

## アジア各国の利上げとインフレ環境の相違

アジア各国はインフレ対処のために政策金利の引き上げに転じているが、インフレ指標として用いられる消費者物価指数に占める食糧品や燃料のウエイトは各国で異なっている。こうしたインフレ指標や経済構造の違いにより生じる、利上げや原油価格高騰など外的ショックに対する各国経済の耐性について整理してみた。

### 1. アジア各国の利上げとインフレ率

アジア各国は2009年11月のインド、2010年3月のマレーシアによる政策金利の引き上げを皮切りに、リーマン・ショックによる世界的な景気後退後、先進国に先駆けて金融緩和からの脱却に着手してきた(図1)。とりわけ、2010年後半より顕著となった各国インフレ率の高まりを背景に、アジア各国はインフレ過熱に対処した政策金利の引き上げをより明確に打ち出すようになってきている。

ただし各国の政策金利は、水準そのものに違いがあるのみならず、インフレ調整後の実質金利水準でもばらつきがある。中国、マレーシア、台湾、フィリピンのように政策金利がようやくインフレ率を1%弱上回る国もある一方で、インドネシア、タイ、韓国、インドなどは、政策金利がインフレ率を下回り、インフレ調整後の実質金利はマイナスのままとなっている(図2)。

図1 アジア各国の政策金利の推移

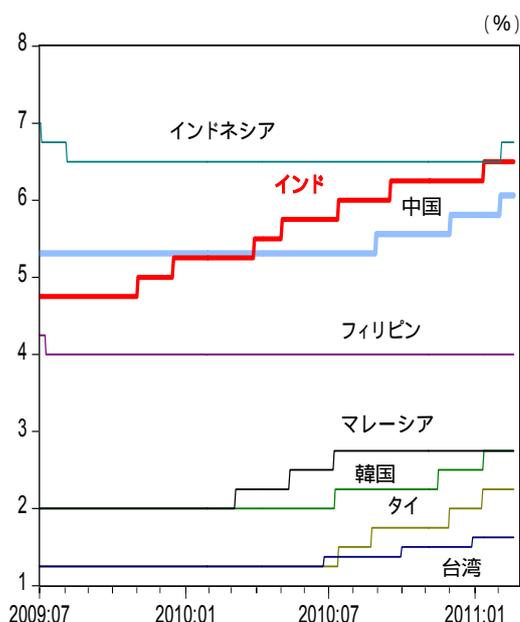
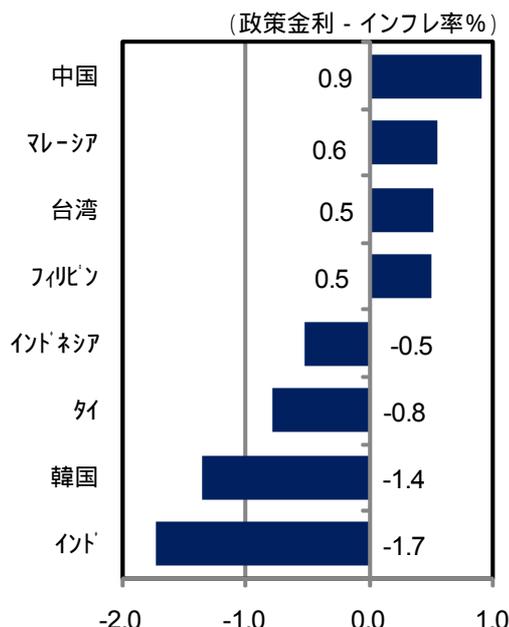


図2 インフレ調整後の実質政策金利の比較



(資料) 図1・2とも Bloomberg より住友信託銀行調査部作成。中国の実質金利は1年物貸出基準金利で計算。

しかしながら、各国で公表されている消費者物価指数に占める食料品や燃料のウエイトは様々である。とりわけ、食料品のウエイトには各国の支出構造を反映して大きな違いがあり、食料品価格高騰が各国インフレ率に及ぼす影響は異なる。加えて、アジア各国には明確にインフレ目標を掲げている国（韓国、インドネシア、タイ、フィリピン）もあればそうでない国もある。こうしたインフレ指標や経済構造の違いにより、アジア各国の利上げが当該地域に及ぼす影響もおのずと異なるろう。

