



台湾経済事情：インフレの鈍化見通しを前提に利下げ実施

～インフレと金利高により疲弊した内需振興策公表も、政府が期待する効果に疑問が残る～

発表日：2008年9月26日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

(要旨)

- 25日、台湾中央銀行は金融政策委員会を開催し、政策金利を5年ぶりに引き下げ3.50%とする決定を行った。同国では、ここ数年に亘るインフレ圧力から金融引き締め姿勢が堅持され続けてきたものの、足元において原油価格が調整局面を迎えていること、一方でインフレと金利高により内需を中心とする経済が疲弊していることで政策の軸足をインフレ抑制から景気の下支えにシフトすることとなった。
- 同国の直近のインフレ率は前年比+4.78%と、原油価格の調整と食料品価格急騰のウラが出る形で鈍化基調にあるものの、依然として10年来の高レベルにある。当局は先行きのインフレが鈍化すると見通しを示しているものの、世界的な金融不安が高まる中で先行きの原油価格に大きく左右される展開が続くものと予想される。なお、同国は海外からの投資資金が韓国などの周辺国に比べて少なかったため、過剰流動性が発生する要素が元々なかったこともあり、需要インフレへの懸念は極めて低い。
- インフレと金利高が続いた影響で、足元の台湾経済は個人消費を中心とする内需は疲弊し、4-6月期の実質GDPは対前年比+4.3%と大きく落ち込んでいる。政府は景気刺激策として、補助金や減税のほか、インフラ投資などによる消費及び投資の振興を図る計画を公表したが、インフレ圧力が持続する場合には所期の期待する効果を挙げることは難しいとみられる。さらに、経済対策で期待された馬政権は足元で急速に国民からの支持率を落とすなど、先行きの政策運営は大きく揺さぶられる展開が続くと予想される。結果的に、政府目標の成長率の達成も難しい局面に陥る可能性が高まっている。

《インフレ圧力から約4年続いた引き締めも、世界的な金融不安による景気減速懸念から5年ぶりの利下げ》

- 25日、台湾中央銀行は金融政策委員会を開催し、政策金利である指標金利を12.5bp引き下げ、3.50%とする決定を行った（図1）。金融当局は2004年以降、国内のインフレ圧力が強まる中で徐々に金利を引き上げることで引き締め姿勢を強めてきたため、利下げは約5年ぶりの実施となる。なお、今月15日の米大手証券リーマン・ブラザーズの破綻をきっかけに世界中の金融不安が再拡大したことで、同国でも流動性の確保に向けた懸念が強まっていたことから、翌16日には銀行システムの流動性供給の観点から預金準備率の引き下げが行われた（定期預金：5.75→5.00%、普通預金：11.025→9.775%）。隣国中国においても、同日に政策金利の利下げと預金準備率の引き下げにより、世界的な景気減速が色濃くなる中で中小・零細事業者などの流動性確保を目的に金融緩和が行われたこともあり、同国もそうした動きに追随したとみられる。
- 同国ではここ数年、食肉を中心とする食料品価格の上昇、世界的な原油価格の上昇に端を発するインフレ圧力が続いてきたが、昨年後半以降は穀物価格の上昇も重なったことで、インフレは大きく上振れする状況が続いている。8月の消費者物価は、7月半ばをピークに原油価格が調整局面を迎えたこともあり、対前年同月比+4.78%と前月（同+5.91%）から大きく減速したものの、依然として過去10年で最高レベルで推移している（図2）。なお、食料品とエネルギーを除いたコア物価は、8月時点でも同+1.67%と低いレベルに抑えられており（図3）、複合的なインフレには未だに突入していないものと考えられる。今回の金融政策委員会後の声明文においては、先行きのインフレ見通しとして、世界的な原油及び資源価格の調整が続くことを前提に今年10-12月期は対前年比+2.5%に、通年では同+3.74%とし、来年は同+1.91%まで低下

