

ASIA Indicators

定例経済指標レポート

中国、外需の先行きには光明 (Asia Weekly (3/31~4/4))

~インドネシアの貿易黒字は素直に喜べるだろうか~

発表日: 2014年4月4日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部
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
3/31(月)	(香港)2月小売売上高(前年比/数量ベース)	▲2.3%	+5.5%	+16.7%
4/1(火)	(韓国)3月消費者物価(前年比)	+1.3%	+1.4%	+1.0%
	3月輸出(前年比)	+5.2%	+4.2%	+1.5%
	3月輸入(前年比)	+3.6%	+3.5%	+3.9%
	(中国)3月製造業PMI	50.3	50.1	50.2
	(豪州)金融政策委員会(政策金利)	2.50%	2.50%	2.50%
	(タイ)3月消費者物価(前年比)	+2.11%	+2.10%	+1.96%
	(インドネシア)3月消費者物価(前年比)	+7.32%	+7.35%	+7.75%
	2月輸出(前年比)	▲3.0%	▲1.6%	▲5.9%
	2月輸入(前年比)	▲10.0%	▲3.0%	▲3.5%
	(インド)金融政策委員会(レポ金利)	8.00%	8.00%	8.00%
	(リバースレポ金利)	7.00%	7.00%	7.00%
	(現金準備率)	4.00%	4.00%	4.00%
4/3(木)	(豪州)2月小売売上高(前月比/季調済)	+0.2%	+0.3%	+1.2%
4/4(金)	(フィリピン)3月消費者物価(前年比)	+3.9%	+4.1%	+4.1%
	(マレーシア)2月輸出(前年比)	+12.3%	+10.6%	+12.2%
	2月輸入(前年比)	+9.5%	+14.2%	+7.2%

(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。

[中国] ~政府版と民間版で方向感が異なるのは疑問だが、先行きの外需に明るさがある点では一致~

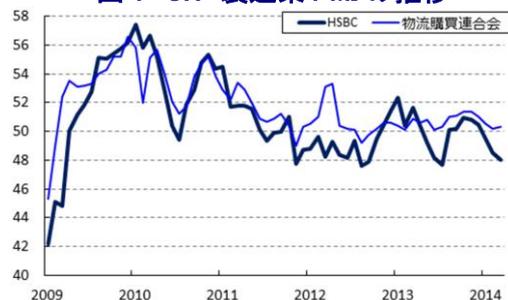
1日、政府機関である国家統計局及び物流購買連合会が発表した3月の製造業PMI（購買担当者景況感）は50.3と18ヶ月連続で景況感の分かれ目となる50を上回り、前月（50.2）から+0.1p上昇した。足下の生産動向を示す「生産（52.7）」は前月比+0.1p上昇したほか、先行きの生産に影響を与える「新規受注（50.6）」も同+0.1p上昇し、「輸出向け新規受注（50.1）」も同+1.9p上昇して4ヶ月ぶりに50を上回るなど、内外需ともに底入れの動きが確認された。ただし、企業の規模別にみると、大企業で改善の動きが顕著にみられる一方、中堅・中小企業などは50を下回る水準に留まっており、これらにとっては依然厳しい環境にあると考えられる。「完成品在庫（48.3）」は前月比+0.5p上昇するなど在庫調整が進んでいる動きがみられるものの、足下の受注改善にも拘らず「受注残（44.8）」は同▲0.3p低下して50を大きく下回る水準にあることから、直ちに生産拡大の動きが広がるとは考えにくい。

他方、民間金融機関であるHSBCが発表した3月の製造業PMIは48.0となり、先月末に発表された速報値（48.1）から▲0.1p下方修正されて3ヶ月連続で景況感の分かれ目となる50を下回っている。足下の生産は急速に落ち込んでいる上、先行きの生産に影響する受注についても、米国をはじめとする先進国の景気回復を背景に外需向けは大きく改善する一方、内需向けは悪化が続いており、先行きへの不透明感は拭えていな

い。特に、こちらはサンプル企業に占める沿海部を中心とする民間企業の割合が高いと考えられており、足下ではシャドーバンキングの問題などが金融市場で不透明要因として認識されており、企業の資金調達などに悪影響が出ているほか、政府による過剰設備の強制排除の動きも少なからず影響を与えていると考えられる。

2つの製造業PMIを巡ってはここ数ヶ月、異なる方向を向いていることから、どちらがより中国景気の実態を表しているかに注目が集まっているが、過去の景気指標との連動性を勘案すればHSBC版に近いと考えられる。双方ともに先行きの外需に明るい兆しが出ている点では一致している一方、国内経済を巡っては先月の全人代を経て今年度予算の本格執行が始まると期待されているが、依然として厳しい展開が予想されよう。

