

マンスリー・レビュー

2015. 3



三井住友銀行

企画
編集 日本総合研究所

CONTENTS

視点	グローバル化の進展と製造業の高度化 日本総合研究所 調査部 藤田哲雄 …	1
経済トピックス	設備投資の先行きをどうみるか 日本総合研究所 調査部 松田健太郎 …	2
社会トピックス	地方創生に向けて推進が期待されるわが国の産学連携 日本総合研究所 調査部 佐藤浩介 …	4
アジアトピックス	「新常態」に突入した中国経済の課題 日本総合研究所 調査部 三浦有史 …	6
産業トピックス	アジア新興国スマートフォン市場を狙う電子部品メーカーの戦略 三井住友銀行 コーポレート・アドバイザー本部 企業調査部 神谷直良 …	8
データ アイ	米国物価伸び悩みの背景と行方 日本総合研究所 調査部 芝 亮行 …	10
KEY INDICATORS		12

本誌は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本誌は、作成日時点で弊行および弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を弊行および弊社で保証する性格のものではありません。また、本誌の情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

ご利用に際しては、お客さまご自身の判断にてお取り扱いくださいますようお願い致します。本誌の一部または全部を、電子的または機械的な手段を問わず、無断での複製または転送等することを禁じております。

グローバル化の進展と製造業の高度化

近年、製造業において工程間分業が海外に広がり、原材料や部品、資本財などが国境をまたいで取引される動きが拡大しています。この背景には、多国籍企業が競争優位を確保するために、複数国において製造プロセスを企業内あるいは企業間のクロスボーダー生産ネットワークとして構築する動きを指摘することが出来ます。その動きは、技術開発、製品戦略、マーケティング、製造、サービス提供の各プロセスのなかで付加価値の高い部分に重点を置くとともに、量産型生産のような付加価値の低い業務やサービスを国内外にアウトソースする過程で広がってきています。

製造業などで生産工程が内外に分散していく国際分業体制はグローバル・バリュー・チェーンと呼ばれますが、OECDが発表している各国の参加度をみると、アジア域内で急速に生産工程を分担する動きが広がっていることが確認出来ます。比較優位の変化に対応して財やサービスの供給・調達を行い、グローバル・バリュー・チェーンへの参加度を高めることは、世界経済の活力を取り込みやすくするとともに、国内拠点の生産性向上を促し、企業が付加価値を生み出す力を高めることにつながります。しかしながら一方で、グローバル・バリュー・チェーンの進展によって、中長期的には国境を越えて技術移転が進みやすくなることが知られており、アジアにおいても電子機器製造などの一部の業種で日本企業にキャッチアップする企業が現れるなど、近年の新興国の技術力の向上にどのように対応していくべきかが課題となっています。

このような新興国の技術力の向上を背景としたグローバルな競争の変化に対して、欧米ではブランド化、カスタマイゼーション、デザイン重視など、業種によって様々な手法を用いて製造業を高度化する取り組みが行われています。なかでも、ドイツでは「インダストリー 4.0」と呼ばれる官民一体でのプロジェクトによって生産工程を高度化する取り組みが行われており、その動向が世界的に注目されています。同プロジェクトは、設計、生産、販売までの製品関連データと、受発注、製造実行の生産関連データを同時に解析し、相互にフィードバックすることによりそれらのサイクルの最適化・効率化を図り、最終的には多様化する消費者ニーズに容易に対応出来るマス・カスタマイゼーションによって製造業の付加価値向上実現を目指すものです。

わが国の製造業では、これまで優れた技術開発によって新たな製品・商品を生み出して世界市場をリードし、その技術優位を保つことで競争力の維持に成功する例が多くありました。しかしながら、新興国の技術力向上や欧米の製造業高度化への取り組みなど、世界的な競争環境が大きく変化しつつあるなかでは、従来の方法だけでは必ずしも競争優位を保てなくなりつつあります。わが国においても、欧米での動向を注視しつつ、工場や企業を超えてサプライチェーン全体での最適化を自動化するなど、製造業の高度化の実現に向けた取り組みが必要になると思われます。

(藤田)

■ 設備投資の先行きをどうみるか

わが国の設備投資は、昨年4月の消費増税を受けて一時的に落ち込んだものの、足元では再び回復基調にあります。設備投資の増加は需要の押し上げに作用するだけでなく、供給力の拡大を通じてわが国経済の潜在成長力を高めることにつながります。したがって、設備投資の増加が続けば、自律回復の途上にあるわが国経済の回復力もより強まることが期待されます。そこで、以下では、設備投資の持ち直しの背景を分析したうえで、先行きを展望しました。

回復基調が続く設備投資

企業の設備投資は、安倍首相の経済政策「アベノミクス」をきっかけに、2013年度入り後、増加基調に転じました。背景に企業収益の改善が指摘出来ます。

アベノミクスに伴う円安・株高を受けた企業や消費者の景況感・マインドの好転や、公共投資を中心とした経済対策に支えられ、内需が拡大し、小売業やサービス業など非製造業を中心に収益が改善しました。加えて、円安による外貨建て売り上げの円換算値押し上げを通じて、輸出企業・グローバル企業などでも業績が大きく好転しました。

企業収益の大幅な改善を受け、企業の設備投資余力は高まりました。こうしたなか、底堅い国内需要や消費増税前の駆け込みに対応するため、企業の設備投資は2013年度末まで増加基調が続きました。

今年度入り後は、昨年4月の消費増税に伴う内需の落ち込みが想定以上に大きく、かつ長期化したことを背景に、実質設備投資は2四半期連続で前期比減少となりました。もっとも、足元では、その影響も一巡しつつあり、2014年10～12月期の実質設備投資は前期比増加に転じ

