

マンスリー・レビュー

2018.3



CONTENTS

視点	人民元の国際化に不可欠な中国の金融システム改革 日本総合研究所 調査部 清水 聡 …	1
経済トピックス	拡大するわが国の資本財輸出 日本総合研究所 調査部 石田宏一 …	2
社会トピックス①	米国の法人税改革とその影響 日本総合研究所 調査部 立岡健二郎 …	4
社会トピックス②	企業間に広がるオープンイノベーションの取り組み 日本総合研究所 調査部 藤田哲雄 …	6
アジアトピックス	「中所得国の罣」の回避に向け産業高度化を進めるタイ 日本総合研究所 調査部 熊谷章太郎 …	8
データアイ	急拡大する訪日外国人 日本総合研究所 調査部 森村秀樹 …	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。

人民元の国際化に不可欠な中国の金融システム改革

リーマン・ショック以降に中国政府が推進してきた人民元の国際化政策は、2015年半ばまでは順調に進みました。国際化が進展した背景には、人民元の対ドルレートが増価が続き、海外の貿易業者や投資家の間で人民元の保有意欲が高まったことがあります。同年末、人民元は国際通貨基金のSDR（特別引き出し権）の構成通貨（従来は米ドル・ユーロ・日本円・英ポンドの4通貨）に新たに加わることになりました。

しかしその後、米国の利上げや中国からの資本流出の拡大などによって人民元が減価に転じたことに伴い、国際化は大きく後退しました。中国の貿易決済に占める人民元建ての比率は、ピークとなった2015年8月の34.1%から2017年7～9月には10.6%に低下しています。また、香港市場の人民元建て預金残高は、2014年末の約1兆元から2017年9月には5,355億元に減少しました。

資本流出の拡大や人民元の減価に対処するため、2016年半ば以降、中国当局は対外直接投資の監視を強化するなど、資本流出に対する多様な規制強化を実施しました。また、2017年5月には人民元レートの日々の基準値設定に際して「反循環的調整要因」を考慮するという政策変更を行い、事実上人民元の減価を阻止する姿勢を強めました。これらの対策の結果、資本流出は大幅に減少し、人民元レートや外貨準備も落ち着きを取り戻しました。しかし、資本流出圧力は根強いとみられ、流出規制の緩和には慎重な見極めが必要であると考えられます。こうした状況を抜本的に改善するには、金融システム改革を中心に構造改革を加速させ、中国の経済・金融に対する内外投資家の信認を得ることが求められます。

構造改革によって市場ルールに基づいた金融システムを構築することは、人民元の国際化やその前提となる資本取引の自由化を実現するためにも不可欠です。中国には政府・国有企業・国有銀行の間の密接な結びつきが残っており、政策的な意図に基づく銀行融資が市場水準よりも低い金利で行われるなどしています。こうした状況は「金融抑圧」と呼ばれ、預金金利も低く抑えられているため、高利回りを求める個人の運用ニーズに応える理財商品が拡大した原因にもなっています。

さらに、例えば「国有企業の借り入れであれば最終的には政府が保証するであろう」といったいわゆる「暗黙の保証」を前提とした取引が金融システムの随所に存在し、リスクの過小評価や過度の信用拡大をもたらしています。「暗黙の保証」は既存の社会・経済システムに根付いたものであり、早急に解消することは難しいものの、金融リスクの拡大に対処するためには避けて通れない課題であるといえます。

粘り強い改革によって「金融抑圧」や「暗黙の保証」の解消が実現すれば、中国経済の一層の発展や人民元の国際化の進展をもたらすことになるでしょう。（清水）

■ 拡大するわが国の資本財輸出

過去5年超にわたるわが国経済の回復は、輸出がけん引役の一つになっています。とりわけ、輸出全体の約2割を占める資本財の輸出が好調です。財務省の貿易統計によると、資本財の輸出額は2017年に前年比+14.7%も増加しました。こうした資本財輸出の増加は、機械メーカーの収益・稼働率の改善を通じて、国内の設備投資も誘発しています。そこで以下では、資本財輸出が拡大している背景を整理したうえで、好調の持続性について検討しました。

資本財輸出増加の背景

資本財輸出の内訳をみると、増加の背景として、以下の3点が指摘出来ます。

第1に、世界的な半導体需要の拡大です。2017年の資本財輸出は2兆円増加しましたが、このうち3割は半導体製造装置によるものです（図表1）。地域別にみると、中国を含むアジア向けが伸びの大半を占めています。アジア諸国はIT製品の供給拠点としての役割を担っているため、世界的なIT需要の高まりが半導体製造装置の需要拡大につながったと考えられます。

具体的には、様々な新技術の台頭が起爆剤になっています。例えば、スマートフォンでは、高性能化により1台あたりの半導体搭載数が急増しています。また、クラウド化やビッグデータの活用に伴いサーバー需要も急増しています。さらに、IoT（モノのインターネット）、AI（人工知能）、自動運転などへの取り組みが拡大していることにより、半導体需要の裾野が従来以上に広がっています。

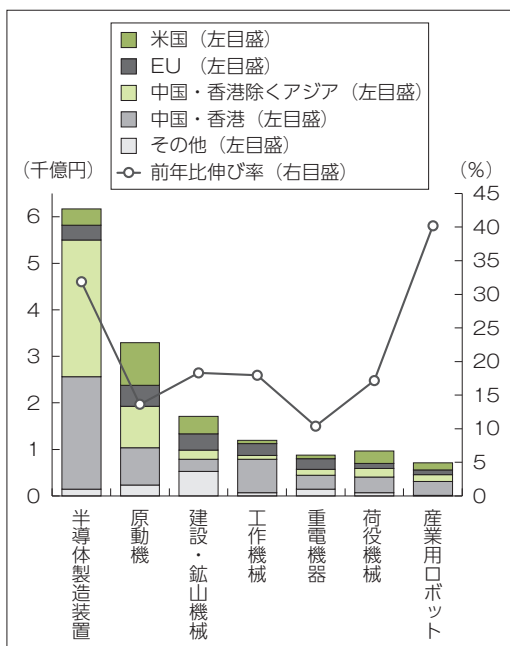
第2に、製造業の投資マインドが回復

したことです。半導体製造装置に次いで輸出が増えている資本財は、原動機、工作機械、荷役機械など、主に鉱工業生産に関連する機械になっています。こうした動きから、世界的に製造業の生産活動が活発化していることが示唆されます。

