

# アジアにおけるインフレの兆候

## <要旨>

米欧同様、アジア地域でも消費者物価は上昇ペースを速めている。上昇率の水準自体は全体的に依然低いものの、消費者物価よりも「川上」に位置する生産者物価や卸売物価の急速な上昇からは、さらなる物価上昇の兆しが垣間見える。

生産者物価や卸売物価の押し上げ要因となっているのは、コモディティ価格の上昇であり、エネルギー価格の反発のほか、食品価格の高騰が寄与している。

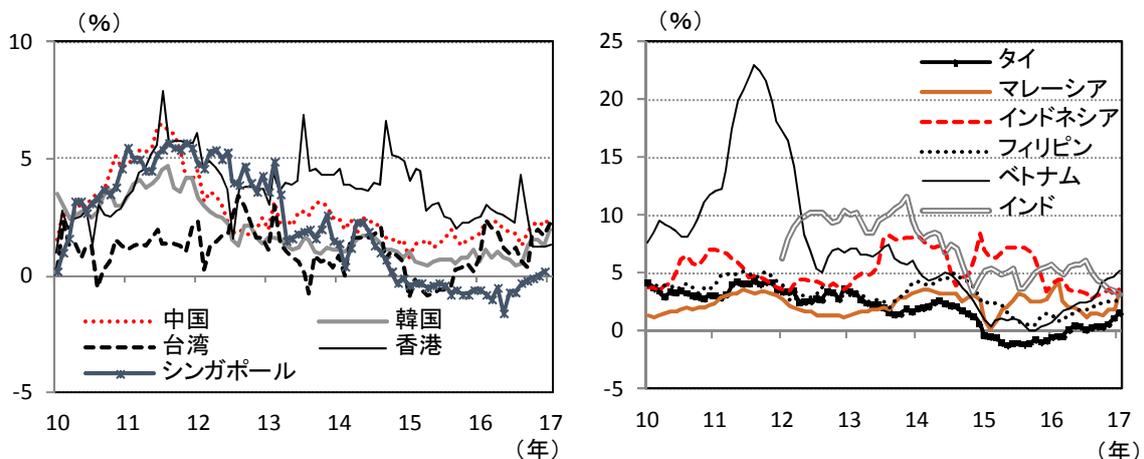
アジア主要国の金融政策は、低インフレを背景におよそ5年にわたって緩和的な状況が続いてきたが、足元で観測されるインフレの兆候を勘案すると、こうした緩和の時代は早晚終焉を迎える可能性が高い。それは異常な低金利からの「正常化」と呼ぶべき現象であるが、インフレが為替相場下落と重なった場合、最悪のシナリオとして、スタグフレーションに陥るというリスクを孕む点には留意が必要である。

## 1. 上昇ペースを速めるアジア主要国・地域の消費者物価

米国の2017年1月における消費者物価指数(CPI)の前年同月比上昇率(以下、上昇率という)は+2.5%と約5年ぶりとなる高い伸びを示した。この予想外のCPI上昇を受け、市場ではインフレ懸念が高まり、早期利上げ観測が急速に強まった。ユーロ圏でも1月のCPIは前年同月比+1.8%と約4年ぶりの上昇を記録しており、先進国では物価上昇が明確になりつつある。

他方、アジア主要国・地域(中国、アジアNIEs(韓国、台湾、香港、シンガポール)、ASEAN5(タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、ベトナム))。以下、単に主要国という)においても、CPIは、2016年以降、全体的に上昇ペースを速める傾向にある(図表1)。

図表1 アジア主要国 CPI 上昇率



(資料) 各国中銀等

たしかに、上昇率の水準に着目する限り、アジア主要国においてインフレは目下のところ差し迫ったリスクになっているとはいえない。直近2017年1月のCPI上昇率を国別にみると、+5%を上回るのはベトナムのみであり、3%を上回る国もマレーシア、インドネシア、インドにとどまる。