するとしている。こうしたことから、今回の利下げに向けた道筋が作られるに至ったと考えられる。

- 同国では今年 3 月の総統選挙で国民党の馬英九氏が勝利し、8 年ぶりに国民党政権が誕生することとなった。中国との関係改善に取り組むほか、選挙公約として 2016 年までの「633 公約（経済成長率6%、1 人辺り国民所得3 万ドル、失業率3%以下）」、「愛台 12 項建設」とするインフラ整備計画を掲げるなど、韓国で大統領選挙に勝利した李明博氏と同様、国民からは経済活性化に対する期待が高かった。しかし、馬政権の発足後は、足元で高進の続くインフレへの対応に苦慮しているほか、施策が当初の期待ほどの効果を挙げられていないことで、足元の韓国で起こっている李政権に対する信認の急低下ほどではないものの、国民からの支持率にも陰りが見え始めている。今回の利下げについても、下げ幅の小ささからその効果は限定的と考えられるほか、当面はインフレ圧力の残存も懸念され、インフレ抑制と景気下支えという相反する問題から大きく政策の選択が揺さぶられる状況が続くものと予想される。

図 1 政策金利の推移



図 2 消費者物価の推移(前年比)

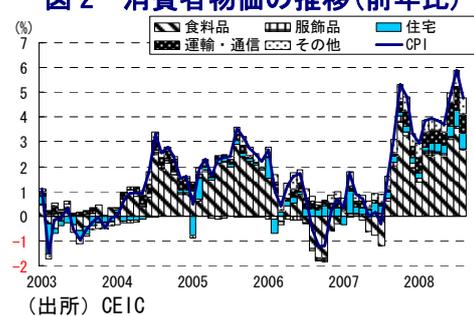
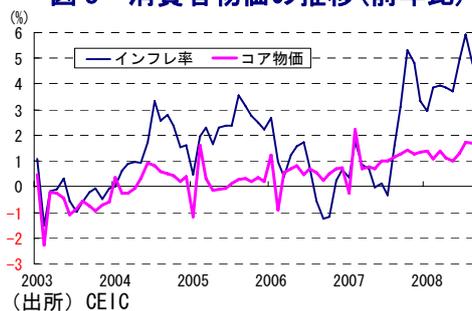


図 3 消費者物価の推移(前年比)



《過去数年に亘るインフレと金利高で内需は力弱い、IT を柱とする外需が成長を牽引するも先行き懸念大》

- 足元の原油及び穀物価格は一時のピークは越えたものの、依然として高止まりしていることによるインフレ圧力と、過去 4 年に亘り金融引き締めが実施されたことによる金利高との共存により、同国経済は個人消費を中心とする内需が大きく弱っており、4-6 月期の実質 GDP は対前年同期比+4.3%と前期（同+6.3%）から大きく落ち込んでいる（図 4）。とりわけ、足元で高進の続くインフレと金利高は小売売上を大幅に押し下げており、足元では前年比でマイナスに陥っている（図 5）。また、資本投資の代表例である建設関連でも登記件数がここ数年で大幅に伸びが鈍化するなど（図 6）、総じて内需関連の指標が大きく弱含んでいる状況にある。その一方で、年明け直後は増価基調にあった通貨 NT ドルは 4 月以降に増価ペースが大きく鈍った上、足元では減価基調に転じたことで輸出競争力の相対的な強化に繋がった上（図 7）、主要輸出先である米国経済の減速にも拘らず、新興国での IT 需要が拡大したことで輸出が堅調に伸びるなど、内需の下押しによる輸入鈍化により、外需のプレゼンスが高まる傾向が続いている。
- 同国では 2000 年代初めから急速に家計部門におけるカードローンの与信が拡大し、韓国で発生したクレジットカードによる大規模なデフォルトと同様、2004~05 年にかけて消費者ローンに起因する信用問題から大きく経済が減速した。その後は、個人消費を中心とする内需はそれ以前の勢いを失う状態が続いている一

