

マンスリー・レビュー

2017.3



三井住友銀行

企画
編集 日本総合研究所

CONTENTS

視点	広がる越境EC貿易の可能性 日本総合研究所 調査部 大泉啓一郎 …	1
経済トピックス	輸出の景気けん引力をどうみるか 日本総合研究所 調査部 村瀬拓人 …	2
社会トピックス	NISA改正案の内容と資産形成制度の課題 日本総合研究所 調査部 立岡健二郎 …	4
アジアトピックス①	アジアにおけるインフラ・ファイナンスの現状と課題 日本総合研究所 調査部 清水 聡 …	6
アジアトピックス②	難しいかじ取りが続く中国経済 日本総合研究所 調査部 佐野淳也 …	8
データアイ	耐久財消費の低迷の原因 日本総合研究所 調査部 成瀬道紀 …	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いただき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。

広がる越境EC貿易の可能性

2016年の中国の実質GDP成長率は前年比6.7%増と同国としては26年ぶりの低成長にとどまりました。とはいえ、中国はいまや世界第2位の経済大国であり、昨年1年間のGDPの増加分は、インドネシアのGDPの8割に相当します。景気減速の主因は民間投資の減退であり、前年比3.2%増となりましたが、消費市場の動向を示す小売り売上高は、前年比10.4%増と高い伸びを維持しています。

このような中国の旺盛な消費意欲は、わが国への中国人観光客とその支出額の多さでも確認出来る場所です。2016年の中国人観光客は637万人、旅行消費額は1兆4,754億円と過去最高の水準になりました。いまや中国人観光客の支出は、日本経済を支える見逃せない要素になっています。

また、中国人観光客の増加は、わが国の中国向け輸出にも好影響を及ぼしています。これまで中国向け輸出といえば、「世界の工場」と呼ばれる中国の生産を支える資本財や中間財（部品・加工品）が中心でしたが、ここにきて消費財の輸出が増える傾向にあります。その内訳をみると、中国人観光客がわが国で好んで購入した商品が中心となっており、このようなインバウンド関連の輸出は2年前に比べて1.5倍ほど増加しています。

中国向け消費財輸出の増加は、電子商取引（EC）の拡大からも影響を受けています。中国では急速なスマートフォンの普及を背景に、多くの人たちがECを通じて商品を購入する動きが強まっています。中国インターネット情報センター（CNNIC）によれば、2016年12月末のインターネットユーザーは7億3,100万人にのぼり、そのうちモバイルネットユーザーが95.1%でした。

2016年11月11日の「独身の日」には、中国電子取引大手アリババのオンラインショッピングモールが1日だけで1,200億元（約1.8兆円）の売り上げを記録しました。このサイトには国内外から5万の個人・企業が参加しており、日本企業も多く参入しています。中国の消費市場を開拓・確保するためには、このようなサイトで、自社製品をいかにアピールし、ブランドを確立するかが鍵になるでしょう。

中国以外の新興国・途上国でも、インターネット環境の整備と安価なスマートフォンの普及により、わが国からのインバウンド関連輸出が拡大する可能性が広がっています。とくに日本製品のブランド力が高く、中間層の拡大が著しい東南アジアでは、国境を越えたECを通じての消費財輸出の拡大が期待出来ます。

他方、日本国内においても、越境ECによる輸出が地方再生や中小企業支援に一役買うことが期待されます。これまで地方や中小企業にとって海外市場の開拓には、各国へのミッションの派遣や見本市への出展など、大がかりな準備が必要でした。これに対して、越境ECは大幅なコスト削減が期待出来ます。もちろん、それを大きく育てていくためには、政府や地方自治体、商工会議所などとの協力・連携が引き続き重要になるでしょう。

今後は、越境EC貿易が輸出振興や中小企業、地方の活性化において重要なツールになりそうです。（大泉）

■ 輸出の景気けん引力をどうみるか

わが国の輸出に持ち直しの動きがみられます。財務省の貿易統計によると、2016年12月の輸出金額は前年同月比+5.4%と、15カ月ぶりに増加に転じました。従来のパターンでは、輸出にけん引されて景気回復が明確化していくことが一般的でした。そこで以下では、輸出持ち直しの背景を整理したうえで、輸出の景気けん引力について検討しました。

電子部品、資本財などが増加

物価や為替変動の影響を除いた実質輸出を品目別にみると、足元では、電子部品などの情報関連や、工作機械・建設機械などの資本財、自動車関連の輸出が増加しています(図表1)。この背景として、以下の3点を指摘出来ます。

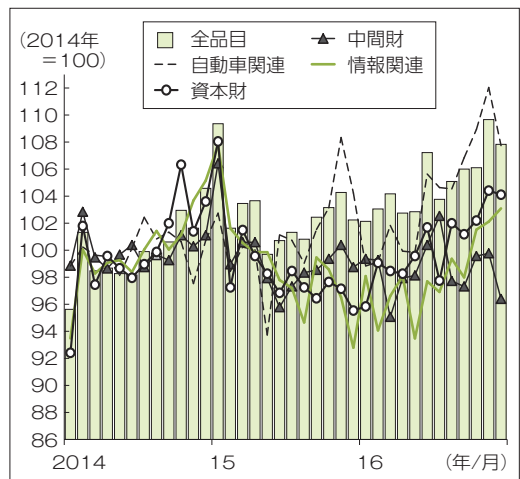
第1に、世界的なIT需要の回復です。国際的なIT需要の代表指標である世界半導体出荷額は、昨年8月に前年比+1.2%と14カ月ぶりに増加に転じ、11月には同+7.4%と増勢が加速しました。昨年秋から冬にかけて、各メーカーからスマートフォンの新製品が相次いで投入されたことや、4Kテレビの価格下落などを背景に、薄型テレビの販売が持ち直していることなどが、世界的なIT需要の回復に寄与しています。わが国企業の電子部品は、様々な国・企業のIT製品に組み込まれており、世界的なIT需要の回復に連動する形で輸出が増加しています。

