

ASIA Indicators

定例経済指標レポート

中国、デスインフレ懸念がくすぶる展開 (Asia Weekly (2/15~2/19))

~インドネシア中銀、景気を優先して一段の金融緩和に前進~

発表日: 2016年2月19日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 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
2/15(月)	(中国)1月輸出(前年比)	▲11.2%	▲1.8%	▲1.4%
	1月輸入(前年比)	▲18.8%	▲3.6%	▲7.6%
	(タイ)10-12月期実質 GDP(前年比)	+2.8%	+2.6%	+2.9%
	(インドネシア)1月輸出(前年比)	▲20.72%	▲15.20%	▲17.46%
	1月輸入(前年比)	▲17.15%	▲8.65%	▲16.33%
	(シンガポール)12月小売売上高(前年比)	+2.9%	+3.6%	+4.6%
2/16(火)	(韓国)金融政策委員会(政策金利)	1.50%	1.50%	1.50%
	(台湾)1月輸出(前年比)	▲13.0%	▲14.5%	▲11.9%
	1月輸入(前年比)	▲11.7%	▲14.4%	▲13.0%
2/17(水)	(韓国)1月失業率(季調済)	3.5%	3.4%	3.4%
	(シンガポール)1月非石油輸出(前年比)	▲9.9%	▲7.6%	▲7.2%
	(台湾)10-12月期実質 GDP(前年比/改定値)	▲0.52%	▲0.30%	▲0.28%*
2/18(木)	(豪州)1月失業率(季調済)	6.0%	5.8%	5.8%
	(中国)1月消費者物価(前年比)	+1.8%	+1.9%	+1.6%
	1月生産者物価(前年比)	▲5.3%	▲5.4%	▲5.9%
	(マレーシア)10-12月期実質 GDP(前年比)	+4.5%	+4.1%	+4.7%
	(インドネシア)金融政策委員会(政策金利)	7.00%	7.00%	7.25%
2/19(金)				

(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。※は速報値。

[中国] ~輸出入ともに弱い推移が続くなか、景気の弱さも影響してインフレ率は低位での推移が続く~

15日に発表された1月の輸出額は前年同月比▲11.2%と7ヶ月連続で前年を下回る伸びとなり、前月(同▲1.4%)からマイナス幅が拡大している。当研究所が試算した季節調整値に基づく前月比も2ヶ月ぶりに減少している。前月に予想外の形で力強い拡大がみられたことは、中国経済に対する過度な悲観視を和らげることにつながったと考えられる一方、当月と均して考えてみると依然として下押し圧力が根強く残っていることが確認されたと言える。地域別では、保税地域である香港向けが鈍化していることも影響しているが、米国やEUなど先進国向けのみならず、ASEANなど新興国向けにも全般的に下押し圧力が掛かっている。人件費の上昇に加え、このところは人民元の対ドル為替レートは下落基調を強めているものの、実効ベースでみた人民元相場は依然として過去最高値近傍で推移するなど価格競争力が低下していることも輸出の足かせになっていると考えられる。一方の輸入額は前年同月比▲18.8%と15ヶ月連続で前年を下回る伸びとなっており、前月(同▲7.4%)からマイナス幅も拡大している。前月比も3ヶ月ぶりに減少している上、過去2ヶ月の拡大を上回るペースで減少するなど急速に下押し圧力が掛かっている。原油をはじめとする国際商品市況に調整圧力が掛かったことも影響しているが、輸出財の生産に関連した素材及び中間財のみならず、国内需要向けの輸

入額も低迷しており、内外需の鈍化が輸入の足かせになっている。財別でも鉄鋼石や銅、原油輸入量などが軒並み減少しており、国内の生産活動に下押し圧力が掛かっている様子がうかがえる。結果、貿易収支は+632.87億ドルと前月（+593.89億ドル）から黒字幅が拡大して単月ベースの黒字幅は過去最高となっている。