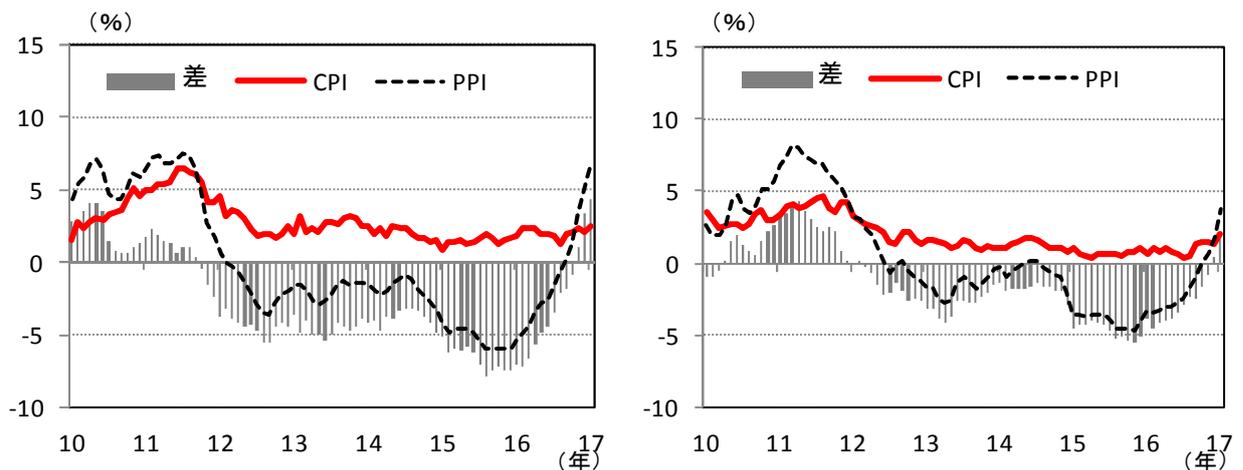
しかし、CPIよりも「川上」に位置する物価指数である生産者物価指数(PPI)や卸売物価指数(WPI)の変化からは、さらなる物価上昇の兆候が垣間見える。

## 2. 急上昇する生産者物価・卸売物価

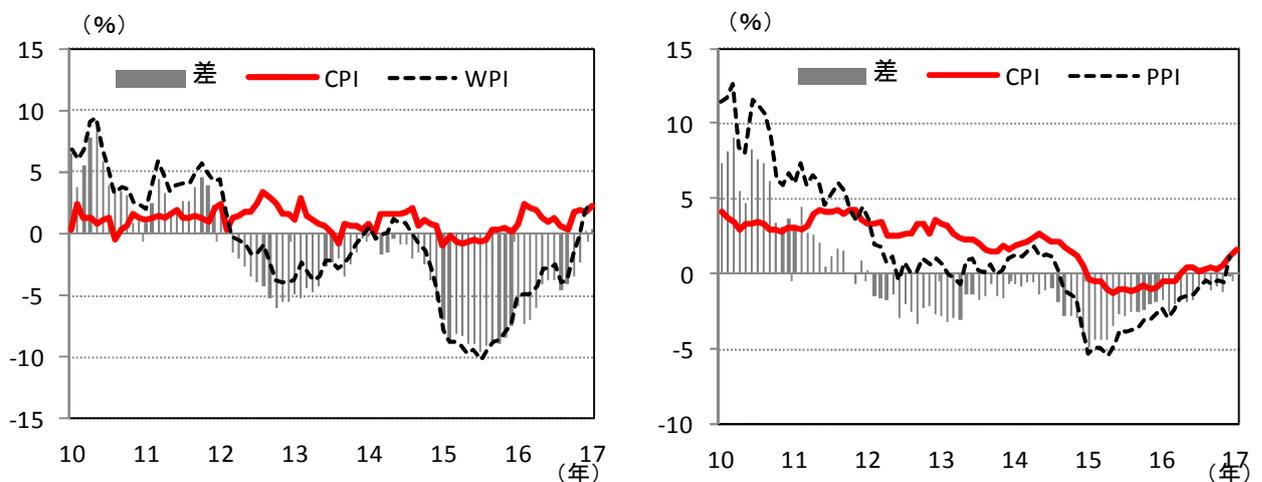
図表2は、アジア主要国における2010年以降のCPI、WPIもしくはPPIの上昇率、および両者の差の推移をみたものである。各々のグラフからは、①CPI上昇率は長期間にわたり低水準かつ安定的に推移してきたこと、②PPIやWPIの上昇率は2015年を通じ大幅なマイナスに落ち込んだが、その後急激にマイナス幅を縮小していったこと、③PPIやWPIの上昇率は2016年末から2017年初にかけてCPIを逆転していること、の3点が概ね共通した現象としてみてとれる。