図1 CN 製造業PMIの推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

[インドネシア] ~貿易収支は黒字に転じるも、輸入抑制による影響が大きいなど先行きには不透明感~

1日に発表された3月の消費者物価は前年同月比+7.32%となり、前月(同+7.75%)から減速した。前月比は+0.08%と前月(同+0.26%)から上昇ペースは鈍化しており、上昇基調が続いてきた食料品価格が下落したほか、燃料をはじめとするエネルギー価格も落ち着きを取り戻しており、物価変動の影響が大きい生活必需品を中心に物価が安定していることが影響している。なお、これらの生活必需品を除いたコア物価は前年同月比+4.61%と前月(同+4.57%)から加速したものの、前月比は+0.21%と前月(同+0.37%)から上昇ペースは鈍化しており、長期に亘るインフレや金融引き締めの影響で景気に下押し圧力が掛かっていることが物価上昇圧力の後退に繋がっている。足下では、2011年半ば以降続いてきた通貨ルピア安基調が転じる動きも出ており、今後は輸入物価を通じたインフレ圧力も徐々に後退していくものと期待される。

同日発表された2月の輸出額は前年同月比▲3.0%と2ヶ月連続で前年を下回る伸びになったものの、前月(同▲5.9%)からマイナス幅は縮小した。当研究所が試算した季節調整値に基づく前月比は2ヶ月ぶりに増加しており、1月から始まった未加工鉱石に対する実質禁輸措置の影響で原油及び天然ガス以外の輸出には下押し圧力が掛かっている一方、原油及び天然ガス関連の輸出の堅調さが全体を押し上げた。ただし、内需の底堅さを背景に国内向けエネルギー需要には拡大圧力が掛かっており、先行きの動向については不透明感を払拭出来ていない。一方の輸入額は前年同月比▲10.0%と5ヶ月連続で前年を下回る伸びとなり、前月(同▲3.5%)からマイナス幅も拡大した。前月比も3ヶ月ぶりに減少に転じており、昨年来政府が実施している贅沢品に対する輸入関税引き上げをはじめとする輸入抑制策の効果により、原油及び天然ガス以外の輸入が抑えられたことが影響している。結果、貿易収支は+7.85億ドルと前月(▲4.44億ドル)から2ヶ月ぶりに黒字に転じており、対外収支の改善に繋がると期待される。他方、足下の対外収支の改善は輸入抑制による影響が大きく、国内経済の犠牲の上に成り立っており、中長期的に持続可能なものではないため、抜本的な対策が求められる。

図 2 ID インフレ率の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図 3 ID ルピア相場(対ドル)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図 4 ID 貿易動向の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

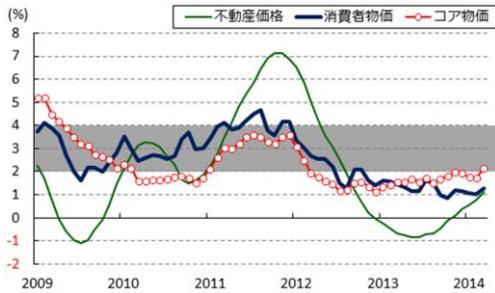
〔韓国〕 ～外需を中心に底入れの兆しが出るなか、一部の物価に上昇圧力が高まる動きがみられる～

1日に発表された3月の消費者物価は前年同月比+1.3%となり、前月(同+1.0%)から加速した。ただし、前月比は+0.18%と前月(同+0.27%)から上昇ペースは鈍化しており、寒波をはじめとする荒天の影響で物価上昇圧力が高まった生鮮品など食料品価格が落ち着きを取り戻しているほか、エネルギー価格も下落しており、物価全体への波及度合いが大きい生活必需品を中心とする物価安定が影響している。一方、農産品や原油関連を除いたコア物価は前年同月比+2.14%と前月(同+1.72%)から加速しており、25ヶ月ぶりに中銀が定めるインフレターゲット(2～4%)の下限を上回った。前月比も+0.29%と前月(同+0.22%)から上昇ペースが加速しており、米国をはじめとする先進国の景気回復を背景に外需が底入れしつつあることを受け、景気自体にも改善の兆候が出ていることを反映している。なお、同日発表された3月の不動産価格は前年同月比+1.09%と前月(同+0.76%)から加速し、18ヶ月ぶりに前年比で1%を上回る上昇となった。前月比も+0.28%と前月(同+0.16%)から上昇ペースが加速しており、これまで長期に亘って価格低迷が続いてきた首都ソウル周辺でも上昇に転じる動きが出ている。政府が昨年実施した不動産取引活性化策に伴い不動産取引が活発化している上、年明け以降米国F e dは量的金融緩和第3弾(Q E 3)の縮小を開始するなど、金融政策の「正常化」に向けた取り組みが進んでいるが、国際金融市場が落ち着きを取り戻すなか、同国では対外収支構造や内外金利差に着目したいわゆる「キャリー取引」が活発化する動きもみられ、こうした資金の一部が資産市場に流入している可能性もある。不動産価格に底入れの動きが出ている上、コア物価を中心に物価に上昇圧力が強まると予想されることから、先行きの金融政策を巡っては徐々に引き締めバイアスが強まるとの見方が出るものと見込まれる。