ました。

先行きも良好な収益環境が下支え

設備投資の先行きを展望すると、まず、投資の元手となる企業収益については、以下3点を背景に改善が続くと見込まれます。

第1に、国内需要の持ち直しです。消費増税に伴う駆け込み需要の反動減が一巡し始めるなか、自動車など耐久消費財をはじめ、小売業全体の販売額などは消費増税前の水準に持ち直しつつあります。雇用や賃金の改善傾向に大きな変化がみられないなか、今後は内需の緩やかな持ち直しが企業収益を押し上げる見込みです。

第2に、円安の定着です。昨年10月に日銀が追加金融緩和を実施して以降、円相場は一段と下落しました。2013年度対比では、約20%下落しており、輸出企業やグローバル企業を中心に引き続き収益の押し上げに寄与する見込みです。

第3に、原油価格の大幅な下落です。原油安は、直接原油を使用する石油・石炭業や電力業などに加え、エネルギー関連コストの低下を通じて、幅広い業種の収益拡大に作用します。ちなみに、円安・原油安については、仮に、この先も足元の水準が続いた場合、マクロモデルシミュレーションによると、2015年度の企業収益は4兆円以上押し上げられます（図表1）。

以上のような収益の押し上げが設備投資の増加を下支えするほか、企業を取り巻く経済環境の変化も、設備投資の増加に作用することが期待されます。わが国企業は、長引く景気低迷やデフレから、長期にわたり設備投資を控えた結果、保有設備の老朽化が進み、生産性が低下しています。全産業の設備の平均経過年数

は15年を超えており、需要が拡大に転じるなか、維持・更新投資の必要性は一段と高まっている状況です（図表2）。加えて、労働需給の改善が続くなか、人手不足も深刻化しており、製造ラインの効率化やIT化を目的とする省力化投資が不可欠な状況となっています。

拡大ペースは緩やか

このように、収益の増加と企業を取り巻く経済環境の変化により、設備投資は先行き回復傾向が続くと見込まれます。もっとも、そのペースは当面、緩やかとなる見込みです。

製造業の設備稼働率をみると、リーマン・ショック前のピーク時の8割の水準にとどまっています。企業が抱える未稼働の設備は依然として少なくないことから、新規の設備導入に容易には結びつきにくいと考えられます。

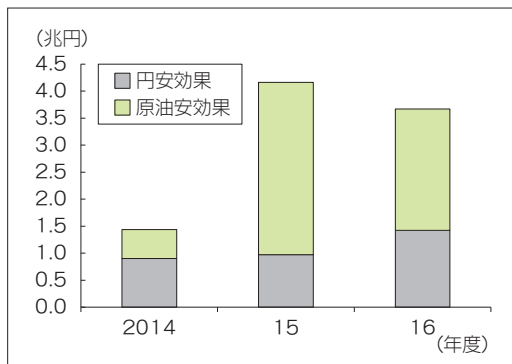
加えて、円安・原油安はマクロ経済全体では企業収益の押し上げに寄与するものの、その恩恵は産業間、規模間で濃淡

があります。例えば素材産業などでは、原油安によるコスト軽減が期待される一方、円安による輸入価格の上昇を通じたコスト増も大きく影響し、収益の押し上げが限られる見込みです。

さらに、わが国の構造変化に伴う期待成長率の低迷も指摘出来ます。人口が減少するなか、需要拡大が見込みづらい国内への一段の投資拡大に対して、企業は慎重姿勢を堅持することも予想されます。

国内での設備投資を促すため、政府は2016年度にかけて法人実効税率を31%台まで引き下げることを決定しました。もっとも、国内への設備投資が今後力強さを増すには、法人税率の一段の引き下げなど国内における投資環境の整備が不可欠です。また、規制緩和などを通じて需要を掘り起こしていくことも欠かせません。そのためにも、アベノミクス第3の矢「成長戦略」を早期実行に移し、企業の期待成長率を引き上げることが求められましょう。（松田）

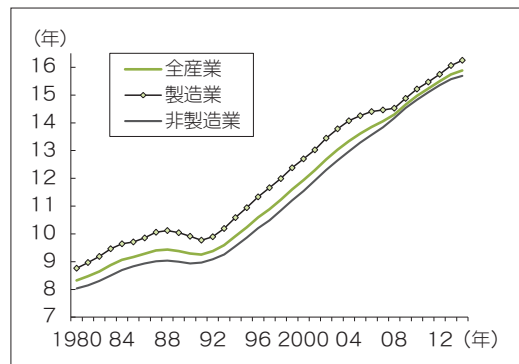
図表1 円安・原油安による企業収益への影響（試算）



（資料）財務省「法人企業統計季報」、マクロモデルシミュレーションを基に日本総合研究所作成

（注）2014年末～15年初にかけての市場推移を勘案し、105円/ドル、95ドル/バレルのベースラインから約15%の円安、約50%の原油安が定着したときの増加額。

図表2 設備の平均経過年数



（資料）内閣府「民間企業資本ストック統計」を基に日本総合研究所作成

（注）2013年までのデータは暦年末値。2014年は第3四半期末値。

地方創生に向けて推進が期待されるわが国の産学連携

安倍政権が取り組んでいる地方創生では、「科学技術の活用を通じた地域課題解決への貢献支援」が目標の一つに掲げられおり、その実現のために地方の大学などの教育研究機関を核とした産学連携の推進が期待されています。以下では、わが国における産学連携の経緯と現状を概観したうえで、今後の課題についてまとめました。

わが国の産学連携の足取り

産学連携とは、主に民間企業と大学との協働を指し、両者による共同研究、企業から大学への研究委託、あるいは、大学が保有する特許の企業への移転を通じた新製品の実用化や新技術の開発、等が含まれます。

