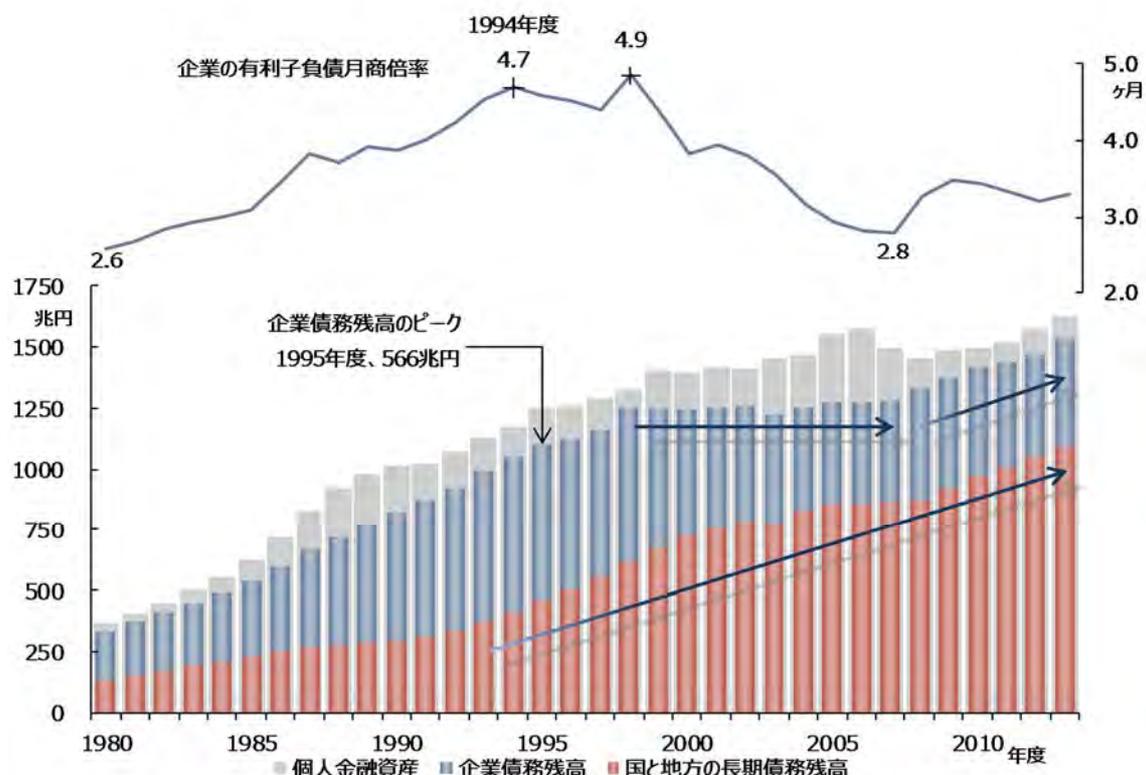


企業向け貸出金から政府部門向け貸出へのシフト

貸出金の減少は、とくに民間企業向け貸出金に要因がある。金融機関の資産残高で企業向け貸出金の代わりに拡大したのは、有価証券であり、その主なものは国債である。資産の内訳が企業向け貸出金から政府部門向け貸出にシフトしている。これが、預貸率低下の実態である。

図表 23 政府部門、企業部門の債務と個人金融資産の推移



出所) 次のデータから大和総研作成

国と地方の長期債務残高：財務省

企業債務残高：法人企業統計（金融保険業を除く全産業、全規模）、金融機関借入金と社債の合計値

有利子負債月商倍率：企業債務残高 / (売上高 ÷ 1.2)

なお、「売上高」の出所も法人企業統計（金融保険業を除く全産業、全規模）

個人金融資産：資金循環統計

図表 23 は、国と地方の長期債務残高、企業債務残高、資金の出し手である家計部門の個人金融資産の推移を示している。国と地方に企業を加えた総債務残高は、1980 年以降コンスタントに増加傾向を辿ってきたが 98 年度にいったん伸びが止まり、以降約 10 年間横ば

いで推移した。

内訳をみると、まず国と地方の長期債務残高は 1990 年代前半以降増加ペースが加速。2005 年度に一服するも 2009 年度以降再び増加基調にある。この 20 年の間で約 3 倍になった。2014 年度末には 1000 兆円の大台を突破する見込みである。

企業債務残高は 90 年代半ばにピークを迎えその後減少傾向を辿った。有利子負債の残高が月平均売上高の何か月分あるかの算式で借入水準の大きさを測る「有利子負債月商倍率」の推移をみると、1981 年度から 14 年連続で上昇していたが、98 年度をピーク に下降線を辿っている。その後 10 年が経過し、有利子負債月商倍率は上昇前の 1980 年度の水準に戻った。2007 年前後にバブル期に嵩んだ過剰債務の調整プロセスが一段落したと見受けられる。

一方、政府部門の増加ペースが加速した 90 年代前半以降、総債務残高に占める政府部門と企業部門の割合が大きく変化している。それまでは国と地方の長期債務残高が総債務残高に占める割合は 4 割前後で推移していた。ところが、95 年度に 4 割を超えた後にシェア拡大し、99 年度には企業債務残高を逆転。2001 年度には 6 割を超えた。

