

ASIA Indicators

定例経済指標レポート

アジア通貨が売られる材料が揃ってきた (Asia Weekly (9/1~9/5))

～ファンダメンタルズ悪化は、リスク許容度が低下した投資家をさらに遠ざける～ 発表日：2008年9月8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
9/1（月）	（韓国）8月輸出（前年比）	+20.6%	+23.3%	+36.0%
	8月輸入（前年比）	+37.0%	+35.6%	+47.2%
	8月消費者物価（前年比）	+5.6%	+6.3%	+5.9%
	（前月比）	▲0.2%	+0.5%	+0.7%
	（豪州）4-6月期経常収支（百万豪ドル）	▲12,774	▲11,650	▲19,842
	（インド）7月輸出（前年比）	+39.1%		+23.5%
	7月輸入（前年比）	+56.9%		+26.0%
	（タイ）8月消費者物価（前年比）	+6.4%	+8.8%	+9.2%
	（前月比）	▲3.0%	▲0.9%	+0.3%
	（インドネシア）8月消費者物価（前年比）	+11.85%	+11.90%	+11.90%
	（前月比）	+0.51%	+0.74%	+1.37%
	7月輸出（前年比）	+25.5%	+30.0%	+34.9%
	7月輸入（前年比）	+68.8%	+55.0%	+63.4%
	（香港）7月小売売上高（前年比）	+13.8%	+11.0%	+11.7%
	7月小売売上高指数（前年比、数量ベース）	+6.6%	+3.8%	+4.1%
9/2（火）	（豪州）金融政策委員会（政策金利）	7.00%	7.00%	7.25%
	（カザフスタン）8月消費者物価（前年比）	+20.1%	+19.8%	+20.0%
	（前月比）	+0.8%	+0.6%	+0.9%
9/3（水）	（豪州）4-6月期実質 GDP（前年比）	+2.7%	+2.9%	+3.6%
	（前期比）	+0.3%	+0.4%	+0.7%
9/4（木）	（マレーシア）7月輸出（前年比）	+25.4%	+14.5%	+18.4%
	7月輸入（前年比）	+14.8%	+9.1%	+12.1%
	（インドネシア）金融政策委員会（政策金利）	9.25%	9.25%	9.00%
	（インド）卸売物価（8/23時点、前年比）	+12.34%	+12.44%	+12.40%
9/5（金）	（フィリピン）8月消費者物価（前年比）	+12.5%	+12.5%	+12.3%
	（前月比）	+0.3%	+0.7%	+1.6%
	（台湾）8月消費者物価（前年比）	+4.78%	+5.00%	+5.91%

（注）コンセンサスはBloomberg及びTHOMSON 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】 ～貿易収支とインフレのファンダメンタルズ悪化で、為替には一段の売り圧力が強まる見通し～

1日に公表された8月の輸出は、対前年同月比+20.6%と前月（同+36.0%）から大幅に減速した。中国や中東、中南米向けの輸出が依然として堅調に推移していることが影響しており、足元で進行する通貨ウォンの

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

減価が輸出競争力を底上げした格好となっている。一方の輸入は同+37.0%と前月（同+47.2%）から減速したものの、原油や資源価格が高止まりしていることで高い伸びが続いている。この結果、8月の貿易収支は▲32.29億ドルの赤字となり、前月（▲19.36億ドル）から赤字幅が拡大している。先行きの貿易動向は、足元で原油価格が調整局面を迎えており、輸入の伸びが鈍化する可能性が高まっていることで貿易赤字幅が縮小し、GDP成長率の寄与度の面でも鈍化基調が続く内需に対して外需のプレゼンスが一層高まることになる。ただし、世界的な景気減速懸念が強まることで、同国の主要輸出財である電子部品や自動車や船舶等の輸送機器に対する需要が鈍化すると予想されることから、景気全体の減速は避けられないとみられる。

8月の消費者物価は、対前年同月比+5.6%と前月（同+5.9%）から減速、対前月比でも▲0.2%（季調前）と前月から減速した。世界的な原油価格の調整局面を迎える中、国内の石油製品価格が引き下げられた影響から輸送関連でのコストが大きく鈍化したことが影響した。なお、食料品やエネルギーを除いたコア物価は、前年比+4.7%と前月（同+4.6%）から加速している。足元のインフレ圧力にも拘らず、先月の金融政策委員会まで約1年間金利が据え置かれたことで、国内の金融市場におけるマネーの伸びが高止まりしていること、また、家計所得の伸びも高止まりしていることで需要インフレ圧力が高まっているものと考えられる。