図表2 アジア主要国 CPI 上昇率、PPI もしくは WPI 上昇率、両者の差

(左:中国、右:韓国)

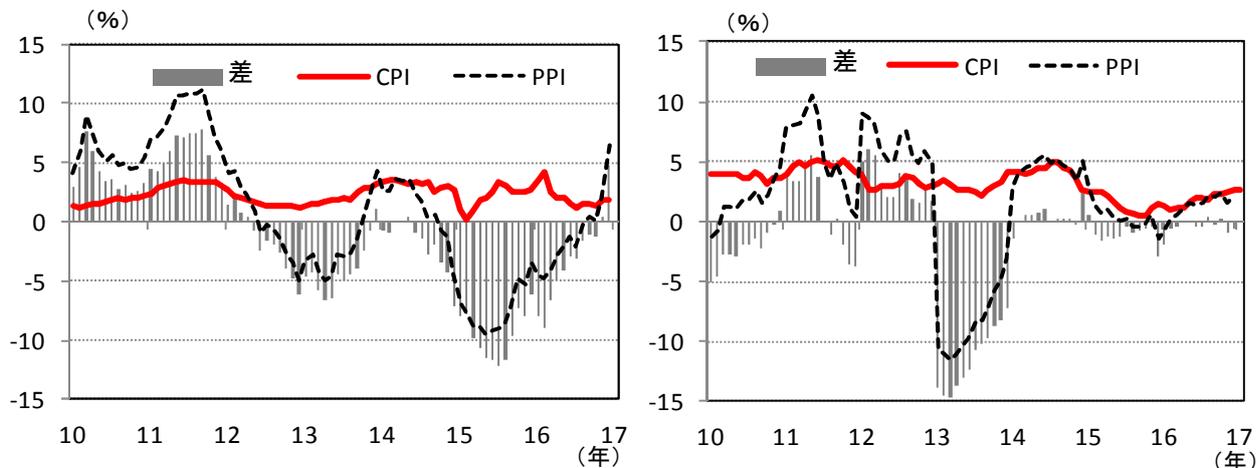


(左:台湾、右:タイ)



図表2 アジア主要国 CPI 前年同月比および PPI もしくは WPI 前年同月比と両者の差(続き)

(左:マレーシア、右:フィリピン)