第2に、アジア各国の景気持ち直しです。わが国の輸出全体の2割弱を占める中国では、昨年10～12月期の実質成長率が前年同期比+6.8%と、8四半期ぶりに前期(同+6.7%)から小幅加速しま

した。政府による公共投資の拡大や住宅販売の増加などを背景に、建設関連の需要が持ち直しており、わが国からも建設機械などの輸出が増加しています。加えて、他のアジア諸国でも、金融緩和の実施や、インフラ投資の加速、中国向け輸出の増加などを背景に、企業の設備投資意欲が改善しており、わが国からの資本財輸出が増加しています。

第3に、米国の自動車市場の回復です。米国では、賃金の上昇ペースが7年ぶりの高い伸びとなるなど、家計の所得環境の改善が続いています。こうしたなか、米国の自動車販売も、リーマン・ショック後の大幅な落ち込みから着実に回復し、2016年は1,755万台と、過去最高を記録しました。わが国の自動車メーカーは、リーマン・ショック後に現地生産を大幅に拡大したものの、米国内の生産だけでは需要増加に対応しきれず、わが国からの輸出を拡大しています。

図表1 品目別の実質輸出(季調値)



(資料) 日本銀行「実質輸出入の動向」

国内需要への波及は限定的

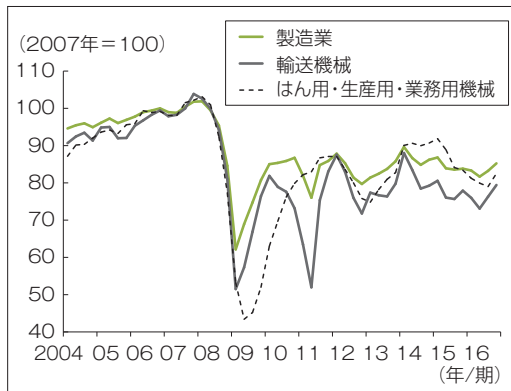
このように、足元の輸出は持ち直しているものの、以下の2点を勘案すれば、輸出の増加が設備投資などの国内需要に波及し、先行きわが国景気の回復の動きが一段と強まるとみるのは早計と考えられます。

第1に、設備稼働率の低迷です。昨夏以降、製造業の生産活動は持ち直しの動きが続いているものの、生産拠点の海外シフトや国内需要の伸び悩みを背景に、足元の生産活動は、リーマン・ショック以前に比べ、▲15%程度低い水準で推移しています。一方、国内の生産能力の削減は、リーマン・ショック以降▲5%程度にとどまっています。既存事業の見直しがそれほど進まないなか、多くの企業が過剰設備を抱えており、設備稼働率の低下が、国内投資の阻害要因となっているのです(図表2)。足元で輸出が増加する自動車などの輸送機械や、資本財関連

(はん用・生産用・業務用機械)の設備稼働率も、リーマン・ショック前と比べ、それぞれ2割程度低下しており、輸出の増加が設備投資の拡大に結び付き難くなっています。

第2に、世界的な保護主義の高まりです。欧米諸国では、所得格差の拡大などを背景に、反グローバル化や保護主義的な貿易政策を求める声が強まっています。米国では、1月に就任したトランプ新大統領が、対米貿易黒字の大きい中国やメキシコ、日本に対する関税の引き上げに言及するなど、保護主義的なスタンスをあらわにしています。こうしたなか、企業は、輸出の拡大を目的とした国内投資に踏み切り難くなっています。ちなみに、わが国の輸出に占める米国のシェアは20%程度であるものの、米国向けに輸出を行っているアジア諸国などの工場にも、部品や生産設備を輸出しています。このため、米国の保護貿易政策がわが国の輸出に与える影響は、直接的な輸出金額から想像される以上に大きいといえます。

図表2 製造業の設備稼働率(季調値)



(資料) 経済産業省「鉱工業指数」

(注) 1. 直近は、2016年10～11月の平均。

2. はん用・生産用・業務用機械の2007年以前の計数は、一般機械の系列を接続。

景気の一段の加速に向けて

以上を踏まえれば、リーマン・ショック以前の景気拡大期にみられたような、輸出の増加に対応するための国内生産能力の増強が、設備投資の増加を通じ景気を押し上げるという構図は、期待薄と判断されます。

景気の一段の加速には、規制改革や成長戦略の着実な実施を通じ、国内市場の成長期待を高めるとともに、諸外国に対し自由貿易の重要性を強く訴えていくことが必要といえましょう。(村瀬)

■ NISA改正案の内容と資産形成制度の課題

近年、個人の資産形成を支援する制度が拡充されています。本年から私的年金の一つである確定拠出年金の加入対象者が拡大されました。また、2017年度税制改正大綱には、NISA（少額投資非課税制度）に関し、新たな制度創設を含む改正案が盛り込まれています。そこで、NISA改正案の内容を整理したうえで、資産形成制度の課題について考えてみました。

NISA改正案の内容

NISAは、金融機関に開設した専用口座を通して株式や投資信託などの金融商品を売買すると、本来はその利益にかかる20%の税率が課されなくなる個人向けの投資優遇制度です。

