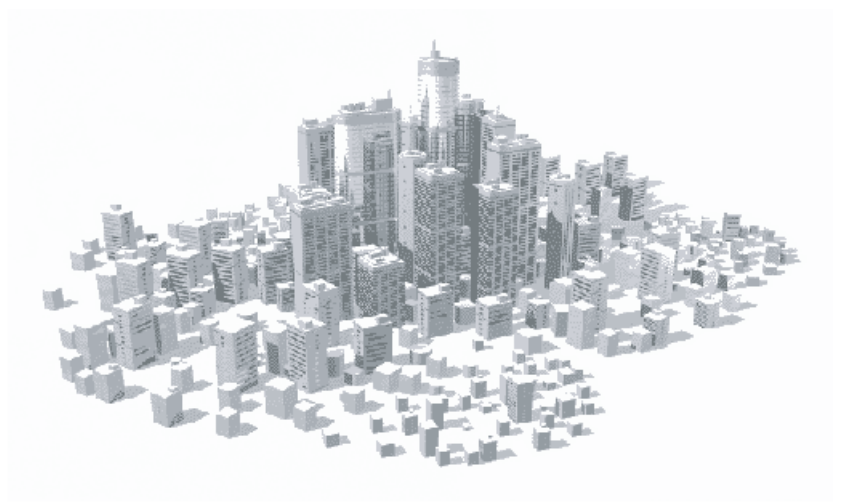


マンスリー・レビュー

2016. 3



三井住友銀行

企画 日本総合研究所
編集

CONTENTS

視点	TPPで期待される中堅・中小企業の海外展開の拡大 日本総合研究所 調査部 藤田哲雄 …	1
経済トピックス	重要性が増すわが国の研究開発投資 日本総合研究所 調査部 菊地秀朗 …	2
社会トピックス	企業負担の現状と政府の取り組み 日本総合研究所 調査部 立岡健二郎 …	4
アジアトピックス	SDR構成通貨入りした人民元と求められる市場改革 日本総合研究所 調査部 清水 聡 …	6
産業トピックス	長期的な戦略策定が求められる病院業界 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 白井遼平 …	8
データアイ	金融面からみたユーロ圏の設備投資の先行き 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。

TPPで期待される中堅・中小企業の海外展開の拡大

■

昨年10月に大筋合意した環太平洋経済パートナーシップ (TPP) により、世界のGDPの4割、人口8億人という巨大市場が創出されます。わが国経済には関税率の引き下げや貿易円滑化・非関税障壁削減といった外生的変化に加え、輸出入増加による生産性の上昇、生産性上昇を映じた実質賃金の上昇、実質所得増加を背景とした資本蓄積といった内生的な成長メカニズムが働くことが期待されています。

TPPは海外にビジネスを展開している大企業のみならず、現在は国内取引に留まっている中堅・中小企業にも大きな影響を与える可能性があります。例えば製造業において、生産工程が複数国にまたがる場合に、TPPでは参加各国での付加価値を累積してその原産地を判定するルールが導入されました。これにより、参加各国で累積した付加価値の割合が一定以上であれば、TPP域内での原産地性が認められ、関税の優遇を受けることが出来ます。この累積ルールの導入によって、日本に高付加価値なコア部材開発・生産を残したまま、関税メリットを享受しつつ最適なグローバル・バリューチェーンを構築することが可能になります。このため、部品などを製造している中堅・中小企業にも海外展開のチャンスが大きく開かれると期待されています。

また、サービス分野での非関税障壁の撤廃の影響も重要です。先進国ではすでに、サービス分野における外資規制や自国産業保護につながる独自の規制の多くが撤廃されていますが、ベトナムやマレーシアなどにはまだ存在しており、TPPによる状況の大幅な改善が期待されます。コンビニエンスストア、スーパーマーケットなど流通業への外資参入規制が緩和されれば、日本の流通企業が現地市場に参入する機会が広がることが期待されるほか、日本製品を海外の消費者に提供する足掛かりとして活用する可能性も考えられます。

各企業においては、TPPを活用した具体的なビジネスの展開を検討するために、きめ細かな情報収集と分析が必要となると思われます。すでに政府が昨年11月に決定した「総合的なTPP関連政策大綱」のなかでは、各地の支援機関等が協力した全国各地での説明会の開催、TPPを活用したビジネス展開の際の手引書の整備、中堅・中小企業のための相談体制の整備、輸出・海外展開拡大のためのコンソーシアムの設立などが盛り込まれています。このように企業の海外展開を後押しする総合的支援体制が強化されつつあるなかで、中堅・中小企業においては、TPPを市場拡大の絶好の機会と捉えて、海外へのビジネス展開を積極的に拡大させていくことが期待されます。

(藤田)

■

■ 重要性が増すわが国の研究開発投資

わが国の企業経営において、研究開発投資の重要性が高まっています。2014年度のわが国の研究開発費の総額は約19兆円と、前年度比+4.6%増加し、過去最高となりました。このうち、7割を企業が担っています。2015年度についても、日本政策投資銀行が製造業大企業に対して実施している設備投資計画調査によると、『研究開発』を目的に実施される設備投資が全体に占めるシェアは9.6%と、前年度と比べ+1.4%ポイント上昇しており、引き続き堅調な研究開発投資が見込まれます。同調査によると、『能力増強』のシェアが2007年度の42.8%から2015年度（計画）に22.2%まで低下する一方、『研究開発』のシェアは2007年度の6.2%から着実に上昇しており、近年の研究開発投資の堅調さが際立っています。

そこで以下では、近年の研究開発投資に対する企業の積極姿勢の背景には何かあるのかを検討したうえで、増大する研究開発投資がわが国経済に与える影響と課題を考察しました。