貿易収支の悪化は、足元で経常収支の赤字基調に転落した同国にとっては、先行きの国際収支悪化観測を強めさせる上、インフレが高止まりする状況も続いていることから、外国人投資家による売り圧力が強まっている。とりわけ、通貨ウォンの為替相場については先行きも減価基調が強まる懸念が高まるとみられ、金融当局は通貨安定の観点から積極的なウォン買い（ドル売り）の為替介入を行うことで、外貨準備が減少する懸念も高まってくると考える。ただし、同国の外貨準備は8月末時点で2,432億ドルと、依然としてアジア通貨危機の際の8倍強の規模を確保しており、直ちに危機的な状況に陥る可能性は極めて低いと言える。次回の金融政策委員会が11日（木）に予定されており、前回の同委員会では約1年ぶりに25bpの政策金利の引き上げが実施された。足元のインフレ率は依然金融当局の目標水準を上回っているものの、さらなる経済減速を招くことへの不安感が高まる中、今回は金利が据え置かれる（5.25%）ものと予想する。

図1 輸出入の推移(前年比)

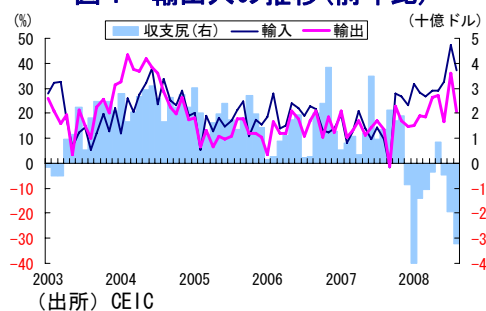


図2 消費者物価の推移(前年比)

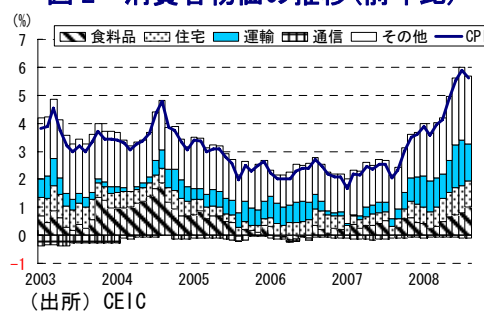


図3 消費者物価の推移(前年比)

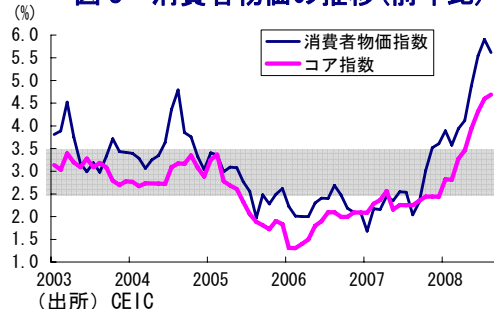


図4 マネーサプライの推移(前年比)

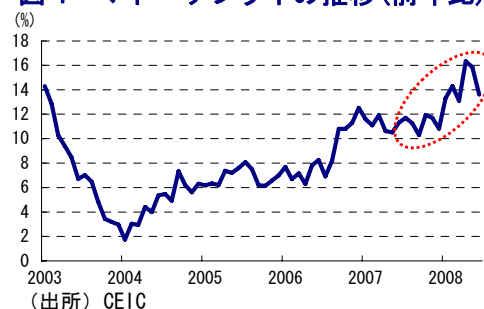


図5 家計所得の推移(前年比)

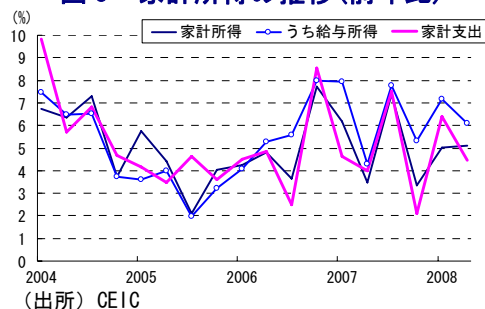


図6 経常収支の推移

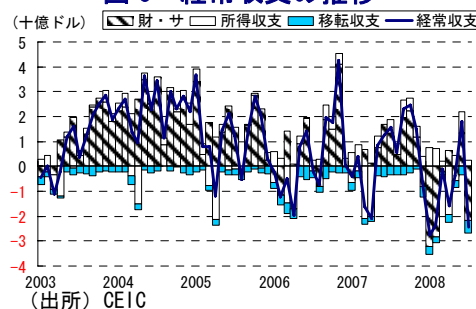
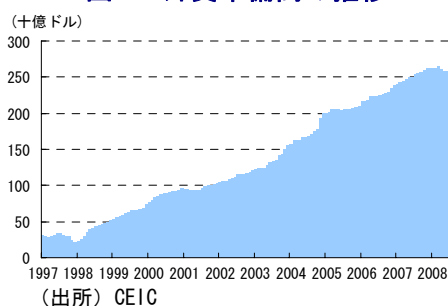