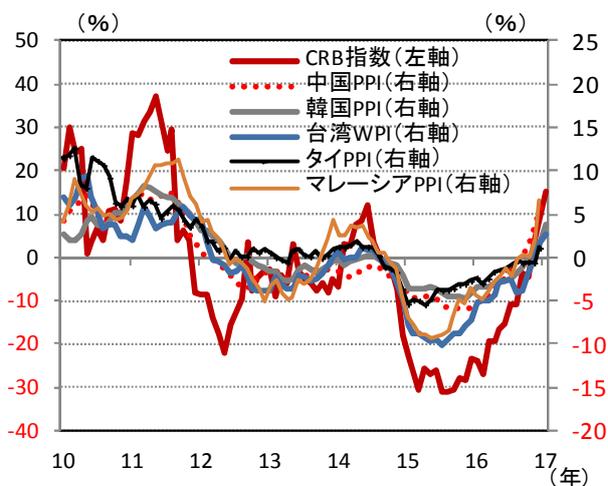
(資料) CEIC、各国中銀

### 3. コスト・プッシュ・インフレ要因としてのコモディティ価格

PPI や WPI を押し上げているのは、それらよりもさらに「川上」に位置するコモディティ価格である。図表3は、代表的な商品先物指数であるトムソンロイター・コアコモディティCRB 指数と、中国、韓国、タイ、マレーシアの PPI、台湾の WPI の上昇率の推移をみたものであるが、このグラフからは、CRB 指数の上昇率と PPI および WPI の上昇率の間には、振れ幅に違いはあるものの、高い連動性があり、前者は後者に対し1か月から1四半期程度の先行性があることがみてとれる。

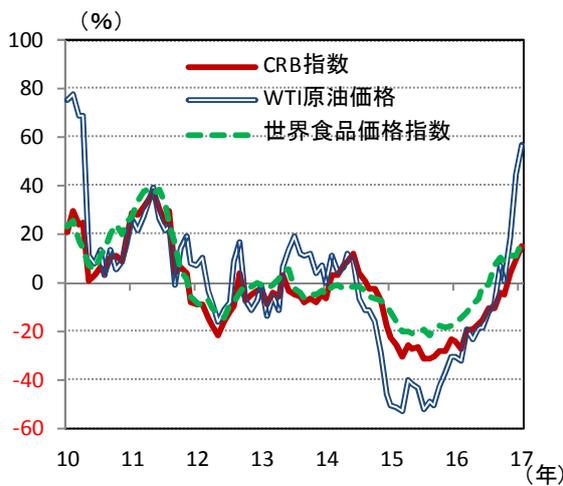
足元のコモディティ価格の上昇要因としては、図表4が示すとおり、指数全体の約4分の1を構成する原油をはじめとするエネルギー価格の急反発のほか、食料価格の高騰も寄与している。

図表3 CRB 指数、PPI、WPI の上昇率



(資料) CEIC、各国中銀

図表4 CRB 指数、WTI 原油先物価格、  
世界食品価格指数の上昇率



(資料) CEIC、FAO

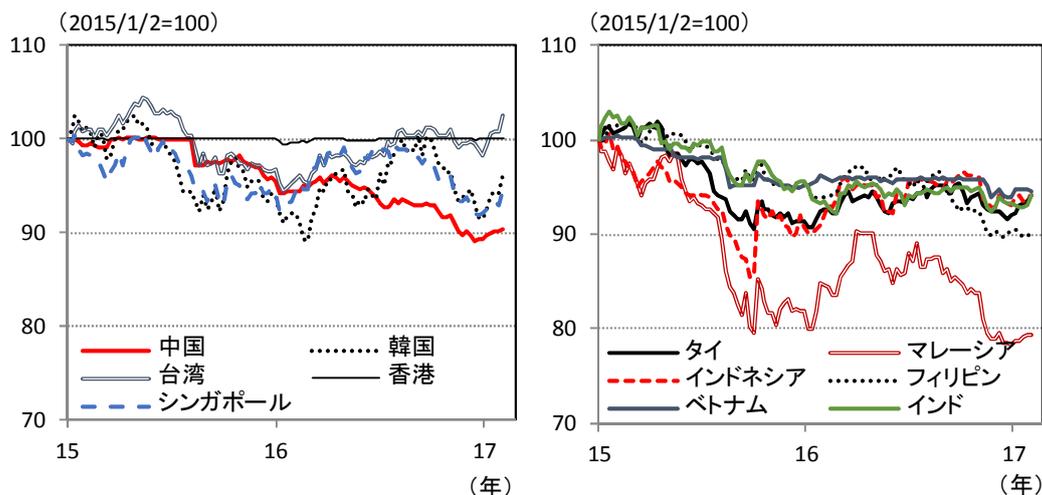
通常、PPIやWPIはCPIに先行する。したがって、コモディティ価格の上昇に伴って足元で急激に上昇しているPPIやWPIは、今後、CPIに波及していく公算が大きい。これまでのところ、その影響がさほど顕著ではないのは、最終需要の弱さに加え、PPIやWPIの上昇率が最近までマイナス圏に沈んでいたことが挙げられる。だが、2016年末以降、PPIやWPIの上昇が基調として定着しつつある中、最終需要が大きく落ち込まない限り、CPIもPPIやWPIを後追いする形で上昇ペースを拡大していくものと予想する。