## 2. インフレ率に占める食料品ウエイトと経済構造の相違

各国の消費者物価に占める食料品のウエイトは、6割を超えるインドから2割を下回る韓国まで相当なばらつきがある（図3）。フィリピン、インドネシア、タイ、中国、マレーシアの食料品ウエイトは3割を超え、食料品価格の上昇はインフレ指標を容易に押し上げ、食料品ウエイトの高い国ほど消費者物価上昇率が高くなっている。一方、各国の政策金利を食料品ウエイトが高い順に並べてみると、インフレ調整後の実質金利でみればなお緩和領域にあるとはいえ、インドを除けば概ね食料品ウエイトの高い国の実質金利は、ウエイトの低い国より高い傾向にある（図4）。

図3 アジア各国の消費者物価に占める食料品と燃料ウエイト

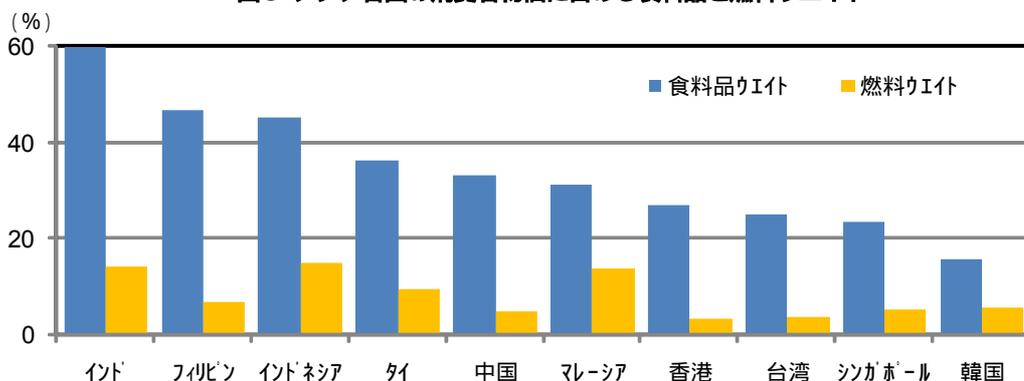
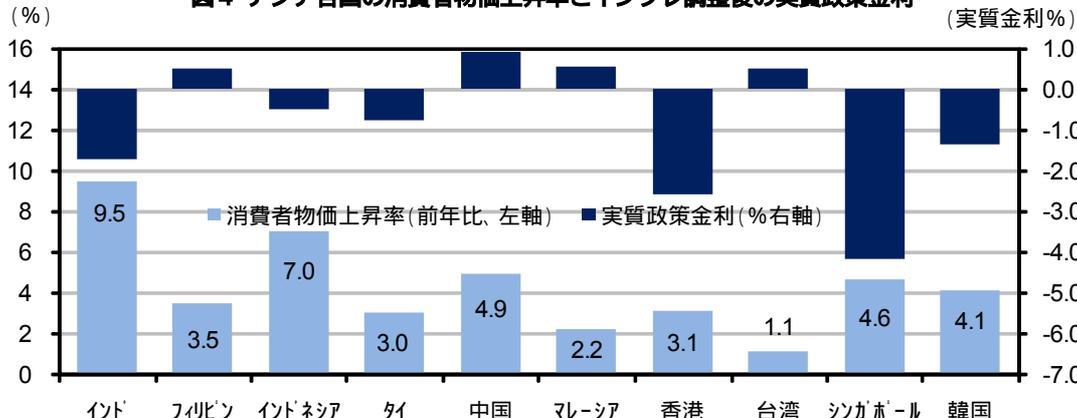


図4 アジア各国の消費者物価上昇率とインフレ調整後の実質政策金利



（資料）図3はIMF「Regional Economic Outlook」、図4はBloombergより住友信託銀行調査部作成。香港は金融当局公表のベースレート(1MHiborの移動平均)、シンガポールは3MSibor レートをを用い作成。

