



## フィリピン経済事情：乗り遅れかけた利下げの「船」に飛び乗った

～インフレ急低下が利下げを後押し、ただ、内需・外需共に厳しい環境で景気の一層の減速は必至～

発表日：2008年12月19日（金）

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)

- 18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（翌日物借入金利、貸出金利）を50bp引き下げ、各々5.50%、7.50%とした。リーマンショックを機に景気減速感が急速に強まっていることに加えて、原油価格の下落でインフレ圧力が急速に低下するなど金融緩和に向けた環境が整ったことで、市場予想を上回る利下げに舵を切ったものと考えられる。
- 7-9月期までは、海外労働者送金の堅調な流入による個人消費の下支えに加えて、政府による財政拡大姿勢が明確化され、世界経済の減速による輸出鈍化にも拘らず、景気全体は若干押し上げられる状況が続いた。しかし、リーマンショックにより風向きは一変し、労働者送金の伸びも頭打ちを迎え、個人消費も大幅に減速するなど内需・外需ともに厳しい状況に陥り、景気の一層の減速が避けられない。
- さらに、貿易赤字を抱える中で輸出の太宗が先進国依存型の同国にとっては、先行きの環境は厳しい状況が予想される。外貨準備は経済規模からは十分な水準を維持しているが、経常収支を支える労働者送金の下押し圧力、海外投資家による投資資金の流入が望めないことによる経常赤字のファイナンスの難しさは、国際収支の対外的な脆弱さを引き続き残すと予想される。
- 先行きは原油価格の下落でインフレ率は大きく低下するものの、物価の高止まりが雇用・所得環境の悪化により実質購買力を下押しし、内需には勢いが戻らないとみられる。さらに、世界経済の後退で外需環境も一層の悪化が懸念されるなど、内需及び外需の双方が頭打ちとなることで景気の減速感は一層強まっていくものと予想される。景気の下支えに向けて、政府の実施能力の強化が不可欠になる。

### 《インフレ期待の急速な低下が後押しする形で市場予想を上回る利下げへ、先行きもさらなる利下げに含み》

- 18日、フィリピン中央銀行は定例の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50bp引き下げて5.50%とする決定を行った。なお、翌日物貸出金利も併せて50bp引き下げられ、7.50%としている（図1）。今年年明け以降の急激な原油をはじめ、コメなどの食料品価格の上昇によりインフレ率が急激に上昇したことで、金融当局はインフレ抑制の観点から利上げによる引き締め姿勢を強めてきた。その結果、インフレと金利高の共存により、これまで力強く推移した個人消費などの内需が足元で急速に勢いをなくしているほか、9月のリーマンショック後の世界経済の急速な後退により外需環境も悪化するなど、景気の減速感が強まったこともあり、8月の利上げを最後に据え置き姿勢を続けてきた。
- そこに、7月半ばをピークに原油価格が急速に下落したことをはじめ、商品市況も大きく低下していることで足元ではインフレ圧力は大幅に低下している。11月の消費者物価は対前年同月比+9.9%と5月以来の一桁台に落ち着くなど（図2）、インフレの鈍化が明確になったことも今回の利下げを後押しする要因になったと考えられる。同委員会後に公表された声明文においては、11月の減速が予想以上に早かったこともあり、先行きのインフレについても2009年には5.5%とターゲット（6～8%）内に落ち着くほか、2010年にも5.25%とターゲット（3.5～5.5%）に収斂すると見通していることが示された。
- 今回の利下げについて、金融当局は「現時点で得られる情報からは十分な対応を行っている」との考えを示しており、「インフレ圧力が今後も低下し続ければ、利下げを行う自由度が高まることを意味する」としている。したがって、金融政策の方向性については、今後も商品価格の下落基調が続いていることでインフレの後退基調がさらに強まると予想されることから、景気対策の観点から利下げによる金融緩和に向けた動き

