

マンスリー・レビュー

2017.12



CONTENTS

視点	わが国労働市場で存在感を増す外国人労働者 日本総合研究所 調査部 藤波 匠 …	1
経済トピックス	構造変化が進む個人消費 日本総合研究所 調査部 小方尚子 …	2
アジアトピックス①	「タイランド4.0」にわが国企業はどう向き合うか 日本総合研究所 調査部 大泉啓一郎 …	4
アジアトピックス②	転機を迎えたフィリピンの成長モデル 日本総合研究所 調査部 塚田雄太 …	6
産業トピックス	成長するベトナム小売市場と日系企業の事業機会 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 衣川真悟 …	8
データアイ	転換点を迎えるユーロ圏の金融政策 日本総合研究所 調査部 橘高史尚 …	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。

わが国労働市場で存在感を増す外国人労働者

総務省の統計によれば、国内に居住する日本人は、2016年の1年間でおよそ31万人減少し、年間の減少数としては過去最大を記録しました。減少数の拡大は、出生数の減少と死亡数の増加が原因です。長期にわたる少子化の影響は、現役世代の人口バランスにも表れており、40歳代の人口に比べて20歳代は35%少ない状況にあります。若い世代の減少は、景気回復により生じている企業の人手不足に、構造的側面から拍車をかけています。

一方、わが国で暮らす外国人は近年増加傾向にあり、2016年にはおよそ15万人の増加となりました。現在国内に在留する外国人の多くは、20歳代で仕事を求めて入国してきます。そのため、人口を年齢別に積み上げた人口ピラミッドでみると、在留外国人は、とりわけ25～29歳の世代が多く、この世代に限れば、国内居住者の19人に1人が外国人となります。

このように労働力の観点からは、わが国においてもすでに外国人が一定の役割を果たしています。今後も長期にわたり日本人の若者が減り続けることを踏まえれば、わが国は労働力の一部を外国人に依存せざるを得ない状況が続くと考えられます。

すでに政府は、能力の高い外国人を積極的に受け入れるための制度改正に着手しています。2017年4月には、研究者やIT企業経営者などの高度人材に対する永住許可に関する条件を緩和しました。これにより、高度専門職として在留している外国人の永住許可に要する既在留期間を5年間から3年間に短縮し、一部の極めて高度な人材に対しては1年で永住許可を出すことが出来るようになりました。同時に、学歴、日本語能力など特定の条件をクリアする外国人への優遇措置も盛り込まれました。

途上国から実習生を受け入れる技能実習制度も、大きく変更されています。近年、本制度に基づき在留している実習生は、中国やベトナム出身者を中心に増加傾向にあり、2016年末には23万人となりました。単純労働者の受け入れを認めていないわが国では、技能実習制度は、あくまで途上国の労働者をわが国で一定期間受け入れ、OJTを通じて技能の習得を促す国際貢献事業であるとの位置づけです。しかし、実態的には受け入れ事業者側にとって不可欠な労働力となっているケースもみられます。こうした状況下、受け入れ企業に対する監督を強化したうえで、技能実習制度は対象職種や受け入れ人数の拡大のほか、最長3年とされてきた実習期間を一定の条件のもと5年間に延長するという制度改正が行われ、2017年11月から新制度が動き出しています。

積極的な外国人労働者の受け入れの是非については、賛否両論あるものの、今後長期にわたって続く人口減少を踏まえると、企業の発展、ひいてはわが国全体の経済成長のために、有能な外国人に経済・社会の担い手として活躍してもらうことは避けて通ることの出来ない課題です。この機をとらえて、単純労働者のあり方も含め、外国人労働者やその母国とメリットを分かち合えるような、中長期的な視点に立った外国人労働者の活用のあり方について、正面から議論を深めていくことが期待されます。

(藤波)

■ 構造変化が進む個人消費

消費者のライフスタイルの変化に伴い、個人消費に構造変化が起きています。以下では、一人当たり消費支出額が、横ばい圏内で推移し始めた2000年以降の費目別の動きを整理したうえで、注目される動きを取り上げ、消費関連企業が今後とるべき対応を検討しました。

横ばいが続く一人当たり消費額

世帯支出の動きを調べた「家計調査」によると、一人当たり消費額は、1980～90年代にバブル崩壊後も含め一貫して年平均実質1.0%程度の成長が続きましたが、2000年以降はほぼ横ばいで推移しています。「家計調査」の消費額は、GDP統計の個人消費よりも増加率が低めに出る傾向がありますが、一般的な世帯の消費実感には近いと考えられます。両者の差を生む要因としては、「家計調査」では、①世帯数が増えている効果が含まれない、②持ち家に住んでいる人が借家サービスを享受しているとする「帰属家賃」が含まれない、③いわゆる億万長者のような特殊な世帯の消費が捕捉しきれていない、等が挙げられます。2000～16年の年平均増加率は、名目額でも、ともに年平均▲0.1%となっています。

消費内容の変化

総額が変わらない一方で、その内訳をみると、費目による増減は大きくばらついています（図表1）。

支出内容の変化をもたらした要因としては、第1に技術革新の進展が挙げられます。実質支出が大きく伸びているのは、

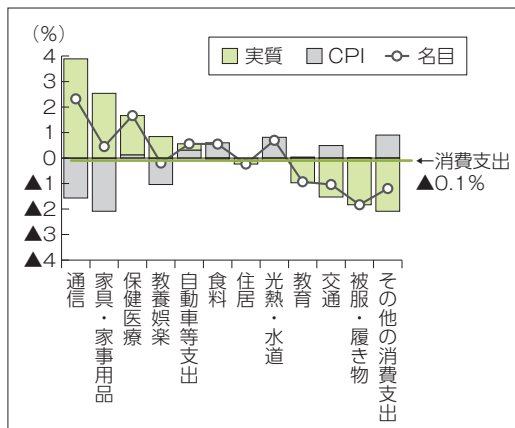
通信や、エアコンなどを含む家具・家事用品など、技術革新の恩恵が大きかった分野です。テレビなど教養娯楽耐久財も、名目消費額は横ばいながら、機能向上が実質ベースでの消費押し上げに作用しています。

