

# ASIA Indicators

定例経済指標レポート

## インドネシア中銀、追加利下げに大舵 (Asia Weekly (9/22~9/29))

~NZ準備銀は緩和姿勢維持、次期総裁人事の行方に新たな不透明感も~

発表日: 2017年9月25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
9/22(金)	(インドネシア)金融政策委員会(7日物リバースレポ金利)	4.25%	4.50%	4.50%
9/25(月)	(シンガポール)8月消費者物価(前年比)	+0.4%	+0.6%	+0.6%
9/26(火)	(ニュージーランド)8月輸出(億 NZドル)	36.9	40.5	46.3
	8月輸入(億 NZドル)	49.2	48.0	45.5
	(シンガポール)8月鉱工業生産(前年比)	+19.1%	+15.5%	+21.2%
	(香港)8月輸出(前年比)	+7.4%	+7.1%	+7.3%
	8月輸入(前年比)	+7.7%	+6.1%	+5.5%
9/27(水)	(タイ)金融政策委員会(政策金利)	1.50%	1.50%	1.50%
9/28(木)	(ニュージーランド)金融政策委員会(政策金利)	1.75%	1.75%	1.75%
	(韓国)9月消費者物価(前年比)	+2.1%	+2.2%	+2.6%
9/29(金)	(韓国)8月鉱工業生産(前年比)	+2.7%	+1.0%	▲0.2%
	(タイ)8月製造業生産(前年比)	+3.74%	+2.40%	+3.43%

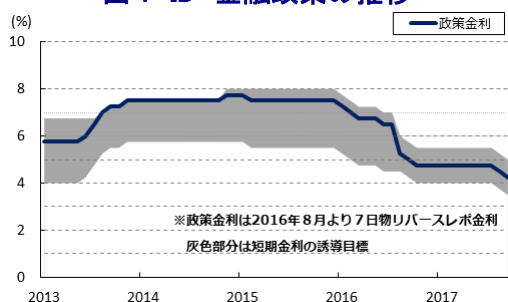
(注) コンセンサスは Bloomberg 及び THOMSON REUTERS 調査。灰色で囲んでいる指標は本レポートで解説を行っています。

### 【インドネシア】 ~中銀、米国FOMC後のルピア相場安定を受け、景気下支えのため追加利下げを決定~

22日、インドネシア銀行(中銀)は定例の金融政策委員会を開催し、主要政策金利である7日物リバースレポ金利を2会合連続で25bp引き下げて4.25%とし、昨年8月に主要政策金利を変更して以降、最低水準を更新している。この決定に伴い、短期金利の下限に当たる翌日物預金ファシリティ金利(FASBI)も3.50%、上限に当たる翌日物貸出ファシリティ金利も5.00%にそれぞれ引き下げられている。インドネシアの金融政策を巡っては、先月に10会合ぶりに事前予想に反する形で利下げを実施しており、足下のインフレ率が落ち着いている上、国際金融市場の安定などを背景に通貨ルピア相場は比較的安定するなか、景気下支えを重視する姿勢をみせた(詳細は8月23日付レポート「[インドネシア、予想外の利下げは「焦り」を反映か](#)」をご参照下さい)。ただし、その後も銀行融資の伸びは低調な推移が続いており、結果的に経済成長のけん引役である個人消費も伸び悩むなか、同行は一段の景気下支えに舵を切った格好である。なお、会合後に発表された声明文では、足下の世界経済について「先進国を中心に改善が続いて外需の押し上げに繋がるなか、先行きについては米国の金融政策を巡る動きがリスク要因になる可能性はあるが、引き続き同様の展開が続くと見込まれる」との見方を示している。他方、同国経済については「第3四半期には様々なセクターで改善の動きがみられる」とし、今年の経済成長率は引き続き「5.0~5.4%」との見通しを据え置き、来年には「5.1~5.5%」に上下限ともに上振れするとした。また、今年7月には断食明けの大祭(イドゥル・フィトリ)の時期のズレなども影響して貿易収支が赤字に転じたものの、その後は再び黒字基調に戻るなど改善して対外収支は堅調なほか、米国やEUの金融政策の変更などを受けても通貨ルピア相場は安定しており、足下のインフレ率低下も重なり、追加金融緩和余地が拡大したと判断したものと考えられる。同行は、向こう3年のインフレ率が同行

の定めるインフレ目標（今年は  $4.0 \pm 1.0\%$ 、来年以降は  $3.5 \pm 1.0\%$ ）に収まる見通しを示しており、先行きについても国際金融市場を巡る状況を見つつ、追加利下げに踏み切る可能性はくすぶるであろう。

