

# ASIA Indicators

定例経済指標レポート

## 韓国経済、内憂外患に苦しんでいる(Asia Weekly (10/20~10/24))

～インフレによる内需鈍化に世界経済減速による外需鈍化と苦しい状況が続く～ 発表日:2008年10月27日(月)

第一生命経済研究所 経済調査部

副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

### ○経済指標の振り返り

発表日	指標、イベントなど	結果	コンセンサス	前回
10/20 (月)	(中国) 9月小売売上高 (前年比)	+23.2%	+22.8%	+23.2%
	9月鉱工業生産 (前年比)	+11.4%	+13.4%	+12.8%
	7-9月実質GDP (前年比)	+9.0%	+9.7%	+10.1%
	9月消費者物価 (前年比)	+4.6%	+4.6%	+4.9%
	(インド) 緊急金融政策委員会 (政策金利)	+8.00%		+9.00%
	(フィリピン) 9月財政収支 (十億ペソ)	▲21.6		1.7
	(香港) 9月失業率 (季調済)	3.4%	3.3%	3.2%
10/21 (火)	(ニュージーランド) 7-9月消費者物価 (前年比)	+5.1%	+5.1%	+4.0%
	(前期比)	+1.5%	+1.5%	+1.6%
	(中国) 9月卸売物価 (前年比)	+7.0%		+8.2%
10/22 (水)	(豪州) 7-9月消費者物価 (前年比)	+5.0%	+4.8%	+4.5%
	(前期比)	+1.2%	+1.0%	+1.5%
	(台湾) 9月失業率 (季調済)	+4.12%	+3.95%	+3.93%
10/23 (木)	(ニュージーランド) 金融政策委員会 (政策金利)	6.50%	6.50%	7.50%
	(シンガポール) 9月消費者物価 (前年比)	+6.7%	+6.6%	+6.4%
	(前月比、季調済)	±0.0%		+0.2%
	(台湾) 9月輸出受注 (前年比)	+2.82%	+4.30%	+5.38%
	9月鉱工業生産 (前年比)	▲1.39%	+1.10%	+0.66%
	(インド) 10月11日時点卸売物価 (前年比)	+11.07%	+11.35%	+11.44%
	(香港) 9月消費者物価 (前年比)	+3.0%	+4.5%	+4.6%
	(ベトナム) 10月輸出 (前年比)	+36.7%		+39.0%
10月輸入 (前年比)	+42.6%		+48.3%	
10/24 (金)	(韓国) 7-9月実質GDP (前年比)	+3.9%	+3.7%	+4.8%
	(前期比)	+0.6%	+0.6%	+0.8%
	(シンガポール) 9月鉱工業生産 (前年比)	+2.4%	▲1.4%	▲12.5%
	(前月比、季調済)	+7.0%	+2.5%	▲1.9%
	(フィリピン) 8月輸入 (前年比)	+1.1%		+16.0%
	(インド) 金融政策委員会 (政策金利)	8.00%	8.00%	8.00%
	(マレーシア) 9月消費者物価 (前年比)	+8.2%	+8.1%	+8.5%
金融政策委員会 (政策金利)	3.50%	3.50%	3.50%	

(注) コンセンサスは bloomberg 及び REUTERS 調査。灰色で囲んでいる指標は本レポートで解説を行っています。

## 【韓国】 ～内需・外需ともに厳しい状況が続く中、7-9 月期は 4 年ぶりの低成長に鈍化～

24日に公表された7-9月期の実質GDPは、対前年同期比+3.8%と前期（同+4.8%）から減速し、4年ぶりの低水準となった。対前期比でも+0.6%と前期（同+0.8%）から減速しており、景気鈍化の様相がさらに強まった。インフレの高止まりに加えて、金融当局は昨年来不動産バブル抑制のための金融引き締めを行ってきた。その後は、原油及び穀物価格の急騰に端を発するインフレ抑制の観点から金利を高止まりさせたことで内需は大きく冷え込み、個人消費は前年比+1.1%と前期（同+2.3%）から減速、資本投資のうち建設投資も同▲0.9%と前期（同▲1.2%）に続いてマイナスが続いている。さらに、世界的な景気減速懸念が強まる中で、これまで成長を下支えしてきた外需にも陰りが出始めており、輸出も同+9.7%と前期（同+12.5%）から減速したことで、内需及び外需双方で弱含みの基調が強まることとなった。