生産拠点としての地位低下と人的資本の強み

設備投資の伸び悩みと底堅い研究開発投資の背景には、グローバルな経済環境が変化するなかで、わが国企業の強みが大きく変化してきたことがあります。

わが国では、デフレが長引くなか、設備投資が長期にわたって伸び悩んできました。とりわけ東日本大震災後は、「六重苦」（円高、重い法人税負担、経済連携協定の遅れ、硬直的な労働市場、過剰な環境規制、電力不足とコスト高）といわれる経済環境が、一段と厳しさを増すなかで、わが国企業はグローバル・サプライチェーンを再構築し、生産拠点や、部品の供給拠点を成長期待の高い消費市場の近接地へ移転させてきました。アベノミクス始動後、六重苦の一部は解消されたものの、海外の技術面でのキャッチアップが進むもと、汎用品では十分な差

別化が図れなくなっていること、また、人口が減少するもと、製品供給力に限りがあること、等から、国内回帰の動きは必ずしも進んでいません。

わが国では、生産・輸出拠点としての競争力が低下する一方で、研究開発拠点としての優位性は、引き続き維持されています。背景には、長年の製造ノウハウの蓄積や、高水準にある教育・研究インフラ等が指摘出来ます。また、人的資本の蓄積の厚みもあります。OECDが加盟国の16～64歳の「読解力」「数的思考力」「ITを活用した問題解決能力」を調査し、2013年に公表した国際成人力調査(PIAAC)では、わが国は「読解力」と「数的思考力」で参加24カ国中1位となりました。世界経済フォーラムが公表したHuman Capital Report 2015でも、わが国の人的資本の水準は世界5位に評価されるなど、人的資本の質は高水準を維持しています。

将来の利益率向上への期待

増大する研究開発投資の効果として、将来の企業収益の押し上げが期待されます。例えば、研究開発投資の集約度が高い代表的な業種である医療・バイオ業種（医薬品、医療用機械器具製造、医療サービスを含む）において、各企業のリーマン・ショック前の5年間の平均売上高研究開発費率と、リーマン・ショック後の5年間の平均売上高経常利益率の関係をみると、緩やかな正の相関がみられます（図表1）。その他の業種についても、足元の積極的な研究開発投資が、将来の企業収益の改善に寄与することが期待されます。

ちなみに、世界的に研究開発の重要性が見直されており、その定量的な捕捉の試みが広がっています。わが国でも、現在のところGDP統計上は中間投入（コスト）として控除されている企業の研究開発が、本年12月に行われる基準改定に伴い、付加価値を生む投資として計上されることになっています。ちなみに、こ

れにより、わが国のGDPの水準は3%程度上積みされる見込みです。

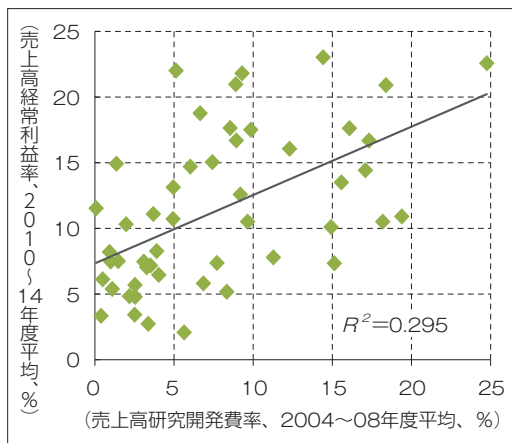
研究開発効率の改善が課題

わが国においては、研究開発投資を統計上の処理だけでなく、本当の意味で付加価値を生む投資にしていく必要があります。そもそもわが国のGDPに対する研究開発投資比率は、国際的にみてもすでに高水準にあります。これは裏を返せば、過去の研究開発投資が実際に生み出すに至った付加価値が小さい、すなわち国際的にみた研究開発効率の悪さを示しているともいえます。研究開発投資と設備投資の関係を米国とわが国で比較すると(図表2)、わが国は研究開発が増加しても設備投資の増加幅が小さくなる傾向がみられます。これは、わが国の研究開発が、商品化され、設備投資に結びつく割合が低いことを示唆しています。また、製造業の2004～08年の累計研究開発支出額に対する2009～13年の累計付加価値の比をみても、米国が約10倍、ドイツ

が約13倍となっているのに対し、わが国は約8倍弱にとどまっています。研究開発効率の向上に向け、社会のニーズを捉え、イノベーションに結びつく応用研究、商品化を見据えた技術開発を、基礎研究と両輪で進めていくことが重要となります。

一方で、中国の研究開発費が、2013年には欧州各国やわが国を抜いて、米国に次ぐ世界第2位となるなど、新興国の研究開発も活発化しており、今後、世界的な研究開発競争は激化していくことが見込まれます。生産・輸出拠点としての地位が低下したわが国が、研究開発拠点としての地位を維持していくためには、産官学一体となって、研究開発・教育活動を支援していく仕組みの拡充が重要となります。具体的には、研究開発促進税制の拡充や、産学連携プロジェクトの活性化、女性や海外の優秀な人材が活躍しやすくするための制度・インフラの整備、などを推進していくことが求められます。(菊地)

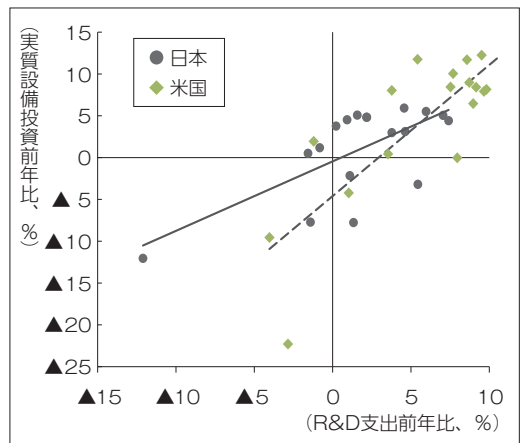
図表1 医療・バイオ業種の経常利益率と研究開発費率



(資料) 企業財務データベース「SPEEDA」を基に日本総合研究所作成

(注) 売上高、経常利益、研究開発費を公表している175社のうち、当該年度のデータが取得可能な売上高上位50社(売上高は約5,000億円以上)。

図表2 日米企業のR&D支出と実質設備投資(1995～2012年度)