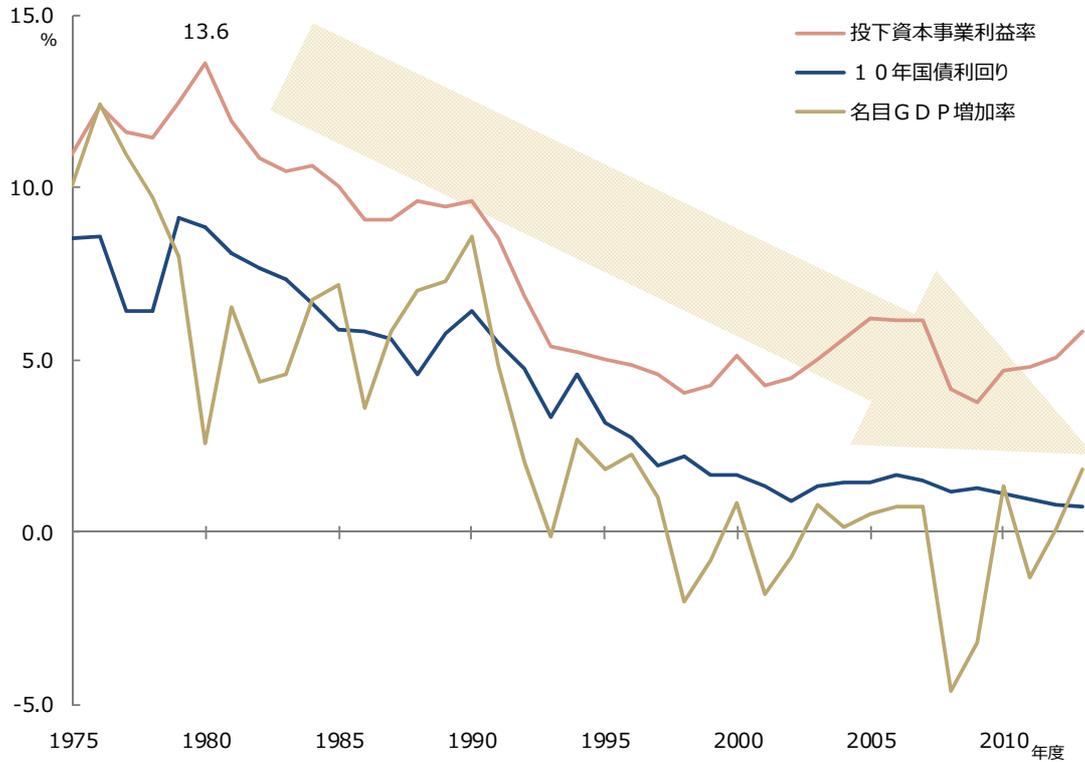
政府、企業両部門に対する資金の出し手である家計部門をみると、個人金融資産は一貫して総債務残高を上回る水準で推移。資金需要は国内で自給できているといえる。家計部門の個人金融資産が銀行、保険、年金その他の金融機関を経て、最終的に民間企業あるいは国、地方公共団体その他公的部門の資金需要に充当されている。

平均利潤率の傾向的低下

企業向け貸出金から政府部門向け貸出にシフトした背景には、企業の平均利潤率の傾向的低下があったと考えられる。図表 24 は投下資本事業利益率、10 年国債利回り水準および名目 GDP の過去 50 年の推移である。平均利潤率を表すものとして本稿では「投下資本事業利益率」を採りあげた。これはバランスシート上の総資産から現金預金と、売掛債権または買掛債務のいずれか小さいほうを控除したものに対する利払前経常利益の比率であり、企業の事業投資利回りを表している。

投下資本事業利益率、10 年国債利回り水準および名目 GDP の過去 50 年の推移をみると、いずれも低下傾向を辿っている。低下傾向を辿りはじめたのは 1973 年ころ、第一次オイルショックを機にわが国経済が転換期を迎えた年と考えられる。

図表 24 投下資本事業利益率の推移



$$\text{投下資本事業利益率 (\%)} = \frac{\text{事業利益 (経常利益 + 支払利息)}}{\text{投下資本 (資産合計 - 現金預金 - A)}} \times 100$$

Aは売掛債権（売掛金+受取手形+棚卸資産）と買掛債務（買掛金+支払手形）のいずれか小さいほう

出所) 法人企業統計、金融経済統計月報及び国民経済計算から大和総研作成

この3つの関係を金利体系で考えてみる。まず10年国債利回りは長期金利の指標として機能する。期間が同じであれば金融機関の企業に対する貸付利回りの水準はこれに信用リスク幅等を上乘せしたところに設定される。それをさらに上回る水準に利払い前の投下資本事業利益率が位置する。国債は信用リスクなしの投資とみなされるので、10年国債利回りを原点として、その上方に貸付利率が、そのさらに上方に利払い前の投下資本事業利益率が位置するという関係になる。