図1 ID 金融政策の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

### 【ニュージーランド】 ～準備銀は金融緩和スタンスを維持するも、次期総裁人事の行方には不透明要因も～

26日に発表された8月の輸出額は前年同月比+9.0%となり、前月（同+16.7%）から伸びが鈍化した。前月比も▲10.3%と前月（同+6.7%）から3ヶ月ぶりに減少に転じており、中期的な基調も5ヶ月ぶりに減少に転じるなど調整圧力が掛かっている様子がうかがえる。財別では、キウイフルーツの輸出量の拡大を反映して果物の輸出額は大きく押し上げられたものの、主力の乳製品関連の輸出額は国際的な乳製品価格の調整に伴い大きく下押しされたほか、食肉関連の輸出額も大きく減少しており、主力の輸出財を中心とする調整が輸出額全体の下押し圧力となった。国・地域別では、隣国豪州向けは堅調な推移が続く一方、最大の輸出先である中国向けが大きく減少したほか、米国やEU、日本など先進国向けも軒並み減少し、ASEANなどアジア新興国向けにも調整圧力が掛かっている。一方の輸入額は前年同月比+6.5%となり、前月（同+4.9%）から伸びが加速した。ただし、前月比は▲2.9%と前月（同+1.6%）から2ヶ月ぶりに減少に転じている上、中期的な基調も減少傾向を強めるなど調整圧力が強まっている。原油関連のほか、機械製品や電気機械など主力の輸入財で底堅い動きがみられるものの、日用品関連を中心に下押しの動きが強まっている。結果、貿易収支は▲12.35億NZドルと前月（+0.98億NZドル）から6ヶ月ぶりに赤字に転じている。

28日、ニュージーランド準備銀行は定例の金融政策委員会を開催し、政策金利であるオフィシャル・キャッシュ・レート（OCR）を6会合連続で過去最低水準である1.75%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「先進国を中心に物価や賃金が伸び悩むなど過剰供給の問題はあるが、過去数四半期に亘り改善の動きが続いている」との見方が据え置かれたほか、金融市場についても「低金利環境が続く信用スプレッドも縮小するなか、株価は最高値近辺にあるなか、先行きも金融緩和は緩和的な環境が続く」との見方を示している。他方、通貨NZドル相場については「前回会合後に実効レートがわずかに下落しており、NZドル安はインフレ圧力の上昇とバランスの採れた経済成長の実現を下支えする」とし、NZドル安の進展を評価している。一方、同国経済については「第2四半期の成長率は輸出が予想外に強く、建設投資は予想外に弱かったものの、全体的には見通し通りであった」とし、先行きも「緩和的な金融政策や人口増加、交易条件の改善、財政拡大などを背景に足下と同様のペースで拡大が続く」との見方を示す。不動産市況についても「規制強化の動きなどを反映して頭打ちしており、先行きも人口増加や建設セクターにおける資源制約などによる影響はあるものの、落ち着いた展開が続く」としている。また、足下ではインフレ率が鈍化するなか、先行きは「インフレ率は下落基調が続く一方、コアインフレ率は緩やかに上昇基調を強める」とし、「中期的には目標域の中央値（2%）に近付き、長期的には2%に収束する」との見方を据え置いている。なお、同行執行部人事を巡っては、今月のウィラー前総裁退任後の後任人事が決まらず、スペンサー副総裁が総裁代行を務める状況となっている。23日に実施された総選挙ではどの政党も単独過半数を獲得出来ず、新政権を樹立出来ない状況にあり、向こう半年に亘る総裁代行期間中に次期総裁人事が決定する見通しであるが、

その動向によっては先行きの金融政策のスタンスに変化が生じる可能性もある。

図2 NZ 貿易動向の推移

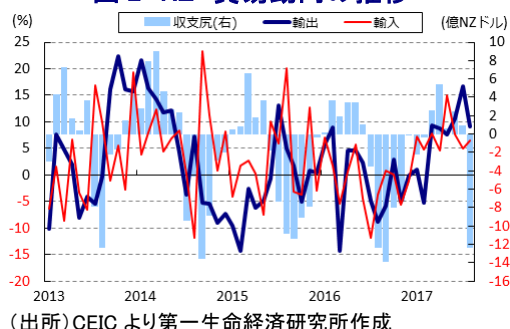
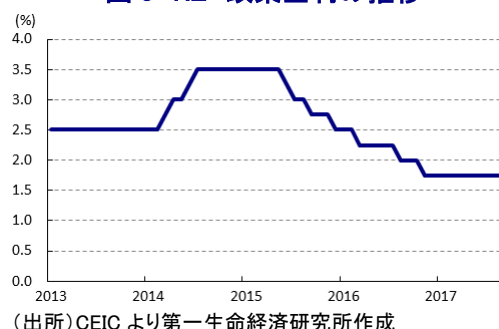