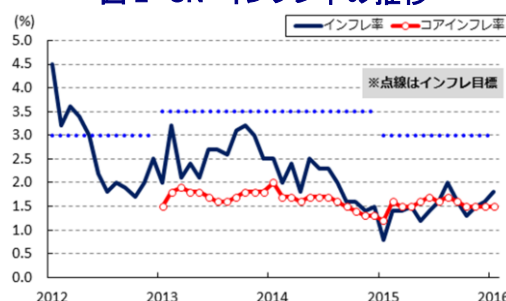
18日に発表された1月の消費者物価は前年同月比+1.8%となり、前月（同+1.6%）から加速した。前月比も+0.5%と前月（同+0.5%）と同じペースで上昇が続くなどインフレ圧力が上昇しているようにみえるが、春節を前に食料品価格が同+2.0%と前月（同+1.5%）を上回るペースで上昇したことが影響している。なかでも、野菜（前月比+7.2%）や果物（同+4.0%）、卵（同+3.3%）、水産品（同+2.3%）といった生鮮品のほか、食卓でよく用いられる豚肉（同+2.5%）の価格上昇も全体の押し上げに繋がっている。一方、食料品とエネルギーを除いたコアインフレ率は前年同月比+1.5%と前月（同+1.5%）から4ヶ月連続で横這いでの推移が続いており、物価上昇圧力が高まっていない様子がうかがえる。川上の物価に当たる生産者物価は前年同月比▲5.3%と前月（同▲5.9%）からマイナス幅こそ縮小しているものの、47ヶ月連続でマイナスでの推移が続いている。前月比も▲0.5%と前月（同▲0.6%）から25ヶ月連続で下落しており、川下の物価に当たる消費者物価の上昇圧力を抑えている。その意味では、先行きのインフレ率についても足下の景気の減速感も重なり、しばらく落ち着いた推移が続くものと予想される。

図1 CN 貿易動向の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

図2 CN インフレ率の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

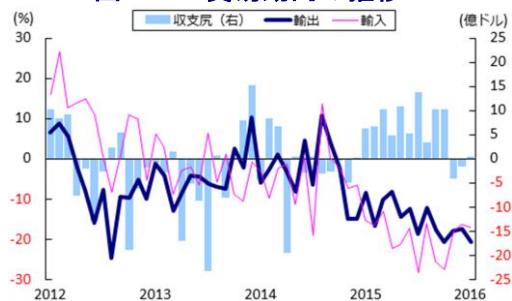
【インドネシア】 ~インフレ率の低下や海外資金の落ち着きを受け、中銀は2回連続での利下げを実施~

15日に発表された1月の輸出額は前年同月比▲20.72%と16ヶ月連続で前年を下回る伸びとなり、前月（同▲17.46%）からマイナス幅も拡大している。当研究所が試算した季節調整値に基づく前月比も5ヶ月連続で減少基調が続いている上、減少ペースも加速するなど輸出に一段と下押し圧力が掛かっている様子がうかがえる。中国景気を巡る不透明感に加え、原油をはじめとする国際商品市況の調整圧力が強まったことも重なり、原油・天然ガス関連のみならず全般的に輸出に下押し圧力が掛かっている。一方の輸入額は前年同月比▲17.15%と16ヶ月連続で前年を下回る伸びとなり、前月（同▲16.33%）からマイナス幅も拡大している。前月比は3ヶ月ぶりに減少に転じており、原油相場の調整が原油及び天然ガス関連の輸入額の下押し圧力に繋がった面はあるが、それ以外についても減少基調を強めており、政府による実質的な輸入抑制策が輸入の足かせになっていると考えられる。結果、貿易収支は+0.51億ドルと前月（▲1.61億ドル）から3ヶ月ぶりに黒字に転じている。