2014年1月から導入され、現在、通常のNISA（以下、現行NISA）のほか、20歳未満を対象とするジュニアNISAがあります。今回新たに「積立NISA」と呼ばれるものが導入される予定です。

その概要についてみると、まず、現行NISAに比べ、年間投資額の上限は40万円と少額ながら、非課税期間は20年と大幅に拡大されます（図表）。その結果、累

積投資額の上限は800万円と、現行NISAの600万円から増えることとなります。

一方で、積み立てかつ分散投資が条件とされています。現行NISAおよびジュニアNISAでは、投資手法に関する規定はなく、一括投資でも、個別銘柄や単一資産への投資でも構わないのに対し、積立NISAでは、定期的かつ継続的な買い付けが必要とされ、投資可能な金融商品は、複数の銘柄からなる有価証券や複数種類の資産に分散投資するものに限定されます。

こうした積立NISAが創設された背景には、現行NISAが若年層の投資喚起に必ずしもつながっていないことが挙げられています。現行NISAは、口座開設者のうち20歳代～50歳代の割合が半数未満にとどまっており、大半は60歳代以上の年齢層が占めています。さらに、口座を開設しても一度も買い付けを行っていないケースが過半数を占めており、調査結果によると、投資経験が乏しいことがその要因として挙げられています。このため、積立NISAでは、現役世代や投資初心者がより利用しやすいよう、少額か

図表 三つのNISAの概要

	積立NISA	現行NISA	ジュニアNISA
利用対象者	20歳以上の居住者	同左	20歳未満の居住者（名義）
年間投資額（最大）	40万円	120万円 ロールオーバー可（注1）	80万円 ロールオーバー可（注1）
非課税期間（最長）	20年	5年	同左
累積投資額（最大）	800万円	600万円	400万円
対象金融商品	積み立て・分散投資に適した公募等株式投資信託（注2）	上場株式、株式投資信託、ETF、REIT等	同左
投資可能期間	2018年～2037年	2014年～2023年	2016年～2023年
途中引き出し	自由	同左	原則、18歳まで不可

（資料）金融庁ホームページ、2017年度税制改正大綱などを基に日本総合研究所作成

（注）1. ロールオーバーとは、例えば、1年目に投資した金融商品を非課税期間終了後の6年目に新たな非課税口座に移管させること。

2. 具体的な対象商品は未定。

らの長期間にわたる積み立て・分散投資を条件とする制度設計となったのです。

今回の税制改正大綱では、現行NISA、ジュニアNISAについても、長期投資をより容易にするような改正案が盛り込まれています。現在は、5年の非課税期間が終了する際、保有する金融商品の価値が値上がりし年間投資額の上限120万円を超えると、超過分を課税口座に移すか、売却するか選択しなければなりません。今回、120万円の上限が撤廃され、保有する金融商品をそのまま翌年の投資枠として新たな非課税口座に移管出来るようになる見込みです。

なお、税制改正大綱は、並立するNISAを少額からの積み立て・分散投資に適した制度に一本化することを今後検討していくとしています。

資産形成制度の課題

NISAの事例に代表されるように、個人の資産形成を支援する制度の拡充が進んでいますが、次のような課題も指摘出来ます。

第1に、NISAと私的年金・退職金制度との役割の整理です。私的年金・退職金制度は、老後のための資産形成を促すものです。個人が任意で掛金を拠出するものに限定しても、確定拠出年金(個人型)、国民年金基金、小規模企業共済といった複数の制度が存在し、このうち確定拠出年金(個人型)は個人が自ら選択した金融商品に投資する仕組みです。

今回、より長期の投資に特化した積立NISAが創設されることにより、NISAと私的年金・退職金制度の性格が近づくこととなります。国民にとってわかりやすく、かつ、利用しやすい制度を構築するには、各種制度の役割を整理し、必要に

応じて見直しを図ることが求められます。

第2に、資産形成が困難な状況にある人々への支援です。中高所得層や資産を保有する高齢者は制度を利用しやすい立場にあり、低所得層や若年層のなかには、資産形成の意志がありながらも実行が容易でない人もいます。

こうした観点から注目されるのが英国のISA(個人貯蓄口座)です。ISAは、投資収益に対する非課税制度で、NISAのモデルとなったものであり、2017年4月からは、新たに「ライフタイムISA」という制度が導入される予定です。これは、若年層や低所得層に長期にわたる資産形成を支援していくという目的を明確にした制度になっています。口座開設者は18歳～40歳未満に限定され、使途も住宅取得資金および老後資金への充当のみになる見込みです。さらに、拠出金に一律25%の政府助成金が加算されることになっています。これは拠出金の原資である所得に課せられた所得税の還付とみることも出来、累進課税制度のもとでは、低所得層により配慮した仕組みであるといえます。

時代にマッチした資産形成支援の議論を

少子高齢化が急速に進むわが国においては、公的年金の拡充は期待しにくくなっています。そのため、自助努力による資産形成に対する人々の関心やそれを政策的に支援していく必要性はますます高まっていくとみられます。低所得層など、より幅広い層に目配りした制度のあり方、さらには公私年金制度の役割分担などについて、海外の事例なども参考にしながら、今後一段と議論を深めていくことが求められましょう。(立岡)

■ アジアにおけるインフラ・ファイナンスの現状と課題

インフラ整備の意義と現状

インフラ整備は、一般に労働生産性の向上や生産・取引コストの削減を通じて経済成長を促進するとともに、成長の果実をより多くの人々に行きわたらせる役割を果たしています。アジア地域における特徴としては、生産ネットワークの構築を支援するインフラ整備が行われてきたこと、インフラ投資が内需を押し上げてきたこと、貧困削減のために道路整備や電力供給の増加が重要な役割を果たしてきたことなどが指摘されています。