この背景として、世界的なスロートレードの動きが一巡したことが挙げられます。2010年代入り後、世界の貿易取引量の伸びは経済成長率を下回る推移が長らく続きましたが、足元では再び成長率を上回るようになりました。こうした輸出入活動の持ち直しが、内外の製造業の設備投資を活発化させていると考えられます。

第3に、生産設備の高度化です。産業用ロボットは、資本財に占めるシェアは

図表1 品目別の輸出金額
(2017年の前年差)



(資料) 財務省「貿易統計」を基に日本総合研究所作成

小さいものの、2017年の伸び率は品目別で最も高くなっています。この背景には、世界的な人手不足や、新興国での人件費高騰に伴い、自動化・省力化ニーズが高まっていることがあります。また、中国をはじめとする新興国では、自国産業強化の観点から、製品や製造プロセスの高度化にも取り組んでおり、その手段として、わが国が強みを有する高性能な産業用ロボットなどが活用されています。

投資需要は底堅く拡大

先行きを展望しても、以下の諸点を勘案すると、わが国の資本財輸出は引き続き増加が期待出来ます。

第1に、多くの分野で新技術がさらに浸透していくことです。IoTやAI、自動運転などの先進技術を活用する取り組みはまだ初期段階であり、今後、普及が本格化していくとみられます。このほかにも、次世代高速通信、スマート家電、電気自動車など、様々な分野でIT需要が高まっていくと期待されます。

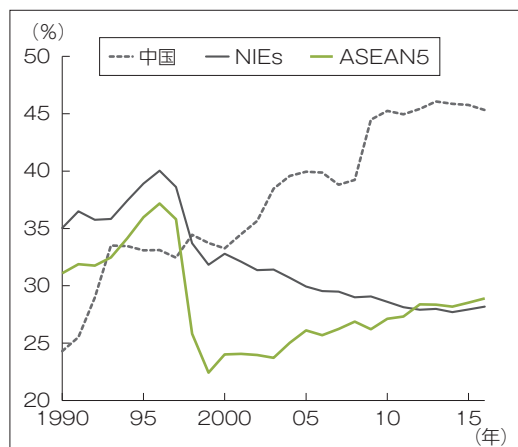
第2に、労働生産性の改善に向けた動きが喫緊の課題となっていることです。世界金融危機以降に世界経済の低成長が続いたのは、労働生産性の低下が一因といわれています。とりわけ、設備投資スタンスの慎重化により、労働者一人あたりの資本ストックである資本装備率が低下したことが大きな問題点として指摘されてきました。しかしながら、世界的に企業収益の回復が明確化する一方、とりわけ先進国では人手不足が顕著になっていることから、キャッシュフローの増加に伴い、生産性向上のための設備投資が

活発化することが期待されます。

第3に、アジア地域における旺盛な投資需要です。今般の世界的な投資回復局面はまだ初期段階であり、投資循環の観点からも当面は拡大が続くと予想されます。とりわけ、今後も高成長が期待出来るASEANを中心とするアジア諸国は、GDPに占める設備投資の割合が比較的低位にある国が多いことから、今後の投資拡大余地は大きいと判断されます（図表2）。

一方で、資本財輸出への下振れ圧力が強まるリスクも考えられます。とりわけ過剰設備問題を抱えている中国で、政府が設備投資の抑制に乗り出していることが懸念材料です。世界第2位の経済規模を持つ中国の投資比率は40%超と高い水準にあるため、これを顕著に引き下げる場合、わが国にも少なからぬ影響が及ぶことになります。中国企業の投資マインドや政府の経済政策運営には細心の注意が必要といえましょう。（石田）

図表2 実質GDPに占める固定資本形成の比率



（資料）国連データを基に日本総合研究所作成

■ 米国の法人税改革とその影響

2016年秋の米国大統領選で経済成長と雇用創出などを掲げて当選したトランプ大統領は、昨年末の12月22日、レーガン政権以来約30年振りとなる抜本的な税制改革法案に署名し、同法案が成立しました。その柱となるのは、2018～27年度の10年間で1.46兆ドル（約170兆円相当）規模に上るとされる大幅減税です。法人向け（同0.65兆ドル規模）では税率の引き下げ（35%→21%）や設備投資の即時償却、個人向け（同1.13兆ドル規模）では所得税の最高税率の引き下げ、標準控除額の引き上げなどが並んでいます。

本稿では、今回の税制改革のうち、トランプ政権の目玉政策とされる法人減税に焦点を絞り、それが米国に及ぼす影響を整理したうえで、わが国をはじめとする諸外国にどのような意味を持つのかについて考えてみました。

目先の設備投資は加速

トランプ大統領は大統領選挙中から、国外移転が進む製造業などの国内回帰を促し、米国内の雇用を取り戻すと公言しており、今回の大規模な法人減税は、そうした公約をまさに実行するものでした。