(資料) 総務省「科学技術研究調査」、内閣府「国民経済計算」、OECD「Main Science and Technology Indicators」、BEAを基に日本総合研究所作成

(注) 米国の実質設備投資は知的財産生産物を除く。実線は日本、破線は米国の線形近似。

■ 企業負担の現状と政府の取り組み

2016年度の税制改正大綱に、企業向けの減税措置の柱として、法人税率の引き下げなどの改正案が盛り込まれました。これは、企業の収益改善や投資拡大を起点に雇用や賃金を増やし、個人消費を活発化させるという政府の成長戦略の一環です。以下では、企業における負担を定量的に把握したうえで、政府の企業負担軽減に向けた取り組み、および、今後の課題について整理しました。

企業負担の実態

企業負担はその性質から大きく三つに分類出来ます。一つは所得課税です。これは利益を対象とし、利益が上がっていなければ納める必要がないものです。法人税がその代表です。二つめが資産課税であり、土地、家屋、機械装置をはじめとする資産に課され、利益の有無にかかわらず支払い義務が発生するため固定費的性質をもちます。具体的には、固定資産税などです。三つめとして社会保険料の事業主負担があります。これは企業が従業員等の社会保険料を従業員等と折半で負担するもので、資産課税と同様、利益の有無にかかわらず支払い義務が生じます。

以上を踏まえ、企業負担に関して二つの側面からみていきます。第1に、負担の規模と構造ですが、これは企業の財務データを収載した「法人企業統計年報」によって大まかに把握することが出来ます。まず、規模は、統計上の「法人税、住民税及び事業税」、「租税公課」、「福利厚生費」がそれぞれ所得課税、資産課税、社会保険料の事業主負担におおむね相当しており、2014年度においてそれぞれ21.1兆円、10.5兆円、23.9兆円、合計すると55.5兆円です（図表1）。これは企業

全体の経常利益78.6兆円の約7割に相当する規模です。続いて負担構造を企業規模別にみると、中小企業は資産課税と社会保険料、大企業は所得課税を相対的に多く負担しています。

第2に、国際比較です。企業負担の国際比較は、各国間で課税ベースの定義をはじめ税法上の違いが大きいため、単に表面上の税率等を比較するだけでは実態は捉えきれません。そこで、国際比較を可能にするために等しい条件のもとでの企業負担を計算した世界銀行の統計があります。それによると、わが国の企業負担（2014年）はトータルで企業の税引き前利益の51.3%であり、OECD（経済協力開発機構）32カ国の平均と比べ、高い水準にあるといえます（図表2）。内訳をみると、わが国は、所得課税と資産課税が重いのに対し、社会保険料が軽いという特徴が読み取れます。

政府の取り組み

では、企業負担がこうした状況にあるなか、政府はどのような取り組みを進め

図表1 企業負担の規模と構成比
(2014年度)

(兆円、< % >)

	合計	中小企業 (277万社)	大企業 (3.2万社)
所得課税 (法人税、住民税及び事業税)	21.1 <38.0>	6.0 <30.0>	15.1 <42.5>
資産課税 (租税公課)	10.5 <18.9>	4.7 <23.6>	5.8 <16.3>
社会保険料 (福利厚生費)	23.9 <43.1>	9.3 <46.4>	14.7 <41.2>
合計	55.5 <100>	20.0 <100>	35.6 <100>

(資料) 法人企業統計年報を基に日本総合研究所作成
(注) 資本金1億円の企業は、税法上は中小企業に該当するが、統計の制約によりここでは大企業に含まれる。

ているのでしょうか。まず、所得課税について、政府は、2014年の「経済財政運営と改革の基本方針」に国税分と地方税分を合わせた法人税率を数年間で20%台に引き下げるという目標を明記しました。それを受け、昨年度、法人税率は34.62%から2016年度に31.33%まで引き下げられることになり、2016年度税制改正大綱でもさらなる引き下げが盛り込まれました。それにより、法人税率は2016年度に29.97%、2018年度に29.74%となる見通しです。

こうした税率引き下げのメリットを受けるのは、所得課税の負担が相対的に重い大企業が中心になると考えられます。もっとも、税率引き下げと並行して、大企業に関し、支払賃金などで測った付加価値や資本に応じて課税する法人事業税の外形標準部分が強化されたことなどから、大企業トータルでみた場合のネットの税負担に大きな変化はないとみられます。

次に、資産課税については、2016年度の税制改正大綱で中小企業者等を対象

とする固定資産税の軽減措置が新設されることになりました。法人税率引き下げは、全体の約7割が赤字・欠損法人である中小企業に恩恵が限られるのに対し、固定資産税の軽減であれば利益の有無にかかわらずメリットを受けることができます。

具体的な内容としては、中小企業者等が一定の機械装置を取得した場合に固定資産税の課税標準を最初の3年間は半分にするというものです。適用を受けるにあたっては、中小企業者等自らが経営力を向上させるための取り組みについて計画を策定することが求められる見込みです。

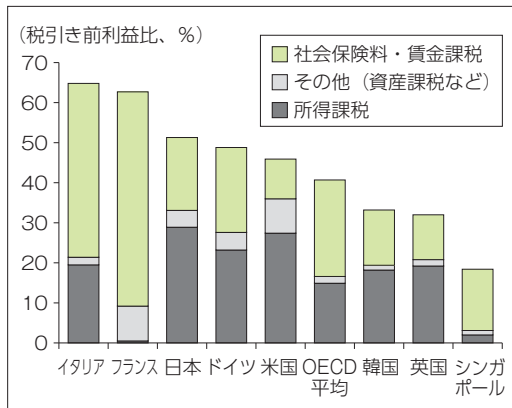
今後の課題

このように、企業を起点とした確かな経済成長を実現するため、所得課税、資産課税について減税措置が講じられてきています。もっとも、今後を見据えると課題も指摘出来ます。

