、イタリアが欧州委員会のデータを使用。日本と米国は国際通貨基金(IMF)のデータを使用
出所: 各種資料より野村證券作成

米国では、ペイゴー原則が 2010 年に法制化されている。さらに、2011 年 8 月に成立した、2011 年財政調整法では、歳出に上限を設ける CAP 制が復活し、新たに財政赤字削減策が制定されない場合、強制的に歳出削減が行われるトリガー原則が法制化された。実際、2011 年 11 月に民主党と共和党による財政赤字削減策提出が失敗に終わったため、トリガー原則が発動する見込みになっている（図表 17）。

また、ユーロ圏に関しては、EU 基本条約において、財政赤字を対 GDP 比 3%以下、政府債務残高を同 60%にすることを求める安定成長協定が定められており、財政ルールとなっていた。しかし、従前のものは、最大で対 GDP 比 0.5%の預託金を EU から課されるだけの制裁措置しか設けられなかった上に、この財政基準を逸脱しても、例外規定などにより、運用上、制裁は一度も発動されず、現在に至る欧州の債務危機を回避することは出来なかった。

図表 17 欧米の財政ルール

	米国	英国	ユーロ圏
財政ルール	①ペイゴー原則: 義務的歳出の増加や歳入欠陥を、その他の義務的歳出の削減か増税によって補うもの。日本でも採用を検討	①コントロール・トータル制: 社会保障給付と利払費を除いた歳出の実質伸び率を、実質GDP成長率以下に抑制する	①安定成長協定の財政基準: 一般政府財政赤字を対GDP比3%以下、一般政府債務残高を同60%以下に抑える
	②CAP制: 裁量的歳出の予算に上限を設定するもの	②ゴールデン・ルール: 政府の借入れ(赤字国債の発行)は投資目的のみに用いる。赤字国債は経常的歳出の財源には充てない	②過大な財政赤字是正の手続き: 景気後退の例外を除いて、上記の財政基準を逸脱した場合、ペナルティーとしてEUが対象国に最大対GDP比0.5%の預託金を課す
	③トリガー原則: 新たに財政赤字削減策が制定されない場合、強制的な歳出削減を義務付け	③サステナビリティ・ルール: 政府債務残高は、景気後退によって危機的レベルに到達しないよう、十分に低い水準(対GDP比40%以下)に留める	
各地域の財政用語	①裁量的歳出: 歳出全体の約1/3。大統領が政策的にコントロールする部分。各省庁ごとに割り振る	①経常歳出: 政府が政策的に各省庁ごとに割り振る。国家公務員給与も、ここに含まれる	一般政府: 中央政府、地方政府、社会保障基金の合計。ユーロ圏では、一般政府のカバレッジで財政収支や政府債務残高などを議論
	②義務的歳出: 歳出全体の約2/3。国債費、社会保障費、国家公務員給与・年金	②投資歳出: 基本的にバランスシート上の固定資産。日本の建設国債発行に基づく公共投資に、国防関係の装備や政府のIT関連施設を含めたもの	
		③プレバジェット: バジェット(本予算、3月を目処にレポート提出)提出前の前年11月にバジェットの叩き台としてプレバジェット・レポートを作成 ④スペンディング・レビュー: 単年度予算を超え、歳出を多年度にわたってコントロールするための報告書	
財政ルール運用の経緯と現状	・ブッシュ(父)政権(共和党)時に1990年の包括財政調整法(OBRA90)によって上記二つの仕組みが導入される	・1990年発足のメージャー政権(保守党)が、財政再建のため、1993年度予算よりコントロール・トータル制を導入	・安定成長協定の財政基準達成がユーロ参加の条件となっている
	・クリントン政権(民主党)は、ブッシュ(父)政権の財政再建路線を維持。1993年の包括財政調整法(OBRA93)で、OBRA90の枠組みを1998財政年度まで延長。1997年の財政調整法でさらに適用期間を2002年度まで延長	・1997年発足のブレア政権(労働党)が、1998年財政法を制定。財政安定化規律(The Code for Fiscal Stability)の制定や、プレバジェット・レポート、スペンディング・レビュー等の予算関連文書の作成を義務づけ	・ただし、1999年のユーロ発足後に多くの参加国で財政基準の超過があったものの、過大な財政赤字是正の手続きが発動されたことはなく、2010年以降の債務危機を招いた
	・ブッシュ(子)政権(共和党)時の2002年度に失効したが、同時多発テロやイラク戦争、景気低迷など当時の情勢から法制化は見送り	・この財政安定化規律を基に、ゴールデン・ルールとサステナビリティ・ルールの二つの財政ルールが設けられた	・EU基本条約を改定し、安定成長協定の厳格化を通じて財政規律を強化することがドイツを中心に提案される見込み
	・2010年2月にオバマ政権(民主党)下で連邦債務上限引き上げとともに、ペイゴー原則を法制化	・2007年のノーザンロック破綻を発端とした金融危機、景気後退の中で、ブラウン政権(労働党)が、2008年度予算よりゴールデン・ルールとサステナビリティ・ルール、スペンディング・レビューを停止	
	・2011年8月成立の2011年財政調整法によって、CAP制が復活、新たにトリガー原則が加わる。財政赤字削減交渉の失敗からトリガー原則発動	・2010年発足のキャメロン政権(保守党・自由民主党連立)が、2015年度までの構造的財政収支の黒字化、政府債務残高をGDP比で減少する目標を掲げる。スペンディング・レビューを復活させ、2014年度までの歳出計画を提示	
		・2011年11月のプレバジェット・レポートで、欧州債務危機を受けた景気下振れを踏まえ、目標達成年度を1年延長し2016年度とした	

出所: 米財務省、英財務省、欧州委員会資料より野村證券作成

そこで、ドイツの提案により、この安定成長協定の財政ルールを強化するための EU 基本条約改定案が提出される可能性が出てきた。日本でも、中期的な財政再建計画とそれを実現するための財政ルールの法制化を進める必要があるだろう。

野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

しかし、いくら財政ルールを定めても、日本が経常赤字に転じ、国債利回りが上昇するようになり、名目成長率を上回ることになると、政府債務残高の削減のハードルが上がってしまう。というのも、分母の名目 GDP の増加ペースを、分子の政府債務残高の増加ペースが上回るため、プライマリー収支が黒字でも、債務残高の対 GDP 比は必ずしも減らないからである（図表 18）。

図表 18 プライマリー収支の性質

プライマリー収支の性質

$$\begin{aligned}\frac{\text{債務残高(来年)}}{\text{名目GDP(来年)}} &= \frac{\text{債務残高(今年)} + \text{利払費} - \text{プライマリー収支}}{\text{名目GDP(来年)}} \\ &= \frac{\text{債務残高(今年)} + \text{利払費}}{\text{名目GDP(来年)}} - \frac{\text{プライマリー収支}}{\text{名目GDP(来年)}} \\ &= \frac{\text{債務残高(今年)} \times (1 + \text{国債利回り})}{\text{名目GDP(今年)} \times (1 + \text{名目GDP成長率})} - \frac{\text{プライマリー収支}}{\text{名目GDP(来年)}}\end{aligned}$$

国債利回り＝名目 GDP 成長率なら

$$\frac{\text{債務残高(来年)}}{\text{名目GDP(来年)}} = \frac{\text{債務残高(今年)}}{\text{名目GDP(今年)}} - \frac{\text{プライマリー収支}}{\text{名目GDP(来年)}}$$

①プライマリー収支均衡(プライマリー収支=0)→債務不変

$$\frac{\text{債務残高(来年)}}{\text{名目GDP(来年)}} = \frac{\text{債務残高(今年)}}{\text{名目GDP(今年)}}$$

②プライマリー収支黒字(プライマリー収支=プラス)→債務減少

$$\frac{\text{債務残高(来年)}}{\text{名目GDP(来年)}} < \frac{\text{債務残高(今年)}}{\text{名目GDP(今年)}}$$

③プライマリー収支赤字(プライマリー収支=マイナス)→債務増加

$$\frac{\text{債務残高(来年)}}{\text{名目GDP(来年)}} > \frac{\text{債務残高(今年)}}{\text{名目GDP(今年)}}$$

国債利回り>名目 GDP 成長率なら

→プライマリー収支黒字でも債務増加もあり得る

国債利回り<名目 GDP 成長率なら

→プライマリー収支赤字でも債務減少もあり得る

出所: 各種資料より野村證券作成

例えば、イタリアを見ると、プライマリー収支は、2010 年で対 GDP 比-0.1%の赤字に過ぎず、ほぼ均衡している。他のユーロ圏諸国と比べても、良好な状態にある。さらに、欧州委員会の 2011 年秋季見通しでは、対 GDP 比 0.9%、2012 年に同 3.1%、2013 年に同 4.4%の黒字となっており、ユーロ圏でも比較的早いタイミングで財政状況が改善していく見通しとなっている。

ところが、この 2011 年秋季見通しでは、イタリアの名目 GDP 成長率は、2011 年が 1.9%、2012 年が 2.0%、2013 年が 2.7%で、現在の同国国債利回りを大幅に下回っている。秋季見通しでは、一般政府債務残高は GDP 比で、2011 年、2012 年は横ばい、2013 年に減少に転じるが、イタリア国債の利回りが 3%以下にならない限り、実際には債務残高は必ずしも減少しない（図表 19）。

ユーロ圏全体で見ても、現在の国債利回りが名目成長率の 11～13 年の見通しより低い国は、ドイツ、オランダ、フィンランドに限られる。財政緊縮から実質 GDP 成長率が低水準に留まり、GDP ギャ

ップの解消が遅れ、デフインフレの状況に陥ると、名目 GDP 成長率が低迷するため、債務削減のハードルが高くなる。そうした国では、債務問題の解消が遅れるリスクに注意したい。

後に論ずるように、我々は日本の経常収支が早晚赤字化するとは見ていない。ただし、近年の日本では、どちらかと言えば名目成長率よりも 10 年国債利回りの方が高い水準にある点には注意が必要である。実質 GDP 成長率を押し上げ、安定的に税収を確保できるかどうか、財政再建への積極的な取り組みとともに、注目点となるだろう。

図表 19 イタリアの経済・財政指標

	実質GDP 成長率 (前年 比、%)	経常収支 (対GDP 比、%)	一般政府 財政収支 (対GDP 比、%)	プライマ リー 財政収支 (対GDP 比、%)	一般政府 債務残高 (対GDP 比、%)
1988年	4.2	-0.9	-11.0	-3.2	90.5
1989年	3.4	-1.7	-11.4	-2.7	93.1
1990年	2.1	-1.9	-11.4	-1.8	94.7
1991年	1.5	-2.5	-11.4	-0.5	98.0
1992年	0.8	-2.7	-10.4	1.3	105.2
1993年	-0.9	1.2	-10.0	2.1	115.6
1994年	2.2	1.3	-9.1	1.5	121.8
1995年	2.8	2.1	-7.4	3.3	121.6
1996年	1.1	3.2	-7.0	3.8	120.9
1997年	1.9	2.8	-2.7	6.1	118.1
1998年	1.4	1.6	-3.1	4.7	114.9
1999年	1.5	0.7	-1.8	4.6	113.7
2000年	3.7	-0.5	-0.9	5.2	109.2
2001年	1.8	-0.1	-3.1	2.9	108.8
2002年	0.5	-0.8	-3.0	2.4	105.7
2003年	-0.0	-1.3	-3.5	1.4	104.4
2004年	1.5	-0.9	-3.6	1.1	103.4
2005年	0.7	-1.7	-4.4	0.1	105.4
2006年	2.0	-2.6	-3.3	1.1	106.1
2007年	1.7	-1.3	-1.6	3.4	103.1
2008年	-1.2	-2.9	-2.7	2.5	105.8
2009年	-5.1	-2.0	-5.4	-0.8	115.5
2010年	1.5	-3.5	-4.6	-0.1	118.4
2011年(予)	0.5	-3.6	-4.0	0.9	120.5
2012年(予)	0.1	-3.0	-2.3	3.1	120.5
2013年(予)	0.7	-2.3	-1.2	4.4	118.7

出所: IMF、予測は欧州委員会 2011 年秋季経済見通し

II-4 国内ファイナンスはいつまで可能か？

仮に日本が、欧州を震源としたコンテイジョンから免れたとしても、それで安心してよいわけではない。抜本的な財政再建策が行われなければ、既に GDP の 2 倍近くに達している政府債務残高は、さらに累増していくことになる。もっとも、日本がどの時点で財政危機に直面するかを予想するのは、容易ではない。政府債務残高が GDP の何%に達すると債務危機が起こるというような一般的ルールが存在しないためだ。

野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

そんな中、マーケットで注目される指標の一つが経常収支である。II-3 で論じたように、日本で財政赤字が顕在化していないのは、債務危機に見舞われている欧州諸国と異なり経常収支が黒字だからと見る向きは多い。逆にいえば、日本の経常収支が赤字化すると、財政危機のリスクが高まるということでもある。

実際、日本の経常収支はいずれ赤字化するとの見方は根強いようである。最大の論拠は、高齢化の進展である。一国の経常収支は、国内資金需給の観点から見れば「貯蓄－（国内）投資」に等しい。一方、高齢世帯では消費支出が所得を上回っているために貯蓄率がマイナスであるから、高齢世帯の比率が上昇すれば日本の家計部門全体の貯蓄が減少し、「貯蓄－投資」であるところの経常収支が減少するというメカニズムは確かに否定できない。

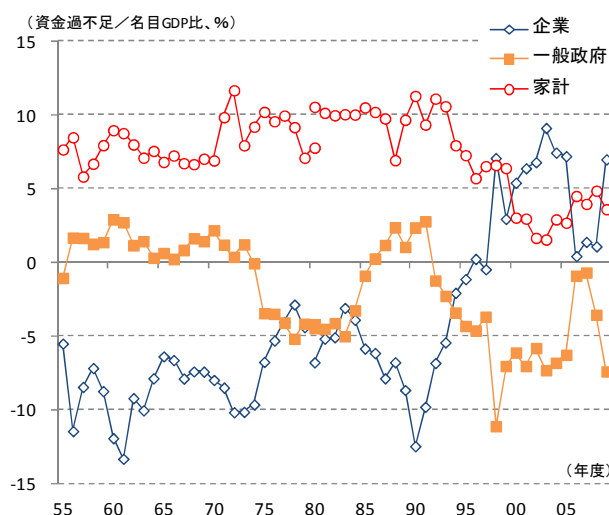
それでも我々は、日本の経常収支はそう簡単には赤字化しないと考えている。主な理由は、（1）高齢化及び人口減少は、貯蓄だけでなく投資も減少させる、（2）高齢化による貯蓄減少の影響は、一般に思われているほど大きくない、の 2 点である。

一国の経常収支は、企業・家計・政府それぞれの部門の資金過不足の合計に等しい。近年、政府部門が慢性的な資金不足状態にあったにも関わらず日本が経常黒字を維持してきたのは、特に企業部門が大幅な資金余剰を生み出してきたからであった（図表 20）。

1990 年代初頭まで資金不足主体であった企業が資金余剰主体に転じたのは、投資の抑制によるところが大きい。そして、企業が投資を抑制している理由は、人口減少を一因として将来の期待成長率が低下したことにある、と我々は考えている。実際、企業部門の資金過不足が余剰から不足へと移る過程は、企業が考える実質期待成長率の低下と並行して進んできた（図表 21）。だとすれば、人口減少が本格化する中、企業部門は今後もしばらく資金余剰主体であり続ける可能性が高いことになろう。

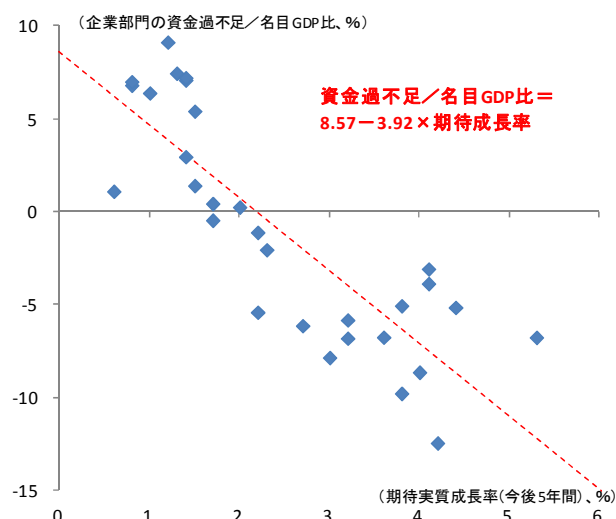
一方、家計の貯蓄率を世帯主の年齢別にみると、65 歳以上世帯の貯蓄率は大きなマイナスとなっている（図表 22）。高齢化の進行は貯蓄をしない家計が多くなることを意味するから、家計全体の貯蓄率も低下するはず、との見解に疑いをさしはさむ余地は小さい。

図表 20 部門別資金過不足



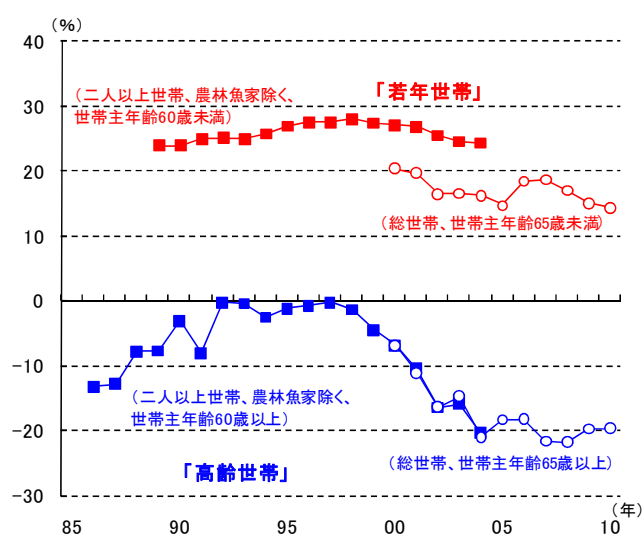
注：ここでの企業部門には非金融法人企業・金融機関の両方を含む。
出所：内閣府より野村證券作成

図表 21 企業の期待成長率と資金過不足の関係



注：ここでの企業部門には非金融法人企業・金融機関の両方を含む。
出所：内閣府より野村證券作成

図表 22 世帯主年齢別の家計貯蓄率



注：勤労者世帯と無職者世帯の貯蓄率を加重平均して算出した。

出所：総務省より野村證券作成

問題は、その影響の大きさである。2004-2010 年の平均でみると、世帯主が 65 歳未満の家計の貯蓄率は 16.3%、65 歳以上世帯の家計貯蓄率は -20.1%であった。ここで、世帯主が 65 歳以上の世帯の割合が 1%ポイント上昇したとしよう。それぞれの年齢層における貯蓄率が変わらないとすると、家計全体の貯蓄率の変化幅は $-16.3\% \times 0.01 - 20.1\% \times 0.01 = -0.4\%$ ポイントとなる。

国立社会保障・人口問題研究所の試算によれば、世帯主 65 歳以上世帯の割合は 2009 年から 2025 年の間に 7.3%ポイント上昇する。つまり、日本の家計貯蓄率は、高齢化により 2025 年にかけて $0.4 \times 7.3 = \text{約 } 2.9\%$ ポイント低下すると計算される。2009 年度の家計貯蓄率は 5.5%であったから、ここを起点とした場合、2025 年まで見ても日本の家計貯蓄率はプラスを維持することになる。

以上の考察に基づいて、日本の経常収支の先行きを中期的な観点から占ってみよう。

家計部門については、既に論じたように、世帯主が 65 歳以上の家計の割合が 1%ポイント上昇すると貯蓄率が 0.4%ポイント低下するという関係を仮定した。2009 年度の貯蓄率は 5.5%であったが、リーマン・ショック後の不況という特殊な経済環境下で生じた一時的な上昇の可能性もあるため、貯蓄率の先行きを計算する際の「発射台」は 2005-09 年度平均である 3.6%とした。また、人口が減少するため住宅投資は長期的に減少するとの想定の下、純固定資産投資はマイナスで推移すると仮定した。

企業部門の資金過不足の先行きを見通すのは難しいが、ここでは図表 22 における期待成長率と資金過不足の関係をそのまま仮定、期待成長率については我々の中期経済見通しのうち、ベースケース(図表 10)を前提とした。ただし、ベースケースのように 2020 年代後半に実質成長率がマイナスになると想定すると、企業部門の資金余剰幅が大幅に拡大してしまうため、ここでは 2025 年代後半の期待成長率は緩やかな減速に留まると仮定した。

政府部門については、2011 年度の資金過不足を「発射台」とし、社会保障給付費、社会保険料、税金の変化のみを考慮することとした。社会保障給付費は「社会保障改革に関する集中検討会議」における推計値に基づき、社会保険料は名目 GDP 成長率と同率で成長、税金は名目成長率に対する弾性値を 1.1 として計算した。

野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

なお、復興関連支出のため、2011 年度の政府部門資金過不足は赤字幅を拡大させると見られるが、その分、復興事業を請け負う企業部門の黒字幅が拡大すると見られる。企業部門についてこの影響を盛り込んでいないため、政府部門についても震災の影響は除くこととし、2011 年度には当初予算の数字を入れた。

家計部門、企業部門、政府部門の資金過不足を合計したものが、経常収支となる。民間部門の黒字が政府部門の赤字を上回ること、経常収支/GDP 比は今後大きく上昇することはないものの、2025 年度まで見通してもプラスが維持されとの結果が得られた（図表 23）。当試算が正しければ、少なくとも当面は、経常収支の赤字化をきっかけとした財政危機は生じにくいことになる。ただしこのことは、日本で今後財政危機が起こらないことを意味するわけではない。なぜなら、経常収支が赤字化しなくとも、政府部門の赤字が続く限り政府債務残高は増加を続けるからだ。

図表 23 日本の経常収支の先行き試算

年度	家計				企業		一般政府				経常収支
	世帯主65歳以上家計割合 %	貯蓄率 %	純固定資産投資 GDP比%	資金過不足(1) GDP比%	期待成長率 %	資金過不足(2) GDP比%	社会保障給付費 兆円	社会保険料 兆円	税収 兆円	資金過不足(3) GDP比%	(1)+(2)+(3) GDP比%
2009	30.8	3.6	-1.0	3.6		7.0				-7.4	3.2
2011							108	60	73	-5.0	
2015	35.6	1.7	-1.5	2.5	1.0	4.7	119	63	78	-5.8	1.4
2020	37.7	0.8	-1.2	1.7	0.9	5.2	130	69	86	-5.8	1.2
2025	38.1	0.7	-1.0	1.5	0.7	5.7	148	77	97	-6.0	1.2

（家計）

世帯主65歳以上家計割合は、国立社会保障人口問題研究所より。貯蓄率は、2005-09年度平均(3.6%)をベースに、世帯主65歳以上世帯割合1%ポイント上昇につき0.4%ポイント低下すると仮定。家計貯蓄/GDP比は、貯蓄率×0.6とした(すなわち家計可処分所得=0.6×GDPと仮定)。一方、世帯数の頭打ち・減少を受け、家計の純固定資産投資はマイナスで推移すると想定。

（企業）

期待成長率の先行きは、野村證券による想定値。資金過不足は、過去の期待成長率との平均的な関係(資金過不足=8.57-3.92×期待成長率)をあてはめて計算。

（一般政府）

社会保障給付費は、「社会保障に係る費用の将来推計について」(2011年6月2日、社会保障改革に関する集中検討会議)を基に、野村見通しの物価見通しの差を調整。社会保険料は、名目成長率(野村證券中期経済見通しの数字を利用)で延長。税収は、2011年度予算の数字をベースに、税収の名目成長率弾性値を1.1と仮定して延長。資金過不足は、2009年度実績をベースに、2011年度にかけては国と地方のプライマリーバランス(2011年度については当初予算)の改善幅と同幅改善、その後は社会保障関係費、社会保険料、税収の変化のみを考慮して延長。

注: 2009、2011 年度の欄には、各部門の資金過不足関連の数字および計算に用いた重要な数字のみを表示。

出所: 内閣府、国立社会保障・人口問題研究所より野村證券作成

この観点から、経常収支と並んで市場で注目されているのが、家計の金融資産残高である。日本の国債価格が安定しているのは、家計金融資産のかなりの部分が金融システムを介して国債購入に充てられているためだとの見方も多い。逆に言えば、政府債務残高が家計の金融資産残高を超えると、家計は国債を買い支えられなくなり、財政危機顕在化のリスクが高まるということになろう。

そこで、政府債務残高および家計金融資産残高についても、先行きを試算してみよう。政府は既に、大型の復興対策を盛り込んだ 2011 年度第三次補正予算と、その財源を定めた復興増税法を成立させている。第三次補正予算では、約 11.6 兆円の復興債が発行されることとされており、復興増税法では、復興債の償還期間を 25 年とすること、所得税などの臨時増税を行い最終的な償還財源とすることなどが規定されている。政府債務残高の計算に際しては、これらも考慮に入れた。名目成長率、長期金利については、我々の中期経済見通しのベースケースとした（図表 10）。

野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル

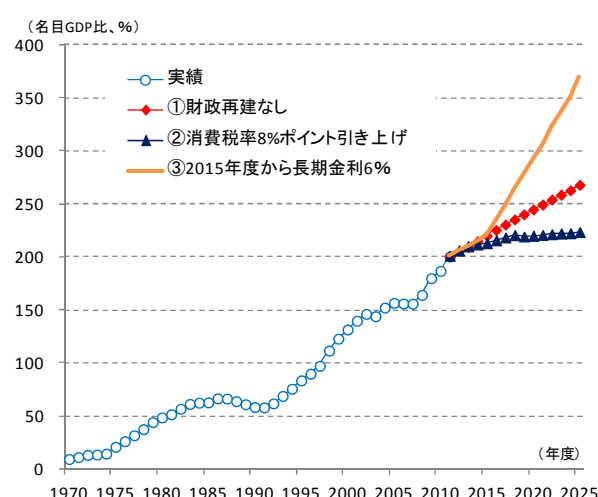
このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

政府債務残高／GDP 比の試算値を見ると、復興財源確保のための臨時増税を除き、消費税率引き上げなどの財政再建策がとられないケースでは、国・地方の長期債務残高／GDP 比は今後も上昇を続け、2024 年に 260%に達するとの結果が得られた（図表 24 の①）。やはり、債務残高／GDP 比を安定させるためには、何らかの抜本的な財政再建策が必要ということだ。2014、2015、2019 年度に消費税率をそれぞれ 3、2、3%ポイント引き上げるケースでは、債務残高／GDP 比の上昇ペースは大幅に緩やかとなる（図表 24 の②）。

次に、家計金融資産残高については、図表 23 の家計部門資金過不足をもとに計算した。定義上、資金過不足は「金融資産の増加額－金融負債の増加額」に等しい。したがって、あとは家計金融負債の変動額を仮定すれば、家計金融資産残高の増加額を逆算できる。ここでは、人口が減少するために住宅需要と住宅ローンは伸びないとの考え方にに基づき、一定の仮定を置いて家計負債の先行きを算出し、金融資産残高を求めた。

家計金融資産残高と国・地方の長期債務残高の金額を比較すると、消費税率引き上げなどの施策が取られない場合、2025 年に後者が前者を上回るとの結果が得られた（図表 25 の①）。財政危機のリスクが高まるのは政府債務残高が家計金融資産残高を超えたときという見方の理論的妥当性は定かではないが、市場参加者の多くがそう考えているのだとすれば、それが実現すると見られる 2020 年代半ばには、財政危機が顕在化するリスクが高まると言えよう。

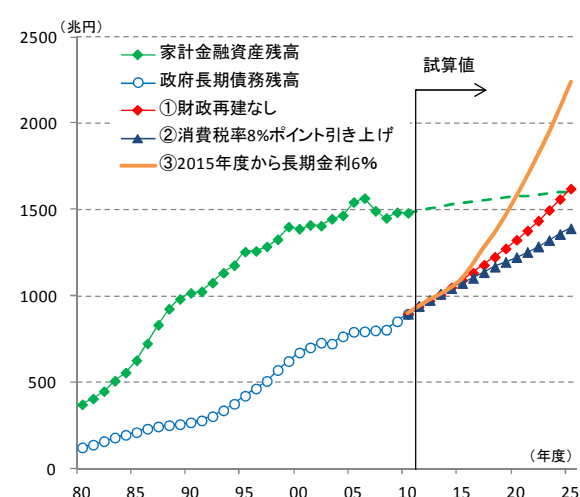
図表 24 国・地方の長期債務残高の先行き試算



注: 「②消費税率 8%ポイント引き上げ」ケースでは、2014 年度、2015 年度、2019 年度にそれぞれ 3%ポイント、2%ポイント、3%ポイントずつ消費税率を引き上げると想定。「③2015 年度から長期金利 6%」ケースは、2015 年度に長期金利 6%に上昇、その後一定と仮定。

