

# マンスリー・レビュー

2017.1



三井住友銀行

企画  
編集 日本総合研究所

## CONTENTS

視点	不確実性を抱えつつ持ち直す世界経済 日本総合研究所 調査部 森村秀樹 …	1
経済トピックス①	回復が続くも力強さを欠くわが国経済 日本総合研究所 調査部 伊藤綾香 …	2
経済トピックス②	米トランプ新大統領とBrexitに揺れる米欧経済 日本総合研究所 調査部 藤山光雄 …	4
経済トピックス③	「現実最終消費」からみた個人消費動向 日本総合研究所 調査部 小方尚子 …	6
アジアトピックス	回復ペースにばらつきがみられるアジア経済 日本総合研究所 調査部 佐野淳也 …	8
データアイ	2017~18年度関西経済の見通し—「良くも悪くもない」状態が持続— 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。

-----

## 不確実性を抱えつつ持ち直す世界経済

2017年の世界経済は緩やかな回復傾向をたどると予想されますが、2016年の英国のEU離脱決定や米国大統領選挙でのトランプ氏の勝利などが引き金となり、混迷の時代を迎えることになりそうです。

とりわけ米国では、1月20日にトランプ新大統領が就任することで、様々な前提が一変するパラダイムシフトが起きる可能性があります。大統領選直後は、減税やインフラ投資などへの期待感から、マーケットは株高・金利上昇・ドル高でポジティブに反応しましたが、トランプ氏の経済政策の全貌は依然として不透明です。拡張的な財政政策なら景気押し上げ要因として働きますが、公約通りに保護主義的な政策を実行に移せば、世界の通商関係にあつれきが生じることになります。

欧州の動きからも目が離せません。反EU気運が高まるなか、春のフランス大統領選挙や秋のドイツ総選挙の結果次第では、政治や経済政策の方向性が大きく変わる可能性があります。金融面で、イタリア・ポルトガルなどで不良債権問題がくすぶっていることも懸念材料です。

先進国の実体経済に目を向けると、雇用・所得環境の緩やかな回復に加え、低迷が続いてきた企業部門も持ち直しに向かうため、政治面から大きなマイナス影響を被ることがなければ、回復傾向が持続すると予想されます。もともと、先進各国は労働生産性の低下という共通の問題を抱えており、景気回復に弾みがつきにくい状態が続くそうです。

一方、新興国では、堅調な所得環境と旺盛なインフラ需要、資源価格の持ち直しなどを背景に、総じてみれば底堅い成長が続くと考えられます。しかし、新興国も不安材料を抱えています。米国の金利上昇に伴い新興国からの資金流出懸念が高まっているため、その対応のために金融政策の自由度が制約される可能性があります。

中国経済のけん引力も一段と低下すると予想されます。中国では、民需の低迷と過剰生産能力・過剰債務問題が深刻化しており、経済成長と構造調整の同時追求という難しいかじ取りが求められています。さらに、内製化の進展と経済のサービス化で、財の輸入依存度が低下傾向にあります。これが、中国依存度を高めてきたアジア諸国の成長に弾みがつかない原因となりそうです。

わが国では、米国でトランプ新政権が景気拡大策を優先するとみられるため、当面、株高や円安、輸出増を通じたプラス影響が期待出来ます。もともと、混迷の時代にわが国だけが超然と安定成長を続けられる保証はありません。政治情勢に端を発する世界経済の上振れ・下振れ双方のリスクに備えておく必要があります。

激動の1年を控え、わが国企業としては、従来路線の延長線上の事業展開にとどまるのではなく、世界の潮流変化に目を凝らし、柔軟に対応していくことが求められましょう。(峯村)

## 回復が続くも力強さを欠くわが国経済

わが国景気は、2014年4月の消費税率引き上げ直後に大きく落ち込んだ後、足元にかけて緩やかに持ち直しています。2016年7～9月期の実質GDPは、前期比年率+1.3%と3四半期連続のプラス成長となりました。輸出の増加などを背景に、企業の生産が持ち直しているほか、住宅投資も景気の下支え役になっています。もっとも、個人消費は力強さを欠く状況が続くなど、景気の停滞感は依然として残っています。これらの状況を踏まえ、以下では、新年のわが国景気を展望しました。

### 非製造業の投資や所得増がプラス

まず、企業部門では、非製造業の設備投資が景気回復のけん引役になる見通しです。わが国では、高齢化を背景とした福祉・介護事業のほか、インバウンド需要の拡大を受けた宿泊業、宅配貨物が増加している物流業、オフィスの集約・合

理化が追い風となっている不動産業など、サービス業の活動が活発化しています。こうした経済・社会構造の変化に伴う新たな需要に対応するため、医療・福祉施設や宿泊施設、倉庫・流通施設、オフィスビルなどの建設投資が増加しています。当面はこうした需要の増加傾向が続く見込みであり、これら業種の設備投資は底堅い伸びが期待出来ます。

一方、家計部門では、引き続き雇用・所得環境の改善が期待出来ます。雇用者数はアベノミクス以降着実に増加しているほか、賃金をみても所定内給与が緩やかに増加するなど、おおむね改善傾向にあります。有効求人倍率が25年ぶりの高水準となるなど、労働需給のひっ迫感は依然として強く、人手不足を背景に今後も雇用・所得環境の改善は続く見込みです。その結果、依然力強さを欠く個人消費も、所得の増加に連動して緩やかに持ち直していくとみられます。

図表 わが国経済成長率見通し

(半期は前期比年率、%)