一つは、政策効果の検証です。わが国の財政状況が深刻であることを勘案すると、減税を検討するにあたって政策効果を考慮せざるを得ません。これまでの政策のうち、いずれが経済成長により有効だったのかについての検証が不可欠になるでしょう。

もう一つは、社会保険料の抑制です。わが国の企業が負担する社会保険料は、OECD平均と比較すれば高いとはいえませんが、絶対額ではもはや最大の税ともいえます。今後、少子高齢化が一段と進むなか社会保障費の一層の増大は不可避であり、それとともに社会保険料に対する上昇圧力は益々強まると予想されます。税のみならず社会保険料を含めたトータルの議論が求められているといえましょう。(立岡)

図表2 企業負担の国際比較 (2014年)



(資料) The World Bank, "Doing Business 2016" を基に日本総合研究所作成
 (注) 日本は東京、米国はニューヨークの値。

SDR構成通貨入りした人民元と求められる市場改革

SDR構成通貨入りした人民元

2015年11月末に開かれたIMF（国際通貨基金）理事会において、中国人民元がSDR（特別引き出し権）のバスケット構成通貨に加わることが決定されました（図表1）。SDRとは、IMF加盟国の公的準備を補完する目的で1969年に創出された潜在的請求権であり、加盟国に拠出額に応じて割り当てられ、加盟国が準備通貨の不足に直面した際、これと交換にバスケット構成通貨を入手することが出来ます。

リーマン・ショック以降、中国は人民元の国際化を本格化させると同時に、超国家的な準備通貨の必要性を訴え、SDRの役割を高めるべきであると主張してきました。構成通貨の見直しは5年ごとに行われ、2010年の見直しの際には、人民元は構成通貨の選定基準の一つである自由利用可能通貨（freely usable currency）の条件を満たしていないとされ、構成通貨入りは見送られました。その後、人民元の国際化が進展し、国際銀行借入れ、国際債券発行、貿易金融などにおいて利用率が上昇したことから、この条件をク

リアしたと判断されて、構成通貨入りが実現しました。

人民元が既存の4通貨と異なる点は、中国では資本取引の自由化が完了していないため、どのような取引も自由に行えるわけではなく、SDR構成通貨としての実際の運営において、多々障害があることです。これらを克服するため、中国は2015年に様々な改革を行いました。その一つが、8月に中国人民銀行が実施した為替制度改革です。国内為替市場で午前9時15分に発表される基準値が市場実勢から乖離していることがIMFより指摘されたため、その決定方法を前日の終値を参考とする形に変更し、実勢をより反映しうる制度としました。それとともに、市場実勢に近づける目的で基準値が8月11～13日の3日間に合計5%近く切り下げられ、市場の大きな混乱を招く結果となりました。

今後求められること

SDR構成通貨となったことにより、人民元は「準備通貨の一角に入った」形となりましたが、真の意味で国際通貨となるためには、資本取引の自由化を完了させることが求められます。しかし、当面、これを進めるには大きな問題があります。それは、2005年7月の切り上げ以降、リーマン・ショック後の固定相場期を除いて増価し続けてきた人民元の対ドル名目レートが、2014年1月をピークに減価基調に転じたことです（図表2）。その後、日中変動幅の拡大もあって為替レートの変動性は増しており、また、2015年8月の基準値の切り下げを契機に減価が加速しています。通貨が減価するなかでの資

図表1 人民元追加前後のSDRバスケットの構成比率

(%)

構成通貨	追加前	追加後
米ドル	41.90	41.73
ユーロ	37.40	30.93
英ポンド	11.30	8.09
日本円	9.40	8.33
中国人民元	—	10.92
合計	100.00	100.00

(資料) IMF

本取引の自由化は、大幅な資本流出を招く恐れがあります。

対ドルレート減価の基本的な背景としては、米国の量的金融緩和政策が縮小され、2015年12月には政策金利の引き上げも行われた一方、中国では景気が減速しており、金融緩和を維持せざるを得ないことがあります。一方、人民元の実質実効レートを見ると、最近まで増価傾向が維持され、輸出品の国際競争力の低下をもたらしています。この状況が、対ドルレートの減価が持続するという見通しを強めていると考えられます。

景気減速下での人民元の減価を受け、中国からの資本流出が拡大しています。企業によるドル建て債務の返済や、対外投資などが増えていると考えられます。2015年に、中国の外貨準備は実に5,130億ドル減少しました。これは、通貨当局が、人民元買いドル売りの介入により、対ドルレートの減価や資本流出の加速を抑制しようと試みたことを示しています。

人民元の減価が持続するなかで、2015

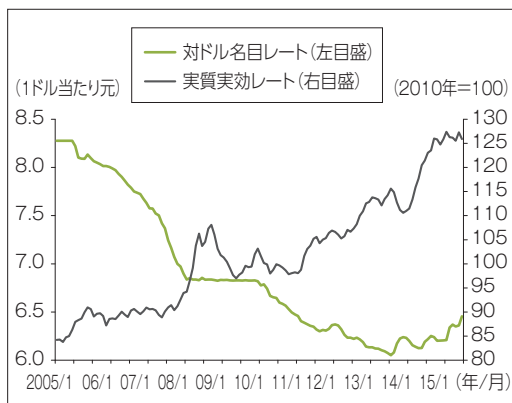
年秋以降、対外投資に関する規制はむしろ強化されており、2月初めにはその中心的な制度であるQDII（適格国内機関投資家制度）に関しても規制が強化された模様です。また、中国系の銀行が香港のオフショア市場で受け入れている人民元預金に関して国内と同じ17.5%の準備率が課されるなど、香港市場の流動性を管理してオフショア人民元（CNH）売りを抑制しようとする動きも出ており、1月初めには、大規模な人民元買い介入に伴う流動性の減少により、香港市場の銀行間金利が66.8%に急上昇する事態も発生しています。

