

**シンガポール経済：2015年1-3月期の実質GDP成長率と通貨政策
～景気は勢いを欠く展開ながら、MASは通貨高政策を現状維持～**

【要旨】

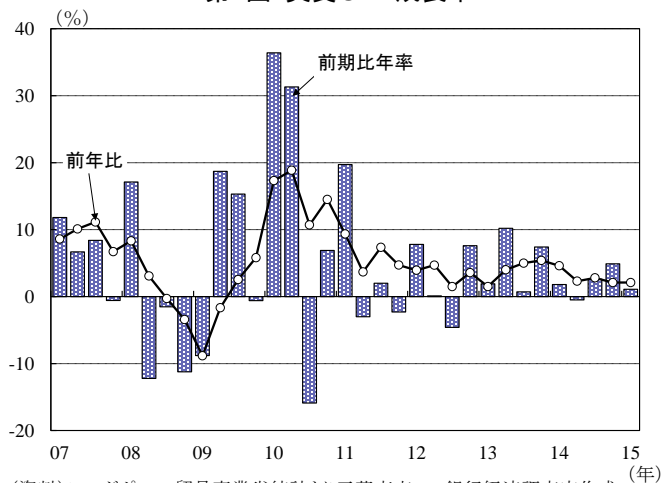
- 4月14日に公表されたシンガポールの1-3月期の実質GDP成長率（速報値）は前年比+2.1%と昨年10-12月期から不変、引き続きシンガポール経済は勢いを欠く状況が続いている。産業別には、建設業、サービス業は然程弱くなかったが、輸出低迷を受けて輸送・精密エンジニアリングやエレクトロニクスを中心に製造業の軟調さが際立った。
- 外需・製造業の軟調の一方、個人消費は良好な雇用・所得環境と、住宅賃料・車両購入権価格の下落と資源安を背景としたインフレ率の鈍化に支えられて2014年後半以降、明確に回復傾向に転じ、景気全体を底支えしている。
- こうした中、シンガポール通貨庁（MAS）は、「緩やか、且つ段階的な通貨高政策」の現状維持を決定した。今年1月、MASは資源安を受けたインフレ率及びその見通しの下方修正を理由に通貨高ペースを緩和させたが、その後実体経済及び物価の見通しに変化はないとし、今回の現状維持の決定に至った。
- 先行き、海外経済は米国を中心とした先進国経済の回復と中国を除くアジアの底堅い内需の成長を主因に緩やかに持ち直すことが期待される。一方、各種コスト高や労働供給制約、周辺国のキャッチアップを背景に、海外経済の成長が単純にシンガポールの製造業の生産活動の拡大やモノの輸出に繋がりにくくなってきているのも事実である。
- 今年は、建国の祖、リー・クアンユー初代首相の死去、建国50周年というシンガポールにとって大きな節目の年である。生産性向上や企業活動・産業構造の高度化に向けた官民の取り組みが実を結ぶか、同国経済の先行きを占う上で、注目の一年となりそうだ。

1. 2015年1-3月期の実質GDP成長率（速報値）の結果概要

シンガポールの1-3月期の実質GDP成長率（速報値）は前年比+2.1%（Bloomberg予測中央値：同+1.7%）と、昨年10-12月期から不変であった（第1図）。一方、前期比年率では+1.1%（同+0.2%）と昨年10-12月期の同+4.9%から大きく減速している。前年比、前期比年率いずれも事前の市場予測は上回っているものの、総じて見ればシンガポール経済は勢いを欠く状況が続いている。

産業別の成長率をみると、建設業が民間の住宅投資は低迷が続いているものの、チャンギ空港の拡張など大型プロジェクトが牽引役となり、前年比+3.3%と1年ぶりの高い成長ピッチを示したほか、卸・小売やビジネスサービスを中心にサービス業も同+3.1%と前期と同ペースの成長を維持した（第1表）。一方、軟調が際立ったのが、同▲3.4%と2四半期連続のマイナス成長、且つ落ち込み幅も2年ぶりの大きさとなった製造業だ。統計公表元のシンガポール貿易産業省によれば、輸送エンジニアリングやエレクトロニクス、精密エンジニアリングでの生産減が製造業全体の足を引っ張った模様である。

第1図：実質GDP成長率



(資料)シンガポール貿易産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第1表：実質GDP成長率（産業別内訳）

	2014年				2015年
	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	
実質GDP	4.6	2.3	2.8	2.1	2.9
(前期比年率)	(1.8)	(▲0.5)	(2.6)	(4.9)	(2.9)
製造業	9.6	1.3	1.7	▲1.3	2.6
建設業	7.4	3.0	1.1	0.7	3.0
サービス業	3.7	2.6	3.3	3.1	3.2