特に、エネルギーや食品がCPIに高い割合を占める国、具体的にはインドネシアやフィリピン、インド<sup>1</sup>では、他のアジア主要国に比べ、CPIはより速いペースで上昇していく可能性が高いものと見込む。

#### 4. コスト・プッシュ・インフレ要因としての通貨下落

為替相場の下落も、原材料や中間財などの輸入物価の上昇を通じPPIやWPIを押し上げ、最終的にCPIを引き上げる要因として重要であるが、その影響はアジア主要国でも既に現れつつあるものとみる。

図表5 アジア通貨の対米ドル為替レート（2015年1月2日を100として指数化）



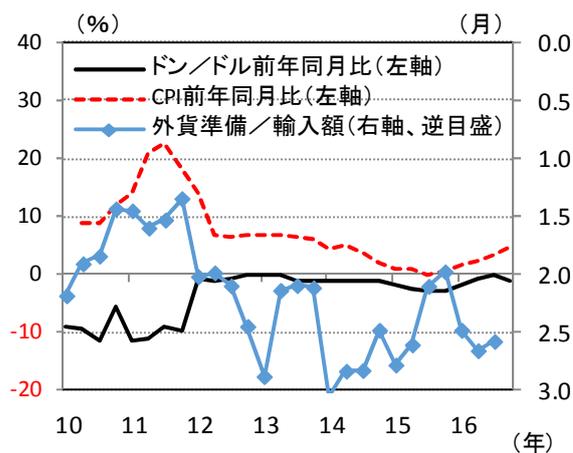
(資料) 各国外銀等

アジア通貨は、台湾元や香港ドルを除き、2016年半ば以降、米金利の上昇などを受け米ドルに対し減価傾向にあり、さらに2016年11月のトランプ・ショックはこの傾向を後押しした(図表5)。2017年以降はやや持ち直しているものの、今後の米国の利上げペース次第では、ファンダメンタルズに脆弱性を抱える国、たとえば経常収支赤字国、あるいは重債務国、また政治リスクや地政学リスクが高い国の通貨は、「テーパータントラム」<sup>2</sup>が発生した2013年同様、一段の下落を迫られる可能性がある。

<sup>1</sup> IMF, “Regional Economic Outlook: Asia Pacific 2010”, Data 2.3 Emerging Asia: Food and Energy Weights in Consumer Price Index Baskets 参照。

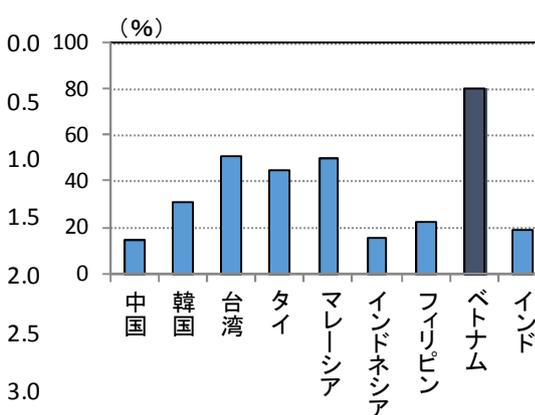
<sup>2</sup> 2013年5月にバーナンキ前米連銀議長が議会証言の中で近い将来における量的緩和の縮小を示唆したことにより発生した市場の混乱。特に「フラジャイル5」と総称されたインドネシア、インド、ブラジル、トルコ、南アフリカの通貨は市場で売り浴びさせられた。