	2016年度			2017年度		
	上期	下期	(予測)	上期	下期	(予測)
実質GDP	1.9	0.8	1.2	1.0	0.8	0.9
個人消費	1.2	0.7	0.7	0.5	0.6	0.6
住宅投資	11.4	3.2	6.6	▲3.5	▲1.1	▲1.3
設備投資	2.1	1.2	1.6	2.3	2.4	2.1
在庫投資	( 0.1)	(▲0.4)	(▲0.2)	(▲0.0)	( 0.0)	(▲0.1)
政府消費	▲0.5	0.8	0.7	1.0	1.1	0.9
公共投資	2.6	0.9	0.0	9.3	▲0.5	4.6
輸出	▲0.3	3.0	1.0	2.3	2.5	2.5
輸入	▲3.3	1.5	▲1.4	3.1	2.7	2.6
国内民需	( 1.4)	( 0.3)	( 0.6)	( 0.5)	( 0.7)	( 0.5)
官公需	( 0.0)	( 0.2)	( 0.1)	( 0.6)	( 0.2)	( 0.4)
純輸出	( 0.5)	( 0.3)	( 0.4)	(▲0.1)	(▲0.0)	( 0.0)
名目GDP	1.4	1.0	1.1	1.4	1.0	1.2
消費者物価	▲0.4	▲0.0	▲0.2	0.6	0.8	0.7

(資料) 内閣府「国民経済計算」、予測は日本総合研究所

(注) 1. 在庫投資、純輸出、国内民需、官公需は、前期比年率(前年比)寄与度。

2. 名目GDP、消費者物価指数(生鮮食品を除く)は、前年比。

このように、民間需要が回復することに加えて、政府の経済政策も景気を下支えます。2016年8月に策定された事業規模28兆円の経済対策では、観光インフラの整備など新規需要に対応するための施策や公共インフラの耐震化・老朽化対策などが盛り込まれています。これら施策が実行に移されるに従い、公共投資などの増加を通じて景気押し上げに作用する見込みです。

### 力強さを欠く面も

もっとも、わが国経済には依然として脆弱な部分があるため、景気回復ペースはなかなか加速しないと判断されます。

企業部門では、好調な非製造業とは対照的に、製造業の生産水準は、リーマン・ショック以降に大きく落ち込んだ後、回復の足取りが重い状況が続いています。これは、企業が海外需要の取り込みとかつての超円高への対応のため、海外へ生産移管を進めたことが背景にあります。その一方で、国内での既存事業の見直しや不採算事業からの撤退はそれほど進んでいないため、国内の生産能力にはあまり変化がありません。その結果、国内の生産設備に過剰感があるため、製造業の設備投資は、老朽化した機械設備の更新投資が中心となり、工場の拡張などの能力増強投資は期待しにくい状況です。

一方、家計部門においても、所得環境にばらつきがみられます。賃金を雇用形態別にみると、正社員の所定内給与の伸び率は、フルタイムで働く非正規社員やパートタイム労働者の時給上昇率に比べ半分程度にとどまっています。これも、需要の偏在という構造要因に起因しているとみられます。足元で労働需要が拡大

しているのは、介護関連、小売り、飲食・宿泊など、非正規雇用比率が高い業種が中心になっています。一方、正規雇用比率が高い製造業では、国内生産の低迷により雇用吸収力が大幅に低下しています。これらの結果、パートタイム労働者の有効求人倍率が2倍弱とひっ迫感が強まっているのに対し、正社員では依然として1倍を下回っており、雇用・賃金が伸びにくくなっています。

### 1%程度の成長が持続

以上のように、2017年度のわが国経済は、脆弱さを抱えるなかでの景気回復が続くと予想されます。実質GDP成長率も、2016年度の+1.2%を下回る+0.9%にとどまりそうです。

なお、米国のトランプ新政権の政策は不透明な部分が多く影響は読みづらいものの、差し当たっては拡張的な財政政策により、わが国にも輸出増、株高、円安などのルートを通じてプラス影響が期待されます。もっとも、海外への生産移管が進んだこと、わが国では株高による資産効果が小さいことなどを踏まえると、これらによる景気押し上げ効果は限定的と考えられます。

わが国景気の回復が力強さを増すには、需要構造や経営環境の変化に対応し、企業が既存事業の見直しや成長分野への投資を加速していくとともに、その成果である収益を家計へ適正に配分する流れを作る必要があります。一方、政府も、企業のこうした行動を後押しすべく、規制緩和などを通じた企業活動の環境整備や、社会保障制度改革などを通じた将来不安の軽減を推し進めていくことが求められましょう。(伊藤)

## ■ 米トランプ新大統領とBrexitに揺れる米欧経済

2016年の米欧経済は、6月には英国の国民投票でのEU離脱派の勝利、11月には米大統領選でのトランプ候補の勝利という、二つの大きなショックに見舞われました。いずれも当初は金融市場の混乱や景気的大幅な減速を招くと懸念されたものの、実体経済面では米国・欧州ともに大きな混乱は生じていません。市場では、大統領選後に米国株価が過去最高値を更新するなど、トランプ新政権の拡張的な財政政策による景気押し上げへの期待が高まっています。