図5 食料品ウエイトと実質政策金利

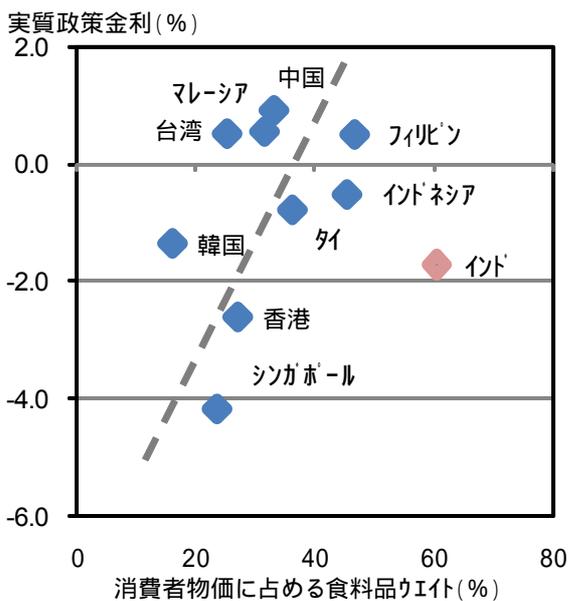
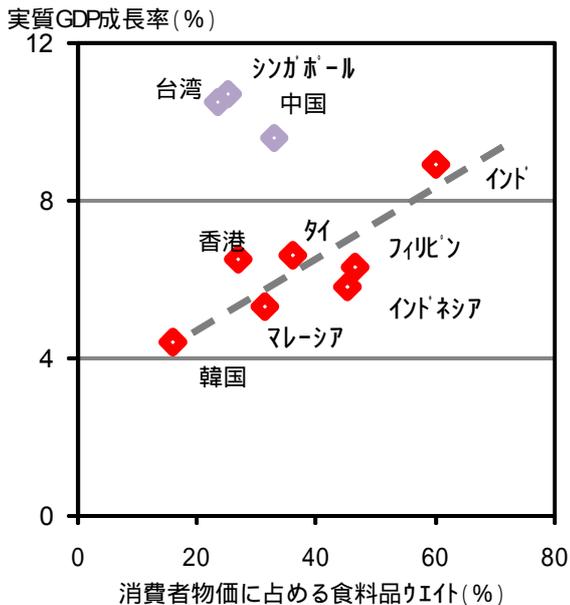