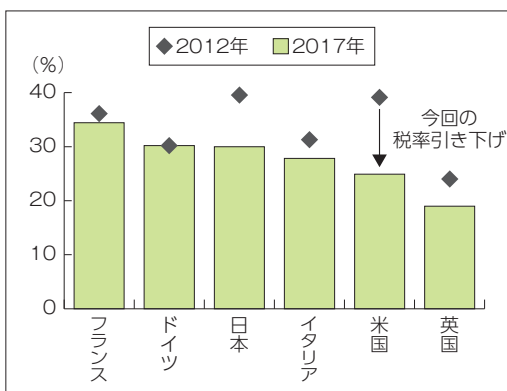
具体的には、法人税率は、21%という主要国のなかでもかなり低い水準（図表1）にまで、一気に引き下げられることになりました。加えて、2022年までの時限措置ながら、設備投資の即時償却も盛り込まれています。これは、投資によって取得した設備の全額を課税所得から控除することを認める措置で、投資コストが下がることになり、2023年からは償却率が段階的に縮小される予定のため、とりわけ目先数年間の設備投資を押

し上げると見込まれます。

このような法人減税は、米国内で活動する企業の税引き後利益を増加させ、株主への配当金、従業員の賃金、顧客に対する商品価格などを通じて還元され、設備投資のほか個人消費を押し上げることが期待されています。さらに、今回の税制改革に魅力を感じた多国籍企業が米国で新たに事業を展開すれば、雇用が創出されることにもなります。

実際、IT大手のアップルが、今後5年間で米国内に総額3,500億ドルの投資を行い20,000人の雇用を創出する、また石油大手のエクソンモービルも、今後5年間で米国内の設備投資額を大幅に積み増し500億ドルとする、などの動きが報じられています。わが国の大手自動車メーカーでも、米国内での工場新設の複数の計画があるほか、今回の減税を受けて連結ベースの業績予想を上方修正する動きもみられています。

図表1 主要国の法人税率の変化
(2012年→2017年)



(資料) OECD.Statの“Tax Database”を基に日本総合研究所作成

- (注) 1. 各国とも中央政府および地方政府を含むベース。米国については今回の税制改正を反映。
2. 英国では税率が2020年に2%引き下げられ、17%になる予定。

財政悪化による金利上昇を懸念

こうした法人減税については、米国内では、税率引き下げなどを評価する声がある一方、中長期的にみれば、減税の費用対効果は必ずしも高くないという見方も少なくありません。連邦準備制度(Fed)による超金融緩和状態が長らく続いたことで、企業の手元流動性はすでにかなり潤沢で、内部留保も積み上がっています。今回の減税で手元流動性がさらに増えたとしても、それがどの程度設備投資に回るのか、景気の押し上げ効果の持続性を疑問視する声もきかれています。

加えて、大幅減税により、米国の財政状況が一段と悪化することが懸念されています(図表2)。議会予算局は税制改正前の段階から、今後、財政赤字が膨らむ

と試算していましたが、今回の減税でこれがさらに拡大し、連邦債務残高(対GDP比)もより一層上昇する見通しです。Fedが金融政策の正常化を進めるなかで、目先の景気上振れに加え、財政事情も悪化するとすれば、米長期金利の上昇基調がさらに加速し、それが景気の腰を折ることもつながりかねません。

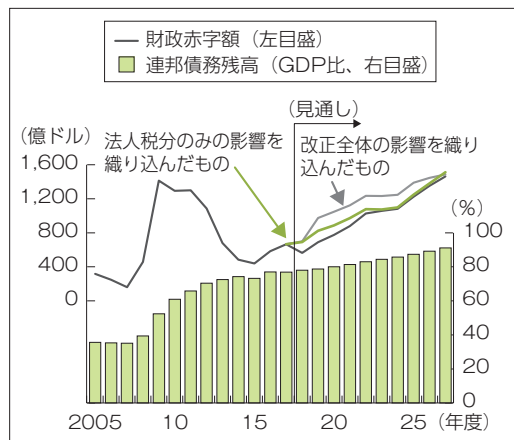
問われる法人税の位置づけ

近年、グローバル化が加速し、企業の立地選択における国境のハードルが下がるなか、わが国を含む各国は、企業活動の活発化による経済成長の押し上げや多国籍企業の誘致などを狙い、競うように法人税率を引き下げてきました(前掲図表1)。今回米国がこうした動きに参戦したとみることも出来、各国間で税率引き下げ競争の過熱も予想される状況です。

しかしながら、法人税率を大きく引き下げたところで、各国がその税収を経済成長による税収増で取り返せるかどうかは定かではありません。その意味で、米国の法人税率引き下げは、わが国を含めた各国に法人税の位置づけについて改めて問いかけるものといえます。

わが国は、先進国のなかで財政状況が最もひっ迫しており、法人税率のさらなる引き下げが容易な状況ではありません。ただし、企業活動に影響を及ぼすのは、法人税だけではなく、当該国の市場規模、事業環境、地理的条件、労働力のコストや質、規制の有無などによっても左右されます。この機に、法人税のみならず、わが国を真に国際競争力の高い国にすべく、総合的な観点から議論を深めていくことが求められているといえます(立岡)

図表2 米国の財政状況の見通し



(資料) Congressional Budget Office, "An Update to the Budget and Economic Outlook: 2017 to 2027" (June 29, 2017), Joint Committee of Taxation "Estimated Budget Effects of the Conference Agreement for H.R.1, The "Tax Cuts And Jobs Act"" (December 18, 2017) を基に日本総合研究所作成

(注) 1. 減税による影響額は、経済成長による増収効果を加味しないベース。
2. 連邦債務残高には、減税の影響は織り込まず。

■ 企業間に広がるオープンイノベーションの取り組み

最近、わが国でのオープンイノベーションの取り組みが、従来の産学連携に加えて企業間にも広がりを見せています。今回はその背景を整理するとともに、今後の課題について考察します。