中国の成長が低下するなか、ASEAN諸国などの周辺諸国は生産性の上昇や新規産業の振興等により新たな成長経路を見だし、いわゆる「中所得国の罠」（中所得国の大半が高所得国に転換出来ない現象）に陥ることを回避する必要に迫られており、そのためにも効果的なインフラ整備の重要性が一段と増してきています。

また、域内経済統合の進展とともに、域内の連結性（コネクティビティ）の改善をもたらすインフラ整備の役割が重要視されるようになってきました。例えば、貧困削減による域内の所得格差の縮小や、域内の天然資源の効率的な利用などにもインフラ整備が効果を発揮することが期待されています。

世界と比較すると、現在のアジアのインフラ水準は決して高いとはいえません（図表1）。世界経済フォーラムが発表しているインフラ全体の質に関する国別の順位をみると、シンガポール・日本・韓国は20位以内となっていますが、それ以外のASEAN諸国やインドはいずれも60位

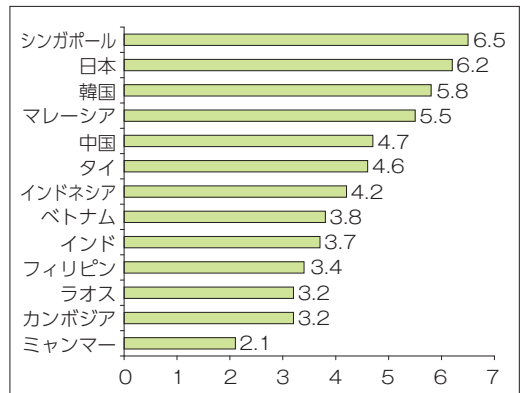
以下であり、インフラ整備の余地は大きいといえます。

重要な公的資金の役割

インフラ整備には総じて大規模な資金が必要とされる一方、建設期間が長く収益も完成後長期間にわたって発生するなど、資金調達面で難しい性質があるため、民間部門がこれに参加することは容易ではありません。世界的にみても、インフラ投資の7割以上は、政府予算、様々な政府系機関からの融資、アジア開発銀行（ADB）などの国際開発金融機関からの融資といった公的資金によって賄われていると推計されています。

こうしたなか、日本政府は、成長戦略の一環として「質の高いインフラ輸出の拡大」を掲げ、今後5年間で世界のインフラ分野に約2,000億ドルの資金を供給

図表1 アジア諸国のインフラの質



（資料）World Economic Forum, *The Global Competitiveness Report 2015-2016*

- （注）1. インフラの質に関する値は1～7の間。値が大きいほど質が高い。
 2. 全140カ国中の順位は、シンガポール2位、日本5位、韓国13位、マレーシア24位、中国39位、タイ44位、インドネシア62位、ベトナム76位、インド81位、フィリピン90位、ラオス98位、カンボジア101位、ミャンマー134位。

することを打ち出しており、受注実績も着実に伸びてきています。実際の案件への取り組みにおいては、信頼性のある運行・運転、ライフサイクルコストからみた経済性や安全性、社会・環境面での影響への配慮など、インフラ整備をより効果的なものとする様々な要素が重視されています。

一方、国際機関では、2015年12月に57カ国の加盟により発足したアジアインフラ投資銀行 (AIIB) が注目されます。2016年6月に第1回年次総会が北京で開催されて以降、現在までに9件（総額17.3億ドル）の融資案件が発表されており、初年度の目標であった12億ドルを上回っています。AIIBには間もなく約30カ国が新たに加盟し、加盟国数では67カ国のADBを上回る見込みです。ただし、職員数がADBの約3,000名に対して100名前後にとどまっており、今後の増員が大きな課題となっています。

国際開発金融機関の役割としては、自ら資金供給や保証を提供することにより民間部門の参加を促す、様々な技術支援

を行う、多くの利害関係者の調整役となる、などが期待されており、AIIBの今後の動向が注目されます。

求められる民間資金の拡大

一方、公的資金によるインフラ整備には限界があるのも事実であり、民間資金の導入も不可欠です。インフラ・ファイナンスの手法は多岐にわたっており、民間資金の活用によりリスク分担の改善や効率性の向上も期待出来ます（図表2）。アジアにおける官民連携（PPP）の課題としては、関連する法規制枠組みの整備、プロジェクトに関する諸ルールの整備（明確なリスク分担枠組みを伴う契約モデル、実効的な紛争解決メカニズム、透明な入札基準など）、実施に当たる人材の育成、国内金融システムの整備（とくに債券市場や機関投資家などの長期金融手段の拡充）、担当組織の構築による推進体制の確立、などがあげられます。

また、民間部門の参加を促すためには、様々な形での公的保証が重要な役割を果たします。域内における債券発行の保証機関である信用保証投資ファシリティ（CGIF）もインフラ整備支援を重視する方針を示しており、フィリピンの再生エネルギー関連企業が発行した債券への保証の付与など実績を上げ始めています。

以上のように、インフラ・ファイナンスは着実に広がっていますが、多くのアジア諸国にとって先進国からの支援は依然として重要です。わが国としては、PPPに関する法規制・制度整備の支援や公的資金援助に加え、民間部門の投資を促すことが求められましょう。（清水）

図表2 インフラ・ファイナンスの選択肢

	国内資金	海外資金
負債 (Debt)	国内商業銀行	国際的な商業銀行
	国内長期融資機関	輸出信用機関
	国内債券市場	国際債券市場
	インフラ債券ファンド	国際開発金融機関
株式 (Equity)	国内投資家	海外投資家
	公益事業者	設備供給者
	政府のファンド	インフラ・ファンド
	機関投資家	その他の国際的な株式投資家