図7 為替相場の推移



図8 外貨準備高の推移



【タイ】 ～財政での低所得者対策でインフレは抑制も、ファンダメンタルズ悪化で先行きは最加速に懸念～

1日に公表された8月の消費者物価は、対前年同月比+6.4%と前月（同+9.2%）から大幅に鈍化、前月比でも▲3.0%の大幅鈍化となった。足元ではサマック政権に対する反タクシン派（PDA：民主市民連合）による強硬的なデモが過激さを増しているものの、6月に現政権が実施を決定した6ヶ月の時限的な景気浮揚策である混合燃料向け消費税の免除や、低所得者層向けの公共料金（電力及び水道）の無料化やガス料金の据え置き、交通料金が引き下げられるなどの財政拡張策により全般的に価格が大きく引き下げられたことが影響した。なお、食料品やエネルギーを除いたコア物価も前年比+2.7%と前月（同+3.7%）から大幅に鈍化した。

足元のインフレ圧力により、個人消費をはじめとする内需の鈍化基調が強まっているものの、政府による低所得者向け対策が景気の下支えとなる公算が高まっている。ただし、PDAによるデモの過激さに対抗する形で1日にサマック政権は主都バンコクに非常事態宣言を発令したことで、同国への投資意欲が大きくそがれる可能性が高まっている。そうなれば、4-6月期の経常収支が赤字に転落するなどファンダメンタルズの悪化が顕著になる中、外国人投資家による売り圧力が強まることで通貨バートの減価基調が一層強まることが懸念され、輸入インフレをもたらすことが予想される。さらに、今後も金融当局による通貨安定を目的とする積極的なバート買い（ドル売り）介入が実施されるとみられ、こうした動きは外貨準備の減少をもたらし、国際的信用を失わせる懸念がある。ただし、同国の外貨準備は8月末時点で1,012億ドルと依然高く、直ちに外貨ポジションが変動する可能性は極めて低いと考えられる。

図9 消費者物価の推移(前年比)

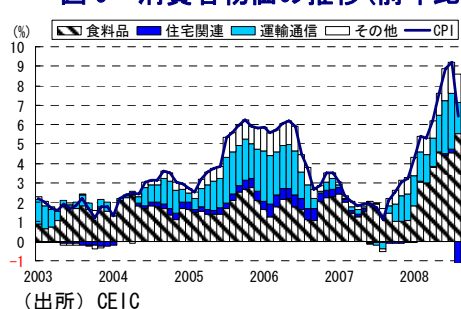


図10 消費者物価の推移(前年比)

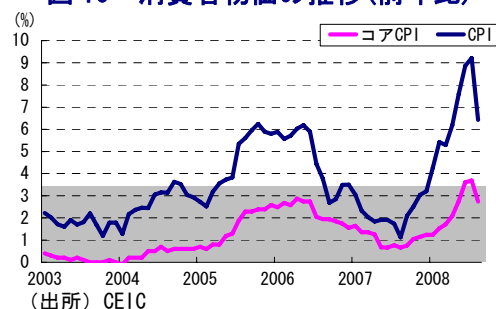


図 11 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)

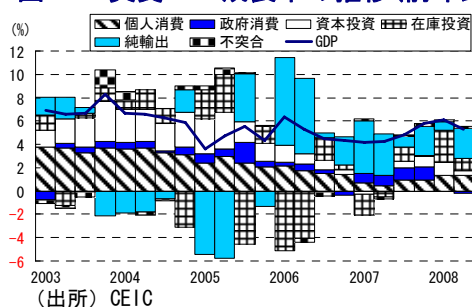


図 12 経常収支の推移

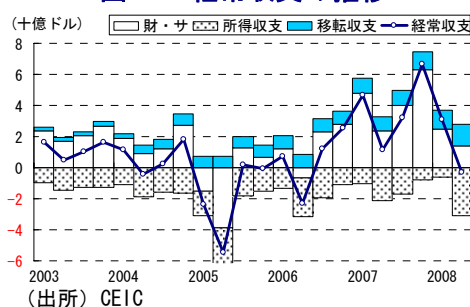
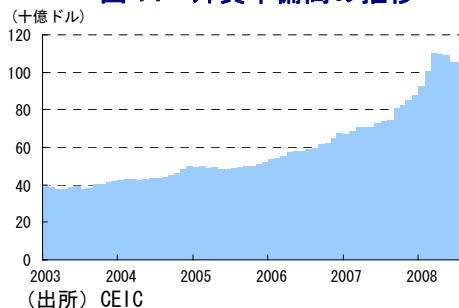