そして、10年国債利回りは経済成長率に連動する傾向がみられる。企業の投下資本事業

利益率、簡単にいえば事業投資利回りは、10年国債利回りプラス信用リスク幅の水準で推移しており、名目GDP増加率や長期金利に連動するように低下傾向を辿っている。

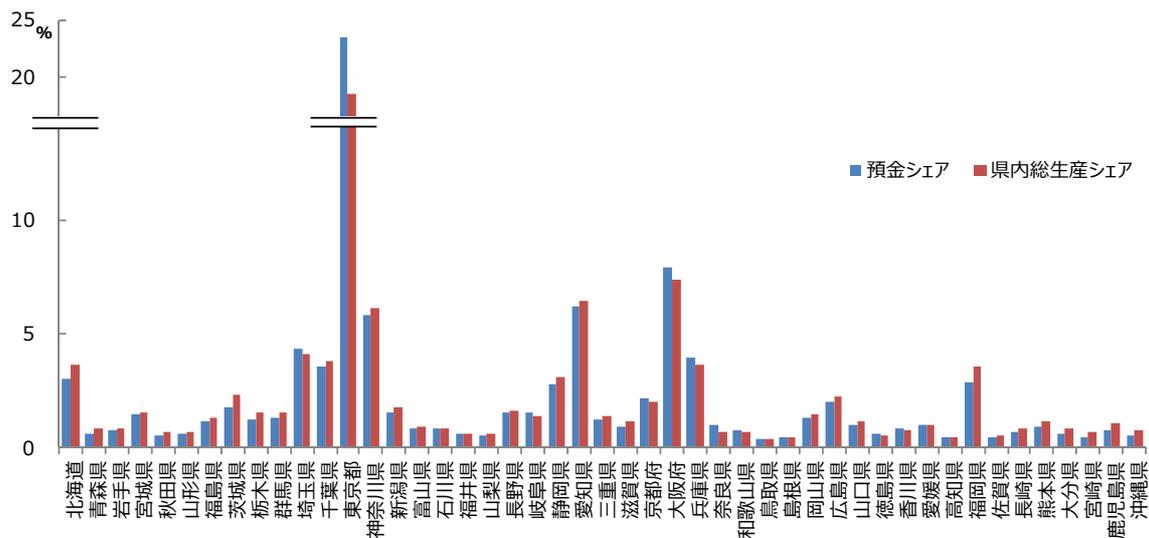
グラフ上の投下資本事業利益率は平均水準であり、個々の企業業績は上下にばらつく。もちろん、事業投資利回りの平均が低下したといってもそれを上回るパフォーマンスをあげる企業は一定割合存在するし、下回る企業も同じように存在する。ただ、事業投資利回りのレンジ自体が低位にシフトしているため、小さな業況の変化で赤字転落する可能性が高くなっているといえる。この意味での「事業リスク」は以前に比べて高くなった。

企業部門の資金需要が小さくなり、それを補完するように政府部門の投資活動が「活発化」したことから、総債務残高における部門別ウェイトが企業から政府部門にシフトしていったと考えられる。政府部門の経済活動のウェイトが良くも悪くも拡大してきた。

2. 都道府県別の預貸率のバラつきの要因

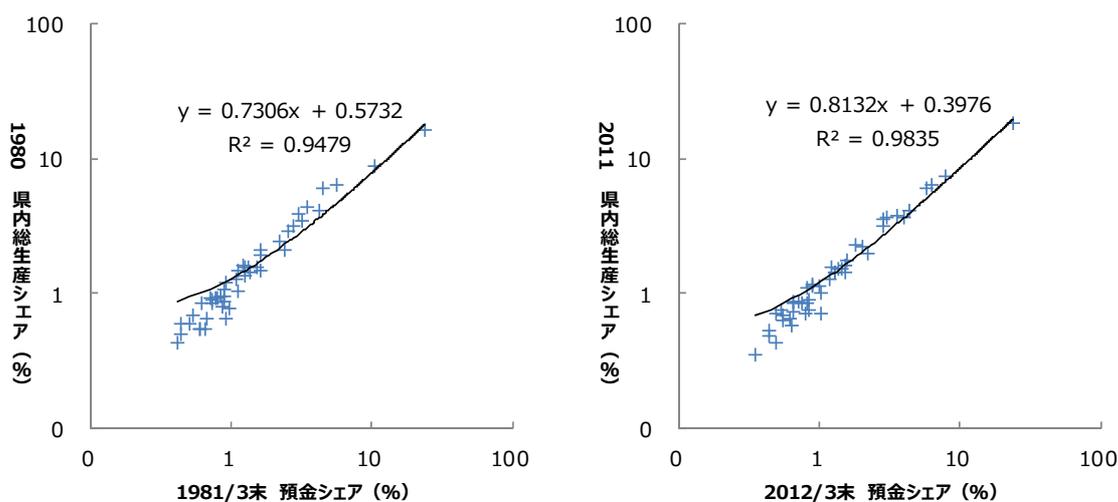
次に、都道府県毎の預金シェアと県内総生産シェアの比較をみる。図表 25 からは、都道府県別にみても、預金シェアは県内総生産シェアに比例することがうかがえる。