出所: 財務省、内閣府資料などより野村證券作成

図表 25 家計金融資産と政府債務残高の試算



注: 「②消費税率 8%ポイント引き上げ」ケースでは、2014 年度、2015 年度、2019 年度にそれぞれ 3%ポイント、2%ポイント、3%ポイントずつ消費税率を引き上げると想定。「③2015 年度から長期金利 6%」ケースは、2015 年度に長期金利 6%に上昇、その後一定と仮定。

出所: 財務省、日本銀行、その他資料より野村證券作成

実際には、市場は両者の逆転が起こるまで待つてはくれないかもしれない。そのかなり前の段階から、財政危機のリスクは強く意識されるようになる可能性が高いのではないだろうか。とすれば、抜本的な財政再建策が実行されない場合、インフレ率および長期金利の上昇とも相まって、2010 年代後半には国債市場で緊張感が高まる可能性も否定できない。もし、市場において日本財政に対する不安が高まり、長期金利が大きく上昇することになれば、そのこと自体が政府債務を大きく膨張させてしまう（図表 24、図表 25 の③）。「マイナス成長」時代は、財政危機のリスクをより強く意識しなければならない時代でもある。

II-5 農業の担い手

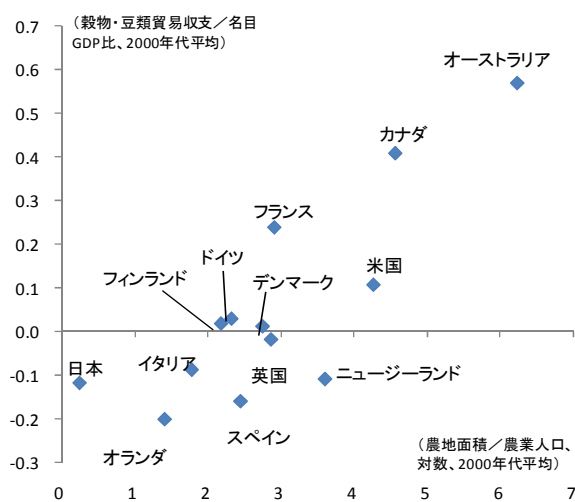
II-1 で我々は、日本が将来、労働力不足問題に直面する可能性を論じた。産業別にみると、その影響が最も極端に表れるのが、日本の農業であろう。

最近の農業に関する議論は、日本の TPP（環太平洋パートナーシップ協定）交渉加盟に関連したものが主であった。確かに、日本の農業保護率は他の先進国と比較しても高い。TPP 参加により輸入農産物に対する関税が撤廃されるようなことになれば、日本農業に対する打撃は避けられないとの見解にも一理あろう。一方、規模の拡大を通じて生産性を引き上げ、仮に関税が撤廃されても生き残れる農業を目指すべきとの見方もある。実際、国際的にみれば、農家の規模が大きい国ほど穀物・豆類の貿易収支が黒字となる傾向を見出すことができる（図表 26）。

ただ、ここでの目的は、TPP 加盟の是非を論ずることではない。むしろ取り上げたいのは、TPP への加盟如何にかかわらず、担い手が見つからないという理由で、日本の農業は近い将来否応なく大規模化を迫られざるを得ないという点だ。

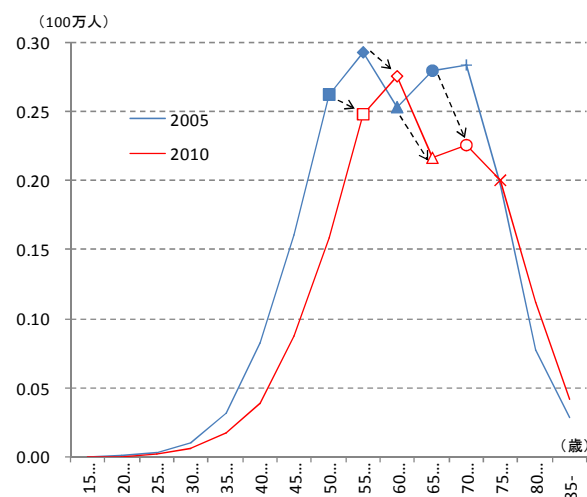
2010 年の農業センサスによれば、ある程度の規模をもつ農家の経営者数は約 160 万人であったが、そのうち実に 66%が、民間企業であれば既に定年を迎えているはずの 60 歳以上の年齢であった。こうした高齢農家が今後も農業を続けられる期間は、おのずと限られるはずである。もちろん、高齢農家の割合が恒常的に高かったとしても、たとえば民間企業で働いていて定年を迎えた多くの人間が農業を始めるといような形で常に外部からの補充があるのであれば、問題は少ないのかもしれないが、この点は、実際には難しそうだ。

図表 26 農地規模と穀物・豆類貿易収支の関係



出所: 国連食糧農業機関(FAO)、国際通貨基金(IMF)より野村證券作成

図表 27 年齢別・販売農家経営者数



出所: 農林水産省より野村證券作成

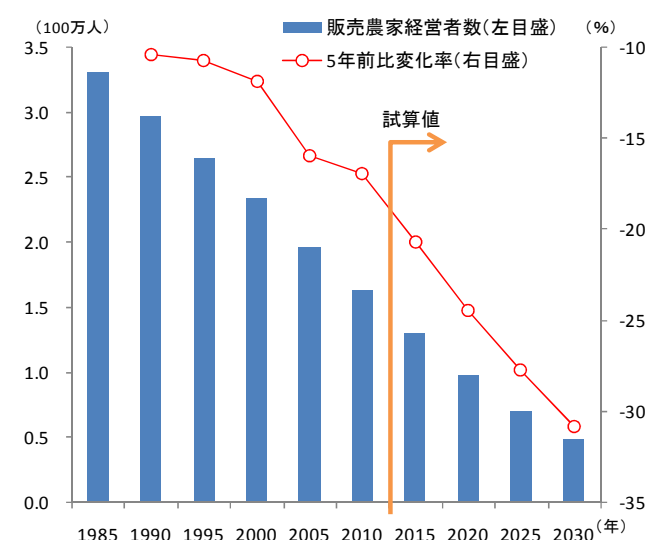
現に、2005 年と 2010 年の農家経営者数を年齢別に比較すると、2005 年に農家を営んでいた人間がそのまま 5 歳年齢をかさねた、あるいはその間にむしろ離農した者の方が多かったことが明確であり、外部からの補充はほとんどなかったことが推察される（図表 27）。現時点で既に農家の多くが高齢者であり、しかも農業外からの補充がほとんどないのであれば、近い将来農家の数が激減する可能性を考えなくてはならない。

そこでここでは、農家経営者数の先行きを簡単に試算してみよう。具体的には、2005 年および 2010 年の年齢別農家経営者のデータより、各年齢層の 5 年間の入職率・離職率を計算し、それをそのまま将来にも当てはめた。一番若い 15-19 歳の層には毎年一定の参入があると仮定し、90 歳以上は全員リタイアするとした。

試算によると、2025 年の農家経営者数は、2010 年の半分以下にまで減少すると結果が得られた(図表 28)。農家の数が半分になるということは、一農家当たりの耕地面積が変わらないとした場合、耕作される農地も半分以下に減少するということである。逆に、農地を維持しようとすれば、一農家当たりの耕地面積は 2 倍に拡大しなければならない。

もちろんこれまでも、農家の規模拡大は政策課題の一つであったし、実際に一戸当たりの耕地面積は増加基調をたどってきた。しかし、2011 年までの 15 年間をみると、一戸当たり耕地面積の増加率は 4 割弱であり、このペースでは今後 15 年間で半減する農家数を打ち消すことはできない(図表 29)。高齢農家のリタイアが本格化する中、経営規模拡大の必要性がこれまで以上に意識されるようになる可能性は高いのではないだろうか。

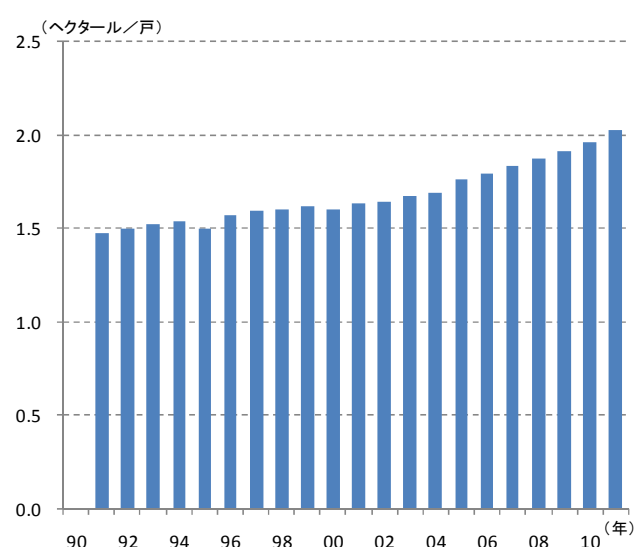
図表 28 販売農家経営者数の先行き試算



注: 2005・2010 年の年齢別販売農家経営者数データより計算した、各世代ごとの 5 年間の入・離職率を、将来にも当てはめて計算した。15-19 歳の経営者数は 2010 年と同じ、90 歳以上は全員リタイアすると仮定して計算した。

出所: 農林水産省より野村證券作成

図表 29 販売農家一戸当たり耕地面積

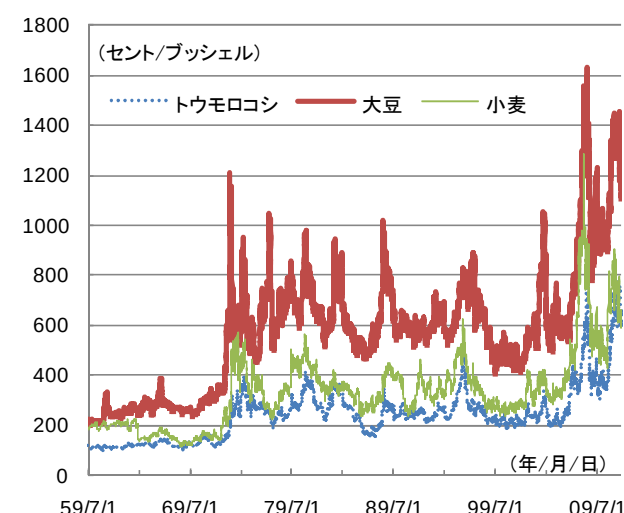


出所: 農林水産省より野村證券作成

II-6 エネルギー・食糧の供給不安

2000 年代に入り、主なコモディティ市況に、やや強い上昇圧力がかかっている。例えば、主要な穀物であるトウモロコシ、大豆、小麦の中心限月先物価格を、2000 年よりも前と 2000 年以降と比較すると、2000 年よりも前は、上昇してもトウモロコシは 1 ブッシェル当たり 5 ドル台、大豆は 12 ドル台、小麦は 6 ドル台が上限となっていた。それが、2000 年以降になると、トウモロコシは 7 ドル台、大豆は 16 ドル台、小麦は 12 ドル台まで上昇している（図表 30）。エネルギーの代表格である原油も、北海ブレント価格の出荷価格が、2000 年よりも前は上昇しても 1 バレル当たり 40 ドル台であったのが、2000 年以降では、140 ドル台まで上昇している（図表 31）。また、穀物も原油も、上値が高まったのと同時に下値も上昇し、2000 年以降、変動域が上方に移行した他、変動幅も拡大している。

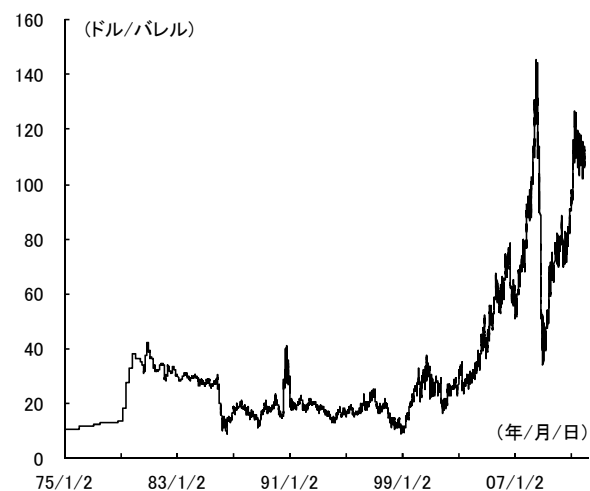
図表 30 主要穀物市況動向



注: いずれもシカゴ商品取引所の中心限月先物価格

出所: ブルームバーグ

図表 31 原油価格の推移



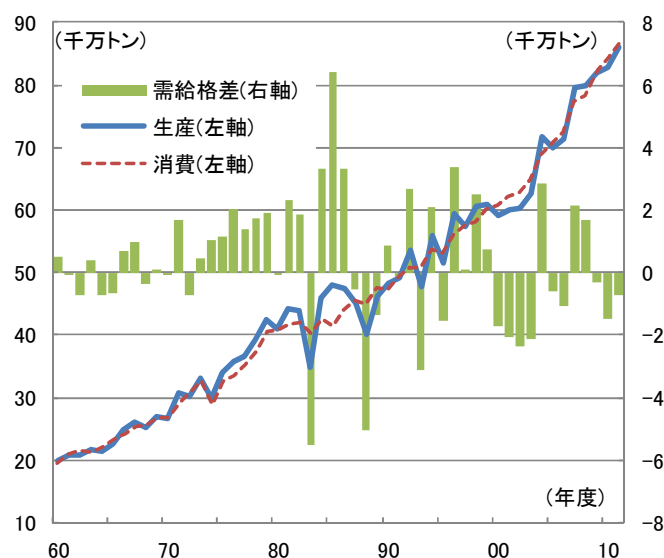
注: 原油価格は、80年2月まではアラビアンライト・スポット価格で、2・5・8・12月の値を各月の第2週に入力。83年5月16日までは同価格の週平均値。その後、83年5月17日以降は北海ブレント価格の日足統計。

出所: 野村総合研究所 Aurora Super Focus Pro、ブルームバーグ

00 年代に入ってからのコモディティ市況動向の変化については、コモディティ市場に投資資金が大きく流入し始めたことも影響していると見られる。ただし、2000 年代に入り、多くの人口を抱える中国やインドなどの国々が、新興国と呼ばれるように、経済の本格的な発展段階に至った。そして、資源などの一次産品の需要が高まっている。新興国の経済発展による、コモディティ需要の増加が、こうした市況変化の背景の中で、重要な部分を占めていると考えられる。需要の増加が投資資金流入の呼び水になったともとらえられるし、コモディティの需要と供給の関係に、大きな変化が生じつつある。コモディティは経済活動において、最初に投入される基礎的な財であり、コモディティの需給、そして、市況動向は、今後の世界経済にとって、重要な要素の一つになる可能性がある。そこで、本稿では、中期的にコモディティ市場がどのような状況になる可能性があるのかを穀物、エネルギーに関して展望する。

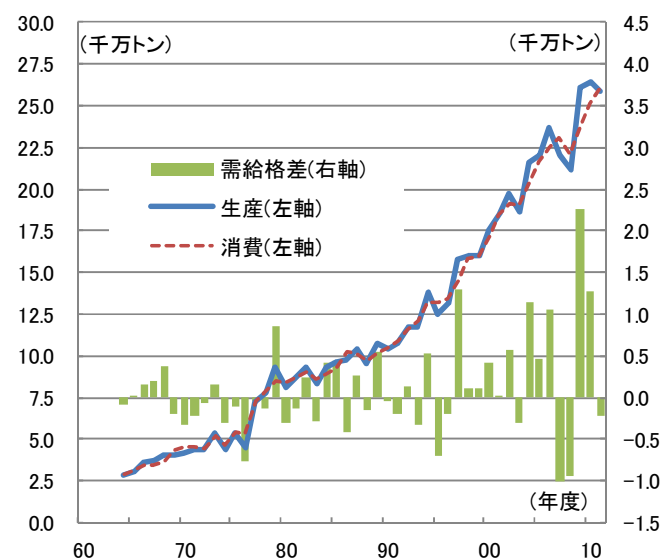
まず、主要穀物と一次エネルギーに関して、過去の世界の需給状況を見ると、主要穀物、一次エネルギー、いずれも過去に供給不足が常態化していた時期は見受けられない（図表 32～図表 35）。2000 年代に入っても、その傾向は変わっていない。近年の穀物は、天候不順による生産の低迷を背景に、供給が不足に陥る状況も発生しているが、天候が改善すれば、十分な供給を確保できる生産能力はありと見られる。また、一次エネルギーに関しては、概ね十分な供給が確保されている。

図表 32 世界のトウモロコシ需給動向



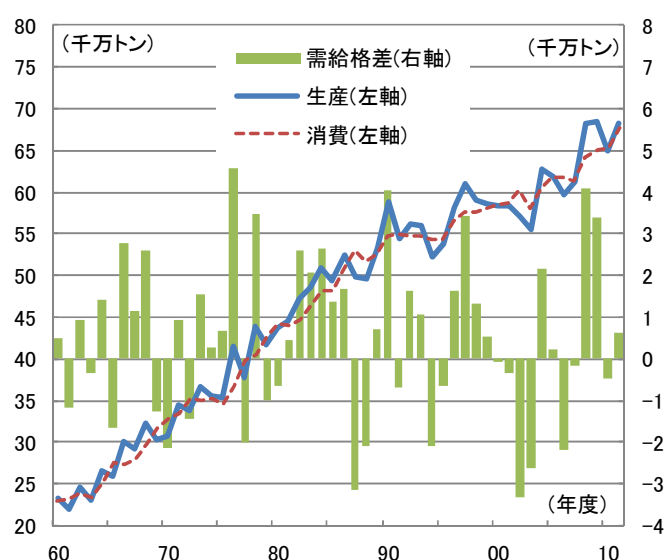
注: 2011/12 年度(グラフの表記は 11 年度)は米国農務省予想。
出所: 米国農務省、ブルームバーグ

図表 33 世界の大豆需給動向



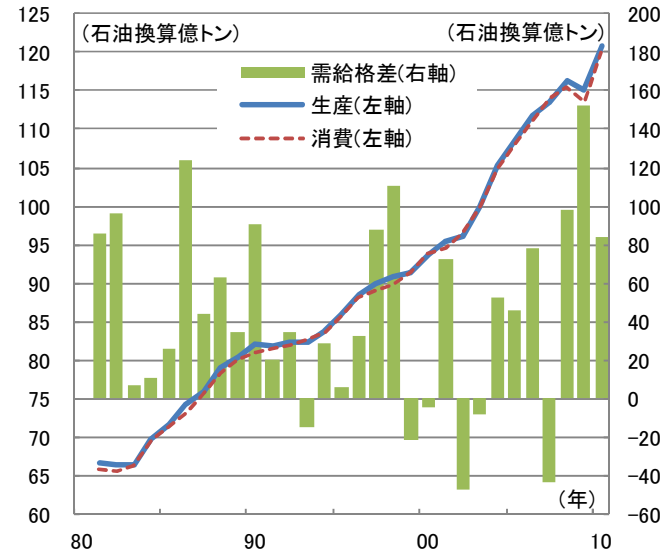
注: 2011/12 年度(グラフの表記は 11 年度)は米国農務省予想。
出所: 米国農務省、ブルームバーグ

図表 34 世界的小麦需給動向



注: 2011/12 年度(グラフの表記は 11 年度)は米国農務省予想。
出所: 米国農務省、ブルームバーグ

図表 35 世界の一次エネルギー需給動向



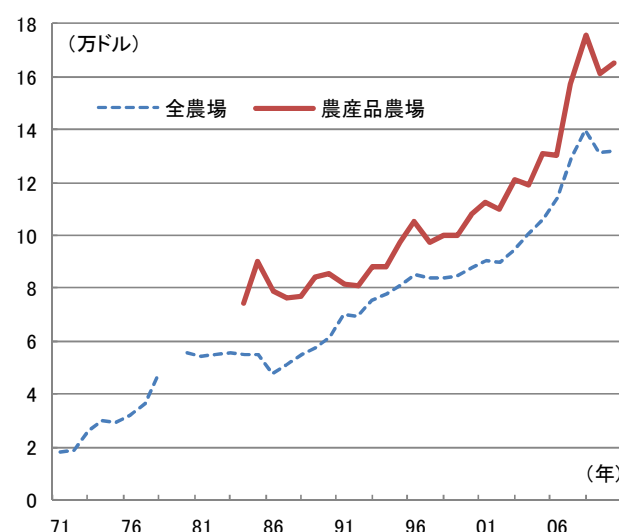
出所: BP 統計

したがって、70 年代前半と現在見られる穀物市況水準の上方への移行は、需給逼迫の強まりを反映したものとは必ずしも言えない。一方、エネルギーに関しては、エネルギー源によって、需給状況が

大きく異なるため、原油価格を一次エネルギー全体の指標として検討することには無理がある。このように、似たような市況動向は発生しているが、穀物市場とエネルギー市場では性格が異なるため、穀物市場とエネルギー市場を分けて、展望を行う。

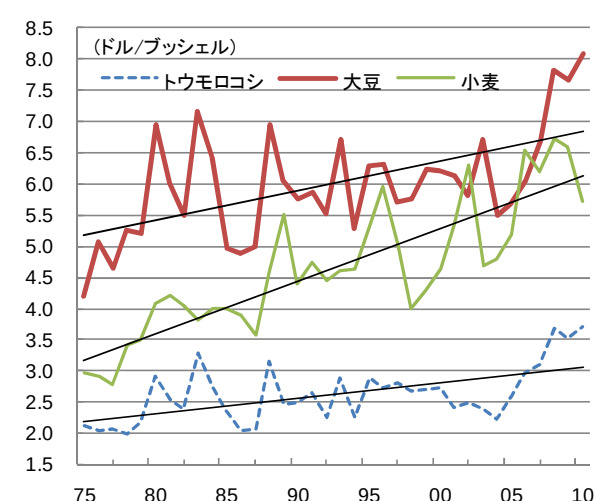
前述の通り、需給がさほど逼迫していない中で、穀物市況の変動水準が 70 年代と 2000 年代に上方へ移行している。生産コストの上昇に、主な要因を見出すことができる。70 年代前半の穀物生産コストの統計が入手困難なため、米国の一農場当たりの生産のための支出額を参考にすると、79 年の統計が不明なものの、71 年から 80 年にかけて増加している（図表 36）。単位当たり生産量の生産コストではなく、また、畜産等の農場も含まれているため、厳密な判断はできないが、第一次石油危機の過程で発生した物価上昇によって、穀物生産に対する投入コストも上昇し、市況水準が高まったと考えられる。その後、80 年代の半ばまでは、支出額は比較的安定しており、コスト面からも市況水準に大きな変化が生じにくかったことがうかがえる。

図表 36 米国の農場生産のための支出額の推移



注：一農場当たりの単純平均支出額。全農場の 79 年の統計は公表されていない。農産品農場の統計は 84 年から公表が開始された。
出所：米国農務省より野村證券作成

図表 37 米国の穀物生産コストの推移



注：各価格の推移に重ねて示した実線は、線形近似線。
出所：米国農務省より野村證券作成

次に、米国農務省から公表されている、米国内のより厳密な穀物生産コストの 75 年からの推移によると、前出の農産品農場の支出額と異なる推移が見られる（図表 37）。支出額が 90 年代以降傾向的に増加しているのに対して、小麦の 1 ブッシェル当たりの生産コストだけがやや似た動きとなっているものの、トウモロコシと大豆の生産コストは 2005 年辺りまで、ほぼ横這いで推移している。この間、単位面積当たりの生産コストは支出額と同様に増加しているが、単位面積当たりの収穫量が拡大し、1 ブッシェル当たりの生産コストが大きく変化していない。つまりこの間は、技術的な生産性の改善が、生産コストの上昇を抑えていたことになる。

状況が変わったのが、2005 年以降である。小麦の生産コストは傾向的な上昇を続けるにとどまっているが、トウモロコシと大豆の生産コストがやや大きく上昇しており、近年の市況水準上昇の要因の一つになっていると考えられる。コスト上昇の主因は、燃料費と土壌改良費の上昇となっている。

生産性を高めるための土壌改良を進めることで、毎年、その費用が高まっている。一方、燃料費の上昇の背景には、原油価格の高まりがある。今後も想定される穀物需要の拡大に対応して、生産性を高めるためには、引き続き土壌改良費が増加して行く公算は大きいと見られる。ただし、単位生産量当たりのコストの上昇を抑えるほどの生産性改善効果は期待できなくなっている。また今後の需要拡大などを背景に、原油価格も上昇して行く可能性が高く、穀物の生産コストは、高まることが想定される。中期的に、生産コストが増加して行くことで、穀物の市況水準は押し上げられていく方向性となる。

そこで、傾向的に増加してきている需要と、拡大する需要に対応するために、土壌改良を毎年強化しなければならない供給との今後の関係を考察してみる。

基本的に穀物は、飼料用も含めて食糧関連向けの需要が中心となっている。したがって、今後の世界人口の推移と、食生活の変化の影響を受ける一人当たり穀物摂取量が、穀物需要の変化の重要な要素となる。一方、生産性の変化、耕作面積の変化等が、生産量に影響を及ぼす。これらの要因に関しては、様々な想定が可能であり、中期的な需給動向を予想することは難しい。そこで参照ケースとして、裁量的な要素を排除し、近年の傾向が続いたとすると、2020 年までの需給動向がどのようなものになるのかを試算した。

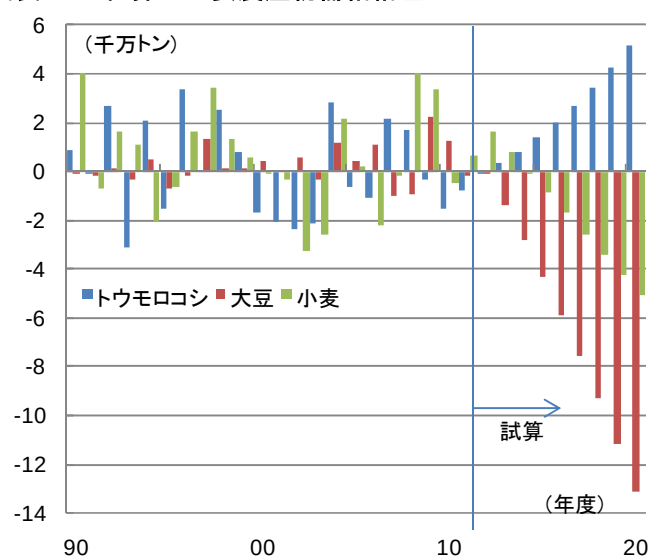
需要面では、国際連合が公表している、世界人口の中位推計見通しを人口の前提とした。そして、各穀物の 2000 年から 2011 年までの一人当たり消費量の年平均伸び率が 2012 年から 2020 年まで続くと想定した。ここで、2011 年の生産量は、米国農務省見通しを採用した。このような前提、想定に基づいて、地域別の需要量を試算し、それらを合計して、世界の各穀物の総需要量とした。

生産面では、2000 年から 2011 年までの年平均伸び率が 2012 年から 2020 年まで続くとして、地域別で生産量を試算し、それらを合計して世界の各穀物の総生産量とした。消費量と同じく、2011 年に関しては、米国農務省見通しを採用した。

以上のように試算した 2020 年にかけての需給格差の推移は、トウモロコシが供給過剰幅を拡大して行く一方で、大豆と小麦は不足幅を拡大して行く（図表 38）。しかも、大豆の不足幅はやや大きなものとなっていく。

この試算結果をもとに考察を加えると、新興国の経済発展が進む中で、食生活の変化が進むと、一人当たり穀物摂取量の伸びが参照値より加速することもあり得る。また、バイオ燃料向けの需要の伸びが加速することも考えられる。ただし、米国新エネルギー法で義務化されているトウモロコシ由来のエタノール使用量も、今後、それほど増加する形とはなっていない（図表 39）。超長期的な時間軸の中では、米国以外の国々においてもエタノールの使用量が増加して行くことも否定できないが、2020 年程度の中期的な期間では、エタノール向けトウモロコシの需要量の増加も、限定的になると見られる（図表 40）。いずれにしても、試算結果よりも需要水準が高いものになる可能性が考慮される。

図表 38 世界の主要農産物需給格差



注: 2011/12 年度(グラフの表記は 11 年度)は米国農務省予想。

出所: 米国農務省、ブルームバーグ、試算は野村證券

図表 39 米国新エネルギー法の再生可能燃料基準

(10億ガロン)