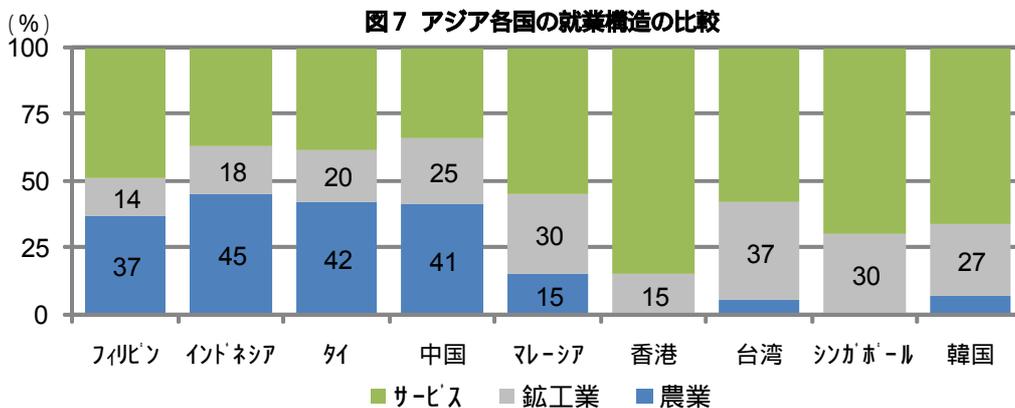
図6 食料品ウエイトと直近の経済成長率



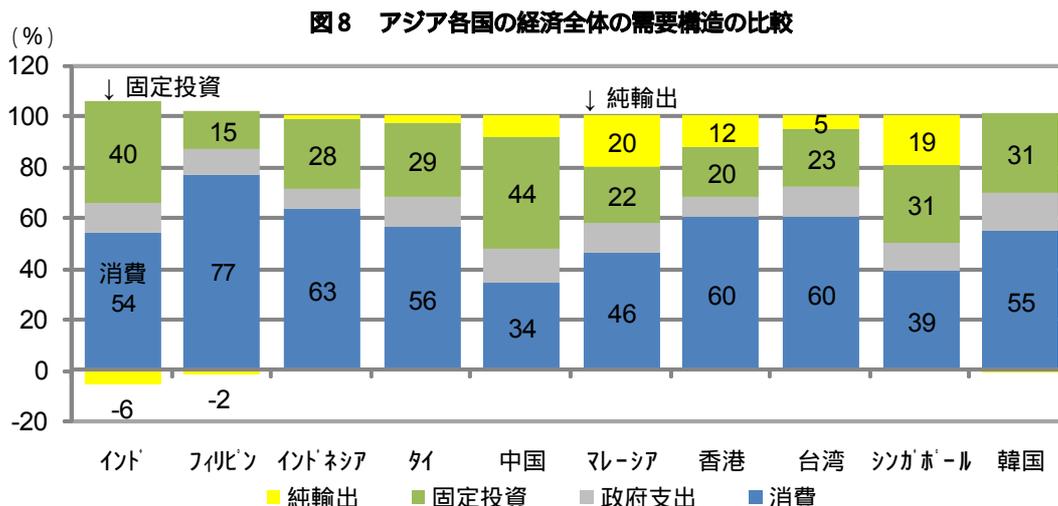
(資料) 図5・6ともIMF「Regional Economic Outlook」、Bloombergより住友信託銀行調査部作成

このように、食料品ウエイトが高い国ほど実質金利が高いのは、こうした国では食料品価格上昇によるインフレ高騰を警戒しつつ、不十分ながらも、インフレ上昇に対してプロアクティブ（先行的）に対処していることを反映している（図5）。これらの国はまた、直近の経済成長率が高い国でもある（図6）。これに対して、韓国、シンガポール、香港など食料品ウエイトの低い国では、実質金利は未だ大幅なマイナスであり金融緩和が続いている。食料品価格の高騰を重視する国とそうでない国の間で、金融政策環境の二極化が生まれつつあるともいえるだろう。

食料品ウエイトの相違を念頭に各国の経済構造の相違に注目すると、いくつかの特徴が見えてくる。就業構造については、消費者物価指数に占める食料品ウエイトが高い国ほど、農業に従事する人口割合が高い。統計が取れないインドを除き、フィリピン、インドネシア、タイ、中国では農業雇用の割合が4割に達するのに対し、食料品ウエイトが低い国では1割にも満たずに鉱工業の就業割合が高い（図7）。



(資料) アジア開発銀行「Basic Statistics 2010」より住友信託銀行調査部作成



またマクロ経済全体の需要構造についても違いがみられ、その構造から3つのグループに分かれよう。第一のグループは、実質GDPに占める消費の割合が高い国々(フィリピン、インドネシア、タイなど)。第二は、インドや中国など固定投資の割合が高い国々。第三は、純輸出(輸出マイナス輸入)がプラスであり、相対的に外需依存が高い国々(マレーシア、香港、台湾、シンガポールなど)である(図8)。

この分類に従うと、外的な経済ショックに対する影響も異なる。例えば、消費割合が高いグループほどインフレ高騰に弱く、投資割合が高いグループは金利上昇や与信環境の逼迫に弱く、純輸出がプラスのグループは外需環境の悪化に対して脆弱といった整理が可能だろう。挙げた順番とは逆になるが、順に検討してみたい。

### 3. アジア地域の依存構造からみた耐性の検証

まず、取り上げた各国を含むASEANの輸出市場を世界経済全体の貿易構造から捉えれば、その輸出市場に占める米国と欧州の割合は、1対1対2という比率になる。域内市場としてASEANに加え中国を含めた東アジア全体に拡大すれば、米国10%、欧州10%、東アジア48%と輸出市場に占める域内シェアが突出する(表1)。

表1 世界全体の貿易構造と各地域の輸出シェア(2009年)

