

# Asia Indicators

発表日: 2018年8月10日(金)

## フィリピン、成長率鈍化も過度な悲観は無用(Asia Weekly (8/6~10))

～成長率目標の「非現実性」を前提に、過度に悲観に振れることの意味は小さい～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 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
8/6(月)	(インドネシア)4-6月期実質GDP(前年比)	+5.27%	+5.12%	+5.06%
8/7(火)	(フィリピン)7月消費者物価(前年比)	<b>+5.7%</b>	<b>+5.5%</b>	<b>+5.2%</b>
	(豪州)金融政策委員会(政策金利)	1.50%	1.50%	1.50%
	(台湾)7月消費者物価(前年比)	<b>+1.75%</b>	<b>+1.50%</b>	<b>+1.40%</b>
	7月輸出(前年比)	<b>+4.7%</b>	<b>+7.0%</b>	<b>+9.4%</b>
	7月輸入(前年比)	<b>+20.5%</b>	<b>+10.0%</b>	<b>+15.4%</b>
8/8(水)	(フィリピン)6月輸出(前年比)	<b>▲0.1%</b>	<b>+2.8%</b>	<b>▲1.8%</b>
	6月輸入(前年比)	<b>+24.2%</b>	<b>+18.6%</b>	<b>+12.6%</b>
	(中国)7月輸出(前年比)	+12.2%	+10.0%	+11.2%
	7月輸入(前年比)	+27.3%	+16.5%	+14.1%
	(タイ)金融政策委員会(政策金利)	<b>1.50%</b>	<b>1.50%</b>	<b>1.50%</b>
8/9(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%
	(中国)7月消費者物価(前年比)	+2.1%	+2.0%	+1.9%
	7月生産者物価(前年比)	+4.6%	+4.5%	+4.7%
	(フィリピン)4-6月期実質GDP(前年比)	<b>+6.0%</b>	<b>+6.6%</b>	<b>+6.6%</b>
	金融政策委員会(翌日物借入金利)	<b>4.00%</b>	<b>4.00%</b>	<b>3.50%</b>
8/10(金)	(マレーシア)6月鉱工業生産(前年比)	<b>+1.1%</b>	<b>+3.2%</b>	<b>+3.0%</b>
	(シンガポール)6月小売売上高(前年比)	<b>+2.0%</b>	<b>+1.2%</b>	<b>+0.2%</b>

(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。

### [フィリピン]～成長率は予想外に鈍化も、内需が経済成長をけん引する姿は変わらず、過度な悲観視は不要～

7日に発表された7月の消費者物価は前年同月比+5.7%となり、前月(同+5.2%)から一段と伸びが加速して約9年半ぶりとなる高い伸びとなった。前月比は+0.51%と前月(同+0.60%)からペースこそ鈍化したものの、引き続き上昇傾向が続いており、度重なる異常気象などの影響に伴い生鮮品をはじめとする食料品価格に上昇圧力が強まる動きがみられるほか、原油相場の底入れの動きを反映してエネルギー価格も上昇傾向を強めるなど、生活必需品を中心に物価上昇圧力が強まっている。なお、食料品とエネルギーを除いたコアインフレ率も前年同月比+4.52%と前月(同+4.35%)から伸びが加速しており、約9年ぶりとなる高い伸びとなっている。今年1月からの物品税引き上げに伴う二次的な影響

が幅広く財価格の押し上げに繋がっているほか、エネルギー価格の上昇に伴う輸送コスト上昇を受けた価格転嫁の動きに加え、通貨ペソ安の進展に伴う輸入物価の上昇の動きも全般的に物価を押し上げている。インフレ率及びコアインフレ率もともに中銀の定めるインフレ目標（ $3 \pm 1\%$ ）の上限を上回る水準となるなど、インフレが顕在化している。

