

マンスリー・レビュー

2018.6



三井住友銀行

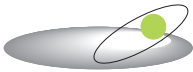
企画
編集 日本総合研究所

CONTENTS

視点	中国の金融リスクをどうみるか 日本総合研究所 調査部 三浦有史 …	1
経済トピックス	世代間の公平性への配慮が欠かせない働き方改革 日本総合研究所 調査部 村瀬拓人 …	2
社会トピックス	民泊ビジネスを巡る最近の動き 日本総合研究所 調査部 高坂晶子 …	4
アジアトピックス	活発化するタイ企業の海外投資 日本総合研究所 調査部 熊谷章太郎 …	6
産業トピックス	生き残りに向けた米国ショッピングモールの新たな動き 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 長尾 拓 …	8
データアイ	懸念が強まるイタリアの経済・政治情勢 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。



中国の金融リスクをどうみるか

中国が金融危機に陥るリスクについて様々な見解が示されています。国際通貨基金（IMF）や国際決済銀行（BIS）は、企業を中心に債務が急速に拡大していることから、金融危機に陥りかねないと警鐘を鳴らし続けています。一方、そうした分析を悲観的過ぎるとする見方もあります。2月に邦訳が出版された『チャイナ・エコノミー』（白桃書房）の著者であるクローバー氏は、過剰債務問題が危機につながるには流動性の不足という引き金が必要となるが、中国では貸し付けが預金によって裏付けられているため、危機に陥ることはないとしています。

金融危機が発生しないことは、中国はもちろんわが国を含む世界経済にとって望ましいことです。しかし、貸し付けが預金によって裏付けられているから金融危機は起こらないといえるのでしょうか。同書は、中国経済をバランス良く捉えた良書といえますが、金融危機の可能性については過小評価しているようにみえます。ポイントは、危機の引き金が引かれることはないという主張が家計の資産負債比率から導かれている点にあります。

中国の家計は預金という膨大な資産を有し、負債が資産の範囲内に収められているという主張に間違いはありません。しかし、経済主体別の債務の分布状況を見ると、中国を過剰債務状態にしているのは家計ではなく企業です。BISの最新の統計によれば、非金融部門の債務の63.3%が企業によるもので、家計は18.7%を占めるに過ぎません。中国が金融危機に陥るか否かは家計ではなく、企業を分析の対象とする必要があります。

中国企業の業績は2015年に悪化したものの、2016年にはV字回復を遂げ、その後も順調に推移しています。しかし、このことは必ずしも企業が健全で、金融危機のリスクがないということを意味しません。国有企業の資産負債比率（総負債／総資本）は2008年から上昇し、2015年には0.68に達し、その後も高止まりが続いています。業績が回復しても、国有企業の過剰債務体質はほとんど変化していません。

そうした状況下でも、リスクが表面化しないのは、政府が国有企業に対して有形無形の支援をしているためとみられます。例えば、債務の株式化は、その過半が過剰生産能力の問題が著しい鉄鋼と石炭産業の企業を対象にしており、本来必要なリストラを妨げているとされています。また、世界最大規模に膨らんだ官民協力事業（PPP）は、地方政府が暗黙の保証を与えることで、間接的に国有企業の業績回復を支えている可能性があります。

これらは産業の新陳代謝が進まないことや、財政赤字の拡大につながりかねないことから、持続可能な政策とはいえません。实体经济への資金供給量を示す社会融資規模の残高は2018年3月末時点でGDP比212.8%と、増勢傾向に歯止めをかけることには成功したものの、前年同期から横ばいで推移しており、低下する気配がありません。1単位のGDPを生みだすのにどれだけの融資を必要とするかを表す融資効率（数値が高いほど効率が悪い）も、2017年は2.3とリーマン・ショック前の1.4を大幅に上回っています。

このようにみると、中国の経済成長を支える金融面の基盤が脆弱性をはらんでいることは否定出来ません。わが国を含むアジアはもちろん、世界に対する中国経済の影響力は一段と高まっているだけに、中国政府には企業の過剰債務問題に対する抜本的な取り組みを進めていくことが期待されます。（三浦）

■ 世代間の公平性への配慮が欠かせない働き方改革

今年の春闘では、前年を上回る賃上げが実現したことが話題になりました。経団連が4月下旬に発表した集計によると、大手企業の定期昇給とベースアップを合わせた賃上げ率は2.54%と、前年(2.42%)を上回りました。さらに、今年の春闘では、労働時間や賃金体系の見直しなど、より広範な議論が行われたことが注目されます。

働き方改革などの議論が活発に

第1に、働き方改革が労使交渉の重要なテーマに位置付けられたことです。とりわけ、長時間労働による健康被害が社会問題となるなか、多くの企業で時間外労働の削減に向けた取り組みが議論されました。さらに、生産性向上を念頭に置いた働き方改革を議論した企業も目立ちました。実際に、残業時間の上限の引き下げや、勤務間インターバル制度の導入などを労使間で妥結した例も多くみられます。

第2に、シニア雇用制度の見直しです。今年の春闘では、定年の延長や再雇用時の賃金引き上げなど、シニア雇用の雇用条件を改善する企業が相次ぎました。若年層や子育て世代の待遇改善に焦点があたった昨年までの春闘とは対照的な動きといえます。日本経済新聞社のアンケート調査でも、シニア雇用制度の見直しを労使間で協議した企業は全体の26.7%と、前年(13.5%)に比べ大幅に増加しました。人手不足の深刻化を受け高齢者の活用が急務となるなか、賃金体系や労働条件を見直すことで、高齢者の就業意欲を高めようという狙いが背景にあります。