同国経済は、インフレと経常赤字というファンダメンタルズの弱さに加えて、民間金融機関が国内の金利高を嫌い、円などの低金利通貨を通じた資金調達を積極的に展開したことで短期債務を急拡大させるなど、構造的な問題が対外ショックへの脆弱性を高めた。そこに米国発の世界金融不安が押し寄せ、リスク許容度の低下した外国人投資家を中心に、通貨ウォンや株式市場に対する売り圧力を強めている。また、今年8月には1年ぶりに利上げを実施しインフレ抑制に本腰を入れたと思いきや、今月初めには一転して景気刺激のために利下げを行うなど、政策の一貫性の無さも外国人投資家からの嫌気売りを誘っているとみられる。なお、為替減価は輸出産業が経済成長を牽引してきた同国にはプラスに作用するものの、世界経済の減速で需要そのものが頭打ち感を強める中、輸入物価の押し上げによるインフレ圧力の上振れが懸念材料となっており、金融当局は為替安定化とインフレ抑制のため、積極的にウォン買い（ドル売り）介入を実施している。この結果、ここ数年に亘って順調に積み上げて来た外貨準備高は足元で減少基調に転じているものの、依然として9月末時点における外貨準備は約2,397億ドルと世界6位の規模を誇り、直ちに外貨準備の懸念が生じる状態に陥る可能性は極めて低いと考えられる。

ただし、世界的な金融不安は上述のようなドル資金の逃避を引き起こし、同国の金融市場にもドル資金の逼迫感が強めた。こうした事態から、韓国政府は金融安定化策として総額1,300億ドルを提示し、国内銀行と輸出企業に対して300億ドルのドル資金の供給を行うほか、国内金融機関による対外借入に対して2009年6月まで限定的に政府保証を付与、国内銀行に対する公的資金投入についても必要に応じて検討するとの対策を公表している。さらに、先週には景況感の悪化が著しい建設部門に対して、総額5兆ウォン（約38億ドル）で売れ残りの住宅や土地の買い上げを行うほか、債券に信用保証を付与することで資金調達を支援する方針を明らかにしている。また、金融当局も中小・零細企業向けの特別融資の保証枠の上限引き上げを決定するなど、世界的な金融不安の安定化に向けて様々な施策が打ち出されている。27日朝には、75bpの緊急利下げを発表するなど（5.00%→4.25%）景気刺激策に打って出る様子であるものの、為替減価による輸入物価の押し上げがインフレを上振れさせていることを考えると、利下げがさらなる為替の押し下げに繋がりインフレを助長させる懸念もあり、景気刺激の効果は大きくは期待出来ないと考えられる。

こうしたことから、先行きの韓国経済を展望すると、足元の世界的な金融不安が解消するには相当の時間を要するとみられること、その結果、世界経済全体で減速基調がさらに強まることになり、同国経済を牽引してきた外需にはさらに厳しい環境が待ち受けることになろう。さらに、インフレ圧力が依然として燻る中で、財政による需要拡大策が採られている上、短期的な懸念は薄いとみられるにも拘らず、通貨や株式に売り圧力が根強く残る状況から、インフレが再び上振れすることで内需の押し上げ効果は大きく下向きに相殺される可能性が高い。したがって、当面は景気減速基調が持続することは避けられないものの、足元で積み上がったIT関連財の在庫調整が終わる頃には反転に向けた動きが始まると予想されるが、これまでの循環から推測するに、