図3 NZ 政策金利の推移



### [タイ] ～景気回復が進む一方、物価の低位安定を理由に、現行の緩和的な金融政策の継続を決定～

27日、タイ銀行は定例の金融政策委員会を開催し、政策金利を19回連続で1.50%に据え置く決定を行った。今回の決定についても「全会一致（政策委員1名は欠席）」で行われている。会合後に発表された声明文では、同国経済について「外需及び内需の裾野広い拡大に伴い前回会合時点の見通しに比べて回復基調を強めている」一方、物価については「生鮮品を中心とする供給要因に伴い見通しに比べて鈍化して」おり、金融環境についても「充分緩和的で景気を下支えしている」とし、金融政策を据え置く方針が決定された。今回の決定に際して、同行は今年の経済成長率見通しを前年比+3.8%に上方修正（従来は同+3.5%）する一方、インフレ見通しは同+0.6%と下方修正（従来は同+0.8%）している。なお、足下の同国経済は「世界経済の回復に伴う輸出拡大と観光客数の回復が外需を後押しし、家計部門の購買力は回復途上にも拘らず個人消費も拡大基調が続くなか、幅広いセクターで企業の設備投資に底打ち感が出る」なか、「足下では公共投資の進捗に頭打ち感が出たが、先行きもこの動きが景気動向を左右する」としている。ただし、先行きについては「移民労働者に対する規制や米国経済及び通商政策を巡る不透明感、地政学リスクなどが懸念要因になる」とした。物価については「ダイヤモンドプル型のインフレ圧力は弱く、先行きも緩やかな加速に留まり、インフレ目標の中央値付近に留まる」との見方を示す。また、金融市場環境は緩和的な状況が続くなかで、先行きは「米国の経済政策や主要国の金融政策を巡る不透明感が通貨パーツ相場をかく乱してボラティリティが高まる可能性がある」とし、「これまで以上に外為市場の動向を注視する必要がある」との認識を示した。同行は金融市場について「投資家行動などの動向に注意する必要がある」としているが、先行きも現行のスタンスを維持することで景気の下支えを図る可能性は高いと見込まれる。

29日に発表された8月の製造業生産は前年同月比+3.74%となり、前月（同+3.43%）から伸びが加速した。前月比は+2.67%と2ヶ月連続で拡大している上、前月（同+1.06%）からそのペースは加速しており、中期的な基調も拡大傾向を強めるなど底離れが進んでいる。主力の自動車関連をはじめとする輸送用機械関連で生産拡大の動きが顕著になっている上、関連する電子機器やゴムなどの生産も押し上げられており、世界経済の自律回復に伴う輸出拡大の動きが生産拡大を促している。なお、平均設備稼働率も63.0%と前月（61.4%）から+1.6pt上昇しており、生産拡大の動きに伴って設備稼働率にも底入れの動きが出るなど、外需主導による景気回復の色合いが一段と鮮明になっている様子が見える。

図4 TH 政策金利の推移

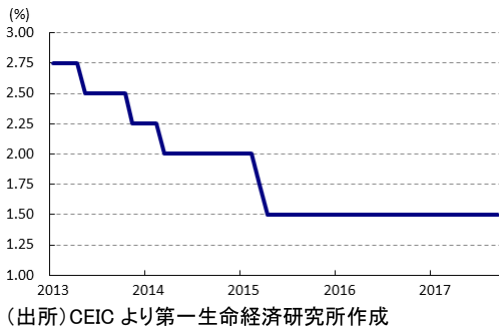
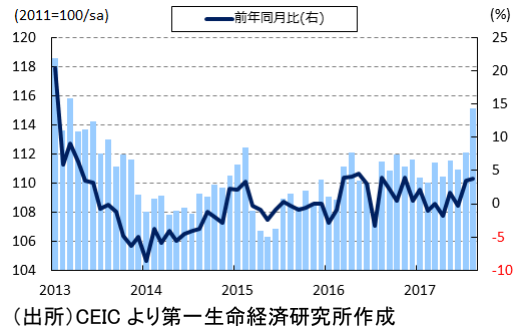