わが国では、90年代の米国で情報通信やライフサイエンスなどの分野における産学連携が経済の活性化をもたらした例を参考にして、産学連携をイノベーション戦略の主要な施策に位置づけ、2000年代入り以降本格的に推進してきました。

足元にかけて、わが国での産学連携は着実に増えてきています。文部科学省によれば、企業と大学による共同研究は2003年度に7,248件でしたが、2013年度には17,881件と約2.5倍に増加、さらに成果としての事業化による特許収入は同期間に約5.4億円から約22億円と約4倍に増加しています（図表1）。

このような背景には、大学側の事情として、国からの運営費交付金の縮減、さらには、少子高齢化に伴う学生数減少に

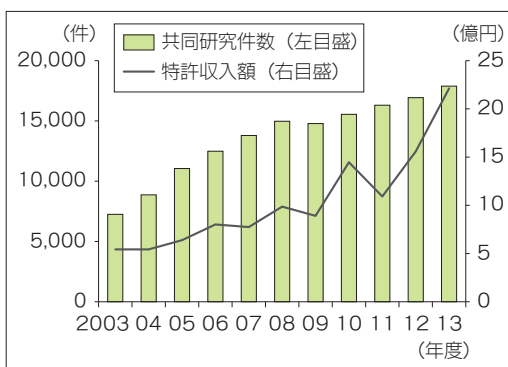
よる経営難が看過出来ない問題となるなかで、企業との連携を通じて研究資金を増やし経営を安定させたいという思惑があります。一方、企業側においては、専門領域が年々高度化・細分化するなかにあつて大学等の専門研究機関から新たな製品の技術シーズの提供を受けたり、その開発や事業化にあたってアドバイスやコンサルティングを受けることへのニーズが高まっているという事情があります。

依然として残る米国との差

とはいえ、わが国の産学連携を全体としてみると、必ずしも順風満帆とはいえず、クリアすべき課題が残ります。

第1の課題は、産学連携が米国のように経済活性化の起爆剤となるには至っていないことです。2012年度に、米国では産学連携の成果としての特許およびライセンス供与による収入が、日本の120倍超の26億ドル（2,000億円強）に達し、

図表1 産学連携の実績推移



（資料）文部科学省「大学等における産学連携等実施状況について」より日本総合研究所作成

また、研究成果を事業に活用した大学発のベンチャーとして、日本の13倍超の705社が起業しています。このように日米に大きな差異が生じている背景の一つに、産学連携に対する企業の取り組み姿勢の違いがあります。わが国における産学連携は、自社の研究の補完的な意味づけで行われるものが多く、拠出される資金は技術等の研究資金向けが中心です。他方、米国では、当初から商品化や事業化を目的としたものが多く、企業が拠出する資金は2012年度に日本の8倍超の45.8億ドル（約3,700億円）にのぼり、それらの資金が商品化や事業化に向けた開発にも充当されています。近年、わが国では産学連携のための民間資金に対する税制優遇制度が拡充されるなど環境整備が進みつつあり、そうした制度を活用して企業が産学連携により前向きに取り組んでいくことが望まれます。

地域課題解決型の産学連携に向けて

第2の課題は、地方創生を見据えた地域課題解決型の産学連携では、地方の教育研究機関が核となって地場の産業と二人三脚で地域経済を活性化していくことが期待されますが、そうした取り組みはこれまで必ずしも主流ではなく、実績も限られていることです。従来の産学連携による共同研究は、国の科学技術基本計画に基づいて戦略分野に指定された「ライフサイエンス」「情報通信」「環境」「ナノテクノロジー・材料」の4分野で重点的に取り組まれており、2013年度ではそ

れらが全体の約7割を占めています。また、地方の教育研究機関は、総じて規模が小さく、企業との橋渡しを行うコーディネーターと呼ばれる人材の確保、企業との連携を推進するための組織づくりなど、体制整備が遅れていることが指摘されています。

もっとも、そうしたハンディキャップがあるなかでも愛媛大学のように、地元自治体と協働して体制を整え、地場産業である水産業に先進技術による新機軸を取り入れることで活性化を図ろうとする取り組みがみられるほか、農林水産業を対象にした類似の事例も近年増えつつあります（図表2）。

政府の旗振りで、各自治体においても地方創生が重要課題として強く認識され始めるなか、企業の経営判断に基づく産学連携の積極化、および大学側の体制整備が一段と進展していくことにより、地方創生に資する産学連携の成果が今後増えていくことが期待されます。（佐藤）

図表2 農林水産業を対象にした産学連携の取り組み事例

大学名	内 容
愛媛大学	ICTを活用したマグロ類の完全養殖や流通システム改革による新たな水産業ビジネスモデルの開発により、地域の加工業・流通業に深くかかわりながら、新たな産業の集積を実現
和歌山大学ほか	梅、みかん、もも等の果実類から新しい健康機能素材の開発を通じて、食品加工業などの既存の地域産業を新たな「健康産業」へと転換
宇都宮大学ほか	長期輸送を可能にする安全な輸送技術の開発、また、機能性成分の調査研究を通じて県特産であるいちごの海外への輸出を拡大

（資料）各種ホームページより日本総合研究所作成

■「新常態」に突入した中国経済の課題

2014年の7.4%成長は想定内

中国の2014年の実質GDP成長率は7.4%となりました。国際通貨基金(IMF)は、1月に発表した世界経済見通しにおいて2015年の中国の成長率を従来から0.3%ポイント引き下げ6.8%としました。中国国内においても2015年の成長率を7%とする見方が支配的で、中国は7%前後の成長を前提とした「新常態」(習近平総書記が2014年5月の河南省視察時に使用した言葉)に突入したといえます。

