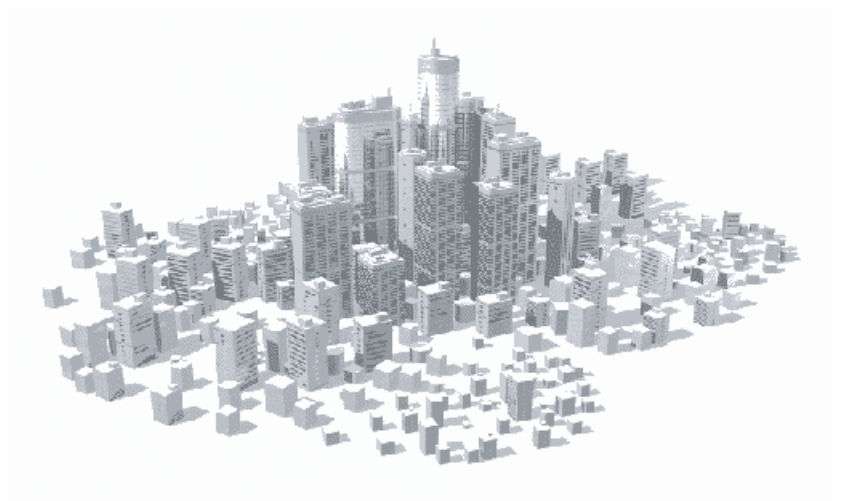


マンスリー・レビュー

2016. 7



三井住友銀行

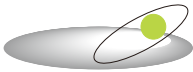
企画 日本総合研究所
編集

CONTENTS

視点	消費増税再延期を機にアベノミクスの再構築を 日本総合研究所 調査部 岡田哲郎 … 1
経済トピックス①	高まる円高による企業収益の下振れリスク 日本総合研究所 調査部 菊地秀朗 … 2
経済トピックス②	世界的な自然利子率低下の影響と課題 日本総合研究所 調査部 河村小百合 … 4
アジアトピックス	減速する中国経済 日本総合研究所 調査部 関 辰一 … 6
産業トピックス	次世代医療もにらみ新たな戦略を打ち出す新薬メーカー 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 澤田 慧 … 8
データアイ	持ち直しつつあるわが国の住宅建設 日本総合研究所 調査部 西浦瑞穂 … 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。



消費増税再延期を機にアベノミクスの再構築を

6月初、安倍首相は既定路線だった2017年4月からの消費税率10%への引き上げを、「世界経済の下振れリスクに備える」必要性を理由に2年半先延ばしすることを表明しました。首相が指摘した通り、世界経済はひと頃に比べて大きく減速した中国をはじめとして、新興国を中心にさえない展開が続いており、国内に目を転じて、消費税率引き上げ後の景気のカギを握る個人消費は足元まで低調な動きが続いています。こうした状況に鑑み、脆弱な景気の腰を折る恐れがあるイベントを先延ばしするという現実的な政策判断が下された形といえましょう。

一方で、こうした先送りを永遠に続けることが出来ないことも、国民の間で認識が共有されるべきです。今回の消費税率引き上げは、少子高齢化対応で増え続ける社会保障費を賄う役割を担っていましたが、そうした計画は大きく狂ってしまうこととなります。また、先進国で最悪と指摘される政府債務・財政赤字問題の改善に向けた重要な一歩にもなるはずでしたが、そうした取り組みは再び後回しにされた格好です。政府債務の膨張に歯止めをかける有効な手立てを講じられない状況が続けば、日本国債の格下げを招き、そうした事態を受けて生じるわが国企業の資金調達コストの上昇がかえって景気に悪影響を及ぼす、という可能性も指摘されています。景気に良かれと思って決断した当面の増税回避が、巡り巡って先行きの経済にとってより大きな負担として跳ね返ってくるリスクも軽視出来ないといえましょう。

このように、経済成長、社会保障、財政それぞれの事情が絡み合う複雑な連立方程式で最適な解を導くために、安倍政権の経済政策「アベノミクス」の状況変化に応じた再構築が求められています。アベノミクスが実質的にスタートした2013年以降、日銀の「異次元緩和」に象徴される思い切った金融緩和と拡張的な財政政策、それに前後して生じた為替相場での大幅な円安が、わが国景気に好影響をもたらしてきました。しかし、最近では日銀が異例の「マイナス金利政策」に踏み込んだにもかかわらず、為替は円高傾向で推移するなど、この面では従来ほどの政策効果が期待出来なくなっています。問題は、こうした市場の動きをてこにした景気浮揚が生じていた間に、外部環境の悪化に耐えるだけの経済の地力をつけられなかったことです。それゆえ今後のカギは、アベノミクスの第1ステージで「第3の矢」と呼ばれた成長戦略をいかに効果的に進めるかにあるといえましょう。

その際のポイントとしては、①これまでの反省に立ち、総花的な成長戦略でなく、効果をあげることを最優先に考えて政策の順位付けを行い、優先度の高い政策に予算等を重点配分すること、②成長戦略の果実である企業収益の増加等が適切な実質賃金の増加に反映され、経済好循環の勢いが増すよう分配面にも目を配ること、③個人消費を委縮させかねない将来的な社会保障や財政をめぐる不透明感の払拭に向けて、改めてそれらの中期的展望と計画を練り直して提示し、その実現にコミットすること、があげられます。

(岡田)

■ 高まる円高による企業収益の下振れリスク

アベノミクス始動以降、好調が続いていた企業収益は、足元で頭打ち感が強まっています。法人企業統計によると、2016年1～3月期の経常利益（全規模、金融業・保険業を除く全産業）は15兆8,997億円で、前年比▲9.3%の減益となりました。季節調整値ベースで見ると、3四半期連続の前期比減益となっています。

これまでは、企業収益の改善が起点となって、設備投資の増加や雇用・所得環境の改善といった景気の好循環が生み出されてきました。もっとも、これまで企業収益押し上げに作用してきた円安が一服し、2016年入り後は円高が進むなど、企業収益への逆風は一段と強まっています。そこで、以下では、企業の収益環境を分析したうえで、わが国景気への影響を検討しました。