短く見積もっても向こう1年程度は必要とみられる。

図1 韓国 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

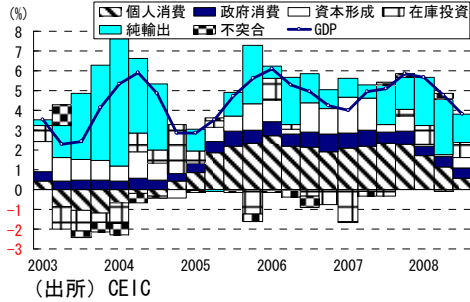


図2 韓国 消費者物価の推移(前年比)

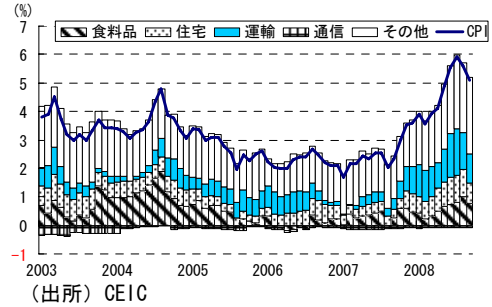


図3 韓国 経常収支の推移

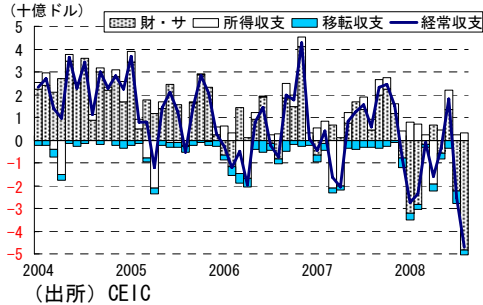


図4 韓国 対外債務残高の推移

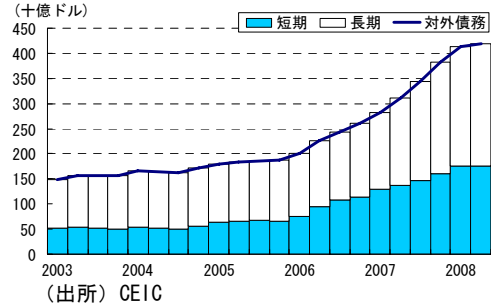


図5 韓国 為替相場の推移



図6 韓国 株式相場の推移(KOSPI)

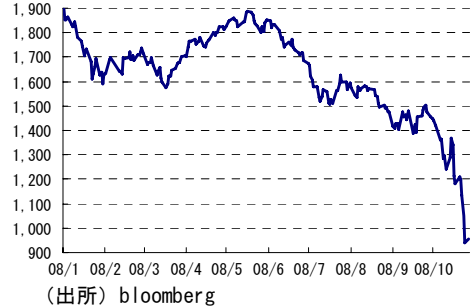


図7 韓国 外貨準備高の推移

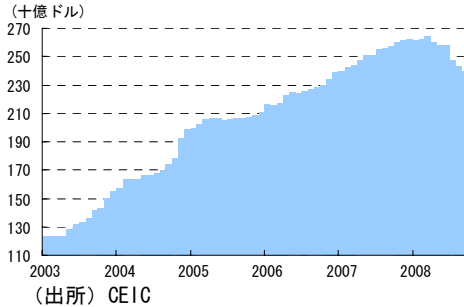


図8 政策金利の推移

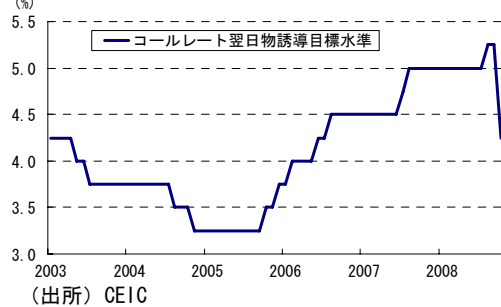


図9 韓国 輸入物価の推移(前年比)