わが国では産学連携からスタート

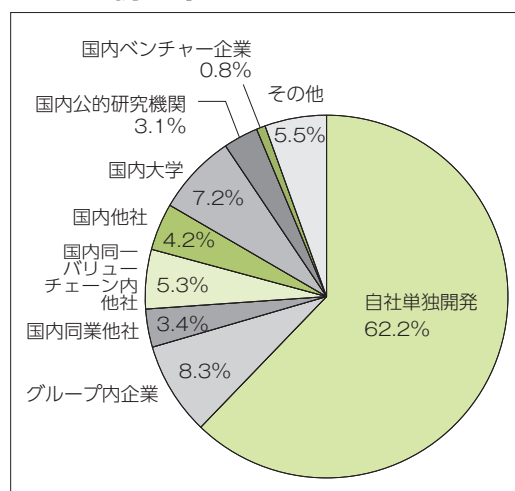
オープンイノベーションとは、2003年に米国で提唱された経営戦略論の概念で、わかりやすくいえば、社外の知識と社内の知識を結合させて、新たな社会的価値や経済的価値を生み出すことを指します。そのメリットは、①事業推進スピードが大幅に向上する可能性があること、②すでに存在する社外資源を利用するためコスト引き下げが可能になること、③社外を含めて最適の資源を探索出来るのでリスクを低減出来ること、などです。他方、デメリットとして、社内の技術や知識が外部に流出する可能性が指

摘されますが、多くの場合は知的財産管理をしっかりと行うことで問題を回避出来ます。

オープンイノベーションは、本来、どのように価値創造を行うかという経営戦略の問題ですが、わが国では研究・開発における技術導入の一手法として理解され、その実践方法として産学連携への取り組みが行われてきました。しかしながら、基本的にわが国企業は自前主義の傾向が強く（図表1）、多くの企業はオープンイノベーションへの取り組みが2015年の段階でも欧米企業に比べてあまり積極的ではありませんでした（図表2）。

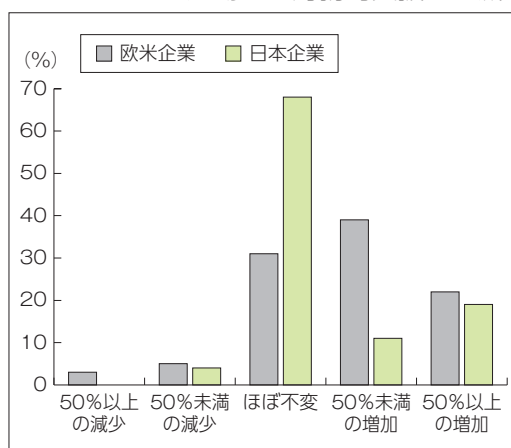
ところが、近年デジタル技術の進展によって、様々な分野で価値創造の方法が変化してくると、わが国の大企業においてベンチャー企業との連携の重要性の認識が高まるようになりました。例えば、スマートフォンの普及に伴う「デジタル

図表1 大企業の研究開発における外部連携の割合



（資料）NEDO「オープンイノベーション白書2016」データを基に日本総合研究所作成

図表2 2年前と比べたオープンイノベーション活動への財務的支援の増減



（資料）米山茂美ら「日米欧企業におけるオープン・イノベーション活動の比較研究」

（注）調査年：欧州企業：2014年12月～15年8月、日本企業：2015年5月～7月

変革」で、モノやサービスが顧客起点で設計されるようになり、顧客に関するデータを分析し、仮説検証を繰り返すことが必要になりました。また、デジタル化で従来の業種の枠を超えて様々なサービスの連携が可能になりました。このような環境変化に自社資源だけで対応することは難しく、大企業にもスピード面で優れるベンチャー企業との協業を模索する動きが出てきました。

このようななか、日本経済団体連合会（経団連）は2015年に大企業、ベンチャー企業、大学、ベンチャーキャピタルが相互に連携するベンチャーエコシステムを提唱しました。また、政府も「日本再興戦略改訂2016年」のなかで、大企業とベンチャー企業の連携促進を掲げ、官民挙げて大企業とベンチャー企業との連携を積極化させようとする機運が生まれました。

最近注目される二つの方法

では、大企業はどのようにベンチャー企業との連携を図っているのでしょうか。様々な方法が存在しますが、最近注目されるものの一つは、大企業が自身で投資する機能を備えて、連携するベンチャー企業に出資する「コーポレートベンチャーキャピタル（CVC）」と呼ばれる方法です。CVCの利点としては、①シナジー効果の追求、②研究開発コストの削減、新規事業立ち上げのリスク低減、③大企業のリソースを利用したベンチャー企業の規模拡大と新たな価値創造、などの効果のほかに、④有望ベンチャー企業への早期コンタクト、⑤社内外へのメッセージ発信機能による情報収集力の向

上、などが期待出来ます。

もう一つは、大企業が主体となってアクセラレーターの機能をベンチャー企業に提供する「コーポレートアクセラレーター」です。アクセラレーターとは、起業間もないベンチャー企業がベンチャーキャピタル等から投資を受けるまで、様々な助言を行う支援組織ですが、ベンチャー企業と大企業の仲介の役割も果たします。コーポレートアクセラレーターにおいては、一般的には募集、書類審査、面接などによって選抜された、数社から十数社のベンチャー企業に対して、大企業から様々なリソースが提供されるほか、メンターとして各種の助言が行われます。

今後の課題

大企業とベンチャー企業の連携においては、大企業側でベンチャー企業の探索ノウハウがないこと、連携する組織体制が整っていないこと、両者が接点を持つ場がほとんどないこと、などが課題として指摘されていました。しかし、ここに来てコーポレートアクセラレーターをはじめとする多様な連携手法がわが国で普及しはじめたことで、指摘されていた課題の多くは克服されつつあります。

もともと、実際の運営においては、細かいノウハウの蓄積が必要であり、当面、大企業とベンチャー企業の連携は、試行錯誤しながら推進していくことになるでしょう。企業においては、オープンイノベーションを通じて不確実性があるなかでも新規事業の創造に取り組み、中長期的に育てていくという確固たる心構えが求められるでしょう。（藤田）