図 13 為替相場の推移



図 14 外貨準備高の推移



【インド】 ～為替安で輸出増も輸入増で貿易赤字拡大、為替減価に向けた材料となる公算が高まる～

1日に公表された7月の輸出は、対前年同月比+39.1%と前月（同+23.5%）から大きく加速した。通貨ルピーが足元で減価基調を強めていることで、輸出競争力が相対的に向上したことが影響したとみられる。なお、同月の輸入は、対前年同月比+56.9%と前月（同+26.0%）からこちらも大幅に加速した。原油価格が月中盤に1バレル=147ドル台の最高値を付けたことに加え、ガネーシュ祭を控え国内の金需要が増える中、金の国際価格が調整局面を迎えたことで輸入量が増大したことで輸入額が大幅に伸びたものとみられる。その結果、貿易収支は▲10.8億ドルに赤字幅が拡大することとなり、先行きの経常収支などへの悪影響が懸念される。

また、同日に公表された8月の製造業PMIは、57.9と前月（57.8）から0.1ポイント改善した。「輸出受注」で値が改善したことが（54.7→55.2）全体的な押し上げに寄与したとみられる一方、世界的な鋼材などの資源価格が高止まりしている影響から、「投入価格」で値が大幅に低下したものの（59.2→56.1）「産出価格」でも低下するなど（56.6→54.8）、価格転嫁がうまく進んでいない実態が浮き彫りとなっている。先行きに関しては、ヒンズー教の祭典であるガネーシュ祭を境に昨年も家計の購買意欲が向上したこともあり（今年は先週3日に開催）、10月の商戦に向けた受注の盛り上がりが見込まれる。

4日に公表された8月23日時点の卸売物価は、対前年同期比+12.34%と前週（同+12.40%）から若干伸びが鈍化した。とはいえ、依然として金融当局の定める目標水準（5～6%）を大きく上回る状況が続いており、年明け以降進められている金融引き締め姿勢は先行きにおいても持続するとみられる。なお、先行きのインフレについては、モンスーン期の雨量が農業生産を大きく左右する状況にはあるものの、一部で大雨による大洪水が発生している影響で食料品の供給がストップするなどの影響が出ており、上振れ懸念が高まっている。

こうしたことから、先行きの通貨ルピーには、貿易赤字の拡大に加えてインフレの高進・上振れ懸念といったファンダメンタルズの悪化を材料に売り圧力が強まるものとみられ、金融当局は通貨安定を目的とするルピー買い（ドル売り）介入を実施するとみられる。とはいえ、同国の外貨準備高は世界4位の規模にあり、介入によってすぐに外貨ポジションに懸念を与えるような事態になるとは考えにくい。なお、5日にはインド準備銀行の新総裁にスバラオ前財務次官が就任したが、レディ前総裁引き続きインフレタカ派姿勢が堅持される見通しが強まっている。

図 15 輸出入の推移(前年比)