(資料) ADB and ADBI[2015] "Connecting South Asia and Southeast Asia," p.151

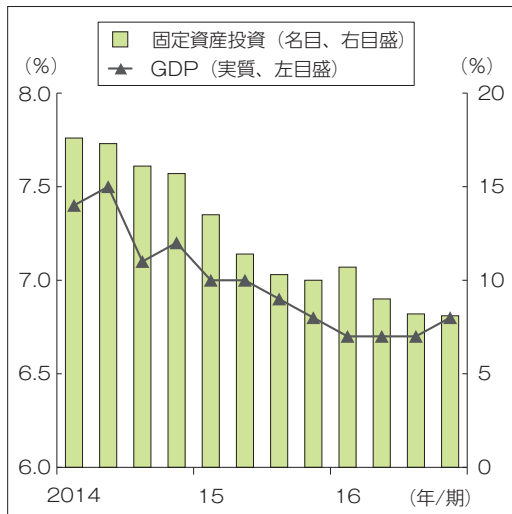
■ 難しいかじ取りが続く中国経済

中国の2016年の実質GDPは前年比+6.7%と、政府目標圏内（+6.5～7.0%）の成長率を達成しました。四半期別に見ると、1～3月期から7～9月期まで前年同期比+6.7%と同率の伸びが続いた後、10～12月期には同+6.8%となるなど、景気減速の動きは一服しており、一見、中国景気は底打ちしたようにもみえます（図表1）。しかしながら、以下の三つの要因を勘案すると、今後の展開は決して予断を許さず、習近平政権にとっては難しい経済運営が続くことになると考えられます。

景気対策効果の減衰

第1に、景気対策効果の減衰が見込まれることです。2016年に景気減速が一服した要因として、①公共投資の拡大、

図表1 中国のGDP成長率と固定資産投資（前年同期比）



(資料) 国家統計局

(注) 固定資産投資は年初からの累計比、農村家計を除く。

②自動車販売の増加、③住宅販売の増加の三つが挙げられます。このうち、自動車販売と住宅販売については政策変更もあって、景気を下支えする効果が低下していくと予想されます。

まず自動車販売についてみると、15年10月の小型車減税導入を契機に増加し、16年の年間販売台数は前年比+13.7%と、3年ぶりの高い伸びになりました。政府は減税終了後の反動減を懸念し、先頃減税期間を17年末まで1年延長したものの、減税幅が縮小されたこと、駆け込み需要がすでに大きな規模で生じていたことから、今後拡大ペースの鈍化は避けられそうにありません。

また、近年の住宅販売の増加は、過剰債務の調整を迫られている企業部門が借り入れ拡大に慎重姿勢を崩さないなか、緩和マネーが不動産市場に向かったことによってもたらされました。もっとも、当局が不動産市場の過熱を懸念して、ローンの頭金比率の引き上げなどの抑制策を実施したことから、住宅販売は今後頭打ちとなる公算が大きくなっています。住宅販売が下振れした場合、家電や家具などの耐久消費財の需要も鈍化することになります。

一方、「積極的な財政政策の継続」を17年の経済運営方針として掲げていることから、公共投資の拡大は引き続き期待出来そうです（図表2）。過剰債務を抱える民間企業が債務の圧縮を優先させているため、民間投資は減速傾向が続く見込みですが、第13次5カ年計画の目標達成（年平均+6.5%以上の成長）が政権

の至上命題と位置付けられているため、民間投資の下振れ分を公共投資で埋め合わせる構図が続くと予想されます。

構造改革と景気安定の両立が困難

第2に、構造改革と景気安定の両立が難しいことです。習近平政権は現在、過剰生産設備の削減や過剰な企業債務の調整などを柱とする構造改革に注力しています。その結果、鉄鋼や石炭では16年の生産能力削減目標を達成するなど、一定の成果が出始めています。もっとも、そうした構造改革の取り組みは1年で完了するものではなく、政権は持続的な発展に向けて17年以降も続けていく方針です。こうしたなか、構造改革を急ぎ過ぎると、企業倒産の増加や雇用・所得環境の悪化などを通じて、景気下振れリスクが高まることとなります。逆に、景気安定を過度に重視して改革の先送りを選択した場合、過剰設備や過剰債務の問題解

決が先送りされ、将来に禍根を残す恐れがあります。

そのため、習近平政権は構造改革の推進と景気の安定をバランスさせながら、政策運営を行っていくことを目指しています。例えば、不動産市場においては、バブルの抑制を目指すと同時に、持ち家の購入や賃貸住宅の供給を安定的に推進しようとしています。もっとも、政府主導で需給や価格をコントロールし、望ましい状態に軟着陸させることは容易ではありません。

対外開放の加速による競争激化

第3に、対外開放の加速による競争の激化です。16年末以降、中国は自由貿易や対外開放の重要性を繰り返し強調するようになりました。17年1月には、一部のサービス業や製造業での外資参入規制緩和を柱とする通達も出されました。この背景には、保護主義的な通商政策を掲げるトランプ米新政権とのスタンスの違いを鮮明にし、中国との貿易および投資の拡大を各国に呼び掛ける狙いがあるとみられます。こうした取り組みは、市場メカニズムの浸透や企業間競争を通じて、中国の産業構造や経済構造の高度化にも資することになります。しかし同時に、体力の弱い企業は市場からの退出を迫られるため、従来に比べて政府への反発が強まる可能性があります。