伸び悩む売り上げと人件費コストが重し

収益の頭打ちの背景として、第1に、売上高の伸び悩みが指摘出来ます。2016年1～3月期の売上高（全規模、金融業・保険業を除く全産業）は、季節調整値ベースで前期比▲1.0%と、5四半期連続の減収となっています。過去最高を記録したリーマン・ショック前の2007年1～3月期と比較すると、▲16.3%低い水準にとどまっています。内需の停滞が長期化しているほか、海外景気は新興国を中心に減速が続いており、輸出も力強さを欠いています。昨年秋以降は、商品市況の一段の下落に伴い、販売価格引き下げの動きがでていることも、売上高の伸び悩みにつながっています。

第2に、人件費の増加です。これまで、売上高が伸び悩むなかでも、高水準の経常利益を上げることが出来た要因に、日銀の異次元緩和に伴う円安や、2014年後半以降の原油安によるかさ上げがあったことは否めませんが、本質的には、人員整理や事業再編などのリストラを通

じ、人件費や変動費を抑制する、アベノミクス以前からの企業の経営体質の強化が大きく寄与してきました。もっとも、アベノミクス始動後、人手不足が顕在化するなか、企業は人員確保のための賃上げに踏み切らざるをえない状況となっており、人件費は2013年後半から増加基調にあります。一方で、雇用者報酬の増加に見合うだけの消費拡大がみられていないため、企業の付加価値額に占める人件費の割合である労働分配率も、昨年後半から上昇に転じています。

もっとも、売上高経常利益率は、製造業ではリーマン・ショック前の水準、非製造業ではリーマン・ショック前を大きく上回る水準を維持しています。また、資源価格の下落は、商社などの一部業界では、在庫評価損の計上により、収益の下押し要因となるものの、マクロ全体で見ればコスト低減を通じ、収益の下支えに作用します。ちなみに、2016年3月調査の日銀短観では、企業の2016年度の経常利益計画は前年度比▲2.2%となりましたが、期初の計画は慎重になりやすく、その後上方修正をたどる傾向があります。今回の計画が最終的には同+5.9%の増益となった2014年度の期初計画と同程度だったことを勘案すれば、収益環境は極端に悪化しているとはいえないでしょう。

円高が一段の収益下押しリスク

ただし、年初以降の円高が企業収益を下振れさせるリスクは高まっています。昨年末に1ドル=120円台だった為替相場は、5月初めには105円台まで円高が進みました。その後、6月初め時点では110円前後の水準まで戻してはいるものの、日銀短観の2016年度の事業計画の前提となっている想定為替レートは117円であり、想定を超える円高が続いています。

円高は、輸入品価格の下落を通じてコ

スト抑制に作用する一方、輸出品の現地価格の上昇による輸出数量の下押し、円建てでみた輸出売上高や海外からの配当収入等の目減りを通じ、収益の下押しに作用します。国内に比べ海外経済の成長率が高く、輸出企業、グローバル企業が景気回復のけん引役を担っているわが国経済にとっては、円高はマクロで見ればマイナス影響の方が大きくなる状況です。

そこで、円高が企業収益に与える影響を、マクロモデルシミュレーションを基に試算すると、1ドル=110円で推移した場合、2016年度の経常利益は前年度比ほぼ横ばいとなり、さらに、105円の円高水準が定着すれば、同▲1.5%程度の減益が見込まれます(図表1)。円高が重しとなるなか、企業収益は当面頭打ちの状況が続くとみられます。

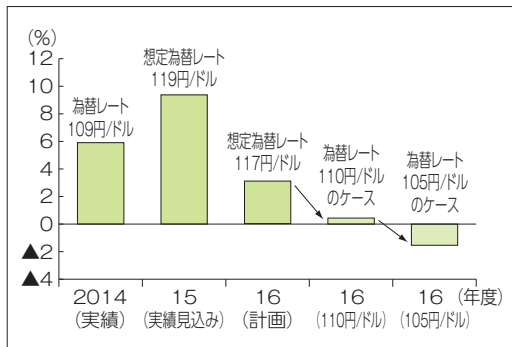
設備投資は更新投資が下支え

このように、円高を背景に景気の好循環の起点となる企業収益の頭打ち感が強まることで、景気の足踏みが一段と長期化するリスクが高まっています。もっとも、企業の設備投資については、足元で、

設備の老朽化などを背景に、利益が伸び悩むなかでも、更新投資を進める企業が増えています。実際に、経常利益の変動が設備投資に与える影響を目的別に試算すると、利益の減少は、企業の成長期待の低下などを通じ、能力増強投資を下振れさせる一方、維持・補修などの更新投資は比較的影響を受けにくい傾向があります(図表2)。また、人手不足の状況下、企業にとっては合理化・省力化の投資を進めていくニーズも根強く、同時に、雇用確保に向け引き続き賃上げ等を行っていく必要に迫られています。これらを勘案すれば、円高による企業収益の悪化から、景気が腰折れし、スパイラル的に悪化していく可能性は、今のところ限定的とみられます。

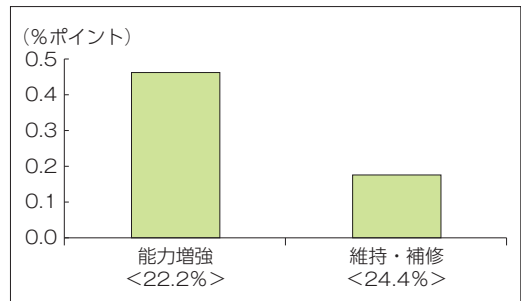
熊本地震の影響などもあり、景気は当面停滞感の強い状況が続くとみられます。企業、政府は、足元の円高に対処しつつ、低迷する潜在成長率の引き上げに向け、官民一体となって、成長戦略に着実に取り組むことで、為替変動に対する耐性を高め、将来の持続的な成長につなげていくことが求められましょう。(菊地)

図表1 日銀短観・経常利益計画 (3月調査、前年度比)



(資料) 日本銀行などを基に日本総合研究所作成
 (注) 1. 2015年度(実績見込み)、2016年度(計画)は、2014年度(実績)との比較を可能にするため、過去の修正パターンを基に調整。
 2. 2016年度(110円/ドル)、2016年度(105円/ドル)は、マクロモデルにおける円高の影響などを基に試算。