(資料)シンガポール貿易産業省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

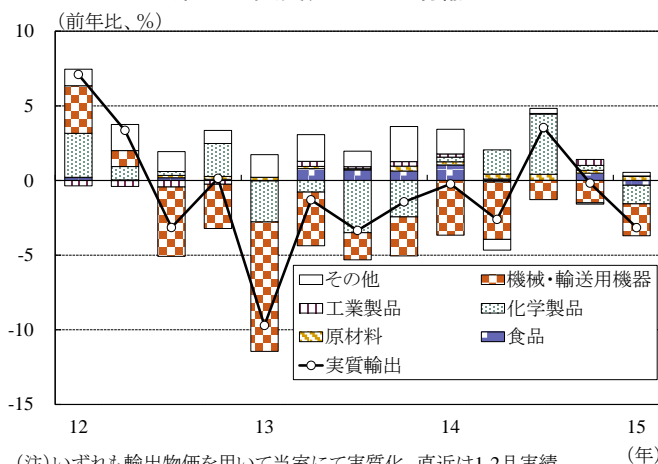
2. 足元の景気・物価動向

GDP統計の速報段階では需要項目別の内訳は公表されないため、月次指標を用いて需要項目別の動向を探ると、外需では、非石油地場輸出（実質ベース）が1-2月期に前年比▲3.2%と昨年10-12月期の同▲0.2%からマイナス幅が拡大、2013年7-9月期以来の落ち込みを示している（第2図）。品目別には、エレクトロニクス関連を中心に機械・輸送用機器の減少が続く中で、化学製品や食品もマイナスに転じている。仕向け先別には、米国向けは堅調な伸びを示す一方で、全体の2割強を占める中国・香港向け、同2割弱のASEAN向けの弱さが目立っており、アジア域内の需要伸び悩みが輸出低迷の主因と

なっている模様だ。輸出低迷に伴って製造業生産もエレクトロニクスや精密エンジニアリング、輸送エンジニアリングといった海外景気に敏感な品目、または急速な価格下落によって苦境にある資源関連品目を中心に前年割れを続けている。

他方、内需は個人消費を中心に持ち直しつつある。実質小売売上高指数は、直近1月こそ旧正月の暦要因によって前年割れとなったものの、水準で見れば昨年半ばを底に明確に回復基調を辿っている（第3図）。低迷が続く住宅市場に合わせて家具・家庭用品の売れ行きは軟調であるが、情報通信関連支出や時計・宝石、被服・履物で回復傾向が目立つ。店舗形態別には、高額消費が多く景況感に左右されやすいデパート売上が持ち直しを示している点からも、足元の消費マインドが弱くない点を読み取れる。他方、住宅市場は政府の一連の過熱抑制策や外国人労働者の流入ペースの鈍化を背景に、民間コンドミニアムを中心として需要は引き続き弱い。直近、昨年10-12月期の民間住宅取引件数（新築物件購入のほか、中古住宅・転売等も含む）は前年比▲33.3%もの大幅減を示し、住宅価格指数も緩やかではあるが2013年10-12月期以降、5四半期連続で低下を続けている。

第2図：実質非石油地場輸出



(注) いずれも輸出物価を用いて当室にて実質化。直近は1-2月実績。
(資料) シンガポール貿易産業省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：実質小売売上高指数

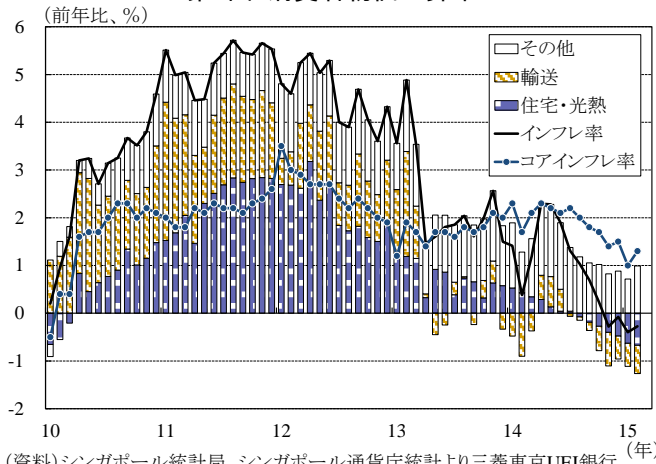


(注) 自動車を除くベース。
(資料) シンガポール統計局統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