これらの改革は、わが国経済全体としてみれば望ましい方向性といえます。

まず、長時間労働の目安とされる週平均60時間以上働く労働者の割合は、すう勢的に低下傾向にあります。フルタイムで働く労働者の15%が、依然として長時間労働を強いられています。労働時間の削減が進めば、健康増進に寄与するだけでなく、余暇に回せる時間が増えることで、消費の活性化につながることも期待されます。

さらに、シニア層の待遇改善は、労働供給・消費需要の双方から経済活動を押し上げます。供給面では、高齢者の労働参加が拡大することで、人手不足の緩和につながると期待されます。一方、需要面でも、マクロの消費額に占める60歳以上世帯のシェアが4割強に上昇していることを踏まえると、所得増加によって個人消費に大きなプラス影響が現れると見込まれます。

若年層の消費にマイナス影響も

もっとも、こうした動きは、若者の消費活動にはマイナス影響を与える可能性もあります。

まず、働き方改革を通じた労働時間の削減は、残業代の減少により給与水準を低下させるという一面もあります。こうした所得の押し下げは、若年層で相対的に大きく顕在化します。年齢階級別にみると、若年層の方が給与総額に占める残業代の割合が高く、20代や30代の正社員では、残業代のシェアが1割程度に上ります(図表1)。このため、一律に残業を削減すると、若年層の所得下振れが大

きくなります。ちなみに、政府は「働き方改革」の一環として、残業時間の上限を最大で年720時間（単月で100時間、複数月平均で80時間）に規制する法案の成立を目指しています。この上限規制がそのまま導入されると、20代後半や30代の残業代は2割程度減少するという試算結果が得られます。これは、年収の2%に相当する大きさです。

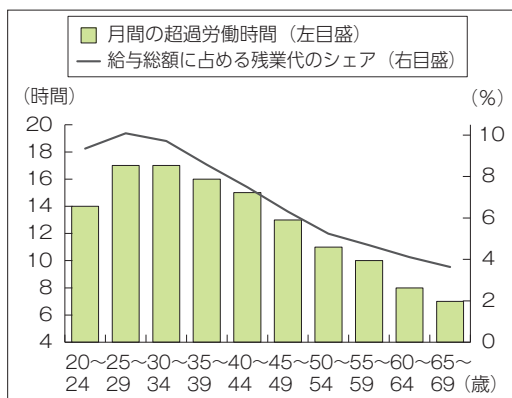
さらに、シニア雇用の待遇改善も、若手や中堅社員の賃上げにしわ寄せが及ぶ可能性があります。実際、定年引き上げによる総人件費の拡大を避けるため、時間外手当の割増率を削減した企業もあります。産業別・企業規模別の賃金データをみると、高齢者の賃金を引き上げた企業は、相対的に現役世代の賃金上昇率を抑制しているケースが目立ちます。高齢者と現役世代の賃金上昇率の差は、高齢

者の賃上げ幅が大きくなるほど拡大する傾向にあり（図表2）、高齢者と現役世代の賃上げがトレードオフになっている可能性があります。

このように、今年の春闘で目指された諸改革は、全体としては正しい方向性を持つものの、そのままでは世代間のバランスを欠く面があることも否めません。結果的に、若者から高齢者への所得移転を招き、若年層の消費マインドを一段と冷え込ませる恐れがあります。

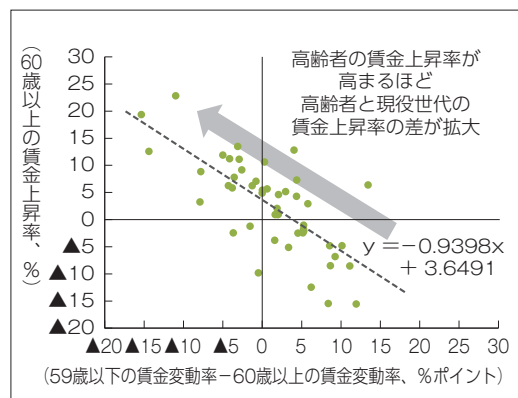
企業には、残業時間も含めた年収ベースの賃金カーブに与える影響に配慮しながら、こうした改革を進めることが求められます。さらに、労働時間の削減だけでなく、業務プロセスの抜本的な見直しを行うことによって、働き方改革や高齢者の活用を生産性や収益力の向上につなげることで、賃金カーブ全体を底上げするための原資を拡大することも必要でしょう。（村瀬）

図表1 残業時間と給与総額に占める残業代シェア（一般労働者の正社員、2017年）



(資料) 厚生労働省「賃金構造基本統計調査」を基に日本総合研究所作成
 (注) 給与総額に占める残業代のシェアは年収ベース。年収は、6月の決まって支給する現金給与総額×12+過去1年間の賞与。

図表2 高齢者と現役世代の賃金の関係



(資料) 厚生労働省「賃金構造基本統計調査」を基に日本総合研究所作成
 (注) 1. 産業（大分類）・企業規模別の賃金データを基に作成。
 2. 賃金上昇率は、年収ベース。2012年と2017年の比較。

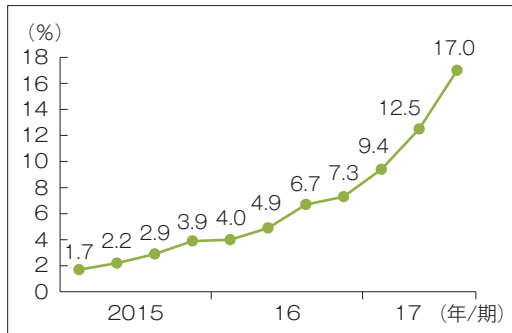
民泊ビジネスを巡る最近の動き

本年6月、住宅宿泊事業法に基づく民泊ビジネスが全国で解禁されるのを前に、準備の動きが広がっています。訪日外国人観光客（インバウンド）市場の拡大が続くなか、ルールが明確化された民泊に商機を見出す企業が増える一方、従来、民泊利用者による住民とのトラブル等に悩まされてきた自治体では、規制を強化する動きもみられます。以下では、民泊ビジネスを巡る現状を整理したうえで、今後の方向性について考えてみました。