方、米国を中心とする IT 需要の高まりから関連の輸出受注が高まったことで（図 8）、金利高にも拘らず鉱工業生産が受注に連られた動きをみせることで（図 9）、ここ数年の輸出を中心とする成長を享受してきた。しかしながら、昨年春にサブプライムローン問題が明らかになって以降、米国経済の減速が顕著になる中、直接・間接的な輸出仕向先の太宗が米国である同国の IT 関連財業界にとって、先行きは輸出受注の減速による生産の鈍化、ひいては企業収益の圧迫懸念がある。なお、足元では IT 関連財の在庫が積みあがる状況に陥っており（図 10）、先行きに調整局面となった場合、過去最高水準にある雇用環境の悪化も懸念される（図 11）。

図 4 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)

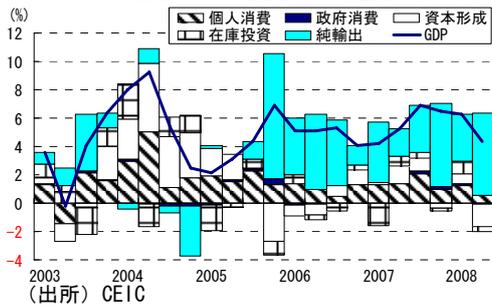


図 5 小売売上高の推移 (前年比)

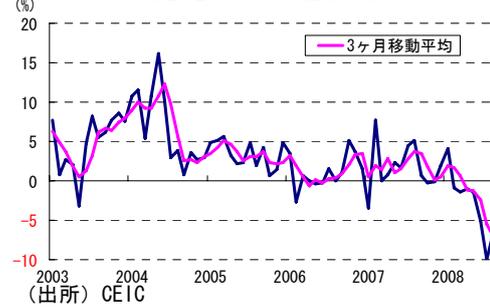


図 6 登記件数の推移 (前年比)

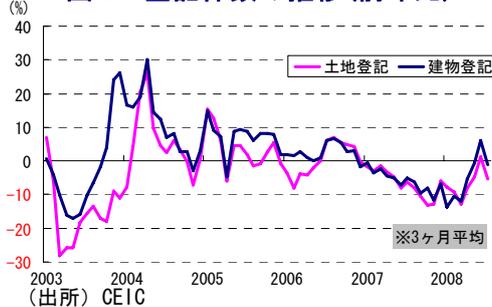


図 7 為替相場の推移



図 8 輸出受注の推移 (前年比)

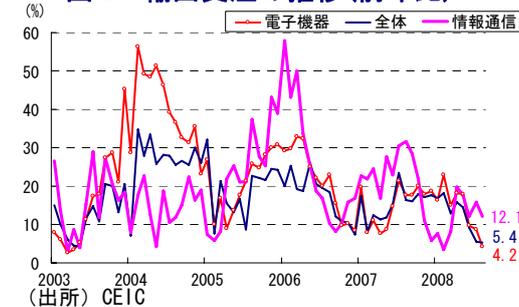


図 9 鉱工業生産の推移 (前年比)

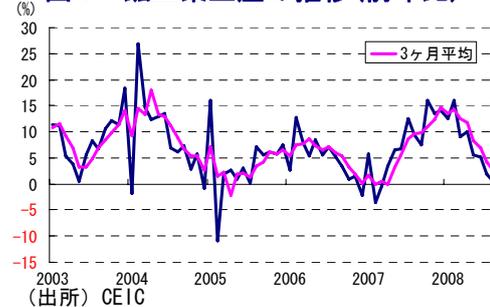


図 10 IT 財の出荷在庫の推移 (前年比)