17日から18日にかけて、インドネシア銀行は定例の金融政策委員会を開催し、1月の前回会合から2会合連続で政策金利であるB Iレートに加え、翌日物預金ファシリティー金利（F A S B I）と翌日物貸付ファシリティー金利を25bp引き下げ、それぞれ7.00%、5.00%、7.50%とする決定を行った。これらと併せてルピア建の預金準備率を3月16日付で100bp引き下げて6.50%とする決定を行い、全面的な金融緩和に踏み出している。今回の決定について同行は、会合後に発表した声明文において「インフレ圧力の後退と金融市場を巡る不透明感の後退を受け、マクロ経済の安定を確実にする観点から金融緩和余地が拡大していることに対応した」とした。その上で、世界経済については「先行きも弱含む」との認識を示す一方、同国経済については「政

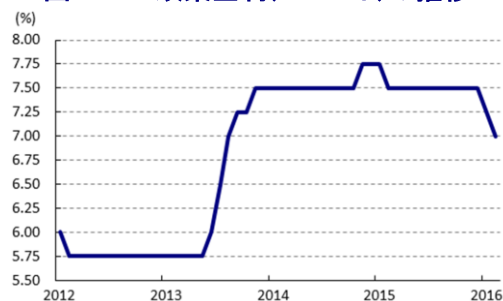
府支出の拡大でモメンタムが回復しており、今年の経済成長率は前年比+5.2~5.6%に加速する」との見方を示した。さらに、足下では「国際金融市場を巡る不透明感の後退や国内景気に対する見方の改善による海外資金の流入を受けてルピア相場は安定」しており、今年のインフレ率についても「目標(4.0±1.0%)の範囲内に収まる」との見方を示している。なお、先行きの政策動向については経済情勢を注視する姿勢をみせており、物価動向によってはさらなる追加利下げを実施する可能性は高まっていると予想される。

図3 ID 貿易動向の推移



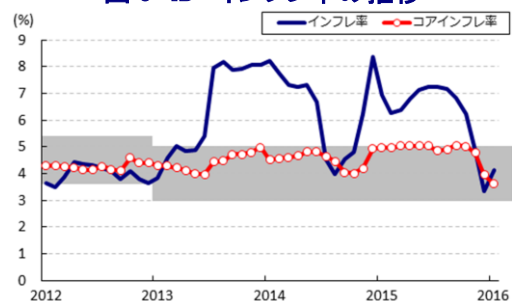
(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

図4 ID 政策金利(BIレート)の推移



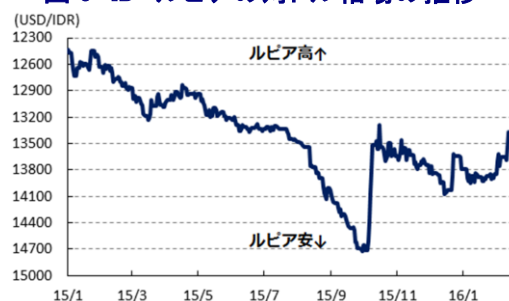
(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

図5 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6 ID ルピアの対ドル相場の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

【韓国】 ~低金利政策は暫く続くとみられる一方、若年層を中心に雇用環境は一段と厳しさを増している~

16日、韓国銀行は定例の金融政策委員会を開催し、政策金利を8会合連続で過去最低水準である1.50%に据え置く決定を行った。会合後に発表された声明文では、海外経済について「米国やユーロ圏諸国の景気回復の歩みは幾分弱まった」との考えをみせる一方、先行きについては「緩慢ながら回復軌道を歩む」との従来からの見方を据え置いている。同国経済についても「輸出の減速基調が強まり、個人消費をはじめとする内需も幾分弱まっている」ものの、先行きは「内需を中心に景気回復が進む」とする一方、「外需を取り巻く不確実性は拡大している」とした。1月のインフレ率は「昨年1月のタバコ税増税の反動」の影響で前年比+0.8%に減速しているが、先行きも「原油相場の低迷を理由に低位での推移が続く」との見方を示している。国内金融市場では「海外市場の動揺の余波で株式、為替がともに下落する」一方、「投資家のリスクオフ姿勢を反映して長期金利は低下」するなか、「家計部門の債務残高は住宅ローンを追いつきに拡大」基調が続いているとした。同行は先行きの政策スタンスについて、これまで同様「景気回復の維持と物価安定、及び金融市場の安定」を重視するなか、「主要国の金融政策や中国景気の動向といった外部リスク要因のほか、海外資金の動きや地政学リスク、家計債務の動向に注意を払う」との考えを示しているが、足下の家計債務がGDP比で75%超の水準に達していることを勧告すれば、追加利下げのハードルは低くないと考えられる。

