



フィリピン経済事情：インフレ抑制と景気浮揚策のバランスへ

～5ヶ月ぶりの金利据え置きも、価格高止まりが内需を下押す景気減速懸念は払拭出来ない見通し～

発表日：2008年10月07日（火）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

（要旨）

- 6日、フィリピン中央銀行は金融政策委員会を開催し、政策金利を5ヶ月ぶりに据え置き6.00%とする決定を行った。7月半ばをピークに原油価格が調整しているのを機に、先行きのインフレが大きく低下するとの見通しを前提としている。さらに、インフレと金利高の共存から個人消費を中心とする内需の伸びが鈍化しており、景気減速への対応にも配慮した結果、据え置きが決定されたとみられる。
- 直近のインフレ率は前年比+12.5%と16年ぶりの高水準にあるものの、原油やコメ価格の下落で月次ベースでは鈍化している。なお、足元のインフレはコストプッシュに加えて、過剰流動性による需要インフレ、為替減価による輸入インフレが複合的に影響し、コアインフレもターゲット（3～5%）を超える水準で推移している。ただし、素早い引き締め実施により需要インフレ懸念は減じられている。
- 先行きのインフレは原油価格などは当面高止まりすることでインフレ圧力は残存するが、徐々にインフレ率は低下する見通し。ただし、価格の高止まりが個人消費を中心とする内需を下押しし、景気の減速は避けられないであろう。今年度予算で低所得者層対策が実施される予定もこれまで施策が順調に進捗しておらず、政府の実施能力強化が喫緊の課題となる。金融政策との平仄が求められる。
- ファンダメンタルズの悪化から通貨、株式には先行きも売り圧力が掛かるとみられ、金融当局はペソ買い（ドル売り）の為替介入を行うとみられる。ただし、外貨準備は輸入の7ヶ月分超とアジア通貨危機時に比べると積み上がっており、直ちに外貨準備に影響が出る可能性は低い。とはいえ、国際的な信認を得るべく慎重に財政・金融政策の運営を行っていくことが求められる。

《インフレ抑制、景気減速懸念に対する対応策を織り込む形で金利引き上げ姿勢を打ち止め》

- 6日、フィリピン中央銀行は金融政策委員会を開催し、政策金利である翌日物借入金利を据え置き、6.00%とする決定を行った（図1）。同国では、原油及び穀物価格の高進を契機とするコストプッシュ型インフレ圧力が強まる中、インフレ率は16年ぶりの高水準に至っている。当局は、インフレ抑制の観点から今年6月に金利の引き上げを行って以降は3回連続の利上げを断行、特に7月には利上げ幅を50bpに引き上げるなど、インフレタカ派姿勢を強めている。8月末の同前の同委員会では、7月半ばをピークに原油価格が調整局面を迎えており、商品価格の下落がインフレ圧力を和らげるとの見通しから引き上げ幅を25bpに縮小させたが、依然として引き締め姿勢を堅持するとの声明を公表していた。しかし、今回は商品価格が先行きも調整を続けることで2009年第1四半期には1桁台、2010年にはターゲット内に落ち着くとの見通しを示しており、金融市場の動向に警戒感を持ちつつも、インフレ対策と景気対策とのバランスを考慮して据え置きとなったものと考えられる。なお、今回の同委員会は当初、9日（木）に実施される予定であったものの、世銀・IMF総会が13日（月）に実施されることから急遽予定より前倒しで実施された。
- 原油価格の騰勢は7月半ばをピークに調整局面を迎えているものの、米国発の世界的な金融不安を発端として足元では不安定な動きが続いており、依然として高止まりが続いている（図2）。さらに、同国は食料自給率はカロリーベースで80%超と高い水準にあるものの、主食のコメについては一部を海外からの輸入に依存する体質から、昨年末以降のアジアのコメ相場の急騰の影響を受ける形でインフレが押し上げられた。なお、主要4穀物に比べてコメ価格はあまり下落しておらず（図3）、足元でのインフレの高止まりを招い