図表2 経常利益の変動が目的別設備投資に与える影響 (大企業・製造業)



(資料) 財務省、日本政策投資銀行を基に日本総合研究所作成
 (注) 1. 大企業製造業の経常利益(前年比、1期先行)と、目的別設備投資額(前年比)の弾性値を試算。前年の経常利益が1%増加した場合、当年の目的別設備投資を何%増加させるかを示す。
 2. 推計期間は2000~2014年。それぞれ統計的に1%水準で有意。
 3. < >内は、2015年度計画における投資全体に占めるシェア。

世界的な自然利子率低下の影響と課題

近年、先進各国において、低成長や低インフレ傾向が長期化していることが問題視されています。とりわけ、欧州やわが国においては、中央銀行が異例の手段を含む金融緩和を強力に推進しているにもかかわらず、実体経済や物価に上向く兆しがなかなかうかがわれない状況にあります(図表1)。こうした現実には、2008年の危機以降、主要国の経済構造が根本的に変化したからではないか、「自然利子率」が低下しているのではないか、といった議論が海外の経済論壇では関心を集めています。以下では、「自然利子率」とはどのようなものを概観したうえで、現在、各国が行っている政策運営との関係や注意すべき点を整理してみました。

自然利子率とは

貸し出しや預金に付される「金利」は基本的にはその国の経済状況を反映して形成されますが、その水準から(予想されている)物価上昇率を差し引いたものを「実質金利」と呼びます。これは、今、手元にある資金が、一定期間を経過した後、物価上昇分を除く正味で、どの程度の価値に変化するのかを示す尺度といえます。ですから、企業が設備投資をどの程度実施するか、家計がどれほど消費支出するかを決めるうえで、この実質金利がどの程度の水準にあるのかが、大きく影響することになるのです。

自然利子率とは、実質金利ベースで、市場金利がこの水準にあれば、景気が拡

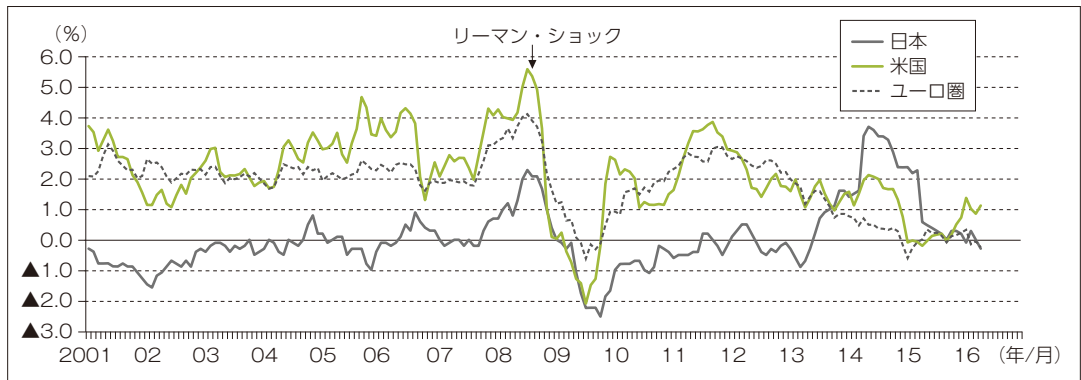
大も縮小もしないという、中立的な金利水準と定義される概念です。近年の主要先進国においては、人口の減少や増勢の鈍化、技術進歩の停滞、富の偏在傾向の拡大、貯蓄率の上昇といった構造的な変化を反映して、自然利子率の低下傾向が続き、少なからぬ国々でマイナス圏内に入っているケースがあるのではないかと、という指摘が数多く出されています。

2013年秋、この問題を他に先がけて指摘したのは、米国の前財務長官のサマーズ氏でした。同氏は、自然利子率が低下しているにもかかわらず、当時、政策金利はゼロ%には下げられないという「ゼロ金利制約」があると考えられていたため、「先進各国の中央銀行は手詰まりの状況に陥っている。その結果、慢性的な需要不足が生じ、先進国経済は、日本が経験してきたような『長期停滞』に陥る可能性があるのではないかと警告し、国際金融界では大きな反響を呼びました。

各国の金融政策運営への影響

その後、欧州中央銀行をはじめとする、いくつかの中央銀行がマイナス金利政策を導入し、本年に入ってから日銀もそれに追随する政策運営に踏み切りました。上記のサマーズ氏の問題提起が広く認識されたことも、マイナス金利政策が広がった一つの背景として指摘出来ます。すなわち、自然利子率が趨勢的に下振れているとみられる以上、現実の政策

図表1 主要国・経済圏の消費者物価前年比の推移



(資料) Datastream

(原資料) 日本の消費者物価前年比は2014年4月の消費税率引き上げ(5%→8%)の影響を含むベース。

金利もマイナス圏にまで引き下げることを通じて需要を喚起し、経済活動や物価の押し上げにつなげようと企図する政策運営がとられたとみることが可能です。

一方、米国の連邦準備制度においては、日欧とは異なり、危機後の非伝統的な手段による金融政策運営から脱却し、正常化を目指すプロセスにすでに着手していますが、やはり自然利子率の動向に注目し、その研究を強化しています。連邦準備制度は金融危機前まで、自然利子率に相当する「景気に中立的な政策金利（FFレート）の水準は2%程度」という想定のもとで金融政策を行ってきました。しかしながら、危機後は経済が弱体化し、この自然利子率が低下したのではないかと、との見方が強まっています。そこで現在、米国の自然利子率がどの程度の水準にあるのかに関する分析が重ねられており、その一例をみると、ここ数年はマイナス圏内に沈んでいたとする研究結果も出ています（図表2）。連邦準備制度は昨年12月、危機後7年ぶりに市場金利の引き上げ誘導を実施しましたが、今後、どの程度まで金利を引き上げていくかについては、こうした研究成果も踏まえて、慎重に検討していく構えです。