第2に、少子高齢化の影響です。高齢者人口の増加に伴い保健医療費が伸びる一方、少子化に伴い教育費が減っているのが典型です。

さらに子細にみると、世帯のあり方や、働き方などのライフスタイルの変化に伴う消費者ニーズの変化が消費を押し上げている動きもみえてきます。具体的には、増加する高齢者のみからなる世帯における家事負担の軽減ニーズや、やはり増加が続く共働き世帯・単身世帯における家事の時短ニーズが高まっています。

ただし、こうした消費者ニーズに応えるのは「サービス」に分類されるものではなく、サービスの機能を含んだモノへ

図表1 一人当たり消費支出
(年平均増加率、2000→2016年)



(資料) 総務省「家計調査」「消費者物価指数」を基に日本総合研究所作成

の支出が中心となっていることが注目されます。支出全体に占めるサービスの割合は、医療サービスの増加にもかかわらず、2000年代半ば以降、それまでの上昇傾向から横ばい推移に転じています。

例えば食料では、外食支出が、調理の手間がかかる米、魚介類、野菜などの素材への支出とともに減る一方、カット野菜などの半調理品や冷凍食品を含む調理食品、ジャムやふりかけなどが伸びている油脂・調味料、飲料、パン、菓子類などへの支出が増えています(図表2)。「外食」と、家で素材から調理する「内食」との中間に位置付けられ、調理の手間が省けるうえ、専門家の技術を楽しむレジャーとしてのサービス価値を含むものもある、いわゆる「ナカ食」分野の品目です。

また、家事サービスや被服関連サービス、理美容サービスも減る一方で、時短家電や高機能掃除機、美容家電などにヒット商品が生まれています。サービスヘ

の支出よりも、費用対効果が高いと評価する人が多いことがうかがえます。

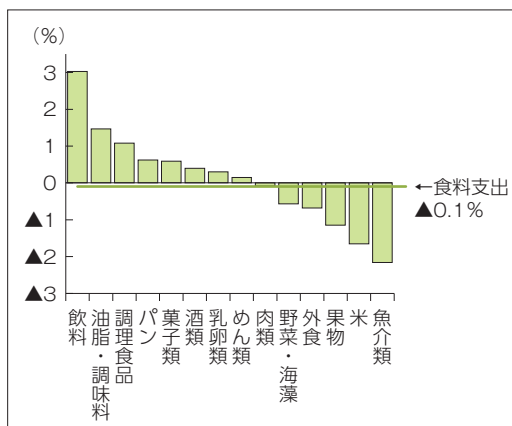
企業に求められる対応

以上のようなわが国消費の動きを踏まえ、あらためて関連企業が心掛けるべき方策について考えてみます。

まず、2000年代以降を通じて金額的には横ばいを続けている消費のなかでも、好不調の大きな差が生まれていることが注目されます。まずは、この好調な品目に共通している技術革新に磨きををかけていくことが重要といえましょう。ただし、技術革新が需要を喚起するのは、消費者の潜在ニーズに応えるものであってこそです。このため、技術を追求するうえでも、消費者のライフスタイルの動向に注目し、絶えずニーズを探索していく必要があるといえます。

さらに、費目別の支出を詳しくみると、一見、変化に乏しいように見える食料支出においても内容は大きく変化しています。伸びているものは、少子高齢化の進行という人口動態や世帯構成の変化、女性・高齢者の就業拡大といった構造的な変化から生じてきた個人・家族の生活ニーズに応えるものとなっています。またこうしたニーズをくみとる主体についてみても、外食よりナカ食が伸びるなど、比較的新しい業態が旧来の業態にとって代わる例も増えていることが注目されます。このようにみると、短期的な景気変動のみならず、構造的な消費環境の変化にも注意を払い、企業戦略やビジネスモデルをブラッシュアップしていくことが一段と重要になっているといえましょう。(小方)

図表2 一人当たり実質食料支出
(年平均増加率、2000→2016年)



(資料) 総務省「家計調査」「消費者物価指数」を基に日本総合研究所作成

■「タイランド4.0」にわが国企業はどう向き合うか

タイ政府は、20年後の経済社会のビジョンとして「タイランド4.0」を掲げ、新しい国造りをスタートさせました。これは経済や社会にデジタル技術を取り入れることで、同国が短期間のうちに先進国入りを果たすという野心的なものです。

タイに自国外としては世界有数の規模の生産集積地を有するわが国企業は、このタイランド4.0をどう捉え、今後のタイでの事業展開にどう生かせばよいでしょうか。以下では、タイランド4.0を概観し、それを打ち出す背景となった社会経済情勢を検討することで、わが国企業の事業展開にかかわるメリットについて考えてみましょう。

タイランド4.0とは何か

タイランド4.0は、これまでのタイの発展を三つの時代に区分し、その延長線上に目指す経済社会として位置づけたものです（図表1）。第1段階（1.0）は、農村社会と家内工業が中心であり、いわば

工業化以前に相当します。第2段階（2.0）は、戦後の天然資源や安価な労働力を活用した軽工業主導で成長した1980年代半ばまでです。第3段階（3.0）は、外資企業の進出をテコにした重化学工業が中心となった1980年代後半から現在までを指します。そして、タイがこれから目指す経済社会（第4段階：4.0）がタイランド4.0であり、「イノベーション」、「生産性」、「サービス貿易」をキーワードとした持続的な付加価値を創造する経済社会です。