図表 25 2011 年度末の預金シェアと同年度の県内総生産シェア



出所) 県民経済計算、金融マップ資料から大和総研作成

図表 26 預金シェアと県内総生産シェアの関係



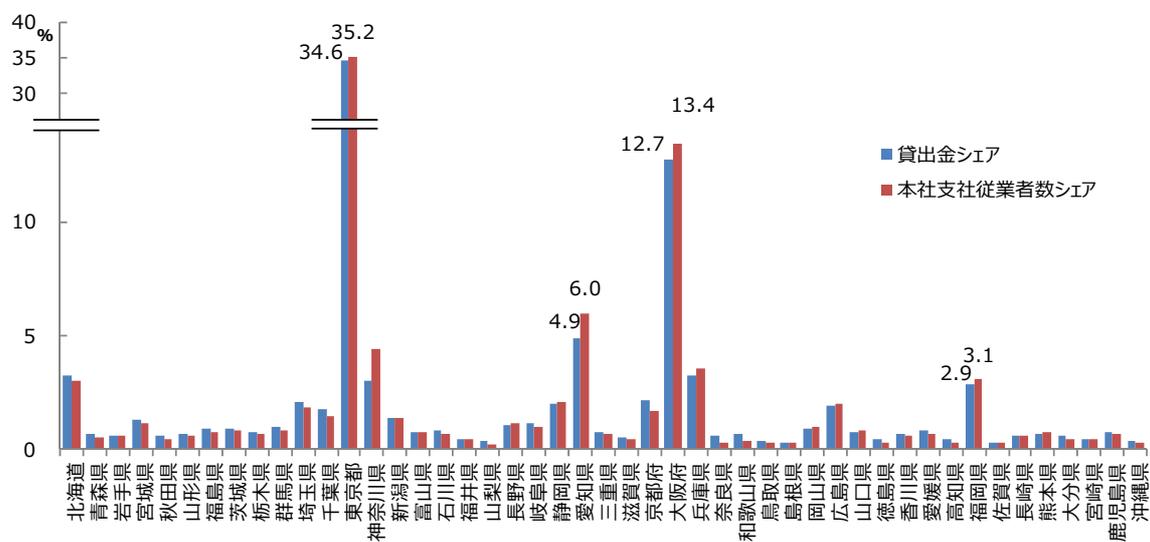
出所) 県民経済計算、金融マップ資料から大和総研作成

都道府県別の貸出金は当地に所在する本社と傘下支社事業所の数に比例

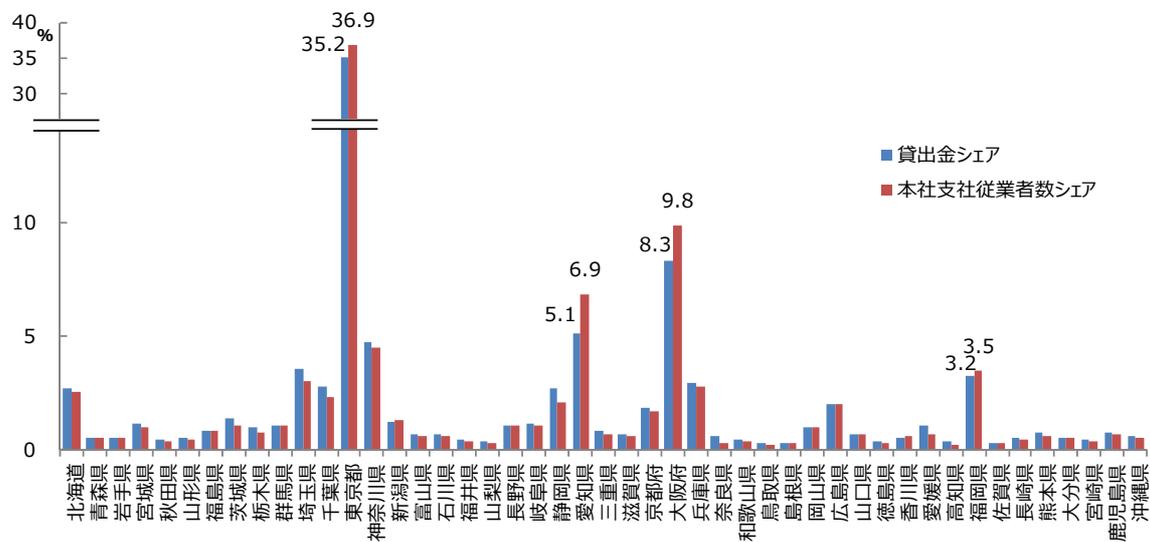
それでは、都道府県別の貸出金は何と相関するのであろうか。本稿では、本社事業所と県内外の支社の事業所の従業員数を合わせたものであると仮説を立てた。事業所・企業統計、現在の経済センサスにある本所・本社・本店の従業員数に、本所の所在地が同一都道府県内にある支社の従業員数をまずは加算する。さらに、当該都道府県に本所が立地する事業所の、他の都道府県にある支社の従業員数を加算する。こうして求めた従業員数の全国に占める割合を、都道府県別に調べた。これを本稿では本社支社従業員数シェアと呼ぶことにする。

図表 27、図表 28 は、本社支社従業員数シェアと都道府県別の貸出金シェアを比較したものである。図表 27 は 1980 年、図表 28 は 2012 年の時点のものであるが、どちらの時点においても本社支社従業員数シェアと貸出金シェアに対応関係がみられる。