以上のように、様々な構造問題への対応を求められるなかで、中国政府は引き続き難しい政策運営のかじ取りを迫られることになりそうです。（佐野）

図表2 2017年の中国経済運営方針

分野	主な内容
財政・金融政策	・積極的な財政政策と穏健な金融政策の継続 ・穏健・中立な金融政策の下、資産バブル抑制に注力しつつ、システムリスクの防止にも万全を期す
構造改革	・過剰生産能力や不動産在庫の削減、企業負担の軽減などに引き続き取り組み、一層の進展を目指す
対外経済	・より高いレベルかつ双方向の対外開放を通じて、国内の経済発展を図ると同時に、グローバルな競争を有利に展開

(資料)『中国共産党新聞網』、16年末の中央経済工作会议に関する各種報道

データ アイ 耐久財消費の低迷の原因

わが国では、2014年4月の消費増税以降、耐久財消費が低迷しています。

この原因として、リーマン・ショック後の消費刺激策や消費増税前の駆け込み需要の反動減との見方が一般的です。しかし、実質耐久財消費の変動要因を、名目消費の変動と価格動向を示すデフレーターの変動に分解すると別の姿がみえてきます。

まず、名目耐久財消費はこの20年ほぼ横ばいで推移しており、消費者の支出行動にさほど大きな変化は起きていないことを示しています（図表1）。一方、耐久財デフレーターは、長

年下落が続いていましたが、2013年頃から上昇に転じています。このように、実質耐久財消費の下振れは、耐久財デフレーターの上昇の影響が大きいと判断出来ます。

耐久財デフレーターの上昇は、家電価格が上昇したことが主因です。

より詳細にみると、長年大幅な下落が続いていたテレビ、パソコンなどの消費者物価（CPI）が上昇に転じたことが寄与しています（図表2）。アベノミクス開始後の円安による押し上げも考えられますが、為替変動による物価への影響を除去してみても、プラス転化

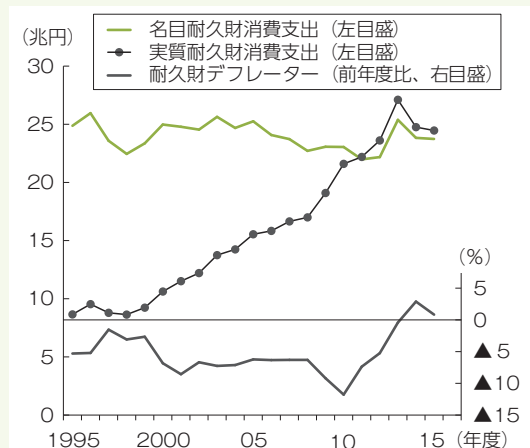
の姿は変わりません。一方、米国では、テレビ、パソコンのCPIは足元でも大幅な低下が続いています（図表3）。

ほぼ世界共通とみられる家電製品の価格に違いが生じているのは、CPI算出時の品質調整に原因があると考えられます。

具体的には、家電に関して以下3点の品質調整上の問題を指摘出来ます。

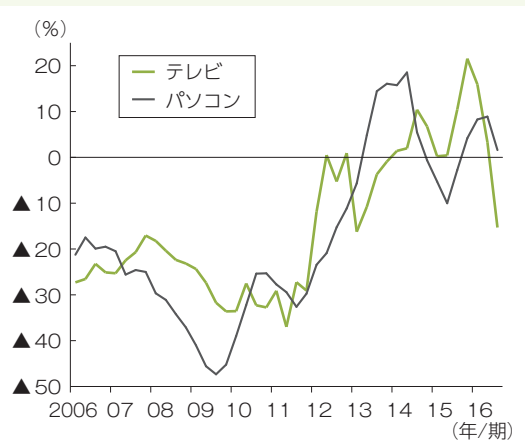
第1に、調査対象品目が少なく、新製品の価格変化を十分に捕捉出来ていません。例えばテレビは、日本では32V型ハイビジョンテレビだけを調査していますが、足元では、より高品

図表1 耐久財消費支出



(資料) 内閣府「国民経済計算」(2011年基準)

図表2 日本のテレビとパソコンのCPI (前年比)



(資料) 総務省「消費者物価指数」を基に日本総合研究所作成
(注) パソコンはデスクトップ型とノート型を加重平均。

質の4Kテレビの販売が主流となっています。一方、米国では、販売額シェアに応じてすべての製品の価格が調査されています。

第2に、品質調整を行う頻度が低下しています。日本では大半の家電の品質調整は、簡便さを重視し、調整対象の新旧製品の価格に生じたかい離を調整する方法で行われています。この調整を実施すべきかどうかは線引きが難しく、統計作成者の裁量に任されているという面があります。アベノミクス後に物価が上昇するなかで、新旧価格のかい離を品質向上ではなく物価上昇によるものと判断し、調整を見送るケースが増え、品質調整の頻度が減少した可能性があります。

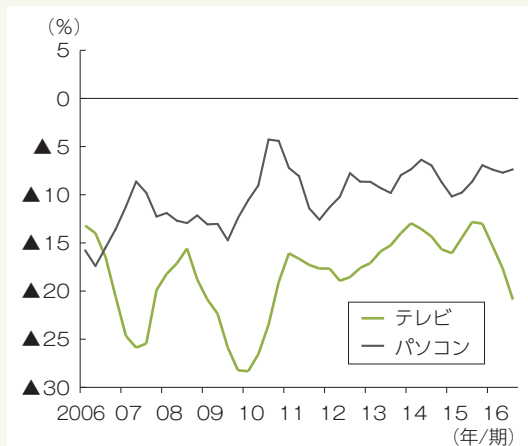
第3に、パソコンの品質調整も十分ではありません。テレビとは異なり、パソコンは日本でも、多数の製品の情報を集めたうえで、毎月品質調整を実施しています。もっとも、近年はこの調整に織り込めていない情報が増えています。例えば、かつては、メモリ容量やCPU（中央演算処理装置）のクロック周波数・コア数など少数の分かりやすい特性で品質向上を把握してきましたが、近年は、メモリの転送速度、CPUの省電力化などが品質向上の中心になりました。しかし、それらは品質調整の対象になっていません。