求められる潜在的リスクへの目配り

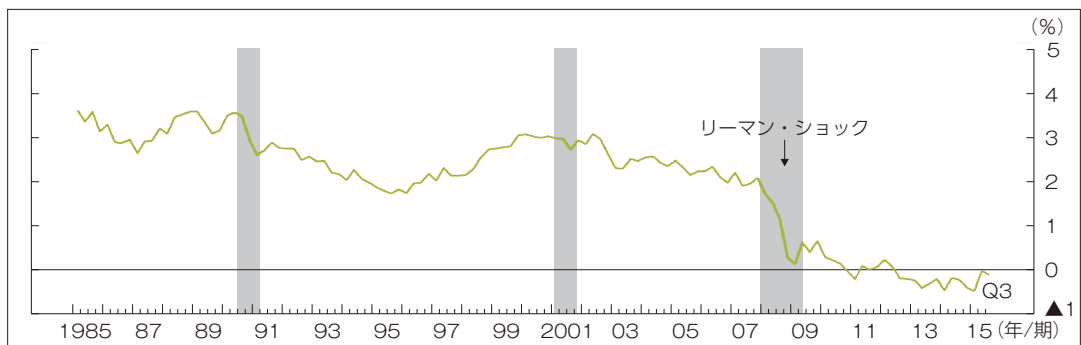
このように、世界的に観測される自然利子率の低下は、主要中央銀行に、大幅な金融緩和状態の長期化を強めている側

面があります。

他方、自然利子率と現実の金利水準との関係ばかりに目を奪われて、不用意に大幅な金融緩和を長期化させると、経済・市場のゆがみが蓄積されて様々なリスクが膨らんだり、副作用が表面化する恐れがあるのもまた事実です。サマーズ氏は、「長期停滞」の可能性を指摘した際、「そのように認識することが、ともすれば、超金融緩和状態の継続によって、人為的にバブルを作り出し、需要の喚起を図ろうとする発想につながりかねない。それは金融の安定を脅かすリスクとなる」と強く警告し、「需要の喚起を図るうえでは、バブルによるのではなく、効率的な投資や消費による方がはるかに望ましい」と強調しています。

わが国においても、2%の物価目標の達成までには、なお、さらなる年月を要するとみられるなかで、現在の金融政策運営がさらに長期化する可能性も高くなっています。今後の金融政策運営に際しては、政策効果の検証はもとより、上述のような、世界的な自然利子率の低下トレンドや識者の警鐘も踏まえ、政策目標の妥当性や潜在的なリスクの大きさについても、適宜、点検していく必要があるといえましょう。また、金融政策にばかり負担が偏らないよう、構造変化の圧力に抗して経済の地力を再び高めていくような成長戦略を着実かつ迅速に実行に移していくことが求められます。（河村）

図表2 米国における自然利子率の推計結果の例



（資料） Janet L. Yellen, The Economic Outlook and Monetary Policy, Remarks at The Economic Club of Washington, December 2, 2015, Figure 2 (Estimates of the Real Natural Rate of Interest from the Laubach-Williams Model) を基に日本総合研究所が一部加筆して作成
（原資料） Laubach and Williams (2015) における統計マクロ経済モデルによる推計結果
（原資料注） シャドー部分はNBERが認めた景気後退期を示す。

減速する中国経済

民間投資はスローダウン

中国では、景気減速が続いています。実質GDP成長率は2010年をピークに低下し、2016年1～3月期には前年比+6.7%となりました（図表1）。

景気の最も大きなブレーキ要因は、民間投資の増勢鈍化です。中国では高い成長期待を背景に借入れを伴う形で積極的に投資が行われてきました。このため、民間企業の固定資産投資（設備投資、不動産開発投資、インフラ投資を含む）の対GDP比は約3割に達しています（日本は17%）。

もともと、企業は過剰債務・過剰設備を抱えるようになるにつれ、新たな設備投資に十分な投資収益が期待出来なくなっています。人件費の上昇に加え、輸出先の景気減速を背景に輸出が伸び悩んでいることも相まって、民間企業は投資を抑制し続けています。

実際、民間固定資産投資の伸び率は2014年に前年比18.1%増、2015年に同10.1%増、2016年1～4月に前年同期比5.2%増と、減速に歯止めがかかっていません。とりわけ、民間鉄鉱石採掘業では同▲29.8%、石炭採掘業▲23.9%、鉄道車両・船舶・航空機製造業▲4.1%と大幅に落ち込んでいます。

こうしたなか、国有企業の倒産が発生し、大手民間企業でも中途採用の凍結や新卒採用の大幅縮小がみられるなど、雇用調整の動きが拡大しています。2016年1～3月期の求人数は前年同期比▲4.5%と、5四半期連続で前年比マイナスとなっ

ています。

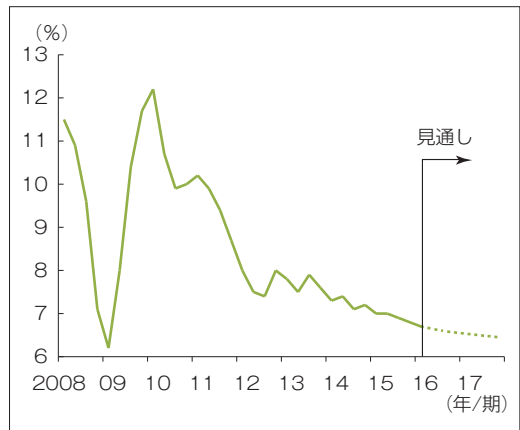
地域別にみると、東部の求人数は同▲0.5%と小幅な減少にとどまったものの、中部は同▲5.9%、西部は同▲11.3%と、より厳しい状況です。北京や上海などの東部の大都市では、証券業や不動産業の活性化などを背景に、一定の経済成長を維持しているものの、多くの中西部の都市や東部の東北地域では、鉱業や重工業の不振を受け、景気減速が深刻になっています。

こうした雇用情勢の悪化はこれまで堅調であった個人消費の弱含みを招いています。内訳をみると、住宅販売の持ち直しに伴い、家具や家電は堅調である一方、スマートフォンなどの通信機械や衣料品が弱まっています。