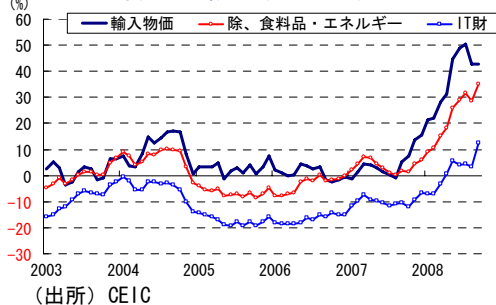
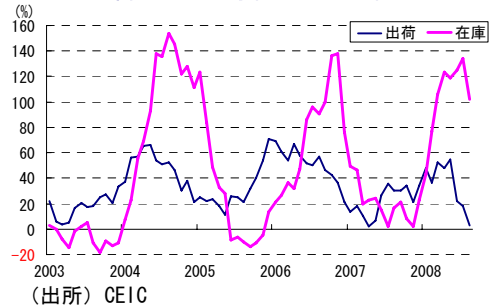


図10 韓国 半導体市場の推移(前年比)



## 【シンガポール】 ～今月の公共料金改定はインフレ懸念を再び高め、先行きの景気減速懸念の火種に～

23日に公表された9月の消費者物価は、対前年同月比ベースでは+6.7%と前月（同+6.4%）から若干加速した。なお、前月比では±0.0%と前月（同+0.2%）から鈍化しており、原油や穀物価格がピークアウトを迎えて足元では調整局面にあることから、物価そのものは落ち着きを見せる傾向を強めていると考えられる。ただし、主要項目別に見てみると、一番のウェイトを占める食料品は前年比+8.2%と前月（同+8.4%）からは若干鈍化したものの、前月比では+0.3%と依然として上昇圧力が残っている。また、同国の領土の狭さから住宅価格は前年比+14.6%と前月（同+12.8%）から加速、前月比でも+0.4%と前月（同+0.5%）に引き続いて上昇している。また、金融当局は今月、インフレが山を越えたとの判断を行ったのに加えて、世界的な金融不安が深刻度を増していることに対応して、政策目標である名目実効為替レートの誘導目標を緩和姿勢（「上昇ゼロ%」）に転換した。こうした動きもあり、足元では通貨SGドルにも外国人投資家を中心に売り圧力が強まっており、結果として、あらゆる国内消費財を輸入に依存せざるを得ない同国にとっては、為替減価は輸入物価の押し上げを通じたインフレ圧力に繋がることから、先行きもインフレ懸念が燦る状況が続くとみられる。また、今月には電力料金のほか地下鉄料金の改定が行われ、特に、3ヶ月ごとに見直しが実施される電力料金は、今回の改定で平均21.4%の値上げが実施されることから、当面はインフレの上振れは避けられない。同国では、要素価格ベース（供給サイド）ではあるものの、実質GDP成長率が4-6月期に続いて7-9月期も前期比でマイナスとなる、所謂リセッション状態に突入しているが、10-12月期についてもインフレの高止まりが続くことで内需が押し下げられることで、景気の減速基調が続くものと予想される。

24日に公表された9月の鉱工業生産は、対前年同月比+2.4%と前月（同▲12.5%）から大きく改善した。また、前月比ベースでも+7.0%と前月（同▲1.9%）から改善した。世界的な景気減速懸念から、同国の主要輸出財である医薬品を中心とする化学製品や半導体を中心とする電子部品に対する需要は鈍化しており、結果として足元では生産に下押し圧力が強まっている。ただし、同国の輸出の2割強を占める医薬品関連では、新たな商品の生産を行う際に一度ラインをすべて止めて工場の清掃・洗浄作業を行い、その上で生産を再開するという形態を採っており、月ごとの生産にバラツキが出易いという特色がある。9月については、前月比のデータが示すように、前月にラインがストップされた後の再開によって大きく上振れしたと考えられる。ただし、先行きも世界的な金融不安を契機に、主要な輸出先である米国やEU経済が減速基調を強めるとみられる中で、生産には下押しの影響は避けられないと予想される。その結果、同国経済は需給双方で景気悪化基調が強まる可能性が高まっている。