同日発表された3月の輸出額は前年同月比+5.2%となり、前月(同+1.5%)から加速した。前月比も2ヶ月ぶりに増加に転じており、前月は春節に伴う連休の影響で中国をはじめとするアジア新興国向けが鈍化したほか、寒波などの影響で米国や欧州をはじめとする先進国向けにも下押し圧力が掛かったものの、これらに反動が出たことが考えられる。一方の輸入額は前年同月比+3.6%となり、前月(同+3.9%)からわずかに減速した。前月比も4ヶ月ぶりに減少に転じており、輸出に底入れの動きが出ているにも拘らず、足下の個人消費や企業の設備投資をはじめとする内需は力強さを欠く展開が続いており、輸入の足かせになっている。結果、

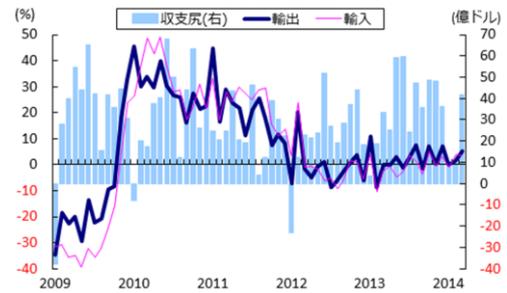
貿易収支は+41.92億ドルと前月（+9.34億ドル）から黒字幅が拡大している。

図5 KR インフレ率の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図6 KR 貿易動向の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図7 KR 小売売上高の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図8 KR 設備投資動向の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

【豪州】 ～個人消費を巡る状況は一進一退の様相を呈しているが、都市部を中心に底堅さはうかがえる～

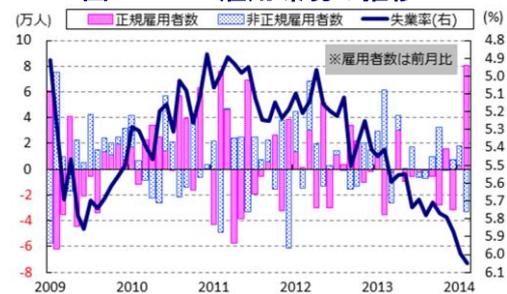
3日に発表された2月の小売売上高（季調済）は前月比+0.2%と10ヶ月連続で拡大したものの、前月（同+1.2%）から拡大ペースは鈍化した。前月に大幅に拡大した反動で百貨店売上高は減少に転じたほか、食品品の売上も減少したものの、不動産市況の堅調さを背景に家財関連の売上は堅調に拡大しており、日用品関連でも底堅い動きがみられる。地域別では、タスマニア州や首都キャンベラなどで減少している一方、最大都市シドニーを擁するニュー・サウス・ウェールズ州のほか、第2の都市であるメルボルンを擁するヴィクトリア州などでは底堅い動きがみられることから、依然として個人消費を巡る状況には堅調さがうかがえる。足下では失業率は急速に悪化しているものの、正規雇用者を中心に雇用環境は比較的堅調に推移していることから、当面は現行の金融政策による景気の下支えも相俟って底堅い動きが続くと見込まれる。

図9 AU 小売売上高の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図10 AU 雇用環境の推移



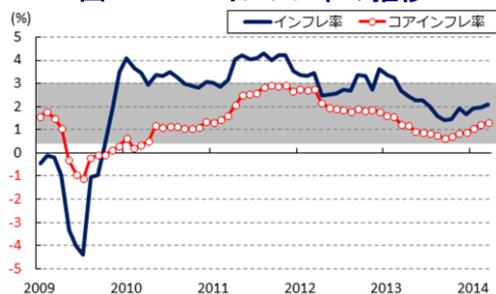
(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

【タイ】 ～生活必需品を中心に物価上昇懸念はあるが、政情不安長期化でその他の物価は停滞気味の様相～

1日に発表された3月の消費者物価は前年同月比+2.11%となり、前月（同+1.96%）から加速した。前月比は+0.22%と前月（同+0.23%）から上昇ペースはほぼ変わっておらず、食料品やエネルギーといった価格変動の影響が大きい生活必需品を中心に物価上昇圧力が高まっていることが影響している。一方、これらの生活必需品を除いたコア物価は前年同月比+1.31%となり、前月（同+1.22%）から加速しているものの、前月比は+0.08%と前月（同+0.27%）から上昇ペースは鈍化している。政情不安の長期化に伴って景気に不透明