17日に発表された1月の失業率(季調済)は3.5%となり、前月(3.4%)から0.1p悪化した。雇用者数は前月比▲12.0万人と前月(同+24.1万人)に大きく拡大した反動も重なり3ヶ月ぶりに減少に転じており、年齢別では10~20代の若年層で減少基調が強まっているほか、60代以上の高齢層でも雇用拡大に一服感が出ている。雇用形態別でも堅調な推移が続いた正規雇用者数の増加が頭打ちしているほか、非正規雇用者数にはさらに下押し圧力が掛かる格好となっている。失業者数も前月比+1.9万人と前月(同▲0.6万人)から2ヶ

月ぶりに増加に転じており、失業者は比較的高齢層を中心に増加している様子が見える。労働力人口は前月比▲1.0万人と前月（同+2.4万人）から3ヶ月ぶりに減少に転じているものの、比較的高齢層を中心に増加基調が続く一方、若年層で減少基調が強まっており、若年層を中心に自発的失業が増加している可能性がある。労働参加率も62.7%と前月（63.0%）から▲0.3p低下しており、高齢層は横這いでの推移が続いている一方、若年層を中心に低下基調が強まる動きが出ていることも、若年層の雇用環境の厳しさを示している。

図7 KR 政策金利の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

図8 KR 雇用環境の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

【豪州】 ～これまで堅調な動きをみせてきたサービス関連を中心とする雇用拡大に一服感が出ている模様～

18日に発表された1月の失業率（季調済）は6.0%となり、前月（5.8%）から0.2p悪化した。失業者数は前月比+3.0万人と前月（同▲0.8万人）から6ヶ月ぶりに増加に転じており、非正規雇用に対する求職者数（同+0.5万人）のみならず、正規雇用に対する求職者数（同+2.6万人）もともに増加基調を強めている。一方、雇用者数は前月比▲0.8万人と2ヶ月連続で減少している上、前月（同▲0.1万人）から減少ペースは加速しており、非正規雇用者数（同+3.3万人）は2ヶ月ぶりに増加に転じているにも拘らず、正規雇用者数（同▲4.1万人）が4ヶ月ぶりに減少に転じたことが全体の下押しに繋がっている。地域別では、これまで堅調な雇用拡大が続いてきた最大都市シドニーを擁するニュー・サウス・ウェールズ州や、第2の都市メルボルンを擁するヴィクトリア州で雇用者が減少に転じ、失業者が増加に転じるなど流れが逆転したことが影響している。ただし、長期的にみた雇用者数は拡大基調が続いている上、失業者数も減少基調が続くなど全体的な流れが大きく変化している訳ではない。豪準備銀が先日発表した今月定例会合の議事録によると、「堅調な雇用環境が景気を押し上げる」との見方を示しており、先行きの金融政策の方向性を大きく左右するとみられることから、引き続き雇用の動向には注目が集まるものと予想される。

図9 AU 雇用環境の推移



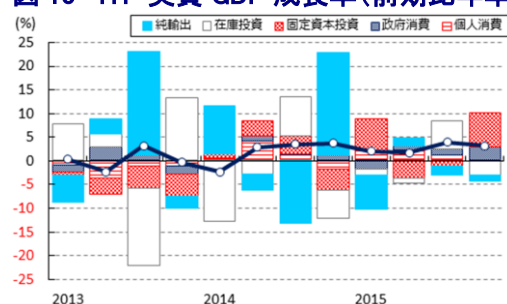
(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