図表6 ベトナムのGPI、輸入カバー率、ドン対ドル為替相場



(資料) CEIC

図表7 アジア主要国の輸入依存度



(資料) ADB

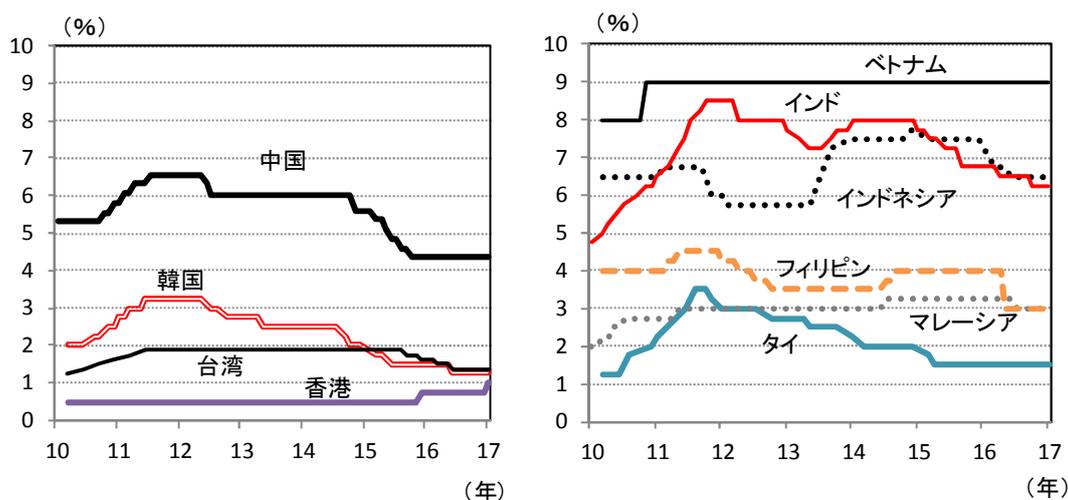
為替相場下落に起因するコスト・プッシュ・インフレについて、この先、特に強く警戒すべきアジア主要国としては、ベトナムが挙げられる。ベトナムの外貨準備の輸入カバー率(外貨準備の対月間輸入額)は健全性の基準とされる3か月を下回る状況がほぼ一貫して続いている(図表6)。これは通貨ドンが外貨準備不足という構造的脆弱性を抱えることを意味する。また、80%におよぶ輸入依存度(輸入額の対名目GDP比)の高さも、同国で輸入インフレが引き起こりやすい原因となっている(図表7)。実際、ドンの大幅安に起因する輸入物価の上昇により、同国は2011年6月から同10月にかけて年率20%を超える大幅なインフレに直面している。

## 5. まとめと今後の見通し

アジア主要国の政策金利の推移をみると、2015年12月と2016年12月の2度、米国に追随して利上げを行った香港を除けば、歴史的な低インフレを背景に、概ね緩和的な金融政策が実施されてきた(次頁図表8)。しかし、低インフレが過去のものになりつつある中、およそ5年にわたって続いてきた緩和の時代は、早晩、終焉を迎える可能性が高いものと予想する。

金融政策上インフレ・ターゲティング制を採用しているアジア主要国としては、韓国、タイ、インドネシア、フィリピン、インドが挙げられるが、直近のCPI上昇率はいずれも既に目標の下限を上回っている。少なくともこれらの国ではさらなる金融緩和策がとられる可能性は低く、むしろ中長期的な見通しとしては引き締め方向とみるのが妥当である(次頁図表9)。とはいえ、うちインドネシア、フィリピン、インドに関していえば、伝統的には高インフレ・高金利の経済であり、局面の転換はこれまでの異常な低金利状態からの「正常化」というべきである。むしろ、穏健なペースでのインフレは最終需要の回復を伴うものであれば、歓迎すべきともいえる。