公共投資が景気・雇用を下支え

先行きを展望すると、過剰債務・過剰設備が重しとなるなか、民間企業はバラ

図表1 実質GDP成長率（前年比）



（資料）国家统计局「国民経済計算」を基に日本総合研究所作成

ンスシート調整を余儀なくされ、その結果、民間投資は一段とスローダウンするリスクがあります。

中国では、非金融企業が対GDP比でバブル期の日本を上回る債務を抱えるなど、企業の債務拡大は限界に達しつつあります。このため、金融緩和では民間投資を喚起出来ず、企業の資金需要は減退しています。

こうしたなか、失業者数の急増を伴うハードランディングの回避に向け、政府は公共投資の拡大など高水準の財政支出を維持することに加え、政策金融を強化する方針を示しています。

具体的には、2014年4月に中国人民銀行が国家開発銀行、中国輸出入銀行、中国農業発展銀行向けに新設した資産担保を条件とした長期低利資金貸出制度であるPSL (Pledged Supplementary

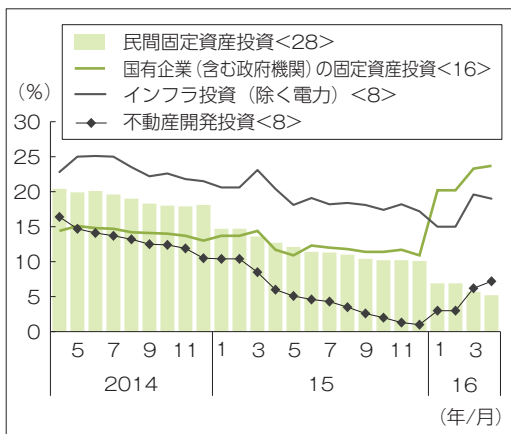
Lending) の残高は、2016年3月末に1兆3,948億元に急増しています。また、2015年8月には国家開発銀行、中国農業発展銀行が中国郵政貯蓄銀行を引受先とするインフラ向け金融債(私募債)を発行し、計3,000億元を調達しました。

上記の合計額である1.7兆元はGDPの2.5%に相当しますが、その一部は実体経済に回り始めており、2016年1～4月の国有企業(含む政府機関)の固定資産投資は前年同期比23.7%増に急加速しています(図表2)。これにより医療や教育など先行き需要が大きく拡大すると見込まれる分野の社会インフラ整備が進展するとみられます。

加えて、鉄道や道路を中心としたインフラ投資や不動産開発投資にも持ち直しの動きがみられます。このうち、住宅在庫が依然として高い水準であることを踏まえれば、不動産開発投資が加速し続ける可能性は低いものの、発展改革委員会が2015年に前年対比1.6倍にあたる2.5兆元にのぼる交通や農業水利、エネルギー分野の投資インフラプロジェクトを承認しており、先行き該当分野の投資が加速すると期待されます。

このように、国有企業や政府機関の固定資産投資が高い伸びを維持し、インフラ投資が加速するなか、2016年の経済成長率は+6.6%、2017年は+6.5%と小幅な低下にとどまると見込まれます。ただし、こうした政府の対応は製鉄所の集約などの構造調整を遅らせ、かえって成長率低下局面の長期化を招く恐れがあることに注意が必要です。(関)

図表2 固定資産投資の内訳
(年初累計、前年比)



(資料) 国家統計局「全国固定資産投資」「民間固定資産投資」
(注) 1. < >はGDPに占めるおおよその割合、重複計上あり。
2. 国家統計局は2014年4月からインフラ投資(除く電力)のデータ発表を開始。

■ 次世代医療もにらみ新たな戦略を打ち出す新薬メーカー

新薬メーカーを巡っては、大型医薬品の相次ぐ特許切れに加えて、新薬創出の成功確率の著しい低下やジェネリック医薬品（以下、GE）の普及などによって、事業環境は厳しさを増しています。

このようななか、業界では研究領域の絞り込みや外部資源の活用など、研究開発の効率化に向けた取り組みを一層強化するだけでなく、次世代医療もにらんで医薬品の周辺領域へ進出するといった新たな動きが出てきています。

厳しさを増す新薬メーカーの事業環境

新薬メーカーの収益源となっている大型医薬品が2010年頃から相次いで特許切れを迎えている一方、新薬創出の難易度は年々高まっており、成功確率は約3万分の1と10年前と比べて半減しています。この背景には、研究開発対象が構造が簡易な低分子医薬品から生産に生物を用いるなど難易度の高いバイオ医薬品に、また対象疾患が生活習慣病などから有効な治療法や医薬品が確立されていない領域にそれぞれ変化していることに加えて、医薬品の承認基準に関して安全性や有効性がより厳格化される傾向にあることなどが挙げられます。

創薬成功確率の低下によって必要な研究開発費は増加しており、さらにGEの普及により従来収益源だった長期収載品（特許が切れた先発医薬品）の売り上げが減少していることから、新薬メーカーの利益率は低下傾向で推移しています。今後をみても、政府の医療費抑制策によって薬価の抑制が続くとみられるうえ、

慢性疾患など患者数の多い分野での新薬創出がより困難になっていることもあって、厳しい事業環境が続くとみられます。

新薬メーカーの取り組みや政府の後押し

こうしたなか、新薬メーカーでは幅広く手掛けてきた研究開発領域を自社の得意領域に絞り込む動きがみられるほか、従来は消極的だった得意領域以外の事業売却まで行うケースも出ています。また研究開発から営業までの一連のバリューチェーンをすべて自社で手掛ける自前主義から、外部資源を活用する方向にかじを切り、パイプラインの買収だけでなく、研究開発においてバイオベンチャーやアカデミア、そして他社と連携するオープンイノベーションの取り組みが活発化しています。さらにドラッグリポジショニングと呼ばれる、既存の薬や開発中止になった新薬候補物質の化合物を別疾患の薬として再開発する取り組みにも注力しています。

一方で政府でも、医療費抑制のためGE促進を図りつつも、付加価値が高い産業として新薬創出の支援を強化しています。革新的な（世界に先駆けて日本で開発された）新薬や再生医療などの製品については、承認に必要となる臨床試験数の削減や、審査機関であるPMDA（医薬品医療機器総合機構）との優先的な相談の実施などを打ち出し、承認審査の迅速化を図っています。また2015年4月にAMED（日本医療研究開発機構）を立ち上げ、基礎研究の実用化のためにアカデミアと企業の連携を後押ししています。