図5 TH 製造業生産の推移



### [韓国] ～世界経済の自律回復に伴い生産は底堅い展開が続くも、一部に在庫調整に向けた動きがみられる～

28日に発表された9月の消費者物価は前年同月比+2.1%となり、前月(同+2.6%)から伸びが鈍化した。前月比も+0.11%と前月(同+0.60%)から上昇ペースが鈍化しており、生鮮品を中心に食料品物価の上昇圧力が後退しているほか、原油相場の頭打ちなどを反映してエネルギー価格の上値も抑えられており、生活必需品を中心にインフレ圧力が後退している。なお、農産品と原油関連を除いたコアインフレ率も前年同月比+1.44%と前月(同+1.58%)から伸びが鈍化しており、前月比は▲0.12%と前月(同+0.08%)から9ヶ月ぶりに下落に転じるなど、物価上昇圧力は大きく後退している。全般的に消費財物価で上昇圧力が後退する動きがみられる上、隣国北朝鮮情勢の緊迫化などを背景にサービス物価の上昇圧力も後退しており、全般的に物価が下振れしやすい状況になっていると判断出来る。

29日に発表された8月の鉱工業生産は前年同月比+2.7%となり、前月(同▲0.2%)から3ヶ月ぶりに前年を上回る伸びに転じた。前月比も+0.4%と前月(同+1.7%)からペースこそ鈍化したものの、2ヶ月連続で拡大しており、中期的な基調も拡大傾向が続くなど、調整模様が続いてきた生産に底入れの動きがみられる。鉱業部門においては前月に続いて生産に下押し圧力が掛かっている一方、製造業の生産の底堅さが生産全体を下支えしており、世界経済の自律回復に伴う輸出底入れの動きが生産を押し上げている。財別では、主要な輸出財である電子部品や電気機械関連のほか、化学関連をはじめとする素材及び部材関連を中心に生産に底堅さがみられる。その一方、自動車をはじめとする輸送用機器や衣料関連などの軽工業などの生産は弱含む展開が続いており、在韓米軍によるTHAAD(高高度防衛ミサイル)配備を巡る中国との関係悪化が中国向け輸出の重石となっていることが生産に影響を与えている可能性がある。なお、生産拡大の動きが続いているにも拘らず、平均設備稼働率は72.0%と前月(73.1%)から▲1.1pt低下しており、過剰設備を抱える分野で生産が弱含むことが足かせになっているほか、在庫圧縮に向けた生産調整の影響も考えられる。

図6 KR インフレ率の推移

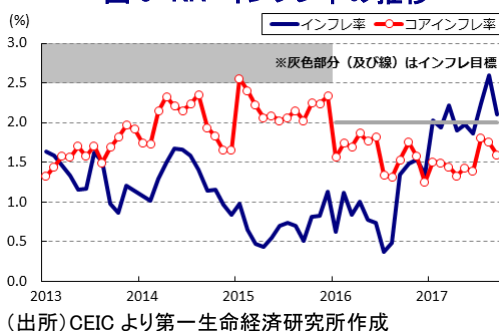
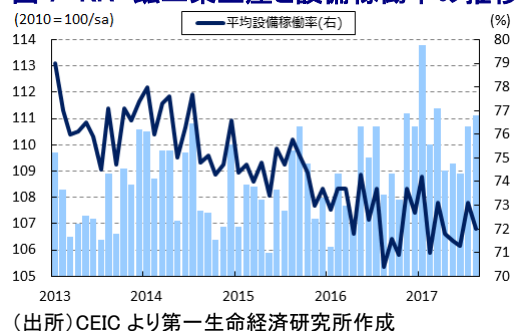


図7 KR 鉱工業生産と設備稼働率の推移



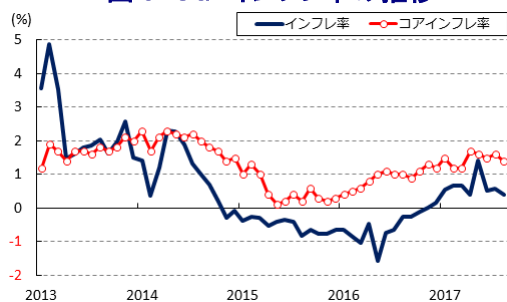
### [シンガポール] ～物価は落ち着いた推移が続くなか、輸出の堅調さを背景に生産も底堅い展開が続く～

25日に発表された8月の消費者物価は前年同月比+0.4%となり、前月(同+0.6%)から伸びが鈍化した。前月比は+0.33%と前月(同▲0.23%)から3ヶ月ぶりに上昇に転じており、生鮮品を中心に食料品価格は下落基調に転じているほか、エネルギー価格も下落に転じるなど生活必需品を中心に物価上昇圧力は後退してい