もともと、米国・欧州景気ともに、その先行きは楽観出来ません。そこで以下では、トランプ新政権の発足やBrexitの影響を踏まえて、米欧景気の先行きを展望しました。

### 新政権の政策に左右される米国経済

米国では、雇用・所得環境の改善を背景に個人消費が底堅く推移しているほか、これまで低迷が続いていた設備投資や輸出にも持ち直しの動きがみられ、景気の回復傾向が強まっています。こうした状況下、トランプ新政権の掲げる法人税・所得減税やインフラ投資が実施されれば、米国景気の一段の押し上げに寄与すると予想されます。米議会の共和党主流派は公的債務の大幅な拡大に反対の立場であるため、トランプ新大統領の選挙公約通りの実施は困難とみられるものの、所得税の減税幅やインフラ投資の規模などの面で議会共和党との妥協点を探

りつつ、拡張的な財政政策が推し進められる結果、米国景気は2017年後半以降、3%近くまで成長ペースが加速する見通しです。

もともと、トランプ新政権の政策運営には不透明感が強く、米国景気は上振れ・下振れ双方に大きなリスクを内包しています。まず、上振れリスクとして、拡張的な財政政策が予想以上に実施されるケースが指摘出来ます。この場合、ドル高の進行が輸出の下押し圧力となるものの、国内需要の上振れが輸出減によるマイナス影響を上回り、米国の成長ペースは一段と加速すると見込まれます。一方、下振れリスクとしては、財政拡大による恩恵が行き渡る前にドル高に対する不満が急速に高まり、トランプ新政権が自由貿易協定の見直しや関税の引き上げなど、強硬な保護主義姿勢を強めるケースが想定されます。この場合、関税引き上げにより輸入は抑制されるものの、輸出の減少や輸入物価の上昇が企業活動や消費行動の重しとなり、成長ペースは大きく減速すると予想されます。

また、やや長い目でみると、以下二つの面から、トランプ新大統領が掲げる政策が米国の成長力を低下させるとの懸念が拭えません。第1に、移民抑制姿勢が米国の人的資本の伸びを下押しすることです。米国では移民による人口の増加分がなければ生産年齢（15～64歳）人口は減少するとみられます。トランプ新政権が移民排斥の動きを強めれば、労働投

入量の減少や多様性がもたらしてきた強みの陰りなどを通じて、米国の潜在成長率が中長期的に下押しされる恐れがあります。第2に、トランプ新大統領が経済政策の目玉として掲げる所得減税策は、高所得者ほど減税幅が大きいいため、所得格差の拡大に作用すると見込まれることです。このため、国民の間にまん延する不平等感は解消されず、こうした民意が今後も様々な形で米国の政治・経済にマイナスの影響を与える火種となりそうです。

### Brexitや政治不安が欧州景気の重し

一方、欧州では先行き、Brexitによる負の影響が徐々に顕在化すると予想されます。とりわけ、英国ではポンド安が急速に進行しており、先行き、大幅な物価上昇が家計の実質購買力の低下を招き、個人消費の伸びが大きく鈍化すると見込まれます。企業部門では、ポンド安が輸出の追い風となるものの、不確実性の高まりを受けた内外企業の投資姿勢の慎重化が徐々に景気の下押し圧力となる見通しです。

また、ユーロ圏でも、盛り上がり欠ける企業の投資意欲や所得の緩慢な伸びなどから、内需の低迷が長期化するなか、政治不安の高まりが景気の抑制に作用し続けると見込まれます。Brexitやトランプ大統領の誕生を受け、反EUや反移民を掲げる勢力が一段と勢いづくなか、2017年以降も、ユーロ圏主要国で総選

挙や大統領選が予定されています。ユーロ圏では当面、景気低迷の長期化が政治不安の高まりを招き、政治不安を受けた不確実性の高まりが景気の重しになるという悪循環から脱するのが難しい状況となりそうです。

### 今後の政治動向を注視する必要

2017年は、1月のトランプ新政権の発足や、春先に予定される英国のEU離脱通知とそれに伴う離脱交渉の開始など、16年に起きた二つの大きなショックに端を発する政治面の動きが新たなステージを迎える年となります。さらに、大陸欧州の各国でも大きな政治イベントが控えているため、当面、不確実性が極めて高い状況が続く見通しです。米国では、トランプ新政権の経済・通商・外交政策の行方、欧州では、Brexitをめぐる交渉や選挙における各国民の判断などを注意深くみていく必要があります。

(藤山)

図表 米国・欧州の実質経済成長率見通し

(%)

	2015年	16年 (見込み)	17年 (予測)	18年 (予測)
米国	2.6	1.6	2.6	2.8
ユーロ圏	1.9	1.6	1.3	1.5
ドイツ	1.5	1.7	1.3	1.6
フランス	1.2	1.1	0.9	1.4
英国	2.2	2.0	1.1	1.2

(資料) 各国統計を基に日本総合研究所作成

## 「現実最終消費」からみた個人消費動向

経済動向を語る際によく話題にのぼる支出ベースの個人消費は、近年、低迷が続いています。一方、一般になじみは薄いものの、消費者が享受した便益ベースで測った「現実最終消費」は底堅く推移しています。以下では、普段、あまり注目されない現実最終消費の動きとその背景についてみたうえで、問題の所在とその解決策について考えてみました。

### 底堅い現実最終消費

通常、ニュースなどで取り上げられるGDP統計の個人消費支出は、家計が費用を負担したものを集計しています。2016年7～9月期の個人消費支出は、今回の景気回復の開始時点（2012年10～12月期）を0.2%下回っており、先の消費税率引き上げ後に始まった低迷が足元まで続いています（図表1）。