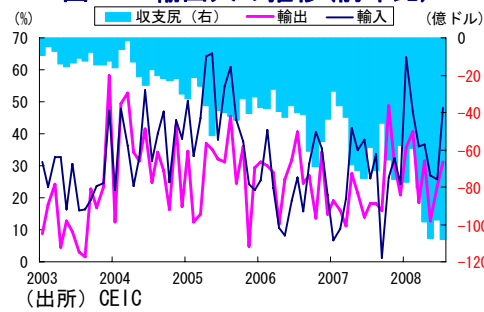


図 16 為替相場の推移

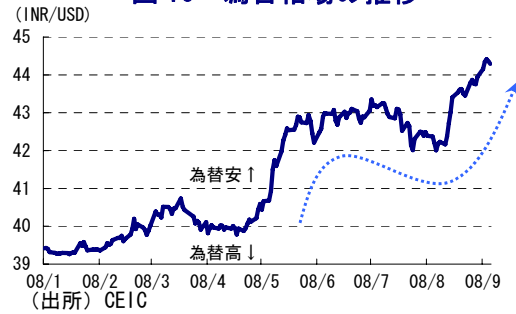


図 17 製造業 PMI の推移

	総合	生産	新規受注	雇用	納期	在庫	投入価格	産出価格
2007	1	55.3	58.1	59.7	50.7	50.1	50.0	50.7
	2	53.6	55.0	56.1	51.0	50.3	51.2	54.2
	3	53.0	54.2	56.1	50.6	50.5	49.8	53.9
	4	53.8	55.3	57.2	50.1	49.7	49.3	52.7
	5	53.4	54.9	56.2	50.5	50.0	49.9	52.5
	6	53.2	54.6	55.8	50.8	49.5	50.5	52.4
	7	52.9	54.2	55.7	50.3	49.9	49.6	51.5
	8	57.9	60.7	64.8	51.7	50.3	51.4	57.8
	9	59.3	62.8	66.6	50.7	48.0	51.6	56.8
	10	61.7	66.6	70.9	51.6	49.6	52.2	54.1
	11	60.9	64.9	70.1	51.8	49.8	50.2	54.3
	12	61.9	65.3	72.1	52.2	48.5	51.4	54.2
2008	1	60.7	63.7	70.0	52.5	49.2	51.1	53.3
	2	59.5	62.2	68.4	51.9	50.2	51.3	57.5
	3	57.5	60.3	64.0	51.5	48.9	50.1	53.8
	4	57.5	61.8	63.3	51.1	48.9	49.1	54.5
	5	57.4	62.1	63.1	50.8	50.6	49.7	57.6
	6	58.6	63.8	65.7	51.0	50.5	49.1	58.7
	7	57.8	61.9	63.6	51.7	49.7	49.7	59.2
	8	57.9	62.0	64.8	51.0	49.8	50.0	56.1

(出所) Bloomberg

図 18 卸売物価の推移(前年比)

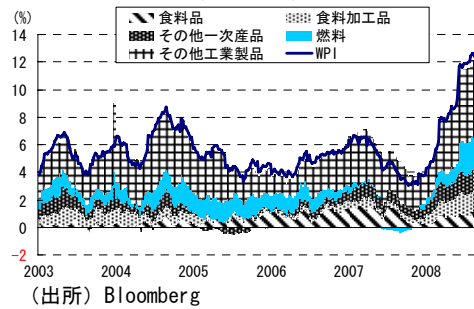
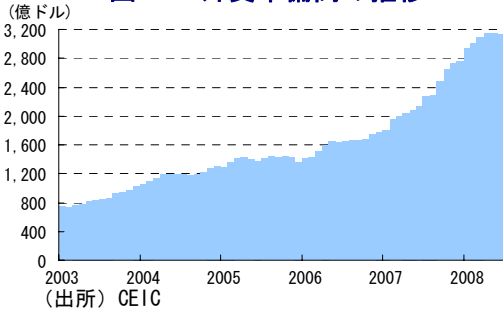


図 19 外貨準備高の推移



【カザフスタン】～インフレの上振れ可能性が高まるものの、ユーロ・ルーブルが弱含みで通貨は増価～

2日に公表された8月の消費者物価は、対前年同月比+20.1%と前月(同+20.0%)から若干加速した。前月比ベースでは+0.8%と前月(同+0.9%)から若干鈍化しており、一見は先行きのインフレは自然鈍化する兆しが見え始めたかに思える。内訳別にみると、食料品が足元での穀物価格の調整局面を背景に伸びが鈍化している一方でサービス価格は足元で伸びが加速しており、依然として足元でも平均所得の伸びがインフレ率を上回るなど、実質所得が伸び続けていることによる需要インフレ懸念が高まっていると言える。さらに、金融当局は利上げによる金融引き締め姿勢を強めてきたものの、昨秋に発生した銀行セクターにおける信用問題以降、銀行貸付に対する審査が厳しくなる中で景気減速懸念が強まったことから、今年6月には政策金利を50bp引き下げ10.50%とした(実施は7月1日より)。こうしたことから、昨秋以降はマネーの伸びが大きく低下してきたものの、金融当局はインフレ抑制よりも景気の下支えを優先したことで、足元では再び加速の様相を呈するなどインフレが上振れする懸念が高まっていると考えられる。

なお、同国の場合は海外との交易に際して用いる決済通貨は、主要輸出品が原油及び天然ガスであるものの米ドルとの関わりは必ずしも強くなく、露ルーブルないしユーロが中心となっている。したがって、通貨テンゲの為替は、EU圏の景気減速懸念が強まっていることでユーロに減価圧力が掛かっていること、ロシアによるグルジア侵攻を発端とする政治リスクの高まりから、投資資金がロシアから逃避している影響でルーブルにも減価圧力が掛かっており、これらの通貨に対しては増価基調が強まっている。

図 20 消費者物価の推移(前年比)

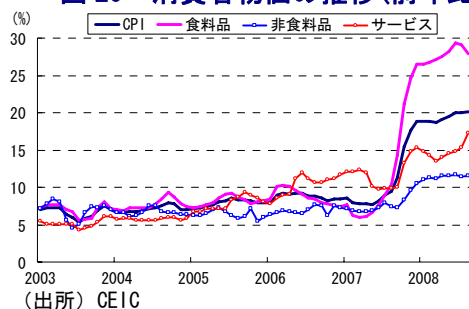


図 21 穀物価格の推移(シカゴ先物)