このように、景気全体としては外需や住宅市場の軟調を主因に冴えない状況が続いているが、消費市場の底堅い拡大が支えとなり、大幅な落ち込みには至っていない。この「消費市場の底堅い拡大」の背景にあるのは、昨年後半以降急速に進んだインフレ率の鈍化だ。インフレ率は、住宅市場の過熱抑制策を受けた賃料の伸び鈍化と車両購入権の供給増・価格下落、家計向け医療給付拡大に伴う医療費低下を主因に、住宅・光熱や輸送を中心として低下傾向を辿り、昨年11月からはマイナスに転じている（第4図）。加えて、昨年後半以降はグローバルに急速に進んだ資源安の影響を受けて、賃料と民間輸送を除くコアインフレ率も低下に転じ、足元では約2年ぶりの低水準にある。外国人労働者の規制強化によるタイトな労働需給（第5図）、それに起因する賃金への上昇圧力

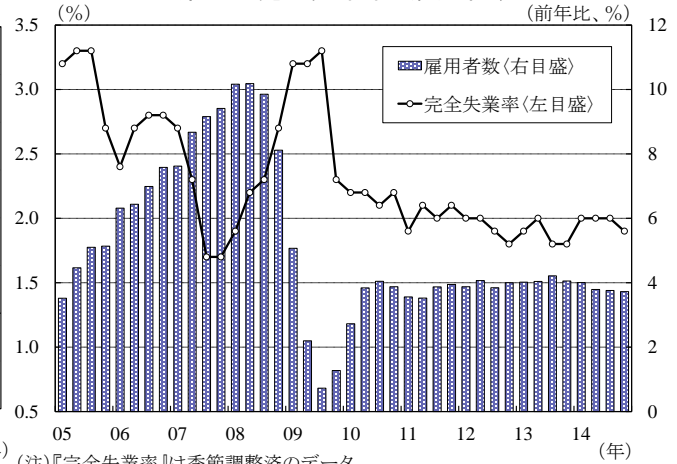
は依然根強いものの、住宅や自動車購入に係る政策要因や資源安を受けたインフレ率の鈍化が家計の実質購買力の改善を通じて消費、景気全体を下支えしていると言えよう。

第4図：消費者物価上昇率



(資料)シンガポール統計局、シンガポール通貨庁統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：完全失業率と雇用者数



(注)『完全失業率』は季節調整済のデータ。
(資料)シンガポール人材開発庁統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

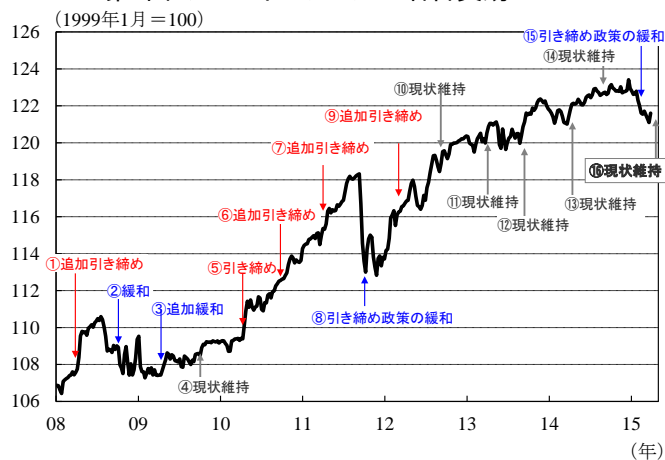
3. 為替政策～MAS は現状の引き締め策の維持を決定

同日、シンガポール通貨庁（MAS）は為替政策（シンガポールの金融政策は為替相場が調節手段）について通貨高政策（「緩やか、かつ段階的な通貨高」“modest and gradual appreciation”）を維持、政策バンドの傾き（通貨上昇ペース）・幅・中央値の水準いずれも現状から不変とすることを決定した（第6図）。MASは、通常年2回、4月と10月に金融政策の見直しを実施しているが、今年1月に資源安を受けたインフレ率及びその見通しの下方修正を理由に、シンガポールドルの名目実効為替レート（NEER：Nominal Effective Exchange Rate）の誘導目標の傾きを、従来比緩やかなペースへと変化させていた。

今回の発表前の Bloomberg 調査によれば、14人中7人のエコノミストが政策バンドの傾き・幅・中央値のいずれかの変更を通じて、通貨高政策の緩和方向への政策調整を予想していた。然し乍、MASは1月の政策変更時のステートメント上で示した実質GDP成長率や総合インフレ率、コアインフレ率の見通しに変化はない（GDP is on track to grow at 2-4%, and there is no change to the forecast CPI-All Items inflation and MAS Core Inflation）と述べ、今回の「不変」との判断に至った形だ。国際決済銀行（BIS）の公表する実効為替レートの動きを見ると、名目レートはペースを鈍化させつつも引き続き上昇基調を辿っているが、貿易相手国とのインフレ率格差を加味した実質レートは足元で前年比マイナスに転じている（第7図）。これは貿易相手国とのインフレ率格差が示唆する名目レートの上昇ピッチと比較して実際の名目レートの上昇が緩やかであることを意味しており、今後更にインフレ率が鈍化していくとの強い見方を持たない限りは、MASが一段の