一方、現実最終消費は、医療・介護費用などで公的部門が負担する部分も含め、家計が便益を享受したものを集計し

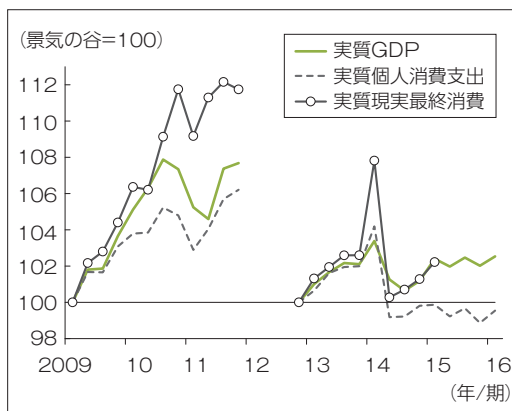
ています。速報性が低いため、あまり注目されていませんが、消費者の経済的豊かさを示す有力な指標であるといえます。そのため、現実最終消費の最大化は、経済運営上の重要な目標の一つとってよいでしょう。

現実最終消費の動きをみると、個人消費支出より底堅く推移しています。消費増税後に大きく落ちこみましたが、その後は着実に回復し、直近値の2015年1～3月期は、景気拡大局面の開始時点を2.2%上回り、同期の個人消費支出の同▲0.1%とは異なり、回復傾向にあります。

ちなみに、諸外国と比べても、わが国の現実最終消費の底堅さは遜色ありません。2000年以降の一人当たり個人消費支出の実質伸び率を比べると、わが国は年平均+1.0%と、米国の+1.3%、フィンランドの+1.7%などよりも低い伸びにとどまっています。しかし、一人当たり現実最終消費では、同+1.4%と、米国の+1.3%、フィンランドの+1.5%とほぼ同等の伸びになります。

このようにわが国の現実最終消費が底堅いのは、個人消費支出との乖離分にあたる現物社会移転という項目で、医療・介護費用の公的負担分などの家計部門への給付が急増していることが背景にあります。その中心となる医療費についてみると、国民医療費は1990年度のGDP比4.6%から2014年度には8.3%に高まっています。しかし、患者の自己負担分は、同0.6%から1.0%へと微増にとどまり、費用増加の多くは公的部門が負担しています。すなわち、社会保障制度の下支え

図表1 個人消費支出と現実最終消費



(資料) 内閣府「国民経済計算」



によって家計の生活水準の改善傾向がもたらされているといえます。

## 持続性には疑問

もっとも、現実最終消費の底堅さを手放して評価するのは早計です。わが国の現実最終消費は、財政赤字の拡大を伴う社会保障支出によって支えられているため、その底堅さに自律性と持続性がないからです。

公的部門から家計部門に対する給付と負担の状況を見ると、家計は、医療費などの現物社会移転のほか、年金や失業給付などの社会給付を受ける一方、政府に対し税金や社会保険料を納めています。両者は、1980年代にはほぼ均衡していましたが、90年代半ば以降、家計の受け取り超が拡大し、足元ではGDP比で7.3%に達しています（図表2）。この家計の受け取り超分が、財政赤字拡大の主因となっています。いわば、政府の借金を大

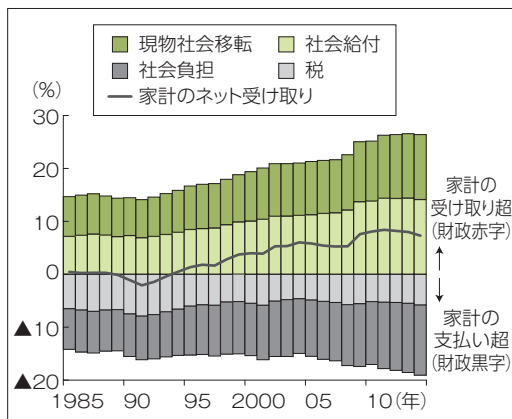
幅に積み上げることによって、消費者の生活水準向上を実現している構図といえます。

さらに、こうした財政赤字の拡大は、将来的な負担増加などへの懸念を生み、家計が生活防衛意識を強め、消費支出を抑制するというマイナス影響も引き起こしています。とりわけ、負担増加の主な担い手である現役世代では、賃金が増加しても消費を抑制する動きが続き、所得に対する消費の割合である消費性向の低下が顕著になっています。仮に、過去10年間で消費性向が一番高かった年（60歳未満世帯2005年、60歳以上2014年）の水準で維持されたと仮定すると、2015年の個人消費支出は、実績よりも4.6%高い水準になっていたと試算されます。

## 社会保障改革が急務

以上のように、現実最終消費からみると、便益享受ベースの消費水準は着実に持ち直しています。もっとも、その動きは財政赤字の拡大に大きく依存しているだけに、このままでは現実最終消費の改善はいずれ限界に達すると予想されます。これを避けるためには、企業の生産性向上と収益拡大、その適正な分配による継続的な所得拡大を通じて現実最終消費の拡大の自律性と持続性を高めていくことが必要です。さらに、世代間の受益と負担の公平性に配慮した社会保障制度改革に早急に取り組み、制度の持続可能性への信頼を回復させることで、消費性向の上昇を促していくことも、急務であるといえましょう。（小方）

図表2 公的部門から家計への移転と家計の負担（名目GDP比）



（資料）内閣府「国民経済計算」

（注）2000年以前は旧平成12年基準データを用いて接続。

## ■ 回復ペースにばらつきがみられるアジア経済

### 2016年後半に景気は底入れ

2016年のアジア経済（NIEs、ASEAN、インド、中国）は、前半は減速が続きましたが、後半に入ると内需をけん引役に景気は底入れしました。持ち直しの主な理由として、①減税やインフラ投資などの経済対策効果、②一次産品価格の下落などによるインフレ率の低下、③農業セクターおよび消費を鈍化させた天候不順の影響はく落、の3点があげられます。