【タイ】 ～政府支出が景気押し上げに寄与するも、民需の力強さはなく自立的な景気回復の目処は立たず～

15日に発表された昨年10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+2.8%となり、前期（同+2.9%）から減速した。前期比年率ベースでも+3.20%と前期（同+3.96%）から減速しており、足下の景気を巡っては一進一退の展開が続いている。原油をはじめとする国際商品市況の低迷長期化はインフレ率の低下を通じて家計部門を中心とする実質購買力の押し上げに繋がるとみられるものの、足下の個人消費は力強さに欠けており、インフレ率の低下に伴う実質金利の高止まりが足かせになっている可能性がある。他方、政府による予算執行

が前進したことで政府消費が大幅に拡大しているほか、それに伴う公共投資の進捗は固定資本投資を大きく拡大させるなど、内需の押し上げに繋がっている。その一方、国際金融市場の混乱に伴い通貨バース相場は低下するなど輸出競争力の向上が期待されているにも拘らず、中国景気を巡る不透明感が重石となる形で輸出は低迷を脱することが出来ず、公共投資の進捗に伴う輸入増大は純輸出の成長率寄与度をマイナスにしている。なお、当期については外需が弱含む一方で内需が底堅い動きが確認されたものの、あくまで政府支出に依存した状況であるなど民間部門による自立的な景気回復とはなっていない点には注意が必要である。こうした状況を反映する形で分野別では、来訪者数の増加を反映して観光関連のほか、公共投資の進捗に伴い建設部門やサービス関連の生産は拡大している一方、製造業の生産は依然として力強さに欠けている。この結果、2015年通年の経済成長率は前年比+2.82%と前年（同+0.82%）から加速したものの、2000年代を通じて平均5%近くの成長率を実現してきた状況を勘案すれば、依然として力強さに乏しい展開となっている。

図 10 TH 実質 GDP 成長率(前期比年率)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

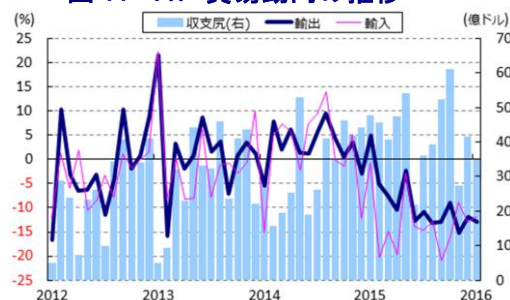
[台湾] ~原油安は内需にプラスだったことは確認されるも、先行きも外需を巡る状況には不透明感~

16日に発表された1月の輸出額は前年同月比▲13.0%と12ヶ月連続で前年を下回る伸びとなり、前月（同▲11.9%）からマイナス幅も拡大している。前月比も▲2.2%と前月（同+0.9%）から2ヶ月ぶりに減少に転じており、基調としても底入れの兆しが依然として見えない展開が続いている。主力の電子部品やIT財、機械関連などの輸出額に下押し圧力が掛かっているほか、国際商品市況の調整も影響して鉄鋼製品や化学製品などの原材料などの輸出も大きく鈍化している。国・地域別では、日本向けには底堅さがみられたものの、中国本土向けやASEANなどアジア新興国向けが鈍化したほか、米国やEUなど先進国向けの低迷も下押し圧力に繋がっている。一方の輸入額は前年同月比▲11.7%と14ヶ月連続で前年を下回る伸びとなったものの、前月（同▲13.0%）からマイナス幅は縮小している。しかし、前月比は▲0.1%と前月（同▲3.6%）から2ヶ月連続で減少しており、原油をはじめとする国際商品市況の調整が輸入額の下押し圧力となっているほか、機械製品など全般で輸入額が減少しており、輸出の鈍化が国内景気の足かせになっている様子がうかがえる。結果、貿易収支は+35.11億ドルと前月（+41.65億ドル）から黒字幅が縮小している。