輸出先 輸出元	世界計	世界計	米国	欧州(EU27)	日本	東アジア		
	(10億ドル)	(シェア%)	(シェア%)				中国	ASEAN
世界計	12,727	100.0	12.0	36.1	3.9	19.9	7.2	6.0
米国	1,073	100.0	0.0	20.6	4.8	17.7	6.5	5.0
欧州(EU27)	4,584	100.0	6.2	66.4	1.1	5.3	2.5	1.5
日本	582	100.0	16.4	12.4		46.3	18.9	13.8
東アジア	3,011	100.0	14.5	14.2	7.2	38.8	11.6	13.4
中国	1,258	100.0	20.0	20.0	8.3	24.3		7.7
ASEAN	864	100.0	10.1	10.8	9.1	48.3	9.1	23.6

(資料) IMF「Direction of Trade Statistics 2010」より住友信託銀行調査部作成

図9 食料品ウエイトと家計債務規模

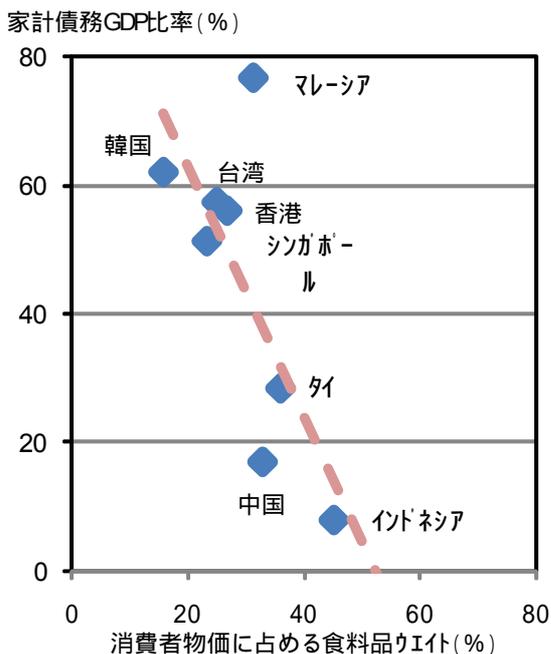
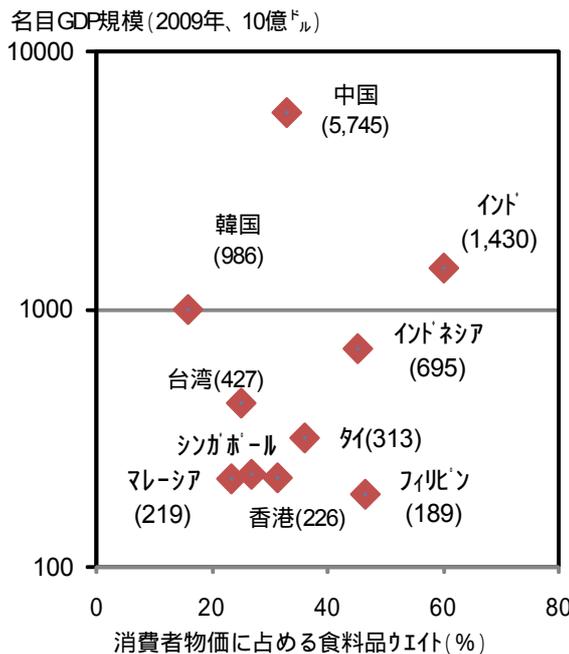


図10 食料品ウエイトと各国経済規模



(資料) 図9・10とも IMF「Regional Economic Outlook」、「World Economic Outlook」より住友信託銀行調査部作成

これらの数字はリーマンショック後の景気鈍化の最中にあった 2009 年のものであるため、欧米市場の割合の低さとアジア域内の高さはやや割り引いてみる必要があるが、総じてアジア域内市場は米国と欧州を加えた規模という整理は変わらないだろう。外需構造という観点からは、輸出市場の 1 割を占める中国さえ失速しなければ、アジア域内での自立的な成長持続が可能であることを示唆している。

次に、金融引き締めに対する耐性はどうみるべきか。食料品価格のウエイトの多寡によって金融緩和から脱却しつつある国とそうでない国に二極化しつつあることは既に見てきた。このうち、インフレ調整後の実質金利で見てマイナスにある食料品ウエイトの低い国々はまた、GDP比でみた家計債務の規模が大きいグループでもある。例えば、韓国の家計債務規模はGDP比で6割を超え、香港やシンガポールでも6割近くに上る(図9)。