図 22 所得とインフレの推移(前年比)

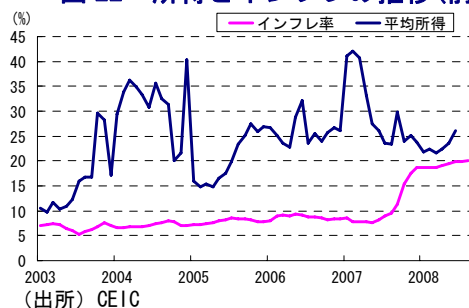


図 23 政策金利の推移

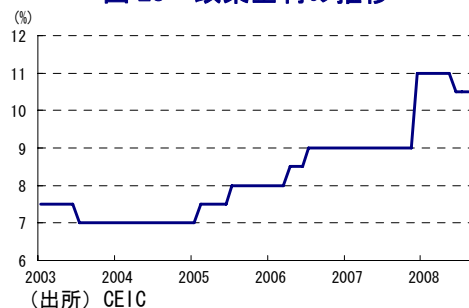
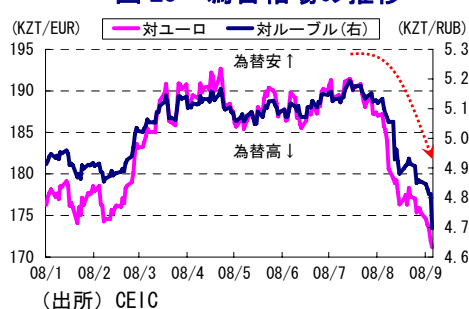


図 24 ブロードマネーの推移(前年比)



図 25 為替相場の推移



【マレーシア】 ～輸出の堅調さにも拘らず、期待インフレの上昇により為替減価圧力が強まる～

4日に公表された7月の輸出は、対前年同月比+25.4%と前月(同+18.6%)から加速した。世界的な商品価格の高止まりにより、同国の主要輸出品である原油やパーム油、天然ガスといった一次産品の輸出が堅調に推移している上、中国向けの電子機器関連も堅調な伸びを示したことが影響した。一方の輸入は、同+14.8%と前月(同+12.5%)から若干の伸びに留まっており、貿易収支は145.1億リンギと前月(128.5億リンギ)から黒字幅が拡大している。米ドル試算値ベースでは、輸出は前年比+32.9%と前月(同+25.4%)から加速しているほか、輸入も同+21.6%と前月(同+19.0%)から加速したものの、一次産品価格の高止まりの影響から輸出の伸びが輸入の伸びを上回っており、貿易収支は約45億ドルの黒字となっている。

同国は、国際収支が底堅く推移している一方で、食料自給率が東南アジア諸国の中では低く、年明け以降の穀物価格の高止まりの影響を受ける形で食料品価格が上昇している。さらに、原油価格の高止まりは、国内価格を補助金で低く抑えてきたことから、石油企業にとっては輸出へのインセンティブに繋がったため、今年6月には補助金を削減し、石油製品価格を平均40%程度引き上げたことでエネルギー価格も上昇、直近の7月のインフレ率は8.5%と26年ぶりの高水準に達している。政府は足元の原油価格の調整を背景に、石油価格の引き下げでインフレ圧力の払拭を図ろうとする一方、景気減速への懸念から政策金利は3.50%のまま据え置く姿勢を貫いている。さらに、政府が公表した2009年度予算は、経済成長重視による財政拡張型予算となっており、所得税減税や年金支給額増額などの所得拡大のほか、インフラ建設をはじめとする大規模公共投資

が行われるなど、先行きの需要インフレ懸念が増大する可能性が高まっている。したがって、市場では将来の期待インフレの上昇を背景に投資資金が逃避する動きが強まっており、通貨リングも減価基調が強まっている。金融当局は通貨安定を目的にリング買い（ドル売り）介入を行っているものの、外貨準備は8月末時点で1,226億ドルと依然として高いことから、すぐに外貨ポジションが厳しくなる状況には至らないと考える。

図 26 輸出入の推移(前年比)

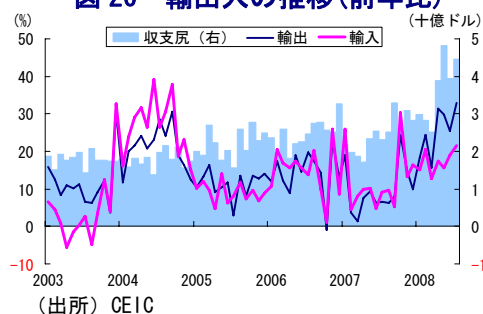


図 27 消費者物価の推移(前年比)