図11 シンガポール 消費者物価の推移(前年比)

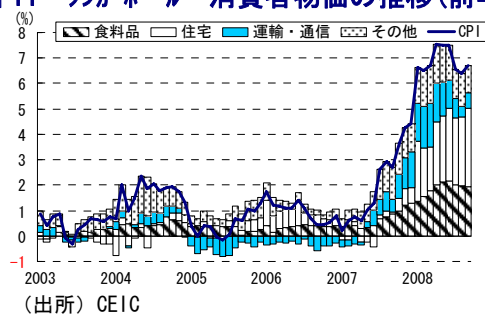


図12 シンガポール 為替相場の推移



図 13 シンガポール 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)

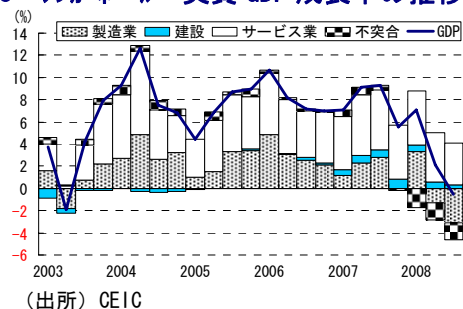
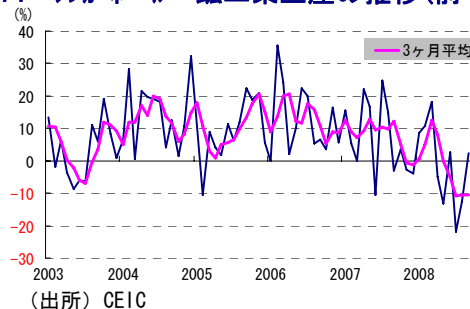


図 14 シンガポール 鉱工業生産の推移 (前年比)



### [香港] ～補助金と電力料金引き下げでインフレ鈍化も、HK ドルの対中国元減価が先行きの動向を占う～

20日に公表された9月の失業率(季調済)は3.4%と前月(3.2%)から悪化した。同国では、インフレの高止まりと株式市況が暴落していることで資産効果が剥落し、個人消費を中心とする内需に勢いが無くなったことで景気が急減速している。こうした状況に加えて、足元では世界的な金融不安によって実体経済への影響が避けられなくなっていることもあり、企業が積極的に雇用調整を行っていると思われる。その結果、雇用者数は前年同月比では依然として増加しているものの、前月比では3,200人減少しており、先行きは景気の減速度合いがさらに強まると見られる中で、雇用環境はさらに悪化することが懸念される。

23日に公表された9月の消費者物価は、対前年同月比+3.0%と前月(同+4.6%)から伸びが鈍化した。9月から電力料金が補助金により低下したことに加えて、8月から3ヶ月に亘って低所得者層に対する公営住宅の賃料の減免や、食費補助が実施されていることでインフレ圧力が下押しされた。足元では原油や穀物価格はピークアウトを迎えている上、通貨HKドルは米ドルとペッグしているために世界的な金融不安が深刻化する中、新興国通貨に対して増価基調を強めている。ただし、同国にとって輸入の多くは中国から来るため、足元では依然として中国元に対して減価基調にあることで、輸入物価の押し上げによるインフレ懸念は残存すると考えられる。また、世界経済の減速によって世界の貿易量が減少すると見込まれる中、中継貿易を主な取引とする同国にとっては輸出入の鈍化に繋がり、景気の下押し材料になるものと見込まれる。先行きは、景気の減速基調がさらに強まると予想される。

図 15 香港 雇用環境の推移

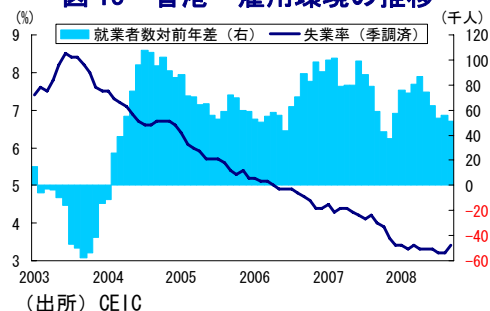


図 16 香港 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)