この結果、NIEsとASEANでは、15年より成長が加速した国・地域もあったものの、全体でみれば前年と同水準の経済成長率になる見込みです（図表1）。一方、中国は、四半期ベースでみれば景気減速

は一服しているものの、通年でみれば若干の減速となります。アジア全体では、15年並みの+6.1%（前年比、以下同じ）となる見通しです。

### 2017年の成長率は横ばい

17年のアジアの成長率は+6.1%と、ほぼ横ばいになると予測されます。成長が加速しない主因は、アジアのGDP（15年の購買力平価ベース）の53%を占める中国の成長率が+6.5%と、16年に比べ▲0.2%ポイントの減速が見込まれるためです。中国以外の国や地域については、総じて内需主導の緩やかな持ち直しが予想されます。韓国は成長が若干鈍化しますが、台湾と香港の成長率は16年を上回るため、NIEs全体では+2.1%と、16年に比べ+0.1%ポイント高まる見通しです。ASEANでは、景気回復ペースのばらつきが広がるものの、地域全体でみれば横ばいが続くと考えられます。インドは、消費拡大ペースが若干鈍化するものの、企業部門が回復に転じるため、前年度を若干上回る成長率になる見込みです。

図表1 アジア各国・地域の成長率実績と予測 (%)

	2013年 (実績)	2014年 (実績)	2015年 (実績)	2016年 (予測)	2017年 (予測)
アジア	6.6	6.5	6.2	6.1	6.1
NIEs	2.7	3.5	2.0	2.0	2.1
韓国	2.9	3.3	2.6	2.6	2.5
台湾	2.2	4.0	0.7	1.1	1.5
香港	3.1	2.7	2.4	1.5	1.7
ASEAN	5.1	4.6	4.8	4.9	4.9
インドネシア	5.6	5.0	4.8	5.1	5.1
マレーシア	4.7	6.0	5.0	4.1	4.4
フィリピン	7.1	6.2	5.9	6.9	6.3
タイ	2.7	0.8	2.8	3.0	3.1
ベトナム	5.4	6.0	6.7	6.1	6.1
インド	6.6	7.2	7.6	7.3	7.6
中国	7.8	7.3	6.9	6.7	6.5
アジア(中国除く)	5.3	5.6	5.5	5.4	5.6

(資料) IMF “World Economic Outlook” (2016年10月)

- (注) 1. アジア（NIEs、ASEAN、中国、インド）とNIEs、ASEANの地域全体の成長率は、購買力平価を基に算出。16年以降は日本総合研究所の予測。  
2. 暦年（1～12月）ベースで示したが、インドのみ年度（4～3月）ベース。  
3. NIEsは韓国、台湾、香港、ASEANはインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム。

### 景気を左右する三つのポイント

17年のアジア経済は、回復ペースが加速する国・地域と減速するところに分かれる見通しですが、その背景として以下の3点があげられます。

第1に、外需の持ち直しの勢いです。中国向け輸出回復に期待出来ないなか、17年のアジアにとって米国経済の動向が輸出持ち直しのカギを握ります。米国経済は、トランプ新政権の減税・インフラ投資により、成長率が徐々に高まっていくと見込まれます。アジアの一部の国・

地域の米国向け輸出のシェア（輸出全体に占める割合）は12年頃から拡大傾向を示しており、例えば、台湾・タイなどでは、対米輸出の拡大が成長押し上げに寄与すると見込まれます。ただし、トランプ米次期大統領は中国を関税引き上げ対象国として名指ししているだけに、今後、アジア諸国・地域に対する保護貿易的なスタンスを強めるリスクには注意が必要です。

第2に、民需の拡大を阻害する要因があることです。17年のアジアでは、公共事業など官需の拡大を起点に、民需が持ち直していくという好循環が徐々に強まると考えられます。ところが、民需主導型成長を阻む要因も存在します。とりわけ、企業および家計の債務問題は、最大の障壁となる恐れがあります。企業債務では、日本のバブル期を上回る水準（対名目GDP比）に達した中国が大きなリスクを抱えています。一方、家計債務では、韓国などが世界的にみて高い水準に達しています。

企業・家計の過剰債務を放置すると、金融環境などの情勢変化次第で、不良債権問題や家計の債務返済問題が深刻化する可能性があります。その半面、債務残高の圧縮を過度に進めると、民間投資や個人消費を急減させてしまいます。民需主導の回復メカニズムを持続させるには、当局のバランス感覚ある手綱さばきが求められます。

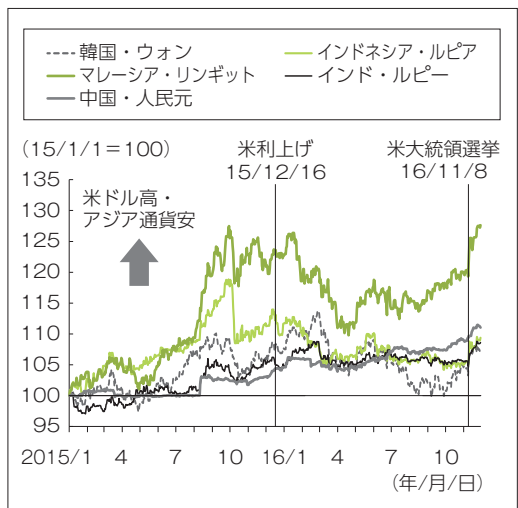
第3に、資金流出によるインフレ懸念です。米国の大統領選挙後、景気回復期待や財政拡大による政府債務の増大見通しから、米国の金利に上昇圧力が強まっており、これが国際的な資金シフトを促