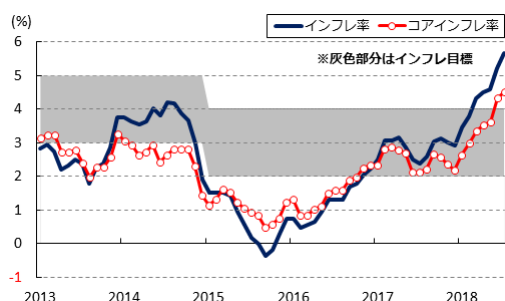
8日に発表された6月の輸出額は前年同月比▲0.1%となり、前月（同▲1.8%）から6ヶ月連続で前年を下回る伸びとなった。当研究所が試算した季節調整値に基づく前月比は2ヶ月連続で減少している上、中期的な基調も拡大ペースも鈍化するなど頭打ちの兆しが出ている。財別では、世界経済の自律回復の動きを反映して電子部品をはじめとする電気機器関連の輸出は引き続き堅調を維持しているものの、機械製品関連の輸出額に下押し圧力が掛かったほか、鉱物資源関連の輸出額の鈍化も輸出全体の重石になっている。国・地域別では、米中貿易摩擦への懸念にも拘らず中国向けは引き続き拡大傾向が続いているほか、米国や日本など先進国向けも底堅く推移している一方、ASEANをはじめとするアジア新興国向けに下押し圧力が掛かったほか、EU向けの鈍化も足かせになっている。一方で輸入額は前年同月比+24.2%となり、前月（同+12.6%）から伸びが加速している。前月比は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を強めるなど輸出とは対照的に強含みする動きがみられる。個人消費の旺盛さを反映して消費財関連の輸入は堅調に推移している一方、輸出に頭打ち感が出ていることに伴い中間財や資本財関連の輸入が鈍化しているものの、基調としては底堅さを維持している。結果、貿易収支は▲33.50億ドルと前月（▲36.90億ドル）から赤字幅が縮小している。

9日に発表された4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.0%と6%台の成長率を維持したものの、前期（同+6.6%）から伸びが鈍化して3年ぶりの低水準となった。前期比年率ベースでも+5.27%と前期（同+5.94%）からペースは鈍化しており、中期的な基調も減速基調を強めるなど頭打ちしている。政府（ペルニア国家経済開発長官）は今回の発表に際して、足下の成長率が鈍化したことの原因として、農林漁業関連での生産低迷による影響のほか、「持続的な底堅い経済成長を促進するべく実施された政策によるもの」として、物品税引き上げに伴う年前半におけるインフレの昂進や、環境規制の一環で実施された一部鉱山の閉鎖やボラカイ島の一時閉鎖措置などを挙げている。世界経済の自律回復の動きが続くなかで、輸出は前期に服感が出た反動も重なり再び増勢を強めている上、輸出の堅調さを背景に企業部門は設備投資を活発化させており、固定資本投資の押し上げに繋がっている。さらに、足下の移民労働者からの送金は堅調に推移している上、通貨ペソ安の進展に伴いペソ建ての送金額が押し上げられたことで、年明け以降のインフレ昂進にも拘らず個人消費は底堅く推移しており、個人消費が経済成長をけん引する状況は変わっていない。また、ドゥテルテ政権は景気拡大に向けてインフラ投資の拡充に動いており、これを反映して政府消費が押し上げられたほか、固定資本投資の拡大を促している。他方、内需が全般的に堅調に推移した結果、輸入は輸出を上回るペースで拡大しており、結果的に外需の成長率寄与度はマイナス幅を拡大させている。なお、分野別の動きをみると、農林漁業関連の生産は最悪期を過ぎる兆しが見られるほか、公共投資の進捗促進の動きなどを反映して建設部門の生産は拡大基調を強めており、金融及び不動産関連を中心にサービス業でも生産拡大の動きがみられた。しかし、外需の堅調さにも拘らず製造業の生産が鈍化傾向を強めているほか、観光客数の低迷は関連産業の生産の重石となるなど景気の足かせとなっている。なお、同国政府は今年の経済成長率目標を

7～8%と極めて高水準に設定しており、この実現には最低でも「年後半の経済成長率が7.7%になる必要がある」との認識を示している。ただし、これは成長率目標が非現実的に高いことに伴うものであることに注意する必要があり、過度に悲観する必要性は低いと捉えられる。