こうした状況では、個人消費の基調判断を誤りかねません。

家電価格が米国同様に下落が続いたと仮定すれば、実質耐久財消費は実績対比年4%上振れることとなります。これは、実質個人消費を0.4%押し上げるインパクトに相当し、低迷が続いたとされている個人消費の足取りは、消費増税直後の落ち込みから緩やかに持ち直している姿に変わります（図表4）。

GDPの6割を占める個人消費の見方が定まらなると、当局の景気判断、ひいては政策決定の誤りにつながる恐れがあります。消費の実態を正確に捉えるため、家電を中心に物価算出方法の点検と適切な見直しが期待されます。（成瀬）

図表3 米国のテレビとパソコンのCPI (前年比)



(資料) Bureau of Labor Statistics [Consumer Price Index]

図表4 実質家計最終消費支出



(資料) 内閣府「国民経済計算」を基に日本総合研究所作成
 (注) 試算値は、2013年以降も2012年以前と同様のペースで家電のCPI低下が進んでいたと仮定して試算。具体的には2013年以降耐久財デフレーターの変動率を年▲4%、すなわち1四半期に▲1%差し引いて調整。

KEY INDICATORS

(2017年2月15日現在)

● 日 本 ●

(%)

	2015年度	2016年		2016年			2017年 1月
		7～9	10～12	10月	11月	12月	
鉱工業生産指数	(▲1.0)	〈1.3〉 (0.4)	〈2.0〉 (2.1)	〈0.0〉 (▲1.4)	〈1.5〉 (4.6)	〈0.7〉 (3.2)	
鉱工業出荷指数	(▲1.2)	〈0.7〉 (▲0.6)	〈3.3〉 (1.7)	〈2.0〉 (▲2.0)	〈1.0〉 (5.1)	〈▲0.4〉 (2.3)	
鉱工業在庫指数 (末)	(1.8)	〈▲2.6〉 (▲2.0)	〈▲3.1〉 (▲4.6)	〈▲2.1〉 (▲3.0)	〈▲1.6〉 (▲4.8)	〈0.6〉 (▲4.6)	
生産者製品在庫率指数	(2.7)	〈▲1.0〉 (0.3)	〈▲4.2〉 (▲3.9)	〈▲0.6〉 (1.1)	〈▲5.6〉 (▲6.7)	〈1.6〉 (▲5.8)	
稼働率指数 (2010年=100)	98.0	97.2	100.2	98.1	101.0	101.6	
第3次産業活動指数	(1.4)	〈0.3〉 (0.7)	〈▲0.1〉 (0.6)	〈0.0〉 (▲0.3)	〈0.3〉 (1.5)	〈▲0.4〉 (0.6)	
全産業活動指数 (除く農林水産業)	(0.9)	〈0.5〉 (0.7)		〈0.0〉 (▲0.4)	〈0.3〉 (2.1)		
機械受注 (船舶・電力を除く民需)	(4.1)	〈7.3〉 (6.5)	〈▲0.2〉 (3.6)	〈4.1〉 (▲5.6)	〈▲5.1〉 (10.4)	〈6.7〉 (6.7)	
建設工事受注 (民間)	(7.9)	(▲3.5)	(16.7)	(24.4)	(21.6)	(8.9)	
公共工事請負金額	(▲3.8)	(6.8)	(▲4.5)	(▲10.0)	(▲5.7)	(5.3)	(7.1)
新設住宅着工戸数 (年率、万戸)	92.1 (4.6)	98.0 (7.1)	95.3 (7.9)	98.1 (13.1)	95.4 (6.7)	92.3 (3.9)	
百貨店売上高 全国	(1.8)	(▲3.4)	(▲2.5)	(▲3.9)	(▲2.4)	(▲1.7)	
チェーンストア売上高 東京	(5.0)	(▲2.6)	(▲2.1)	(▲4.4)	(▲1.4)	(▲1.0)	
完全失業率	3.3	3.1	3.1	3.0	3.1	3.1	
有効求人倍率	1.23	1.37	1.41	1.40	1.41	1.43	
現金給与総額 (5人以上)	(0.2)	(0.5)	(0.2)	(0.1)	(0.5)	(0.1)	
所定外労働時間 (//)	(▲1.3)	(▲1.5)	(▲1.5)	(▲0.9)	(▲0.9)	(▲2.7)	
常用雇用 (//)	(2.1)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	
M2 (平残)	(3.6)	(3.4)	(3.9)	(3.7)	(3.9)	(4.0)	(4.1)
広義流動性 (平残)	(3.9)	(1.6)	(1.8)	(1.5)	(1.9)	(2.1)	(2.2)
経常収支 (兆円)	18.00	5.84	4.25	1.72	1.42	1.11	
前年差	9.28	0.97	0.80	0.32	0.31	0.17	
貿易収支 (兆円)	0.54	1.52	1.71	0.59	0.31	0.81	
前年差	7.13	1.87	1.61	0.38	0.62	0.61	
消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(0.0)	(▲0.5)	(▲0.3)	(▲0.4)	(▲0.4)	(▲0.2)	