民泊サービスの普及状況

観光庁の調査によれば、インバウンドの宿泊先のうち「その他宿泊先」の利用率が、近年急伸しています（図表1）。2017年7～9月期調査で、ホテルや旅館といった既存項目に加えて「有償での住宅宿泊」、すなわち民泊が新設されたため、17%まで増えた「その他宿泊先」利用のうち、およそ9割が民泊であることが判明しました。また、民泊仲介大手Airbnbによると、わが国における2016年度のインバウンドの民泊延べ利用実績は400万人泊と前年度比4割増となりました。

図表1 「その他宿泊先」の利用率の推移



（資料）観光庁「訪日外国人消費動向調査「有償での住宅宿泊」利用観光客の詳細分析」

（注）「その他宿泊先」はホテル、旅館、別荘等、学校・会社所有の施設、知友宅、ユースホステル等以外の施設を指し、多くは有償での住宅宿泊とみられる。

住宅宿泊事業法の制定

急拡大した民泊サービスのなかには、関連法令の認可を受けずに営業している事業者もあり、それらの中には、施設の内外で近隣住民とのトラブルが問題となるケースも少なくありませんでした。そのため、政府は実態先行で普及した民泊を法体系に取り込み、健全な宿泊ビジネスとして観光振興に生かすため、新法を整備したのです。

2017年6月制定の住宅宿泊事業法は、「宿泊物件の提供者」、届出や住民対応その他管理を代行する「管理事業者」、物件提供者と宿泊希望者をマッチングする「仲介事業者」の要件や責務を明らかにし、それぞれ監督機関を定めています。また、民泊物件に対し、一般宿泊施設に課されている立地や建築物の構造、防火設備等に関する規制を緩和する一方、営業日数を年間180日以下とするなど新たな規制を課しています。

活発化する民泊関連ビジネス

民泊の適法化が実現したことを受けて、様々な企業が民泊ビジネスへの参入を開始しています（図表2）。主な事業分野は①実際に物件を提供する不動産事業、②物件提供者と利用者を仲介するプラットフォーム事業、③管理代行やコンサルティング等の周辺サービス事業です。

民泊ビジネスの特徴として、第1に様々な業種・業態間の連携があることが指摘出来ます。例えば、沿線の不動産情報に詳しい交通事業者とリフォーム事業者、仲介事業者が連携して物件を整備し、古民家や宿坊など多彩な施設の利用を可能としたり、不動産経営やインテリア、ウェブデザインの専門家、清掃や備品管理等の代行業者が連携し、遊休施設を活用したい所有者にワンストップで開業支援を行うケースがみられます。

連携は事業者間にとどまらず、地域の観光振興に取り組むNPOとの間にもみられます。NPOが提供する農作業や伝統工芸などユニークな体験が可能な民泊の情報を、企業が旅行商品に組成したうえで、仲介事業者を通じて地方に誘客する取り組みが始まっています。

第2の特徴はICTの積極的な活用です。すでに仮想現実（VR）を活用した物件の紹介、スマートフォンによるチェックインや宿泊名簿の作成、AIを活用した問い合わせ対応（チャットボット）や需要予測・価格調整等が導入されています。またコスト抑制のため空調・照明を遠隔管理したり、近隣とのトラブルを防ぐため、室内の音量が一定以上になると宿泊者に警告を発するセキュリティシステムなど、きめ細かなサービスも登場しています。

自治体による規制強化の動き

広がりをもせる民泊ビジネスに対し、

図表2 民泊ビジネスの展開状況

事業分野	事業内容	主な新規参入業種
不動産事業	空き家・アパート等を改修し、民泊物件化	不動産開発、交通、リフォーム事業
	古民家を改修しユニークな物件として訴求	住宅建設、まちづくりコンサルタント
プラットフォーム事業	海外プラットフォームと連携し国内物件を仲介	ITサービス、オンライン旅行業
	不動産仲介業と連携して民泊物件を開拓	ITサービス、不動産仲介
	交通手段、ツアー商品と同時販売・決済	交通、旅行、宿泊サービス
周辺サービス事業	物件管理、清掃、フロント業務等の代行	不動産管理、人材派遣、家事サービス
	運営コスト削減その他経営アドバイス	ITサービス、不動産経営、コンサルタント
	申請手続き、ウェブデザイン等の代行・支援	行政書士、インテリア/ウェブデザイン
	治安・防災、金庫・防火設備等販売	セキュリティ、住宅設備販売
	保険、トラブル支援	損害保険、セキュリティ

(資料) 新聞報道等を基に日本総合研究所作成

一部地域では規制を強化する動きがみられます。民泊と競合する既存宿泊事業者の反発だけでなく、住民の間からも生活環境や治安の悪化を懸念する声が強まっているためです。住宅宿泊事業法では、自治体が独自に規制を上乗せすることが認められているため、住民感情の悪化が著しい都市部や、観光資源の質を保持したい観光地では、営業期間や日数を制限したり、住宅地や学校周辺での営業を禁止する条例の制定がみられます。

これに対し、新規参入した事業者を中心に、厳しすぎる規制はビジネスの発展を阻害する、あるいは既存事業者が認可を受けずに営業を続ける可能性が高まるといった懸念の声もあがっています。

民泊ビジネスの健全な発展に向けて

新しい宿泊形態である民泊には、従来と異なる客層を開拓したり、伝統的観光地以外の地域に誘客するメリットが期待出来ます。また、近年急増している空き家問題の解消にも効果が見込まれます。しかし今後、民泊ビジネスが健全な発展を遂げるためには、サービスを提供する事業者と、監督する政府・自治体の双方の取り組みがカギとなります。