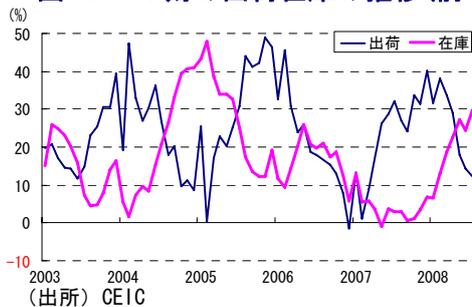


図 11 雇用環境の推移



《足元の IT 輸出に底堅さも輸入額の増大から貿易収支は赤字に転落、為替が減価に転じる要因の一つに》

- 対外面では、年明け直後は増価基調にあった通貨 NT ドルが足元では減価に転じていることで、相対的な輸出競争力の強化に繋がっており、輸出額の伸びは依然として堅調に推移している。しかし、年明け以降は世界的な原油及び穀物価格の急上昇の影響を受ける形で、輸入額の伸びが輸出額の伸びを上回る状況に陥っており、足元では貿易収支が赤字に転落している（図 12）。この影響から、足元では経常収支の黒字幅が縮小基調を強めており、インフレの高進と相俟って、マクロ経済のファンダメンタルズの悪化懸念から為替に減価圧力が掛かっているものと考えられる（図 13）。さらに、昨年の米国サブプライムローン問題の顕在化以降は、外国人投資家を中心にリスク許容度が大幅に低下した影響から、海外からの投資資金、特に証券投資の流出が流入を上回る状況が続いたことで、外貨準備の増減を示す総合収支はマイナスに転じるなど、国際収支は弱含み基調にある（図 14）。とはいえ、8 月末時点における外貨準備高は約 2,821 億ドルと極めて高い水準を確保している（図 15）。
- 同国の輸出額の 4 割強を占める半導体などを中心とする IT 関連財については、足元の市況が芳しくない上に在庫が積みあがっており、さらに主な輸出先である米国及び EU などの先進諸国の景気が減速していることで先行きの出荷は鈍化基調が強まるとみられ、極めて厳しい状況にあると考えられる。新興国において IT 財に対する需要が拡大する可能性はあるものの、米国発の世界的な金融不安を発端として世界的な経済の減速が改めて濃厚になる中、今後の IT 市況が急速に改善すると考えることは極めて難しいであろう。したがって、IT 関連財輸出に大きく依存する台湾経済にとって、当面は IT 市況が軟調な状況が続くものの、本格的な調整局面に陥った場合には、景気全体にとっても大きなマイナスになると見込まれる。
- 韓国との対比で考えると、台湾は外貨準備の高さと高金利という似た境遇にあったものの、韓国の方が政策金利水準が高く（図 16）、この期間のインフレ率は両国間で大きな差がないことから（図 17）、実質金利は高く推移してきた。こうしたことで、台湾には韓国のように内外金利差に着目した投資資金の流入や金利の低い円キャリー（円借り）取引によるポジションの拡大が起りにくかったと考えられる。このことで、韓国では投資資金の流入によって通貨ウォンに増価圧力が掛かり、輸出に対する悪影響を考慮して金融当局がウォン売り（ドル買い）介入を行い、市場に大量の過剰流動性を生んだことが足元のインフレを助長した遠因となっている。これに対して、台湾には投資資金の流入がそれほど多くなかったことで、為替介入による過剰流動性が生じる余地がないことで、足元のインフレが需要インフレとの複合インフレに至っていないものと考えられる。

図 12 輸出入の推移(前年比)