次世代医療もにらんだ新たな動き

このように、新薬メーカーや政府では事業環境の変化に対応すべく様々な取り組みを進めていますが、時間を要する側面もあって現時点で顕著な成果が現れているとは言い難い状況です。加えて中長期的観点で見れば、iPS細胞を用いた再生医療や、遺伝情報を病気の予防・診断に用いるゲノム医療を含めた、患者の体質や病気に合う医療を提供する個別化医療といった次世代への準備も着実に進めていくことが必要になっています。こうしたなか、グローバルにみれば従来とは一線を画した動きがみられるようになっています。

具体的には、創薬の加速化を目的とした新たな戦略として、人工知能を研究テーマの選定や開発管理プロセスの支援に用いて効率を上昇させようという試みがみられます。またM&Aにおいても、これまでのようにバイオベンチャーや製薬企業だけでなく、個別化医療が今後主流になっていくとみられるなかで、大量の診療データを効率的に処理し医療に活

用することを狙って、データ分析に長けたIT企業を取り込む動きも出ています。

さらに個別化医療では、治療の前段階から予後までの一連のプロセスにアプローチすることが必要になるとして、医薬品にとどまらず、ウェアラブルデバイスなど周辺領域への進出といった新たな戦略を打ち出す新薬メーカーが現れています。例えば、大手IT企業と連携して採血せずに血糖値を測定することが出来るスマートコンタクトレンズを開発してレンズから収集したデータを糖尿病の予防や治療管理に役立てようとする試みや、脳や脊髄などに病巣が出来ることで運動障害をはじめとした様々な症状が現れる多発性硬化症の患者のためにデバイスを開発する、といった動きが生じています。

今後の展望

わが国においては、2015年6月に閣議決定された「骨太の方針2015」において、GEの数量シェアを2018年度から2020年度の早い段階で80%まで引き上げるといった新たな目標が設定されました。このため今後、想定以上にGEの普及が急速に進むことが見込まれています。厳しさを増す環境のなかで、製薬業界に対しては高付加価値産業としての期待も大きいだけに、創薬力の一層の強化を図ることはもちろん、グローバルではいち早く次世代医療をにらんだ新たな戦略がみられることも念頭に、業界を超えた合従連衡などを含めスピーディーな取り組みが重要とみられ、今後の各社の動向が注目されます。 (澤田)

図表 研究開発効率化に向けた主な取り組み

	内 容
企 業	研究開発領域の得意領域などへの絞り込み
	外部リソースの有効活用 ・パイプラインの買収 ・オープンイノベーション（ベンチャー、アカデミアなど）
政 府	承認審査の迅速化（新薬、再生医療製品など）
	アカデミアと企業の連携の推進（AMED設立）

(資料) 弊社作成

データ アイ 持ち直しつつあるわが国の住宅建設

わが国の住宅建設は2014年4月の消費税率引き上げ時に大きく落ち込んだ後、同年7～9月期をボトムに持ち直しています。

この間の動きを利用関係別にみると、①持ち家は消費税率引き上げ前に大きく増加した分、落ち込みも大きく、その後も底ばい状態が続いています。②分譲一戸建ては長期にわたって横ばい傾向にあります。一方、③貸家は2014年夏頃にかけていったん落ち込んだ後回復基調をたどり、直近で

は消費税率引き上げ直前のピークを上回っています。また、④分譲マンションは消費税率引き上げ前にかけて増加、その後の反動減からの戻り局面では、2014年に低調な動きがみられたものの、2015年以降は消費税率引き上げ直前の水準に戻りつつあります（図表1）。こうしてみると、住宅建設の持ち直しを支えているのは貸家と分譲マンションといえます。

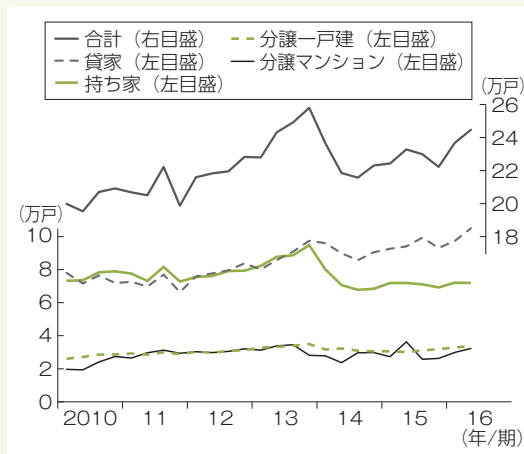
貸家着工の動きを地域別にみると、大都市圏（関東、

中部、関西）、地方圏ともに増加傾向にあります（図表2）。

この背景には、低金利が持続していることに加え、相続税課税強化に伴って評価上有利な不動産への投資意欲が高まっていることがあるとみられます。また、需要者側の要因として、大都市圏では都心居住志向の高まりが、地方圏では中核となる都市への人口移動に伴う貸家ニーズの高まりがあるとみられます。

一方、分譲マンションは

図表1 住宅着工動向（季節調整値）



（資料）国土交通省「建築着工統計調査報告」
（注）季節調整値は日本総合研究所による試算。2016年4～6月期は4月の値。

図表2 地域別貸家着工戸数の推移



（資料）国土交通省「建築着工統計調査報告」
（注）1. 季節調整値は日本総合研究所による試算。2016年4～6月期は4月の値。
2. 大都市圏は関東（茨城・栃木・群馬・埼玉・千葉・東京・神奈川）、中部（岐阜・静岡・愛知・三重）、関西（滋賀・京都・大阪・兵庫・奈良・和歌山）の合計。地方圏は大都市圏および東北を除く道県の合計。

このところ地方圏での建設が減速してきたのに対し、大都市圏では盛り返してきています（図表3）。

分譲マンションは貸家と同様に都心での建設が増えています（図表4）。都心部での供給割合を2010年と2015年とで比較すると、もともと都心部での建設が多い南関東（東京都、神奈川県）は大きな変化が生じていませんが、関西（京都府、大阪府、兵庫県）や愛知県、福岡県では分譲マンション、貸家ともに上昇