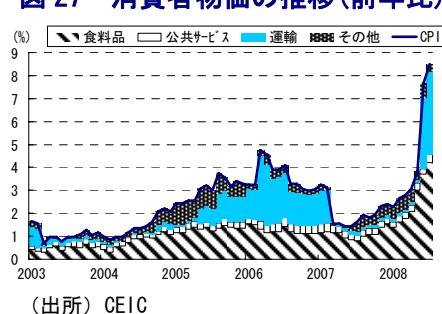
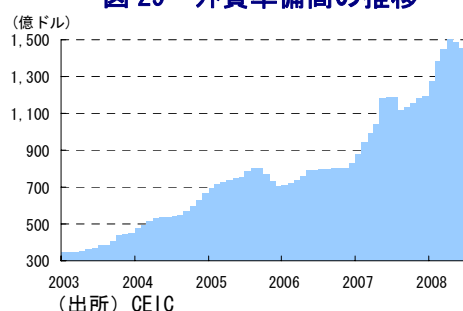


図 28 為替相場の推移



図 29 外貨準備高の推移



【フィリピン】 ～インフレは高止まり、貿易赤字拡大による国際収支悪化懸念と相俟って為替減価圧力へ～

5日に公表された8月の消費者物価は、対前年同月比+12.5%と前月（同+12.3%：改定値）から若干加速し、16年ぶりの高い水準で推移している。世界的な原油及び穀物価格の高止まりによるコストプッシュ型インフレに加えて、政府が公務員給与や最低賃金の引き上げに合意したことで、所得上昇による需要インフレ懸念が高まっている。金融当局はインフレ抑制の観点から今年5月以降、政策金利の引き上げによる引き締め姿勢を強めている。その結果、足元ではインフレと金利高の共存により内需が鈍化した影響から景気減速懸念が強まっているものの、年明け以降に通貨ペソが減価基調を強めていることで相対的に輸出競争力が高まり、外需が景気を下支えする構図となっている。足元では原油価格が調整局面を迎えており、コストプッシュインフレ圧力は落ち着く可能性が出てきたものの、輸出の堅調さと賃金上昇により個人消費を中心とする内需が底堅さを保ち、需要インフレが高まる可能性はあると思われる。なお、金融当局は先月末の金融政策委員会において4ヶ月連続の利上げを実施したが、月次ベースでのインフレが鈍化傾向にあることから利上げ幅を縮小させるなど、市場では利上げが打ち止めになるとの観測が強まっている。

同国では、年明け以降の原油及び穀物価格の急騰を背景に足元では輸出の伸びが輸入の伸びを上回る状況が続いており、その結果、貿易収支の赤字幅は拡大基調にある。GDPの1割程度に上る海外労働者からの送金は依然堅調に推移しているものの、経常収支に下押し圧力が掛かっているとみられ、インフレの高進と相俟って外国人投資家からの売り圧力が強まっている。通貨ペソの急速な減価に対して、金融当局は足元で通貨の安定化を目的にペソ買い（ドル売り）介入を行っているとのみられ、こうした介入は外貨準備の減少を招く恐れがある。ただし、8月末時点の外貨準備高は367億ドルと他のアジア諸国に比べると規模は小さいものの、今年の月平均輸入額の7.5ヶ月分は保っている。したがって、直ちに外貨ポジションが悪化する可能性は低いものと考えられる。

図 30 消費者物価の推移(前年比)

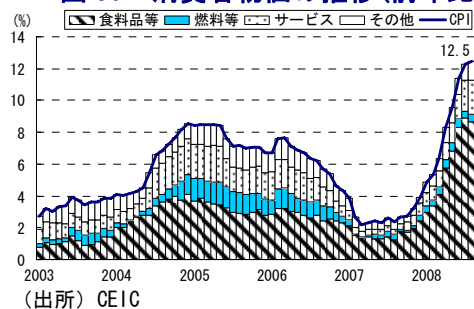


図 31 輸出入の推移(前年比)

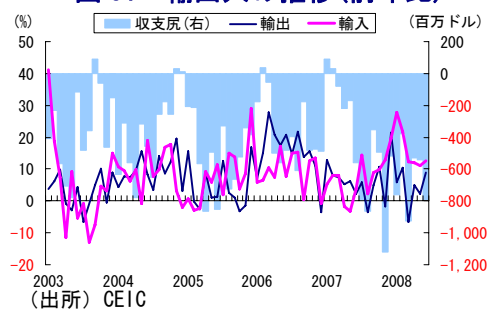


図 32 海外労働者送金の推移(前年比)