こうした一連の政策は、対ドルレートを基本的には市場変動にゆだねつつも、緩やかな減価の示現を意図したものとみられます。その実施はやむを得ない面もありますが、市場の動きを規制により管理しようとするスタンスが行き過ぎないようにすることが求められます。

また、当局による情報開示の強化も必要です。2015年12月には、中国外国為替取引システム（CFETS）が13通貨のバスケットによる人民元為替レートインデックスを公表し、為替政策では人民元の対ドルレートではなく通貨バスケットに対する価値の安定が重視されていることを強調しました。今後、政策運営の透明性を高める努力が、ますます重要となるでしょう。

人民元のSDR構成通貨入りを果たした中国としては、以上の点に留意し、為替市場の安定を図るとともに、市場ベースの金融システムを構築して資本取引の自由化を着実に推進していくことが不可欠です。 (清水)

図表2 人民元レートの推移



(資料) Datastream, BIS

■ 長期的な戦略策定が求められる病院業界

将来的な社会保障費の財源不足が懸念されるなか、政府は医療費抑制に向けて、病院の機能分化を進める方針を打ち出しています。これに基づき診療報酬改定などを通じた政策誘導が行われており、各病院では地域における自院の特性を見極めたうえで長期戦略を策定する重要性が従来以上に高まっています。

病院の機能分化に向けた政府方針

わが国では、他の先進諸国と比べて、人口対比の病床数が多く、入院期間も長い傾向にあります。また、医師・看護師が手厚く配置され、その分医療費がかさむ重症患者向けの病床が、実需以上に存在し、供給過剰になっているともいわれています。こうした状況に対して厚生労働省では、病院の機能を、①手術患者や救急患者などを対象とした高機能・高単価の急性期、②治療後のリハビリが主体の回復期、③完治までに時間を要する患者が対象の慢性期など、患者の状態に合わせて改めて定義し、地域ごとにそれぞれの必要病床数を定めることによって、財源を効率的に配分する方針を打ち出しています。具体的には、高齢者数がピークを迎える2025年を見据え、急性期では入院期間の短縮化によって需要増に対応したうえで、病床の一部を医療費負担の軽い回復期にシフトすることが想定されています。また、慢性期でも、在宅医療や介護施設・高齢者住宅の整備による代替が進められる方向性で、結果的に2025年における病床数は、現在の135万

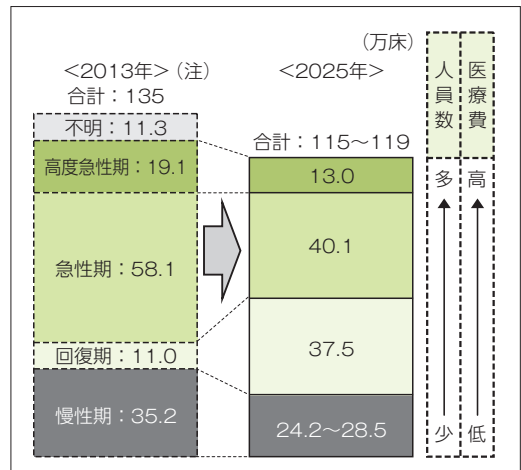
床から1割減となる115～119万床に削減可能と試算（図表）されています。

診療報酬改定を通じた病院経営への影響

かかる長期目標の実現に向けては、2年ごとの診療報酬改定を通じた政策誘導がスタートしています。前回2014年4月の改定では、①急性期について、看護師を多く配置した病床が主対象とすべき患者の要件が見直されたほか、②慢性期でも患者の在宅復帰の進展に応じて報酬が加算されるなど、病床絞り込みにつながる施策が盛り込まれました。他方、③回復期においては、急性期からの早期退院患者を対象とした「地域包括ケア病棟」という新たな報酬体系が設けられ、財源が優先的に配分された格好です。

2016年4月に予定されている改定については、病院の収益に直結する本体部分

図表 2025年の必要病床数推計



(資料) 内閣府資料を基に弊社作成
(注) 2013年は各病院が自院が担う機能を自主報告したもの。

(薬価部分を除いた医師の技術料見合いの報酬)の引き上げ(+0.49%)が決まっていますが、その財源配分においても、機能分化の方向性に沿ったメリハリの効いた施策が想定されており、対応の巧拙が病院間の業績格差の拡大につながるとみられています。

各病院の取り組み

こうしたなか、病院側でも政府方針に合わせた様々な取り組みが行われています。例えば、急性期分野では、高度急性期を担う病院として勝ち残りを目指すべく、医師の増員や最先端医療機器への積極投資などで一段の集患力強化を図る病院がある一方、病床の一部を自主的に回復期や慢性期に転換し、急性期治療からリハビリまでを一貫して手掛けることによって、収益の安定化を狙う事例もみられます。また、慢性期患者の多い病院が介護施設への転換を検討するケースや、小規模病院が入院機能を縮小したうえで、拡大が見込まれる在宅医療分野に経営資源を集中するケースも出始めています。さらには、地域の病院間で共同し役割分担を明確化しようとする動きもあり、この点では、一般企業における持ち株会社のように、複数の医療法人などが経営に参画して一体運営を目指すものとして、2015年9月に創設された「地域医療連携推進法人制度」が注目されています。同制度の施行は2017年度に予定されていますが、すでに、大学病院や公的病院などが中核となって、地域内の複数

病院での連携を模索する取り組みがみられ、実現すれば、機能分化による医療資源の最適配分だけにとどまらず、医薬品の共同購入や医療機器の相互利用など、経営面での効率化にもつながると期待されています。

もつとも、病床機能の転換にあたっては、自院の人的リソースの見直しが必要になるうえ、対象患者や提供する医療サービスが大きく変わることに對して、医師や看護師などの意識統一を図っていくハードルは低くないとの見方もあります。さらには、医療機器やリハビリ設備といったハード面の入れ替えも発生するため、財務面がネックとなって、意思決定に時間を要するケースもみられます。