わが国を含む外国メディアでは成長率が政府目標を下回ったことを警戒する論調が目立ちましたが、中国国内では国家統計局が『「新常態」下の安定成長』とするなど、当然のことと考えられています。中国は、過去20年間、年平均10%を超える成長を遂げてきましたが、今後労働力人口の減少に拍車がかかることや過剰投資の抑制が喫緊の課題となっていることから、もはやそうした高成長を期待出来る状況にありません。

このため、習近平総書記率いる指導部は、経済政策の重点を成長率という「スピード」から民生向上という「質」に移し、経済成長の持続性や社会の安定性を高めようとしています。2014年末に開催された中央経済工作会议で、「主要目標の任務の達成状況はおおむね良好で、経済運営は合理的な範囲内にある」とされたように、指導部は2014年の成長率が目標

を下回ることを見越していたといえます。

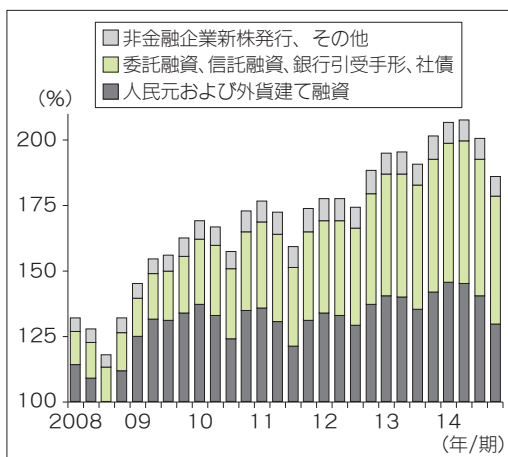
デレバレッジが効果

「新常態」への移行は2014年後半から始まりました。それを端的に示すのが社会融資規模です。社会融資規模とは、シャドーバンキングを含む実体経済への資金供給量を示し、リーマン・ショックに伴い導入された4兆元の景気刺激策によって急速に増加しました。しかし、2014年6月末にGDP比210.0%に達していた社会融資規模残高は、2014年末に188.3%に低下しました(図表1)。これは、デレバレッジ、つまり、借り入れによる投資を抑制する政策が効果をあげていることを示しています。

成長のけん引役が消費に変わるか

中国での安定的な経済成長の達成は、

図表1 社会融資規模残高 (GDP比)



(資料) 中国人民銀行資料他より日本総合研究所作成

2013年11月に開催された「三中全会」（中国共産党第18期中央委員会）で採択された諸改革を着実に実行出来るか否かにかかっています。改革は多岐にわたりますが、目標のひとつは成長のけん引役を投資から消費に変えることです。

2014年の固定資産投資の実質伸び率は前年比+15.1%と、前年（同+19.4%）から大幅に低下しました。その一方、社会消費財小売総額の実質伸び率は前年比+11.9%と前年実績（同+11.8%）をわずかに上回ったに過ぎません。2014年の経済は消費が力強さを欠くなか、投資の抑制がそのまま成長率に反映された状況にあり、改革はその歩みを始めたばかりといわざるをえません。

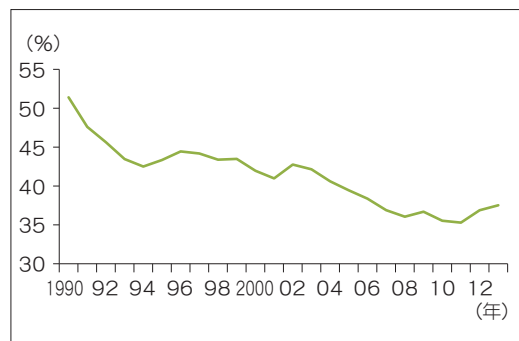
経済成長に対する消費の寄与度をいかに高めるかが今後の課題です。そのためには労働分配率の引き上げが不可欠です。労働分配率とはGDPに占める労働者が受け取る報酬の割合を指します。グローバル化の進展を受け、開発途上国の労働分配率は一様に低下する傾向にありますが、中国はそのなかでも低下が顕著な国といえます(図表2)。この背景には、私営企業や自営業に象徴される非公有部門では賃金が極端に低く、就業者数の増加が必ずしも分配率の上昇に結びつかず、むしろ、国有企業に代表される賃金の高い公有部門の就業者数の減少が分配率を低下させるという中国特有の賃金構造があります。

参入障壁が低い卸・小売業では、非公有部門と公有部門の賃金格差が小さい一方、参入障壁が高い金融業では格差が大きいことから、賃金格差は「公正な競争」が保証されていないことを表していると考えられます。消費主導経済への移行には、政府が国有企業改革や金融セクター改革を通じて「公正な競争」を促す役割に徹することが不可欠といえます。

2016年から始まる第14次5カ年計画においても、7%前後の成長率が目標に掲げられると見込まれます。目標成長率の引き下げは、投資主導経済からの脱却をはかる指導部の覚悟を表すものと評価出来ますが、だからといって消費主導経済への移行が進むとは限りません。「新常态」に入った中国経済においては、改革の進捗度をはかるうえで、消費の成長寄与度と非公有部門の賃金上昇という点に注意する必要があると思われます。

(三浦)

図表2 中国の労働分配率



(資料) 『中国統計年鑑』(各年版)、『中国城市生活与価格調査年鑑』(各年版)、『中国農村住戸調査年鑑』(各年版)より日本総合研究所作成

(注) 家計調査データより日本総合研究所推計。

■ アジア新興国スマートフォン市場を狙う電子部品メーカーの戦略

業界筋では、足元で電子部品市場をけん引する中国の低価格スマートフォン（以下、スマホ）市場に成熟期が迫るとの見方が強まっており、これに代わる成長市場であるアジア新興国のスマホ需要取り込みに向けた電子部品メーカーの動きに関心が集まっています。