図表 27 1980年7月の本社支社従業員数シェアと同年3月末の貸出金シェア



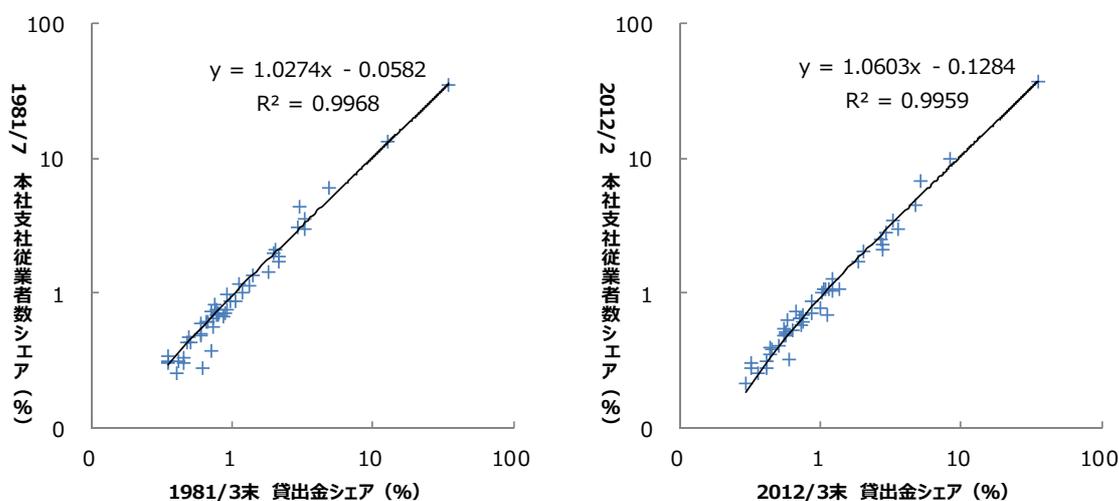
図表 28 2012年2月の本社支社従業員数シェアと同年3月末の貸出金シェア



出所) 事業所・企業統計、金融マップ資料から大和総研作成

図表 29 は本社支社従業員数シェアと貸出金シェアの散布図である。非常に近い関係性があることがうかがえる。

図表 29 本社支社従業員数シェアと貸出金シェアの関係



出所) 事業所・企業統計、経済センサス、金融マップ資料から大和総研作成

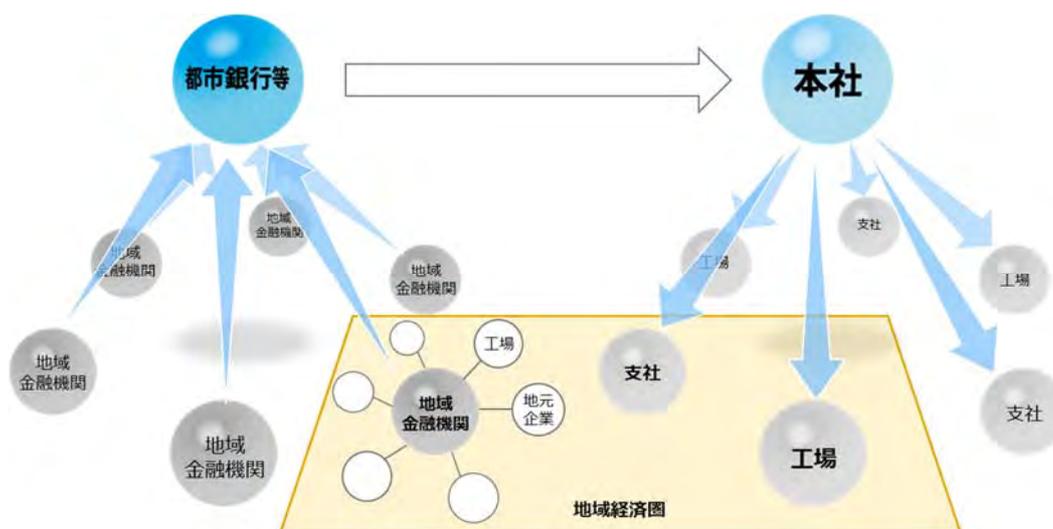
なお、他都道府県に本社がある支社を含め、同じ都道府県に所在する事業所の従業員総数で全国に占める割合を計算すると、都道府県別の県内総生産のシェアと相関関係がみられた。

他方、貸出金は本社従業員と同一県内にある支社・工場、そして他県の支社・工場の従業員数に比例する。こうしたことは、本社が、他県の支社事業所の分まで本社所在地の金融機関から資金を一括調達していると考えれば説明がつく。たとえば大阪府は預貸率を大きく減らしている。この間に大阪府に所在する本社機能が少なからず東京都に移転した。こうしたことがとくに貸出金の減少に影響していると考えられる。

東京都の預貸率が高く、地方が低い理由

もうひとつ示唆されるのは、資金は東京都や大阪府に向かう集荷の流れがあったが、それと同時に、本社から支社・工場に企業内金融によって地方に向かう資金の流れがあったことである。預貸率が低いことは必ずしも地元資金が地元で還元されていないわけではない。地域経済圏の域内において、資金は本社を経由して還流している。東京都や大阪府は集荷と出荷が会う取引の場であって、東京都や大阪府を経由して地元で資金が還流している。域内の預金・貸出金のバランスは取れているが、本支店間の資金融通は預貸率に反映しない。ただし、支社・工場の分布をみると、かつては資金の還流拠点が東京都と大阪府にあったが、近年大阪府の拠点性が薄まり、東京一極集中の度合いが増しているようだ。