これらの国々では、実質金利マイナスの金融緩和領域からの正常化とあわせて債務規模の縮小(デレバレッジ)を進める余地があることを示唆している。その調整の過程では、先行き家計消費の鈍化と不動産価格のピークアウトの可能性も高まる。アジアの中では経済規模が大きい国でもあるので、その調整スピードについては注視すべきだろう(図10)。

最後に、インフレの高騰の影響、とりわけ、食料品価格のみならず中東地域の騒乱もあり今後十分予想される燃料価格高騰の影響についてはどうか。これも、各国の食料品ウエイトや経済構造の相違により影響に差異がみられる。

図11 燃料ウエイトと原油投入量

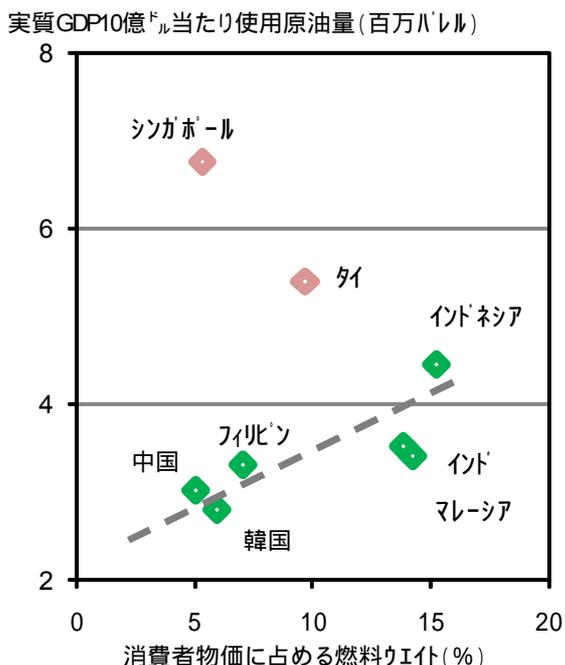
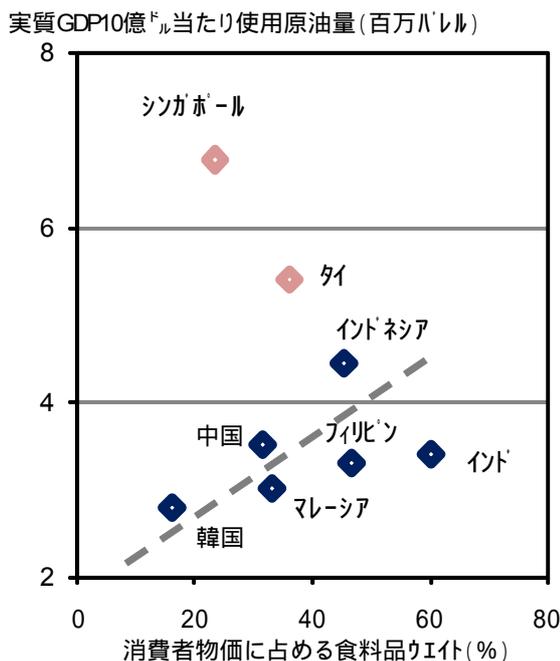


図12 食料品ウエイトと原油投入量



(資料) 図11・12とも IMF「Regional Economic Outlook」データより住友信託銀行調査部作成

消費者物価に占める燃料ウエイトと食料品ウエイトをそれぞれ横軸に、実質GDP 10億ドル単位あたりに必要な原油投入量を縦軸にとって、インフレと原油投入効率との関係を各国の散布図から比較してみると、シンガポールを除くと各国概ね右上がりの関係となる(図11~12)。つまり、消費者物価に占める燃料や食料品のウエイトが高くインフレが高まり易い国ほど、経済活動に必要な原油投入量も多く、食料や燃料といった外的な供給ショックに脆弱であることを示している。

これら食料品ウエイトの高い国は、実質マイナス金利からの正常化を進めてきているところではあるが、インフレに対処した利上げに、外的要因による燃料価格高騰という供給ショックの大きさによっては、少なからず影響を受けよう。