る。なお、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+1.44%と前月（同+1.57%）から伸びが鈍化しており、前月比も▲0.03%と前月（同+0.31%）から2ヶ月ぶりに下落に転じるなど、物価上昇圧力は後退している。住宅関連で賃料に上昇圧力が掛かる動きがみられるほか、このところの景気底入れの動きなどを反映してサービス物価を中心に物価上昇圧力が高まる動きもみられる一方、消費財については総じて物価上昇圧力が後退するなど、物価が高まりにくい状況が続いている。足下では国際金融市場の安定なども追い風に通貨SGドル高基調が続いており、これに伴い輸入インフレ圧力も後退しやすい状況にあることを勘案すれば、当面のインフレ率は下振れしやすい傾向が続くと見込まれる。

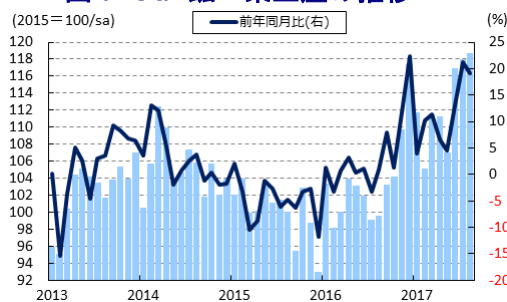
26日に発表された8月の鉱工業生産は前年同月比+19.1%となり、前月（同+21.2%）から伸びは鈍化したものの、3ヶ月連続で二桁%の高い伸びが続いている。前月比は+0.60%と前月（同+0.91%）から伸びこそ鈍化したものの3ヶ月連続で拡大しており、中期的な基調も拡大傾向を強めるなど底堅い動きをみせている。なお、月ごとの変動が大きい上、生産全体の動向を左右しやすいバイオ・医薬品関連の生産が前月比+16.17%と前月（同▲18.99%）から2ヶ月ぶりに拡大に転じたことが影響しているとみられる。バイオ・医薬品関連を除いたベースでは前月比▲2.54%と前月（同+4.81%）から3ヶ月ぶりに減少に転じているものの、中期的な基調は拡大傾向が続いており、底堅い展開をみせている。化学関連で生産に調整圧力が掛かる動きがみられるものの、電子部品関連のほか、貴金属関連など素材・部材関連を中心に底堅く推移しており、世界経済の自律回復に伴う輸出拡大の動きが生産を押し上げる状況が続いている。

図8 SG 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9 SG 鉱工業生産の推移

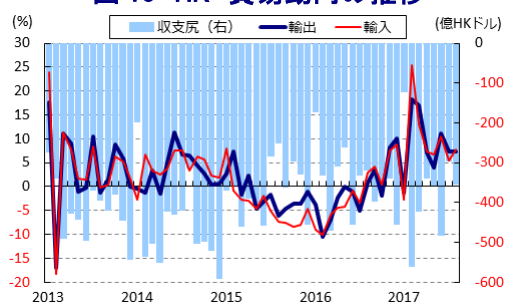


(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

### 【香港】 ～中国本土経済の堅調さが確認されるなか、世界経済の自律回復の動きも輸出を押し上げる～

26日に発表された8月の輸出額は前年同月比+7.4%となり、前月（同+7.3%）からわずかながら伸びが加速した。当研究所が試算した季節調整値に基づく前月比は2ヶ月ぶりに拡大に転じており、中期的な基調も拡大に転じるなど底入れの動きがみられる。国・地域別では、米国やEU、日本などの先進国向けに頭打ち感が出ているほか、ASEANをはじめとするアジア新興国向けも鈍化する一方、中国本土向けの拡大が全体を押し上げており、中国本土経済の堅調さが下支えしている。また、財別では電子部品や電気機械関連などを中心に底堅いなど、世界経済の自律回復を反映する動きもみられる。一方の輸入額は前年同月比+7.7%となり、前月（同+5.5%）から伸びが加速している。前月比も2ヶ月ぶりに拡大に転じている上、中期的な基調も拡大に転じており、輸出に底入れの動きが出ていることに歩調を併せる形で底打ち感が出ている。EUからの輸入額には下押し圧力が掛かる一方、米国や日本などの先進国のみならず、ASEANをはじめとする新興国や中東などからの輸入額も底堅く推移しており、中国本土からの輸入も堅調を維持している。結果、貿易収支は▲355.27億HKドルと前月（▲296.01億HKドル）から赤字幅が拡大している。

図 10 HK 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