図表 30 資金の集荷を担う地域金融機関、地方に再配分する本社

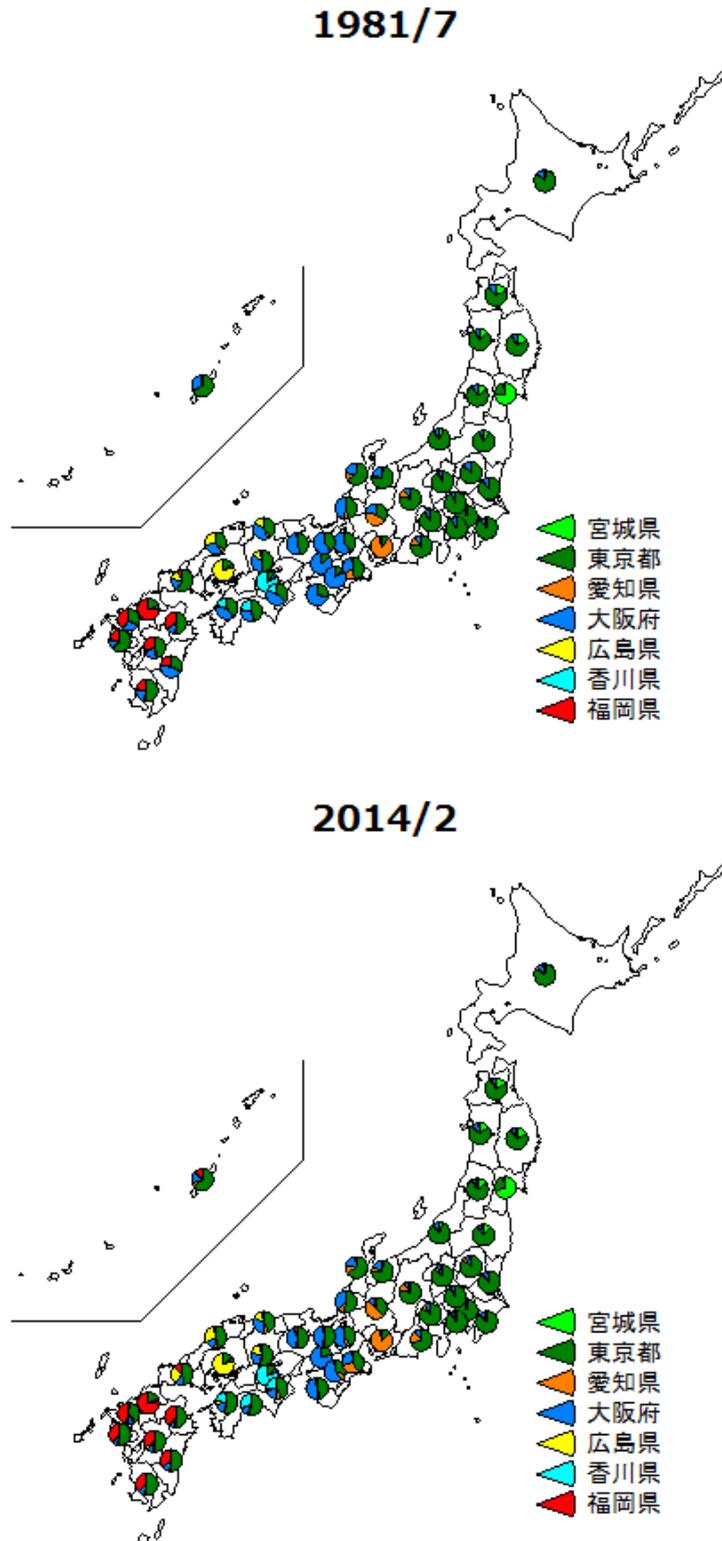


出所) 大和総研作成

地理的にみた資金の流れ

具体的にどのように還流しているか。図表 31 は、各都道府県の、宮城県、東京都、愛知県、大阪府、広島県、香川県及び福岡県に本社を持つ事業所のそれぞれの割合を従業員ベースでみたものである。これらの都府県はそれぞれの地方ブロックの拠点を抱える。これを見ると、宮城県、広島県、香川県、福岡県は、これらの県を中心とした東北、中国、四国、九州の各地方ブロックに影響圏を形成している。大阪府は関西ブロックから西日本に、東京都は関東含む東日本、全国に影響を及ぼしている。