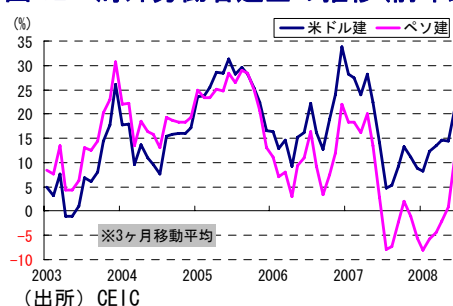
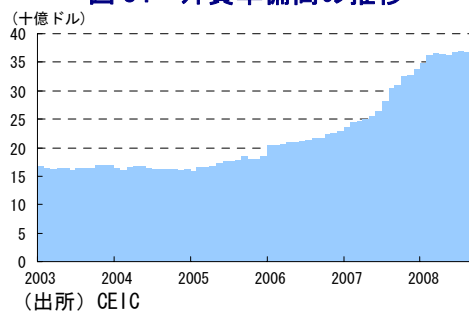


図 33 為替相場の推移



図 34 外貨準備高の推移



【台湾】～インフレ減速も 10 年来の高止まりで引き締め姿勢は今後も継続される見通しが高い～

5 日に公表された 8 月の消費者物価は、対前年同月比+4.78%と前月（同+5.91%）から大きく減速した。足元で原油及び穀物価格が調整局面に入り、価格の伸びが鈍化したことが影響した。ただし、足元のインフレ率は 10 年来の高レベルで推移しており、今月末にも予定される次回の金融政策委員会では、引き続き利上げによる金融引き締め姿勢が採られるものとみられる。なお、年明け以降の原油及び穀物価格の急騰により、同国も貿易収支の黒字幅は急激に縮小し、7 月には小幅ながら赤字に転落する状況となっており、経常収支への悪影響が懸念されるようになっている。こうしたことから通貨台湾ドルにも売り圧力が強まっているものの、金融当局による為替介入は行われていない模様である。ただし、そうした事態に陥った場合でも、同国の外貨準備高は 8 月末時点で 2,821 億ドルに達しており、短期的に大きな問題に陥る可能性はきわめて低いと言えるであろう。

図 35 消費者物価の推移(前年比)

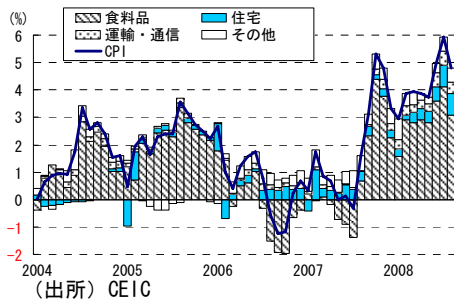


図 36 輸出入の推移(前年比)

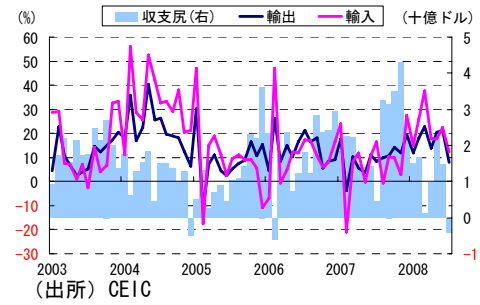


図 37 経常収支の推移

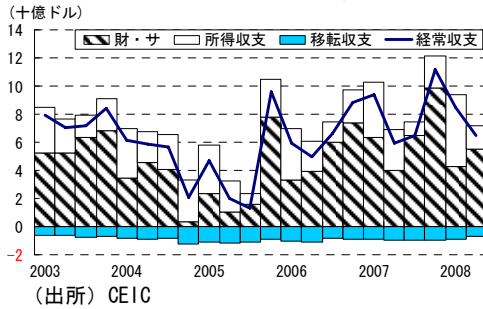


図 38 為替相場の推移

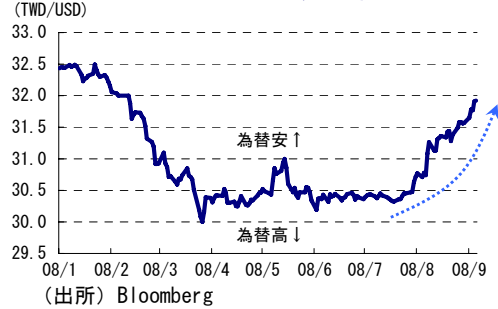
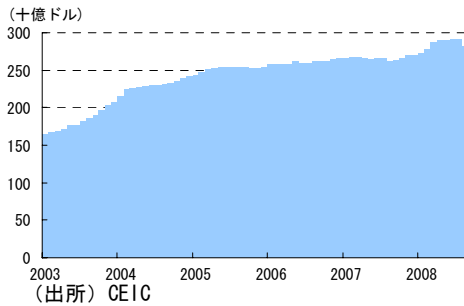


図 39 外貨準備高の推移



以 上