年	総義務量	トウモロコシ由来 エタノール	その他バイオ燃 料	内セルロース系	内バイオディーゼル
08	9.00	9.00	0.00	0.00	0.00
09	11.10	10.50	0.60	0.00	0.50
10	12.95	12.00	0.95	0.10	0.65
11	13.95	12.60	1.35	0.25	0.80
12	15.20	13.20	2.00	0.50	1.00
13	16.55	13.80	2.75	1.00	
14	18.15	14.40	3.75	1.75	
15	20.50	15.00	5.50	3.00	
16	22.25	15.00	7.25	4.25	
17	24.00	15.00	9.00	5.50	
18	26.00	15.00	11.00	7.00	
19	28.00	15.00	13.00	8.50	
20	30.00	15.00	15.00	10.50	
21	33.00	15.00	18.00	13.50	
22	36.00	15.00	21.00	16.00	

出所: 米国政府より野村證券作成

図表 40 米国トウモロコシ用途別需要

(百万ブッシェル)

年度	需要計		飼料等			エタノール		食糧等		
	前年比、%		前年比、%	比率、%		前年比、%	比率、%	前年比、%	比率、%	
02	7903		5563	70.4		996	12.6	1344	17.0	
03	8332	5.4	5795	4.2	69.6	1168	17.3	1369	1.9	16.4
04	8844	6.1	6158	6.3	69.6	1323	13.3	1363	-0.4	15.4
05	9136	3.3	6155	0.0	67.4	1603	21.2	1378	1.1	15.1
06	9081	-0.6	5591	-9.2	61.6	2119	32.2	1371	-0.5	15.1
07	10300	13.4	5913	5.8	57.4	3049	43.9	1338	-2.4	13.0
08	10207	-0.9	5182	-12.4	50.8	3709	21.6	1316	-1.6	12.9
09	11086	8.6	5125	-1.1	46.2	4591	23.8	1370	4.1	12.4
10	11220	1.2	4792	-6.5	42.7	5021	9.4	1407	2.7	12.5
11	11010	-1.9	4600	-4.0	41.8	5000	-0.4	1410	0.2	12.8

注: 11 年度は米国農務省見通し。

出所: 米国農務省より野村證券作成

野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

供給面においては、近年の傾向を伸ばす形で試算しているが、主要生産国である米国では、耕作面積の拡大余地が限られてきている。単位面積当たり収穫量の伸びも、低減してくる可能性がある。ただし、南米等では、耕作面積を拡大する余地が比較的残されていると見られる上に、生産性の向上余地もあろう。供給をより高めることは不可能とは言えない。

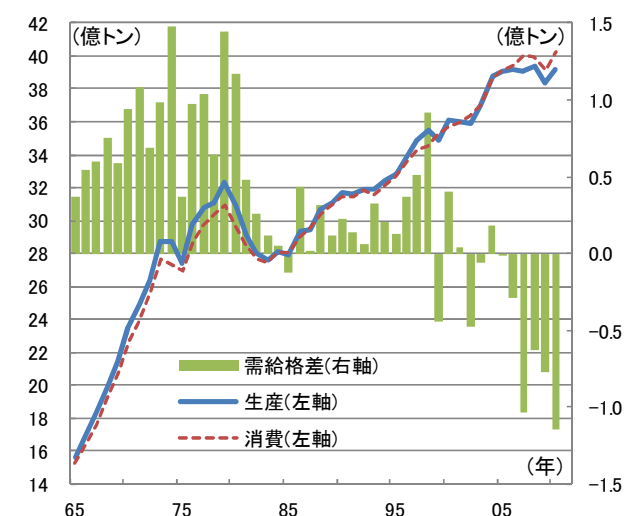
以上の考察も考慮しつつ、まず、単純に試算結果に基づいて、今後の市況動向を考えると、前述した生産コスト上昇の可能性に加えて、大豆と小麦はこれまでなかった需給逼迫を背景にした市況上昇が生じる可能性がある。つまり、供給不足が常態化する中では、供給を上回って消費を行うことは不可能であるため、供給に合わせた消費に抑えるための価格上昇が発生することとなる。一方、トウモロコシに関しては、生産コスト上昇を反映した市況上昇となるが、供給過剰な分、市況の上昇が抑えられることも考えられる。

ただし、トウモロコシと大豆の間では、転作を行うことが比較的容易なため、トウモロコシから、供給がひっ迫し、市況が上昇している大豆へ転作が進むことが考えられる。また、飼料用作物という点では、小麦とトウモロコシの間で、ある程度の代替が可能である。飼料用作物としてはトウモロコシが主流であり、この代替はあくまでも限界的なものにとどまると考えられるが、飼料向け需要が、小麦からトウモロコシへ向かうこともあり得る。したがって、総量的に見た穀物全体の需給が逼迫傾向を強める中では、いずれの穀物市況も、連動性を伴って、しかも、過去と異なり、生産コストの上昇以上に上昇することが想定される。

そして、市況の上昇自体も重要であるが、試算結果は、本来必要とされる需要量を賄えず、供給制約が発生する可能性を示唆している。中期的に重要なのは、生産性を向上させる、あるいは、耕作面積を拡大させるなど、従来のペースを上回る生産の伸びを実現する方策を考えることであろう。個別の国においては、自給を含めて、食糧をどのように調達するかが課題になると言えよう。

次に、穀物の生産コストにも影響を及ぼす、エネルギーに関して、検討を進める。既に一次エネルギー全体としての需給は供給過剰状態が続いていると指摘した。しかし、原油に関しては、2000 年代に入り、供給不足傾向が続き、市況に上昇圧力がかかっていると見られる（図表 41）。直接採掘費用、税金、そして開発コストを合計した生産コストの中で、限界コストと見られる海底油田のコストをやや大きく上回る価格水準が発生している（図表 42、図表 43）。

図表 41 世界の原油需給動向



出所: BP 統計より野村證券作成

野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

図表 42 主要米国石油会社の地域別石油・天然ガス探掘費用

(2009年換算米ドル/原油換算バレル)

	直接探掘費用		生産税		総計	
	2008年	2009年	2008年	2009年	2008年	2009年
米国計	9.85	8.50	4.90	1.78	14.75	10.28
陸上	-	-	-	-	15.24	10.69
洋上	-	-	-	-	12.66	8.83
米国外計	7.51	8.03	3.36	1.79	10.87	9.82
カナダ	11.90	14.38	0.43	0.44	12.33	14.82
欧州	8.69	8.96	3.02	1.79	11.70	10.75
旧ソ連	6.84	7.95	2.18	0.64	9.03	8.59
アフリカ	7.27	7.31	4.12	2.62	11.39	9.93
中東	5.53	5.75	6.31	3.17	11.83	8.92
その他東側諸国	6.21	6.31	4.27	1.56	10.48	7.87
その他西側諸国	4.32	4.36	2.49	1.32	6.80	5.69
世界計	8.62	8.26	4.08	1.78	12.70	10.04

出所: 米国エネルギー省より野村證券作成

図表 43 主要米国石油会社の地域別石油・天然ガス探鉱・開発費用

(2009年換算米ドル/原油換算バレル)

	'06-'08年	'07-'09年	変化率(%)
米国計	29.45	21.58	-26.7
陸上	24.61	18.65	-24.2
洋上	64.53	41.51	-35.7
米国外計	18.93	15.13	-20.1
カナダ	28.08	12.07	-57.0
欧州	61.98	42.32	-31.7
旧ソ連	10.55	13.92	31.9
アフリカ	32.82	35.01	6.7
中東	5.17	6.99	35.2
その他東側諸国	12.57	7.64	-39.2
その他西側諸国	27.60	20.43	-26.0
世界計	24.10	18.31	-24.0

出所: 米国エネルギー省より野村證券作成

先にも言及したように、エネルギー源によって、状況は異なる（図表 44、図表 45）。そこで、エネルギー源別に需給動向を把握すると、原子力、水力、バイオ燃料、その他再生可能エネルギーに関しては、基本的に生産されたものが需要されており、需給は均衡してきた。そして、原油が 2000 年代に入って供給不足傾向を示しているが、天然ガスと石炭が概ね供給過剰状態にあり、一次エネルギー全体では供給過剰状態が続いている。原油は輸送用燃料としての用途が大きく、天然ガスや石炭での代替が難しい。このために、独立して価格形成が行われやすく、近年の価格上昇が生じたと言える。そこで、今後のエネルギー需給動向の検討に際して、エネルギー源別の試算を行った。

穀物需要を考える上では一人当たり摂取量を基準としたが、主に産業で使用するエネルギーに関しては、単位 GDP 当りの需要量である、エネルギー原単位を基準とした。穀物市場と同じように、裁量的な要素を排除し、参照値としての状況を求めるために、2000 年から 2010 年にかけての世界の実質 GDP 年平均成長率、そして、各エネルギーの原単位の年平均変化率が 2011 年から 2020 年まで続くと想定した。ちなみに世界の実質 GDP 成長率は、世界銀行の統計を採用し、今後 2.7%での成長が続く想定とした。

供給に関しては、需要動向や市況動向に左右されて生産能力増強に対する投資が変化するが、単純化するために、供給量の所得弾性値を参照して試算した。各エネルギーの同弾性値を計測し、2000 年

から 2010 年までの平均値が 2011 年から 2020 年まで続くと仮定し、前述の想定成長率を用いて、各エネルギーの今後の供給量を導出した。

以上のような手法で、2000 年代に入ってからエネルギー需給傾向が続いたとして 2020 年までの各エネルギーの需給格差の動向をみると、一次エネルギー全体では引き続き供給不足は生じない結果となった（図表 45）。ただし、エネルギー源ごとに、その状況は異なった（図表 44、図表 45）。天然ガス、石炭、原子力に関しては、一定の供給過剰状態が確保される試算結果となった。しかし、原油、水力、バイオ燃料、その他再生可能エネルギーでは、供給不足状態になる可能性が示唆される結果となった。

このうち、水力とその他再生可能エネルギーは、これまでも消費は供給量を上限としてきた。両エネルギー源は、基本的に電力であり、これは天然ガス、石炭火力発電、あるいは原子力発電で代替することが可能であり、大きな問題にはならないと推察される。

図表 44 エネルギー源別需給動向①

(原油換算百万トン)

年	原油			天然ガス			石炭			原子力		
	供給	需要	需給格差	供給	需要	需給格差	供給	需要	需給格差	供給	需要	需給格差
81	2911.2	2863.0	48.2	1319.0	1309.5	9.4	1852.7	1820.6	32.1	189.2	189.2	0.0
82	2796.8	2770.7	26.1	1320.6	1312.5	8.0	1913.1	1846.9	66.3	207.4	207.4	0.0
83	2759.9	2748.3	11.7	1326.1	1329.0	-2.9	1900.5	1897.7	2.8	233.0	233.0	0.0
84	2815.1	2810.1	5.0	1444.8	1440.0	4.7	1988.8	1983.2	5.6	281.6	281.6	0.0
85	2792.7	2804.7	-12.1	1492.3	1488.3	4.0	2094.9	2056.0	38.9	335.3	335.3	0.0
86	2937.2	2894.1	43.1	1534.5	1503.6	31.0	2144.7	2089.2	55.4	361.3	361.3	0.0
87	2948.2	2946.8	1.4	1610.3	1579.6	30.8	2187.0	2169.0	18.0	392.9	392.9	0.0
88	3070.3	3038.8	31.5	1684.7	1654.9	29.8	2240.1	2231.7	8.3	428.4	428.4	0.0
89	3104.2	3093.0	11.2	1739.1	1729.2	9.9	2280.5	2251.2	29.3	440.5	440.5	0.0
90	3171.8	3148.6	23.2	1790.2	1769.5	20.7	2267.1	2220.3	46.8	453.1	453.1	0.0
91	3161.8	3148.2	13.6	1809.7	1807.5	2.2	2200.5	2196.4	4.1	474.5	474.5	0.0
92	3191.3	3184.8	6.5	1824.4	1817.9	6.5	2196.5	2174.6	21.9	478.3	478.3	0.0
93	3190.3	3158.0	32.2	1858.6	1853.9	4.7	2135.9	2187.6	-51.7	494.8	494.8	0.0
94	3239.1	3218.7	20.5	1882.9	1865.4	17.5	2192.8	2201.9	-9.1	504.0	504.0	0.0
95	3284.4	3271.3	13.0	1910.6	1927.0	-16.4	2266.0	2256.2	9.8	525.9	525.9	0.0
96	3381.6	3344.9	36.7	2001.8	2020.5	-18.7	2306.6	2292.2	14.3	544.8	544.8	0.0
97	3483.2	3432.2	50.9	2005.9	2016.8	-11.0	2349.6	2301.8	47.7	541.1	541.1	0.0
98	3547.1	3455.4	91.8	2053.3	2050.3	2.9	2315.5	2300.2	15.4	550.1	550.1	0.0
99	3482.1	3526.0	-43.9	2107.3	2098.4	8.9	2329.3	2316.0	13.3	571.1	571.1	0.0
00	3611.8	3571.6	40.2	2178.7	2176.2	2.5	2352.5	2399.7	-47.2	584.3	584.3	0.0
01	3601.6	3597.2	4.4	2238.5	2216.6	21.9	2458.9	2412.4	46.5	600.7	600.7	0.0
02	3584.2	3632.3	-48.0	2274.9	2275.6	-0.6	2477.7	2476.7	1.1	610.8	610.8	0.0
03	3701.1	3707.4	-6.3	2362.9	2353.1	9.8	2666.1	2677.3	-11.2	598.5	598.5	0.0
04	3877.0	3858.7	18.3	2431.5	2431.8	-0.3	2893.0	2858.4	34.6	625.2	625.2	0.0
05	3906.6	3908.5	-1.9	2507.8	2511.2	-3.4	3064.4	3012.9	51.6	626.8	626.8	0.0
06	3916.2	3945.3	-29.1	2600.4	2565.6	34.8	3237.1	3164.5	72.6	635.4	635.4	0.0
07	3904.3	4007.3	-103.0	2664.0	2661.3	2.8	3362.4	3305.6	56.8	622.1	622.1	0.0
08	3933.7	3996.5	-62.8	2763.8	2731.4	32.4	3470.3	3341.7	128.6	619.2	619.2	0.0
09	3831.0	3908.7	-77.6	2685.4	2661.4	24.0	3511.8	3305.6	206.3	614.0	614.0	0.0
10	3913.7	4028.1	-114.4	2880.9	2858.1	22.8	3731.4	3555.8	175.7	626.2	626.2	0.0
11	3964.9	4078.0	-113.1	2976.8	2940.2	36.6	3873.4	3698.3	175.1	632.2	631.7	0.6
12	4016.9	4128.5	-111.6	3075.8	3024.7	51.2	4020.7	3846.5	174.3	638.3	637.2	1.1
13	4069.5	4179.7	-110.1	3178.2	3111.5	66.7	4173.7	4000.6	173.1	644.5	642.8	1.7
14	4122.9	4231.4	-108.6	3284.0	3200.9	83.1	4332.5	4160.9	171.6	650.8	648.5	2.3
15	4176.9	4283.9	-107.0	3393.3	3292.8	100.5	4497.3	4327.6	169.7	657.1	654.2	2.9
16	4231.6	4336.9	-105.3	3506.3	3387.4	118.8	4668.4	4501.0	167.4	663.4	660.0	3.5
17	4287.1	4390.7	-103.6	3623.0	3484.7	138.2	4846.0	4681.4	164.6	669.9	665.8	4.1
18	4343.3	4445.1	-101.8	3743.6	3584.8	158.7	5030.4	4869.0	161.4	676.3	671.6	4.7
19	4400.2	4500.1	-100.0	3868.2	3687.8	180.4	5221.7	5064.1	157.6	682.9	677.6	5.3
20	4457.8	4555.9	-98.1	3996.9	3793.7	203.2	5420.4	5267.0	153.4	689.5	683.5	6.0

注: 2011 年以降は試算。

出所: BP 統計、試算は野村證券

しかし、原油とバイオ燃料は基本的に液体燃料であり、用途の大きな部分は輸送用燃料である。電気自動車の普及が急速に本格化するなどして、輸送用燃料の需要が強く抑制されない限り、供給制約が発生しかねない。また、恒常的な供給不足状態は、在庫の取り崩しで需要を賄うことを困難にする。価格の上昇によって、需要が抑制される構造となる可能性がある。

原油に関しては、過去において、需給と価格の間にある程度の安定した関係を見出すことが可能である。そこで、まず、過去の経験に基づいて、試算された需給状況から想定される価格動向を試算した。

図表 45 エネルギー源別需給動向②

(原油換算百万トン)

年	水力			バイオ燃料			その他再生可能			一次エネルギー計		
	供給	需要	需給格差	供給	需要	需給格差	供給	需要	需給格差	供給	需要	需給格差
81	391.5	391.5	0.0							6663.5	6577.5	86.0
82	407.2	407.2	0.0							6645.1	6548.4	96.7
83	426.0	426.0	0.0							6645.4	6638.2	7.3
84	440.3	440.3	0.0							6970.6	6960.2	10.5
85	447.9	447.9	0.0							7163.1	7137.5	25.6
86	453.6	453.6	0.0							7431.4	7307.5	123.8
87	461.3	461.3	0.0							7599.7	7555.7	44.0
88	473.4	473.4	0.0							7896.9	7833.5	63.4
89	472.1	472.1	0.0							8036.3	8001.7	34.6
90	489.0	489.0	0.0				28.1	28.1	0.0	8199.4	8108.7	90.7
91	499.8	499.8	0.0				29.7	29.7	0.0	8175.9	8156.0	19.9
92	500.4	500.4	0.0				31.6	31.6	0.0	8222.5	8187.6	34.9
93	530.2	530.2	0.0				32.9	32.9	0.0	8242.7	8257.5	-14.7
94	533.0	533.0	0.0				34.6	34.6	0.0	8386.5	8357.6	28.9
95	561.4	561.4	0.0				36.1	36.1	0.0	8584.4	8577.9	6.5
96	569.3	569.3	0.0				37.7	37.7	0.0	8841.8	8809.5	32.3
97	578.7	578.7	0.0				40.9	40.9	0.0	8999.3	8911.6	87.7
98	586.9	586.9	0.0				43.7	43.7	0.0	9096.7	8986.6	110.1
99	592.4	592.4	0.0				47.5	47.5	0.0	9129.8	9151.4	-21.7
00	599.4	599.4	0.0	9.2	9.2	0.0	42.0	42.0	0.0	9377.8	9382.4	-4.6
01	585.1	585.1	0.0	10.1	10.1	0.0	43.5	43.5	0.0	9538.4	9465.6	72.8
02	596.2	596.2	0.0	11.9	11.9	0.0	48.5	48.5	0.0	9604.2	9651.8	-47.6
03	595.9	595.9	0.0	14.8	14.8	0.0	50.8	50.8	0.0	9990.1	9997.8	-7.7
04	633.3	633.3	0.0	16.5	16.5	0.0	58.0	58.0	0.0	10534.5	10482.0	52.6
05	658.6	658.6	0.0	19.9	19.9	0.0	63.1	63.1	0.0	10847.3	10800.9	46.3
06	684.4	684.4	0.0	25.7	25.7	0.0	66.9	66.9	0.0	11166.1	11087.8	78.4
07	696.5	696.5	0.0	34.5	34.5	0.0	71.2	71.2	0.0	11355.0	11398.4	-43.4
08	724.7	724.7	0.0	46.3	46.3	0.0	76.0	76.0	0.0	11634.1	11535.8	98.3
09	736.3	736.3	0.0	52.1	52.1	0.0	85.3	85.3	0.0	11515.9	11363.2	152.7
10	775.6	775.6	0.0	59.3	59.3	0.0	99.4	99.4	0.0	12086.3	12002.4	84.0
11	789.0	795.2	-6.2	70.3	71.7	-1.4	103.9	106.6	-2.6	12410.6	12321.6	89.0
12	802.6	815.3	-12.6	83.5	86.8	-3.3	108.7	114.3	-5.6	12746.6	12653.2	93.5
13	816.5	835.8	-19.3	99.1	105.0	-5.9	113.7	122.6	-8.9	13095.3	12998.0	97.2
14	830.6	856.9	-26.3	117.6	127.0	-9.5	118.9	131.5	-12.5	13457.3	13357.2	100.1
15	845.0	878.6	-33.6	139.5	153.7	-14.2	124.4	141.0	-16.6	13833.5	13731.9	101.7
16	859.6	900.8	-41.2	165.6	186.0	-20.4	130.1	151.2	-21.1	14225.0	14123.4	101.7
17	874.4	923.5	-49.1	196.5	225.1	-28.5	136.1	162.2	-26.1	14633.0	14533.3	99.7
18	889.5	946.8	-57.3	233.3	272.3	-39.1	142.4	174.0	-31.6	15058.7	14963.6	95.1
19	904.9	970.7	-65.8	276.8	329.5	-52.7	149.0	186.6	-37.6	15503.6	15416.4	87.3
20	920.5	995.2	-74.7	328.6	398.7	-70.1	155.8	200.1	-44.3	15969.5	15894.2	75.3

注:

2011 年以降は試算。

出所: BP 統計、試算は野村證券

北海ブレント出荷価格の年平均値を被説明変数とし、消費量、需給比率、そして、第二次石油危機ダミーを説明変数とした、比較的単純な構造の原油価格関数を推計した(図表 46、図表 47)。推計結果では、決定係数等は比較的良好なものを得られた一方、ダービン・ワトソン値が系列相関の有無を判定できない水準となっているため、あくまでも参考として扱わなければならないが、試算された 2020 年までの需給動向を使用して、2020 年までの価格動向を試算した。2020 年の平均価格は、1

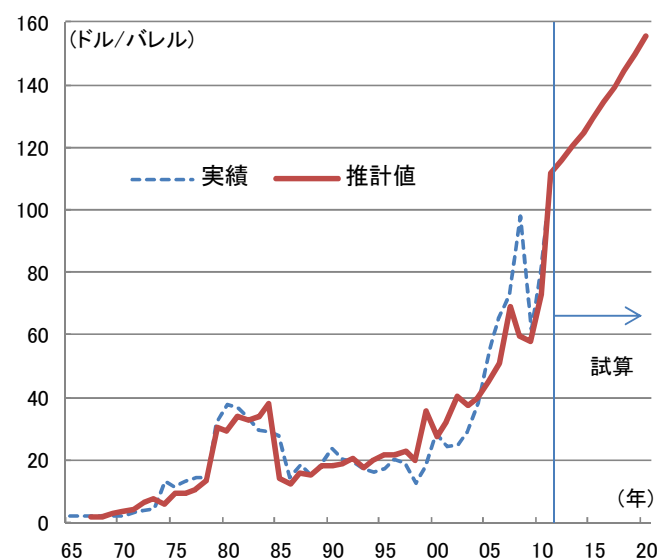
バレル当たり 155.31 ドルと導出された。あくまでも参考として幅を持って考えなければならないが、年間平均価格で、1 バレル当たり 150 ドル台の後半へ上昇する可能性が示唆された。

試算結果はこのようになったが、ここで考慮しなければならないのは、在庫の存在である。過去の経験では、あくまでも短期的な供給不足が在庫の取り崩しで相殺される中での価格形成が行われていた。しかし、試算された恒常的な供給不足の下では、在庫の取り崩しは困難、あるいは、在庫自体がない状況となる。つまり、在庫という調整項目がない場合には、供給制約が生じる。強制的に需要量が供給量の水準に抑えられることになるため、より高い価格水準が形成される可能性がある。結果的に世界の経済活動が制約を受けることになりかねない。

今後、一次エネルギーのうち、原油に関しては、供給面において、近年の傾向を上回る開発の促進が必要とされる。需要面では、より燃費効率の良好な輸送機械の開発が求められる。あるいは、原油に由来するような液体燃料に代わる燃料を使用する輸送機械の開発を進めることも重要であり、また、現状使われていないような新たな代替燃料の研究も考慮しなければならない。

以上、主要穀物とエネルギーに関して、2020 年に向けた市場動向の展望を試みた。あくまでも近年の傾向を先伸ばしする形での展望であり、幅を持って、参考としてとらえる必要があるが、現状の経済活動の延長線上では、穀物、エネルギーでは、供給制約が発生しかねない。現状の経済活動が脅かされる危険性がある。

図表 46 北海ブレント価格の推計結果



注: 推計の詳細は図表 47 を参照。

出所: BP 統計、トムソン・ロイター・データストリームより野村證券作成

図表 47 北海ブレント価格の推計結果

(各説明変数の上段は係数、下段はt値)

推計期間	定数項	世界原油 需要	世界原油 需給比率	第二次石 油危機 ダミー	決定係数 D.W.比
1967年～2011年	-29.96	3.72	13.06	1.09	0.89
	-8.80	9.85	3.62	7.26	1.26

注: 北海ブレント価格は出荷価格。

世界原油需要と供給は BP 統計発表の年間量。

世界原油需給比率は需要量を供給量で除したものの。

第二次石油危機ダミーは 79 年から 84 年を 1 とし、それ以外の期間を 0 とした。

被説明変数の北海ブレント価格と世界原油需要、世界原油需給比率の自然対数で推計を行った。

決定係数は自由度修正済み。

D.W.比:ダービン・ワトソン比

2011 年については、北海ブレント価格は 11 月 24 日までの平均値、その他は、本文中で説明した試算値を使用した。

出所: BP 統計、トムソン・ロイター・データストリームより野村證券作成

少し具体的な状況を想定してみる。まず、分かりやすい例として、原油価格の上昇から発生するガソリン価格の上昇を挙げる。

今回試算結果として 1 バレル当たり 155.31 ドルが得られた。過去の似たような状況としては、2008 年 7 月に、北海ブレント価格が 146.08 ドルを記録している。この時期に、レギュラーガソリンの全国平均価格は、1 リットル当たり 185.10 円の高値を記録している。為替レートの状況によって、若干の違いは生じると見られるが、150 ドル台後半の原油価格は、1 リットル当たり 180 円を相当程度超えるレギュラーガソリン価格をもたらす可能性がある。2011 年 12 月時点のレギュラーガソリン価格は 140 円程度であるから、約 30%の上昇である。この状況が一時的ではなく、恒常化することになる。

原油価格の連続した上昇は、高いインフレ率の継続を意味する。しかも、供給不足が定着した中では、インフレの高進だけではなく、ガソリン等の燃料が手に入らなくなる。物流の多くを自動車輸送に頼っている今日において、経済活動が強く制限されることになる。

穀物に関しても、近年行われている食品価格の実質的な値上げから、示唆を得られる。景気が不安定な中で、小売り段階の表示価格を引き上げることは困難である。そこで、表示価格の引き上げは行われていないが、一つの食品パッケージの中の量が減らされている。穀物が原料となる味噌、醤油などで実際に実施されている。

食品パッケージの販売個数が変わらなければ、名目の売上高に変化は生じないが、味噌、醤油などの絶対的な生産水準は減少する。実質 GDP 水準を押し下げる要因となる。しかも、供給不足が定着した場合には、価格要因ではなく、原料の量的な要因から生産水準が押し下げられることとなる。

このように、試算結果に基づくと、高いインフレ率の下で、状況いかんでは、実質成長率がマイナスになる可能性が懸念される。しかも、この場合には、価格上昇から発生する需要減退による、マイナス成長だけではなく、量的な供給制約から生産が押し下げられるという、これまでにない経済状況が想定される。

既にこうした状況を見越した形で、中国は、海外でのエネルギー権益の確保、農業への出資を行っている。国ごとの対応策の検討も必要であるが、コモディティのような一次資源に関しては、国際的に協調した対応が要求されることとなる。