アジア新興国スマホ市場が新たな成長市場となる

中国スマホ市場は、足元で携帯電話従来機からの買い替えを主体として急速に拡大していますが、目先数年のうちに中国国内のスマホ利用率が飽和点に到達し、台数ベースで需要拡大のペースが急速に鈍化するとみられています。また、製品面での差別化が難しくなっていることを背景に単価下落が加速し、金額ベースでは縮小に転じるとする向きもあります。

こうしたなかで、新たな成長市場の一つとしてインドなどアジア新興国のスマ

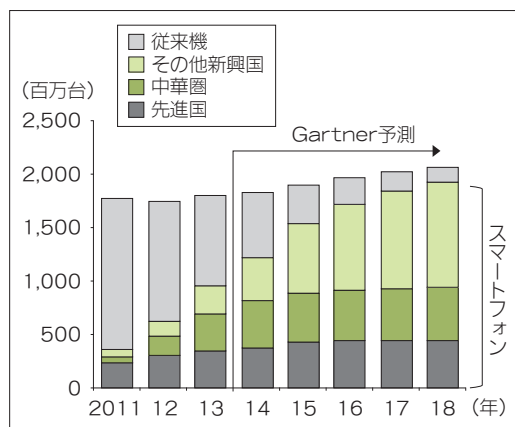
ホ市場に注目が集まっています。この市場は、域内に20億人超の人口を有するうえ、2013年末時点で携帯電話の人口普及率は5割未満、うちスマホ利用率は2割未満と普及の余地が大きく、今後大幅な需要拡大が期待されています。

日本の電子部品メーカーにとっては、当該地域の主体である100米ドル未満の超低価格端末は機能が絞り込まれ部品の搭載金額も小さいことから、現状のビジネス規模は限定的とみられます。一方、当該地域では上位中間層以上の所得者（一人当たり年間所得4,000米ドル以上）が増加してきており、今後これら所得層をターゲットにした高速通信規格LTEサービスや100～200米ドル程度と中国同様の低価格帯のLTE対応スマホなどが、相応の規模に拡大していくとみられます。実際、アジア新興国各国では携帯キャリアがLTE対応端末をはじめ高水準の機能を備えたスマホの価格が下がってきたことを受けて、加入者拡大を狙ってスマホメーカーと連携した端末価格・通信料金のプランを打ち出す動きが出ており、例えばインドでは第3世代とLTEの加入者数が目先数年で、2億人にまで拡大するとの声もあります。こうしたなかで、日本の電子部品メーカーは、LTE対応端末に不可欠な通信関連部品などを中心に、今後売り上げを伸ばしていくことが期待されます。

セットメーカーと競合部品メーカーの動向の変化に伴う新たな課題

もっとも、アジア新興国市場を軸にしてセットメーカーおよび競合のアジア電

図表 携帯電話端末販売台数（世界）



（資料）Gartner “Forecast: PCs, Ultramobiles and Mobile Phones Worldwide, 2011–2018, 4Q14 Update” 15 Dec 2014を基に弊社がグラフを作成

子部品メーカーの動きに変化がみられ、これに伴って日本の電子部品メーカーにとっての新たな課題が生じ始めています。

① スマホメーカーの選別

まず各国で地場スマホメーカーが積極的な広告宣伝などにより一定の市場地位を占めているうえ、自国内の需要を取り込んで事業規模や資金力を高めた中国スマホメーカーが、すでにアジア新興国へ本格展開を進めています。さらに、先進国スマホメーカーも自社部品事業の稼働率を引き上げるべく採算を度外視して低価格品に高スペック部品を積み込んだ製品を投入するなど競合が激化しており、電子部品メーカーにとって勝ち残るセットメーカーの見極めが難しくなっています。

② 多様化への対応

国ごと・地域ごとで消費者の嗜好や販売チャネルなどが異なり、部品にも相応のカスタマイズが求められるようになりつつあります。また、部品を納入するスマホ生産拠点でも、足元では中国の端末組立事業者が中心となっていますが、長期的には地場のスマホメーカーが設計・開発・製造の内製化や自国内での組み立て工程の本格展開を志向するなど、生産拠点が各国・各地域に分散する方向にあり、これに合わせたサプライチェーンの構築を見据える必要があります。

③ アジア電子部品メーカーとの競合激化

競合する中・台などのアジア電子部品メーカーが、技術進歩が頭打ちとなりつつある分野を中心に、政府による資金支援も得つつ、技術的なキャッチアップや生産能力の拡大を進めています。加えて、

低価格スマホにおいて設計・製造のレシピを公開する中央演算半導体（アプリケーションプロセッサ）の設計会社が部品調達に影響力を持つなか、中国の半導体設計会社が政府の後押しを得て、アジア新興国向け部品のサプライチェーンを中国国内で囲い込む動きもみられるなど、競合が激しさを増しています。

日本の電子部品メーカーの方向性

日本の電子部品メーカーは、高付加価値ながら端末コストに占める割合が低く単価引き下げ圧力が相対的に小さい製品分野や、高度な開発・生産技術開発が必要な製品分野などで今後も競争力を維持するものとみられます。ただし、アジア新興国向けビジネスを着実に取り込むべく、既述の課題に対しては、①M&Aなどを通じ、強みを有する分野に関連する技術領域を取り込んで製品ポートフォリオを拡充し、端末メーカーおよび半導体設計会社へのモジュール提供などにより提案力を強化すること、②顧客のカスタマイズニーズをよく研究したうえで可能な限り汎用化を進め、コスト競争力を引き上げるとともに販売先に対する柔軟性を確保すること、などの取り組みが必要で、すでに実行に移している先も見受けられます。