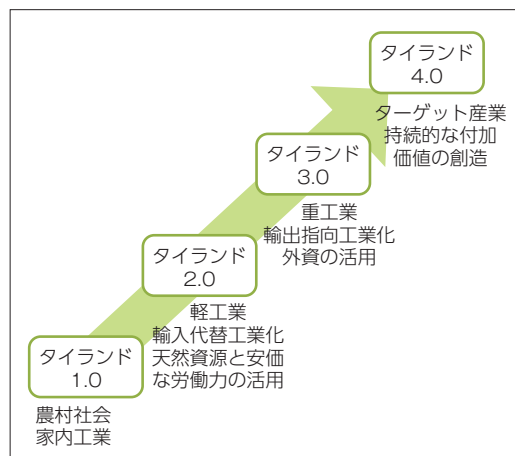
タイランド4.0への取り組みの一環として、2017年に入って、バンコクの東に隣接する3県を「東部経済回廊（EEC）」に指定し、日本円にして約5兆円を投じる開発をスタートさせました。また、EEC地域へ投資する外国企業には、最大15年間の法人税を免除するという、破格の優遇措置を発表しています。

少子化による労働力不足

タイランド4.0は長期計画であり、現時点では不透明な部分が多いというのが実情です。しかし、タイ政府がタイランド4.0に踏み切るに至った背景を考えることによって、日本企業が今後タイで事業展開するうえでのヒントを得ることが出来そうです。

一つは、少子化による労働力不足です。タイの合計特殊出生率（女性が生涯に出産する子どもの数に相当）は2015年に1.5と、少子化に悩む日本と大差のない水準にあります。すでに若年労働力が不足しており、それを補うための外国人労働者の急激な流入も社会問題となっています。タイ政府は、労働力不足への対処と、外国人労働者の過度な流入の抑制を同時に実現するような経済社会をタイランド4.0として模索しているのです。将

図表1 タイランド4.0



（資料）国家経済社会開発庁（NESDB）資料を基に日本総合研究所作成

来的にわが国でも労働力不足が確実視されるなか、事業の自動化・無人化が進んでいます。このわが国での人口問題での対応を応用した経営戦略が一つの切り口になるかもしれません。

社会のデジタル化とその活用

もう一つは、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などにより、タイ社会のデジタル化が急速に進んでいる点です。

タイ統計局によれば、6歳以上の人口に対する携帯電話の普及率は2016年に81.4%と高水準にあります。同時に注目されるのがスマートフォンの普及です。その普及率は2012年に8.0%に過ぎませんでしたが、2016年には50.5%に上昇しました（図表2）。そうしたなか、タイではスマートフォンからのインターネットアクセスが全体の90.4%を占めるまでになっています。

タイ政府は、このように加速度的に進むデジタル化を経済社会の変革の推進力

にしようとしています。この点は、タイに特有のものではありません。近年、新興国・途上国の多くは、デジタル技術の導入で伝統的な経済発展の順序を飛び越えた「カエル飛び」とも呼ばれる成長の加速を目指しています。実際に、タイでもタクシー配車にスマートフォン・アプリが活用され、銀行のシステムを介さない携帯電話を利用した送金が行われるなど、デジタル技術の利用で先進国と同様、あるいは新興国ならではのビジネスが次々と出現しています。またインターネット販売を含めたEC（電子商取引）も急速に拡大しています。

このように、様々なビジネス課題に対して、世界で共通するデジタル技術を取り入れることで解決出来る土壌が形成されてきた点も見逃せないポイントです。

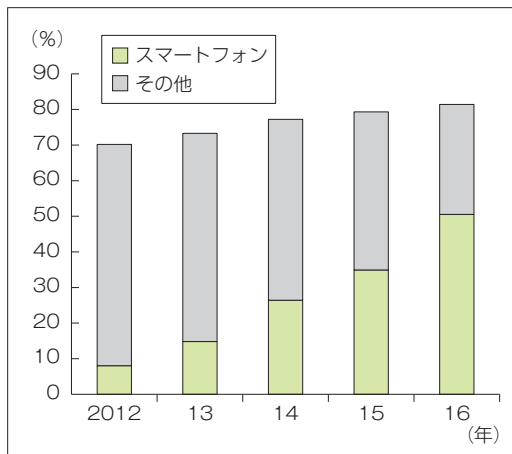
集積地の利点を生かす

タイには現在7,000社のわが国企業が事業を展開しているといわれています。そのなかには、デジタル技術に長けた企業も数多く存在し、タイにおける事業のデジタル化を、現地企業との連携のみならず、同国内の日本人同士で行うことも可能です。そのようなビジネス交流の活発化は、問題解決にとどまらず、新しいビジネスを生み出す「オープンイノベーション」に発展するかもしれません。

このようにタイ政府がタイランド4.0を打ち出す背景や実現するためのプロセスは、わが国の社会問題や企業の経営課題と強く関連しています。タイにおけるわが国企業の集積という地の利を生かし、わが国とタイで共通する課題の解決や、そのための技術やビジネスモデルに磨きをかけるステージとしてタイランド4.0を捉えるのも一案といえましょう。

（大泉）

図表2 タイの携帯電話の普及率



（資料）タイ統計局
（注）6歳以上を対象。

■ 転機を迎えたフィリピンの成長モデル

1980～90年代の低成長から「アジアの病人」とかつてやゆされたフィリピン経済が存在感を高めています。2000年代に入ってから、徐々に成長率が高まり、16年の実質GDPは前年比6.9%と、ASEAN諸国で最も高い伸びを記録しました。フィリピンの経済成長は、先行して高成長を遂げたマレーシアやタイなどの近隣諸国とは異なる特徴を持っています。