III. 日本は変わるか

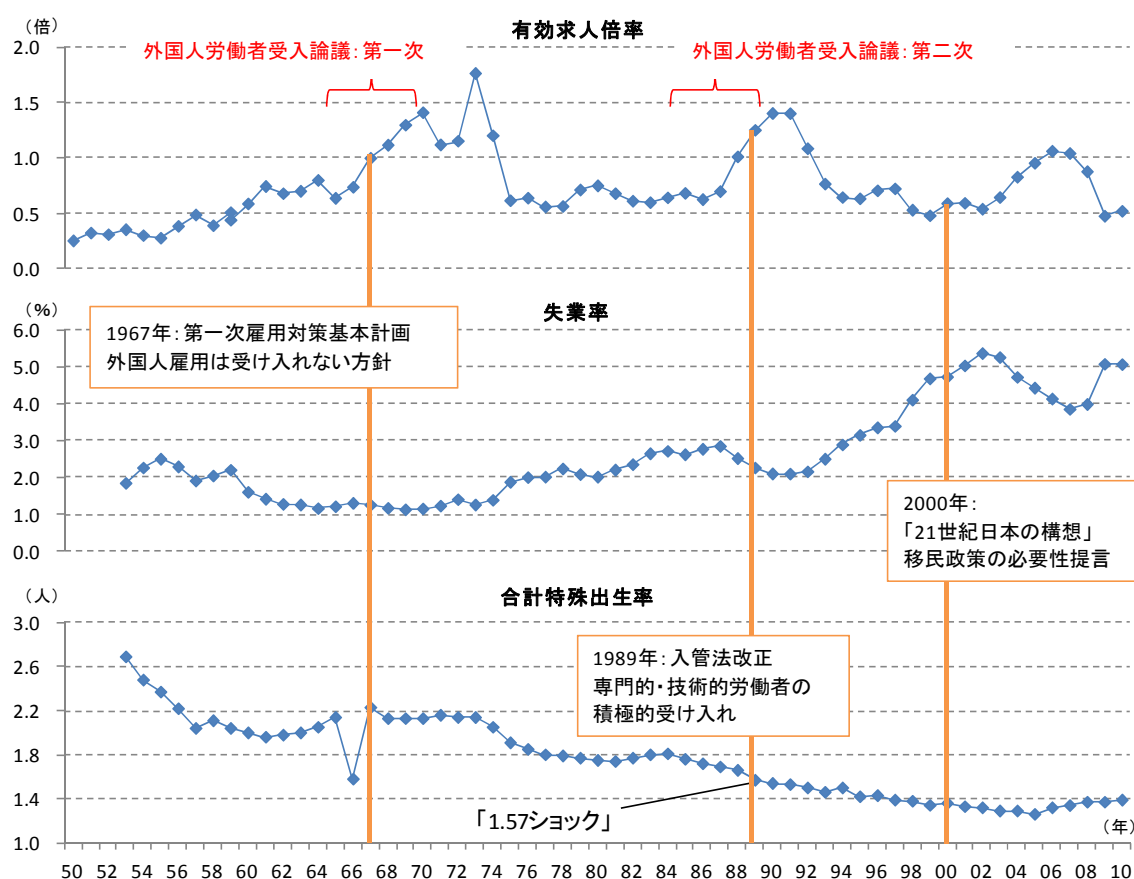
III-1 外国人労働者をめぐる議論を例に

第 II 章にて我々は、日本が「マイナス成長」時代に直面する状況が考えられる中で様々な問題を見た。日本がこれらの問題に直面するのは、これまで改革を先送りしてきたことの結果でもある。果たして日本では今後、改革が進むようになるのだろうか。

将来改革が進むか進まないかを予想するのは極めて困難であり、もはや経済予測の領域を超えているとさえ言えるだろう。それでもあえて、日本が改革を進めるか否かを考えようとした場合に参考となるのは、外国人労働者の受け入れを巡る過去の議論である。

日本では過去に何度か、外国人労働者の受け入れを巡る議論が活発になった時期があった。それらはいずれも、その当時および先行きの労働市場と関係していた。

図表 48 労働市場・出生率と外国人受け入れ政策の推移



出所: 厚生労働省、総務省より野村證券作成

戦後の日本で、最初に外国人労働者の受け入れを求める声が高まったのは、筆者が認識できた限りでは 1960 年代後半だ。高度成長下にありながら、日本の有効求人倍率は長い間 1 を下回っていたが、

1967 年に同比率が初めて 1 を上回ったように、当時労働力不足傾向が明確となったため、産業界から外国人労働者受け入れの要望が強まっていたようである（図表 48）。

しかし、同じく 1967 年に政府が打ち出した第一次雇用対策基本計画において確認されたのは、外国人雇用は受け入れないという方針であった。その後、1973 年の第二次雇用対策基本計画、1976 年の第三次雇用対策基本計画においても、外国人労働者を受け入れない方針が明確にされた。

国内にはまだ活用すべき労働力が残されているというのがその理由であったようだ。実際、II-1 でも見たように、当時の日本の人口動態は、失業率を毎年 1%ポイント以上押し上げる方向に寄与していた。何らかのはずみで新たな職が生み出されなくなると、大量の失業が生まれるとの懸念は強かったのかもしれない。また、当時の合計特殊出生率はまだ 2 を上回っており、将来的な人口減少や労働力不足の可能性もまだ念頭になかったと考えられる。

その次に外国人労働者の受け入れ議論が高まったのは、1980 年代後半のバブル期である。1970 年代半ば以降 1 を下回っていた有効求人倍率は、1988 年に再度 1 を上回った。1960 年代後半と同様、労働需給のひっ迫感が強まっていたと見られる。

この、外国人労働者の受け入れ議論のいわば「第 2 ラウンド」は、1988 年の第六次雇用対策基本計画において、専門的・技術的労働者限定ではあるが外国人労働者を積極的に受け入れる方針が打ち出されるという形で結実することになる。政策変更に対応するため、翌 1989 年には入国管理法が改正され、在留資格の整備・拡充が行われた。

1960 年代後半の「第 1 ラウンド」において実現しなかった政策変更が、1980 年代後半に実現した理由は多々あろうが、国内の過剰人口問題がそれほど意識されなくなっていたことも一因かもしれない。むしろ、1989 年の出生率が、いわゆる「ひのえうま」だった 1966 年の 1.58 を下回った（「1.57 ショック」）ことに象徴されるように、将来の高齢化・人口減少が現実的なものとして意識され始めた時期であったのではないだろうか。

出生率が低下基調をたどる中、バブル崩壊後も外国人労働者受け入れに関する議論は続けられた。たとえば、故小渕首相の諮問機関であった 21 世紀日本の構想懇談会は、2000 年にまとめた最終報告書の中で、少子高齢化などの環境変化の中で日本が活力を維持するための一つの方策としての移民政策の必要性に言及し、国内に波紋を広げた。

しかし、1989 年の入国管理法改正ほどの具体的な方針転換が行われるまでには至らなかった。その背景にあったのは、国内の雇用情勢が依然厳しいという認識であろう。1980 年代までは 2%そこそこであった失業率は、2000 年代の前半には 5%に達している。

こうした、戦後の日本における外国人労働者をめぐる議論は、以下のように整理することができよう。すなわち、1960 年代後半には、①足元の労働需給は逼迫していたものの、②将来の労働供給超過が懸念されたため、外国人労働者を受け入れる方向への政策転換は行われなかった。1990～2000 年代には、①足元の労働需給が緩和していたため、②将来の労働供給不足が懸念されていたながらも、大きな政策転換は行われなかった。一方、1980 年代後半には、①足元の労働需給が逼迫し、なおかつ②将来の労働供給超過に対する懸念が後退したために、入管法改正が実現した。

1989 年の入管法改正は、反対論が根強い中でも、条件さえ整えば日本でも改革が進み得ることを示しているように思える。問題が認識されてもなお、日本は改革を全く進めることができないと考えるのは、やや悲観的にすぎないだろうか。

加えて、我々が想定するように、今後人口減少に伴い労働需給が逼迫してくるのであれば、①実際に足元の労働需給が逼迫し、なおかつ②将来においても労働供給不足が懸念されるという意味で、入管法の改正にまで至った 1980 年代後半の環境に似てくる。少なくとも、外国人労働者の積極的な受け入れを主張する声が高まる可能性は高いと見られる。

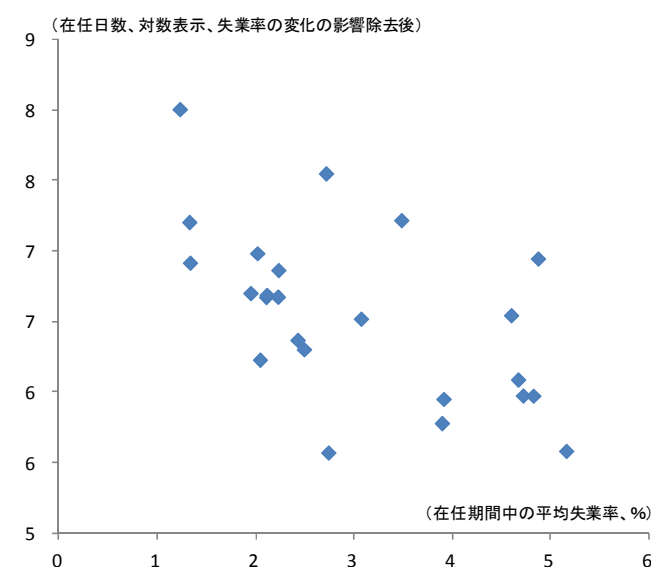
もちろん、実際に大幅な制度改革が行われるかを予想するのは難しい。改革が進むには、経済的な条件だけでなく、政治的なリーダーシップも必要となるためだ。

図表 49 首相在任期間と失業率の関係

被説明変数	首相在任期間、日、対数		
説明変数	定数項	在任期間中の平均失業率、%	在任期間中の失業率変化幅、%ポイント(任期最後の3か月間の平均ー就任半年後からの3か月間の平均)
	係数	t値	
	7.37	-0.27	-0.52
	25.82	-3.09	-1.78

出所：首相官邸、総務省より野村證券作成

図表 50 失業率と首相在任期間の関係



出所：総務省、首相官邸より野村證券作成

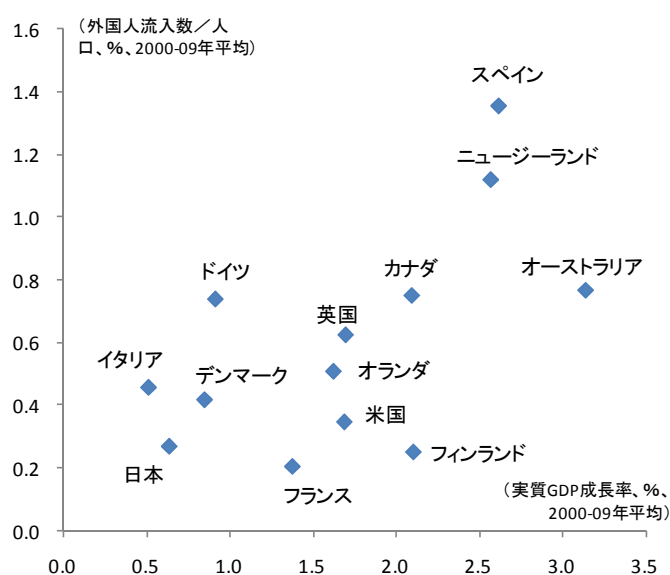
ただ、この点において我々は、人口減少により失業率に低下圧力がかけやすくなる環境下では、政治的リーダーシップが取りやすくなる可能性を視野に入れている。たとえば、戦後の経験では、首相の在任期間中の平均失業率が低いほど、また在任期間中に失業率が低下するほど、首相の在任期間が長くなる傾向を見ることができる(図表 49、図表 50)。政治基盤の強さを決めるのは経済情勢だけではないものの、少なくとも失業率だけをとってみれば、これからの日本の首相にとって、リーダーシップを発揮して改革を進めるうえでの妨げにはなりにくくなるだろう。

もっとも、外国人労働者の受け入れを求める声が高まるという予測と、受け入れが実際にどの程度日本経済の活性化につながるかという判断は、全く別の議論であるということには気をつけなければならない。企業における雇用制度や家計の生活慣習などにおいて、日本と諸外国の差は大きい。外国人

労働者を本格的に受け入れようとするれば様々なコストを覚悟しなければならず、日本経済がネットで利益を享受できるか否かは必ずしも明らかではない。

ただ、より重要なのは、仮に外国人労働者の受け入れが全体として日本にとって利益があると判断され、日本の側で受け入れ態勢が整ったとしても、外国人の側から日本が新たな居住地として選ばれるかどうかは別問題、という点だろう。先進国について、実質成長率と外国人流入数を比較すると、成長率が高い国ほど多くの外国人が流入しているという関係が緩やかながらも見受けられる(図表 51)。国境を越える労働力にとって、将来の成長期待が行き先を決める際の一つの要素であるとするならば、外国人労働者に選ばれるためにも、様々な国内改革を通じて成長期待を高めることが必要であろう。

図表 51 外国人流入数と経済成長



出所: 経済協力開発機構 (OECD) より野村證券作成

III-2 株式市場の魅力と信頼を取り戻すために

(1) 株式市場から見た我が国企業の課題

a. 時価総額ベースでの東証の順位低下

株式市場に目を転じると、1990 年当時世界の証券取引所において、時価総額で最大を誇っていた東京証券取引所は、我が国のバブル経済の崩壊や、他の証券取引所の再編、統合等に伴いその順位も低下し、2000 年では第 3 位、2011 年 10 月には第 4 位となっている(図表 52)。

一方で、時価総額で上位 10 証券取引所を見ると、2011 年 10 月末現在では、中国、香港、ブラジルといった新興国・地域の証券取引所が存在感を高めている。その一方で、我が国の証券取引所は、世界的にみてその存在感が低下してきているように見える。

このことは、国際的にみて我が国株式市場がその魅力を失いつつあることを反映していると考えられる。国内外の投資家、特に機関投資家からみた我が国企業の問題点は、以下に示すように、2 つに大別できるであろう。

図表 52 上場企業の時価総額規模ベースで見た上位 10 証券取引所の推移

1990年			2000年			2011年10月末		
取引所	国名	時価総額(100万ドル)	取引所	国名	時価総額(100万ドル)	取引所	国名	時価総額(100万ドル)
Tokyo SE	日本	2,928,534	NYSE Euronext (US)	米国	11,534,613	NYSE Euronext (US)	米国	11,883,665
NYSE Euronext (US)	米国	2,692,123	NASDAQ OMX	米国	3,597,086	NASDAQ OMX	米国	3,925,137
London SE	英国	850,012	Tokyo SE	日本	3,157,222	London SE Group	英国	3,430,050
Deutsche Börse	ドイツ	355,311	London SE	英国	2,612,230	Tokyo SE Group	日本	3,428,076
NASDAQ OMX	米国	310,800	NYSE Euronext (Europe)	米国	2,271,728	NYSE Euronext (Europe)	欧州	2,673,325
TSX Group	カナダ	241,924	Deutsche Börse	ドイツ	1,270,243	Shanghai SE	中国	2,596,660
SIX Swiss Exchange	スイス	157,635	SIX Swiss Exchange	スイス	792,316	Hong Kong Exchanges	香港	2,375,189
Borsa Italiana	イタリア	148,766	Borsa Italiana	イタリア	768,363	TMX Group	カナダ	2,004,872
Johannesburg SE	南アフリカ	136,869	TSX Group	カナダ	766,204	BM&FBOVESPA	ブラジル	1,350,491
BME Spanish Exchanges	スペイン	111,449	Hong Kong Exchanges	香港	623,398	Australian SE	オーストラリア	1,339,205

出所: 世界取引所連盟 (WFE) 資料より野村證券作成

b. 投資家と企業で異なる ROE への認識

第 1 は、日本企業の ROE（自己資本純利益率）が国際的にみて低い点が挙げられる。ROE は株主が出資した資本に対して企業がどの程度利益を稼得しているかを示す指標である。企業からみれば、利益を稼得するための「元手」は資本からだけではなく借入金や社債などの負債と合わせたものであることや、分子である当期利益は会計上の利益であり、実際に創出されるキャッシュフローとは異なるものであるといった批判もあるが、株主（投資家）からみれば、ROE は簡潔で、かつ分かりやすく、重要な指標である。

図表 53 は生命保険協会が実施した株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート（2010 年度版）結果の一つである。「経営目標として重視している指標」を企業に尋ね、「経営目標として企業が重視することが望ましい指標」を投資家に尋ねている。これを見ると、投資家の回答比率は「ROE」が 86.7%と最も多く、「利益額・利益の伸び率」（50.0%）、「配当性向」（37.8%）が続く。

一方、企業を見ると、最も回答割合が高いのは「売上高利益率」の 57.4%であり、これに「利益額・利益の伸び率」の 56.4%が続く。「ROE」との回答は 49.8%で第 3 位となっており。ROE は重要であるという認識は一致しているが、両者の回答割合に 36.9 ポイントの差があるなど、その重要度合いに対する両者の受け止め方は異なっている。

また、各指標に対する両者の回答割合の差が大きなものを見ると、投資家の回答割合の方が高い形で格差が大きいのは、ROE のほかに総還元性向（21.1 ポイント）、ROIC（投下資本利益率、20.5 ポイント）、資本コスト（17.3 ポイント）など、企業の資本政策に関連する項目が多い。一方、企業の回答割合が高い形で両者の格差が開いている項目を見ると、「売上高利益率」（29.6 ポイント）、「売上高・売上高の伸び率」（16.2 ポイント）といった売上高に関係する指標や、「ROA」（12.3

ポイント)のように株主資本だけではなく負債も含めた総資産に対する収益率指標が上位となっている。

図表 53 投資家からみて「経営目標として企業が重視することが望ましい指標」と企業が「経営目標として重視している指標」

単位: %

項目	投資家(a)	企業(b)	(a)-(b)
ROE(自己資本純利益率)	86.7	49.8	36.9
ROA(総資産利益率)	21.1	33.4	-12.3
売上高利益率	27.8	57.4	-29.6
売上高・売上高の伸び率	24.4	40.6	-16.2
利益額・利益の伸び率	50.0	56.4	-6.4
市場占有率	7.8	16.9	-9.1
経済的付加価値	15.6	5.0	10.6
ROIC(投下資本利益率)	26.7	6.2	20.5
フリーキャッシュフロー	30.0	22.0	8.0
配当性向	37.8	38.1	-0.3
DOE(株主資本配当率)	18.9	7.4	11.5
配当総額または1株当たりの配当額	13.3	21.0	-7.7
総還元性向(配当+自社株買い)÷配当	27.8	6.7	21.1
配当利回り	16.7	4.0	12.7
自己資本比率	14.4	23.9	-9.5
DELシオ(負債÷自己資本)	11.1	17.0	-5.9
資本コスト	21.1	3.8	17.3
その他	0.0	13.8	-13.8

注: 1.複数回答、2.回答数は投資家が90、企業が658 3.フリーキャッシュフローは、明確な定義はないが、一般的には営業活動によるフローから投資活動によるキャッシュフローを差し引いたもの 4.経済的付加価値は税引後営業利益-資本コスト額

出所: 社団法人生命保険協会「株式価値向上に向けた取り組みに関するアンケート(平成22年度版)」(11年3月18日発表)より野村證券作成

c. ROE の国際比較

ここで、日本企業の ROE は国際的に見てどのような水準であるのかを見てみる。図表 54 は日本、米国、欧州、アジア太平洋各市場に上場する主要企業の ROE 推移を 2000 年(度)から 2010 年(度)まで見たものである。これを見ると、各地域とも 2008 年(度)のリーマン・ショックによる ROE の低下状態を脱し、ほぼ 2001 年(度)の水準まで回復しているが、その水準は 2005 年(度)、06 年(度)当時までまだ至っていない点では共通している。

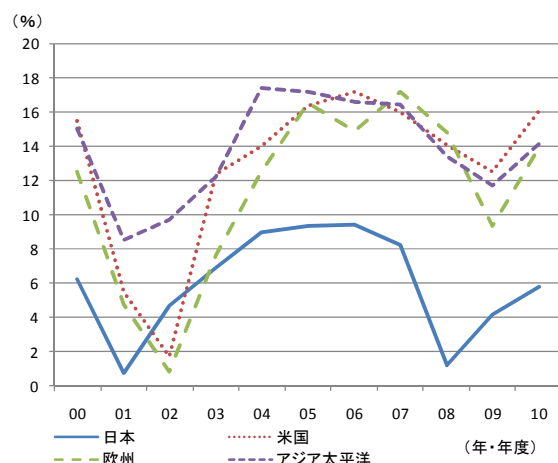
しかし、ROE の水準を見ると、米国(2010 年: 16.7%)、欧州(同 13.9%)、アジア太平洋(同 14.1%)の各地域は 10%を超え、ほぼ同じ水準で並んでいるのに対し、日本の水準は 5.8%と低い水準に留まっている。また、時系列で見ても、日本企業の ROE 水準が傾向的に低い。

次に、ROE を売上高純利益率と売上高純資産回転率に分解してみる。図表 55 は売上高純利益率の推移である。これを見ると、アジア太平洋地域の売上高純利益率が他の地域と比べ傾向的に高い。一

方、米国、欧州の売上高純利益率はほぼ等しい状況が続いている。さらに、日本は IT バブル崩壊時の 2002 年（度）を除き、傾向的に低い状態が続いている。

図表 56 は売上高純資産回転率である。これを見ると、アジア太平洋の売上高純資産回転率は他の地域と比べ低位にとどまっている。その一方、他の 3 地域の回転率は 2003 年（度）以降ほぼ同じ水準になっている。

図表 54 ROE の国際比較



注: 1.対象は、以下の指数構成銘柄。ただし、金融は除く。日本は NOMURA400、米国は S&P500、欧州は Bloomberg 欧州 500、アジア太平洋は、香港がハンセン、台湾が加権、韓国は KOSPI、シンガポールはストレイツタイムズ、オーストラリアは ASX 全普通株（うち、11 年 10 月末現在の時価総額上位 50 社）

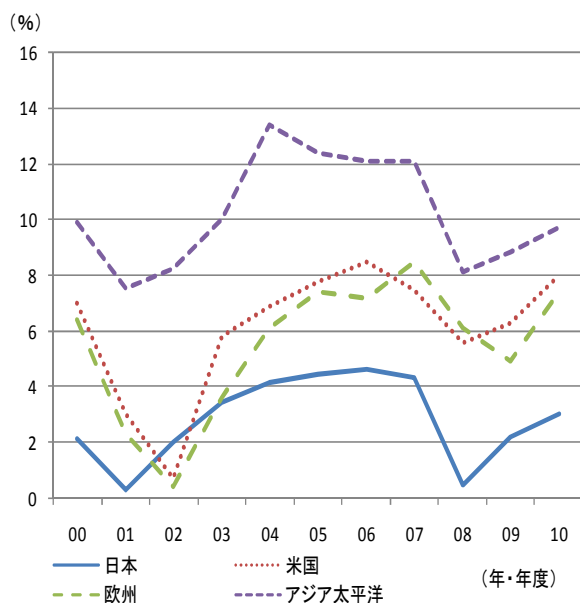
2.日本は年度、他は暦年

出所: 各種資料より野村證券作成

これらの結果からは、国際的にみて日本企業の ROE の低さはほぼ売上高純利益率の低さに起因していると考えられる。売上高利益率の向上のためには、企業の再編や収益性の拡大を目指した M&A（企業の合併、買収）等による国内企業の再編や海外進出などが挙げられる。しかし、売上高純利益率について経済産業省がアンケート調査を行った全国企業（09 年度は 4,456 社）の海外現地法人と日本企業（NOMURA400 除く金融）とを比較すると、09 年度の海外現地法人の売上高純利益率は 2.8% と、NOMURA400 構成企業（除く金融）の 1.7% を上回っているが、水準が取り立てて高いわけではなく、企業の収益率の向上に十分な状況とは言い難い。米国は米国以外の地域での事業で高い収益力を有する海外進出により全体の利益率を向上させたことが高い利益率を確保する源泉の一つとなっているが、現在の我が国企業では同じ状況にはなっていない（図表 57）。

このように、収益性、利益率を改善することは決して容易ではない。そうすると、売上高純資産回転率の水準が米国や欧州とほぼ等しいことをもって、資本効率面では改革の必要がないということではなく、回転率の水準を欧米企業より高めることで ROE 水準を高める施策も必要と思われる。そのためには、売上高を伸ばすだけでなく、自社株買いなどにより資本政策の見直しを行うことにより、売上高に対する株主資本の額を調整する必要も生じる。

図表 55 売上高純利益率の国際比較

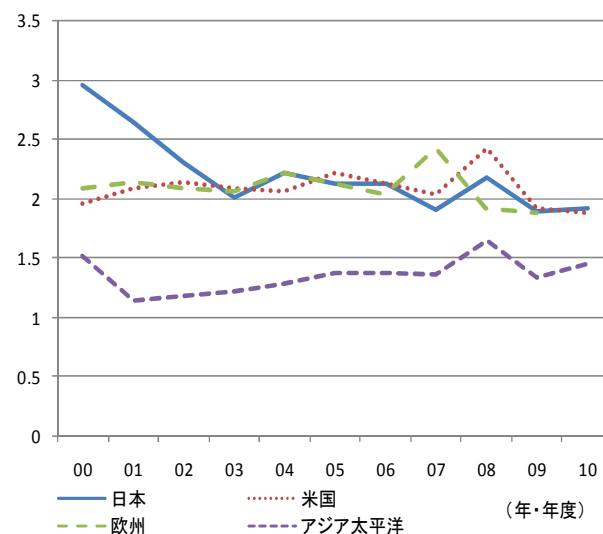


注: 1. 対象は、以下の指数構成銘柄。ただし、金融は除く。日本は NOMURA400、米国は S&P500、欧州は Bloomberg 欧州 500、アジア太平洋は、香港がハンセン、台湾が加権、韓国は KOSPI、シンガポールはストレイツタイムズ、オーストラリアは ASX 全普通株（うち、11 年 10 月末現在の時価総額上位 50 社）

2. 日本は年度、他は暦年

出所: 各種資料より野村證券作成

図表 56 売上高純資産回転率の推移

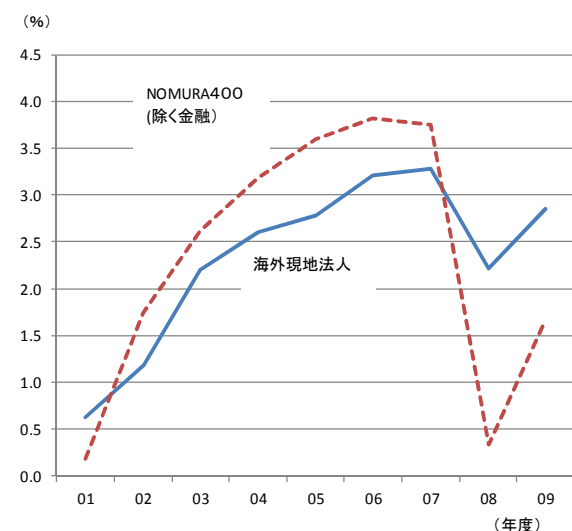


注: 1. 対象は、以下の指数構成銘柄。ただし、金融は除く。日本は NOMURA400、米国は S&P500、欧州は Bloomberg 欧州 500、アジア太平洋は、香港がハンセン、台湾が加権、韓国は KOSPI、シンガポールはストレイツタイムズ、オーストラリアは ASX 全普通株（うち、11 年 10 月末現在の時価総額上位 50 社）

2. 日本は年度、他は暦年

出所: 各種資料より野村證券作成

図表 57 海外現地法人の利益率は向上が必要：売上高当期純利益率の推移



出所: 第 40 回海外事業活動基本調査結果概要確報（経済産業省）、及び野村證券

ROE に関しては、2011 年に、企業年金連合会が役員選任の判断材料に用いていた「ROE 8%基準」を撤廃したことから、ROE の重要度が低下するのではないかという声も聞かれた。

しかし、国内機関投資家の議決権行使担当者に対し野村證券が行ったインタビューからは、「むしろ企業に求める ROE 水準を引き上げることを検討する」という意見や、買収防衛策を導入している企業や役員報酬の改定議案などに対しては ROE 水準も議案に対する賛否を決定する材料として重視す

野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

るなどの動きもある。こうしたことを考えると、投資家にとって ROE の重要性はむしろ高まってきていると見ている。

このように、ROE の重要性が増す中、日本企業の ROE が現状のように低い水準が続くのであれば、投資対象としての魅力は今まで以上に薄れるであろう。これは、我が国株式市場の魅力を減じ、地位の低下を促進する恐れも考えられる。

こうしたことから、企業側は自社の中期経営政策などについて説明する場合においても、ROE やこれに類する資産に対する収益性への説明が従来以上に求められる機会がさらに増えるであろう。

(2)コーポレート・ガバナンス上の問題

a. 昨今の不祥事で日本企業のガバナンスへの疑念が高まる

投資家からみた日本企業の問題の 2 点目は、コーポレート・ガバナンスに関してである。我が国企業に対するコーポレート・ガバナンス上の問題点を指摘する声は、これまでも少なくなかった。しかし、オリンパスや大王製紙に見られる、経営陣による損失隠しや会社資金の流用と言った不祥事が起こる中、投資家の我が国企業のコーポレート・ガバナンスに対する不信感がさらに高まっている。

b. 社外取締役に対する見解の相違

日本企業のコーポレート・ガバナンス上の問題点として良く聞かれるのは、①社外取締役制度が義務化されていない、②社外取締役を任意に選任している企業でもその独立性に問題がある、の 2 点である。

これに対し、企業側からは、「社外取締役の選任と企業価値向上との関係が明確ではない」、「我が国には監査役制度があり、その役割の似ている社外取締役を置くことにはあまり意味がない」、「コーポレート・ガバナンスは形式だけを整えても意味はなく、実質（実際に機能するかどうか）が重要であることから、必ずしも社外取締役を設置する必要はない」といった意見が聞こえる。

実際にも、日本企業のコーポレート・ガバナンスが他国に比べ著しく劣っているわけではない。例えば、イタリアの ECPI 社が算出している ESG（環境、社会、企業統治）スコアの構成要素である SG（社会、企業統治）スコアを日本、北米、欧州企業で比較したところ、日本企業の SG スコアの平均は欧州平均よりも低いものの、北米企業の平均よりも高いという結果も見られている（野村証券制度・市場分析レポート「ESG スコアからみた日本の企業統治（11 年 11 月 4 日）」参照）。