事業者は住宅宿泊事業法に定められた責務、とりわけ近隣住民に対する事業内容の説明、トラブル時の誠実・迅速な対応、営業日数の遵守等が求められます。一方、政府や自治体は営業実態の把握・監視やトラブル対応の強化が必要です。加えて、実効的な監督体制に向け、営業実態のチェックを専門的に行う民間事業者に業務委託するなど柔軟な対応も望まれます。

このような仕組みを活用して健全な民泊ビジネスの育成を図り、各地で成功事例を増やしていくことは、わが国の観光振興に大いにプラスとなりましょう。

(高坂)

■ 活発化するタイ企業の海外投資

タイ企業の海外投資が活発化しています。タイ企業は、これまで輸出を中心に海外展開してきましたが、近年は海外企業の買収や現地進出による国際化も積極的に進めています。2017年の対外直接投資は、従来金額面で勝る傾向にあった対内直接投資を2年連続で上回ったほか、水準でも過去最大規模となりました(図表1)。以下では、タイ企業が海外投資を活発化させている背景とその影響を展望します。

海外投資拡大の背景

近年の海外投資増加の背景として、以下の4点があげられます。

第1に、これまでの経済成長に伴う、地場企業の国際競争力の高まりです。世界経済の拡大に伴う輸出増加や、良好な雇用環境を反映した底堅い消費市場の拡大などを背景に、実質GDPは2000年代を通じて5%程度の高成長が続きました。この結果、企業収益の拡大や株価上昇により、上場企業を中心に財務状況が

大幅に改善したため、海外事業展開に必要な初期投資コストや投資リスクを負担出来る企業が増加しました。

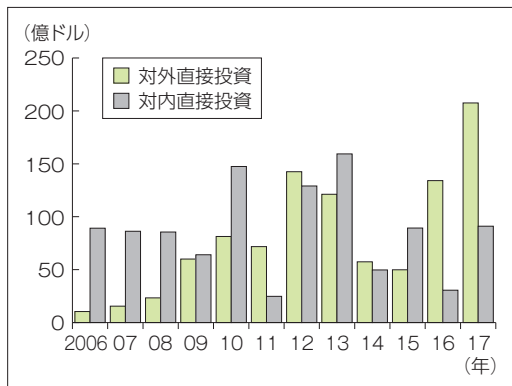
第2に、国内市場の拡大ペースの鈍化懸念を受けた、海外進出の重要性の高まりです。これまで堅調に推移していた国内消費市場は、高水準の家計債務や人口増加率の低下などを背景に、近年は成長ペースが鈍化しています。今後も、債務抑制に向けたローン規制の継続や少子高齢化の進展などが下押し要因として働くと見込まれます。そのため、小売りや飲料・食料製造関連企業は、人口動態が相対的に良好で中長期的に高成長が続くと予想される新興国で新たな事業機会を求めようになりました。また、国際的なブランドや販路を早期に確立するため、欧米企業の買収にも積極的です。

第3に、労働コストの上昇も、製造業が海外生産を積極的に推し進める要因となっています。タイの労働コストは先進国に比べると依然として割安であるものの、これまでの経済成長や最低賃金の引き上げなどを背景に、主要アジア新興国のなかでは中国に次いで高い水準になっています(図表2)。そのため、陸路でタイと接しており、労働コストが低いカンボジア、ラオス、ミャンマーが、とりわけ有望な事業展開先として注目されています。

域内経済統合も後押し

第4に、アジア域内の貿易・投資自由化の進展です。ASEANは、かねて経済共同体の創設に向けて関税・非関税障壁の削減や外資規制の緩和を段階的に進め

図表1 対内・対外直接投資



(資料) Bank of Thailand

てきました。2015年末に正式にASEAN経済共同体が発足した後も、2025年を次の目標年次とする「ブループリント2025」を策定し、経済統合の深化に向けた取り組みを続けています。金融面での経済統合を促進する観点から、資本取引に関する自由化も進められており、タイ中央銀行も、企業の対外投資に関する規制を段階的に緩和しているほか、手続きの簡素化も進め、タイ企業の海外投資拡大を支援しています。さらに、ASEANのみならず、日本、中国、インド、オーストラリアなどを含む広域の経済統合に向けた取り組みも並行して進められており、タイ企業が事業展開先として関心を寄せる地域・国も拡大しつつあります。

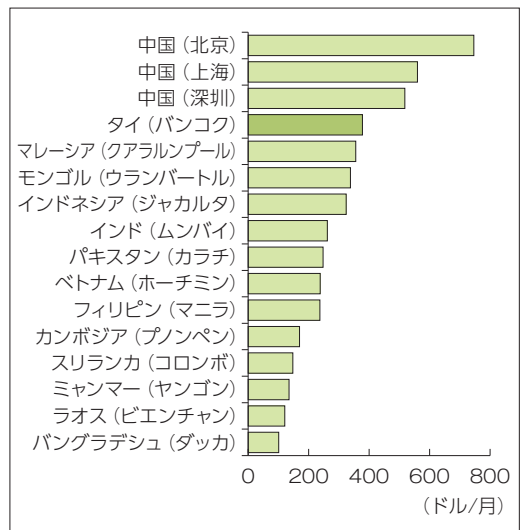
海外投資増加の影響

タイ経済の成熟化やアジア経済統合の進展などを背景に、タイ企業の海外投資は中長期的に増加傾向が続くと見込まれます。海外投資の増加は、投資先からの配当金や利子受け取りの増加、現地生産にかかわる中間財輸出の誘発などを通じて、タイ経済の拡大に寄与する見通しです。一方、わが国の海外投資増加を巡って懸念されたように、生産拠点の海外移転が産業空洞化につながる場合、国内生産・雇用に対してマイナスの影響が生じる可能性があります。これまでのところ、生産拠点の完全移転など全面的な海外投資は少ないため、悪影響を懸念する声は限定的です。しかし、海外投資の動きがさらに活発化すれば、海外生産が国内生産を代替する動きが強まる結果、景気