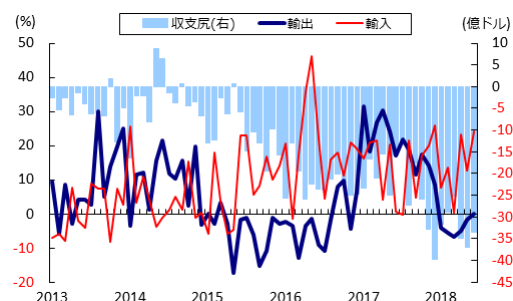
また、9日にフィリピン中央銀行は定例の金融政策委員会を開催し、主要政策金利である翌日物借入金利を3会合連続で引き上げる決定を行った。なお、今回の利上げ幅は50bpと過去2回(25bp)から拡大しており、これに伴い翌日物借入金利は約2年強ぶりに4.00%となる。また、この決定に伴い短期金利の誘導目標の上限及び下限も50bp引き上げられ、それぞれ4.50%、3.50%となる。会合後に発表された声明文では、今回の利上げ決定について「足下のインフレ昂進に伴い2019年のインフレ率が目標を上回るリスクが高まったため」とし、「旺盛な内需を背景とする広範なインフレ圧力を受けたコアインフレ率の上昇はインフレ見通しの上振れリスクに繋がる」ことを警戒し、「来年のインフレ目標は3±1%に据え置くが、インフレ期待は上振れしている」との考えを示した。また、同行は「インフレ期待の抑制と物品税引き上げなどによる二次的影響に伴う供給インフレの回避には強力な政策対応が不可欠」との認識を示している。さらに、「政策対応を受け、先進国の金融政策正常化に伴う通貨ペソ安の進展などによるインフレリスクの抑制に繋がる」との見方を示している。なお、旺盛な内需を背景とする経済成長を理由に「さらなる金融引き締めを実施しても実質的に緩和的な状況は維持される」との見方を示した。その上で、同行は他の政府機関と協調して供給要因によるインフレ圧力の抑制に取り組むほか、必要に応じて物価抑制に向けた政策対応を行う方針を示しており、金融市場の状況によっては追加利上げに踏み切る可能性も考えられる。

図1 PH インフレ率の推移



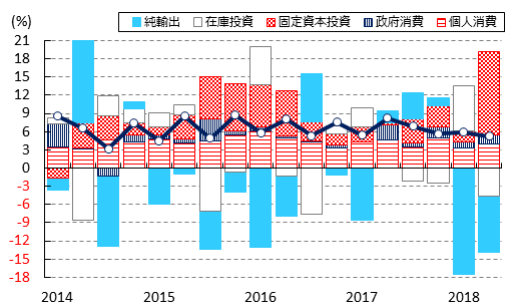
(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

図2 PH 貿易動向の推移



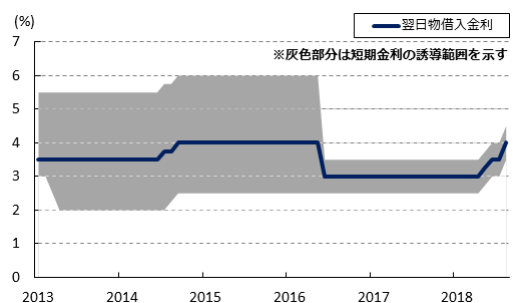
(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