今後の方向性

診療報酬改定をはじめとした医療行政は、その時々政治・経済情勢の影響を受けやすく、将来を見通しにくい面はあるものの、長期的に医療費抑制が進められていく方向性は不変とみられ、とくに、2018年4月に予定されている診療報酬・介護報酬同時改定のタイミングでは、2025年に向けた大きな制度変更が行われるとの見方もあります。したがって、今後数年間は、各病院が、自院の特性や地域での位置づけ、競合環境を踏まえたうえで、他病院との提携なども含め、長期的視野に立った様々な戦略構築を進めていくとみられ、動向が大いに注目される所です。(白井)

金融面からみたユーロ圏の設備投資の先行き

ユーロ圏では、緩やかな景気回復が続くなか、ECB（欧州中央銀行）の緩和的な金融政策もあり、企業の借り入れ需要が高まっています。

2016年1月に発表されたユーロ圏の銀行を対象としたECBによる貸し出し調査（調査期間は15年12月9～30日）では、過去3カ月の間に企業からの借り入れ需要、とりわけ投資目的の資金需要が拡大したと多くの銀行が回答しており（図表1）、これまで回復が遅れていた設備投資の増勢加速が期待されます。そこで、以下では、企業の借り入れ需要、銀行部門の貸し出し態度といった金融面に焦点を当て、ユーロ圏

の設備投資の先行きを展望してみました。

まず、企業の借り入れ需要を資金使途別にみると、投資目的のほか運転資金やM&Aなど、前向きな資金需要が高まっていることがうかがえます。一方で、既存の借り入れをより有利な条件で借り換えるなど債務負担の軽減を目的とした資金需要の増加も依然として続いています（再掲図表1）。

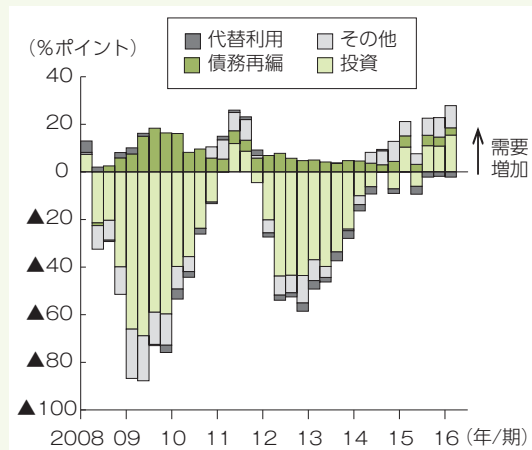
これは、08年の金融危機、10年以降の欧州債務危機をきっかけとした企業の債務負担増加がまだまだ十分に解消されていないことを示唆しています。実際、ユーロ圏各国の非金融企業の債務残高の対名目GDP比をみると、南欧諸国を中

心に高止まりしています（図表2）。企業は設備投資の拡大に前向きになりつつあるものの、過剰債務の圧縮が道半ばの状況下、当面、借り入れを伴う投資の拡大は緩慢なペースにとどまるとみられます。

一方、銀行の貸し出し態度をみると、2014年半ば以降、貸し出し態度を「緩和した」と答える銀行が増加しており、「厳格化した」との回答を上回っています（図表3）。

その背景として、ECBの緩和的な金融政策が指摘出来ます。ECBは14年6月の理事会で、銀行がECBに預け入れる余剰資金に対してマイナス金利を導入したほか、超低金利で期間4

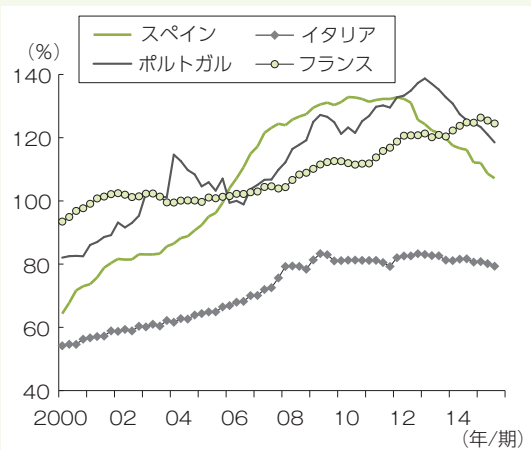
図表1 ユーロ圏の企業の資金使途別借り入れ需要



(資料) ECB “Bank Lending Survey” を基に日本総合研究所作成

- (注) 1. 過去3カ月間。「増加」の割合-「減少」の割合。
2. 代替利用は、内部調達、他銀行からの借り入れ、銀行以外からの借り入れ、債券・株式発行の合計の平均値。その他は、運転資金、M&A、の合計の平均値。

図表2 ユーロ圏の非金融企業債務の対名目GDP比



(資料) ECB “Quarterly Sector Accounts”、Eurostat、各国統計機関を基に日本総合研究所作成

(注) 債務残高は、借り入れ+債券。

年の資金を貸し出す長期資金供給オペレーションの導入などを決定しました。加えて、15年3月にユーロ圏の国債買い入れを含んだ量的緩和を開始したことも貸し出し態度の緩和を後押ししていると考えられます。

もっとも、貸し出し態度が緩和しているとはいえ、実態は「厳格化」している銀行が減少しているにすぎません。

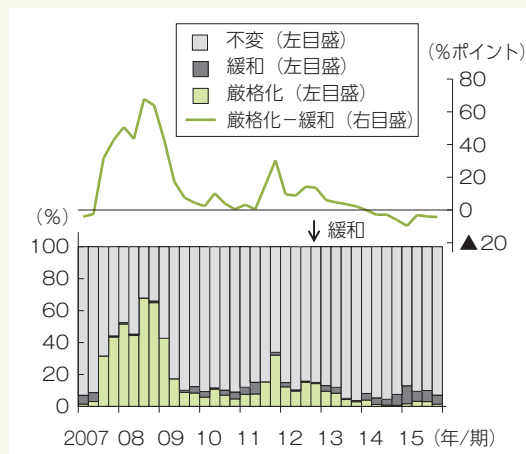
多くの銀行が金融危機および債務危機時に厳格化した貸し出し態度を変えておらず、企業の資金調達環境には依然として厳しさが残存していることがうかがえます（再掲図表3）。こうした背景として、南欧諸国を中心とした不良債権の高止まりが指摘出来ます（図表4）。景気の低迷が続く