インフレ目標を金融政策の枠組みに用いている国(韓国、インドネシア、タイ、フィリピン)のうち、食料燃料除きのコアインフレ率を重視する韓国とタイを除く2ヶ国はいずれも、食料品・燃料品のウエイトと原油投入量が高い国でもあり、過度な利上げにより景気を失速させない注意が必要となってくるかもしれない。

#### 4.まとめ

リーマン・ショック後に景気後退からいち早く脱却し、成長を謳歌し先進国に先んじて金融緩和から正常化しつつあるアジア経済は、その高い経済成長率とほぼ同じペースでの消費成長とこれを上回る固定投資の高い伸び率という内需の好調さを成長ドライバーとしてきた(次頁表2)。その地域内での貿易依存度の高さ(前掲表1)により、総じて見れば今後の成長持続性も高いといえるだろう。

一方で、インフレ指標に占める食料品ウエイトが各国異なることも背景に、金融緩和から脱却スピードは各国ではばらつきがある。食料品ウエイトが高い国は利上げを前倒して行いつつある一方で、低い国は家計債務も高く金融緩和が続いている。こうした金融政策や経済構造の相違により各国異なる影響には、引き続き注意を払っていくことが必要であろう。

表2 アジア主要国の成長率とその構成ならびに財政・経常収支構造 (%)

	99-08年 平均	2009年	2010年		99-08年 平均	2009年	2010年
<b>中国</b>				<b>インド</b>			
実質成長率	10.1	9.1	10.3	実質成長率	7.2	8.0	9.2
消費	8.2	9.5	10.0	消費	6.3	6.0	7.0
固定投資	12.0	20.2	9.0	固定投資	11.3	9.5	12.0
財政収支	-1.6	-2.2	-2.0	財政収支	-8.6	-10.8	-7.4
経常収支	5.1	6.1	4.7	経常収支	-0.3	-3.0	-3.1
<b>香港</b>				<b>シンガポール</b>			
実質成長率	4.7	-2.8	6.5	実質成長率	5.8	-1.3	14.5
消費	3.3	-0.4	5.5	消費	5.8	0.4	11.0
固定投資	0.9	-1.8	6.5	固定投資	4.7	-3.3	13.5
財政収支	0.1	0.8	-1.0	財政収支	6.0	-2.0	0.3
経常収支	9.3	8.6	9.0	経常収支	19.4	19.0	18.0
<b>マレーシア</b>				<b>台湾</b>			
実質成長率	5.6	-1.7	7.2	実質成長率	4.2	-1.9	10.8
消費	7.6	0.7	6.6	消費	3.5	1.4	3.7
固定投資	7.0	-14.6	9.4	固定投資	1.9	-11.1	23.7
財政収支	-4.3	-7.0	-5.0	財政収支	-4.2	-4.4	-3.0
経常収支	13.0	16.5	14.0	経常収支	6.3	11.2	10.0
<b>フィリピン</b>				<b>タイ</b>			
実質成長率	4.8	1.1	7.3	実質成長率	4.8	-2.4	7.8
消費	4.6	4.0	5.3	消費	4.4	-1.1	5.0
固定投資	3.4	-5.4	17.0	固定投資	3.8	-9.0	9.6
財政収支	-3.0	-3.9	-4.0	財政収支	-1.1	-4.0	-1.0
経常収支	0.6	5.3	6.0	経常収支	3.4	7.7	4.0
<b>韓国</b>				<b>インドネシア</b>			
実質成長率	5.5	0.2	6.1	実質成長率	4.7	4.5	6.1
消費	5.1	0.2	4.1	消費	4.0	4.9	5.5
固定投資	4.2	-0.2	6.5	固定投資	4.0	2.8	9.0
財政収支	1.4	-1.7	0.5	財政収支	-1.3	-1.6	-0.8
経常収支	1.6	5.0	2.6	経常収支	2.7	2.0	0.5

(資料) 2010年の数字は一部推定。財政収支と経常収支は名目GDP比%、それ以外は前年比%

IMF「World Economic Outlook」より住友信託銀行調査部作成

(木村：[kimurato@sumitomotrust.co.jp](mailto:kimurato@sumitomotrust.co.jp))

本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。