17日に発表された昨年10-12月期の実質GDP成長率（改定値）は前年同期比▲0.52%と先月発表された速報値（同▲0.28%）から下方修正され、前期（同▲0.80%）からマイナス幅こそ縮小しているが、2四半期連続でマイナス成長となっている。前期比年率ベースでも+2.18%と速報値（同+3.22%）から下方修正されたものの、前期（同▲0.22%）から3四半期ぶりにプラス成長に転じており、景気は底打ちしつつある。原油をはじめとする国際商品市況の調整に伴うインフレ率の低下で家計部門の実質購買力が向上しており、個人消費が押し上げられたことが成長率の拡大に繋がっている。一方、1月の総統選及び総選挙前のタイミングにも拘らず政府消費は鈍化しており、輸出を取り巻く不透明感を反映して企業の設備投資意欲も後退した結果、固定資本投資の伸びは鈍化している。なお、当期は輸出が拡大する動きがみられたものの、個人消費の堅調さを反映して輸入が輸出を上回るペースで拡大したため、外需の成長率寄与度（前期比）はマイナスに転じている。この結果、2015年通年の経済成長率は前年比+0.75%と前年（同+3.92%）から大きく減速しており、世界

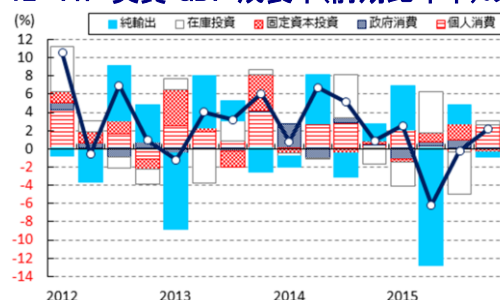
金融危機の影響が直撃した2009年（同▲1.57%）以来の低い伸びに留まっている。

図11 TW 貿易動向の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

図12 TW 実質 GDP 成長率(前期比年率)の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

【マレーシア】～物価安は個人消費の押し上げに繋がる一方、先行きは外需を巡る不透明感に懸念が残る～

18日に発表された昨年10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+4.5%となり、前期（同+4.7%）から減速した。しかしながら、前期比年率ベースでは+6.33%と前期（同+2.63%）から加速しており、前期に減速感が強まった反動も重なり加速感が強まった。原油をはじめとする国際商品市況の低迷は資源国である同国経済にも打撃を与える一方、それに伴うインフレ率の低下は家計部門の実質購買力を向上させており、昨年4月に導入されたGST（財・サービス税）による消費押し下げ効果の一巡も相俟って個人消費の押し上げに繋がっている。さらに、政府による公共投資の進捗が一段と進んでいることもあり、前期を上回るペースで固定資本投資が拡大していることも内需の好調さに繋がっている。なお、当期は前期ほどではないものの輸出は拡大基調が続くなど外需に底堅さがみられたものの、内需の旺盛さを反映して輸入が輸出を上回るペースで拡大したことから、純輸出の成長率寄与度（前期比）はマイナスに転じている。また、前期の成長率の下押し要因となった在庫調整が一巡したことも、当期の成長率にはプラスに寄与している。分野別では、歴史的な大干ばつの影響で農林漁業の生産が落ち込んでいるほか、国際商品市況の低迷は鉱業生産の重石になっている一方、内需の堅調さを反映してサービス部門の生産は拡大基調を強めており、輸出の堅調さは製造業の生産押し上げに繋がっている。2015年通年の経済成長率は前年比+4.95%と前年（同+5.99%）から減速したが、足下では輸出を巡る不透明感が強まりつつあり、先行きの景気の足かせとなる可能性は小さくないと予想される。