しかし、投資家から見れば、「企業のコーポレート・ガバナンスが実際に機能しているかどうかはいわゆる「平時」では判断することは容易ではない。また、「形式が整っていないのであればなおさら実質、すなわち実際にガバナンス機能が働くとは思えない」との見解が多い。今回のオリンパスや大王製紙の問題は、ここで示したような投資家の懸念をさらに強めることになった。

また、現在の日本の上場企業の 90%超を占める監査役会設置会社では社外取締役の選任は義務化されていないものの、東京証券取引所に上場する企業の約 48%（2011 年 10 月末現在）で既に自発的に社外取締役を設置している。ただし、国際的にみると、欧米だけではなくアジアの株式市場でも社外（独立）取締役の選任を会社法や上場ルールで義務化しており、選任が義務付けられていない我が国とは外見上も差異が生じている（図表 58）。

さらに、社外取締役については、企業側からは経営に対する助言機能を重視する傾向が見られるが、投資家からは、社外取締役の経営陣に対する監視機能に重きを置くなど、その期待する機能に対する考え方にも違いが見られている。

図表 58 主要国、地域の社外（独立）取締役選任に関する比較

国、地域名	米国	英国	ドイツ	フランス
社外（独立） 取締役選任	取締役の過半数は独立性のある社外取締役であることが必要	取締役会の過半数は独立性のある社外取締役であることを要請（強制ではない）	一定規模以上の会社では、監査役会に社外から株主代表を選任	社外取締役を3分の2以上とすることを義務付け（独立社外取締役を取締役の2分の1以上とすることを要請）
根拠規則	NYSE上場規則	LSE統合規範	会社法・共同決定法	会社法
国、地域名	中国	香港	韓国	シンガポール
社外（独立） 取締役選任	独立取締役の選任義務付け	少なくとも3分の1の独立取締役の選任義務付け	上場会社については取締役会の25%、資産が2兆ウォン以上の会社については、取締役会の50%以上（最低3人）の社外取締役の選任を義務付け	シンガポール居住者2名（新興市場に該当するカタリストでは2名のうち少なくとも1名はシンガポール居住）の独立取締役を要請
根拠規則	証券監督委員会ガイドライン	上場規則	証券取引法	上場規則

出所：金融庁 第30回金融審議会金融分科会第一部会資料、OECD「アジアコーポレート・ガバナンス白書」

小関勇編著「東アジア証券市場におけるコーポレート・ガバナンス」（税務経理協会）等より野村證券作成

オリンパスや大王製紙の不祥事は日本企業のコーポレート・ガバナンスが機能しないことを示したわけではなく、あくまでも個別企業の問題ではある。しかし、投資家が今回の件を受け、我が国企業のコーポレート・ガバナンス機能への疑念を持つこと自体は、もっともなことであろう。このため、今後我が国企業のコーポレート・ガバナンスに関し、投資家が従来以上に厳しい目を向けることが想定される。

こうした中、代表的な議決権行使助言会社であるISS（International Shareholder Services）の機関投資家に対する議決権助言方針にも重要な改定が行われた。それは2013年より、社外取締役を1名も選任していない場合、当該企業の経営トップ（社長、代表取締役会長など）の選任に反対の助言をする」という方針である。

ISSはこれまで日本の上場企業の90%超が採用する統治機関である監査役設置会社の場合、会社法上、社外取締役の設置が義務付けられていないことなどを理由に、経営トップの選任へ反対はしなかったが、この方針が変わることになる。この方針の変更は大きなものと考えられるため、ISSは当該方針の導入を2012年からではなく2013年からとして、企業がこれに対応するために1年の猶予期間を設けたと考えられる。

なお、今回の改定では、後述する社外取締役の独立性については、同社の制定している独立性に関する判断基準は監査役会設置会社には求めない（委員会設置会社、支配株主の存在する株式会社や買収防衛策を導入している会社の社外取締役、監査役会設置会社の社外監査役は除く）。

c. 会社法改正議論

一方、法制度面からも社外取締役の設置議論が行われている。2010 年 4 月より法務省の法制審議会会社法制部会（以下、法制審）で議論されてきた会社法制見直しに関しては、2011 年 12 月に中間試案が公表された。今回の不祥事と会社法制見直しをきっかけに、今後コーポレート・ガバナンスに対する企業の意識がさらに高まることになろう。

2006 年 5 月に施行された会社法の時は、中間試案に相当する「会社法制の現代化に関する要綱試案」が公表されたのは 2003 年 10 月、「会社法案」として国会に提出されたのはその 1 年 5 カ月後の 2005 年 3 月であった。今回は旧商法の全面的な改定となった前回と異なり、改定箇所が限定されていることから、早ければ 2012 年中に法案として国会に提出されると考えられる。

会社法制改定に関する主な議論は図表 59 に示した。この中でみると、会社法見直しの主要論点は大きく分け、I.社外取締役選任義務化などの「企業統治のあり方」、II.親会社株主や子会社少数株主保護などの「親子会社の規律」III.金融商品取引法上の規制違反者の議決権行使差止請求などの「その他」の 3 つに分かれるが、コーポレート・ガバナンスの観点から注目、議論されるのは、I の企業統治の在り方、特に社外取締役の選任義務付けと考える。

図表 59 会社法制見直しの主な論点

I.企業統治の在り方
1.取締役会の監督機能
①社外取締役の選任の義務付け
②監査・監督委員会設置会社制度
③社外取締役及び社外監査役に関する規律
2.監査役の監督機能
①会計監査人の選解任等に関する議案等及び報酬等の決定
②監査の実効性を確保するための仕組み
3.資金調達場面における企業統治の在り方
II.親子会社に関する規律
1.親会社株主の保護
2.子会社少数株主の保護
3.キャッシュ・アウト
4.組織再編における株式買取請求等
5.組織再編等の差止請求
6.会社分割等における債権者の保護
III.その他
1.金融商品取引法上の規制に違反した者による議決権行使の差止請求
2.株主名簿等の閲覧等の請求の拒絶事由
3.その他

出所：法務省法制審議会会社法制部会資料より野村證券作成

社外取締役の選任義務付けに関しては次の 3 つの案が提示されている。

A.（我が国上場企業の大部分が採用している統治機関である）監査役会設置会社のうち、公開会社かつ大会社に対しては 1 名以上の社外取締役の選任を義務付ける（公開会社とは譲渡制限株式を発行

できる旨の定款記載のない株式会社、大会社とは資本金が 5 億円以上、または負債が 200 億円以上のいずれかに該当する株式会社）。

B.金融商品取引法第 24 条 1 項の規定により有価証券報告書を提出しなければならない株式会社に 1 名以上の社外取締役の選任を義務付ける。

C.現行法の規律を見直さないものとする。

先述の通り、社外取締役は 2011 年 10 月現在、東証上場企業の約 48%で最低 1 名選任されているが、企業サイドなどからは、コーポレート・ガバナンスは形式ではなく実質（実際にガバナンスが機能するかどうか）であり、よって、形式的に社外取締役を義務付けることにはあまり意味がないという意見が少なくなかった。

しかし、投資家サイドから見れば、社外取締役に期待する機能は業務執行への助言による業績や企業価値の向上よりも、むしろ取締役会に対する監視機能である。さらに、先に図表 58 で示した通り、我が国以外の先進国や新興諸国の多くでは法制度、または証券取引所規則などで社外取締役の選任が義務付けられているなど、形式的な面でも差異が生じている。

企業のガバナンスは実際に機能するかどうか重要であることには論を待たないが、実際に機能しているかどうかは、今回のように何らかの不祥事が起きて明らかになることが少なくない。今回の一連の不祥事から、我が国企業のガバナンス、社外取締役がそもそも存在しない、あるいは存在しても機能しなかったという問題が浮上し、結果的には我が国企業のガバナンスは形式的にも整備されていない上に、実際にも機能しないという疑念を深める結果となった。

よって、こうした疑念を払拭し、ガバナンス面での整備が進んでいることを示すためにも、社外取締役の選任を義務化すべきという声が高まるであろう。

さらに、上述のように ISS が社外取締役の選任を 2013 年より事実上必須化することになったことにより、投資家サイドにも社外取締役の選任を事実上必須とする動きが強まる可能性がある。

これら想定される動きを考慮すると、社外取締役選任法制度化の可否にかかわらず自発的に社外取締役を選任し、コーポレート・ガバナンス体制を一段と整備する企業が増えると考えられる。

d. 社外取締役の「独立性」に関する議論も進むことが期待される

また、オリンパスに関しては、社外取締役が 3 名いたにもかかわらず、今回の不祥事を結果的に防ぐことはできなかった。当然ながら、これをもって社外取締役は機能しない、よって社外取締役を選任義務化する必要はないという議論になる可能性は低い。むしろ社外取締役が機能しないのであれば、機能するためには社外取締役の独立性が重要であるという認識で議論が進むことが考えられる。

現在の社外取締役の要件は、会社法上「現在及び過去において、当該株式会社またはその子会社の代表取締役・業務執行取締役もしくは執行役または支配人その他の使用人ではないもの」という要件はあるが独立性に関する要件はない。一方、米国や英国等社外取締役の選任を求められている国や地域において社外取締役が経営陣から独立してその職務である監視機能が働くように、社外取締役の独立性要件も定めており、その中には「株主や取引先など当該企業と重要な関係がない」、「社外取締役を務めている企業から、社外取締役としての報酬以外の報酬受け取らないこと」などが謳われている。

一方、法制審の会社法制見直しにおいては「株式会社の親会社の取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人ではないものであること」と「株式会社の取締役若しくは執行役又は支配人その他の使用人の配偶者又は 2 親等内の血族もしくは姻族ではないものであること」を社外取締役の要件に追

加することが提案されていた。しかし、オリンパスの件を受け、11 月 16 日の法制審においては「重要な取引関係」について社外取締役の要件に入れるべきであるという提案がなされた模様であり、実際に、中間試案では「検討課題」として言及された。

e. 日本企業のガバナンス体制はさらに整備が進む方向に

我が国企業のコーポレート・ガバナンスはここ数年整備されており、その水準は諸外国に比べ著しく劣っているとは考えられない。しかし、海外の投資家を中心に我が国企業のガバナンスへの疑念は根強い。今回の一連の不祥事と会社法の見直し議論が進展する 2012 年は、ガバナンスに対する疑念を払拭し、投資家からの評価を高め、信頼を勝ち得ることに力を注ぐ企業が増えると考えられる。

社外取締役の設置については、これまでのように、一連の不祥事もあり、投資家の我が国企業のコーポレート・ガバナンスへの疑念を払拭するためには、上述の「実質重視」論などにより社外取締役の設置を行わないという主張を行うことは難しくなっていると考えられる。確かに法制化は検討されているものの、選任義務化の可否とは無関係に、積極的に独立性の高い社外取締役の選任を行わない企業は投資家の信託を高めることは難しいであろう。

(3)企業が中長期の成長力を高めることが、日本の株式市場の魅力も高める

我が国にかつてのような高い成長を期待することが難しくなり、投資家も投資先の選別を一段と高めていくことが想定される中でも、企業は中長期的に成長していくことが求められる。これを達成するには、設備投資や研究開発が必要不可欠であり、必要な資金調達を行うためには、資金の出し手である投資家との信頼関係をいかに構築するかがこれまで以上に重要になるであろう。

現在、株式市場からみる我が国上場企業に対する 2 つの問題、「ROE」と「コーポレート・ガバナンス」は、こうした信頼関係を構築する上での高いハードルとなりかねない。これを乗り越えることが出来ないのであれば、投資家の信託をも得ることが出来ず、ROE もコーポレート・ガバナンスも向上しないのであれば、投資家は自らの投資資金に対し高いリターンを獲得できる可能性のある市場へ資金を移動させることにより、日本の株式市場の国際的な存在感の低下に歯止めをかけることはできない上に、企業が成長資金を株式市場から調達することも難しくなるであろう。

しかし、批判は少なくないが、我が国上場企業のコーポレート・ガバナンスは実際には着実に向上していることも確かである。さらに、投資家の疑念を払拭するために、投資家とのコミュニケーションの拡充、情報開示の拡充、ガバナンス体制の更なる強化に務める企業が今後増えてくると考えられる。こうした、投資家の信託を勝ち得ることのできた企業が中期的に増えてくることが、我が国株式市場の魅力を再び高めることにつながると思われる。

III-3 地域発の経済活性化に向けて

(1)「都市産業力」を分析する

日本が直面する人口の高齢化、人口減少は、成長戦略の再考を余儀なくさせる。右肩上がりの人口増加を前提とした仕組みから、基本的には働き手も消費者も減少することが前提となる社会構造へと変化し、これまでの制度や枠組みは通用しにくくなると考えられる。こうした縮小の時代を迎えるにあたり、21 世紀の日本が引き続き成長を続け、安心ある生活を維持していくためには、各地域の実情を具体的に把握し、地域の特徴や魅力を最大限に活かすことが非常に重要となる。

人口減少と一口に言っても、減少の実態を都道府県別に見れば、今後 25 年間で住民の 3 割以上が減少すると予測される県から、4%の増加が予測される県まであり、これに高齢化率などを加味すれば、それぞれの県や地域が直面する状況は様々だ。「全国一律」の戦略や制度が有効に機能するのは拡大期の特徴であり、人口や需要の縮小期にこそ、「地域特性を活かす」という視点が求められる。

こうした問題意識から、今後の日本の成長を考えるにあたり、いかにして地域特性を抽出するかという「地域の定量分析」の方法を考案している。昨年の中期経済見通しで提案した「都市力」という定量手法に続き（2010 年 12 月 10 日マクロ経済レポート No.10-212「研究シリーズ：日本経済 中期経済見通し 2011 参照」、本稿では「都市産業力」の定量化を試みる。一連の分析は、日本のすべての市区町村を、経済的・文化的つながりを鑑みながら都市圏と名付けた新たな単位に再編成し、各都市圏の暮らしやすさや世帯の状況、経済基盤を提供する力といった側面に加え、日本のこういった地域がどのような生産上の役割を担っているのか、得意とする業種はなにか、といった側面を製造業の統計データから抽出しようとする試みである。東日本大震災が日本のサプライチェーンに与えた深刻な影響は、我々に日本のこういった地域がどのような産業上の役割を担っているのかについて改めて考えさせる契機となったのではなかろうか。

今回の定量分析では各地の産業や企業の「変化そのもの」を実感することは難しい。ただ、地方、県、都市圏といった単位でこういった産業上の特徴や役割があるかを分析することは、今度どのように変化すべきかを考える上で、はじめの一步を成すと考えている。この一步に、次節でみるグローバル化に企業がどう対応しているか、といった分析が加わることで、より厚みのある「成長に向けた新戦略の策定」に結びつくのではないだろうか。

(2) 分析の方法

分析の基本的単位は、全国 1700 余りある市区町村を、区・市を中心に再編成した 826 の「都市圏」と名付けた単位とした。「都市産業力」の分析対象は製造業とした。製造業については業種別・市区町村別の詳細なデータが利用可能であり、地域別の分析に適している。また、サービス産業については人口規模がサービス産業の収益力を大きく左右する要因であるという分析結果が得られたため、今回は人口減少下の地域経済の活力維持という観点から、特に製造業に焦点を当てていきたい。製造業の市区町村別・業種別データは、経済産業省の「工業統計」を用い、その他の市区町村データについては、総務省統計局のデータを用いた。

都市産業力の抽出方法は、工業統計の製造業計と 24 業種それぞれについて、業種別に各都市圏の①従業者一人当たりでみた現金給与総額、②従業者一人当たりでみた製造品出荷額等、③従業者一人当たりでみた（粗）付加価値額を算出し、得られた数値から各都市圏の偏差値を計算した。業種別・地域別に、賃金水準と出荷水準、生み出される付加価値の水準を相対的に比べることで、地域や都市圏が担う産業戦略上の位置づけや、比較優位性、もしくは課題といった面が見えてくると思われる。

また、製造業 24 業種を「地元資源活用型」「一般加工組立型」「高度加工組立型」「基礎素材型」「雑貨・生活関連型」の 5 つに分類した。一般的な分類とは異なるものの、地域別の生産活動の特徴を抽出するため、各分類への業種の振り分けは図表 60 のようにした。

図表 60 業種の分類

地元資源活用型 食料品製造業、 飲料・たばこ・飼料製造業 繊維工業 木材・木製品製造業(家具を除く) パルプ・紙・紙加工製造業 窯業・土石製品製造業	一般加工組立型 金属製品製造業 はん用機械器具製造業 生産用機械器具製造業 業務用機械器具製造業 輸送用機械器具製造業	基礎素材型 化学工業 石油製品・石炭製品製造業 鉄鋼業 非鉄金属製造業
	高度加工組立型 電子部品・デバイス・電子回路製造業 電気機械器具製造業 情報通信機械器具製造業 その他の製造業	雑貨・生活関連型 家具・装備品製造業 印刷・同関連業 プラスチック製品製造業 ゴム製品製造業 なめし革・同製品・毛皮製造業

(出所) 経済産業省「工業統計」より野村證券作成

(3) 変化に対応してきた製造業

まず、工業統計のデータを用いて国内事業所の動向を確認してみると、製造業の事業所数は減少の一途にある。1998 年には 37 万余りあった国内事業所は、2002 年には 29 万、2005 年 27.7 万、2009 年には 23.6 万となり、製造業全体で 2005 年からの 4 年間でも 15%減少している(図表 61)。2005～2009 年という期間は景気拡大期から世界金融危機に転じる、舵取りが非常に難しい期間であった。地域別では、減少した 4.1 万事業所のうち 15%が北海道、13%が東北、16%が関東、中部 15%、関西 15%、中国 13%、四国 15%、11%が九州、7%が沖縄での減少で、特に関東・中部・関西地方を中心に大幅な削減が行われた。

従業者数でみると、製造業全体で 2009 年までの 4 年間で 5%が減少、製造品出荷額は－10%、付加価値額は 16%が失われた。こうしたデータを地方別に見ていくと、2 次産業においては、経済情勢の変化に伴って、仮にそれが痛みを伴う変革でも実行してきた様子が伺える。現金給与総額でみた人件費の削減率が大きかったのが関東地方で、製造品出荷額や付加価値額も大きく減少している。一方、東北地方では、従業者数や現金給与総額、出荷額の減少率は各項目別の全国平均を上回ったものの、付加価値額の減少率は全国平均より小さい。これは、工場や従業者は削減したが、生産財の見直しや生産性の向上などを通じて、少ない人数と人件費でより多くの付加価値を生み出せる体制を構築したことを意味しよう。また、四国地方は事業所と従業者数の削減にも拘わらず、出荷額も付加価値額も 2005 年を上回る結果となった。

厳しい国際競争にさらされる製造業にとって、変化への対応の遅れは国際競争力の低下につながる。こういった産業の特徴が、迅速な意思決定を促し、短期間での国内外の事業所再編・生産体制の再構築という形で表れるのであろう。2009 年時点では、製造業の国内事業所の地方別構成比は、北海道 3%、東北地方 7%、関東地方 27%、中部地方 26%、関西地方 21%、中国地方 6%、四国地方 3%、九州地方 8%、沖縄県 1%となっている(図表 62)。

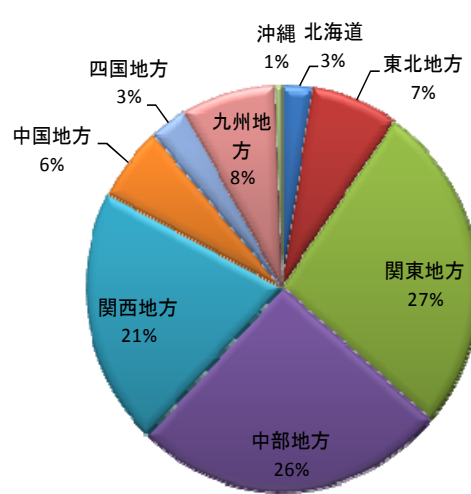
以下では、各地方や都市圏のもつどのような特徴が、製造業の生産体制再編の背景にあり、その結果として表れる地域別の特徴について、「都市産業力」として見ていきたい。

図表 61 国内事業所の 2005-2009 年の変化率

	製造業計 (2005-2009年の変化率、%)				
	事業所数	従業者数	現金給与 総額	製造品 出荷額数	(粗)付加 価値額
全国	-15	-5	-8	-10	-16
北海道	-15	-6	-9	-5	-9
東北	-13	-7	-9	-13	-15
関東	-16	-7	-10	-14	-20
中部	-15	-5	-9	-14	-18
関西	-15	-4	-6	-5	-12
中国	-13	-3	-6	-7	-14
四国	-15	-4	-6	5	3
九州	-11	-3	-4	-4	-12
沖縄	-7	1	3	6	7

出所: 経済産業省「工業統計」より野村證券作成

図表 62 国内事業所数の地域別分布 (2009 年)



出所: 経済産業省「工業統計」より野村證券作成

(4)「都市産業力」チャートの見方

地方別・都市圏別の考察に入る前に、グラフの解釈の仕方について考えておきたい。例えば、北海道の結果を示す図表 65 (52 ページ参照) をみると、上記①～③の 3 指標の偏差値がよく似た傾向を示す業種もあれば、平均を示す偏差値 50 の中心横軸を挟んでまったく逆を示すような業種も見受けられる。こうした傾向をどう考えるべきか、ここでは 3 つのパターンで考えたい。なお、図中の数字は、従業者一人当たり製造品出荷額の偏差値である (他 2 指標の数値は、図が読みにくくなるため不記載)。

第一のパターンとして、3 指標のうち、ひとつが他と逆の向きを示すような場合を考える。北海道の食料品製造業では、従業者一人当たりでみた出荷額は全国平均を上回る偏差値を示し、全国ベースでみても活発で豊富な生産活動が行われているとみられるが、従業者一人当たりでみた現金給与と付加価値額の水準については、偏差値 50 を下回っている。3 指標の結果を総合して解釈すると、「他の地域より安い人件費で、数量ベースでは多く生産・出荷しているが、一人当たり付加価値額の結果からみると、原材料費が高い値段が安いなどの理由で利益率は高くない」との解釈が可能だ。また、出荷額の偏差値が 50 を上回ることから、生産地としての優位性が高い点も指摘できる。

第二のパターンは 3 指標ともに偏差値 50 を下回る場合である。北海道の非鉄金属では、もっとも偏差値が低いのが一人当たり現金給与の水準であり、出荷額と付加価値額の偏差値は比較的 50 に近い。この差を解釈すると、非鉄金属の場合、北海道での生産量は全国ベースでみて高くはないものの、人件費の安さとの相対的位置づけとしては生み出す付加価値額や利益率はそれほど低くない、と考えられよう。

第三のパターンは、3 指標すべて偏差値 50 を上回るケースの解釈となる。北海道のパルプ・紙・紙加工品製造業では、出荷額、賃金、付加価値額ともに偏差値が非常に高く、産業として北海道に非常に強い競争力があるとみられる。3 指標のうち最も偏差値が高いのが一人当たり現金給与であり、パルプ・紙・紙加工製造業は、北海道での生産は高い賃金水準にみあうだけの生産量と付加価値額を確保できる業種、となろう。パルプ・紙・紙加工品製造業は本レポートではその原材料の特徴から「地元資源活用型」に分類した。原材料の産地という地域の特性が、同業種についての北海道の比較優位性を高めているパターンと言えよう。

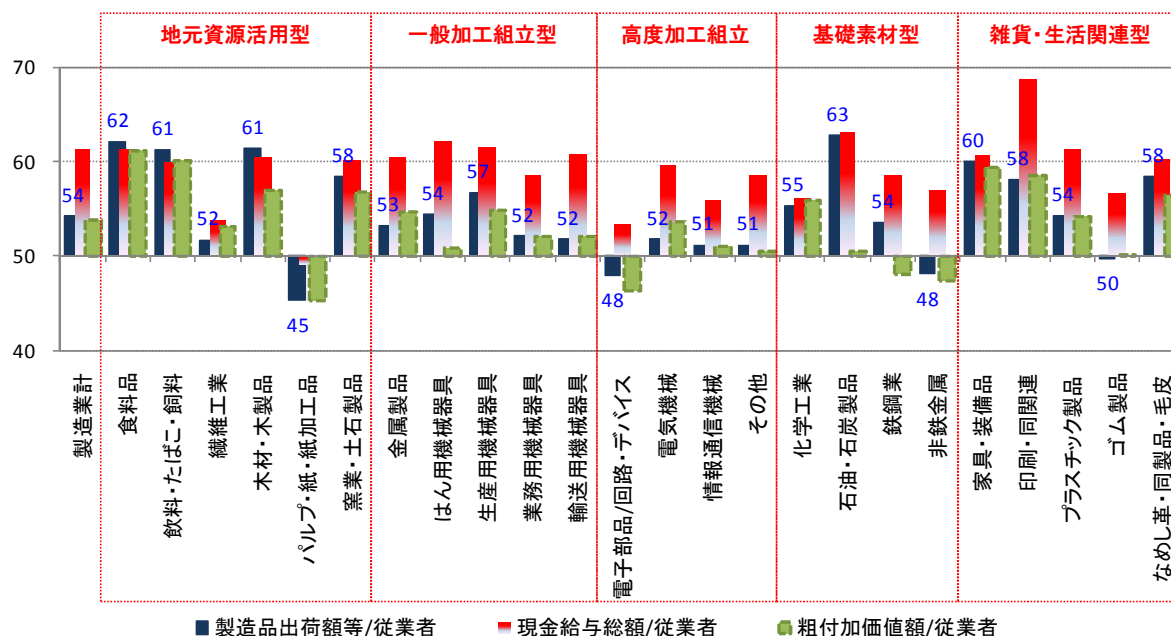
(5) 地方別に見た製造業の特徴分析

a. 関東地方: 東京都、神奈川県、千葉県、埼玉県、茨城県、栃木県、群馬県

まず、国内事業所の 27% が立地している関東地方を見てみよう。産業を 5 つに大別すると、特に一般加工組立型、高度加工組立型、雑貨・生活関連型で、事業所の 30% 以上が集積している業種が多い。中でも業務用機械器具は 46%、情報通信機械器具で 43% と実に半数近くが関東地方で生産活動を行っている。対照的に、地元資源活用型に含まれる業種は集積が少なく 15% 前後に留まる。集積率でみれば関東地方は 2009 年までの事業所の大幅減少にも拘わらず、やはり国内最大の生産拠点ではあるが、出荷額や付加価値額はこういった傾向を示すだろうか。

関東地方の製造業計と 5 分類に分けた 24 業種の結果を示したのが図表 63 である。グラフ全体を俯瞰すると、従業者一人当たりでみた現金給与額の偏差値を示す棒グラフが、ほぼすべての業種で他の指標を大きく上回っている。関東地方の製造業の最大の特徴は、従業者一人当たり出荷額や、従業者一人当たりが生み出す付加価値額を賃金水準が大きく上回る点で、生産活動において最も人件費が高い地域となっている。一般加工組立、基礎素材型の分類はその傾向が顕著で、3 指標のうちもっとも低いのが付加価値額である。特に基礎素材型は生産活動に巨大な装置や設備を必要とするため、出荷額や付加価値額が偏差値 50 を下回る業種もある。唯一の例外が石油・石炭製品製造業で、賃金は高く付加価値も平均しかないが出荷額は多く、立地重視の姿勢が読み取れる。

図表 63 関東地方の都市産業力



注: 1. 2009 年のデータ。図中の数値は製造品出荷額/従業者の偏差値を示す。他の 2 指標の偏差値は、読みにくくなるため不記載とした。 2. 図中の業種名は、スペースの関係で工業統計の正式名称を一部変更してある。正式名称は、図中左から以下の通り。食料品製造業、飲料・たばこ・飼料製造業、繊維工業、木材・木製品製造業(家具を除く)、家具・装備品製造業、パルプ・紙・紙加工製造業、印刷・同関連業、化学工業、石油製品・石炭製品製造業、プラスチック製品製造業、ゴム製品製造業、なめし革・同製品・毛皮製造業、窯業・土石製品製造業、鉄鋼業、非鉄金属製造業、金属製品製造業、はん用機械器具製造業、生産用機械器具製造業、業務用機械器具製造業、電子部品・デバイス・電子回路製造業、電気機械器具製造業、情報通信機械器具製造業、輸送用機械器具製造業、その他の製造業