■「中所得国の罠」の回避に向け産業高度化を進めるタイ

タイ経済は、持ち直し傾向が明確化しつつあります。2017年7～9月期の実質GDPは、前年同期比+4.3%と2013年1～3月期以来の高い伸び率となりました。以下では、足元の景気持ち直しの要因を整理したうえで、先行きを展望します。

景気回復の背景

景気持ち直しの背景としては、以下の3点を挙げることが出来ます。

第1に、2010年代前半に集中した景気下押し要因のはく落です。タイでは、2011年に発生した大洪水関連の復興需要の一服や、購入支援策終了に伴う自動車販売の減少などから、2013年入り後から景気減速傾向が続きました。加えて、同年後半からインラック首相（当時）の辞任を要求する政治デモが大規模化したことも、消費・投資マインドの悪化や外国人観光客の減少など通じて景気を一段と下押ししました。とりわけ下押し圧力が集中した2014年1～3月期には、実質GDPが前年同期比▲0.5%と、洪水被害の影響で製造業の生産活動が停滞した2011年10～12月期以来のマイナス成長に陥りました。しかし、2014年5月の軍事クーデター以降は政局が落ち着き、自動車販売の反動減も一巡したことを受けて、成長率は持ち直しに転じました。

第2に、インフレ率の低下です。原油・ガスを中心とした国際資源価格の下落を受けて、消費者物価は2015年から2016年前半にかけて前年比マイナスの伸びが続きました（図表1）。その後も、一時期を除いて中央銀行の物価目標レンジ（前年比+2.5±1.5%）を下回る低い伸び率

で推移しています。こうした低インフレが家計の実質購買力を押し上げ、GDPの約5割を占める個人消費を下支えしました。また、低インフレを背景に中央銀行が政策金利（レポ・レート）を2015年4月にかけて1.5%まで引き下げるなど、緩和的な金融政策運営を行ったことも、耐久財消費や企業の設備投資を押し上げました。

第3に、輸出の増加です。2013年以降、中国をはじめとしたアジア経済の減速の影響を受けて輸出は低迷が続いていましたが、2016年後半以降、世界景気の回復に伴い回復傾向が明確化してきました。国・地域別にみると、中国、ASEAN、米国、日本向けが、財別にみると電気機械、輸送機械、加工食品が、輸出回復のけん引役となっています。

「タイランド4.0」をキーワードに産業高度化への取り組みを本格化

先行きを展望すると、今後も景気の拡大傾向は続くものの、少子高齢化の進展、労働コストの上昇に伴う労働集約的な産業の輸出競争力低下、高水準の家計債務による消費下押し圧力などが足かせとなるため、成長率の大幅な上昇は期待しにくい状況です。タイ経済の潜在成長率は、2000年代前半の5～6%から足元3%程度に低下しているとみられ、新たな経済発展パターンへの転換が遅れることで長期間低成長が続く「中所得国の罠」に陥るリスクも懸念されています。

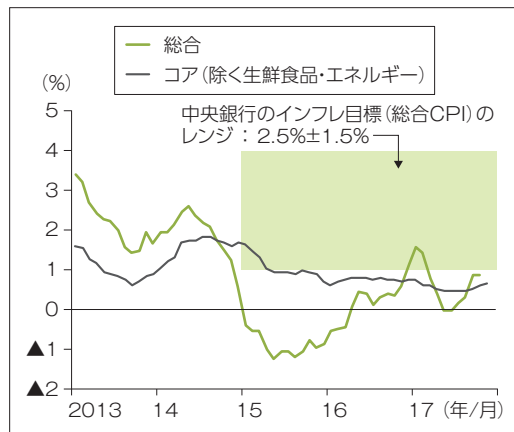
そうした状況を回避するため、タイ政府は、「タイランド4.0」をキーワードに産業高度化政策やそれに必要なインフラ

整備計画を進めています。産業競争力を強化する分野としては、次世代自動車、スマート・エレクトロニクスなどの五つの既存産業、今後育成する分野として、ロボット産業、デジタル産業などの五つの新産業を掲げ、これら10項目からなる次世代産業の育成を目指しています（図表2）。同時に、それらの実現に向けて、「EEC（東部経済回廊）」を経済特区として開発すべく、鉄道・港湾などのインフラ整備やデジタル関連企業の集積拠点である「デジタル・パーク」の建設などを進める計画を打ち出しています。産業高度化を進めるタイにとっては、ASEAN域内での地域統合の進展やカンボジア、ラオス、ミャンマーといった周辺国の高成長も追い風となっています。タイを東南アジアビジネスの拠点として活用する動きが出始めており、今後、産業高度化に向けた取り組みが進展すれば、対内直

接投資も活発化すると予想されます。

ただし、外資誘致を促進するうえで重要な要素である政治の安定性については、今後行われる総選挙の行方を注視する必要があります。政府は、民政移管のための総選挙を本年11月頃に行うことを計画しています。2017年4月に施行された新憲法は、現在の政権が上院を中心に一定の影響力を保持する選挙制度を有しているため、総選挙後も治安や政治の安定が維持されるとみられるものの、農村部の低所得者を主な支持基盤とする「タクシン派」と、都市部の中間層を主な支持基盤とする「反タクシン派」の根源的な対立はいまだに解消されていません。総選挙をきっかけに両派の対立が再燃すれば、再び経済面に悪影響が及ぶリスクも残存しており、総選挙をきっかけとする景気下振れリスクには留意する必要がありますといえましょう。（熊谷）

図表 1 消費者物価（前年比）の推移



（資料）Ministry of Commerce, Bank of Thailand
（注）中央銀行は2015年1月にインフレ目標をコアCPI前年比（0.5～3.0%）から総合CPIの前年比に変更。