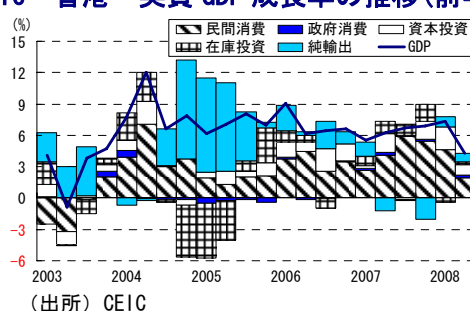


図 17 香港 株式相場の推移 (ハンセン指数)



図 18 香港 消費者物価の推移 (前年比)

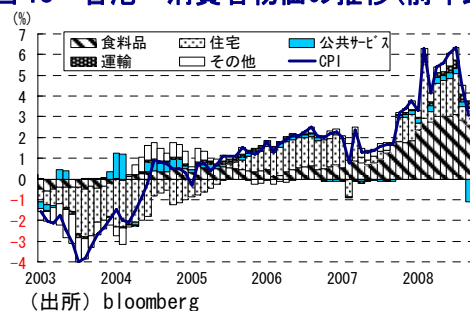
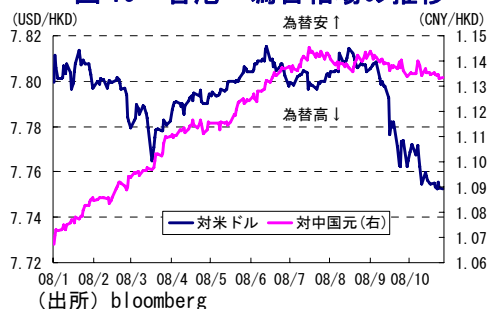


図 19 香港 為替相場の推移



### 【インド】 ～インフレ懸念が煽る中での利下げで金融不安に煽られた外国人投資家による売りを集める～

20日、インド準備銀行は緊急の金融政策委員会を開催し、政策金利であるレポ金利を100bp引き下げて8.00%とする決定を行った。24日に定例の同委員会を開催する直前での大幅利下げであり、市場ではサプライズとして受け止められた。世界的な金融不安が深刻さを増す中、同国の金融市場においても、風説の流布により取り付け騒ぎが発生する事態となったほか、外国人投資家による資金逃避に加えて、疑心暗鬼から銀行間市場での流動性の逼迫感が高まるなどの懸念が生じたため、今月初めには預金準備率を2回に亘り計250bp引き下げたほか、レポ取引を通じて計1兆2,000億ルピー（約245億ドル）の流動性供給を行い、流動性の逼迫感には一応の解消が図られた。ただし、世界経済の減速懸念が強まる中で、同国ではインフレと金利高の共存から個人消費を中心とする内需に鈍化の兆しが見え始めるなど景気減速基調が鮮明になっていることもあり、利下げを行うことで景気刺激に舵を切る意図があったものと考えられる。ただし、同国はインフレと経常赤字というファンダメンタルズの脆弱性が残る中、大量の流動性供給と利下げを行うことはインフレの再浮上懸念をもたらし、折からの金融不安によってセンチメントが悪化した外国人投資家を中心に売り圧力を強めることとなった。その結果、通貨ルピーは過去最安値圏内で推移しており、同国はGDPに占める輸入の割合は低いものの、輸入物価の押し上げによるインフレの上振れが懸念される。金融当局はインフレ抑制と為替安定化のために、大量のルピー買い（ドル売り）介入を行っていると考えられ、結果的に外貨準備は足元で減少基調にある。直近の外貨準備高は約2,740億ドル（10/10時点）と9月末（約2,918億ドル）から急速に減少していることへの懸念はあるものの、直ちに外貨準備が不足するような事態に陥る可能性は極めて低い。ただし、利下げ実施後には、株式及び通貨ともに売り圧力が強まったことを受けて、24日の金融政策委員会ではすべての政策金利及び預金準備率は据え置かれることとなった。