はさらに進んでいくとみられる。

図1 政策金利の推移

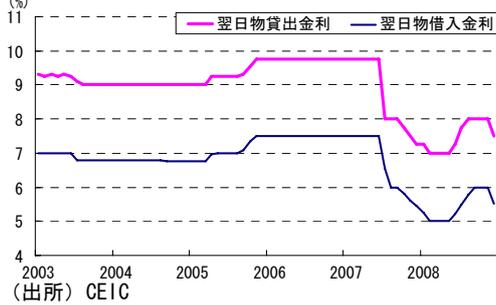
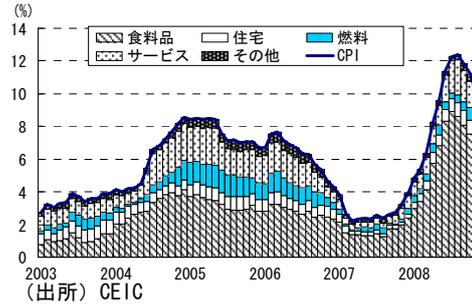


図2 消費者物価の推移(前年比)



### 《内需を下支えした労働者送金で7-9月期は底堅さを保つも、外需とともに足元では急激な悪化の兆し》

- 直近の7-9月期の実質GDP成長率は、対前年同期比+4.6%と前期(同+4.4%)からは若干加速した(図3)。しかし、その内訳は、依然として堅調に推移していた海外からの労働者送金が、年明け以降の通貨ペソ安の影響もあってペソ建でも伸びが加速したことで個人消費が押し上げられ、前年比+4.6%と前期(同+4.1%)から伸びたほか、景気減速懸念が強まっている中、同国政府が財政健全化目標を一時凍結させたことで、政府支出が同+12.5%と前期(▲1.5%)から大幅に加速したことが影響した。その一方、世界経済の減速基調が強まっていることで、輸出は同+4.7%と前期(同+7.6%)から減速するなど、外需を巡る環境は厳しい状況が顕著になり始めている。
- さらに、9月のリーマンショック以降は、米国経済の減速が急速に進んでいるのみならず、世界全体で景気後退基調が鮮明になっていることで外需環境は一層の悪化が懸念される。その上、海外からの労働者送金はその太宗が米国からの流入であることを考えると、足元の減速基調がさらに進行していくものと予想され、個人消費の下支えが剥落する懸念もある。高額商品のため、国民全体の消費行動を捕捉出来るとは限らないものの、自動車売上高は既に前年比でマイナスに陥るなど(図5)、金融危機の煽りで銀行の与信態度が悪化している影響が出るなど、個人消費の頭打ち感が鮮明になっている。こうしたことから、先行きの景気は一段と下押し圧力が強まっていくものと予想される。

図3 実質GDP成長率の推移(前年比)

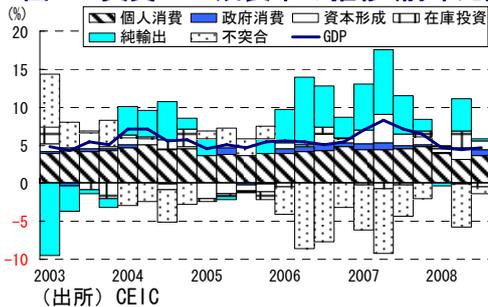


図4 海外労働者送金の推移(前年比)