イタリア、ポルトガルでは不良債権比率の上昇に歯止めがかかっておらず、堅調な景気回復が続くスペインでも低下傾向にあるものの、依然として歴史的な高水準にあります。ちなみに、イタリアでは、不良債権を証券化し、投資家に売却するというスキームがEUとの間で合意されました。その際に、一部政府保証が付与されるものの、その対象は比較的安全性が高い部分（トランシェ）に限られるため、その効果が疑問視されています。また、ポルトガルでは15年10月の総選挙後、これまで改革路線で景気回復を実現してきたコエリョ政権が退陣に追い込まれ、今後の改革の進展に遅れが生じる懸念が強まっており、不良債権処理の迅

速化は期待し難い状況です。**以**上を踏まえると、金融面からの設備投資の押し上げは限定的にとどまり、設備投資の本格的な回復にはなお時間を要するとみられます。

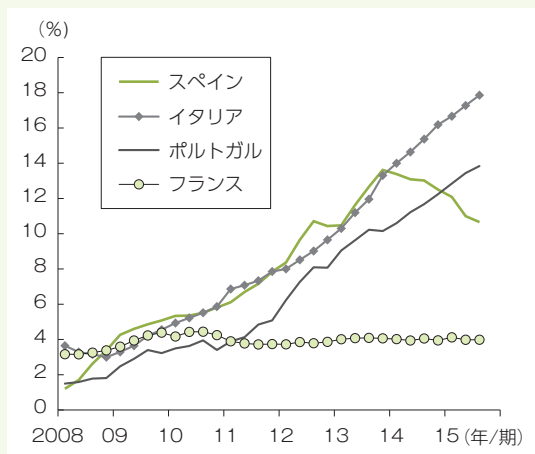
加えて、足元では、中国をはじめとした新興国景気の減速や中東情勢の混迷など地政学リスクへの懸念が高まっています。また、欧州内でも急増する難民問題をきっかけに政治リスクが再び強まりつつあります。不確実性が高まると、企業は先行きの見通しが立たず、設備投資に慎重にならざるを得なくなるだけに、こうした外部環境の行方次第では、投資の本格回復がさらに遅れるリスクがあるといえるでしょう。（芝）

図表3 ユーロ圏の銀行の企業向け貸し出し基準の変化



(資料) ECB “Bank Lending Survey” を基に日本総合研究所作成

図表4 ユーロ圏の銀行の不良債権比率 (企業向け)



(資料) 各国中央銀行を基に日本総合研究所作成

KEY INDICATORS

(2016年2月15日現在)

● 日 本 ●

(%)

	2014年度	2015年		2015年			2016年 1月
		7~9	10~12	10月	11月	12月	
鉱工業生産指数	(▲0.4)	〈▲1.2〉 (▲0.4)	〈0.5〉 (▲0.5)	〈1.4〉 (▲1.4)	〈▲0.9〉 (1.7)	〈▲1.7〉 (▲1.9)	
鉱工業出荷指数	(▲1.1)	〈▲0.6〉 (▲0.6)	〈0.4〉 (▲0.8)	〈2.1〉 (▲0.8)	〈▲2.4〉 (0.7)	〈▲1.8〉 (▲2.5)	
鉱工業在庫指数 (末)	(6.2)	〈▲0.9〉 (2.1)	〈▲1.1〉 (0.0)	〈▲1.9〉 (0.2)	〈0.4〉 (▲0.4)	〈0.4〉 (0.0)	
生産者製品在庫率指数	(5.4)	〈1.4〉 (2.1)	〈▲1.0〉 (0.6)	〈▲3.0〉 (▲0.5)	〈3.1〉 (▲0.5)	〈0.4〉 (2.9)	
稼働率指数 (2010年=100)	100.6	96.8	98.3	98.7	98.6	97.6	
第3次産業活動指数	(▲1.1)	〈0.2〉 (1.6)	〈0.0〉 (1.1)	〈0.9〉 (1.6)	〈▲0.9〉 (1.5)	〈▲0.6〉 (0.1)	
全産業活動指数 (除く農林水産業)	(▲1.1)	〈0.0〉 (1.3)		〈0.9〉 (0.9)	〈▲1.0〉 (1.3)		
機械受注 (船舶・電力を除く民需)	(0.8)	〈▲10.0〉 (▲0.9)		〈10.7〉 (10.3)	〈▲14.4〉 (1.2)		
建設工事受注 (民間)	(4.8)	(11.6)	(1.9)	(▲19.8)	(▲6.0)	(30.0)	
公共工事請負金額	(▲0.3)	(▲8.0)	(▲4.0)	(▲4.8)	(3.3)	(▲9.6)	(▲2.6)
新設住宅着工戸数 (年率、万戸)	88.0 (▲10.8)	91.7 (6.2)	86.8 (▲0.7)	86.5 (▲2.5)	87.9 (1.7)	86.0 (▲1.3)	
百貨店売上高 全国	(▲4.6)	(2.7)	(0.3)	(4.2)	(▲2.7)	(0.1)	
チェーンストア売上高 東京	(▲2.8)	(6.1)	(3.0)	(7.4)	(0.2)	(2.2)	
チェーンストア売上高	(▲2.5)	(2.3)	(0.5)	(2.8)	(▲1.0)	(0.0)	
完全失業率	3.5	3.4	3.3	3.1	3.3	3.3	
有効求人倍率	1.11	1.22	1.26	1.24	1.25	1.27	
現金給与総額 (5人以上)	(0.5)	(0.5)	(0.3)	(0.7)	(0.0)	(0.1)	
所定外労働時間 (//)	(2.0)	(▲0.9)	(▲1.2)	(▲0.8)	(▲0.9)	(▲1.8)	
常用雇用 (//)	(1.7)	(2.0)	(2.2)	(2.2)	(2.1)	(2.3)	
M2 (平残)	(3.3)	(4.0)	(3.4)	(3.7)	(3.3)	(3.1)	(3.2)
広義流動性 (平残)	(3.3)	(4.5)	(3.9)	(4.2)	(4.0)	(3.6)	(3.6)
経常収支 (兆円)	7.93	4.90	3.56	1.46	1.14	0.96	
前年差	6.46	3.27	2.05	0.61	0.70	0.73	
貿易収支 (兆円)	▲6.57	▲0.36	0.12	0.20	▲0.27	0.19	
前年差	4.45	2.06	1.90	0.97	0.36	0.57	
消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(2.8)	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.1)	(0.1)	(0.1)	