消費主導の成長

フィリピンは、新興国としては珍しく、消費主導で経済を成長させてきました。経済活動水準は、主に労働と資本の投入量によって左右されますが、一般に発展途上国では安価で豊富な労働力を抱える一方で、資本ストックが不足していることが多く、投資を拡大すると成長率が高まりやすい構造にあります。実際、80～90年代の高成長期のマレーシアやタイでは、GDPに占める投資の比率が一時40%以上へと上昇しました。これに対してフィリピンでは、2000年以降の高成長局面でも、投資比率は20%前後にとどまっています。一方、消費比率は米国さえも上回り、旺盛な消費が高成長をけん引してきたことが分かります（図表1）。

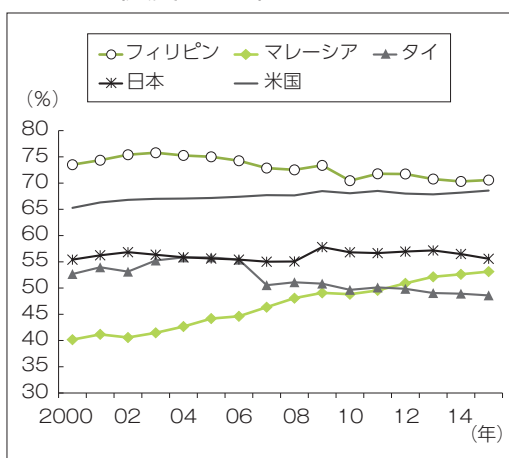
消費主導の成長モデルを可能にした大きな要因が、海外フィリピン人労働者（OFW）からの送金です。2000年代入り後、OFW送金は堅調に増加し、16年のOFW送金額は2000年の4.8倍に拡大しました（図表2）。この結果、国民総所得に占める海外からの賃金等受け取りの割合が18%（2016年）に上り、OFW送金が消費の主要な原資となっています。

このようなOFW送金増大の背景には、国内と海外の双方に要因があります。

国内要因としては、雇用機会の不足を指摘出来ます。80年代の債務危機による経済混乱やマルコス独裁政権崩壊後の政治混乱などから、フィリピンは十分な対内直接投資を取り込むことが出来ず、周辺国に比べて製造業の育成が遅れました。このため、国内に十分な雇用の受け皿が整備されず、多くの国民が出稼ぎ労働者として海外に就労機会を求めたほか、政府も国外での就労を奨励しました。この結果、海外に居住するフィリピン人は13年に1,024万人と、全人口の1割にも達しています。

一方、海外要因としては、以下の二つが挙げられます。第1に、中東地域でのOFW需要の増加があります。2000年代の原油価格の上昇により、中東産油国には世界中からばく大な資金が流入したた

図表1 GDPに占める消費の比率
(実質ベース)



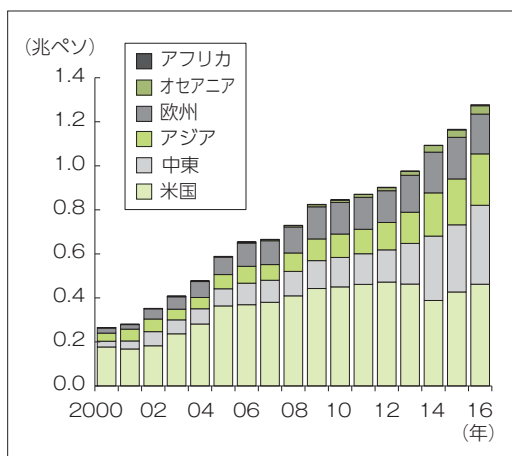
(資料) 国際連合「National Accounts Main Aggregates Database」を基に日本総合研究所作成

め、建設ラッシュと所得水準の大幅な上昇が起こり、建設作業員やメイドへの需要が高まりました。

第2に、インドネシア人メイドの中東向け派遣禁止に伴う代替需要です。インドネシア政府は、海外で就労するインドネシア人メイドの劣悪な労働環境を問題視して15年5月に中東地域などに対するインドネシア人メイドの派遣を禁止し、その結果、フィリピン人メイドへの需要が増加しました。

ちなみに、ペソ安も押し上げに寄与しました。ペソの名目実効為替レートは、フィリピンの脆弱な経済構造とリーマン・ショックに伴う世界的なリスク回避の動きなどから、2000年から11年にかけて16%減価し、この結果、ペソ建てでみたOFW送金は減価分だけ押し上げられました。

図表2 地域別OFW送金



(資料) フィリピン中央銀行「Overseas Filipino's Remittances」、Bloomberg L.P.を基に日本総合研究所作成

限界を迎える海外送金依存

もつとも、今後はOFW送金に依存した成長を続けていくのは難しくなっていくと見込まれます。

国内要因に限ってみれば、生産年齢人口が2080年頃まで増加することや、国内で就労するよりも海外で就労した方が高い所得を得られるため、OFWの供給力には余裕があると考えられます。

しかし、海外のOFW需要は頭打ちに向かうと予想されます。まず、原油価格が13年から下落に転じ、中東地域の景気は大幅に悪化しました。当面、米国でのシェールオイル生産の拡大を受け、原油価格が高騰する可能性は低く、中東地域からのOFW需要は鈍化が見込まれます。実際、中東向けの15年の新規派遣労働者数の伸びは12年の半分以下へ落ち込みました。結果的にこれを補った、インドネシア人メイドの代替需要も、永続的な拡大は期待出来ません。