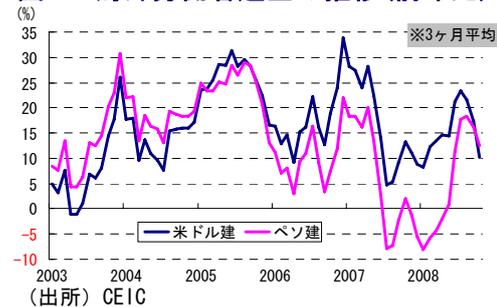
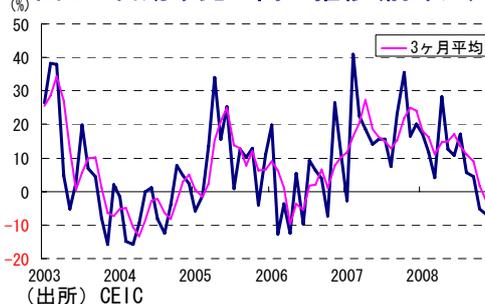
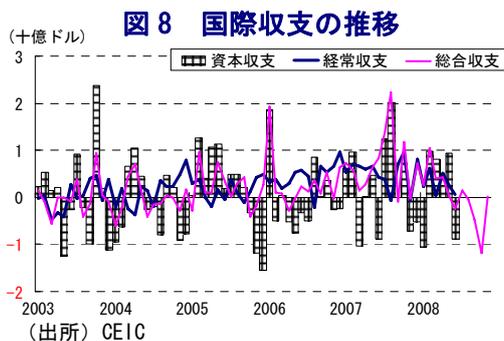
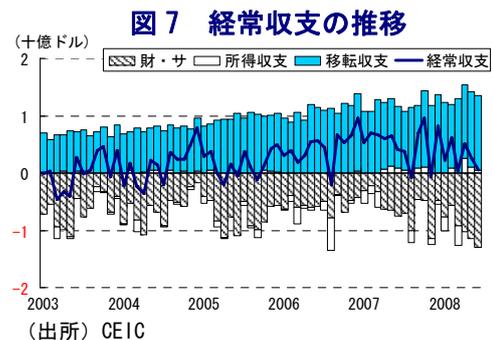
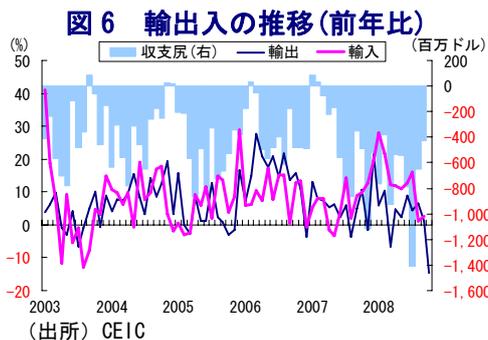


図5 自動車売上高の推移(前年比)



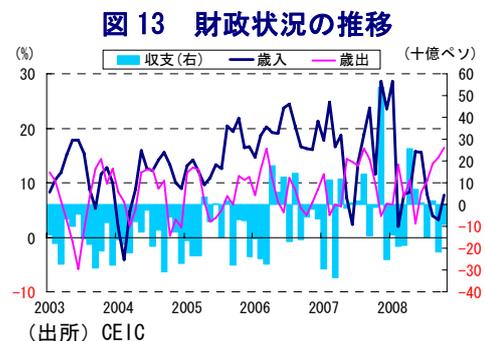
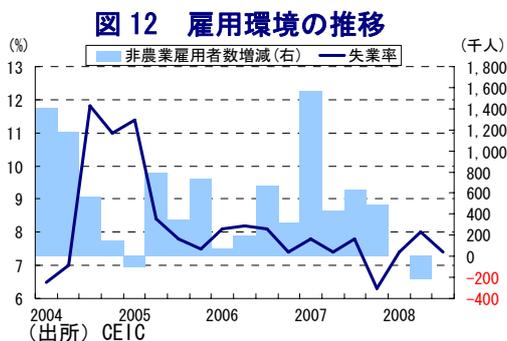
## 《輸入財価格低下で輸入に頭打ちも、輸出環境悪化で貿易収支改善に結びつけず、構造的な脆弱さを抱える》