出所: 経済産業省「工業統計」より野村證券作成

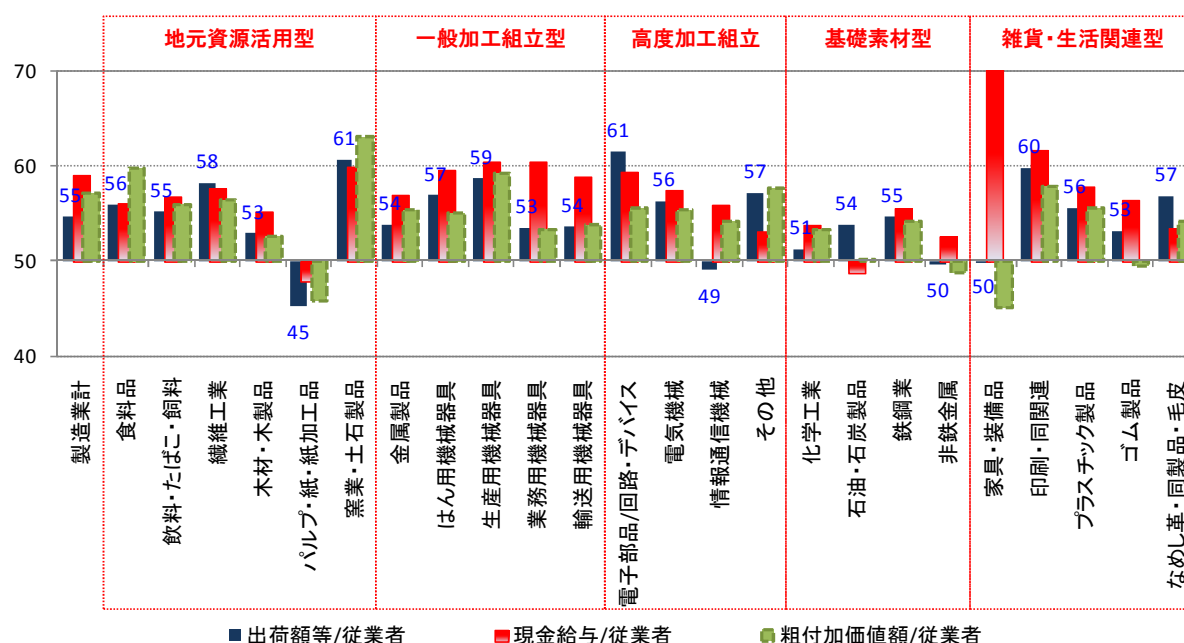
工業統計の粗付加価値額の定義は、大まかには製造品出荷額から税額・原材料使用額を差し引いたものであり、付加価値額が高ければ利益率が高いと言える。こうした点からは、関東地方は、多くの人口を有する巨大マーケットに近いという利点と、賃金水準や原材料費が高く利益を上げにくいという両要素のバランスが難しい地方となる。2005～2009 年というかじ取りの難しい期間に、関東地方で生み出された付加価値額の総額が-20%と国内最大の減少率となったのは、こうした背景に依るとみられる。

巨大マーケットを内包する関東地方で競争力があるのは、地元資源活用型と雑貨・生活関連型の業種と言えよう。賃金水準は高く、工場の集積も少ないが、それでも関東地方に立地している事業所は製造品出荷額で他の地域を引き離し、付加価値額も高い。特に 2005～2009 年は、食料品製造業と飲料・たばこ・飼料、印刷・同関連製造業において、他の業種に比べて事業所数の減少が少なく、従業者数と付加価値額が増加した。また、全国ベースでは大幅な縮小となった家具・装備品製造業も、関東地方では競争力を有している。地元資源活用型と雑貨・生活関連型に含まれる業種にとって、「マーケットとの距離の近さ」が競争力を左右していると思われる。

b. 関西地方:大阪府、京都府、兵庫県、奈良県、和歌山県、三重県、滋賀県

同じく多くの人口と巨大マーケットを内包する関西地方も、関東地方とよく似た姿を示す。この地域には国内事業所の 21%が立地しているが、加工組立型で集積が進んでいるのは金属機械器具、はん用機械器具、反対に集積が少ないのが関東地方とは逆に業務用機械器具と情報通信機械器具である。また、繊維工業、化学工業、鉄鋼業、ゴム製品、なめし革・銅製品・毛皮製造業で集積率が高い。

図表 64 関西地方の都市産業力



注: 図表 63 の注参照

出所: 経済産業省「工業統計」より野村證券作成

関西地方も一人当たり賃金水準が高い(図表 64)。特に一般加工組立型と雑貨・生活関連型でその傾向が顕著だが、高い人件費を払ってもそれなりの利益率を確保できている。基礎素材型が振るわないのは、関東地方同様、装置型産業の特徴といえよう。一方で、地元資源活用型の食料品製造業で付

加価値の偏差値が関東地方を上回っているのは、マーケットの規模に加えて、関西地方の文化のようなものが現われているのだろうか。

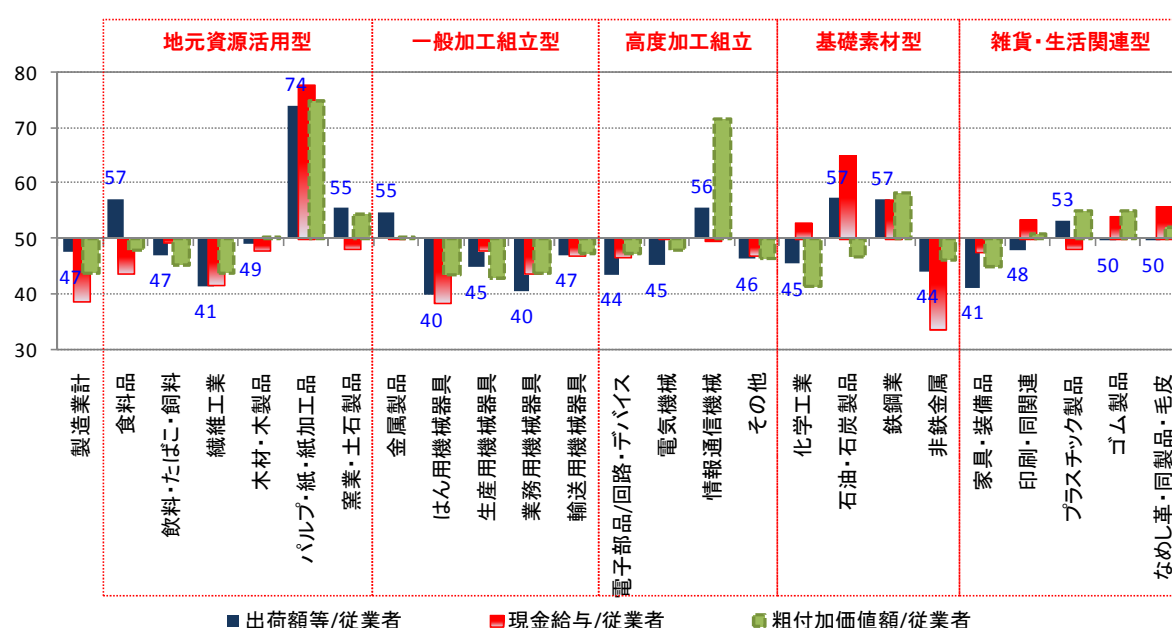
c. 北海道

北海道の製造業の特徴は、第一にパルプ・紙・紙加工製造業で、一人当たりでみた生産額、賃金水準、付加価値額において非常に高い偏差値を示している点である。工場の立地数でみると、北海道は地元資源活用型において、北海道の事業所構成比 3%を上回る業種が多く、豊かな農・林・海産物を活用した産業が活発だ。図表 65 からみた同分類の特徴は、一人当たり賃金水準の偏差値が低めである一方、一人当たり生産額や付加価値額の偏差値が賃金のそれを上回る点で、これは全国ベースでみた時、低い生産コストで付加価値を生み出せる地域であることを示している。

一般加工組立と高度加工組立では、非常に高い付加価値を生み出している情報通信機械を除き、全体としてみるとそれほど明確な優位性は出てこない。北海道への事業所立地が 3%に留まる背景には、こうした加工組立型業種の他地域に対する競争力の低さがあると考えられる。

一方、基礎素材型には北海道の優位性が現れている。生産活動に大きな装置や設備が必要となる石油・石炭製品製造業、鉄鋼業などで出荷額が多い。特に先にみたように石油・石炭製品や化学工業では賃金水準も高い。基礎素材型の優位性には北海道の広さや港湾の整備といった条件から生まれる工場立地の特徴がよく表れているのではないだろうか。

図表 65 北海道の都市産業力



注：図表 63 の注参照

出所：経済産業省「工業統計」より野村證券作成

d. 東北地方：青森県、秋田県、山形県、岩手県、宮城県、福島県

東北地方を示す図表 66 でまず目立つのは、北海道同様、地元資源活用型のパルプ・紙・紙加工の強さである。同業種の東北地方の事業所数は全体の 4%に過ぎないが、生産額、付加価値額、賃金水準の偏差値が 3 指標揃って高い。その他の地元資源活用型をみると、食料品製造業、飲料・たばこ・

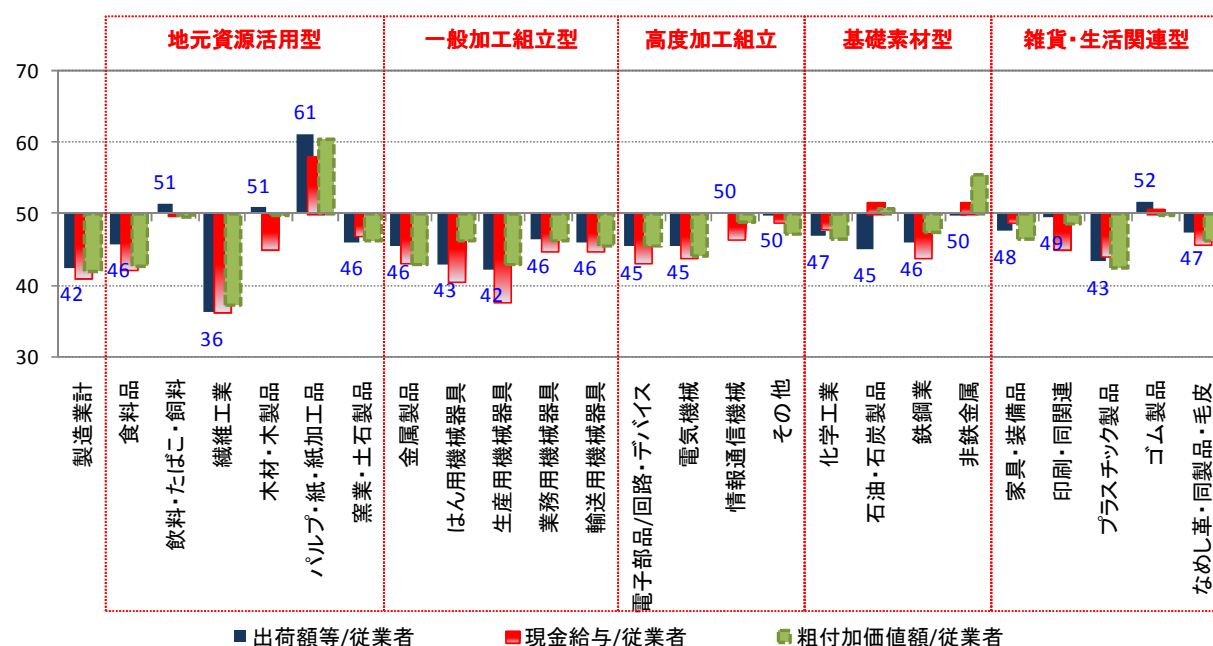
野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

飼料、繊維工業、木材・木製品で、国内事業所の 10%を超える立地を誇り、東北の事業所構成比 7%を上回る。ただ、出荷額や付加価値額からみた利益率では、3 指標ほぼ同水準でマイナスを示している。

一方、興味深いのは、一般加工組立型・高度加工組立型の業種の位置づけである。この分類に含まれる各業種が示す特徴は、賃金・出荷額・付加価値ともに偏差値がマイナスだが、もっとも低いのが賃金水準で、出荷額や付加価値額は相対的に賃金水準を上回っている点である。これは一見、生産活動が振るわない状態にも見えるが、賃金水準と他の指標との相対的ポジションをみると、むしろ、一人当たり生産量では他の地域を下回るものの、他の 8 地域との賃金水準の差から相対的に付加価値額を確保しやすいという、ある意味で東北地方の「工場立地・生産場所としての優位性」を示している、と考えられる。東北地方は、関東・関西地方と対称的ポジションにあると言えよう。実際、電子部品・デバイス・電子回路製造業と情報通信機械でそれぞれ全国の 15%以上の工場立地を誇り、関東・中部に次ぐ生産拠点となっている。東北地方の地域産業の特性を示している。

図表 66 東北地方の都市産業力



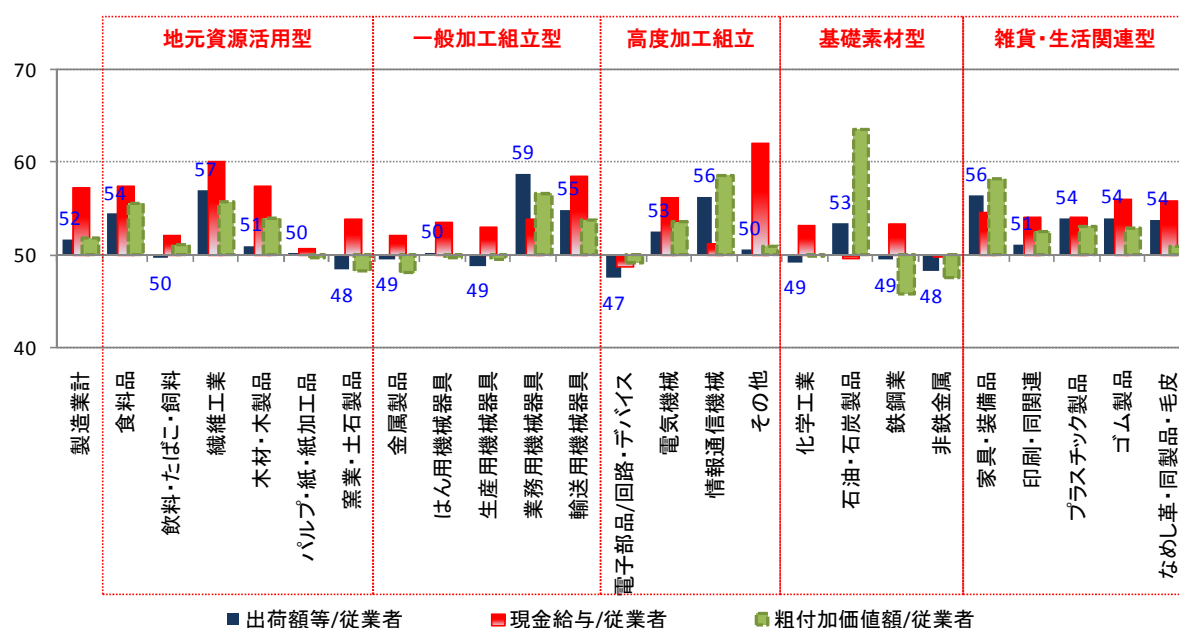
注: 図表 63 の注参照

出所: 経済産業省「工業統計」より野村證券作成

e. 中部地方: 静岡県、愛知県、山梨県、長野県、新潟県、富山県、石川県、福井県、岐阜県

製造業が活発な名古屋や静岡県を抱える中部地方は、まず工場立地は業種平均で全国の 26%を誇り、関東の 27%と比肩する。図表 67 から製造業全体を俯瞰すると、関東や関西地方に次いで、賃金水準の高さが出荷額や付加価値額の偏差値を上回る業種が目立つ。賃金水準が高いうえで、高度な工場集積を誇るのだから、同地方そのものが持つ生産拠点としての競争力の強さが伺える。事業所が特に多い業種は、生産用機械と輸送用機械分野で、それぞれ 32%、38%の集積、他に業務用機械器具で一人当たり出荷額の多さ、生み出す付加価値額の高さを誇る。自動車関連の業種の強さが目立つ地方である。

図表 67 中部地方の都市産業力



注: 図表 63 の注参照

出所: 経済産業省「工業統計」より野村證券作成

その他の分類では、中でも特に粒ぞろいなのが雑貨・生活関連型で、家具・装備品製造業やプラスチック製品製造業を中心に、賃金水準も出荷額も共に多い。地元資源を活用する業種としては、食料品製造と繊維工業が活発だ。ただし、基礎素材型は石油・石炭製品製造業以外は、付加価値額が最も偏差値が低い業種が多いなど、あまり振るわない。

f. 中国地方: 岡山県、広島県、鳥取県、島根県、山口県

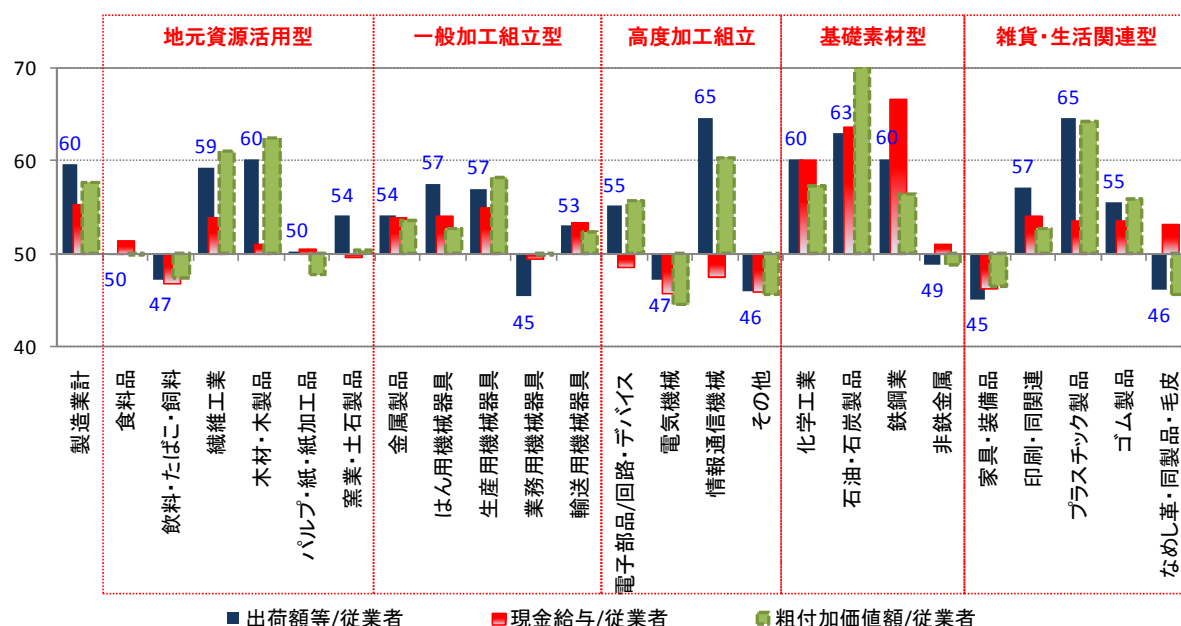
中国地方には国内事業所の 6% が立地している。中国地方は関東・関西に次いで地元資源活用型の業種が強く、全国の 8% 前後の事業所が集積している。図表 68 からは、特に繊維工業、木材・木製品の出荷額が全国トップレベルの高い付加価値を生み出している様子が見て取れる。中部地方も地元資源活用型は強めだが、中国地方の競争力を生み出しているのは、一人当たり賃金水準であろう。相対的に高い中部地方に比べ、中国地方は偏差値で 45～54 の範囲を示している。

中国地方の産業の最大の特徴は、基礎素材型業種の強さにある。化学工業、石油・石炭中国地方の産業の最大の特徴は、基礎素材型業種の強さにある。化学工業、石油・石炭製品、鉄鋼業において偏差値が日本で最も高く、国内随一の一人当たり出荷額を誇り、生み出される付加価値額も大きい。鉄鋼業の賃金水準は日本でもっとも賃金水準の高い地域である関東地方を大きく上回っている。また、特に石油・石炭製品製造業については、国内工場の 10% が集積し、一人が生み出す付加価値額ももっとも高い、中国地方に強い競争力のある利益率の高い業種である。

一般加工組立型と高度加工組立型は、輸送用機械を除き事業所立地は若干少なめで中国地方平均の 6% を下回る業種が多いものの、この 2 分類については賃金水準と出荷額・付加価値額の偏差値の差に注目したい。多くの業種で賃金の偏差値が出荷額もしくは付加価値額の偏差値を下回っており、価格面での競争力を有していると考えられる。特に金属製品、はん用機械器具、生産用機械器具で、他の地域より低い人件費で生産できるという強みを有している。

人口 100 万超の広島市や 50 万規模の都市圏を抱える中国地方は雑貨・生活関連型に強みを持っており、特にプラスチック製品の生産の中心地である。

図表 68 中国地方の都市産業力



注: 図表 63 の注参照

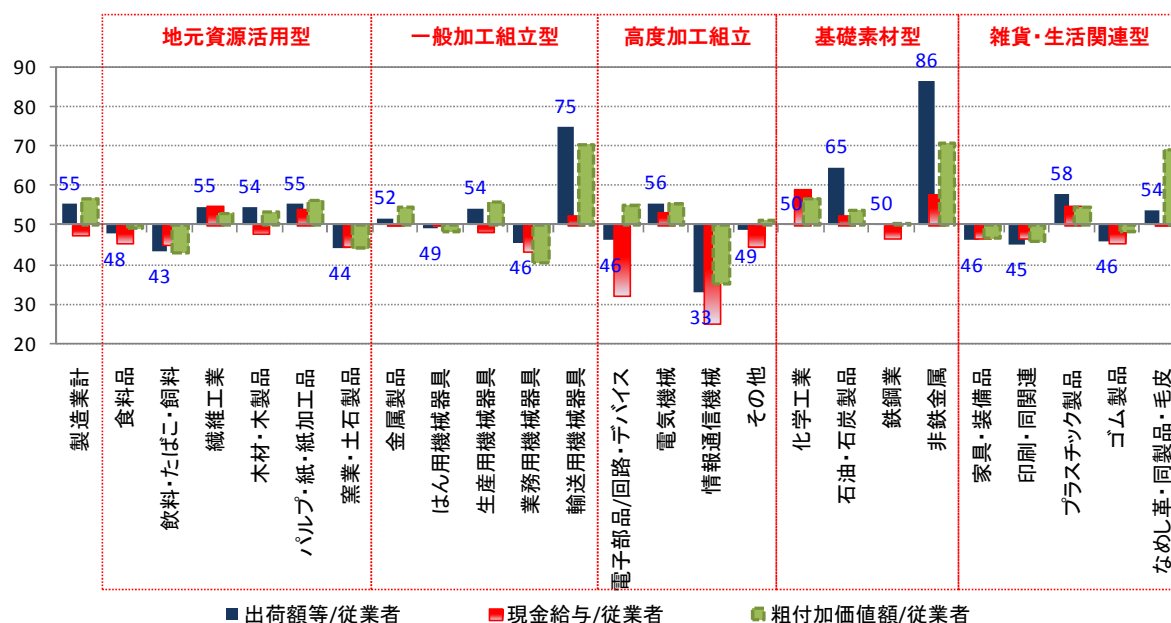
出所: 経済産業省「工業統計」より野村證券作成

g. 四国地方: 徳島県、香川県、愛媛県、高知県

四国地方の特徴は、24 業種の結果がバラバラという点となろうか。事業所立地は全国の 3% の水準であるが、地元資源活用型産業は 5~6% が立地しており、四国地方が資源活用型産業に強い様子が伺える。図表 69 からは、繊維とパルプ・木材を利用した業種で強みがあることが分かる。基礎素材型では、中国地方と得意分野をすみ分けているかのようなバランスが見えてくる。例えば非鉄金属製造業は、事業所の立地は全国の 1.3% と少ないものの、一人当たり生産額でみると四国地方の圧倒的強さが見て取れる。従業者一人が生み出す付加価値額もこの業種で全国トップである。逆に中国地方で優位な鉄鋼業は、ごく平均的な生産に留まっている。

一般・高度の加工組立型では、輸送用機械の事業所は全国の 1.9% の立地しかないものの、一人当たり出荷額で中部地方を抜いて偏差値トップである。四国地方の場合、幅広い業種の生産拠点といった事業所の数が集積するような位置づけではなく、むしろ生産性の高さや人件費に照らした時の生み出す付加価値額の多さといった側面に優位性を有していると考えられる。

図表 69 四国地方の都市産業力



注:図表 63 の注参照

出所: 経済産業省「工業統計」より野村證券作成

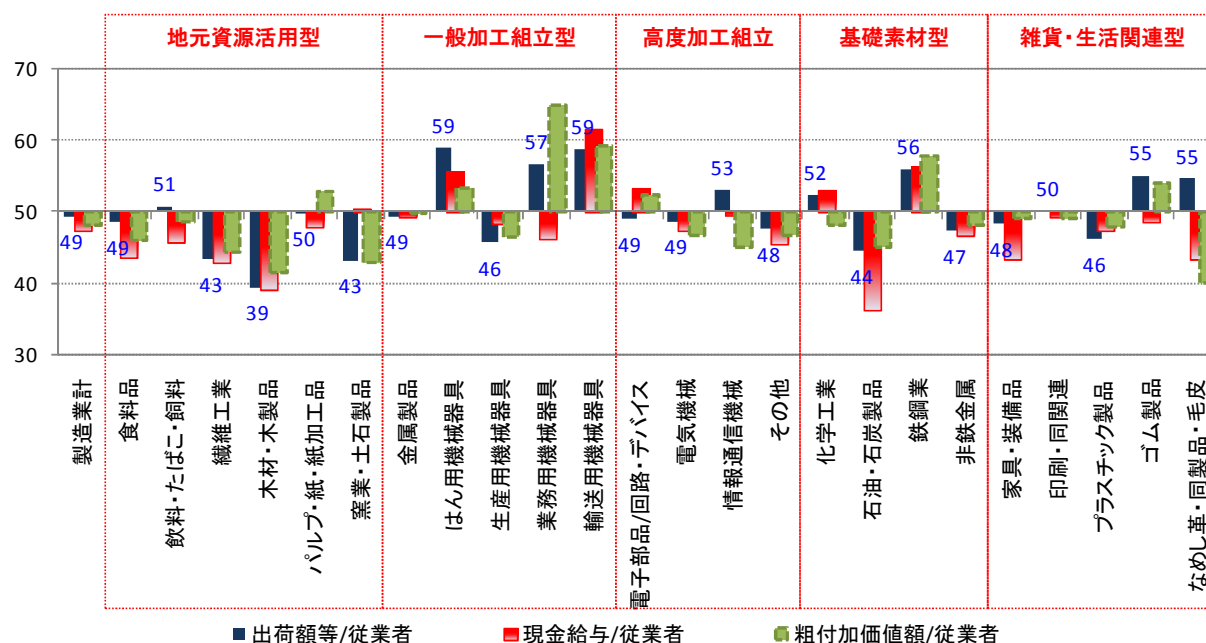
h. 九州地方:福岡県、佐賀県、長崎県、熊本県、大分県、宮崎県、鹿児島県

九州地方には、国内事業所のうち 8%が立地している。工場の立地内訳は 5%前後と少ないものの産業として競争力があるのは、一般加工組立型の業種、特にはん用機械、業務用機械、輸送用機械で、中国・四国地方とのすみ分けがみられる（図表 70）。特に業務用機械は、賃金水準が平均を下回る一方で、付加価値額の偏差値は非常に高いことから、利益率の高さがうかがわれる。また、基礎素材では鉄鋼業が全国ベースでみた時に出荷額も多く産業として強いが、石油・石炭製品製造業は、賃金水準の低さが相対的な強さに結びついているようだ。

地元資源活用型の業種は九州への立地が多い。中でも食料関連の食料品製造業は 14%、飲料・たばこ・飼料製造業は 21%の工場が九州にあり、農業・畜産業が活発な九州地方の特徴を生かす産業構成となっている。一方で、地元資源活用型、および雑貨・生活関連型の業種の多くで、工場数の多さとは対照的に一人当たり出荷額が振るわない。どの業種でも相対的な人件費の安さに優位性をもつ九州地方だが、地元資源活用型、雑貨・生活関連型業種の出荷額が多い地方が関東、中部、関西である点などから考えると、同分類業種の競争力に影響を与える要件は、人件費よりもむしろ大消費地からの距離にあるように思える。

人口減少という構造変化が進む今後の日本において産業も変化すると考えるとき、特に 1 次産業の生産性の向上と競争力の強化に期待を寄せている。食料関連工場の立地が多い九州地方で、食料品製造業の生産財の付加価値が高まり、例えば地域特性を生かしたアジアへの輸出が視野に入ってくれば、九州地方の産業構成や競争力、全国的な位置づけも大きく変化しよう。21 世紀に向けた積極果敢な挑戦が期待される。