(%)

	2015年度	2015年		2016年			
		7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12
業況判断DI 大企業・製造		12	12	6	6	6	10
非製造		25	25	22	19	18	18
中小企業・製造		0	0	▲4	▲5	▲3	1
非製造		3	5	4	0	1	2
売上高 (法人企業統計)	(▲1.1)	(0.1)	(▲2.7)	(▲3.3)	(▲3.5)	(▲1.5)	
経常利益	(5.6)	(9.0)	(▲1.7)	(▲9.3)	(▲10.0)	(11.5)	
実質GDP (2011年連鎖価格)	(1.3)	〈0.2〉 (2.1)	〈▲0.3〉 (1.1)	〈0.6〉 (0.3)	〈0.4〉 (0.9)	〈0.3〉 (1.1)	〈0.2〉 (1.7)
名目GDP	(2.8)	〈0.5〉 (3.9)	〈▲0.3〉 (2.6)	〈0.8〉 (1.2)	〈0.3〉 (1.3)	〈0.2〉 (1.0)	〈0.3〉 (1.6)

注：〈 〉内は季節調整済み前期比、()内は前年 (同期 (月)) 比。

日銀短観業況判断DIは、調査対象企業の見直しに伴い、2015年1～3月より新ベースのデータ。

● 米 国 ●

	2016年	2016年			2016年		2017年
		4～6	7～9	10～12	11月	12月	1月
鉱工業生産	(▲0.9)	〈▲0.2〉 (▲1.1)	〈0.4〉 (▲1.0)	〈0.1〉 (▲0.1)	〈▲0.2〉 (▲0.3)	〈0.6〉 (0.7)	〈▲0.3〉 (0.0)
設備稼働率	75.4	75.2	75.5	75.4	75.2	75.6	75.3
小売売上高	(3.0)	〈1.5〉 (2.7)	〈0.9〉 (2.6)	〈1.7〉 (4.1)	〈0.2〉 (3.9)	〈1.0〉 (4.4)	〈0.4〉 (5.6)
失業率 (除く軍人、%)	4.9	4.9	4.9	4.7	4.6	4.7	4.8
非農業就業者数 (千人) (前期差、前月差)	2,493	510	703	511	164	157	227
消費者物価指数	(1.3)	〈0.6〉 (1.0)	〈0.4〉 (1.1)	〈0.8〉 (1.8)	〈0.2〉 (1.7)	〈0.3〉 (2.1)	〈0.6〉 (2.5)

	2016年	2015年		2016年			
		7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12
実質GDP (連鎖ウェイト方式)	(1.6)	{2.0} (2.2)	{0.9} (1.9)	{0.8} (1.6)	{1.4} (1.3)	{3.5} (1.7)	{1.9} (1.9)
経常収支 (億ドル、年率) 名目GDP比		▲4,924 ▲2.7	▲4,536 ▲2.5	▲5,274 ▲2.9	▲4,731 ▲2.6	▲4,518 ▲2.4	

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
2015年	2.6	0.7	2.4	2.0	2.8	5.0	4.9	5.9	6.9
2016年	2.7	1.4					5.0	6.8	6.7
2015年7～9月	2.8	▲0.7	2.3	1.8	2.9	4.7	4.8	6.2	6.9
10～12月	3.1	▲0.8	1.9	1.8	2.8	4.5	5.2	6.5	6.8
2016年1～3月	2.8	▲0.2	0.8	2.0	3.2	4.2	4.9	6.8	6.7
4～6月	3.3	1.1	1.7	2.0	3.5	4.0	5.2	7.0	6.7
7～9月	2.6	2.0	1.9	1.1	3.2	4.3	5.0	7.0	6.7
10～12月	2.3	2.6					4.9	6.6	6.8

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
2015年	90,258	48,124	▲57,078	49,901	11,699	23,158	7,671	▲12,240	593,904
2016年	89,406	49,505	▲54,421	46,867	20,659	21,059	8,783	▲24,927	510,734
2015年11月	10,235	2,147	▲4,270	3,472	295	2,360	▲397	▲977	53,976
12月	6,918	4,147	▲5,897	3,663	1,487	1,953	▲160	▲1,586	59,631
2016年1月	4,949	3,515	▲2,247	4,254	238	1,243	14	▲2,638	56,808
2月	6,772	4,138	▲4,259	1,933	4,986	1,760	1,136	▲1,104	28,127
3月	9,663	4,501	▲6,060	3,616	2,966	2,754	508	▲1,747	24,881
4月	8,699	4,799	▲4,001	4,630	721	2,324	662	▲2,306	39,765
5月	6,717	3,504	▲3,378	4,036	1,537	813	374	▲2,021	44,779
6月	11,324	3,567	▲5,874	3,908	1,965	1,353	879	▲2,098	45,290
7月	7,516	3,580	▲4,294	4,151	843	475	514	▲2,058	48,314
8月	5,029	3,980	▲4,138	3,922	2,128	2,115	363	▲1,952	49,949
9月	6,873	4,370	▲5,119	5,084	2,546	1,841	1,271	▲1,890	40,627
10月	6,975	4,380	▲4,799	4,068	248	2,338	1,235	▲1,983	48,288
11月	8,101	4,309	▲4,390	3,490	1,543	2,087	834	▲2,566	43,198
12月	6,788	4,864	▲5,862	3,776	938	1,956	992	▲2,564	40,708
2017年1月	3,196	3,495							51,347



SMBC

SUMITOMO
MITSUI
BANKING
CORPORATION

マンスリーレビュー 2017年3月号

発行日 2017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