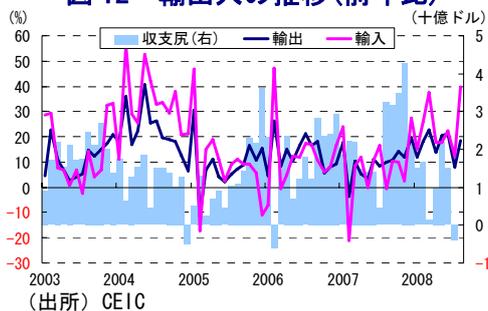


図 13 経常収支の推移



図 14 国際収支の推移

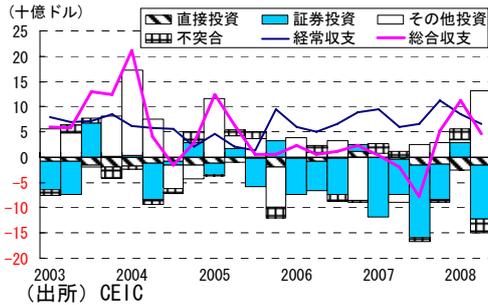


図 15 外貨準備高の推移

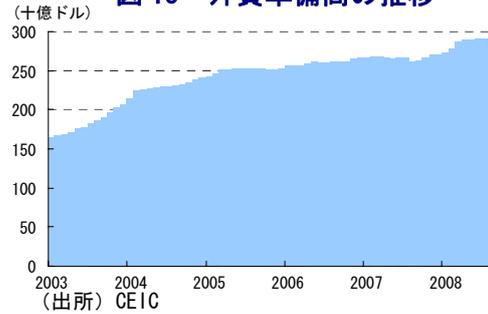


図 16 韓台の政策金利の推移

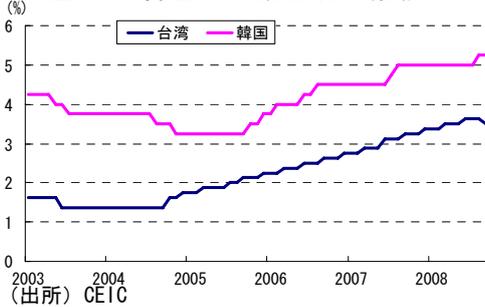
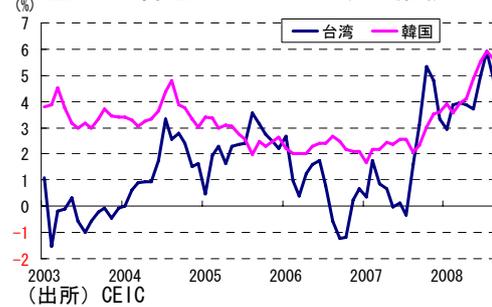


図 17 韓台のインフレ率の推移



《インフレは原油の動向に左右、景気刺激策が公表されるも過大支出が将来の債務状況を悪化させる懸念も》

- 先行きの台湾経済は、原油価格が調整していることで足元のインフレに鈍化の兆しが見られるものの、米国発の世界的な金融不安が深刻さを増す中で、今後も調整色を強めていくか否か極めて不透明な状況にある。また、年明け直後は増価基調にあった通貨 NT ドルは足元では減価基調を強めており、この傾向は当面持続する可能性が高まっていることを考えると、輸入物価の上昇により輸入財全般について価格の押し上げ圧力が掛かることになり、新たなインフレ圧力となることが予想される。さらに、消費者物価の伸び率に比べ、卸売物価の伸びが高い状態が続いていることは、企業から家計への円滑な価格転嫁が行われていないことの証左とも考えられ、今年 5 月の石油製品、7 月の電気料金に実施された値上げ容認の動きが今後続けば、インフレに加えて金利高が共存することになり、足元で弱含んでいる個人消費を中心とする内需にさらなる下押し圧力が掛かることが懸念される。その場合、景気減速基調は一段と強まるものと見込まれる。
- 今回の金融政策委員会においては、先行きのインフレ見通しについて原油価格の調整が進むことを前提に鈍化するとの見通しを示し、インフレの抑制から景気の底上げに金融政策の目標の中心をシフトしたことが分かる。しかしながら、必ずしも原油価格が低下一辺倒で進んでいない足元の状況下を考えると、先行きはインフレが高進する可能性も高まったとみられ、通貨 NT ドルにはさらに売り圧力による減価圧力が掛かることが懸念される。為替の減価は、同国の輸出依存度を考えれば、輸出競争力の強化による輸出の押し上げにより景気の下支えが期待されるものの、主要輸出品である IT 関連財については、素材産業や中間財などの川上及び川中部門は生産拠点を人件費の安い中国本土に移していることもあり、輸出が増大するために輸入も増大する問題がある。そうなれば、輸出価格に転嫁が難しい一方で、輸入物価の上昇により輸入部品の価格が増大することで輸入インフレが押し上げられ、交易損失が拡大することで必ずしも全体的な景気の底上げに繋がらない可能性も高いとみられる。
- また、年明け以降の通貨 NT ドルの増価の要因となった海外からの投資資金の流入については、米大手証券リーマン・ブラザーズの破綻によって世界的な金融不安がさらに深刻度を増す中、投資家のリスク許容度が大幅に低下しており、ファンダメンタルズが弱含んでいる同国にさらなる資金流入が起こる可能性は低いと考えられる。なお、9 月 25 日時点での年明けからの海外投資家による資金流出入額の総計は約▲112 億ドル