に対するマイナス影響が顕在化する可能性もあります。

タイ政府は、現在、「タイランド4.0」をキーワードに国内産業の高度化を目指しています。海外生産シフトのマイナス影響を深刻化させず内外生産体制を両立出来るかは、新産業の育成や労働者の産業間移動を促す取り組みが進むかどうかにかかっています。これまでの積極的な投資の結果、日本企業は輸送機械産業を中心にタイの製造業においてきわめて高いプレゼンスを有しています。今後、海外投資の増加に伴い遅れている周辺国との物流網が整備されていけば、在タイ日系企業も労働集約的な生産工程の周辺国へのシフトを進め、国内生産の高度化に向けた取り組みを一段と活発化していくとみられます。(熊谷)

図表2 アジア各都市のワーカー（一般工職）の平均賃金



(資料) JETRO 「2017年度アジア・オセアニア投資関連コスト比較調査」

■ 生き残りに向けた米国ショッピングモールの新たな動き

米国では、雇用の改善などを背景に消費支出が堅調に伸びています。一方で、消費者し好の多様化やネット通販の拡大などを受けて、小売店舗の中でも、とくに百貨店やアパレル専門店などの業態で店舗撤退が増加しており、これらを核テナントとしてきた従来型ショッピングモールの運営が転換点に立たされています。

こうしたなか、ショッピングモールでは、テナントの入れ替えにとどまらず、施設を不動産投資という側面から多面的に捉え、複合施設としてキャッシュフローを拡大させようとする取り組みが活発化しています。こうした動きは、日本のショッピングモールの活性化にも示唆する点も多いとみられ、動向が注目されます。

消費をけん引してきたショッピングモール

巨大な駐車場を持ち、天候に左右されることなく屋内で買い物を楽しめる、現在のような大型ショッピングモールの原型は、米国において1950年代に開発されました。百貨店を核テナントとして複数の小売店舗を取りそろえ、そこでの週末の買い物を家族だんらんのひとつとして位置付けるコンセプトが人気を博したことから、ショッピングモールは全米各地で拡大、米国の消費文化の象徴とされてきました。

現在、米国には、売場面積約40,000m²以上の大型ショッピングモールが約1,100施設あり（日本では約200施設）、

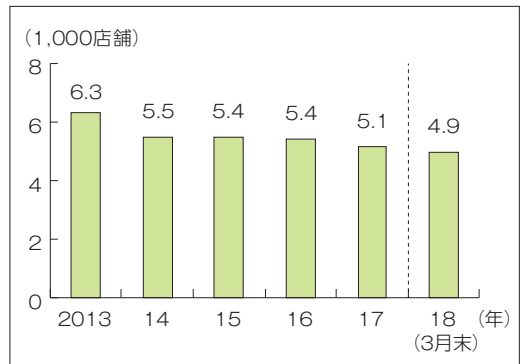
それ以外の小型施設も含めれば米国の小売り販売額の約6割を占めるなど、ショッピングモールは重要な小売りチャンネルとしての役割を担っています。

変化する米国の消費行動と対応策

一方、消費者動向をみれば、足元で顕著な変化が生じています。具体的には、①モノの所有より共有を好むなど、多様な文化的背景と価値観を持ち、早い段階でインターネットやスマートフォンに親しんできたミレニアル世代（1982～2000年生まれ）が消費の中心を担いつつあること、②ネット通販が急速に普及していること、などがあげられます。

こうした変化を受けて、小売店舗の中でもとくに百貨店やアパレル専門店などの業態で店舗の撤退が顕著となってきました（図表）。このため、これらを核テナントとして集客するモデルを採用し

図表 百貨店上位10社^(注)の店舗数



(資料) 各社アニュアルレポートを基に弊社作成
 (注) 百貨店上位10社 (Kohl's, JC Penney, Macy's, Sears, Nordstrom, Hudson's Bay, Dillard's, Belk, The Bon-Ton Department Stores, Stage Stores)

てきたショッピングモールでは、代替となるテナントの誘致に注力しています。具体的には、①食品スーパーやフィットネスクラブ、ヘルスケア施設、教会など消費者が定期的に通う小売店舗やサービス関連施設の導入や、②健康志向の強いミレニアル世代に対して訴求力のあるテナント構成の工夫（オーガニック食品とフィットネスクラブの組み合わせなど）、といった取り組みがみられます。

厳しさを増すショッピングモール運営

しかしながら、中長期的な視点では、ミレニアル世代以降のインターネットやスマートフォンに早い段階で親しんだ「デジタルネイティブ」の消費者が増加していくなか、オンラインへの一層のシフトが進むと想定されます。また、ショッピングモールの新しい集客の原動力となってきた食品スーパーやフィットネスクラブに対する旺盛な需要も一巡しつつあるとの見方があります。

このため、上述のような小売り・サービス関連業態を中心に据えた従来型の集客の延長により、短期的に集客力を維持出来たととしても、将来にわたって持続させることは難しく、テナント撤退による空室率の上昇、さらなる集客力の低下、といったサイクルに陥るのではないかと不安視する向きもあり、さらなる抜本的な対応が必要とされています。

複合施設化に活路を見出す

こうしたなか、これまでとは一線を画

した生き残り戦略として、ショッピングモールを小売業の観点だけでなく不動産投資の側面から多面的に捉えて、再開発を進める動きがでています。具体的には、小売りスペースの一部をオフィス（ワーキングスペースを含む）やホテル、コンドミニアムなどに転換し、複合施設としてショッピングモールの再生を図るといったものです。