図表 31 支社・工場の分布状況



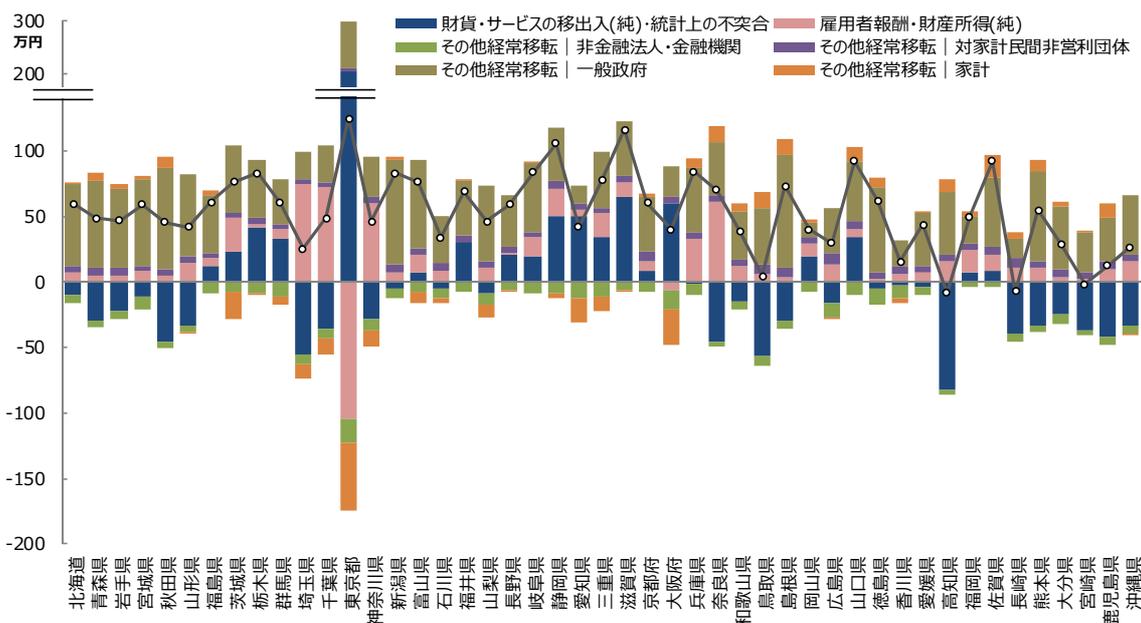
出所) 事業所・企業統計、経済センサスから大和総研作成

3. 域外流出を補完する域内流入の実態

図表 32 は、2006 年度から 2010 年度までの 5 年間の平均の経常県外収支を都道府県別に示したものである。まず、財貨・サービスの純移出のプラスが最も大きいのは東京都である。北関東や東海地方など製造業の盛んな地域の移出額が大きい。ただ、純移出入にかかる収支が赤字であっても、経常県外収支が赤字であるとは限らない。埼玉県、千葉県、神奈川県など東京都の通勤圏、兵庫県や奈良県など大阪府の通勤圏は雇用者報酬・財産所得の黒字が大きい。その他はおおむね国庫からの経常移転収入によって経常県外収支の総額が黒字に転換している。県民経済計算の作成方法が明らかでないため正確なところはわからないが、国からの経常移転収入は地方交付税や社会保障費などに充当される補助金であると思われる。

近年は、高齢化が進んだ地域で家計への経常移転が増えている。他方、三大都市圏では家計の経常移転が赤字になっており、三大都市圏から地方への経常移転がうかがえる。このように、民間企業部門の収支の赤字は主に財政部門によって補てんされており、地域経済としては必ずしも資金流出の状況にあるとはいえないと考えられる。国は地方に経常移転を続けていることが、国の財政の累積赤字につながっていると考えられる。この原資こそ、地方の金融機関が集荷した地元の資金である。

図表 32 都道府県別の 1 人当たり経常県外収支

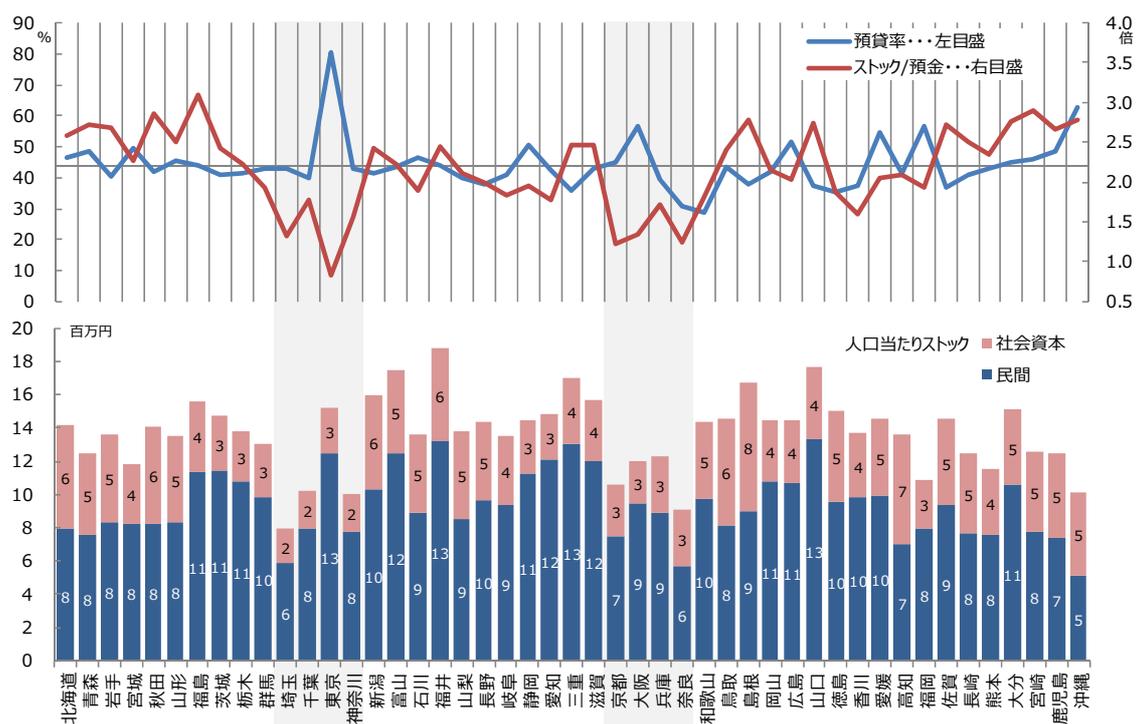


出所) 県民経済計算から大和総研作成

図表 33 は 2009 年度の民間資本ストック⁵と社会資本ストック⁶を人口当たりでみたものである。民間資本ストックが大きいのは、北陸、東海、滋賀など工業が盛んな県である。他方、総ストックにおける公的資本の割合が大きいのは、東北、山陰、沖縄などである。1人当たりの公的資本が少ないのは、首都圏及び近畿圏。これらは人口密集地でもあり、1人当たりストック自体も小さい。