23日に公表された10月11日時点における卸売物価は、対前年同期比+11.07%と前週（同+11.44%）から伸びが鈍化した。原油価格がピークアウトを迎えたことで燃料価格が下落したことに加えて、モンスーン期の洪水の影響が徐々に緩和し始めていることで食料品価格も低下するなど、全体的に価格が低下していることでインフレ圧力に鈍化の兆しが見え始めている。ただし、足元では急速に通貨ルピーの為替が減価しており、輸入物価の押し上げからインフレ圧力が上振れする懸念が高まっている。同国のインフレ指標は2ヶ月毎に改定値が公表されるが、8月16日時点のインフレ率が前年比+12.4%から同+12.82%に上方改定されていることを考えると、先行きの上振れ懸念が残存していると考えられる。

図 20 インド 金融政策の推移

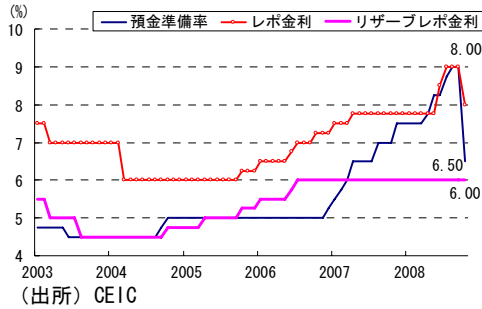


図 21 インド 為替相場の推移



図 22 インド 株式相場の推移 (SENSEX)

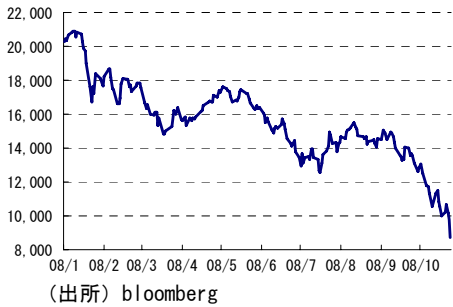


図 23 インド 外貨準備高の推移

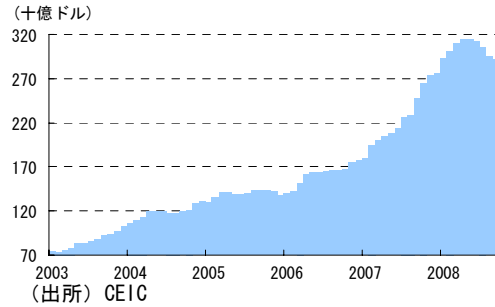
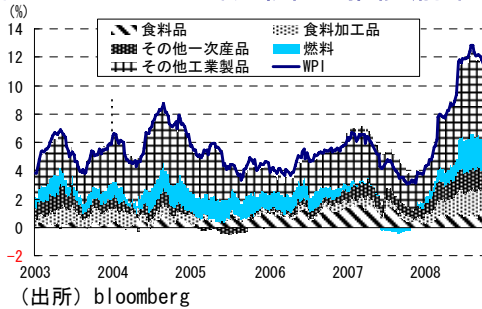


図 24 インド 卸売物価の推移 (前年比)