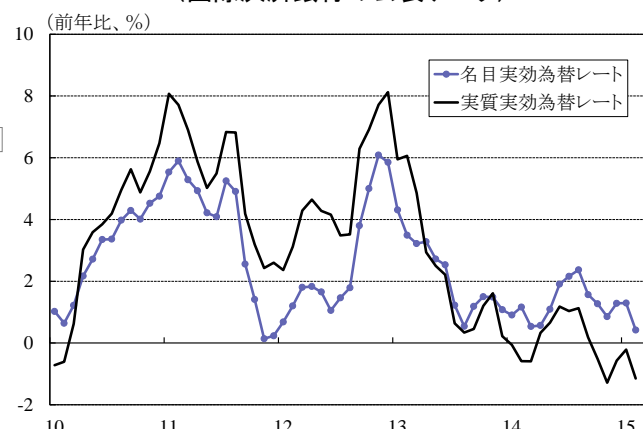
緩和方向への政策調整に踏み切る理由は乏しかったと考えられる。

第6図: シンガポールドルの名目実効レート



(資料)シンガポール通貨庁統計、CEICより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図: シンガポールドルの名目・実質実効為替レート
(国際決済銀行の公表データ)



(資料)国際決済銀行(BIS)統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

今回のステートメントでは、先行きの海外景気に関して、米国をメインドライバーとした先進国の復調により緩やかに持ち直すとの見方を維持。ASEAN を含むアジア経済も、中国の内需低迷が波及する一方、先進国経済の回復の恩恵波及と底堅い消費拡大が期待されるとした。シンガポール経済は、国内の労働供給の制約が成長のキャップになるとしつつも、海外景気の持ち直しによる外需関連セクターの緩やかな改善、年後半に予想される原油価格反発がもたらす石油関連製造業の底入れ、ヘルスケアや教育分野を中心とした内需の堅調持続を背景に、2015 年の成長率は前年比+2~4%と緩やかに回復していくとの見方を変えなかった。一方、今年度の物価動向については、昨年と比較した原油価格の低さ、国内食品価格の落ち着き、緩やかな成長ペースを背景としたタイトな労働市場からの価格波及の抑制を挙げつつ、コアインフレ率は前年比+0.5~1.5%に止まるとの予想を維持したほか、総合インフレ率も車両購入権価格及び住宅賃料の低下を主因に同▲0.5~+0.5%との見方を変えなかった。

一方、2015 年末から 2016 年初にかけては原油価格の反発と医療費低下の影響剥落で物価は上昇に転じると述べたほか、景気が持ち直す中でタイトな労働市場からのインフレ圧力が中期的な物価上昇に繋がるリスクはなお残るとし、長い目で見た物価安定に向けた警戒の発信も怠らなかった。

4. 今後の展望

今回公表された GDP 統計では、シンガポール経済全体としては外需・製造業を中心に勢いを欠く状況が続きつつも、良好な雇用・所得環境と物価安定に支えられた消費拡大が景気を下支えしている姿が窺えた。MAS の声明文でも述べられていた通り、先行き、

世界経済は米国を中心とした先進国経済の緩やかな持ち直しと、中国を除く周辺のアジア各国の底堅い内需の成長によって、緩やかな回復基調を辿ると考えられ、外需環境は次第に改善していくとみられる。一方で、ビジネスコストの上昇や労働供給制約、周辺国のキャッチアップによって、海外経済の成長が、単純にシンガポールの製造業の生産活動の拡大やモノの輸出に繋がりにくくなってきているのも事実である。企業レベルでの生産性向上策や周辺国を含めたサプライチェーンの再編等を通じた高付加価値化・サービス化、産業構造の高度化等を通じて、新たな成長モデルへの転換を目指しているが、足元の経済状況から見るとこうした構造改革のマイナス面がより大きく現れているように思われる。

折しも、3月23日には建国の祖、リー・クアンユー初代首相が死去、加えて今年には建国50周年というシンガポールにとっては大きな節目の年である。過去50年、海外経済との強固な繋がりを成長エンジンとして驚異的な経済発展を遂げてきた同国の今後の持続的成長に向けて官民の取り組みが着実に進むかどうか、注意深く見ていく必要があると思う。

以 上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。