さらに今後は、生産拠点の分散をはじめ、サプライチェーンの構築が複雑になることも予想され、各国の政策を含め市場動向把握に向けた営業・開発拠点の新設や、地場企業との協業体制も必要になるとみられ、部品メーカー各社の今後の取り組みは要注目です。（神谷）

データ アイ 米国物価伸び悩みの背景と行方

米国経済は、総じて回復基調が強まっています。もっとも、物価の伸びは、依然として低水準にとどまっています。

物価の動きを変動の大きい食料とエネルギーを除いたコア個人消費支出（PCE）デフレータでみると、2012年初めに一時FRBが目標としている前年比+2%に達したものの、その後再び伸びが鈍化し、足元では1%台半ばでの推移が続いています（図表1）。この背景には、失業率が低下するなかでも賃金の伸び悩みが続いていることが指摘出来ます。賃金の伸び悩みを受け、サービスの分野では物価押し上げ

圧力が弱い状況が続いています。

賃金以外にも、いくつかの要因が物価抑制に作用しています。

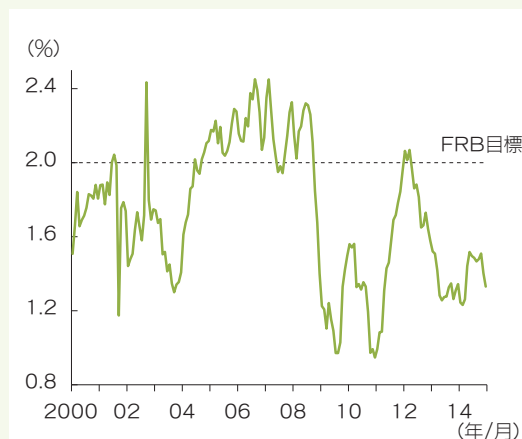
コアPCEデフレータが直近のピークをつけた2012年3月から足元までの品目別寄与度の変化をみると、輸入依存度の高い耐久財や被服・履物が伸びの鈍化に大きく作用しています（図表2）。この背景には、2011年半ば以降のすう勢的なドル高の進行が指摘出来ます。実際、2012年以降、輸入物価は総じてマイナス圏での推移が続いており、それに伴い、耐久財のPCEデフレータのマイナス幅が拡大しているほか、

被服・履物の伸びもマイナスに転じています（図表3）。

また、図表2にみられるように、医療サービスも伸びの鈍化に作用しています。

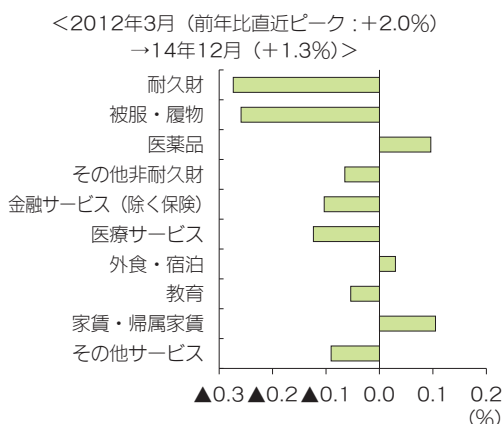
医療サービスのPCEデフレータは、2009年11月の前年比+3.0%をピークに低下が続いており、とりわけ2013年初め以降そのペースが加速し、足元では同+1.1%まで低下しています。これは、①歳出削減の一環として2013年初めに実施された高齢者向け医療保険（メディケア）における診療報酬の削減、②医療サービスの効率化を目的とした医療保険制度改革

図表1 コアPCEデフレータ（前年比）



（資料）Bureau of Economic Analysis “Consumer Spending”

図表2 コアPCEデフレータの品目別寄与度変化



（資料）Bureau of Economic Analysis “Consumer Spending”

（注）各品目の前年比寄与度の変化幅を図示。

(オバマケア) の本格実施などによる影響と推測されます。

一方、2010年半ば以降、住宅市場の回復に伴い、家賃・帰属家賃の上昇傾向が続いており、物価の全般的な低下の歯止め役となっています。背景として、住宅バブル崩壊以降、消費者の持ち家志向が後退し、賃貸住宅の需要が増加していることが指摘出来ます。そのため賃貸物件の空室率が低下し、賃貸物件の需給ひっ迫が家賃の上昇につながっています(図表4)。

これらの現状を踏まえ、物価の先行きを展望すると、雇用環境の改善が続くなか、賃金の一段の伸び

の鈍化は見込み難しく、物価がさらに低下していく可能性は小さいといえるでしょう。

むしろ、賃金が上がればそれに伴い物価も上がっていく可能性があります。また、家賃・帰属家賃も空室率の低下を踏まえると、引き続き物価押し上げに作用する見込みです。

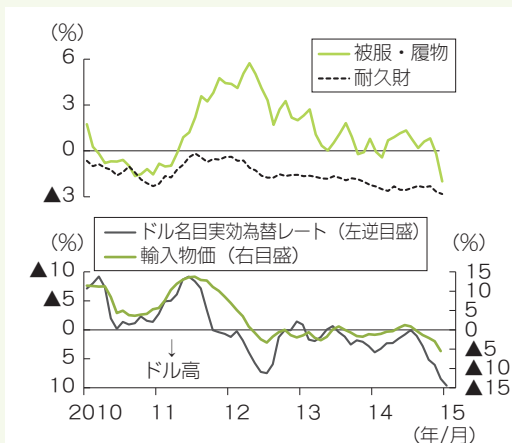
一方、足元で、米欧の金融政策の方向感の違いや堅調な米国と低迷が続くその他主要国・地域間の景気回復ペースの差を背景に、ドル高が加速しており、耐久財や被服・履物は引き続き物価抑制に作用すると考えられます。