こうした動きは、小売り以外の分野における投資を通じて蓄積されたノウハウや、豊富な資金力・人材リソースへのアクセスが可能な不動産投資ファンドやREITなどが主体となってけん引しています。とくに最近では、投資ファンドが稼働率や賃料水準が相応に高いショッピングモールを対象に投資するREITを積極的に買収し、複合施設化を進めることで、さらなるバリューアップを目指すといった先駆的な事例もみられています。

これらの結果として、ショッピングモール間の勝ち負けをより鮮明化し、米国全体で見ればショッピングモールのとうたを加速させる可能性はあるものの、新たな発想で消費者ニーズ変化に対応し、生き残りを図る事例といえます。

日本においても、ネット通販の拡大が一段と進むなど消費行動の変化に伴って、ショッピングモールの活性化が課題となってくるとみられており、米国のショッピングモールを巡る動向には注目が集まります。（長尾）

データ アイ 懸念が強まるイタリアの経済・政治情勢

ユーロ圏のなかで、イタリアの景気回復の遅れが目立っています。

2016年末以降、ユーロ圏の実質GDPは、前期比年率+2%前後の堅調な伸びが続いており、景気回復が本格化しています（図表1）。もっとも、イタリアでは、同+1%台半ばと他のユーロ圏主要国を下回る推移が続いています。雇用情勢の面でも、失業率がユーロ圏では09年初め以来の水準まで低下する一方、イタリアでは依然として12年半ばの水準で高止まっています。

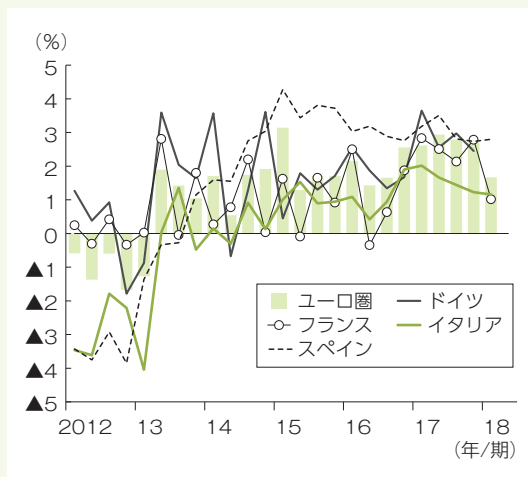
この背景には、様々な分野で構造改革が停滞していることが指摘出来ます。

第1に、労働市場改革です。イタリアは、先進国のなかでも雇用規制が極めて強く、厳格な解雇要件などが企業の労働コストを増加させ、国際競争力の低下を招いてきました（図表2）。レンツィ前政権が労働市場改革に取り組んだものの、道半ばの状況にあることから労働コストの高止まりが続いており、他のユーロ圏諸国と比べ、外需回復の恩恵を十分に享受することが出来ませんでした。ちなみに、イタリアと同様に過剰な労働者保護による労働コストの増大が問題となっていたフランスでは、マクロン大統領が労働市場改革を断行し、景気の先行きにも

前向きな見方が広がっています。イタリアでも、労働コストを適正化して国際競争力を回復するために、抜本的な労働市場改革の再推進が不可欠といえます。

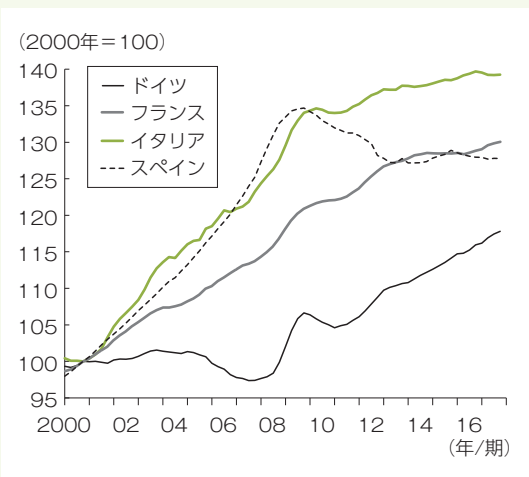
第2に、財政再建です。イタリアの政府債務残高は対GDP比で130%超と、ユーロ圏のなかではギリシャに次いで高い水準です。そのため、長期金利の水準もドイツ・フランスなどを大きく上回っています。こうした金利の高止まりが企業や家計の資金調達コストを増加させ、設備投資や住宅購入の重しとなっています。もっとも、財政健全化を急ぐあまり緊縮的な財政運営に傾きすぎると、逆に

図表1 ユーロ圏の実質GDP（前期比年率）



(資料) Eurostat

図表2 ユーロ圏の単位労働コスト



(資料) Eurostat

景気停滞に拍車をかけてしまいます。そのため、イタリア政府には財政再建と経済成長のバランスを考慮した難しいかじ取りが求められています。

第3に、不良債権問題です。イタリアの不良債権比率はユーロ圏主要国のなかで突出して高く、改善の動きも限定的です（図表3）。巨額の不良債権は、銀行収益を圧迫し、貸出姿勢の慎重化を招くなど、金融仲介機能の弱体化につながっています。不良債権問題の抜本的な解決には、民間銀行に任せただけでは限界があり、不良債権を買い取り、管理・処分する資産管理会社の活用や、公的資金の注入、銀行業界の再編など、官民挙げての積極的な対応が望まれるところです。