図表 2 「タイランド4.0」 実現に向けた
育成業種

競争力を強化する既存産業	
①	次世代自動車
②	スマート・エレクトロニクス
③	医療・健康ツーリズム
④	農業・バイオテクノロジー
⑤	食品製造業
今後育成する新産業	
⑥	ロボット産業
⑦	航空・ロジスティクス
⑧	バイオ燃料・バイオ化学
⑨	デジタル産業
⑩	医療ハブ

（資料）National Economic and Social Development Board

データ アイ 急拡大する訪日外国人

訪日外国人が着実に増加しています。

日本政府観光局の統計によれば、2017年の訪日外国人数は前年比19%増の2,869万人となりました（図表1）。国・地域別に見ると、中国、韓国、台湾、香港が上位に並んでおり、近隣諸国からの訪日者が大半を占めていることが特徴といえます。

訪日外国人が増加した背景には、ビザ要件緩和などの制度要因もありますが、アジア諸国の購買力向上という経済要因が最も寄与しました。これまでわが国への外国人観光客が欧米諸国に比べて少ないことが問題視されてきましたが、これ

は近隣諸国の所得水準が総じて低く、海外旅行を楽しむ余裕がなかったことが一因でした。ところが、アジア諸国の経済発展に伴い、海外旅行に支出を回せるほど所得水準が向上してきました。実際、韓国の例で見ると、一人当たり円建てGDPと訪日者数はおおむね連動して増加してきたことが分かります（図表2）。

今後を展望しても、アジア諸国の一段の所得向上により、訪日者数が増加していくことが期待出来ます。わが国は、地理的観点で見ると、38億の人口を抱えるアジア諸国の中に位置するという優位性があります。政府が目標に掲げる

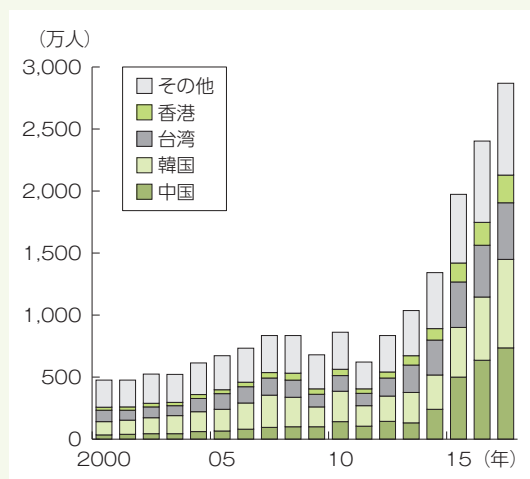
2030年に訪日者数6,000万人という目標も、決して不可能な数字ではありません。とりわけ、14億の人口を持つ中国は、2017年の一人当たり円建てGDPが95万円とまだ拡大余地が大きいとみられ、訪日者数も伸びることが期待出来ます。

もっとも、当面は訪日者数の増勢が鈍る可能性に注意が必要です。

過去5年間の年平均増加率は28%という高いペースでしたが、以下の2点から、このペースを維持するのは困難と考えられます。

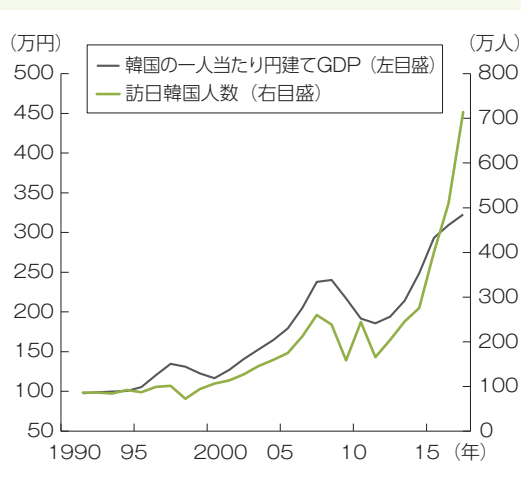
第1は、円安効果はく落するためです。これまでアジア諸国の購買力が急拡大したのは、アジア諸国の

図表1 訪日外国人の推移



（資料）日本政府観光局ホームページより日本総合研究所作成

図表2 韓国の購買力と訪日韓国人数



（資料）日本政府観光局、国際連合、韓国銀行、Datastreamを基に日本総合研究所作成

所得向上だけでなく、円安も大きく寄与しました。実際、過去5年間の各国通貨の対円為替レートをみると、上位5カ国では3割以上円安に振れました（図表3）。日銀による大規模金融緩和策が、訪日外国人の拡大にも結果的に貢献したといえましょう。しかし、すでに円安進行が一巡していることを踏まえると、円安による購買力押し上げ効果は先行き期待出来なくなります。

第2に、NIEsからの訪日者数が上限に達しつつあるためです。各国人口に対する訪日者数の比率をみると、NIEsは他国に比べ際立って高くなっています（図表4）。例えば、香港では30%、台湾では19%、韓国

では14%という高水準です。ここまで訪日率が高まると、さらに上昇する余地は限られてきます。香港、台湾、韓国は2017年の訪日外国人の半分を占めているだけに、この3カ国からの訪日者数が頭打ちになれば、全体の増勢にも大きな影響を及ぼすことになります。

政府は2020年に訪日外国人を4,000万人に増やすという中間目標を掲げていますが、これを達成するには、今後3年間で年12%ずつ増えることが必要になります。以上の減速要因を踏まえると、この目標はややハードルが高いとみることも出来ます。