### 【マレーシア】 ～原油価格下落でインフレ緩和期待も、金融不安に伴う為替減価が上振れ懸念を残す～

24日に公表された9月の消費者物価は、対前年同月比+8.2%と前月(同+8.5%)から伸びが鈍化しており、対前月比でも▲0.2%と前月(同+0.2%)から減速した。原油価格がピークアウトしたことで、同国政府は8月末から計3回に亘って石油製品価格の引き下げを行っており、コストプッシュ型インフレ圧力が低下したことでインフレが鈍化したと考えられる。小麦をはじめとする主要穀物価格はピークアウトした後、足元では価格が大きく下落しているものの、アジア圏の主食であるコメについては市場が未熟なことから依然として価格が高止まりしている。同国はアジア新興国の中ではとりわけ穀物の自給率が低く、国内消費量の太宗を輸入に依存せざるを得ない状況にある。同国はアジアでは数少ない「資源国」であり、パーム油などの一次産品に対するアジア域内での需要の底堅さから貿易黒字は拡大を続けており、結果として経常収支も足元では黒字幅を拡大させている。しかしながら、インフレの高進により内需が鈍化している影響から先行きの景気減速懸念が強まっており、足元の世界的な景気減速の影響もあり通貨リングには売り圧力が強まっている。為替の減価は自国通貨建の輸入物価の押し上げを通じて、インフレ圧力を上振れさせる懸念があり、当面は通貨や株式への外国人投資家による売り圧力が続くことで、インフレが上昇するリスクを抱えると予想される。

24日にはマレーシア・ネガラ銀行が金融政策委員会を開催し、政策金利を20回連続で3.50%に据え置く決定を行った。金融当局はこれまでインフレ圧力が強まる中であっても、金融政策の意義をインフレ抑制より景気刺激に置き続けており、アジア新興国が利上げに次々と踏み切る中でも据え置き姿勢を貫いてきた。さらに、

足元では依然としてインフレに対する懸念は残っているものの、原油をはじめとする資源価格の下落によりインフレ圧力が緩和されてきたこともあり、先行きも利上げを行う可能性はさらに低下したとみられる。

図 25 マレーシア 消費者物価の推移(前年比)

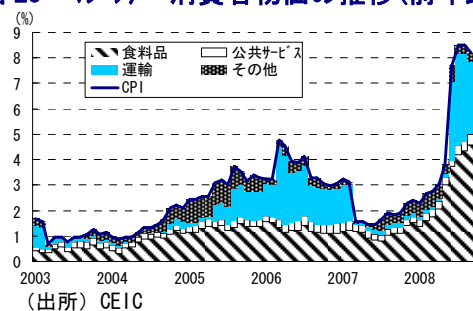


図 26 マレーシア 輸出入の推移(前年比)

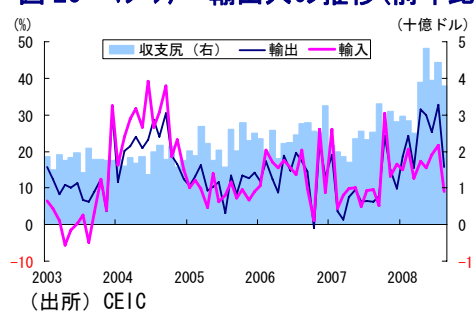


図 27 マレーシア 経常収支の推移

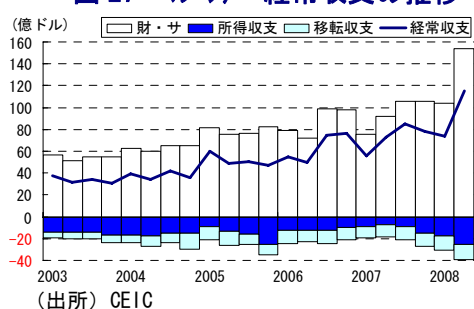


図 28 マレーシア 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

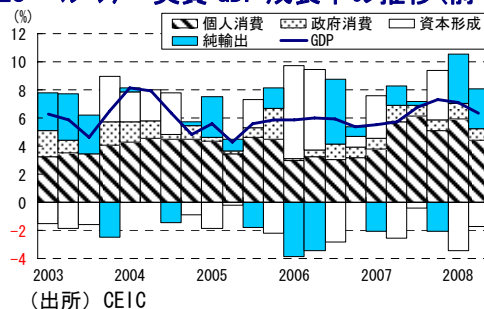


図 29 マレーシア 政策金利の推移



以上