感が出ており、消費財やサービスを問わずに物価上昇圧力が後退しているものと考えられる。中銀は先月、2会合ぶりに政策金利を引き下げる決定を行っており、政治混乱の長期化が景気の下振れリスクに繋がることを警戒し、追加金融緩和を通じて景気の下支えを図る姿勢を示した。同行はコア物価に対してインフレ目標(0.5～3.0%)を設定しているが、足下の水準は徐々に上昇基調を強めつつあるものの、依然としてこの範囲内に収まっている。なお、前回の利下げ決定に際しては評決が割れており、「現行の金融政策は充分緩和的である上、足下の景気に対する逆風は金融要因ではない」として追加緩和に反対する姿勢をみせる政策委員も居る。しかし、先月には憲法裁が2月に実施した総選挙の無効判断を下したほか、汚職追放委員会がインラック首相に対して米担保融資制度を巡る汚職容疑で告発する方針を示しており、政治的な混乱のさらなる長期化も懸念されている。足下の物価動向を勘案すれば、混乱長期化が景気にさらなる下押し圧力を招く事態に至った場合、追加利下げに動く可能性が高まると予想される。

図 11 TH インフレ率の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図 12 TH 政策金利の推移

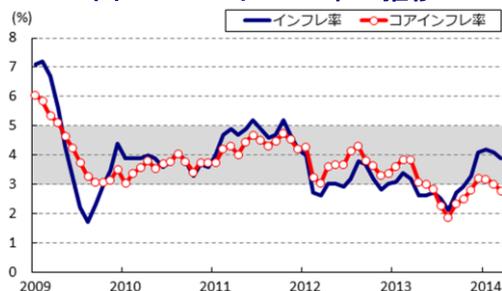


(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

【フィリピン】 ～生活必需品を中心に物価は落ち着いているが、サービス物価などで上昇圧力はくすぶる～

4日に発表された3月の消費者物価は前年同月比+3.9%となり、前月(同+4.1%)から減速した。ただし、前月比は+0.15%と前月(同+0.00%)から上昇しており、食料品価格は下落が続くなど落ち着きを取り戻している上、燃料価格も下落するなど、価格変動の影響が大きい生活必需品では物価が下落しているものの、このところの堅調な景気を背景にサービス物価は全般的に上昇基調が続いている。コア物価も前年同月比+2.8%となり、前月(同+3.0%)から減速したものの、前月比は上昇基調が続いていることにも現れている。中銀は、先月27日の金融政策委員会において政策金利をすべて据え置く一方、4月4日付で預金準備率を100bp引き上げて19.00%とする決定を行っており、その理由のひとつに公共料金の引き上げのほか、食料品や原油価格の上昇による物価上昇リスクを挙げている。足下では、生活必需品の物価は落ち着きを取り戻しているものの、先行きについては不透明な状況が予想され、今後の金融政策は引き締めバイアスが掛かりやすい展開が見込まれる。

図 13 PH インフレ率の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図 14 PH 政策金利(翌日物借入金利)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

【マレーシア】 ～為替安も重なり輸出に堅調さがうかがえるなか、貿易収支は黒字幅を拡大～

4日に発表された2月の輸出額は前年同月比+12.3%となり、前月(同+12.2%)からわずかに加速した。当研究所が試算した季節調整値に基づく前月比においても、わずかながら拡大基調が続いた。中国経済を巡る

不透明感の高まりや春節による影響が懸念されたものの、米国を中心とする先進国の景気回復によって輸出が押し上げられる状況が続いている。また、昨年半ば以降は通貨リングの名目実効為替レートが急速に下落しており、輸出競争力が向上していることも輸出の押し上げに繋がっている。一方の輸入額は前年同月比+9.5%となり、前月（同+7.2%）から加速した。ただし、前月比は減少に転じており、低所得者給付による内需押し上げ効果の一服などが足かせになったと考えられる。結果、貿易収支は+104.36億リングと前月（+63.55億リング）から黒字幅が拡大している。

図 15 MY 貿易動向の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図 16 MY リングの名目実効為替レートの推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

[香港] ～春節による影響に加えて、政府の綱紀肅正策も高額品を中心に消費を下押ししている模様～

31日に発表された2月の小売売上高（数量ベース）は前年同月比▲2.3%となり、前月（同+16.7%）から54ヶ月ぶりに前年を下回る伸びに転じた。前月比も▲5.72%と前月（同+6.49%）に大幅に拡大した反動もあり、2ヶ月ぶりに減少に転じている。今年は中華圏における春節（旧正月）の連休が1月末にスタートしており、1月には連休前の駆け込み需要が消費を大きく押し上げたことが考えられる。その一方、連休に関係なく政府による綱紀肅正策に伴って高額品を中心に消費が大きく鈍る展開がみられ、小売売上高全体の足かせになっているものと考えられる。

図 17 HK 小売売上高の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

以上