ていると考えられる。なお、8月の消費者物価は対前年同月比+12.5%と前月（同+12.3%）から加速、16年ぶりの高水準で推移しているものの、対前月比では+0.3%と前月（同+1.6%）から鈍化している（図4）。ただし、世界的な金融不安によって海外投資家を中心にリスク許容度が著しく低下する中、インフレによる内需下押しから景気の減速懸念が強まっており、こうしたことを材料とする売り圧力が通貨、株式、債券に押し寄せている。特に、通貨ペソは昨年中は投資資金の流入により増価傾向を強める中、GDPの約1割を占める海外労働者送金のペソ建流入額が目減りを防ぐため、当局がペソ売り（ドル買い）介入を行ったことで市場には過剰流動性が生じ、内需を押し上げる要因となり需要インフレを招いたと考えられる。そこにコストプッシュ型インフレに加え、足元では一転してペソが減価圧力を強めたことで輸入物価の押し上げを含めた複合インフレに達しているとみられ、食料品やエネルギーを除いたコア物価も金融当局が定めるインフレターゲット（3～5%）を超えるレベルで推移している（図5）。なお、金融当局は賃金や運輸価格の追加値上げがなされていないことを理由に「インフレの第2弾には達していない」との見解を示している。

- 先行きのインフレ率については、原油をはじめとする資源価格の動向に大きく左右する状況が続くものと考えられる。世界的な景気減速懸念が強まる中で、市場では原油需要が先細り基調を強めるとみられており、原油価格は下落基調が続く観測の一方、OPECをはじめとする産油国にとっては原油価格の下落を容認するとは考えにくく、先月の総会に続いて10月総会においても実質的減産などを通じた価格吊り上げ策を模索すると予想する。したがって、原油価格は当面高止まり状況が続くとみられ、結果的にヘッドラインのインフレ率は先行き鈍化基調を強める一方、価格そのものの高止まりから内需は鈍化することで景気そのものも減速傾向を速めていくとみられる。

図1 政策金利の推移

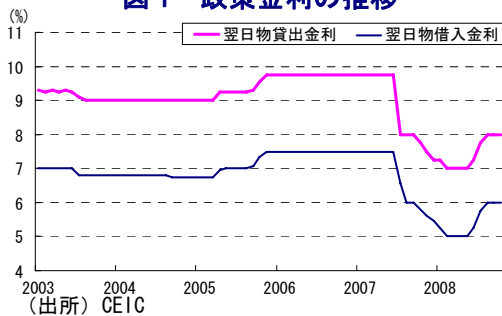


図2 原油価格の推移(WTI)

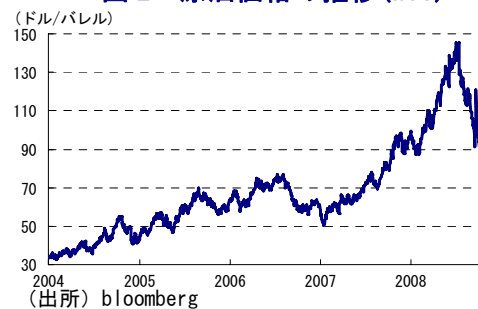


図3 穀物価格の推移

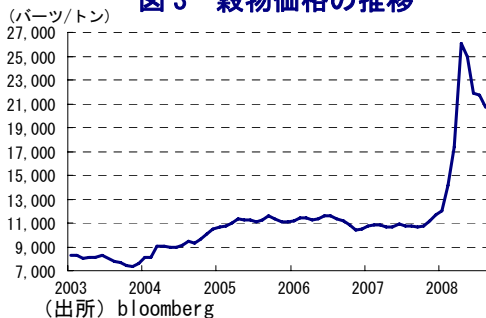


図4 消費者物価の推移(前年比)