しており、とりわけ分譲マンションは10%ポイントを超える大幅な上昇となっています。これは近年高層マンション建設が都心で増加したことを反映しているとみられ、戸数の多い高層マンションが供給されるか否かで着工戸数が振れていると考えられます。高層化の流れは今後も続くとみられ、建設戸数は月ごとの変動を繰り返しつつも着実に増加すると判断されます。

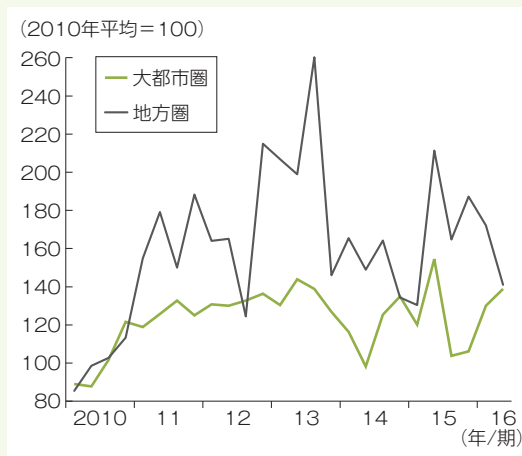
もっとも、所得の回復が芳しくないなかでは持

ち家も含めた住宅建設の力強い増加は期待しにくいといえます。

住宅建設は相続税対策、都心回帰、資産運用といったニーズに支えられて回復していますが、所得の増加という裏付けなしでは浮揚力にも限界があります。現在の回復を一過性のものに終わらせないためにも、所得の長期増加に自信が持てる経済構造を構築することが肝要といえましょう。

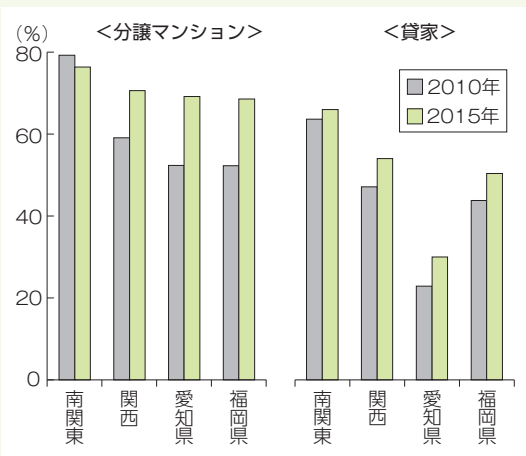
（西浦）

図表3 地域別分譲マンション着工戸数の推移



（資料）国土交通省「建築着工統計調査報告」
（注）季節調整値は日本総合研究所による試算。2016年4～6月期は4月の値。地域区分は図表2に同じ。

図表4 貸家・分譲マンションの都心部立地割合



（資料）国土交通省「建築着工統計調査報告」
（注）数値は、各都市圏に占める都心部での分譲マンション・貸家着工戸数の割合。「南関東」は東京23区・横浜市の合計が東京都・神奈川県の合計に占める割合。同様に、「関西」は大阪市・京都市・神戸市計の大阪府・京都府・兵庫県の合計、「愛知県」は名古屋市の愛知県、「福岡県」は福岡市の福岡県に占める割合。

KEY INDICATORS

(2016年6月15日現在)

● 日 本 ●

(%)

	2015年度	2016年					
		10～12	1～3	2月	3月	4月	5月
鉱工業生産指数	(▲1.0)	〈0.1〉 (▲0.8)	〈▲1.0〉 (▲1.6)	〈▲5.2〉 (▲1.2)	〈3.8〉 (0.2)	〈0.5〉 (▲3.3)	
鉱工業出荷指数	(▲1.2)	〈0.4〉 (▲0.8)	〈▲2.0〉 (▲2.4)	〈▲4.1〉 (▲1.6)	〈1.8〉 (▲0.7)	〈1.6〉 (▲3.4)	
鉱工業在庫指数 (末)	(1.8)	〈▲0.5〉 (0.0)	〈2.4〉 (1.8)	〈▲0.2〉 (▲0.9)	〈2.9〉 (1.8)	〈▲1.7〉 (0.1)	
生産者製品在庫率指数	(2.7)	〈0.2〉 (0.8)	〈1.2〉 (2.9)	〈▲1.5〉 (0.9)	〈3.3〉 (3.8)	〈▲2.2〉 (1.8)	
稼働率指数 (2010年=100)	98.0	97.9	97.3	94.5	97.5	96.5	
第3次産業活動指数	(1.3)	〈▲0.1〉 (1.0)	〈0.2〉 (0.9)	〈0.2〉 (2.5)	〈▲0.5〉 (0.1)	〈1.4〉 (1.1)	
全産業活動指数 (除く農林水産業)	(0.8)	〈▲0.2〉 (0.6)	〈▲0.1〉 (0.3)	〈▲0.9〉 (1.6)	〈0.1〉 (▲0.1)		
機械受注 (船舶・電力を除く民需)	(4.1)	〈2.6〉 (2.1)	〈6.7〉 (3.4)	〈▲9.2〉 (▲0.7)	〈5.5〉 (3.2)	〈▲11.0〉 (▲8.2)	
建設工事受注 (民間) 公共工事請負金額	(7.9) (▲3.8)	(1.9) (▲4.0)	(▲0.4) (1.2)	(▲11.8) (▲2.2)	(20.1) (5.0)	(▲24.8) (10.6)	(1.4)
新設住宅着工戸数 (年率、万戸)	92.1 (4.6)	86.8 (▲0.7)	94.7 (5.5)	97.4 (7.8)	99.3 (8.4)	99.5 (9.0)	
百貨店売上高 全国	(1.8)	(0.3)	(▲1.6)	(0.2)	(▲2.9)	(▲3.8)	
チェーンストア売上高 東京	(5.0)	(3.0)	(0.5)	(2.7)	(▲1.1)	(▲1.5)	
完全失業率	3.3	3.3	3.2	3.3	3.2	3.2	
有効求人倍率	1.23	1.26	1.29	1.28	1.30	1.34	
現金給与総額 (5人以上)	(0.2)	(0.2)	(0.7)	(0.7)	(1.5)	(0.3)	
所定外労働時間 (//)	(▲1.3)	(▲0.9)	(▲2.1)	(▲1.9)	(▲1.8)	(▲0.9)	
常用雇用 (//)	(2.1)	(2.2)	(2.1)	(1.9)	(2.1)	(1.9)	
M2 (平残)	(3.6)	(3.4)	(3.2)	(3.2)	(3.2)	(3.4)	(3.4)
広義流動性 (平残)	(3.9)	(3.8)	(3.4)	(3.5)	(3.2)	(2.7)	(2.1)
経常収支 (兆円)	17.98	3.45	5.94	2.43	2.98	1.88	
前年差	9.25	1.94	1.56	0.95	0.19	0.55	
貿易収支 (兆円)	0.63	0.10	0.94	0.43	0.93	0.70	
前年差	7.22	1.87	1.26	0.56	0.26	0.83	
消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(0.0)	(0.0)	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.3)	(▲0.3)	