図13 MR 実質 GDP 成長率(前期比年率)の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

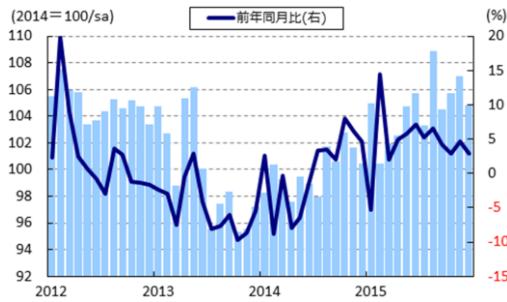
【シンガポール】～内・外需ともにシンガポール経済を取り巻く環境は厳しい状況が続いている模様～

15日に発表された昨年12月の小売売上高は前年同月比+2.9%となり、前月（同+4.6%）から伸びが鈍化した。前月比も▲2.1%と前月（同+1.2%）まで2ヶ月連続で拡大してきたものの、3ヶ月ぶりに減少に転じるなど一進一退の展開が続いている。月ごとの変動幅が大きい上に小売全体の動向に影響を与えやすい自動車販売は前月比+1.6%と前月（同▲0.6%）から2ヶ月ぶりに拡大に転じているものの、自動車を除いたベースでは同▲2.8%と前月（同+1.6%）から2ヶ月ぶりに減少に転じたことが影響している。百貨店販売のほか、宝飾品などの高額品、家具をはじめとする耐久消費財に対する需要が鈍化しており、景気の先行き不透明感が個人消費の重石になっている可能性が考えられる。物価の影響を除いた実質ベースでも前月比は▲1.6%と前

月(同+1.0%)から3ヶ月ぶりに減少に転じており、自動車を除いたベースでも同▲2.3%と前月(同+1.6%)から2ヶ月ぶりに減少に転じている。

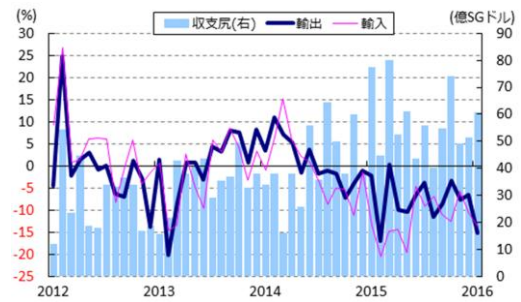
17日に発表された1月の非石油輸出額は前年同月比▲9.9%と4ヶ月連続で前年を下回る伸びとなり、前月(同▲7.2%)からマイナス幅も拡大している。前月比は+0.71%と前月(同▲2.58%)から4ヶ月ぶりに拡大に転じているものの、2ヶ月連続で大幅な減少が続いてきたことを勘案すれば、依然として力強さに乏しい。化学製品関連で底打ちの動きがみられるものの、主力の電子部品をはじめとする機械製品関連の輸出が大きく鈍化していることが全体の足を引っ張っている。原油安が一段と進んだことも重なり、原油関連を含めた総輸出額は前年同月比▲15.1%と10ヶ月連続で前年を下回る伸びとなり、前月(同▲6.4%)からマイナス幅も拡大している。前月比も▲4.2%と前月(同▲1.5%)から3ヶ月連続で減少しており、輸出全体でも減少基調が強まっている。一方の輸入額は前年同月比▲13.6%と19ヶ月連続で前年を下回る伸びとなっており、前月(同▲10.6%)からマイナス幅も拡大している。前月比も▲6.1%と前月(同▲1.9%)から7ヶ月連続で減少しており、機械製品のみならず化学製品や原油関連など総じて減少基調が強まっており、このところの輸出鈍化が輸入の足かせになっている。結果、貿易収支は+60.69億SGドルと前月(+51.58億SGドル)から黒字幅が拡大している。

図 14 SG 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 15 SG 貿易動向の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

以上