また、オバマケアも引き

続き物価抑制要因となるとみられます。オバマケアによって保険加入者が増加すれば、医療サービスへの需要が増加し、価格の押し上げに作用すると見込まれるものの、議会で主導権を握る共和党はオバマケアの対象者拡大の阻止を企図しており、保険加入者が順調に増加するかは不透明な情勢です。加えて、医療サービスの効率化による価格下押し圧力は今後残ると見込まれ、医療サービス価格の大幅な伸びの拡大は期待し難い状況です。

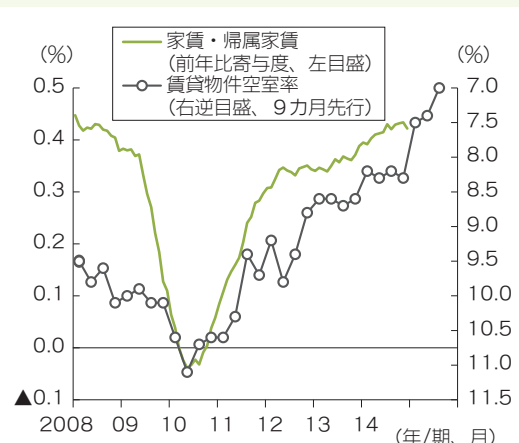
以上を踏まえると、当面、米国の物価は緩慢な伸びが続く公算が大きいといえます。(芝)

図表3 PCEデフレーター(耐久財、被服・履物)と輸入物価(前年比)



(資料) Bureau of Labor Statistics "Import/Export Price Indexes", Bureau of Economic Analysis "Consumer Spending", FRB "Foreign Exchange Rates"

図表4 PCEデフレーター(家賃)と賃貸物件空室率



(資料) Bureau of Economic Analysis "Consumer Spending", U.S. Census Bureau "Housing Vacancies and Homeownership"

KEY INDICATORS

(2015年2月16日現在)

● 日 本 ●

(%)

	2013年度	2014年		2014年			2015年
		7～9	10～12	10月	11月	12月	
鉱工業生産指数	(3.2)	<▲1.9> (▲1.0)	<1.8> (▲1.4)	<0.4> (▲0.8)	<▲0.5> (▲3.7)	<1.0> (0.3)	
鉱工業出荷指数	(2.9)	<▲0.8> (▲0.5)	<2.2> (▲1.5)	<0.6> (▲0.4)	<▲1.4> (▲4.5)	<1.1> (0.4)	
鉱工業在庫指数 (末)	(▲1.4)	<1.1> (4.0)	<0.2> (6.1)	<▲0.4> (3.8)	<1.1> (6.5)	<▲0.4> (6.1)	
生産者製品在庫率指数	(▲7.2)	<4.9> (3.4)	<0.7> (8.9)	<0.8> (6.4)	<4.2> (12.2)	<▲4.1> (7.8)	
稼働率指数 (2010年=100)	100.0	98.1		100.6	99.8		
第3次産業活動指数	(1.3)	<0.4> (▲1.9)	<0.6> (▲1.2)	<▲0.2> (▲0.9)	<0.2> (▲1.8)	<▲0.3> (▲0.8)	
全産業活動指数 (除く農林水産業)	(1.9)	<▲0.1> (▲1.6)		<0.1> (▲0.9)	<0.1> (▲1.9)		
機械受注 (船舶・電力を除く民需)	(11.5)	<5.6> (2.4)	<0.4> (▲2.6)	<▲6.4> (▲4.9)	<1.3> (▲14.6)	<8.3> (11.4)	
建設工事受注 (民間)	(14.2)	(▲26.4)	(8.9)	(▲2.2)	(32.0)	(4.6)	
公共工事請負金額	(17.7)	(▲3.9)	(▲6.0)	(▲7.4)	(▲10.4)	(1.0)	(▲13.7)
新設住宅着工戸数 (年率、万戸)	98.7 (10.6)	86.1 (▲13.6)	88.0 (▲13.8)	88.6 (▲12.3)	87.3 (▲14.3)	88.3 (▲14.7)	
百貨店売上高 全国	(4.0)	(▲1.3)	(▲1.6)	(▲2.2)	(▲1.0)	(▲1.7)	
チェーンストア売上高 東京	(5.7)	(0.0)	(0.2)	(▲0.1)	(0.3)	(0.3)	
チェーンストア売上高	(0.8)	(▲1.0)	(▲1.5)	(▲1.9)	(▲0.7)	(▲1.8)	
完全失業率	3.9	3.6	3.5	3.6	3.5	3.4	
有効求人倍率	0.97	1.10	1.12	1.10	1.12	1.15	
現金給与総額 (5人以上)	(0.1)	(1.5)	(0.9)	(0.2)	(0.1)	(1.6)	
所定外労働時間 (〃)	(4.4)	(2.2)	(0.5)	(1.8)	(0.0)	(0.0)	
常用雇用 (〃)	(0.9)	(1.7)	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.7)	
M2 (平残)	(3.9)	(3.0)	(3.4)	(3.2)	(3.6)	(3.6)	(3.4)
広義流動性 (平残)	(3.7)	(3.1)	(3.4)	(3.3)	(3.4)	(3.5)	(3.4)
経常収支 (兆円)	0.83	1.63	1.45	0.83	0.43	0.19	
前年差	▲3.39	0.28	2.88	0.99	1.03	0.87	
貿易収支 (兆円)	▲10.97	▲2.42	1.80	▲0.77	▲0.64	▲0.40	
前年差	▲5.72	▲0.18	1.30	0.16	0.47	0.68	
消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(0.8)	(3.2)	(2.7)	(2.9)	(2.7)	(2.5)	

(%)