さらには、米国をはじめ、先進国の成長力が鈍化するなかで、先進国からの送金もこれまでのようなペースで増加することは見込みにくくなっています。

以上を踏まえると、フィリピンのこれまでの成長モデルは、限界に近づいていると判断されます。

フィリピン経済がさらなる飛躍を遂げるには、国内で雇用機会と十分な所得を生み出すとともに、内外からの投資を喚起することによって、消費と投資の両輪で成長していく新たな成長モデルを構築する必要があり、経済構造の改革へ向けたさらなる取り組みが期待されます。

(塚田)

■ 成長するベトナム小売市場と日系企業の事業機会

日系企業のベトナム進出は90年代後半頃より本格化しました。当初は、かつての社会主義体制下での経済成長停滞に起因する安価な労働コストや電子部品産業が集積する中国華南地区との地理的接近性といった特性から、ベトナムは主としてアパレルや生活家電等の生産・輸出拠点として位置付けられました。その後は、安定した経済成長を背景とする中間所得層の台頭などにより、小売市場が急速に拡大をみせてきており、ここにきて消費地としてのベトナムに注目が集まっています。

小売市場の潜在成長力に対する期待

政府公表による2016年のベトナム小売り販売額は2,668兆ドン(約13兆円)と、依然日本の約10分の1の規模にとどまります。しかしながら、ASEAN第3位となる約9,460万の人口を抱え今後もさらなる人口増が予想されていること、パパママストア等の伝統的小売り業態「トライショナルトレード (TT)」がいまだに日用消費財販売の約8割を占めるとされ、コンビニエンスストア (CVS) やスーパーマーケット (SM) など近代小売り業態「モダントレード (MT)」の普及余地が大きいこと等、ベトナム小売市場の潜在成長力には大きな期待が寄せられています。

もともとベトナムでは地場小売業者と90年代後半～00年代初頭に先駆けた進出した欧州系企業が中心的存在でしたが、WTO加盟を契機とする外資規制の緩和もあって、00年代中頃から内資・外資を問わず業界への新規参入が積極化

してきた経緯があります。

相次ぐ新規参入と競争環境の変化

最近では、タイの財閥系企業が欧州系小売業者のベトナム事業を買収する格好で本格参入する事例や、異業種の地場資本が中堅規模の地場小売業者を相次いで傘下に収めつつ店舗網を急拡大させる事例もみられます。また、相次ぐ新規参入に並行して業界再編の動きも活発化しているため、ここ数年で業界の勢力図が変化していく可能性もあります。

こうしたなか、ベトナムの小売市場は近隣国対比でいまだ大手による寡占が進んでいないこともあって、いち早く競争優位を築くべく各社とも意欲的な出店計画を打ち出しています。もっとも、これら事業者のコア顧客層は中間所得層であり、当面はホーチミン市やハノイ市といった相対的に購買力の高い地域に出店が集中することから、顧客獲得や用地取得、および高い専門性を有する人材確保を巡る競争は激しさを増していく見通しです。

また、ベトナムでは今のところEコマース (EC) の市場規模は大きくありませんが、スマートフォンやSNS (ソーシャル・ネットワーク・サービス) の普及などを背景にECの需要は拡大しており、小売業者では中期的にEC市場が一気に台頭する場合の備えも求められつつあります。

日系小売業者の進出と差別化戦略

日系小売業者のベトナム進出はCVSやSMといった総合小売り業態を中心に、

00年代後半から本格化してきました。これまで日系小売業者は店舗設計や売り場づくりへのこだわり、食の安全・安心に訴求する商品展開・衛生管理といった日系企業としての強みに加え、共働き世帯の多さや屋台食の慣習といった現地消費者のニーズに応じた商品・店舗フォーマットの開発を通じて競争力向上を図ってきました。しかしながら、競争環境の変化とともに、PB（プライベート・ブランド）など独自性のある商品戦略や、EC需要の取り込みといった新規分野における差別化が求められつつあります。

こうしたなか、足元ではPB商品の企画・開発を現地化する動きや、日本の生産技術を用いて現地栽培した農産品の取り扱い開始、あるいは政府系機関と共同での日本製品の企画販売といった取り組み事例が出てきています。さらに、顧客利便性向上に向けた商品宅配サービスや、実店舗と並行したECサイトでの販売など、刻々と変化する競争環境に対応して様々なマーケティング施策を進めています。

関連・周辺産業に波及する事業機会

また、ベトナム小売市場の発展によって、関連・周辺産業に様々な事業機会が波及しています。

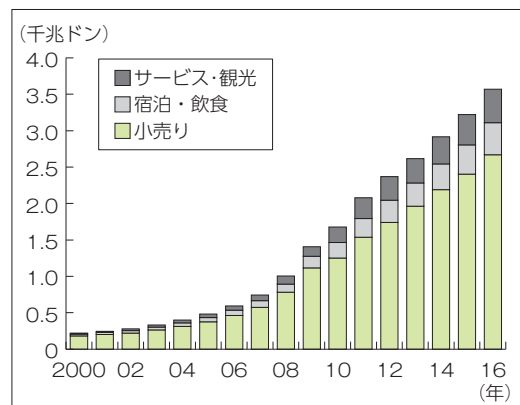
具体的には、卸売業や物流業では物量増に伴う輸送需要の拡大に加え、生鮮食品や冷凍・冷蔵食品など付加価値の高い物流サービスに対する需要の高まりが見込まれており、すでに日系物流企業が4温度帯物流の提供を開始するといった動きも出てきています。

日用消費財等メーカーの視点では、店舗面積が小さく確実な売り上げが見込める定番商品を好む傾向が強いTTに新たに棚を獲得するのは容易ではありませんが、売り場面積が大きく豊富な品揃えが可能なMTが成長するにつれ、メーカーにとって新たな販路開拓につながると期待されています。