こうした問題点を抱えているにもかかわらず、多くの政党が必要な構造改革に逆行する政策を掲げています。

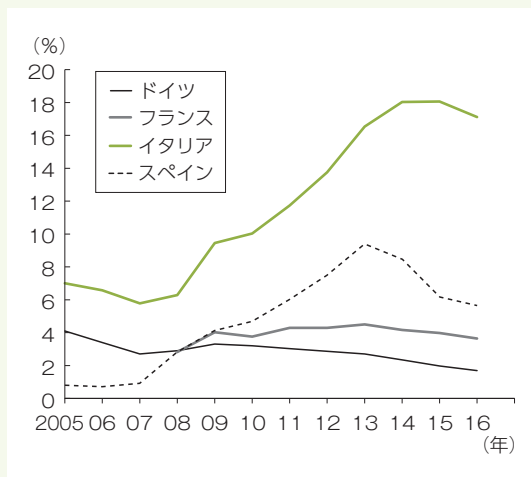
3月4日に行われた総選挙では、反移民や反EUを掲げる「五つ星運動」や「同盟」といった政党が躍進しました。懸念されるのは、主要政党すべてが、イタリア経済に問題をもたらしている過剰な労働者保護や拡張的な財政運営を加速させる政策を掲げている点です。景気低迷への不満の高まりがポピュリズム勢力の台頭を招き、国民受けのよい政策が優先される一方、必要な改革が先送りされ、景気低迷がさらに長引くという悪循環に陥る兆しがみられます。

加えて、イタリアの景気

低迷は、EU統合の先行きにも悪影響を及ぼしかねません。現在EUでは、主要国が先行して統合を進める「マルチスピードの統合」が模索されています。もっとも、世論調査によると、イタリアではEU離脱に肯定的な意見が足元で4割を超えるなど、むしろ反EU感情が高まっています（図表4）。EUの原加盟国であり、域内第4位の経済規模を持つイタリアが反EUに傾けば、主要国間の統合深化に向けた連携が困難になる恐れもあります。イタリアの景気低迷は、同国にとどまらず、EU全体の先行きも左右しかねないため、今後の展開を注視していく必要があるでしょう。

（橘高）

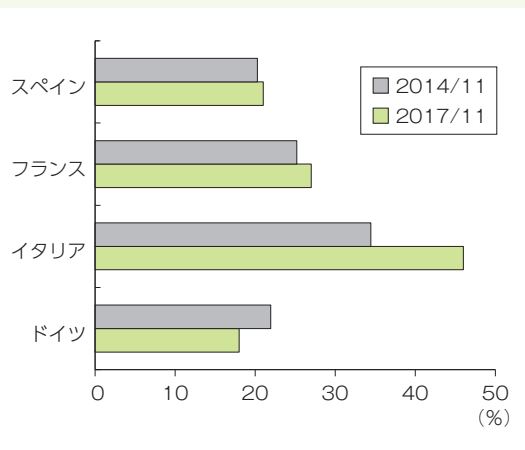
図表3 ユーロ圏各国の不良債権比率



（資料）世界銀行

（注）不良債権比率は“Nonperforming Loans to Total Gross Loans”。

図表4 ユーロ圏主要国におけるEU離脱肯定意見



（資料）欧州委員会「Eurobarometer」

（注）「自国は将来的にEUの外部にいた方がよいと思うか」について聞いたもの。質問に対する肯定的な回答（「大いによいと思う」「どちらかというよいと思う」）の割合を合計。

KEY INDICATORS

(2018年5月15日現在)

● 日 本 ●

(%)

	2017年度	2018年					
		2017年 10～12	2018年 1～3	1月	2月	3月	4月
鉱工業生産指数	(4.1)	〈1.6〉 (4.6)	〈▲1.4〉 (2.3)	〈▲4.5〉 (2.9)	〈2.0〉 (1.6)	〈1.2〉 (2.2)	
鉱工業出荷指数	(3.3)	〈0.8〉 (3.1)	〈▲1.2〉 (1.4)	〈▲4.5〉 (2.2)	〈1.6〉 (0.7)	〈1.0〉 (1.1)	
鉱工業在庫指数 (末)	(4.1)	〈2.2〉 (1.9)	〈3.6〉 (4.1)	〈▲0.5〉 (1.5)	〈0.5〉 (1.6)	〈3.5〉 (4.1)	
生産者製品在庫率指数	(▲0.4)	〈0.9〉 (1.8)	〈2.7〉 (3.5)	〈1.8〉 (2.3)	〈0.3〉 (2.6)	〈3.2〉 (6.1)	
稼働率指数 (2010年=100)		102.7		98.6	101.9		
第3次産業活動指数	(1.1)	〈0.5〉 (1.1)	〈▲0.1〉 (1.1)	〈▲0.4〉 (1.4)	〈0.1〉 (0.9)	〈▲0.3〉 (0.8)	
全産業活動指数 (除く農林水産業)		〈▲0.1〉 (1.5)	〈0.7〉 (1.8)	〈▲1.1〉 (1.8)	〈0.4〉 (1.1)		
機械受注 (船舶・電力を除く民需)		〈0.3〉 (0.0)		〈8.2〉 (2.9)	〈2.1〉 (2.4)		
建設工事受注 (民間)	(0.6)	(3.5)	(1.0)	(▲11.4)	(18.4)	(▲1.1)	
公共工事請負金額	(▲4.3)	(1.1)	(▲15.6)	(▲12.8)	(▲20.2)	(▲14.5)	
新設住宅着工戸数 (年率、万戸)	(94.6)	94.8 (▲2.8)	91.8 (2.0)	85.6 (▲13.2)	92.6 (▲2.6)	89.5 (▲8.3)	
百貨店売上高 全国	(0.3)	(▲0.1)	(▲0.7)	(▲1.2)	(▲0.9)	(0.1)	
チェーンストア売上高 東京	(0.9)	(1.5)	(0.1)	(▲0.2)	(0.6)	(0.1)	
完全失業率	2.7	2.7	2.5	2.4	2.5	2.5	
有効求人倍率	1.54	1.57	1.59	1.59	1.58	1.59	
現金給与総額 (5人以上)		(0.7)		(1.2)	(1.0)	(2.1)	
所定外労働時間 (//)		(1.2)		(▲2.0)	(▲0.9)	(▲1.7)	
常用雇用 (//)		(2.6)		(1.8)	(2.0)	(1.9)	
M2 (平残)	(3.8)	(3.9)	(3.2)	(3.4)	(3.2)	(3.1)	(3.3)
広義流動性 (平残)	(3.3)	(3.8)	(3.0)	(3.3)	(3.0)	(2.7)	(2.9)
経常収支 (兆円)	21.74	4.33	5.81	0.61	2.08	3.12	
前年差	0.71	0.29	▲0.22	0.49	0.83	0.13	
貿易収支 (兆円)	4.58	1.15	0.71	▲0.67	0.19	1.19	
前年差	▲1.20	▲0.60	▲0.37	0.19	▲0.89	0.33	
消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(0.7)	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(1.0)	(0.9)	