図表8 アジア主要国の政策金利



(資料) 各国中銀等

図表9 インフレ・ターゲティング制採用国とその概要

	インフレ目標 (%)	対象期間	CPI前年比上昇率 (%) (2017年1月)
韓国	2.0	2016-18年	+2.0
タイ	2.5±1.5	2017年	+1.6
インドネシア	4.0±1.0	2017年	+3.5
フィリピン	3.0±1.0	2017-18年	+2.7
インド	4.0±2.0	2017-21年度	+3.2

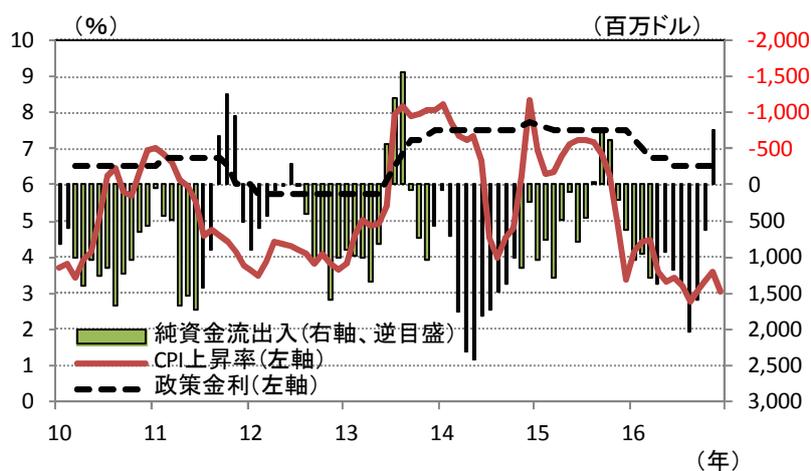
(資料) 各国中銀

警戒すべきシナリオは、インフレが通貨下落と重なるケース、すなわち輸入インフレの高進である。米金利の「想定外」の上昇、およびこれに伴う資金流出が、新興国通貨の下落を想定するうえで当面最もありうるケースである。この場合、当該国は通貨防衛のための利上げを迫られることになるが、金融政策による為替相場操縦が奏功するには大胆な金利引き上げが必要であり、それには景気悪化という代償を伴う。仮に利上げの幅が期待はずれの小幅なものにとどまった場合、市場からの通貨下落圧力、資金流出圧力はさらに強まり、輸入インフレには一層拍車がかかる。結果、当該国は追加利上げを余儀なくされるという悪循環に陥り、最悪の場合、不況とインフレが同時に起こるスタグフレーションのリスクに晒されることになる。

スタグフレーションというレベルには至らなかったものの、そうした状況に近づいた例としては、2013年のインドネシアが記憶に新しい(次頁図表10)。上述したとおり、「テーパータントラム」の直撃を受けた同国では、大規模な資金流出が起こる中、政策金利の引き上げにもかかわらず、通貨ルピアの下落に歯止めはかからず、CPIは跳ね上がり、実質GDP成長率は従前の5%台から4%台に押し下げられた。

より悪いシナリオとしては、為替相場の急落がコモディティ価格の上昇と同時に発生するケースが挙げられる。二重のコスト・プッシュ・インフレは、当該国により深刻なリスクを与えることになる。この点において、アジア主要国のうち最も留意を要する国として、前述したとおり、ベトナムを指摘しておきたい。

図表 10 インドネシアの CPI 上昇率(前年同月比)、政策金利、純資金流出入(3 か月移動平均)



(資料) 国際金融協会 (IIF)、各国中銀

(経済調査チーム 村上 和也 : Murakami\_Kazuya@smtb.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。