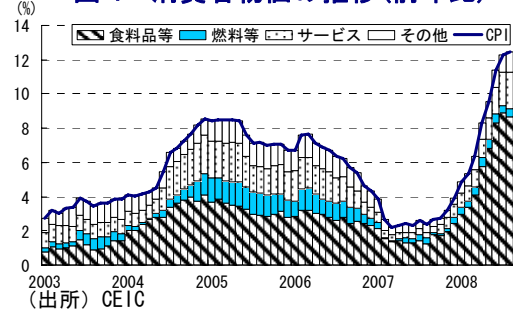
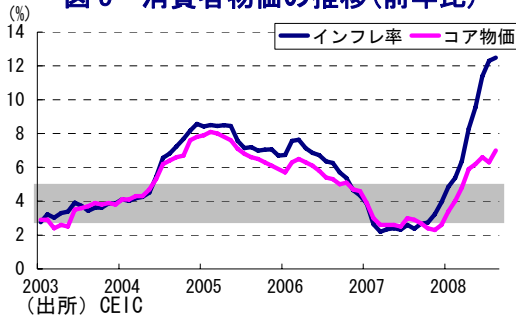


図5 消費者物価の推移(前年比)



《足元は内需の減速を外需が補うものの、金融不安から先行きは外需にも下押し圧力、景気はさらに減速へ》

- 4-6 月期の実質 GDP は、対前年同期比+4.6%と前期（同+4.7%）から若干の減速となった（図 6）。しかし、内訳を見ると、インフレの高進により個人消費は同+3.4%と前期（同+5.2%）から大きく鈍化している一方、金融当局による金融引き締め前のタイミングということもあり、インフレの上昇によって実質金利が大きく低下していたことから、資本投資は同+5.6%と前期（同+2.9%）から伸びが拡大したことで成長を下支えした。さらに、内需の鈍化によって輸入が前年比マイナスで推移したにも拘らず、年明け以降の通貨ペソ安が輸出競争力の相対的な強化に繋がり、輸出の 6 割を占める IT 関連財に対する世界的な需要が底堅く推移したこと、さらに、英語を公用語とする一方で労働コストがインドに比べて低く、新たな BPO 拠点としての魅力が高まっていることで輸出が同+7.7%と前期（同▲6.1%）から大きく回復、成長の源泉がこれまで底堅いとされた内需から輸出に移行したと考えられる。
- その後、6 月から金融当局はインフレの抑制を理由に、金利引き上げによる引き締め姿勢強化に動き出したことで、足元では自動車販売台数の伸びが鈍化し始めるなど（図 7）、個人消費にさらなる下押し圧力が掛かっている。そのほか、金利上昇に加えて建設資材価格も高止まりしていることで（図 8）、足元では建設をはじめとする資本投資にも下押し圧力が掛かっていると考えられる。ここ数年の内需の底堅さを下支えてきた要因に、GDP の 1 割に及ぶ米国を中心とする海外からの労働者送金がある。昨年は米国経済の減速基調がだんだん強まる中、米ドル建の送金額の伸びが鈍化したことに加えて、通貨ペソが増価基調にあったことでペソ建の流入額はさらに目減りする状況に陥っていた。しかし、同国からの労働者の多くは医師や看護師といった専門職であり、好不況の影響を受けにくいと考えられる上、年明け以降は一転して通貨ペソが減価していることで足元では伸びが急速に回復している（図 9）。とはいえ、結果として内需は労働者送金に多少の下支えを受けつつも、足元では鈍化基調がさらに強まっているものと予想される。
- しかも、米国発の世界的な金融不安が高まる中、いよいよ世界の実体経済にも影響が及ぶ可能性が高まっており、その結果、世界経済全体で景気減速基調が強まってくるものと予想される。とりわけ、金融不安の発信源である米国については、根源である住宅市場の状況が安定化するまでは逆資産効果による消費などへの影響は避けられないであろう。同国はここ数年で新興国向けの輸出の割合を増大させるなど、輸出仕向先の多様化を進めてきたものの、輸出額の 6 割を IT 関連財が占める中では、米国を中心とする先進国向けや中国を經由して最終消費地が米国となる割合が依然として高く、米国や EU などの先進国経済が減速することによる輸出の減少は先行きにおいて避けられないであろう。その結果、内外需双方が弱含むことによって景気が減速する状態に陥るものと考えられる。