図表 70 九州地方の都市産業力



注: 図表 63 の注参照

出所: 経済産業省「工業統計」より野村證券作成

(6) 都市圏の「都市産業力」「都市力」

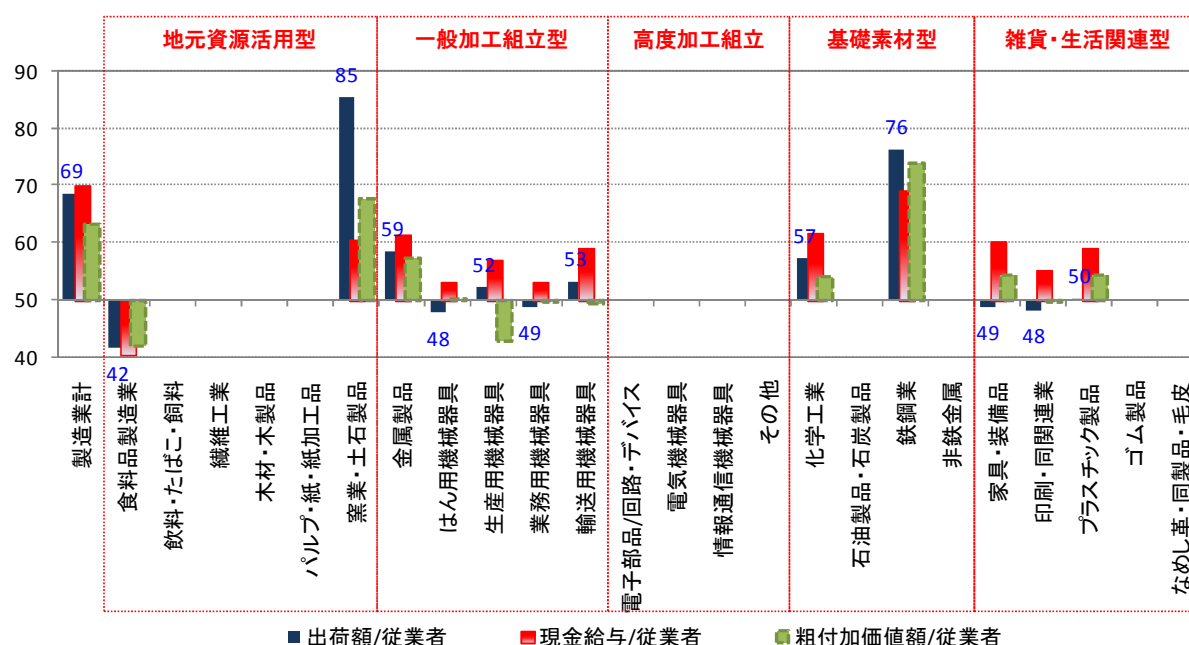
次に、都市圏別に産業の特徴を見てみたい。すべての市区町村での分析が可能ではあるが、本稿では、北海道を例にとって分析を進めてみたい。北海道全体の結果は図表 65 に示したが、分類別に見たときに、「この分野は～」という形で表現しにくいという特徴があった。しかし、都市圏別にみること

a. 室蘭都市圏

まず、室蘭都市圏を取り上げる（図表 71）。鉄の町として知られる室蘭を中心とする都市圏は、やはり鉄鋼業に大きな強みを有する。出荷額は 826 都市圏のうち 13 位、一人当たり出荷額は 26 位と日本トップクラス、競争力を有するので賃金水準も付加価値額も高い。地元資源活用型に分類した窯業・土石製品製造業も活発で、一人当たり出荷額と付加価値額の多さで優位性を発揮している。その他、金属製品、生産用機械、輸送用機械といった一般加工組立型、化学工業、雑貨・生活関連型の出荷額も偏差値が 50 以上と強い。この傾向は製造業計の結果に表れており、3 指標ともに全国ベースでみても高い偏差値を示している。室蘭は鉄を中心とした「ものづくりの町」と表現できよう。

ここでは都市産業力に加えて、室蘭都市圏の「都市力」も確認してみたい。「都市力」とは、今回の分析単位と同じ 826 の都市圏について、市区町村の様々な側面、一例えば労働力率や失業の状況、高齢化の進行度合い、店舗数や医療の充実度、結婚や離婚・出生数といった世帯の状況、1 次・2 次・3 次産業への就業状況や生産額など一、を測る試みである。総務省の市区町村別のデータから「まちの特徴」を表すと考えた 23 項目を選び、偏差値化の作業を通じて、全国ベースで比較したときの各都市圏の特徴を抽出する。23 項目を、機能別に「経済基盤力」「雇用力」「産出力」「まち力」「家族力」という 5 つの指標に分類した上で、室蘭都市圏の結果を図表 72 に示した。

図表 71 室蘭都市圏の都市産業力



注: 図表 63 の注参照

出所: 経済産業省「工業統計」より野村證券作成

室蘭市を中心とする室蘭都市圏の人口規模はおよそ 10 万人であるが、図表 72 上段左に示した都市圏の労働や財政の状況を示す「経済基盤力」のチャートからは、15 歳以上人口に占める「労働力比率」の偏差値が低く、室蘭都市圏の 15 歳以上人口の規模に対し、働く意思のある人の比率が全国平均に比べてかなり低いということが分かる。納税者でもある働き手の比率が少ない一方で、同チャートに「自主財源比率」として示した歳入に占める地方税収の比率は全国平均を維持している。人口 10 万規模の他の都市圏の結果を比較すると、室蘭都市圏の地方税収の多さが一つの特徴といえる。同チャートの「都市人口比率」の偏差値が高いのは、室蘭都市圏では、中心市街地といった「人口集中地区」の住民比率が高いことを意味している。

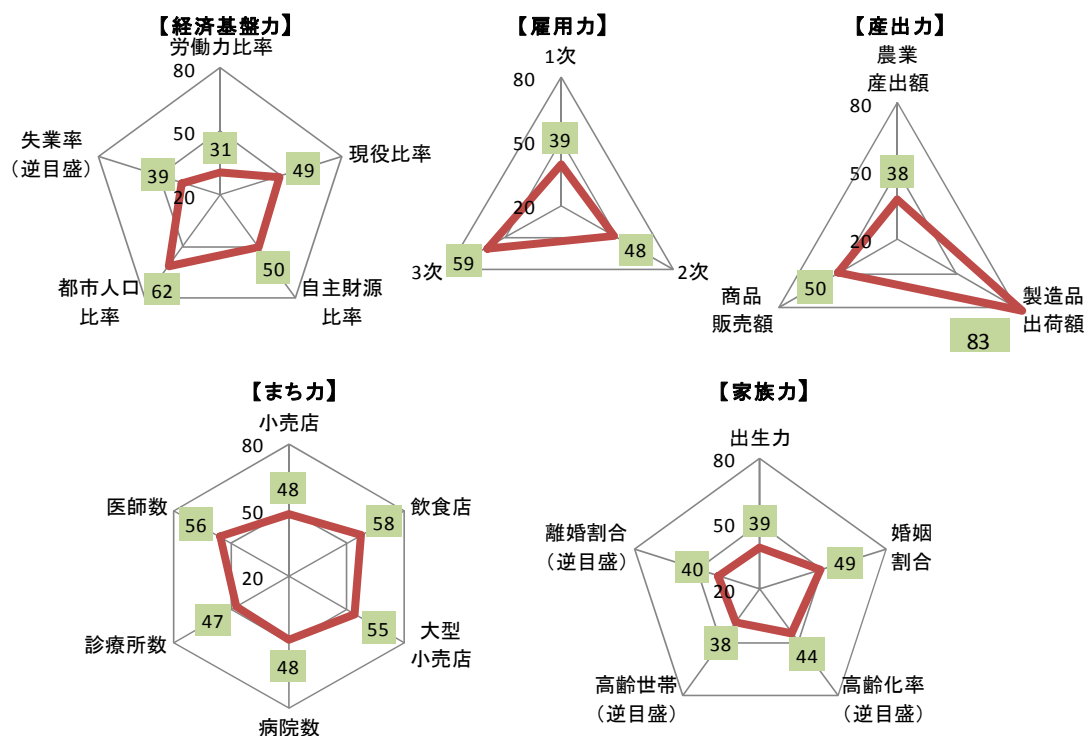
こうした特徴の背景にあるのが、圧倒的な 2 次産業の強さであろう。就業者一人当たりでみた出荷額を産業別に示した「産出力」のチャート（上段右）をみると、農業は全国平均を大きく下回る一方で、商品出荷額として示した 3 次産業は平均を維持、そして製造品出荷額として示した製造業は圧倒的な強さを示している（この結果を業種別に詳しく分析するのが都市産業力）。活発な製造業が、労働力率が低い中での財政力の強さの背景にあるとみられる。住民規模に照らした店舗数や医療関係の充実度を測る「まち力」チャート（下段左）を見ても、こうした経済的・産業的な活力が、飲食店や大型小売店の多さ医師数の充実となって表れている。

室蘭都市圏に将来に向けた課題があるとすれば、それは「家族力」のチャート（図表 72 下段右）が示す「出生力」の低さかもしれない。15-64 歳の住民規模に照らした出生数というベースで比較した結果であるが、全国ベースよりかなり出生数が少ないことが分かる。人口減少の進行は、今後、人の移動を活性化させると予測している。それぞれの都市圏を生まれ故郷とする生まれる子供の数は、将来「そのまちを選ぶ・留まる可能性の高い人を増やす」という観点からも重要となろう。

産業構造の特徴を把握し、競争力のある産業をさらに活性化、雇用の場を増やし、高齢者でも生活しやすいコンパクトなまちを志向し、「将来にわたり選ばれるまちづくり」を進めることが、地域経済

の活性化にとって極めて重要となろう。室蘭都市圏はものづくりの拠点という大きな魅力をすでに持っている。この特徴を生かしつつ、出生力を強めるような施策を通じて、よりいっそう魅力ある都市圏となるのではなかろうか。

図表 72 室蘭都市圏の都市力



注: 22 指標の数値は、全市区町村の結果を偏差値化したもの。

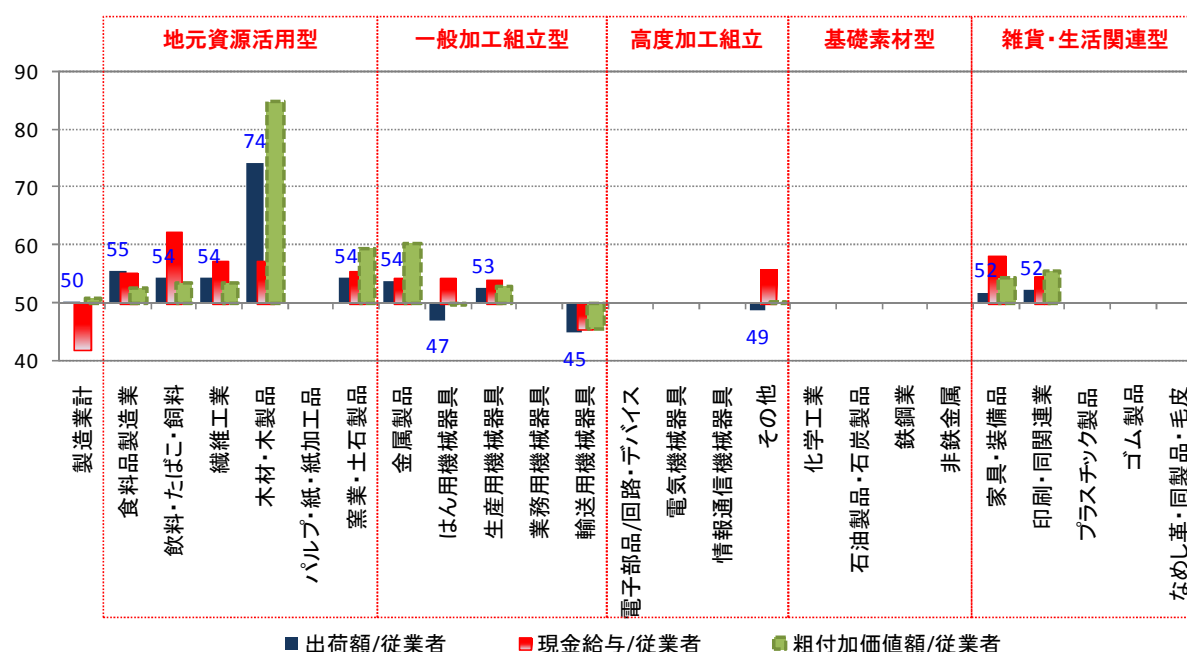
出所: 総務省データベースより野村證券作成

b. 帯広都市圏

次に、帯広都市圏を見てみたい（図表 73）。帯広市は人口 16 万（本分析で用いる帯広都市圏としては 33 万）の帯広のイメージとは、すみずみまで人の手の行き届いた美しい耕地が広がる「農業のまち」ではないだろうか。帯広市のホームページを見ると、「フードバレー十勝」構想を打ち出し、食と農業の振興を地域の成長の柱に据えている。

こうした帯広市の製造業は、室蘭では唯一あまりふるわなかった食料品製造業が強いことに特徴を求められる。加えて、木材や繊維、飲料・たばこ・飼料、窯業といった地元資源活用型業種全般が強く、他の都市圏に比べより一次産業に近い製造業分野で優位性を発揮している。特に注目したいのが食料品製造業の強さである。農業の強い帯広都市圏ならではの、地元の特徴を生かした 1 次産業と 2 次産業の連携の姿を示している。

図表 73 帯広都市圏の都市産業力



注: 図表 63 の注参照

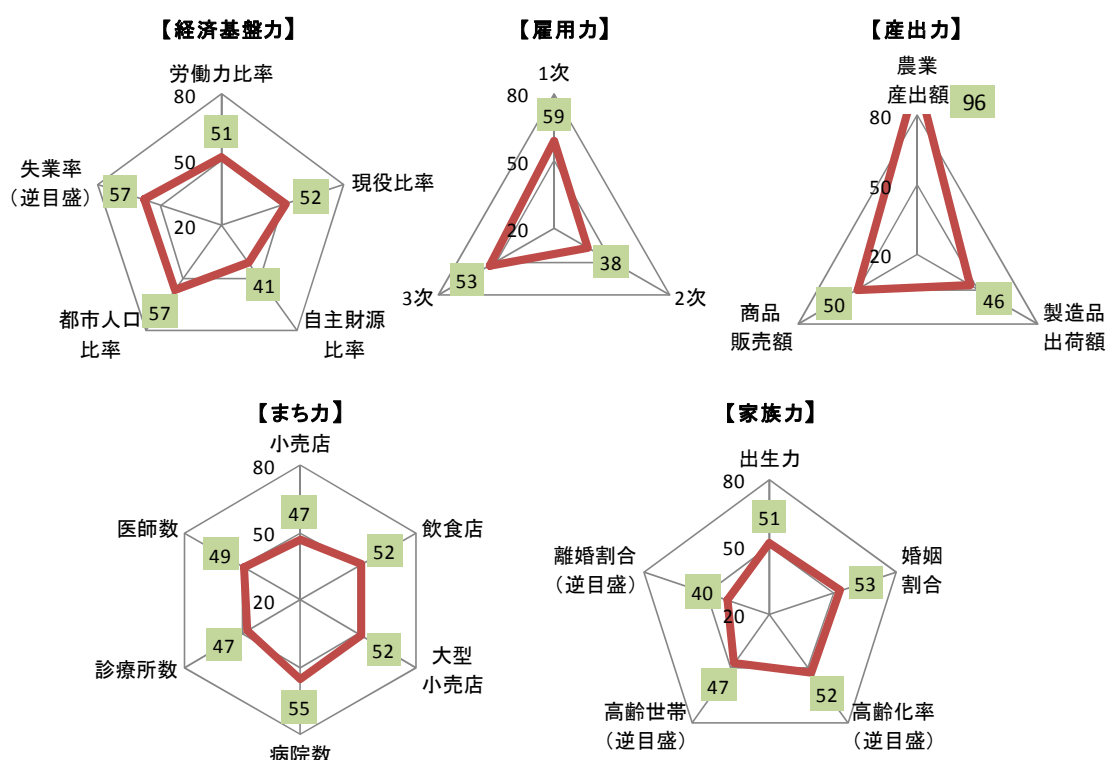
出所: 経済産業省「工業統計」より野村證券作成

図表 74 は、帯広都市圏の都市力の図である。室蘭都市圏とは対照的なのが「産出力」のチャートの姿で、農業が圧倒的な競争力を示し（上段右：産出力）、従業者一人当たり産出額の偏差値は、826 都市圏中 3 位となった。1 次産業への従業者が多く農業が活性化している同都市圏は、経済基盤力の特徴をみると、財政力は弱いものの、「労働力比率」は平均以上で「失業率」は極めて低い（上段左）。加えて、農業地域には珍しく「都市人口比率」の偏差値が高く、コンパクトなまちづくりがなされているようである。

「まち力」は店舗数も病院数も平均以上である（下段左）。そして「家族力」は、出生力が全国平均を上回っていることを示している（下段右）。農業には高齢化のイメージが付きまとうこともあり、帯広都市圏の高い出生力は意外ともいえる結果であった。むしろ、帯広都市圏は高齢化率も全国平均より低く、活発な農業、連携する 1 次産業関連の製造業の強さが、人を引き付ける魅力となっていることが伺える。

課題として挙げるならば財政力となろう。農業中心の都市圏の多くは、帯広都市圏と同様に地方税収が少ないところが目立つ。こうした中、農産物の生産から加工、流通販売の流れを一体的に捉える「6 次産業化」が注目される。種類も産地も多様な食品がスーパーに並ぶ中で、安心・安全な食に対する消費者のニーズが、かつてないまでに高まっている。農産物の生産に留まらず加工から国内外への流通・販売までを視野に入れた 6 次産業化が進み、価格競争力が高まってくれば、将来的に財政力の強化につながっていくと期待される。

図表 74 帯広都市圏の都市力



注: 22 指標の数値は、全市区町村の結果を偏差値化したもの。

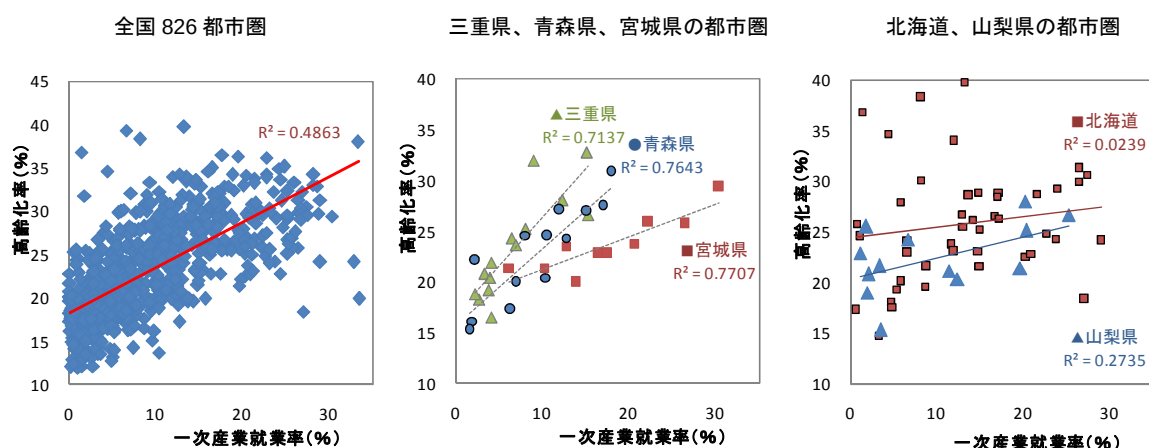
出所: 総務省データベースより野村證券作成

III-4 農業のポテンシャル

帯広の例は、高齢化が進む日本への一つのメッセージも有していると考えている。図表 75 は、縦軸に都市圏の高齢化率を、横軸に 1 次産業への就業率を取り、両者の関係を見たものである。左図は全国 826 の都市圏を対象としたが、高齢化が進んだ都市圏では 1 次産業への就業率が高いという傾向が見て取れる。真中の図は、タイプの異なる三県の結果をみたものであるが、就業率の傾向（図に示した近似曲線の傾き）に差があるものの、高齢化との相関関係が非常に強い点で共通している。農業の担い手の高齢化が指摘されているが、この結果はまさにそれを裏付けている。

全国ベースの結果（図表 75 左）に表れた高齢化と 1 次産業への就業率の高さとの関係は、マクロ的にはむしろ、農業は高齢者の就業を通じて地域経済を支えている、と表現すべきなのかもしれない。極端に言えば、仮に農業への従事がなければ年金支給でカバーしなければならないであろう家計消費の一部（例えば食費）を 1 次産業への就業が補っている、という側面である。これは、高齢化が進む日本にとって一つの示唆であると言える。

図表 75 1 次産業への就業率と高齢化率の関係



注: 1. マーカーは都市圏を示す

2. 図中の直線は高齢化率と 1 次産業就業率の相関の傾きを、 R^2 の数値の大きさは説明力の強さを示す

出所: 総務省データベースより野村證券作成

しかし、この農業の姿は、このままでは近い将来訪れると予想される「農業経営者が半減する」という日本の農業が抱える痛みを、正面から向き合うものではない。生産手段である土地に「動かせない」という特徴があるがゆえに、農業は国内問題というイメージが先行し、製造業のような先を見越した意思決定が阻害されているようにも思われる。日本の農業を産業として捉え、その収益力を高め、来るべき世界的な食料価格高騰の時代に備えるという観点からは、帯広都市圏をはじめとする 1 次産業に力を入れている都市圏に現れた結果に、産業としての農業のポテンシャルを見出したい。

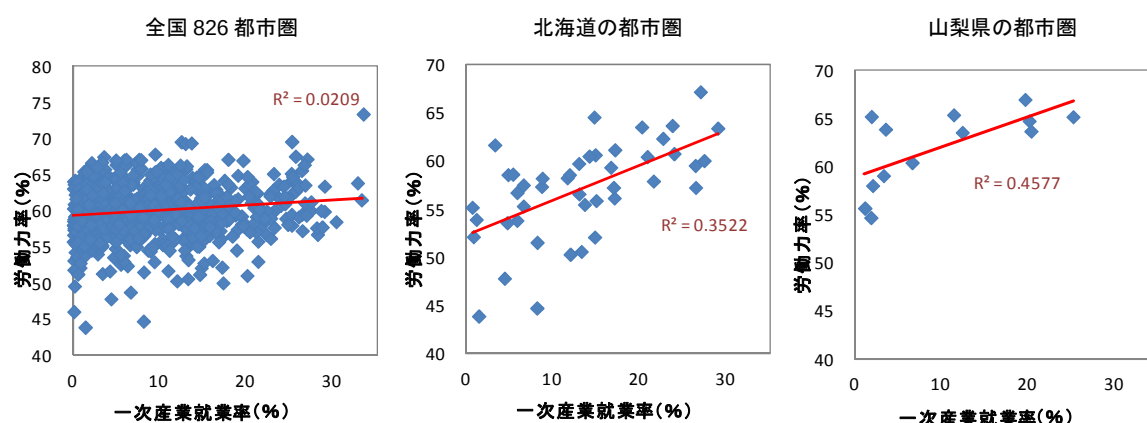
例えば、図表 75 の右図の北海道と山梨県をみると、全国の傾向とは異なり、1 次産業への就業率の高さを必ずしも高齢化が説明していない。両者の相関は極めて低いという結果となった。同図からは、「1 次産業への高い就業率＋低い高齢化率」という都市圏の存在が見て取れる。農業の生産性が高く競争力がある地域では、若い人が跡を継いだり新規に就農したりといった要因が背景にあると考えられる。

注目したいのが、両県では 1 次産業への就業率の高さが、労働力率の高さに結びついているという点である。図表 76 の左図は全国 826 都市圏の結果であるが、1 次産業の就業率と労働力率の間には相関関係が見出せない。しかし、北海道と山梨県では、緩いながらも 1 次産業への就業が多い都市圏では労働力率も高いという関係が表れている（図表 76 の中・右図）。

1 次産業への就業率の裏返しではあるが、2 次産業および 3 次産業からみると、2 次・3 次産業では高齢化が進むに従って就業率が低下するという明確な傾向が現れる。今後、人口の一層の高齢化に拍車がかかる。2 次・3 次産業だけでは、高齢化に伴って社会全体でみた「働き手の減少」に拍車がかかるのは目に見えている。強い農業は、単に 1 次産業は定年がないという理由以上に、就業機会を生み出し、人を引き付け、都市を活性化するポテンシャルを有していよう。20 代の失業率の高止まりや学生の就職氷河期など、若い労働力をめぐる就業環境の難しさが指摘されている。こうした中、必ずしも 2 次・3 次産業でなくても、「就農」という選択肢があってもいいのではないのか。国際的に一次エネルギーや穀物価格の高騰が懸念される中、価格に上昇圧力がかかりやすい環境は、むしろ日本の農作物が競争力をもち、それゆえ農業が産業として再生する一つの契機となるかもしれない。

農業の活性化は、来るべき超高齢化時代に 2 次と 3 次産業では避けがたい「人口減少時代の働き手の加速的減少」という痛みを緩和する可能性と食料価格上昇時代の日本の新しい 1・2・3 次産業の在り方という可能性を示していよう。

図表 76 1 次産業への就業率と労働力率の関係



注: 1. マーカーは都市圏を示す

2. 図中の直線は労働力率と 1 次産業就業率の相関の傾きを、R2 の数値の大きさは説明力の強さを示す。

出所: 総務省データベースより野村證券作成

本稿では、例えば 1 ヘクタール当たりどのくらいの収益を生めば強い農業と言えるかといった議論には踏み込まなかった。それは、県や都市圏がもっている資源を再確認したうえで、その地力の発揮に向けて、すなわち地域の実情を踏まえたうえで、多様な発展に向けて踏み出すことが重要と考えているためである。しかし、山がちな日本において、耕すに適した土地は必ずしも広くはない。そうした貴重な土地のうち、埼玉県の面積に相当する 38.6 万ヘクタールが耕作放棄地として、耕されもせず、他のことに使われもせず、文字通り放棄されている。ヒト・モノ・カネ・情報・土地、付加価値を生み出すこうした資源の多くは容易に移動する。担い手の高齢化により農家経営者数が 2025 年までに半減するという試算の結果は、産業としての農業をいかに活性化するかという課題を問いかけている。逃げない資源である土地の収益性をいかに高められるかが、過去に経験したことのない人口構成に対応する日本にとっての試金石となる。農業を中心とした 1 次産業ではこれまで、生産性を高めるような抜本的な改革がなされてこなかった。しかしだからこそ、農地の集約・規模拡大を含むさまざまな工夫や改革が、他の産業での効果以上に大きな効果を発揮すると期待される。

都市産業力という製造業の競争力に、「土地の生産性をいかに高めるか」という発想を加え、農林水産業のポテンシャルを加味した新たな地域独自の産業構造を模索が、多様で競争力のある「地域発の経済活力維持」を実現可能にしよう。

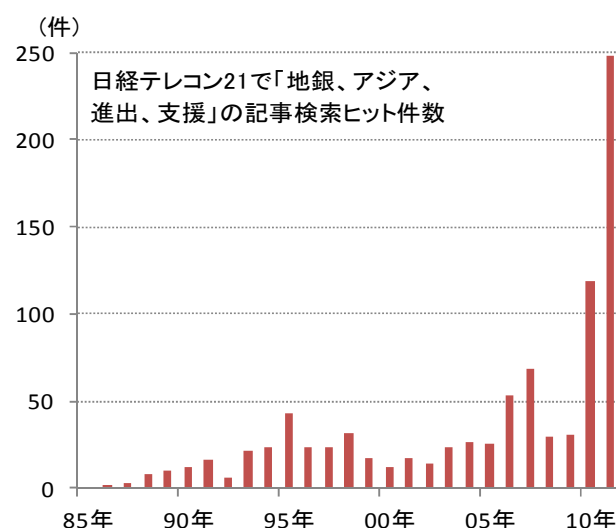
III-5 アジアナイゼーションの息吹

次に、高齢化・人口減少の局面に直面する日本の地域企業が、アジアの活力を取り入れる試みを加速する兆しを見せ始めている点を見てみたい。

その表れとして、地域企業のビジネス変化をいち早く感知している地方銀行の動きが参考になる。日経テレコン 21 で「地銀、アジア、進出、支援」で検索すると、2009 年まで年間 30 件程度であった記事数が 2010 年に 119 件、2011 年 11 月末までに 248 件と急速に拡大している（図表 77）。サブプライムショック後に、地域企業が新規市場に取り組む動きが一層高まり、地域の金融機関もそれに応える体制を強化してきたことが背景にある。

一方で、地域企業の海外進出について、そもそも、現状の業種別・地域的特徴の全体観はかならずしも知られていない、企業の海外進出に伴う地域産業の空洞化に対する懸念が根強く、ポジティブなイメージを描きにくい、といった面もある。この節においては「経済が一体化するアジア」において日本企業が現地生産の拡大に対応してきた全体観を示す。