(%)

	2014年度	2014年		2015年			
		7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
業況判断DI 大企業・製造		13	12	12	15	12	12
非製造		13	16	19	23	25	25
中小企業・製造		▲1	1	1	0	0	0
非製造		0	▲1	3	4	3	5
売上高 (法人企業統計)	(2.7)	(2.9)	(2.4)	(▲0.5)	(1.1)	(0.1)	
経常利益	(8.3)	(7.6)	(11.6)	(0.4)	(23.8)	(9.0)	
実質GDP (2005年連鎖価格)	(▲1.0)	〈▲0.6〉 (▲1.5)	〈0.6〉 (▲1.0)	〈1.0〉 (▲1.0)	〈▲0.3〉 (0.7)	〈0.3〉 (1.7)	〈▲0.4〉 (0.5)
名目GDP	(1.5)	〈▲0.7〉 (0.5)	〈1.0〉 (1.3)	〈1.9〉 (2.2)	〈▲0.0〉 (2.1)	〈0.6〉 (3.5)	〈▲0.3〉 (2.0)

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 ●

	2015年	2015年			2015年		2016年 1月
		4～6	7～9	10～12	11月	12月	
鉱工業生産	(1.3)	<▲0.6> (1.5)	<0.7> (1.2)	<▲0.9> (▲0.9)	<▲0.9> (▲1.3)	<▲0.4> (▲1.8)	
設備稼働率	77.8	77.7	77.9	77.0	76.9	76.5	
小売売上高	(2.2)	<1.6> (1.9)	<1.1> (2.3)	<0.2> (1.9)	<0.3> (1.5)	<0.2> (2.4)	<0.2> (3.4)
失業率 (除く軍人、%)	5.3	5.4	5.2	5.0	5.0	5.0	4.9
非農業就業者数 (千人) (前期差、前月差)	2,893	653	670	718	280	262	151
消費者物価指数	(0.1)	<0.7> (▲0.0)	<0.4> (0.1)	<0.1> (0.5)	<0.0> (0.5)	<▲0.1> (0.7)	

	2015年	2014年		2015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)	{4.3} (2.9)	{2.1} (2.5)	{0.6} (2.9)	{3.9} (2.7)	{2.0} (2.1)	{0.7} (1.8)
経常収支 (億ドル、年率) 名目GDP比		▲3,916 ▲2.2	▲4,126 ▲2.3	▲4,732 ▲2.7	▲4,444 ▲2.5	▲4,965 ▲2.7	

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
2014年	3.3	3.9	2.5	2.9	0.9	6.0	5.0	6.1	7.3
2015年	2.6	0.9					4.8	5.8	6.9
2014年4～6月	3.4	4.1	2.0	2.3	0.9	6.5	5.0	6.7	7.4
7～9月	3.3	4.3	2.9	2.8	1.0	5.6	5.0	5.5	7.1
10～12月	2.7	3.6	2.4	2.1	2.1	5.7	5.0	6.6	7.2
2015年1～3月	2.5	4.0	2.4	2.7	3.0	5.6	4.7	5.0	7.0
4～6月	2.2	0.6	2.8	2.0	2.8	4.9	4.7	5.8	7.0
7～9月	2.7	▲0.6	2.3	1.9	2.9	4.7	4.7	6.1	6.9
10～12月	3.0	▲0.3					5.0	6.3	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
2014年	47,150	39,670	▲70,932	39,050	▲225	25,088	▲2,199	▲3,296	383,058
2015年	90,353	51,543	▲57,078	49,901	11,721	23,920	7,513		592,999
2014年11月	5,262	4,183	▲6,727	4,621	▲104	3,286	▲497	▲361	54,765
12月	5,551	4,411	▲7,641	2,926	1,535	2,561	2	▲667	49,916
2015年1月	5,808	4,783	▲4,774	5,787	▲411	2,499	632	▲862	59,282
2月	7,514	4,565	▲4,627	3,308	385	1,266	663	▲837	60,417
3月	8,339	4,063	▲5,956	5,817	1,515	2,126	1,026	246	2,529
4月	8,376	4,751	▲5,053	3,895	▲527	1,890	477	▲337	33,247
5月	6,291	5,419	▲5,174	4,568	2,427	1,532	1,077	507	57,087
6月	9,960	2,174	▲5,905	3,229	160	2,135	528	▲554	45,151
7月	7,012	3,608	▲3,668	4,108	770	622	1,384	▲1,519	41,690
8月	4,299	3,938	▲3,234	2,888	721	2,502	328	▲1,048	59,526
9月	8,896	5,225	▲4,694	3,866	2,794	2,250	1,030	▲1,316	59,654
10月	6,596	6,115	▲3,826	5,298	2,101	2,858	1,013	▲1,944	61,319
11月	10,262	2,737	▲4,270	3,472	299	2,373	▲408	▲977	53,745
12月	7,001	4,165	▲5,897	3,663	1,487	1,866	▲236		59,389
2016年1月	5,300								



マンスリー・レビュー 2016年3月号

発行日 2016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