図6 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

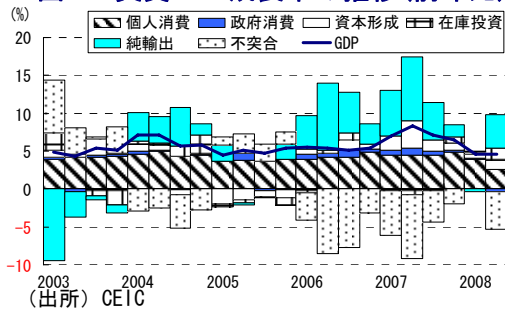


図7 自動車販売台数の推移(前年比)

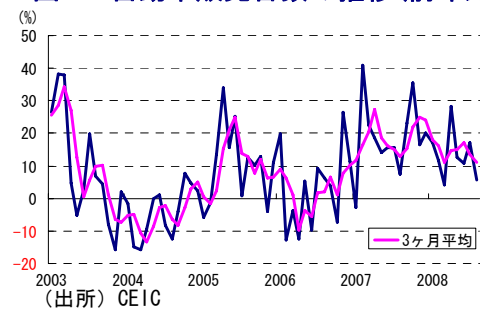


図8 建設資材価格の推移(前年比)

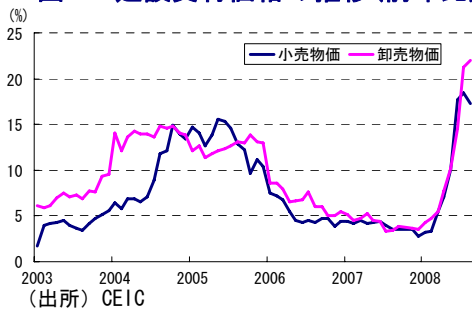
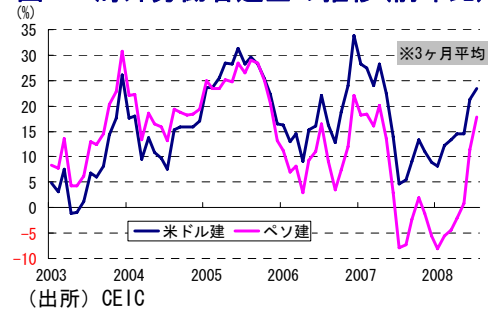


図9 海外労働者送金の推移(前年比)