図3 PH 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

図4 PH 金融政策の推移

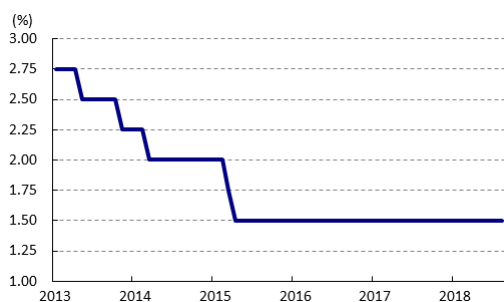


(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

## [タイ]～パーツ安への懸念を示しつつ、現時点では大半の委員が景気と物価安定を重視する姿勢を変えず～

8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26会合連続で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、今回の会合についても、6月の前回会合と同様に「6（金利据え置き）対1（25bpの利上げ）」（前回は5対1で1名が欠席）で票が割れたことが明らかにされている。また、足下の景気については「内・外需双方をけん引役に拡大が続いている」との認識を示したほか、物価についても「見通しに沿う形で幅広く上昇する動きがみられる」とする一方、金融市場については「緩和的で経済成長を後押しする」としつつ「全体的に安定しているが、金融緩和の長期化による将来的な脆弱性拡大のリスクを注視する必要がある」との見方を示した。その上で、多くの委員は「緩和的なスタンスの継続は経済成長と物価安体へ資する」との認識を示す一方、1名の委員は「足下の景気は十分に旺盛であり、家計及び企業がともに金融情勢の変化を過小評価することで中長期的な経済成長の安定性に悪影響を与えるリスクがあるため、利上げが必要」と主張したとしている。なお、先行きの景気について「生産拠点の移管の動きもあり、財輸出は見通し以上に拡大する」とし、「投資や雇用拡大の動きを反映して個人消費も拡大が続く」ほか、「公共投資の進捗に後押しされる形で民間投資も拡大が続く」一方、「先月発生したプーケット島沖での観光船沈没事故の余波で観光客数の伸びは鈍化する」との見方を示した。さらに、先行きは「米国の通商政策の行方や観光客数の予想外の下振れ、地政学リスクに注意する必要がある」としている。また、物価動向については「前回会合時の見通しとほぼ同じ」とする一方、「生鮮食料品価格の下振れによる下押しリスクがある」としたほか、「電子商取引など構造要因が物価の下押し圧力に繋がる可能性を注視する」としている。金融市場については「引き続き緩和的で流動性は充分にある」としつつ、足下の通貨パーツ安の進行については「周辺国でも同様の動きがみられる」との認識を示し、「今後の動向と経済への影響を注視する」との考えをみせている。現時点においては、政策委員の大半が金融緩和による景気及び物価安定を重視する姿勢をみせていることから、今後も相当期間に亘って現行の政策スタンスが維持される可能性は高いと予想される。

図5 TH 政策金利の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

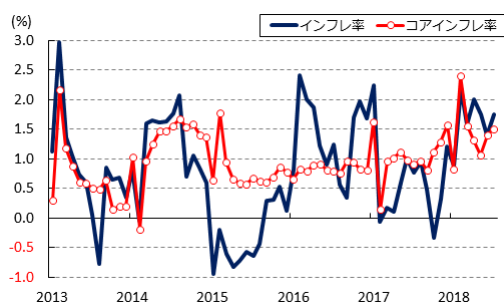
## [台湾]～貿易摩擦の影響は懸念されるが、世界経済の拡大を追い風に電子部品関連の輸出は依然底堅い～

7日に発表された7月の消費者物価は前年同月比+1.75%となり、前月（同+1.40%）から伸びが加速した。前月比は+0.34%と前月（同+0.43%）からペースは鈍化したものの、上昇基調が続いており、異常気象の影響などに伴い生鮮品を中心とする食料品価格に上昇圧力が掛かる動きがみられるほか、原油相場の底入れの動きなどを反映してエネルギー価格にも上昇圧力がくすぶるなど、生活必需品を中心

にインフレ懸念が高まっている。なお、生鮮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+1.50%と前月（同+1.41%）から伸びが加速しており、前月比も+0.21%と前月（同+0.21%）と同じペースで上昇している。エネルギー価格の上昇に伴い輸送コストの上昇圧力が強まるなか、消費財価格に転嫁する動きがみられるほか、通貨台湾ドル相場は下落基調を強めているため輸入物価に押し上げ圧力が掛かりやすくなっている。さらに、足下の堅調な雇用環境を反映してサービス物価の上昇圧力が高まる動きもみられるなど、幅広い分野でインフレ圧力が高まりつつある。

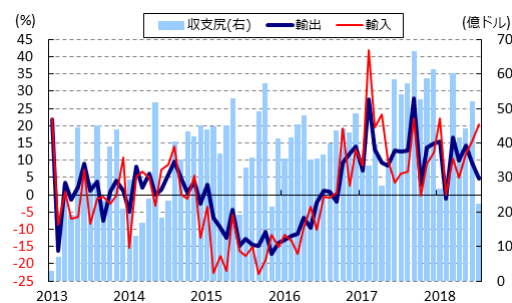
また、同日に発表された7月の輸出額は前年同月比+4.7%となり、前月（同+9.4%）から伸びが鈍化した。前月比も▲5.2%と前月（同+4.4%）から2ヶ月ぶりに減少に転じている上、中期的な基調も減少傾向を強めるなど、底入れの兆しがみられた輸出は再び頭打ちの様相を呈している。財別では、主力の輸出財である半導体をはじめとする電子部品及び電気機械関連の輸出は引き続き底堅く推移しているほか、プラスチック関連の素材・部材関連の輸出も同様に堅調さを維持している一方、金属関連や化学製品関連の素材・部材のほか、光学製品関連や鉱物資源関連の輸出が軒並み鈍化しており、輸出全体の下押しに繋がっている。国・地域別では、最大の輸出先である中国本土向けは引き続き底堅く推移しているほか、米国や日本向けなども堅調を維持している一方、EU向けのほか、ASEANなどアジア新興国向けの鈍化が全体の足を引っ張っている。一方の輸入額は前年同月比+20.5%となり、前月（同+15.4%）から伸びが加速した。前月比も+6.1%と前月（同▲0.2%）から3ヶ月ぶりに拡大に転じており、中期的な基調も拡大傾向を強めるなど底打ちしている。電子部品や電気機械関連の輸入額は堅調に推移しているほか、原油をはじめとする国際商品市況の底打ちの動きを反映して鉱物資源関連の輸入額が押し上げられたことが影響している。結果、貿易収支は+22.42億ドルと前月（+52.07億ドル）から黒字幅は縮小している。