(%)

	2015年度	2015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		12	12	15	12	12	6
非製造		16	19	23	25	25	22
中小企業・製造		1	1	0	0	0	▲4
非製造		▲1	3	4	3	5	4
売上高 (法人企業統計)		(2.4)	(▲0.5)	(1.1)	(0.1)	(▲2.7)	(▲3.3)
経常利益		(11.6)	(0.4)	(23.8)	(9.0)	(▲1.7)	(▲9.3)
実質GDP (2005年連鎖価格)	(0.8)	〈0.5〉 (▲1.0)	〈1.3〉 (▲1.0)	〈▲0.4〉 (0.7)	〈0.4〉 (1.8)	〈▲0.4〉 (0.7)	〈0.5〉 (0.1)
名目GDP	(2.2)	〈1.0〉 (1.3)	〈2.0〉 (2.2)	〈▲0.2〉 (2.2)	〈0.8〉 (3.6)	〈▲0.2〉 (2.2)	〈0.6〉 (0.9)

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		2016年 1～3	2016年		
		7～9	10～12		3月	4月	5月
鉱工業生産	(0.3)	(0.4) (0.1)	(▲0.8) (▲1.6)	(▲0.4) (▲1.6)	(▲1.0) (▲2.0)	(0.6) (▲1.2)	(▲0.4) (▲1.4)
設備稼働率	76.7	76.6	75.8	75.4	74.8	75.3	74.9
小売売上高	(2.3)	(0.9) (2.3)	(0.3) (2.0)	(▲0.1) (2.7)	(▲0.3) (1.7)	(1.3) (3.0)	(0.5) (2.5)
失業率 (除く軍人、%)	5.3	5.2	5.0	4.9	5.0	5.0	4.7
非農業就業者数 (千人) (前期差、前月差)	2,894	670	721	659	186	123	38
消費者物価指数	(0.1)	(0.3) (0.1)	(0.2) (0.5)	(▲0.1) (1.1)	(0.1) (0.9)	(0.4) (1.1)	

	2015年	2014年 10～12	2015年			2016年 1～3	
			1～3	4～6	7～9		
実質GDP (連鎖ウェイト方式)	(2.4)	{2.1} (2.5)	{0.6} (2.9)	{3.9} (2.7)	{2.0} (2.1)	{1.4} (2.0)	{0.8} (2.0)
経常収支 (億ドル、年率) 名目GDP比	▲4,841 ▲2.7	▲4,126 ▲2.3	▲4,721 ▲2.7	▲4,432 ▲2.5	▲5,197 ▲2.9	▲5,013 ▲2.8	

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	2.7	3.3	0.8	6.0	5.0	6.2	7.3
2015年	2.6	0.6	2.4	2.0	2.8	5.0	4.8	5.9	6.9
2014年10～12月	2.7	3.6	2.5	2.8	2.1	5.7	5.0	6.7	7.2
2015年1～3月	2.4	4.0	2.4	2.7	3.0	5.7	4.7	5.0	7.0
4～6月	2.2	0.6	3.1	1.7	2.7	4.9	4.7	5.9	7.0
7～9月	2.8	▲0.8	2.3	1.8	2.9	4.7	4.7	6.2	6.9
10～12月	3.1	▲0.9	1.9	1.8	2.8	4.5	5.0	6.5	6.8
2016年1～3月	2.8	▲0.7	0.8	1.8	3.2	4.2	4.9	6.9	6.7

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	38,242	▲70,932	39,050	▲225	25,088	▲2,199	▲3,296	383,058
2015年	90,258	48,124	▲57,078	49,901	11,721	23,981	7,588	▲12,240	593,720
2015年3月	8,337	3,705	▲5,956	5,817	1,515	2,126	1,026	▲257	2,518
4月	8,363	4,506	▲5,053	3,895	▲527	1,890	478	▲619	33,208
5月	6,288	5,291	▲5,174	4,568	2,427	1,532	1,077	65	57,159
6月	9,956	1,933	▲5,905	3,229	160	2,135	528	▲577	45,191
7月	7,049	3,289	▲3,668	4,108	770	622	1,384	▲1,475	41,846
8月	4,335	3,576	▲3,234	2,888	721	2,502	328	▲1,048	59,691
9月	8,892	4,925	▲4,694	3,866	2,794	2,250	1,030	▲1,296	59,596
10月	6,589	5,736	▲3,826	5,298	2,101	2,858	1,013	▲1,944	61,259
11月	10,235	2,147	▲4,270	3,472	299	2,373	▲408	▲977	53,923
12月	6,918	4,147	▲5,897	3,663	1,487	1,927	▲161	▲1,586	59,553
2016年1月	5,134	3,515	▲2,247	4,245	238	1,243	14	▲2,638	63,378
2月	7,050	4,138	▲4,259	1,940	4,986	1,760	1,136	▲1,104	32,483
3月	9,851	4,501	▲6,060	3,607	2,966	2,754	508	▲1,747	29,623
4月	8,819	4,803	▲4,001	4,647	721	2,324	667		45,558
5月	7,082	3,500							49,980



マンスリー・レビュー 2016年7月号

発行日 2016年7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