す恐れがあります。

米国の利上げペースが緩やかにとどまると見込まれること、アジア各国の外貨準備高が潤沢であること、短期対外債務の圧縮が進んでいることなどを勘案すると、アジア地域からの大規模な資金流出が起こるリスクは小さいと判断されます。もっとも、一部の国では通貨安が進行しているため、今後は景気てこ入れのための金融緩和が進めにくくなるほか、インフレによる実質所得へのマイナス影響も懸念されます（図表2）。

民需主導型の自律的な拡大路線を追求していくことは、目先の景気回復のみならず、アジア地域の中長期的な経済発展にとっても不可欠です。トランプ新政権の保護主義的な政策姿勢など、外部環境の不透明感が残存するなか、アジア各国・地域の政策当局による適切な経済運営が望まれるところです。（佐野）

図表2 アジア通貨の対米ドルレート（2015年～）



（資料）Bloomberg L.P.

# 2017～18年度関西経済の見通し —「良くも悪くもない」状態が持続—

**関西の経済指標は改善と悪化が混在するままの動きを示しています。全体として景気は、「足踏み」状況と判断されます。**

鉱工業生産は2015年1～3月期をピークに、その後は横ばい圏内で推移しています（図表1）。輸出が海外経済の回復を背景に数量面（実質輸出）で持ち直しているのは生産にとってプラス材料ではあるものの、在庫調整がはかどらず増産の動きを抑制しています。

需要面をみると、まず設備投資の実行状況（全産業）は2015年10～12月期以降前年を下回る水準で推移しています（図表2）。一方、計画ベース（日銀「短観」9月調査、全産業）では前年度比9.2%増と例年比高めであり、投資意欲は強気を維持しています。企業収益が足元の円安などで当初の減益予想から上方修正される可能性が出てきたことや、IoT（モノのインターネット化）やAI（人工知能）の活用といった研究開

発投資、インバウンド観光需要の増大などを背景とした都心開発案件が見込めることなど、設備投資に回復余地が広がっていることもプラス材料です。

次に、個人消費は足元で弱さが目立つようになってきました。経済産業省推計の小売業販売額は2016年春以降前年割れで推移しています（図表3）。関西では小売業販売額の伸びが雇用者報酬の伸びを大きく上回って推移した時期が2013年から2015年にか

図表1 関西の鉱工業生産と輸出の動向（季節調整値）



（資料）近畿経済産業局「鉱工業生産動向」、大阪税関「近畿圏貿易概況」、日本銀行大阪支店「実質輸出入」  
（注）通関輸出額の季節調整値は日本総合研究所試算。輸出額の2016年10～12月期は10月の値。

図表2 設備投資の動向（前年同期比）



（資料）財務省、近畿財務局「法人企業統計調査」、国土交通省「建築着工統計調査」

（注）設備投資額は資本金10億円以上企業（金融業、保険業を除く）、ソフトウェア投資額を含む。ソフトウェア投資額は「設備投資（ソフトウェアを含む）」と「設備投資額（ソフトウェアを除く）」の差額。事務所等床面積は、民間産業用建築物のうち「工場および作業場」、「倉庫」、「学校の校舎」、「病院・診療所」を除く、事務所、店舗、その他の建築物の計。

けてありました。このように消費が所得の増加に先行して盛り上がった動きの反動が足元で生じているとみられます。雇用・所得環境は人手不足感の強まりを背景に改善しており、雇用者報酬（雇用者が企業から受け取る報酬総額）が2015年後半以降は前年を上回るようになりました。このように収入面の回復が消費を支える形が整ってきましたが、これまでの「出来すぎ」の反動により、個人消費はさえない動きに当面とどまるとみられます。

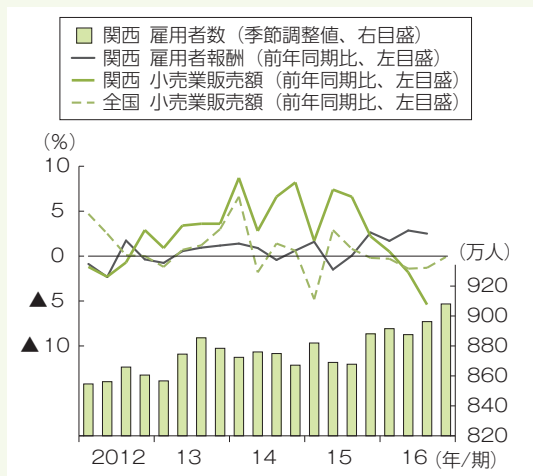
### 先行きを見通すと、関西経済は好・不調の波に乏しいつかみどころのない景気が続くと判断されます。

内需面では設備投資の着実な増加が見込める一方、個人消費が低迷し、全体として民需は力強さを欠くとみられます。この間、景気対策によって公共投資が経済を下支えする展開となるでしょう。外需は、海外経済の回復が続くもとで緩やかに増加する見込みです。

この結果、関西の実質経済成長率は2017年度0.8%、2018年度0.9%と、

全国対比低めながら、潜在成長率が0%台前半にとどまるなか、景況感の悪化は回避されるとみられます（図表4）。もっとも、大きな不透明要因として、米国トランプ新政権の政策運営があります。上下双方向のリスクがありますが、仮に米国経済が4%成長を遂げれば関西の成長率は1%を超える一方、米国がゼロ成長に陥る場合は、関西もゼロ成長になるとみられ、その動向を注視していく必要があります。（西浦）