一方、ベトナムの物流網は現状メーカーが各自で構築している格好で、物流・商流の集約が進んでおらず、小売業者では販売拡大に際する物流・商流管理業務負担の増加に人海戦術で対応している状況にあります。今後、さらなる店舗網拡大や賃金上昇を背景に、小売業者のサプライチェーンマネジメント合理化ニーズは一段と高まるとみられ、物流センター整備を通じた効率的な物流網構築や、仕入れ・販売における資金決済の効率化等の分野にも事業機会が拡大する可能性もあり、今後の動向が注目されます。

（衣川）

図表 ベトナム小売市場規模の推移



（資料）ベトナム統計総局資料を基に弊行作成
（注）1,000ドン＝4.93円（2017年10月16日）

データ アイ 転換点を迎えるユーロ圏の金融政策

ユーロ圏では、ECBの金融政策が転換点を迎えています。

10月26日のECB理事会では、2018年1月より、国債などの資産買い入れ規模を、月当たり600億ユーロから300億ユーロに減額したうえで、9カ月間延長することが決定されました。ECBは、17年4月にも買い入れ規模を800億ユーロから600億ユーロに減額しているものの、今回の決定を受けて18年末にも資産買い入れが終了するとの見方が強まっており、15年から始まった量的緩和政策は着実に出口に向かっているといえます。

ECBの金融政策が正常化に向かいつつある背景には、デフレリスクの後退が指摘出来ます。

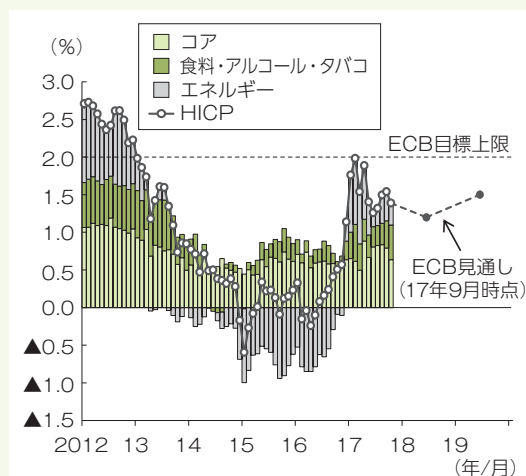
ECBが資産買い入れという非伝統的金融政策に踏み切った背景には、実体経済の急速な悪化がありました。

ユーロ圏では、2008年のリーマン・ショックに続いて、10年にはギリシャの財政問題に端を発する欧州債務危機が発生し、成長ペースが大きく落ち込みました。こうした最終需要の減少に加えて、14年半ば以降の原油価格の下落もあり、ユーロ圏のインフレ率は大きく低下しました（図表1）。

その後、大規模な金融緩和効果などにより、雇用環境が改善したほか、ユーロ圏の進行や新興国・資源国景気の持ち直しを受けた輸出の拡大も追い風となり、ユーロ圏景気は回復に転じました。こうした需要拡大に加え、16年春の原油価格の底入れもあり、足元でインフレ期待にも持ち直しの動きがうかがえます。市場参加者の物価見通しを示すインフレスワップレートは、16年半ばを底に持ち直しに転じたほか、家計の物価見通しも16年後半以降急上昇しています（図表2）。

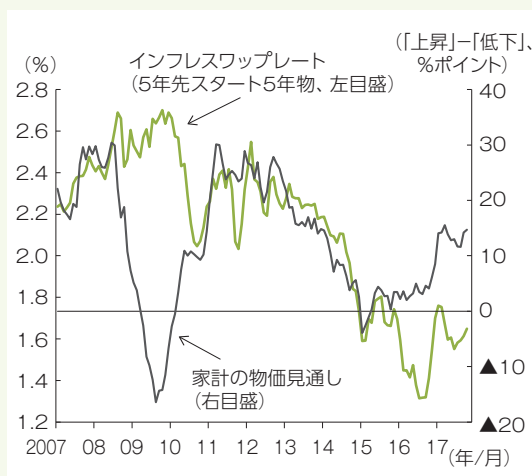
大規模かつ長期にわたる金融緩和を必要以上に行う

図表1 ユーロ圏の消費者物価（前年比）



（資料）Eurostat、ECBを基に日本総合研究所作成

図表2 ユーロ圏のインフレ期待



（資料）DG ECFIN "Business & Consumer Survey", Bloomberg L.P.

と、資産バブルなどの副作用を招きかねません。大規模な金融緩和のプラス面・マイナス面を総合的に勘案した結果、ECBは出口戦略に着手したものと考えられます。

もっとも、金融政策の正常化にあたっては、ユーロ高と域内格差への対応が課題となります。

一般的に、金融政策の正常化により金利が上昇すると、通貨高圧力が強まります。実際に、今年6月にドラギ総裁が「デフレ圧力はリフレの力に置き換わった」などと発言したことが、金融政策方針の転換と捉えられ、ユーロ高が加速する局面がありました（図表3）。過度なユーロ高は、足元で景気のけん引役とな

っている輸出の重しとなるほか、輸入物価の下落を招き、ECBが目標としている2%のインフレ率の達成を困難にしかねません。

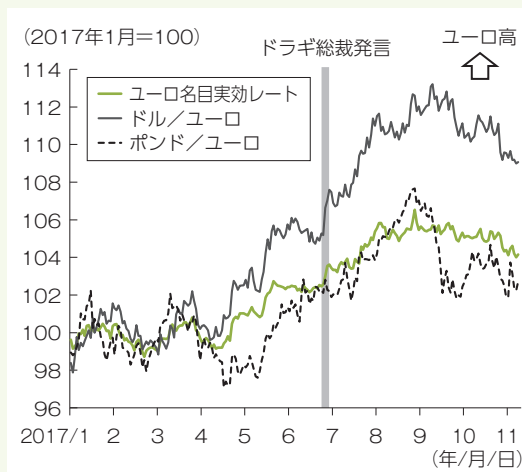
また、ユーロ圏では、依然として国ごとの景気回復度合いに格差が残っています。失業率をみると、ドイツでは37年ぶりの低水準にあるほか、スペインでも2009年初め以来の水準まで低下している一方、フランスやイタリアでは依然として12年ごろの水準で高止まりしています（図表4）。このように域内格差が大きい状況下で、ユーロ圏全体に影響を及ぼす金融政策の修正を急ぐと、一部の国には引き締めの影響が大きく現れ、ようやく実現した景気回復の動きを腰折