	2013年度	2013年		2014年			
		7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12
業況判断DI 大企業・製造		12	16	17	12	13	12
非製造		14	20	24	19	13	16
中小企業・製造		▲9	1	4	1	▲1	1
非製造		▲1	4	8	2	0	▲1
売上高 (法人企業統計)	(2.5)	(0.8)	(3.8)	(5.6)	(1.1)	(2.9)	
経常利益	(23.1)	(24.1)	(26.6)	(20.2)	(4.5)	(7.6)	
実質GDP		<0.4>	<▲0.4>	<1.3>	<▲1.7>	<▲0.6>	<0.6>
(2005年連鎖価格)	(2.1)	(2.2)	(2.3)	(2.4)	(▲0.4)	(▲1.4)	(▲0.5)
名目GDP		<0.3>	<▲0.1>	<1.5>	<0.2>	<▲0.9>	<1.1>
	(1.8)	(1.9)	(2.0)	(2.5)	(1.8)	(0.6)	(1.8)

注：〈 〉内は季節調整済み前期比、()内は前年(同期(月))比。

● 米 国 ●

	2014年	2014年			2014年		2015年
		4～6	7～9	10～12	11月	12月	
鉱工業生産	(4.3)	<1.4> (4.2)	<1.0> (4.6)	<1.4> (4.8)	<1.3> (5.2)	<▲0.1> (4.9)	
設備稼働率	79.2	79.1	79.3	79.7	80.0	79.7	
小売売上高	(4.0)	<2.2> (4.6)	<1.1> (4.6)	<0.5> (4.1)	<0.4> (4.7)	<▲0.9> (3.3)	<▲0.8> (3.3)
失業率（除く軍人、％）	6.2	6.2	6.1	5.7	5.8	5.6	5.7
非農業就業者数（千人） （前期差、前月差）	2,629	796	743	851	423	329	257
消費者物価指数	(1.6)	<0.7> (2.1)	<0.3> (1.8)	<▲0.3> (1.2)	<▲0.3> (1.3)	<▲0.4> (0.8)	

	2014年	2013年		2014年			
		7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12
実質GDP （連鎖ウェイト方式）	(2.4)	{4.5} (2.3)	{3.5} (3.1)	{▲2.1} (1.9)	{4.6} (2.6)	{5.0} (2.7)	{2.6} (2.5)
経常収支（億ドル、年率） 名目GDP比		▲4,052 ▲2.4	▲3,493 ▲2.0	▲4,084 ▲2.4	▲3,937 ▲2.3	▲4,010 ▲2.3	

注：{ } 内は季節調整済み前期比年率、< > 内は季節調整済み前期比。
（ ）内は季節調整済み前年比。ただし、消費者物価指数および暦年の前年比は原数値。

● アジア ●

実質GDP成長率（前年比、前年同期比、％）

	韓国	台湾	香港	シンガポール	タイ	マレーシア	インドネシア	フィリピン	中国
2013年	3.0	2.2	2.9	3.9	2.9	4.7	5.6	7.2	7.7
2014年	3.3	3.5				6.0	5.0	6.1	7.4
2013年4～6月	2.7	2.6	3.0	4.0	2.9	4.5	5.6	7.9	7.5
7～9月	3.4	1.4	3.0	5.0	2.7	5.0	5.5	7.0	7.9
10～12月	3.7	3.4	2.9	4.9	0.6	5.1	5.6	6.3	7.6
2014年1～3月	3.9	3.4	2.6	4.8	▲0.5	6.2	5.1	5.6	7.4
4～6月	3.5	3.9	1.8	2.3	0.4	6.5	5.0	6.4	7.5
7～9月	3.2	3.6	2.7	2.8	0.6	5.6	4.9	5.3	7.3
10～12月	2.7	3.2				5.8	5.0	6.9	7.3

貿易収支（100万米ドル）

	韓国	台湾	香港	シンガポール	タイ	マレーシア	インドネシア	フィリピン	中国
2013年	44,047	35,544	▲64,841	37,246	▲21,902	22,449	▲4,077	▲5,713	259,015
2014年	47,527	39,580	▲70,932	43,521	▲379	25,277	▲1,886		382,456
2013年11月	4,799	4,352	▲5,751	2,877	▲558	3,093	789	▲1,268	33,753
12月	3,630	2,221	▲7,010	3,359	▲409	3,006	1,512	▲485	25,229
2014年1月	809	2,949	▲2,575	3,097	▲2,561	1,924	▲444	▲1,576	32,000
2月	852	1,565	▲6,918	3,353	1,763	3,156	843	▲131	▲22,587
3月	3,516	1,946	▲6,489	1,619	1,285	2,905	669	▲199	7,979
4月	4,398	2,537	▲7,130	3,361	▲1,509	2,687	▲1,963	▲783	18,663
5月	4,981	5,283	▲5,463	2,408	▲809	1,748	53	423	36,293
6月	5,361	1,877	▲5,561	4,706	1,665	1,276	▲288	625	31,902
7月	2,352	2,586	▲5,436	3,290	▲1,102	1,144	42	▲41	47,341
8月	3,328	4,096	▲4,068	5,481	1,146	1,216	▲312	▲137	49,873
9月	3,260	3,498	▲6,497	4,409	▲1,798	2,899	▲270	201	31,100
10月	7,529	4,604	▲6,425	3,326	32	351	21	▲194	45,622
11月	5,392	4,189	▲6,727	5,081	▲78	3,326	▲425	▲233	54,657
12月	5,749	4,450	▲7,641	3,391	1,589	2,644	187		49,612
2015年1月	5,527	4,797							



マンスリー・レビュー 2015年3月号

発行日 2015年3月1日

発行 株式会社 三井住友銀行

企画・編集 株式会社 日本総合研究所 調査部 TEL(03)6833-1655

* 本誌には再生紙を使用しております