図表3 雇用・所得環境と消費の動向



（資料）経済産業省「商業動態統計調査」、総務省「労働力調査」、大阪府、京都府、兵庫県「毎月勤労統計調査」  
 （注）小売業販売額はいずれも近畿経済産業局管内の値（福井県を含む2府5県）。雇用者報酬は一人当たり賃金（大阪、京都、兵庫の加重平均）と雇用者数とを掛け合わせて求めた推計値。2016年10～12月期は10月の値。

図表4 関西経済の見通し

	(年度、%)		
	2016 (予測)	2017 (予測)	2018 (予測)
実質GRP	0.8	0.8	0.9
個人消費	0.3	0.3	0.4
住宅投資	1.0	0.0	0.5
設備投資	1.9	2.7	2.9
在庫投資 (寄与度)	(0.0)	(▲0.2)	(▲0.2)
政府消費	0.9	1.0	0.9
公共投資	1.7	2.1	▲1.2
公的在庫 (寄与度)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
純輸出・純移出 (寄与度)	(0.1)	(0.3)	(0.4)
輸出・移出	0.8	0.9	1.1
うち輸出	1.5	2.2	2.5
輸入・移入	0.6	0.5	0.5
うち輸入	2.0	1.5	1.3
内需 (寄与度)	(0.8)	(0.7)	(0.7)
外需 (寄与度)	(▲0.1)	(0.1)	(0.2)
名目GRP	1.1	1.0	1.2

（資料）内閣府「県民経済計算年報」などを基に日本総合研究所作成  
 （注）1. 関西は2府4県（滋賀、京都、大阪、兵庫、奈良、和歌山）。  
 2. 本予測のベースとなる県民経済計算の実績公表は2013年度分が最新。輸出・移出、輸入・移入の内訳は日本総合研究所推計。

# KEY INDICATORS

(2016年12月15日現在)

## ● 日 本 ●

(%)

	2015年度	2016年		2016年			
		4～6	7～9	8月	9月	10月	11月
鉱工業生産指数	(▲1.0)	〈0.2〉 (▲1.8)	〈1.3〉 (0.4)	〈1.3〉 (4.5)	〈0.6〉 (1.5)	〈0.0〉 (▲1.4)	
鉱工業出荷指数	(▲1.2)	〈0.2〉 (▲2.0)	〈0.7〉 (▲0.6)	〈▲1.1〉 (1.6)	〈1.8〉 (0.7)	〈2.0〉 (▲2.0)	
鉱工業在庫指数 (末)	(1.8)	〈▲1.3〉 (0.0)	〈▲2.6〉 (▲2.0)	〈0.3〉 (▲1.6)	〈▲0.5〉 (▲2.0)	〈▲2.1〉 (▲3.0)	
生産者製品在庫率指数	(2.7)	〈0.2〉 (2.4)	〈▲1.0〉 (0.3)	〈▲3.2〉 (▲2.3)	〈1.1〉 (▲0.2)	〈▲0.6〉 (1.1)	
稼働率指数 (2010年=100)	98.0	95.4	97.2	98.7	96.7	98.1	
第3次産業活動指数	(1.4)	〈0.2〉 (0.5)	〈0.3〉 (0.7)	〈0.0〉 (1.0)	〈▲0.3〉 (1.0)	〈0.2〉 (▲0.1)	
全産業活動指数 (除く農林水産業)	(0.9)	〈0.4〉 (0.1)	〈0.6〉 (0.8)	〈0.2〉 (1.7)	〈0.2〉 (1.3)		
機械受注 (船舶・電力を除く民需)	(4.1)	〈▲9.2〉 (▲6.5)	〈7.3〉 (6.5)	〈▲2.2〉 (11.6)	〈▲3.3〉 (4.3)	〈4.1〉 (▲5.6)	
建設工事受注 (民間)	(7.9)	(3.9)	(▲3.5)	(9.7)	(▲9.2)	(24.4)	
公共工事請負金額	(▲3.8)	(4.0)	(6.8)	(12.0)	(18.1)	(▲10.0)	(▲5.7)
新設住宅着工戸数 (年率、万戸)	92.1 (4.6)	100.5 (4.9)	98.2 (7.1)	95.6 (2.5)	98.4 (10.0)	98.3 (13.7)	
百貨店売上高 全国	(1.8)	(▲4.1)	(▲3.4)	(▲6.0)	(▲5.0)	(▲3.9)	
チェーンストア売上高 東京	(5.0)	(▲3.1)	(▲2.6)	(▲5.9)	(▲3.4)	(▲4.4)	
完全失業率	3.3	3.2	3.1	3.1	3.0	3.0	
有効求人倍率	1.23	1.36	1.37	1.37	1.38	1.40	
現金給与総額 (5人以上)	(0.2)	(0.6)	(0.5)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	
所定外労働時間 (//)	(▲1.3)	(▲1.2)	(▲1.5)	(▲2.0)	(▲0.9)	(▲1.7)	
常用雇用 (//)	(2.1)	(2.0)	(2.2)	(2.2)	(2.2)	(2.1)	
M2 (平残)	(3.6)	(3.4)	(3.4)	(3.3)	(3.5)	(3.7)	(4.0)
広義流動性 (平残)	(3.9)	(2.2)	(1.6)	(1.5)	(1.6)	(1.6)	(1.9)
経常収支 (兆円)	18.00	4.60	5.76	2.00	1.82	1.72	
前年差	9.28	0.88	0.89	0.38	0.37	0.32	
貿易収支 (兆円)	0.54	1.50	1.50	0.24	0.64	0.59	
前年差	7.13	1.55	1.85	0.57	0.57	0.38	
消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(0.0)	(▲0.4)	(▲0.5)	(▲0.5)	(▲0.5)	(▲0.4)	