の流出超となっている（昨年同時点は 31 億ドルの流入超。）。逆に、馬政権は中国との関係改善に向けた取り組みを進めているが、それによって台湾から資本が中国に流出する懸念が高まっているとみられ、先行きにおいても足元で弱含んでいる株式及び為替にとっては売り材料として、下押し圧力が続くことが懸念される（図 19）。

- 今年 5 月に馬政権が誕生した際には、それまで内需が疲弊してきた同国経済を立て直すとの国民からの期待が寄せられてきたが、これまでのところ繰り出す施策に期待された効果が出ておらず、逆に、原油価格高騰によるインフレ対策などに苦慮する中で国内経済の疲弊が色濃くなっており、国民からの支持率も低下基調を強めている。そうした中、今月 11 日には行政院が景気刺激策として、補助金と減税により総額 1,226 億 NT ドルの国民負担の軽減を実施する計画を発表した。具体的には、株式取引税の減免による証券市場の活性化や「愛台 12 建設」に基づく総額 583 億 NT ドルの追加的なインフラ整備が実施される予定であり、政府が掲げる 3 つの基本方針である「消費刺激」、「投資振興と建設強化」、「金融安定と輸出促進」に沿った内容となった。なお、今回の施策によって同国政府は 1 兆 NT ドル（312 億ドル）程度の消費及び投資の押し上げ効果を期待しているものの、先行きにおいてインフレが高止まりする状況が続くこと、世界経済の減速によって輸出の鈍化基調がさらに強まった場合、期待通りの効果を挙げるのが難しくなるものとみられる。また、同国は基本的に財政赤字基調が続いており、さらに足元では歳入の伸びが鈍化基調にある（図 20）。過度な歳出拡大を行うことは、2007 年末時点で対 GDP 比 31%程度となっている公的債務残高に加えて、この中に含まれておらず、隠れ債務とされる公務員退職給付積立の不足分などを勘案すると、将来世代への負担となるため、健全な財政運営に向けた取り組みが必要になるであろう。
- 同国政府は、年度当初における 2008 年の経済成長率の目標を 4.78%としていたが、世界的な景気減速懸念を背景に 4-6 月期の GDP 統計の公表に併せて下方修正し、4.30%としている。こうした取り組みを元に同目標の達成を図るとしているが、足元の状況からその達成は極めて難しい状況に陥っていると言える。

図 18 物価指標の推移(前年比)

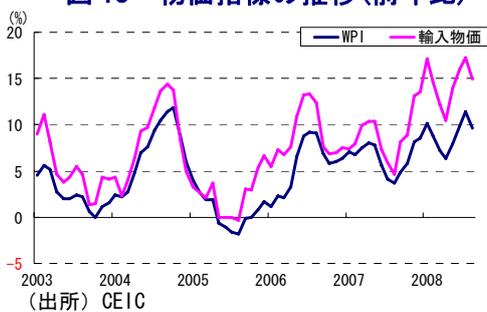
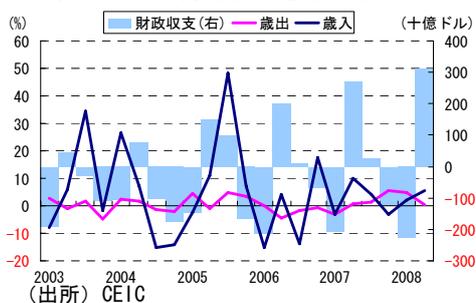


図 19 為替相場の推移



図 20 財政収支の推移(前年比)



以上