《輸入財の価格上昇は国際収支構造の弱さを露呈、投資家のリスク許容度低下も下押し圧力に拍車を掛ける》

- 同国は元来から輸入超過状態にあったものの、年明け以降は、特に原油価格が急上昇したことで輸入の伸びが輸出の伸びを上回る状態が続いていることで貿易赤字幅が拡大、足元でも資源価格が高止まりしていることで貿易赤字基調が継続している（図 10）。貿易赤字が拡大していることで、同国には GDP の約 1 割にも上る海外からの労働者送金が流入しているにも拘らず、経常収支の黒字幅は縮小傾向を強めている（図 11）。ここ数年は、先進国で金利が低下する一方、高い収益を目指す証券投資を中心とする投資資金が同国にも流入してきたが、昨年春の米国サブプライムローン問題の発覚以降は投資家のリスク許容度が低下する中でその規模は徐々に細っている（図 12）。さらに、足元では米国発の世界的な金融不安が拡大する中で証券投資は流出超の状況に陥っており、その結果、外貨準備の増減を示す総合収支がマイナスに転落する状況となっている（図 13）。総合収支がマイナスになるなど、国際収支は構造的な脆弱さを露呈しつつあるものの、8 月末時点の外貨準備高は約 367 億ドルと他のアジア諸国に比べると規模は小さい（図 14）。しかし、今年に入って以降の月次ベースの平均輸入額と比較すると、7.3 ヶ月分と短期的なショックへの耐性は十分にあり、直ちに外貨が枯渇するような状況に陥る可能性は低いと言うことが出来る。
- ただし、足元では米国発の世界的な金融不安が深刻度を増す中、投資家はリスク許容度を大きく低下させており、インフレの高進に加えて、経常収支を含む国際収支構造の脆弱性を材料に同国の通貨、株式に売り圧力が強まっている（図 15, 16）。特に、通貨ペソの対米ドル為替は、昨年から年明け直後については旺盛な海外労働者送金に支えられる形で増価基調が続いてきた。こうした中で金融当局は、労働者送金は GDP の 1 割を占める一大要素であり、この目減りは景気減速を意味することからペソ売り（ドル買い）の為替介入を行ってきた。それが一転、足元では減価基調が強まる中で原油や穀物をはじめとする輸入財価格が値上がりしていることに加えて、為替減価によりペソ建の輸入物価がさらに押し上げられる格好を招き、複合インフレの様相が強まるようになった。そこで、金融当局はペソ買い（ドル売り）介入を行うことで為替の安定化を図ろうとしており、こうした為替介入は外貨準備を減らす要因の一つともなっている。
- 足元ではインフレと金利高が共存することにより、これまで底堅いとされてきた内需にも陰りが見え始めるなど、景気減速の兆しが出始めている。こうしたことから、インフレ抑制から景気刺激に政策の中心を据え

るべく金融緩和に舵を切る動きが出始めており、既にマイナス成長に陥っているニュージーランドやその懸念のあるオーストラリア、中国や台湾でも利下げが始まっている。しかし、利下げにより投資資金の流出を加速させることになれば、為替安がインフレの助長をもたらす懸念を高めることになる。金融当局としては、景気のさらなる減速の回避とインフレの高進を止めるという相反する政策目標を天秤に掛けた結果、金利据え置きとすることで景気への悪影響を最小限にしたいとの意図があったものと考えられる。

図 10 輸出入の推移(前年比)