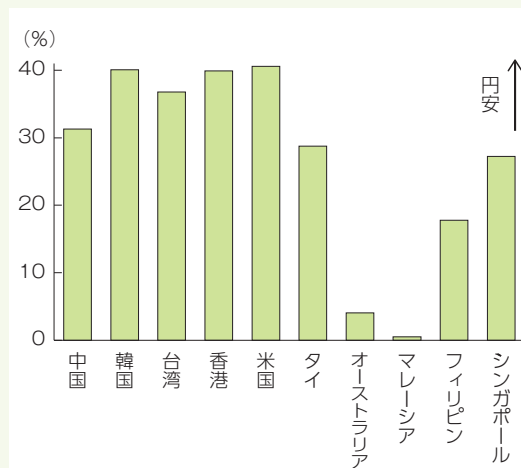
企業のインバウンド需要
対策を考える際にも、

リスクマネジメントが求められます。

これまでみてきたように、長期的には訪日外国人の増加が見込まれますが、当面は増勢にブレーキがかかる可能性に注意が必要です。これまでの急ピッチの増加を前提に拡大路線を進めると、思わぬ落とし穴にはまることになりかねません。例えば、ホテルの新設計画が足元で急増していますが、完成時には予想ほど訪日外国人が増えておらず、需給バランスが崩れる可能性もあります。インバウンド需要を取り込むには、長期的な増加トレンドと短期的な供給過剰リスクを併せ考えながら戦略を練ることが重要といえます。

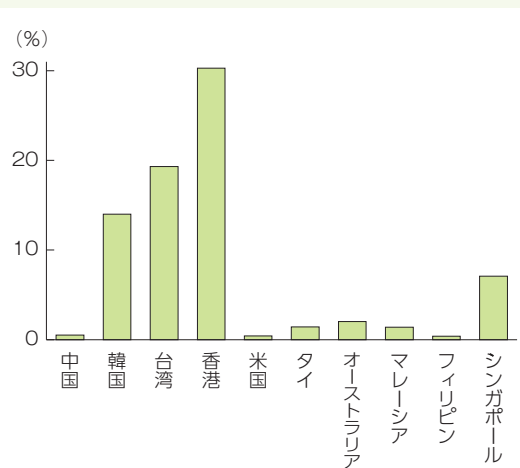
（森村）

図表3 過去5年間の対円為替レート変化率
（訪日者数上位10カ国・地域）



（資料）Datastream を基に日本総合研究所作成
（注）2012年から2017年までの変化率。

図表4 各国人口に対する訪日者数の比率
（訪日者数上位10カ国・地域）



（資料）日本政府観光局、国際連合を基に日本総合研究所作成

KEY INDICATORS

(2018年2月15日現在)

● 日 本 ●

(%)

	2016年度	2017年		2017年			2018年 1月
		7～9	10～12	10月	11月	12月	
鉱工業生産指数	(1.1)	〈0.4〉 (4.2)	〈1.8〉 (4.6)	〈0.5〉 (5.9)	〈0.5〉 (3.6)	〈2.9〉 (4.4)	
鉱工業出荷指数	(0.8)	〈0.4〉 (3.7)	〈1.0〉 (3.0)	〈▲0.4〉 (2.7)	〈2.3〉 (2.3)	〈2.9〉 (4.2)	
鉱工業在庫指数 (末)	(▲4.0)	〈▲1.6〉 (▲2.4)	〈2.1〉 (2.1)	〈3.2〉 (2.0)	〈▲0.8〉 (3.0)	〈▲0.3〉 (2.1)	
生産者製品在庫率指数	(▲1.7)	〈▲1.6〉 (▲3.1)	〈1.1〉 (2.0)	〈3.5〉 (1.8)	〈▲2.7〉 (2.8)	〈▲0.5〉 (1.5)	
稼働率指数 (2010年=100)	98.6	101.8	103.0	102.0	102.0	104.9	
第3次産業活動指数	(0.4)	〈▲0.2〉 (0.7)	〈0.6〉 (1.1)	〈0.1〉 (0.8)	〈1.1〉 (1.6)	〈▲0.2〉 (1.1)	
全産業活動指数 (除く農林水産業)	(0.6)	〈▲0.3〉 (1.5)		〈0.3〉 (1.8)	〈1.0〉 (2.1)		
機械受注 (船舶・電力を除く民需)	(0.5)	〈4.7〉 (▲2.5)	〈▲0.1〉 (0.0)	〈5.0〉 (2.3)	〈5.7〉 (4.1)	〈▲11.9〉 (▲5.0)	
建設工事受注 (民間)	(5.1)	(5.0)	(3.5)	(▲1.8)	(15.6)	(▲1.4)	
公共工事請負金額	(4.1)	(▲7.9)	(1.1)	(3.9)	(5.0)	(▲6.4)	(▲12.8)
新設住宅着工戸数 (年率、万戸)	97.4 (5.8)	95.5 (▲2.4)	94.8 (▲2.5)	94.5 (▲4.8)	96.2 (▲0.4)	93.6 (▲2.1)	
百貨店売上高 全国	(▲2.8)	(1.2)	(▲0.1)	(▲1.8)	(2.2)	(▲0.6)	
チェーンストア売上高 東京	(▲2.3)	(2.1)	(1.5)	(▲0.3)	(3.8)	(0.9)	
完全失業率	3.0	2.8	2.8	2.8	2.7	2.8	
有効求人倍率	1.39	1.52	1.56	1.55	1.56	1.59	
現金給与総額 (5人以上)	(0.4)	(0.2)	(0.6)	(0.2)	(0.9)	(0.7)	
所定外労働時間 (〃)	(▲0.7)	(0.9)	(0.9)	(0.7)	(1.5)	(0.6)	
常用雇用 (〃)	(2.2)	(2.6)	(2.6)	(2.7)	(2.7)	(2.6)	
M2 (平残)	(3.6)	(4.0)	(3.9)	(4.1)	(4.0)	(3.6)	(3.4)
広義流動性 (平残)	(1.8)	(3.7)	(3.8)	(4.1)	(3.9)	(3.4)	(3.2)
経常収支 (兆円)	20.38	7.02	4.32	2.18	1.35	0.80	
前年差	2.52	1.25	0.23	0.63	▲0.08	▲0.32	
貿易収支 (兆円)	5.77	1.74	1.15	0.43	0.18	0.54	
前年差	5.44	0.25	▲0.56	▲0.14	▲0.16	▲0.27	
消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(▲0.2)	(0.6)	(0.9)	(0.8)	(0.9)	(0.9)	