- 同国は慢性的な輸入超過状態にあり、今年の年明け以降は原油をはじめとする資源価格の高騰やコメなどの穀物価格の急上昇の影響から輸入が急拡大し、貿易赤字が拡大した（図 6）。足元では商品市況の急速な調整の影響から輸入の伸びが鈍化しているが、さらに、世界経済の後退により輸出需要が大きく鈍化していることで輸入超過状態が解消する可能性は低い。とりわけ、同国の輸出財のうち半導体などの電子部品が多くを占めている上、その輸出先も米国や中国を經由して米国に製品の形で輸出される割合が高いことも、足元の状況を悪くしていると考えられる。とはいえ、GDP の約 1 割にものぼる海外からの労働者送金が流入することで、経常収支は大幅な貿易赤字を抱える中でも、赤字が拡大するといった事態は免れている（図 7）。
- ただし、リーマンショックは外国人投資家のリスク許容度を急激に悪化させ、インフレと労働者送金に依存する構造面での対外的な脆弱性に対する懸念を高めたことから資金が急激に流出することとなり、国際収支の増減を示す総合収支は足元で急速に悪化している（図 8）。資金流出に伴って株式や通貨ペソに売り圧力が掛かったことで（図 9, 10）、金融当局は為替安定化のためにペソ買い（ドル売り）の為替介入を行うなど、一時は外貨準備の減少を招いた。11 月末時点における外貨準備は約 368 億ドルと規模はアジア新興国の中では小さいものの、年明け以降の月平均輸入額の 7.3 ヶ月分を確保していることから、直ちに問題が起ることは想定しにくいと考えられる（図 11）。



## 《物価の高止まりは内需に厳しく、外需も下押しが避けられないため、景気は先行き減速が強まる見通し》

- 先行きの同国経済を見通すに際しては、インフレ率の動向が重要な要因となるとみられる。足元では既に原油をはじめとする商品市況が大幅に下落したことでインフレ圧力は大きく後退しており、先行きについても物価上昇率は今年年明け以降の急激な上昇の反動もあり、来年の年明け以降は急速に鈍化が進むものと予想される。一方で、燃料やサービス価格は足元で急激に下落しているものの、コメをはじめとする食料品価格などは下落があまり進んでおらず、必需品を中心に物価は高止まりが続く可能性がある。輸出産業を中心に先行きの雇用環境の悪化が懸念される中（図 12）、雇用の悪化は所得の伸びの頭打ちないし鈍化をもたらすため、物価の高止まりは実質的な購買力の低下をもたらすことになると予想され、当面の内需は厳しい状態が続くとみられる。
- アロヨ政権は発足以降、均衡財政を志向したことで財政収支は赤字基調にあるものの、赤字幅の圧縮により財政規律は向上している（図 13）。今年度予算では、石油製品に課されている VAT を財源に貧困層向けの追加支援（40 億ペソ（約 9,000 万ドル））のほか、賃上げや関税の引き下げが実施されている。さらに、10 月には足元の景気減速懸念に対して景気対策を発表、1,000 億ペソ（約 21 億ドル）規模の「準備基金」を設立してインフラ整備や社会・福祉サービス、教育などを通じた貧困者支援を行う方針を明らかにした。しかし、政府から拠出されたのは 500 億ペソ（約 10 億ドル）のみで、残りは民間企業による拠出が前提となっており、市場経済が機能する環境を阻害しないことを重視する姿勢が貫かれた。しかし、同国政府の失効能力の低さを考えると、足元では政府支出の伸びが続いているものの、規模の面からみても景気押し上げ効果を期待することは難しいと考えられる。
- 今後はインフレ圧力の後退に伴うインフレの鈍化が進む一方、物価高が内需を下押しする懸念が残ることで景気の減速は続いていくと予想される。また、外需環境の悪化と労働者送金の主な出元である米国経済の急速な悪化で国際収支には下押し圧力が掛かりやすく、ファンダメンタルズの脆弱性は続く予想される。その一方、米国は実質ゼロ金利とするなど急速な金融緩和を進めたことで、海外投資家によるリスク許容度の低下を背景に資金流入が起こるとは考えにくいものの、通貨ペソの対米ドル為替レートはこれまでのような減価一辺倒の動きは一服すると予想される。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いることから、その実施能力に対する懸念は残っているものの、市場価格に歪みをもたらさないという点では過剰需要を誘発させる可能性は低い。よって、景気の下支えを着実にさせるには実施能力の強化が必要になるであろう。



以上