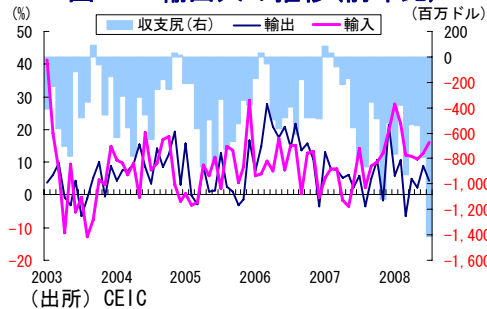


図 11 経常収支の推移

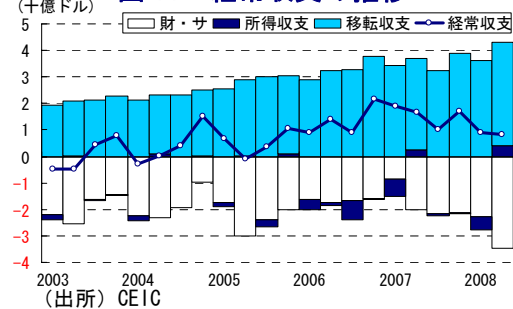


図 12 投資流入額の推移

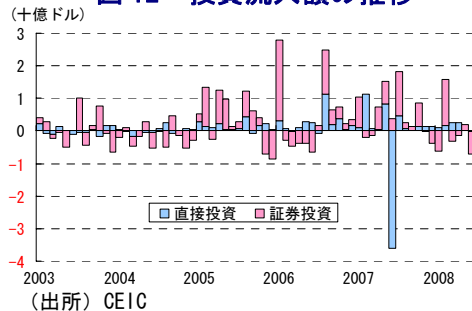


図 13 国際収支の推移

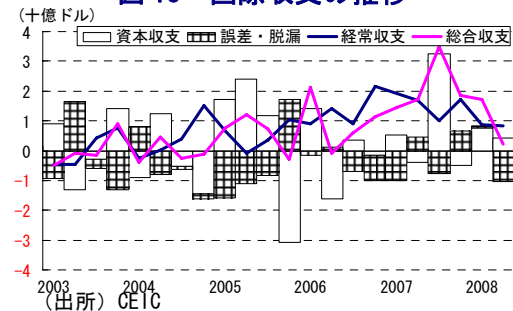


図 14 外貨準備高の推移

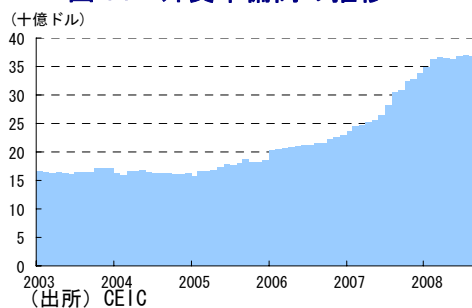


図 15 為替相場の推移

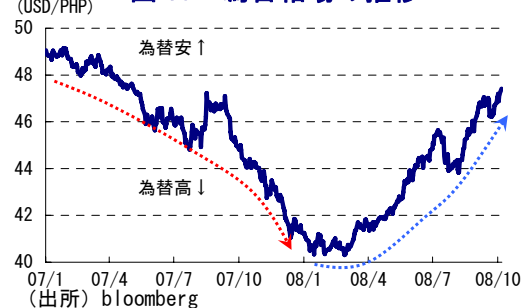


図 16 株式相場の推移



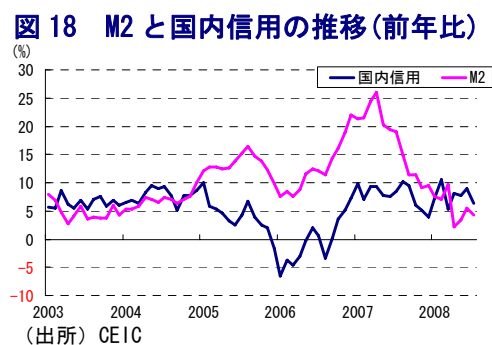
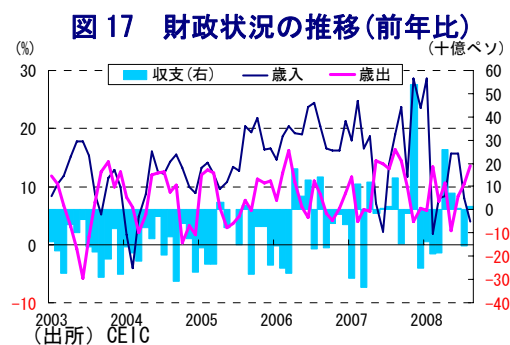
《先行きのインフレは鈍化すれど、価格高止まりで内需が下押され、景気減速基調を強める可能性は残る》

- 先行きのフィリピン経済を占う中で最も重要なのはインフレ率であろう。足元では7月半ばをピークに原油価格は調整を迎えており、さらに国内消費の一部を輸入に依存するコメをはじめとする穀物価格も下落して

いる。しかし、原油価格は 90～100 ドル近傍を行き来する展開が続いているほか、コメについても世界 1 位の輸出国であるタイは積極的に輸出を行っている一方、同 2 位のベトナムは国内供給を優先しており、価格下落の程度は小麦や大豆、トウモロコシなどと比べると緩やかに留まっている。金融当局は今回の金利据え置き決定に際して、先行きのインフレ見通しを 2009 年第 1 四半期には 1 桁台、2010 年にはターゲット（3～5%）に収まるとしているものの、この見通しについて当局自体も「より良好なインフレ見通しとインフレ期待を前提としたもの」としている。足元では米国発の世界的な金融不安が混迷の度合いを増す中で実体経済の減速から世界的な原油需要が低下し、原油価格はさらに調整するとの観測も出始めている。しかし、先月の OPEC 総会においては、原油価格の調整速度が速すぎるとして実質的に需給の上振れ分が削減されるなど、今後も産油量の削減に向けて動く可能性は残されている。したがって、原油価格は当面のところ高止まり傾向が続くと考えられ、食料価格の高止まり、10 月 1 日から首都圏の水道料金引き上げなどの要因から当面はインフレ圧力が残存すると予想する。インフレ率は次第に鈍化するものの、物価の高止まりから個人消費をはじめ内需に下押し圧力が掛かる状況が続くとみられ、景気の減速基調が強まると予想される。