図表 77 アジア進出強化を見せ始める地域企業



注 2011 年は 11 月 30 日まで

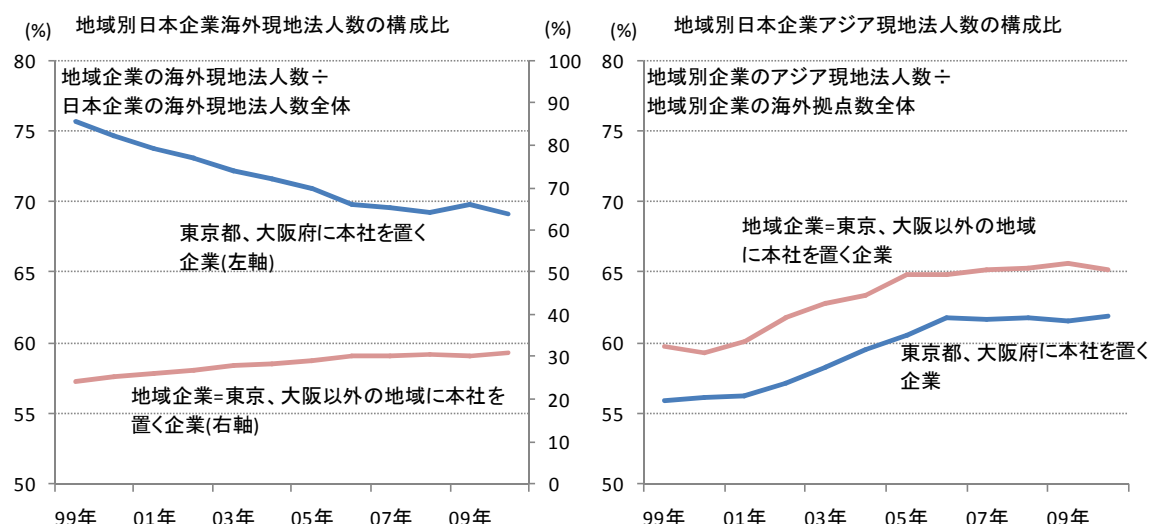
出所: 日経テレコン 21 より野村證券作成

(1) アジアナイゼーションが進む日本の地域企業

日本企業の海外進出はこれまで東京・大阪発の企業が主体であったが、近年それ以外の地域企業からの海外進出が加速する兆しが見られている。サブプライムショック後に世界的な景気後退に見舞われる中で、その動きはむしろ積極化している。前述の、地域金融機関からの支援が強化されている事実に加えて、「海外進出企業総覧」が集計した地域別の日本企業の海外進出状況からも同様なメッセージが読み取れる。たとえば、日本企業の海外現地法人の数は1999年の24,490社から2010年に26,556社に増えた。2010年時点でも、7割弱が東京都及び大阪府に本社を置く企業である。ただし、過去の10年間をみると、東京都・大阪府以外の地域に本社を置く企業の海外現地法人の割合が確実に上昇しており、1999年の24.3%から、サブプライムショックの2007年には30.4%まで上昇し、更にそこから2010年の30.8%まで高まってきている。

地域企業の海外進出はよりアジアにフォーカスしている。東京都・大阪府に本社を置く企業の海外現地法人のうち、アジアの現地法人の比率は 1999 年に 55.9%、2010 年に 61.9%となっている一方、その他地域の企業では 1999 年の 59.8%から 2010 年には 65.2%まで高まっている（図表 78）。

図表 78 海外、特にアジア地域への進出を拡大させてきた地域企業



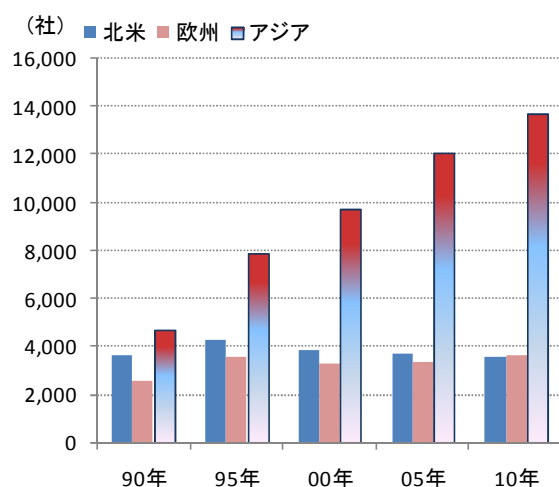
出所：東洋経済新報社「海外進出企業総覧」より野村證券作成

その背景として考えられるのは、東京都・大阪府に本拠地を置く大手企業は海外進出の時期が早く、当時は市場の規模及び貿易摩擦の回避などの理由で欧米における現地生産の需要が大きかったことだ。一方で、地域企業にとって、人件費や原材料コストの安いアジアは、より小さな投資規模での進出ができる、といった面でメリットが大きかったと考えられる。それに加えて、地域企業の海外進出は相対的に時期が遅く、現状ではアジアの生産基盤、アジアの市場規模も既に大きくなって、投資の魅力が増していると考えられる。

過去 20 年間の日本企業全体の海外進出の変化を概観すると、「拡張のアジア、見直しの欧州、撤退の北米」と表現できる（図表 79）。1990 年と 2010 年の拠点数変化をみると、北米の拠点数は 3,593 社から 3,564 社にやや減少している。欧州の拠点数は 1990 年の 2,549 社から 1995 年の 3,522 社に増加した以降は減少傾向が続いていたが、2010 年に 3,653 社と再び緩やかな拡大に転じている。一方、アジアの拠点数は 4,706 社から 13,684 社へと 3 倍になった。特にその中で、中国の拠点数は 312 社から 5,345 社と 17 倍も増加し、日本企業が最も進出している地域となった。また、NIES4 と ASEAN4 における拠点数も 2010 年にそれぞれ 3,800 社、3,565 社と、欧州及び北米と同水準の規模となった。

売上や利益規模においてもアジア市場は日本企業にとって極めて重要な市場になっている。売上高については、北米拠点の地域構成比が 1999 年に 43.0%（51.2 兆円）だったものが、2009 年に 31.4%（57.0 兆円）と大幅に低下し、欧州のウェイトも同 23.2%（27.7 兆円）から 18.8%（33.7 兆円）へと 4.4%ポイント縮小した。一方で、アジア地域では、同 26.8%から 41.2%と著しく拡大し、金額ベースでも 31.9 兆円から 78.0 兆円と倍以上に増えた。

図表 79 日本企業の主要地域別海外拠点数の推移



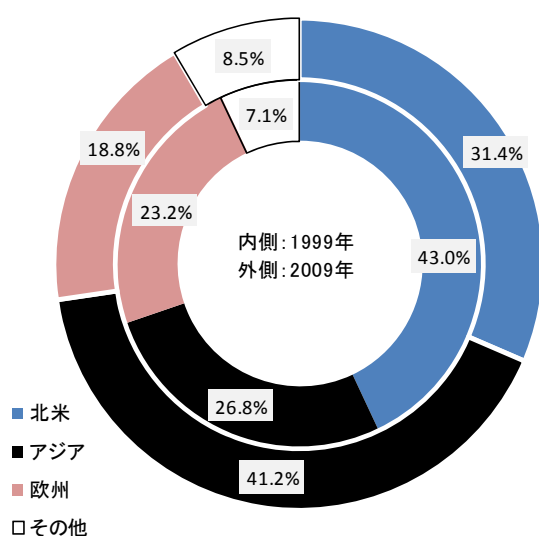
出所: 東洋経済新報社「海外進出企業総覧」より野村證券作成

経常利益についても同様に、1999 年時点では、北米拠点が全地域の 51.0% (1.2 兆円) を占めていたが、2009 年には 14.8% (1.0 兆円) に縮小し、欧州も 10.2% (2,385 億円) から 6.7% (4,716 億円) に低下した。一方で、アジアは同 32.1% (7,509 億円) から 52.3% (3.7 兆円) と増えて、金額ベースでは 5 倍も近くに膨らみ、日本企業の海外事業収益の過半を稼ぎだす地域となった (図表 80)。

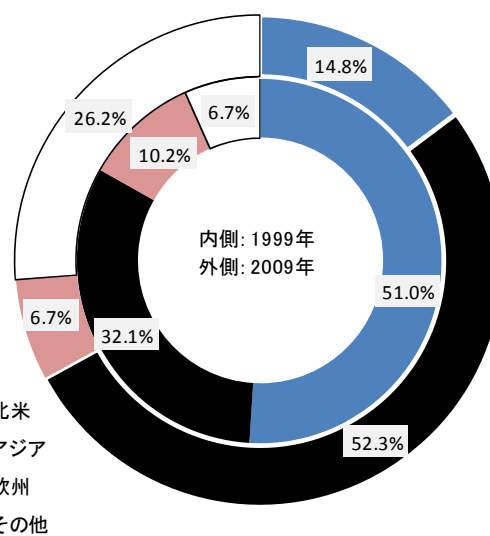
特にサブプライムショック前の 2007 年と比べて、2009 年の北米、欧州地域における経常利益がそれぞれ 62.5%、71.7% と大幅に落ち込んでいる中で、アジア拠点の経常利益は 3.8% の小幅な落ち込みにとどまった。

図表 80 日本企業現地法人の地域別売上高、経常利益の構成

日本企業現地法人の売上高地域別内訳



日本企業現地法人の経常利益地域別内訳



出所: 経済産業省「海外事業活動基本調査」より野村證券作成

野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただきますお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

このような、地域企業を含む日本企業による積極的なアジア進出を、ここではあえて「アジアナイゼーション」と呼ぶことにする。これは単にアジアにおける日本企業の現地法人数が増えている事実を示すだけではなく、①日本国内の市場縮小、中長期的に生じ得る労働力確保の困難さを見越して、②拡大するアジア市場の可能性を取り入れ、③アジア現地に形成・強化されつつある生産・販売ネットワークの中に組み入れられるチャンスを作り出すために、日本の地域企業が「自らアジアに身を置き、アジアの工場の一角を担おうとしている」という変化を捉えるメッセージをこめたものである。

(2) アジアナイゼーション

a. 苦境から再生への選択肢

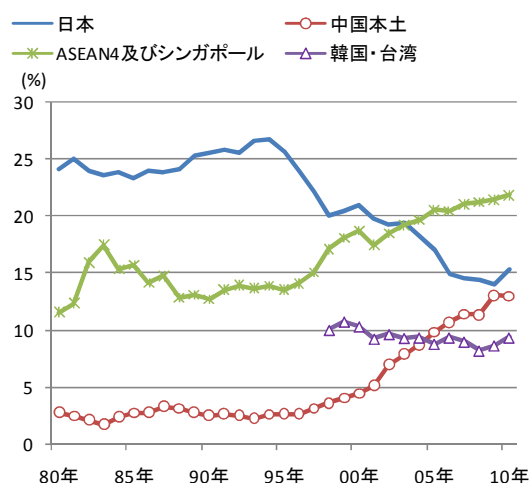
地域企業によるアジア進出の加速は、国内にとどまることのリスクへの対処という側面が重要になってきたことの表れである。その主な理由として、次の3つがあげられる。①日本にとって重要なアジア市場は、域内の関税障壁の撤廃などを通じて域内の経済の一体化がかなり進んできた市場である。②現状日本の国際競争力が高く、規模としても大きい産業として、電気機械、輸送機械、一般・精密機械といった機械産業があるが、これらの機械産業ではアジア域内の生産基盤や生産・販売ネットワークが既に育ちつつあり、現地化比率がかなり高い水準にある。③電機産業のように、「部品の日本企業」と「完成品のアジア企業」の国際垂直分業が拡大している分野では、エンドユーザーであるアジアの完成品企業を取り込むことの必要性は高まってきている。一体化が進むアジアに組み入れられないこと的機會リスクが大きくなっている中で、アジアナイゼーションは地域企業にとって苦境から再生への道を模索するための選択肢として、重要になってきている。

b. 「一体化するアジア」と向かい合う日本

アジア域内では過去 20 年の間に、経済の一体化、域内の貿易拡大が速いペースで進められてきた。主要な貿易協定の代表例として、1992 年に ASEAN 自由貿易地域 (AFTA) が合意され、加盟国が原産地である原材料、部品等について地域内の特惠関税 (CPET) が適用される仕組みになっている。これに基づいて、ASEAN6 カ国 (タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア、シンガポール、ブルネイ) 内の貿易においては、2010 年にほぼ全品目の関税が撤廃され、ASEAN に後発的に加盟した 4 カ国 (ラオス、ミャンマー、カンボジア、ベトナム) でも、2010 年までに貿易品目の 98.8% に相当する商品について、関税率が 5% 以下に引き下げられている。また、ASEAN は中国との間でモノの貿易に関する協定 (ACFTA) を 2005 年に発効させ、2010 年時点で、ASEAN6 と中国の間において 90% の品目で関税率を撤廃した。

このような域内経済協力協定の整備を背景に、アジアにおける生産財の域内調達も着実に進んでいる。たとえば、ASEAN4 (タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア) の地域別輸入構造をみると、日本の割合は 1995 年までの 25% 台から足元 15% 台まで低下している。一方で、ASEAN4 内部及びアジア内部の貿易の中継地であるシンガポールからの輸入は同 13-14% 台から 22% 台に増えている。また、中国からの輸入構成比も 2% 台から 13% 台に高まっている。ちなみに、台湾と韓国からの輸入ウェイトは過去 10 年間では 9-10% 台とほぼ横ばいである (図表 81)。日本企業として、一体化が進むアジア市場を取り込むためには、アジアに根を下ろした事業の展開がより求められている。

図表 81 ASEAN4 の地域別輸入構成



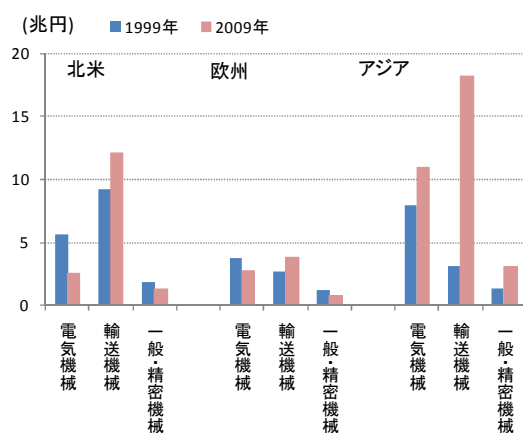
出所: CEIC データベースより野村證券作成

c. 現地調達が進むアジアの機械生産

日本企業のアジア事業においては、機械の生産・販売が最も重要な分野である。日本企業の海外現地法人の売上高（製造業）のうち機械類が約 4 分の 3 を占め、これは各進出先地域でも同じ状況である。中でも近年はアジアのモータリゼーションを背景に、輸送機械を中心にアジアでの売上高が急拡大している。

たとえば、電気機械では、海外拠点の売上高は 1999 年の 17.6 兆円から 2006 年の 23.4 兆円へ増加したものの、その後世界的な景気減速に大きく影響され、2010 年には 18.4 兆円の規模と見込まれるなど、金額ベースでの増加は限定的である。一方で、輸送機械の海外売上高は 1999 年の 15.8 兆円から 2007 年に 53.7 兆円へと拡大し、2010 年には 42.5 兆円と見込まれる。輸送機械の地域別の売上高増加幅を見ると、1999 年から 2009 年の 10 年間で、北米の+2.9 兆円、欧州の+1.2 兆円に対して、アジアは+15.2 兆円と桁の違う増え方をしていた（図表 82）。2010 年の見込みベースでは、アジアの輸送機械だけで、日本企業の製造業海外法人全体の売り上げの 23.3%を占める規模まで大きくなってきている。

図表 82 電気機械と輸送機械における海外法人の地域別売上高の変化



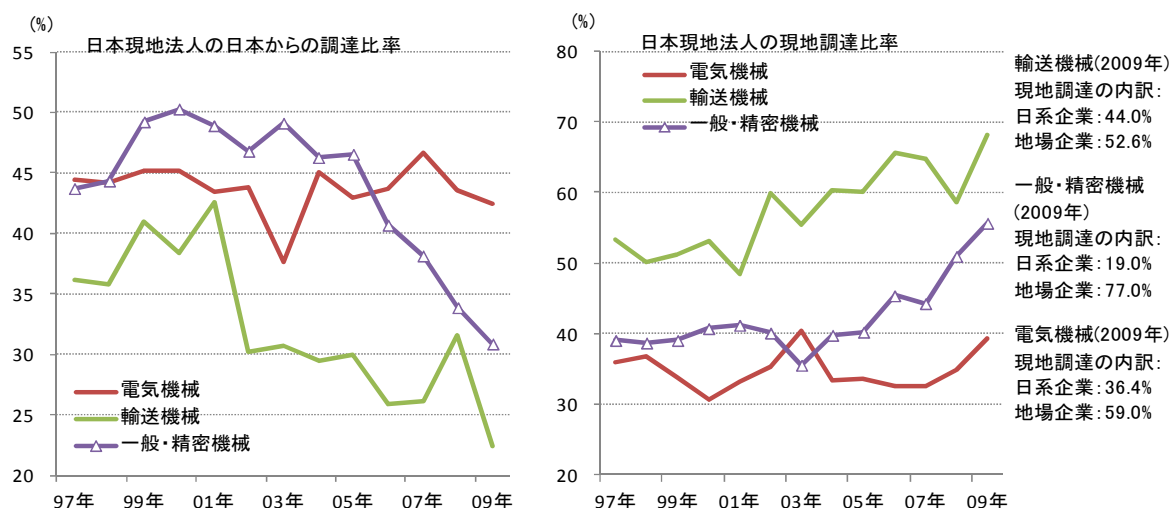
出所: 経済産業省「海外事業活動基本調査」より野村證券作成

野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただきますお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

日本企業にとって重要な海外の電気機械、輸送機械の産業は、近年生産の現地化が急速に進んでいることが特徴的である。この動きは日本企業のアジア拠点の現地調達比率の動向からも推察される。現状、海外現地法人の生産における日本からの輸入比率の低下が進み、輸送機械では、1997~2001 年の 5 年間平均の 39%程度から、2009 年時点の 22.5%に、一般・精密機械でも、2005 年までの 47%程度から 2009 年に 30.9%になっている。電気機械は国内の高性能部品の競争力が高く、これまで大きな低下は見られていない。

図表 83 主要機械産業における日本現地法人の調達動向



出所: 経済産業省「海外事業活動基本調査」より野村證券作成

また、機械類の現地調達の内訳をみると、日系企業からの割合が電気機械で 36.4%、輸送機械で 44.0%、一般・精密機械で 19.0%にとどまり、いずれも地場企業のウェイトが過半数を占めている(図表 83)。輸送コストや関税の節税効果が、現地調達が進みやすい理由と思われるが、地場企業の生産能力や技術力のキャッチアップも大きな背景である。

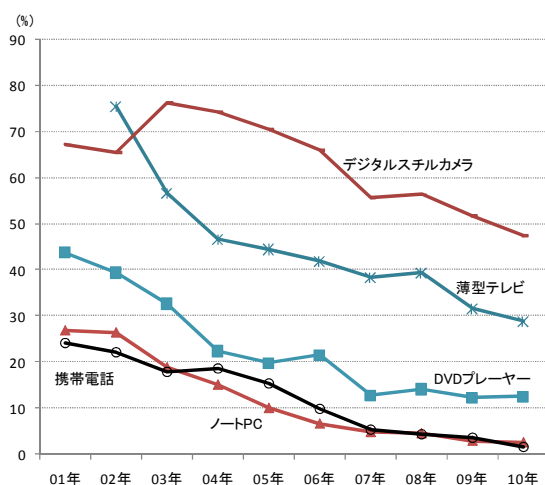
d. アジアのエンドユーザーに売り込む

日本とアジアが垂直分業を行っている分野においては、エンドユーザー（完成品）であるアジアの企業を取り組むことの重要性が高い。

近年、民生用の電気機械の完成品においては、アジア企業のシェアが日本を押さえて高まっているケースは少なくない。たとえば、薄型テレビにおいて、日本企業のシェアは 2002 年の 75.5%から 2010 年に 28.9%に低下している(図表 84)。

電機産業では、日本企業が中核部品、アジア企業が完成品、といった国際的な垂直分業が進んでいる。日本の部品メーカーにとって、もはや日系の完成品メーカーよりも、アジアの完成品メーカーを如何に取り込み、そのサプライチェーンに加わるかが重要になっている。このために、日本の部品メーカーはアジア現地に開発・生産の体制を構築して、完成品の開発・試作の段階から完成品メーカーと緊密に連携する必要性が高まっている。

図表 84 主要民生電子機器完成品における日系企業の世界生産シェア



注: 1. 台数ベース

2. 薄型テレビはプラズマテレビと液晶テレビの合計

3. 携帯電話は掲載されている各種方式の携帯電話の合計

出所: 富士キメラ総研「ワールドワイドエレクトロニクス市場総調査」

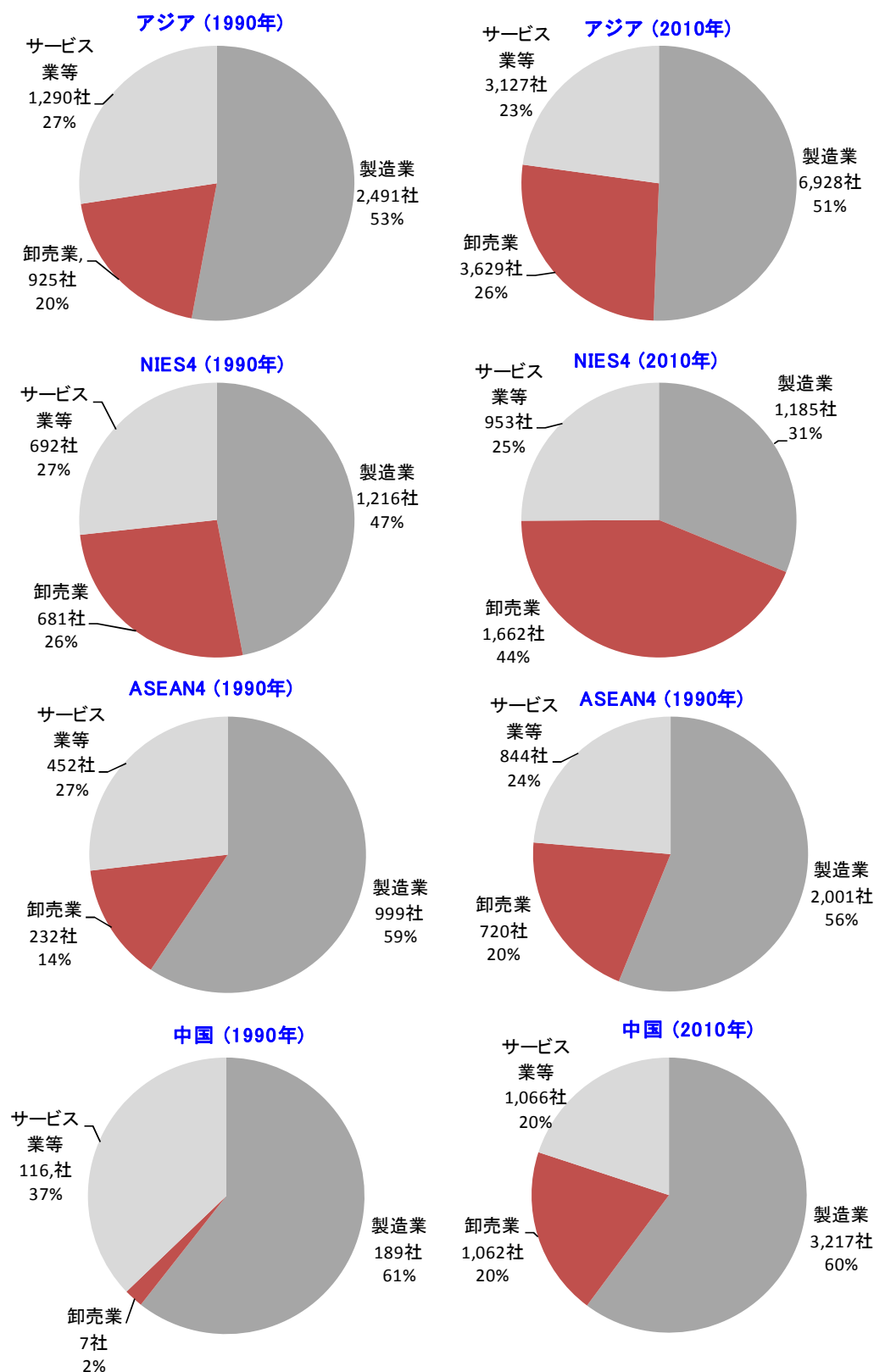
(3) アジアの市場に根差す日本企業へ

前述のように、アジアの市場は、①貿易の自由化を背景に域内経済の一体化が進んでいるが、その一体化への取り組みに日本が出遅れている、②日本企業の海外売上拡大のけん引役である輸送機械などは、かなり現地生産志向の強い産業である、③「部品の日本企業」が「完成品のアジア企業」と垂直分業の拡大が進んでいる、といった環境変化が、これまでの、そして今後のさらなる日本企業のアジアナイゼーションを促す背景である。

ここであえてアジアナイゼーションの特徴になるものを挙げるなら、アジアにおける日本企業現地法人の卸売業の拡大に注目できる。アジア全体では、1990 年から 2010 年の 20 年の間に卸売業の法人の構成比が 20%から 26% (925 社から 3,629 社) に拡大している。その中でも、中国では同 2%から 20%、7 社から 1,062 社に大きく増えている。卸売業の内訳をみると、アジア全体で約 6 割が電気機械、輸送機械、一般・精密機械業が設立した卸売業で、また約 3 割が化学及び鉄鋼など素材産業による設立となっている (図表 85)。

卸売業における進出拡大は、日本企業のアジア現地生産に伴った現地販売体制の強化と解釈でき、日本企業がアジアの工場及びアジアの市場に加わっていかうとする努力の証であろう。

図表 85 アジア及び主要地域の日本現地法人数の業種別変化



出所: 東洋経済新報社「海外進出企業総覧」より野村證券作成

野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。

IV. おわりに

本年の中期経済見通しでは、日本が「マイナス成長」時代に突入するシナリオを提示した。「マイナス成長」時代は、単に実質成長率が長期的にマイナスとなるというだけではなく、日本がその他多くの課題に直面せざるを得ない時代となろう。

日本が立ち向かわねばならない課題とは、①労働力の供給不足が低成長とインフレに結びつく前に労働市場を改革しなければならない、②巨額の財政赤字が日本に長期金利の急上昇といった危機をもたらす前に財政再建の道筋を明らかにしなければならない、③これまで抜本的な生産性向上に向けた施策がなされてこなかった農業分野だが、担い手の高齢化で農家が半減する前に産業としての収益力向上に向けた改革を進めなければならない、④地球規模で 70 億人に達した世界人口や、人口の多い新興国の台頭を通じて、穀物や一次エネルギーに価格上昇圧力がかかりやすくなり、特に原油価格は 150 ドル/バレル台までの上昇が予測される中で、企業・産業の国際競争力を高めなければならない、という 4 点である。

これらの課題に取り組むということは、国民生活も、大きな影響と変化を避けては通れないということだ。「失われた 10 年」と言われてから早くも 10 年が過ぎ、抜本的な改革に着手しないまま、「失われた 20 年」となりつつある。今後、人口減少が進む日本にとって、変化とそれに伴う痛みを受け入れないままでは、財政状況も労働市場の状況も悪化する。日本経済、日本の財政に対する国際的な信認を維持していかなければ、日本への資金流入が滞り、資金調達コストの上昇を強いられ、企業活動にも大きな制約がかかると懸念される。

これまで、日本が抱える様々な問題を乗り越えるための、いろいろな処方箋が提示されてきた。政府・国民・企業・地域それぞれが、改革に着手し、改革が成就した後に実現する、成長の果実をつかみ取らなければならない。高齢化社会ではなく「長寿社会」、低成長ではなく「成熟と安定」、地域間格差ではなく「地域の多様性」へと、駒を進めることができるのか。我々の今の覚悟が問われているのではないだろうか。

野村證券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資にあたっては、各商品等に所定の手数料等（国内株式取引の場合は約定代金に対して最大 1.365%（税込み）（20 万円以下の場合は、2,730 円（税込み））の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等）をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商） 第 142 号

加入協会／日本証券業協会、社団法人 日本証券投資顧問業協会、社団法人 金融先物取引業協会、
一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町 2-2-2 アーバンネット大手町ビル

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としているものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、正確かつ完全であることを当社が保証するものではありません。このレポートに記載された意見、経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。このレポートは、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。