(%)

	2016年度	2016年		2017年			
		7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12
業況判断DI 大企業・製造		6	10	12	17	22	25
非製造		18	18	20	23	23	23
中小企業・製造	▲3	1	5	7	10	15	15
非製造	1	2	4	7	8	9	9
売上高 (法人企業統計)		(▲1.5)	(2.0)	(5.6)	(6.7)	(4.8)	
経常利益		(11.5)	(16.9)	(26.6)	(22.6)	(5.5)	
実質GDP (2011年連鎖価格)	(1.2)	〈0.2〉 (0.9)	〈0.4〉 (1.5)	〈0.3〉 (1.4)	〈0.6〉 (1.5)	〈0.6〉 (1.9)	〈0.1〉 (1.5)
名目GDP	(1.0)	〈▲0.2〉 (0.8)	〈0.4〉 (1.4)	〈0.1〉 (0.6)	〈0.9〉 (1.2)	〈0.6〉 (2.1)	〈▲0.0〉 (1.6)

注：〈 〉内は季節調整済み前期比、()内は前年 (同期 (月)) 比。

● 米 国 ●

	2017年	2017年			2017年		2018年
		4～6	7～9	10～12	11月	12月	1月
鉱工業生産	(2.0)	〈1.4〉 (2.1)	〈▲0.3〉 (1.6)	〈2.0〉 (3.5)	〈0.3〉 (3.8)	〈0.4〉 (3.4)	〈▲0.1〉 (3.7)
設備稼働率	76.5	76.6	76.2	77.5	77.5	77.7	77.5
小売売上高	(4.6)	〈0.3〉 (3.9)	〈1.1〉 (4.1)	〈2.5〉 (5.4)	〈0.8〉 (5.9)	〈0.0〉 (5.2)	〈▲0.3〉 (3.6)
失業率 (除く軍人、%)	4.4	4.3	4.3	4.1	4.1	4.1	4.1
非農業就業者数 (千人) (前期差、前月差)	2,274	473	553	551	216	160	200
消費者物価指数	(2.1)	〈0.0〉 (1.9)	〈0.5〉 (2.0)	〈0.8〉 (2.1)	〈0.3〉 (2.2)	〈0.2〉 (2.1)	〈0.5〉 (2.1)

	2017年	2016年		2017年			
		7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12
実質GDP (連鎖ウェイト方式)	(2.3)	{2.8} (1.5)	{1.8} (1.8)	{1.2} (2.0)	{3.1} (2.2)	{3.2} (2.3)	{2.6} (2.5)
経常収支 (億ドル、年率) 名目GDP比		▲4,411 ▲2.4	▲4,560 ▲2.4	▲4,541 ▲2.4	▲4,976 ▲2.6	▲4,023 ▲2.1	

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
2016年	2.8	1.4	2.0	2.4	3.3	4.2	5.0	6.9	6.7
2017年	3.1	2.9		3.6		5.9	5.1	6.7	6.9
2016年7～9月	2.6	2.0	2.0	1.7	3.2	4.3	5.0	7.1	6.7
10～12月	2.4	2.8	3.2	3.7	3.0	4.5	4.9	6.6	6.8
2017年1～3月	2.9	2.6	4.3	2.5	3.3	5.6	5.0	6.4	6.9
4～6月	2.7	2.3	3.9	2.8	3.8	5.8	5.0	6.7	6.9
7～9月	3.8	3.2	3.6	5.5	4.3	6.2	5.1	7.0	6.8
10～12月	3.0	3.3		3.6		5.9	5.2	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
2016年	89,233	49,753	▲54,421	46,192	21,190	21,266	9,533	▲26,702	509,705
2017年	95,216	57,882	▲61,886	45,564	13,931	22,701	11,836	▲29,786	422,540
2016年11月	8,068	4,309	▲4,390	3,124	1,609	2,107	833	▲2,491	43,084
12月	6,765	4,859	▲5,862	3,377	1,003	2,013	1,050	▲2,468	39,626
2017年1月	2,612	3,498	▲1,592	2,564	826	1,064	1,433	▲2,469	48,863
2月	6,963	3,342	▲7,252	4,462	1,610	1,967	1,260	▲1,768	▲10,969
3月	6,058	3,947	▲5,443	4,331	1,617	1,217	1,395	▲2,297	22,509
4月	12,884	2,777	▲4,391	4,212	57	1,966	1,334	▲1,754	36,314
5月	5,639	3,447	▲4,578	3,438	944	1,278	578	▲2,737	39,828
6月	10,721	5,813	▲6,191	4,270	1,917	2,313	1,664	▲1,992	41,370
7月	10,223	5,377	▲3,791	4,198	▲188	1,874	▲274	▲1,617	45,101
8月	6,556	5,714	▲4,542	4,234	2,090	2,338	1,720	▲2,393	40,691
9月	13,419	6,668	▲5,722	4,036	3,358	2,044	1,779	▲2,077	27,924
10月	6,935	5,199	▲5,632	3,231	214	2,470	1,001	▲2,819	37,238
11月	7,694	5,965	▲5,087	3,253	1,763	2,390	215	▲3,845	38,986
12月	5,511	6,134	▲7,667	3,335	▲278	1,779	▲270	▲4,017	54,685
2018年1月	3,721	2,421							20,340



マンスリー・レビュー 2018年3月号

発行日 2018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