- アロヨ政権は、政権発足以降は均衡財政を志向してきたことから、財政収支は赤字基調が続いているものの、赤字幅の圧縮を進めてきたことで財政規律はかつてと比較して大きく向上している（図 17）。今年度予算では、石油製品向けの VAT を財源に貧困層向けに総額 40 億ペソ（約 9,000 万ドル）の追加支援が行われるほか、賃上げや関税の引き下げなども実施される予定であり、当初の貧困層向けの所得税の免除や課税最低限の引き上げもそのまま実施される予定である。ここ数年の間、歳入の伸びが歳出の伸びを上回る状況が続いているが、その主な要因としては、政府によるプロジェクトの執行管理能力の欠如による進捗の遅延にあるとされる。遅延要因には、足元の鋼材などの資機材価格の高騰も影響しており、一概に能力面のみに原因を求めることは難しいものの、政府自身も景気減速に対する警戒を強めており、歳出拡大による景気の下支えを行うことから今年度予算では財政均衡化を諦める旨の決定を行ったにも拘らず、上半期の財政赤字は当初目標を大きく下回るレベルに落ち着いていることは、施策が上手く進んでいないことを示している。今回の金融当局の決定において、インフレ対策と景気の押し上げのバランスを採る姿勢が示されたこともあり、そうした意思に沿った財政運営もなされることが今後の同国経済にとっては不可欠となろう。
- 今年度予算では賃上げがインフレ対策の柱となっているが、これまでのインフレ圧力の一要因としては、コストプッシュ型インフレのほか、為替介入により生じた過剰流動性による需要インフレがあったと考えられる。しかし、海外からの投資資金の流入減とともに国内のマネーの伸びが大きく減速しており（図 18）、国内信用も足元では鈍化するなど、引き締め姿勢が強まる中で需要インフレに対する懸念は回避されるであろう。とはいえ、政策金利は依然として実質ベースではマイナス状態にあり、賃金上昇に伴う過剰需要の誘発は需要インフレを起こす引き金になりかねないため、当面のところは利下げに踏み切ることは避ける必要がある。金融当局も「政策バイアスの変更を行うには時期尚早である」との見解を示しており、慎重な金融政策が志向されるものと期待される。
- インフレ圧力の残存と経常収支の悪化というファンダメンタルズの悪材料から、当面は海外投資家を中心に通貨及び株式に対する売り圧力が強まるとみられ、金融当局は為替安定化の観点からペソ買い（ドル売り）の為替介入を行うものと予想される。外貨準備は 8 月末時点で約 367 億ドルと輸入の 7.3 ヶ月分相当はあり、直ちに外貨準備が不足する状況に陥る可能性は少ないとみられる。また、政府による景気浮揚策は基本的に貧困層向けの対策に限られており、実施能力の懸念はあるものの、市場価格に歪みをもたらさないことから過剰需要を誘発させる可能性は低いとみられる。したがって、景気の下支えを着実にさせるには実施能力の強化を図ることが求められる。

- 同国政府は今月 2 日に 3 度目の 2008 年の成長率見通しを改訂を公表し、それまでの 5.5～6.4%から 4.4～4.9%に下方修正した。ただし、米国発の世界的な金融不安が直接的に同国経済に影響を及ぼすことはないとしているものの、2009 年については 4.1～5.1%に引き下げている。なお、当社は 8 月時点において先行きの内需及び外部環境の悪化による外需減速により、2008 年の経済成長率の見通しを前年比+4.2%としている。



以 上