れさせる恐れがあります。

こうした点を踏まえると、ECBは金融政策の正常化を慎重に進めざるを得ません。

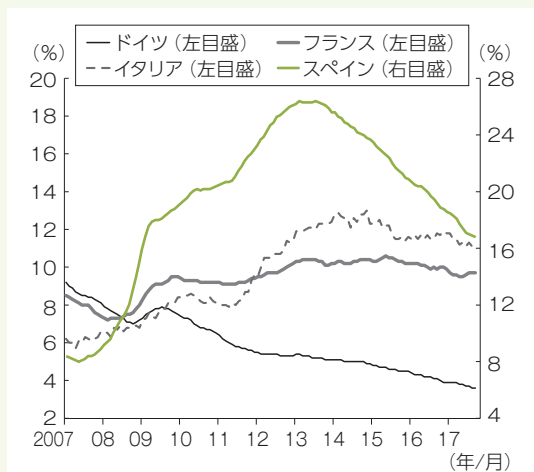
ECBは、物価や失業率、賃金の伸びなどを見極めながら、2018年中には資産買い入れを終了させるとみられます。もっとも、本格的な金融引き締めの開始を意味する利上げの再開には、賃金上昇が明確化して、物価目標達成へのめどが立つ必要があります。ECBの物価見通しが19年にかけて前年比+1%台半ばと目標を下回る水準にとどまることも踏まえると（前掲図表1）、利上げは19年半ば以降に持ち越される可能性が大きいとみられます。（橘高）

図表3 ユーロ相場



（資料）ECB、Bloomberg L.P.

図表4 ユーロ圏主要国の失業率



（資料）Eurostat

KEY INDICATORS

(2017年11月15日現在)

● 日 本 ●

(%)

	2016年度	2017年		2017年			
		4～6	7～9	7月	8月	9月	10月
鉱工業生産指数	(1.1)	〈2.1〉 (5.8)	〈0.4〉 (4.2)	〈▲0.8〉 (4.7)	〈2.0〉 (5.3)	〈▲1.0〉 (2.6)	
鉱工業出荷指数	(0.8)	〈1.5〉 (5.2)	〈0.4〉 (3.7)	〈▲0.7〉 (4.1)	〈1.8〉 (5.8)	〈▲2.5〉 (1.5)	
鉱工業在庫指数 (末)	(▲4.0)	〈▲0.5〉 (▲2.9)	〈▲1.6〉 (▲2.4)	〈▲1.1〉 (▲2.3)	〈▲0.6〉 (▲2.9)	〈0.0〉 (▲2.4)	
生産者製品在庫率指数	(▲1.7)	〈0.9〉 (▲3.0)	〈▲1.6〉 (▲3.1)	〈2.6〉 (▲2.4)	〈▲4.1〉 (▲4.1)	〈1.6〉 (▲2.8)	
稼働率指数 (2010年=100)	98.6	101.9	101.8	100.1	103.4	101.8	
第3次産業活動指数	(0.4)	〈1.1〉 (1.2)	〈▲0.1〉 (0.8)	〈0.1〉 (1.0)	〈▲0.1〉 (0.6)	〈▲0.2〉 (0.6)	
全産業活動指数 (除く農林水産業)	(0.6)	〈1.6〉 (2.5)		〈▲0.1〉 (2.0)	〈0.1〉 (1.7)		
機械受注 (船舶・電力を除く民需)	(0.5)	〈▲4.7〉 (▲1.0)	〈4.7〉 (▲2.5)	〈8.0〉 (▲7.5)	〈3.4〉 (4.4)	〈▲8.1〉 (▲3.5)	
建設工事受注 (民間)	(5.1)	(▲7.0)	(5.0)	(8.4)	(▲3.2)	(8.0)	
公共工事請負金額	(4.1)	(2.6)	(▲7.9)	(▲5.4)	(▲7.9)	(▲10.4)	(3.9)
新設住宅着工戸数 (年率、万戸)	97.4 (5.8)	100.2 (1.1)	95.6 (▲2.4)	97.4 (▲2.3)	94.2 (▲2.0)	95.2 (▲2.9)	
百貨店売上高 全国	(▲2.8)	(0.7)	(1.4)	(▲1.4)	(2.0)	(4.4)	
チェーンストア売上高 東京	(▲2.3)	(▲0.2)	(2.1)	(▲0.9)	(3.6)	(4.6)	
完全失業率	3.0	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8	
有効求人倍率	1.39	1.49	1.52	1.52	1.52	1.52	
現金給与総額 (5人以上)	(0.4)	(0.5)	(0.2)	(▲0.6)	(0.7)	(0.9)	
所定外労働時間 (〃)	(▲0.7)	(0.9)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	
常用雇用 (〃)	(2.2)	(2.6)	(2.6)	(2.7)	(2.5)	(2.7)	
M2 (平残)	(3.6)	(3.9)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)	(4.1)
広義流動性 (平残)	(1.8)	(2.8)	(3.7)	(3.5)	(3.7)	(3.8)	(4.0)
経常収支 (兆円)	20.38	4.56	6.97	2.32	2.38	2.27	
前年差	2.52	▲0.01	1.20	0.38	0.41	0.41	
貿易収支 (兆円)	5.77	0.95	1.74	0.57	0.32	0.85	
前年差	5.44	▲0.53	0.25	▲0.03	0.10	0.19	
消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(▲0.2)	(0.4)	(0.6)	(0.5)	(0.7)	(0.7)	