次に、預貸率とあわせて、預金の何倍のストックがあるかを都道府県毎にみる。そうすると、預貸率が低い都道府県が預金当りのストックも低いとは限らないことがわかる。資金は東京に一極集中するのではなく、そこから地方に還流し、結果的に東北、山陰には公的資本、北陸、東海などは民間資本に充当されているのではないか。この点でいえば、出超は、首都圏、近畿圏の近郊と思われる。

図表 33 預金対ストック



出所) 国民経済計算、社会資本ストック推計から大和総研作成

⁵ 有形固定資産及び無形固定資産が含まれる。

⁶ 公的機関（一般政府及び公的企業）が整備する有形無形の社会資本のうち、道路、港湾、航空、鉄道、公共賃貸住宅、下水道、廃棄物処理、水道、都市公園、文教施設、治水、治山、海岸、農林漁業、郵便、国有林及び工業用水道の主要 17 部門が推計対象に含まれる。固定資産の耐用年数期間中、每期均等額の減価額を計上（定額法）する推計手法「純資本ストック試算 1」の計数を元データとしている。

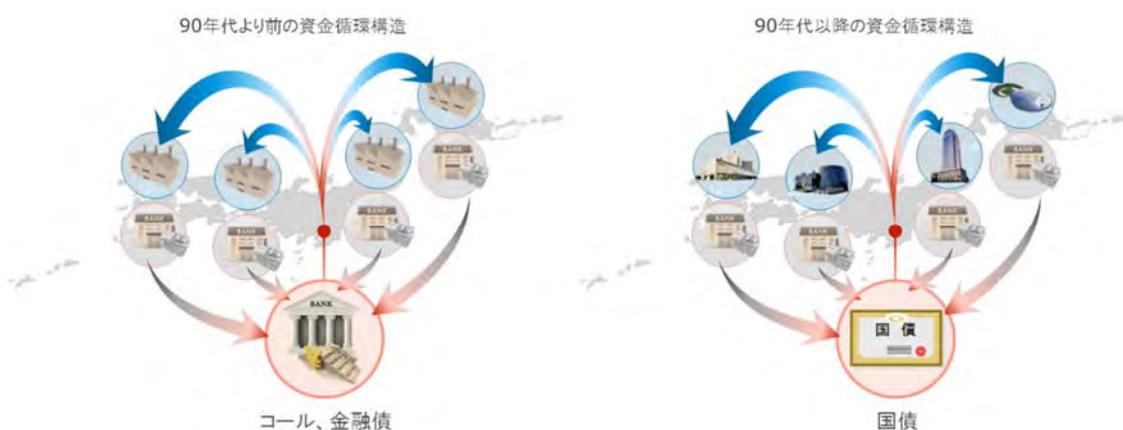
資金循環の噴水構造と媒介役の変遷

家計に発し、最終的に企業部門に注ぐ資金の流れを俯瞰すると、金融市場にも商品流通と似たような集荷・分荷のプロセスがあることがわかる。銀行は、全国に遍在する家計から資金を集荷する。それは一旦中央に集結するが、その後地方に分散立地する工場等、設備投資に充てられる。

概して地域金融機関はきめ細かい支店網を通じて家計の預金を集めており、資産の状況をみると貸出より預金が多い。一方、三大都市圏に本社を構えるかつての都市銀行、長期信用銀行、信託銀行は全国展開する産業資本への資金融通を担っており、資産の状況をみれば預金より貸出が多い「オーバーローン」であった。

この対称的なふたつの業態を繋ぐのが短期長期の金融市場であり、コール、または長期信用銀行などが発行する金融債が媒介した。地域金融機関が地元民間企業に貸してなお余った資金を、コール市場での運用や金融債の購入を通じて、都市銀行その他オーバーローンの金融機関に融通。そうして資金は再び全国の産業に流れていったのである。要するに、流通過程に喩えていう集荷と分荷が会うところ、調達と運用を繋ぐ媒介役はコールや金融債が果たしていた。ここでは全国から集まった資金が再び全国にふりそそぐ様を喩えて「資金循環の噴水構造」と呼ぶこととする。

図表 34 資金循環の噴水構造と媒介役の変遷



出所) 大和総研作成

1990年代、噴水構造の結節点における媒介役がコール・金融債から国債にシフトしはじめた。背景には、雇用、設備そして負債のいわゆる3つの過剰を削減し続けてきた民間部

門を代替するかのように、わが国経済活動における公共部門のウェイトが増大してきたことがある。これと歩調を合わせるように政府債務残高が膨張していった。

そして現在、その役割を終えたのか長期信用銀行は既になく、地方経済に占める社会保障支出や社会資本整備のウェイトが増えそれを国債等で賄った結果、資金の出し手と取り手を媒介するものはコールないし金融債から国債にシフトしていったと考えられる。民間の金融仲介機能が衰退した分、その機能を政府部門が肩代わりした構図だ。家計に発する資金を地域金融機関が集荷し、国債等にまとめられ、一部は地方に還流する。

国債を媒介とした資金循環構造は資源配分の効率性や財政規律の面に課題があると思われる。財政支出には景気対策という側面もあり、公共インフラ整備後の施設稼働率が低迷したケースやその後の第三セクターの破たんのケースをみると、公的主体の公共インフラ整備が住民ニーズを的確に反映したものだったか再検討する余地があるだろう。