(%)

	2016年度	2017年					2018年
		2016年 10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3
業況判断DI 大企業・製造		10	12	17	22	25	24
非製造		18	20	23	23	23	23
中小企業・製造		1	5	7	10	15	15
非製造		2	4	7	8	9	10
売上高 (法人企業統計)		(2.0)	(5.6)	(6.7)	(4.8)	(5.9)	
経常利益		(16.9)	(26.6)	(22.6)	(5.5)	(0.9)	
実質GDP (2011年連鎖価格)	(1.2)	〈0.3〉 (1.5)	〈0.5〉 (1.4)	〈0.6〉 (1.5)	〈0.6〉 (1.9)	〈0.4〉 (2.0)	
名目GDP	(1.0)	〈0.2〉 (1.4)	〈0.3〉 (0.6)	〈0.9〉 (1.2)	〈0.7〉 (2.1)	〈0.3〉 (2.1)	

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		2018年	2018年		
		7～9	10～12	1～3	2月	3月	4月
鉱工業生産	(1.6)	〈▲0.4〉 (1.3)	〈1.9〉 (3.0)	〈1.1〉 (3.9)	〈1.0〉 (4.4)	〈0.5〉 (4.3)	
設備稼働率	76.1	75.8	77.1	77.6	77.7	78.0	
小売売上高	(4.6)	〈1.1〉 (4.1)	〈2.5〉 (5.4)	〈0.2〉 (4.1)	〈0.0〉 (4.2)	〈0.8〉 (4.9)	〈0.3〉 (4.7)
失業率 (除く軍人、%)	4.4	4.3	4.1	4.1	4.1	4.1	3.9
非農業就業者数 (千人) (前期差、前月差)	2,275	553	556	626	324	135	164
消費者物価指数	(2.1)	〈0.5〉 (2.0)	〈0.8〉 (2.1)	〈0.9〉 (2.2)	〈0.2〉 (2.2)	〈▲0.1〉 (2.4)	〈0.2〉 (2.5)

	2017年	2016年	2017年				2018年
		10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3
実質GDP (連鎖ウェイト方式)	(2.3)	{1.8} (1.8)	{1.2} (2.0)	{3.1} (2.2)	{3.2} (2.3)	{2.9} (2.6)	{2.3} (2.9)
経常収支 (億ドル、年率) 名目GDP比	▲4,662 ▲2.4	▲4,560 ▲2.4	▲4,515 ▲2.4	▲4,950 ▲2.6	▲4,059 ▲2.1	▲5,126 ▲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
2016年	2.9	1.4	2.2	2.4	3.3	4.2	5.0	6.9	6.7
2017年	3.1	2.9	3.8	3.6	3.9	5.9	5.1	6.7	6.9
2016年10～12月	2.6	2.8	3.4	3.7	3.0	4.5	4.9	6.7	6.8
2017年1～3月	2.9	2.6	4.4	2.5	3.4	5.6	5.0	6.5	6.9
4～6月	2.8	2.3	3.9	2.8	3.9	5.8	5.0	6.6	6.9
7～9月	3.8	3.2	3.6	5.5	4.3	6.2	5.1	7.2	6.8
10～12月	2.8	3.3	3.4	3.6	4.0	5.9	5.2	6.5	6.8
2018年1～3月	2.8	3.0	4.7	4.3			5.1	6.8	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	57,983	▲61,886	45,564	13,931	22,701	11,885	▲27,380	419,982
2017年2月	6,963	3,357	▲7,252	4,462	1,610	1,967	1,259	▲1,670	▲10,994
3月	6,058	3,973	▲5,443	4,331	1,617	1,217	1,396	▲2,104	22,499
4月	12,884	2,778	▲4,391	4,212	57	1,966	1,334	▲1,554	36,318
5月	5,639	3,447	▲4,578	3,438	944	1,278	578	▲2,507	39,820
6月	10,721	5,853	▲6,191	4,270	1,917	2,313	1,664	▲1,586	41,324
7月	10,223	5,401	▲3,791	4,198	▲188	1,874	▲274	▲1,305	44,901
8月	6,556	5,727	▲4,542	4,234	2,090	2,338	1,720	▲2,736	40,211
9月	13,419	6,663	▲5,722	4,036	3,358	2,044	1,779	▲1,752	27,509
10月	6,935	5,263	▲5,632	3,231	214	2,470	1,001	▲2,585	36,875
11月	7,694	5,884	▲5,087	3,253	1,763	2,390	215	▲3,280	38,585
12月	5,511	6,133	▲7,667	3,335	▲278	1,779	▲220	▲3,972	54,292
2018年1月	3,532	2,686	▲4,083	4,259	▲119	2,446	▲756	▲3,163	19,710
2月	2,868	3,068	▲5,463	3,277	808	2,306	▲53	▲2,890	33,240
3月	6,730	6,002	▲7,078	4,449	1,268	3,765	1,092	▲2,608	▲4,980
4月	6,609	4,154							28,783



マンスリーレビュー 2018年6月号

発行日 2018年6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