(%)

	2016年度	2016年			2017年		
		4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9
業況判断DI 大企業・製造		6	6	10	12	17	22
非製造		19	18	18	20	23	23
中小企業・製造	▲5	▲3	1	5	7	10	
非製造	0	1	2	4	7	8	
売上高 (法人企業統計)		(▲3.5)	(▲1.5)	(2.0)	(5.6)	(6.7)	
経常利益		(▲10.0)	(11.5)	(16.9)	(26.6)	(22.6)	
実質GDP		〈0.5〉	〈0.2〉	〈0.4〉	〈0.3〉	〈0.6〉	〈0.3〉
(2011年連鎖価格)	(1.3)	(0.9)	(1.0)	(1.6)	(1.5)	(1.4)	(1.7)
名目GDP		〈0.1〉	〈0.0〉	〈0.5〉	〈▲0.0〉	〈0.6〉	〈0.6〉
	(1.1)	(1.3)	(0.9)	(1.6)	(0.7)	(1.0)	(1.7)

注：〈 〉内は季節調整済み前期比、()内は前年 (同期 (月)) 比。

● 米 国 ●

	2016年	2017年			2017年		
		1～3	4～6	7～9	8月	9月	10月
鉱工業生産	(▲1.2)	〈0.4〉 (0.6)	〈1.4〉 (2.1)	〈▲0.4〉 (1.5)	〈▲0.7〉 (1.2)	〈0.3〉 (1.6)	
設備稼働率	75.7	75.8	76.6	76.1	75.8	76.0	
小売売上高	(3.0)	〈1.1〉 (5.1)	〈0.3〉 (3.9)	〈1.0〉 (4.0)	〈▲0.1〉 (3.5)	〈1.9〉 (4.8)	〈0.2〉 (4.6)
失業率 (除く軍人、%)	4.9	4.7	4.4	4.3	4.4	4.2	4.1
非農業就業者数 (千人) (前期差、前月差)	2,493	545	485	471	208	18	261
消費者物価指数	(1.3)	〈0.8〉 (2.5)	〈▲0.1〉 (1.9)	〈0.5〉 (2.0)	〈0.4〉 (1.9)	〈0.5〉 (2.2)	〈0.1〉 (2.0)

	2016年	2016年			2017年		
		4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9
実質GDP (連鎖ウェイト方式)	(1.5)	{2.2} (1.2)	{2.8} (1.5)	{1.8} (1.8)	{1.2} (2.0)	{3.1} (2.2)	{3.0} (2.3)
経常収支 (億ドル、年率) 名目GDP比	▲4,517 ▲2.4	▲4,328 ▲2.3	▲4,411 ▲2.4	▲4,560 ▲2.4	▲4,541 ▲2.4	▲4,925 ▲2.6	

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	2.8	0.7	2.4	1.9	2.9	5.0	4.9	6.1	6.9
2016年	2.8	1.5	2.0	2.0	3.2	4.2	5.0	6.9	6.7
2016年4～6月	3.4	1.1	1.8	1.9	3.6	4.0	5.2	7.1	6.7
7～9月	2.6	2.1	2.0	1.2	3.2	4.3	5.0	7.1	6.7
10～12月	2.4	2.8	3.2	2.9	3.0	4.5	4.9	6.6	6.8
2017年1～3月	2.9	2.7	4.3	2.5	3.3	5.6	5.0	6.4	6.9
4～6月	2.7	2.1	3.9	2.9	3.7	5.8	5.0	6.5	6.9
7～9月	3.6	3.1	3.6	4.6			5.1		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	49,815	11,657	23,158	7,671	▲12,240	593,904
2016年	89,233	49,753	▲54,421	46,192	21,190	21,266	9,421	▲26,702	509,705
2016年8月	5,021	3,994	▲4,138	3,785	2,097	2,144	369	▲2,130	50,097
9月	6,858	4,377	▲5,119	5,098	2,620	1,879	1,282	▲2,020	40,430
10月	6,933	4,428	▲4,799	4,128	252	2,368	1,235	▲2,224	48,165
11月	8,068	4,309	▲4,390	3,124	1,609	2,107	834	▲2,491	43,084
12月	6,765	4,859	▲5,862	3,377	1,003	2,013	1,046	▲2,468	39,626
2017年1月	2,684	3,498	▲1,592	2,568	826	1,064	1,433	▲2,469	49,460
2月	6,988	3,342	▲7,252	4,463	1,610	1,967	1,260	▲1,768	▲10,390
3月	6,073	3,947	▲5,443	4,334	1,617	1,217	1,395	▲2,297	22,870
4月	12,867	2,777	▲4,391	4,218	57	1,966	1,334	▲1,754	36,700
5月	5,600	3,447	▲4,578	3,444	944	1,278	578	▲2,737	40,290
6月	10,692	5,813	▲6,191	4,277	1,917	2,313	1,664	▲1,992	41,990
7月	10,268	5,377	▲3,791	4,174	▲188	1,874	▲274	▲1,617	45,630
8月	6,625	5,714	▲4,542	4,138	2,090	2,338	1,720	▲2,393	41,410
9月	13,422	6,688	▲5,722	4,038	3,358	2,044	1,761	▲1,915	28,630
10月	7,327	5,200							38,174



マンスリー・レビュー 2017年12月号

発行日 2017年12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