(%)

	2015年度	2015年		2016年			
		7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12
業況判断DI 大企業・製造		12	12	6	6	6	10
非製造		25	25	22	19	18	18
中小企業・製造		0	0	▲4	▲5	▲3	1
非製造		3	5	4	0	1	2
売上高 (法人企業統計)	(▲1.1)	(0.1)	(▲2.7)	(▲3.3)	(▲3.5)	(▲1.5)	
経常利益	(5.6)	(9.0)	(▲1.7)	(▲9.3)	(▲10.0)	(11.5)	
実質GDP (2011年連鎖価格)	(1.3)	〈0.2〉 (2.1)	〈▲0.4〉 (1.1)	〈0.7〉 (0.4)	〈0.5〉 (0.9)	〈0.3〉 (1.1)	
名目GDP	(2.8)	〈0.6〉 (3.9)	〈▲0.3〉 (2.6)	〈0.8〉 (1.3)	〈0.2〉 (1.3)	〈0.1〉 (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	2016年			2016年		
		1～3	4～6	7～9	9月	10月	11月
鉱工業生産	(0.3)	〈▲0.4〉 (▲1.6)	〈▲0.2〉 (▲1.1)	〈0.5〉 (▲1.0)	〈▲0.2〉 (▲1.0)	〈0.1〉 (▲0.8)	〈▲0.4〉 (▲0.6)
設備稼働率	76.7	75.4	75.2	75.5	75.4	75.4	75.0
小売売上高	(2.3)	〈▲0.0〉 (2.7)	〈1.5〉 (2.7)	〈0.9〉 (2.6)	〈1.0〉 (3.3)	〈0.6〉 (4.2)	〈0.1〉 (3.8)
失業率 (除く軍人、%)	5.3	4.9	4.9	4.9	5.0	4.9	4.6
非農業就業者数 (千人) (前期差、前月差)	2,894	659	452	628	208	142	178
消費者物価指数	(0.1)	〈▲0.1〉 (1.1)	〈0.6〉 (1.0)	〈0.4〉 (1.1)	〈0.3〉 (1.5)	〈0.4〉 (1.6)	

	2015年	2015年			2016年		
		4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9
実質GDP (連鎖ウェイト方式)	(2.6)	{2.6} (3.0)	{2.0} (2.2)	{0.9} (1.9)	{0.8} (1.6)	{1.4} (1.3)	{3.2} (1.6)
経常収支 (億ドル、年率) 名目GDP比	▲4,630 ▲2.6	▲4,476 ▲2.5	▲4,924 ▲2.7	▲4,536 ▲2.5	▲5,274 ▲2.9	▲4,795 ▲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
2014年	3.3	4.0	2.7	3.3	0.8	6.0	5.0	6.2	7.3
2015年	2.6	0.7	2.4	2.0	2.8	5.0	4.8	5.9	6.9
2015年4～6月	2.2	0.7	3.1	1.7	2.7	4.9	4.7	5.9	7.0
7～9月	2.8	▲0.7	2.3	1.8	2.9	4.7	4.7	6.2	6.9
10～12月	3.1	▲0.8	1.9	1.8	2.8	4.5	5.0	6.5	6.8
2016年1～3月	2.8	▲0.2	0.8	2.0	3.2	4.2	4.9	6.8	6.7
4～6月	3.3	1.1	1.7	2.0	3.5	4.0	5.2	7.0	6.7
7～9月	2.6	2.0	1.9	1.1	3.2	4.3	5.0	7.1	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	11,699	23,158	7,671	▲12,240	593,904
2015年9月	8,892	4,925	▲4,694	3,866	2,794	2,240	1,030	▲1,296	59,606
10月	6,589	5,736	▲3,826	5,298	2,101	2,845	1,013	▲1,944	61,286
11月	10,235	2,147	▲4,270	3,472	295	2,360	▲397	▲977	53,976
12月	6,918	4,147	▲5,897	3,663	1,487	1,953	▲160	▲1,586	59,631
2016年1月	4,930	3,515	▲2,247	4,254	238	1,243	14	▲2,638	57,927
2月	6,784	4,138	▲4,259	1,933	4,986	1,760	1,136	▲1,104	28,640
3月	9,682	4,501	▲6,060	3,616	2,966	2,754	508	▲1,747	25,513
4月	8,702	4,799	▲4,001	4,630	721	2,324	662	▲2,306	39,678
5月	6,741	3,504	▲3,378	4,036	1,537	813	374	▲2,021	45,171
6月	11,372	3,567	▲5,874	3,908	1,965	1,353	879	▲2,098	46,008
7月	7,524	3,580	▲4,294	4,152	843	475	514	▲2,058	48,970
8月	5,110	3,980	▲4,138	3,922	2,128	2,115	363	▲1,952	50,612
9月	6,905	4,370	▲5,119	5,179	2,546	1,841	1,271	▲1,890	41,470
10月	6,967	4,377	▲4,799	4,074	248	2,338	1,207	▲2,163	48,764
11月	8,003	4,265							44,610



マンスリーレビュー 2017年1月号

発行日 2017年1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