図6 TW 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7 TW 貿易動向の推移



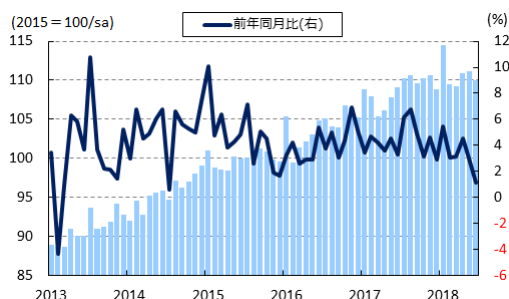
(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

### [マレーシア]～半導体関連の生産は堅調だが、その他製造業や鉱業部門での生産鈍化が全体の重石に～

10日に発表された6月の鉱工業生産は前年同月比+1.1%となり、前月（同+3.0%）から伸びが鈍化した。前月比は▲0.99%と前月（同+0.18%）から3ヶ月ぶりに減少に転じており、中期的な基調も拡大傾向が鈍化するなど、頭打ち感を強めている。底入れの動きがみられた原油相場が再び一服感を強めたことなどを背景に鉱業関連の生産に大きく下押し圧力が掛かっているほか、製造業の生産拡大の動きにも一服感が出るなど、幅広い分野で生産が鈍化している。世界経済の自律回復に伴う輸出の堅調さを背景に、半導体をはじめとする電子部品関連や電気機器関連などでは底堅い動きがみられるものの、化

学製品をはじめとする素材関連で鈍化基調が強まっているほか、食料品をはじめとする内需関連の生産も弱含んでいる。鉱業関連では天然ガスの生産落ち込みの影響が全体の下押しに繋がっている。

図8 MY 鉱工業生産の推移

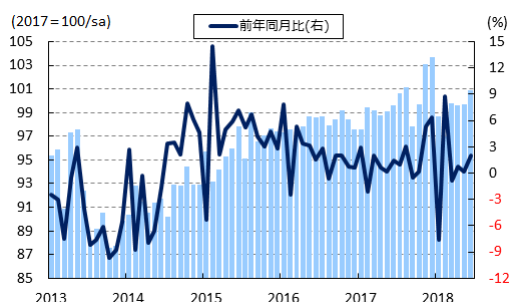


(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

### [シンガポール]～自動車をはじめ高額消費は堅調な一方、生活必需品の需要は弱含むなど跛行色が鮮明～

10日に発表された6月の小売売上高は前年同月比+2.0%となり、前月(同+0.2%)から伸びが加速した。前月比も+1.20%と前月(同+0.10%)から2ヶ月連続で拡大しており、中期的な基調も拡大傾向を維持するなど底堅い動きが続いている。これは自動車販売が前月比+16.48%と前月(同▲1.51%)から2ヶ月ぶりに大幅に拡大したことが影響しており、同国の自動車販売は月ごとの変動が大きい上、小売売上全体の動向を大きく左右する傾向がある。なお、自動車を除いたベースでは前月比▲1.87%と前月(同+0.40%)から2ヶ月ぶりに減少に転じており、中期的な基調も減少傾向に転じるなど頭打ちしている。宝飾品のほか、通信機器関連や余暇消費も拡大するなど高額品に対する需要は堅調な一方、石油製品や食料品といった生活必需品に対する需要は弱含んでおり、全体の下押し圧力に繋がっている。足下の雇用環境に頭打ち感が出るなか、インフレ圧力が高まる動きもみられることから、個人消費を巡る跛行色が強まっている可能性が考えられる。

図9 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

以上

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。見直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、第一生命保険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。