



## フィリピン経済事情：金融当局は予想以上の引き締めへ舵を切る ～財政での景気下支えは政府の執行能力不足で不発、着実な実施への取り組み強化が求められる～

発表日：2008年7月18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)

- 17日、フィリピン中央銀行は金融政策委員会において、政策金利を50bp引き上げて5.75%とする決定を行った。市場では漸進的な利上げを予想する声が多かった中、大幅な引き上げにより、インフレ抑制に向けた姿勢の強さを示す狙いがあったものとみられる。
- 同国では、世界的な原油価格の高騰に加えて、食糧の一部を輸入に依存していることで、年明け以降のアジアにおけるコメ価格高騰の影響を受けてインフレが亢進している。また、インフレの亢進が通貨ペソ安を招き、輸入物価の上昇による輸入インフレがインフレ圧力を押し上げるに至っている。
- 同国は底堅い内需とITを中心とする外需により高成長を遂げたものの、インフレ圧力による内需の下押しと、外需面で大きく依存する米国経済の減速による景気下押し圧力が強まっており、先行きも減速基調が強まっていくものとみられる。
- 金融当局による引き締め姿勢が示された一方、政府は今年度予算で低所得者層の救済を目的とする所得補償型の財政出動を行っているものの、政府の実施能力不足から期待の効果が挙がっていない。先行きは利上げによる景気下押しを緩和すべく、実のある財政支援に向けた能力向上が求められ、ドナーである日本として支援可能な場面は十分にあると思われる。

### 《市場の大方の予想を上回る金利引き上げ断行、金融当局はインフレ抑制への積極姿勢を示した》

- 17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50bp引き上げ、5.75%とする決定を行った（図1）。同行は先月の同委員会で約2年半ぶりに利上げを行い、足元のインフレ圧力に対抗する姿勢を示していたことから、市場において今回の利上げは織り込み済であったものの、大方は25bpの漸進的な引き上げに留まるとの見方を示していた。今回の利上げに際して、同行のグイニグンド総裁は、世界的な原油価格の騰勢は当面持続するとした上で、今年のインフレ見通しを7～9%から9～11%に引き上げたほか、今年10月にはインフレ率が前年比+12%のピークを迎えるものの、その後は収束に向かうとの見通しを示している。
- 世界的な原油及び穀物を中心とする食料品価格の高騰の影響から、同国でも足元でインフレ圧力が高まっており、6月の消費者物価は対前年同月比+11.4%と前月（同+10.38%）から加速している（図2）。同国は食料自給率は80%超の高いレベルで推移しているものの、主食であるコメについては一部を輸入に依存しているため、国際価格が年明け以降に急上昇したことで国内の食料品価格の急激な押し上げを招くこととなった。また、インフレの亢進が続いていることから、通貨ペソの対米ドル為替レートは昨年までの増価基調から減価基調に転じており、輸入物価の押し上げを招いていることで全体的なインフレ圧力に繋がっているものとみられる。

図1 政策金利の推移

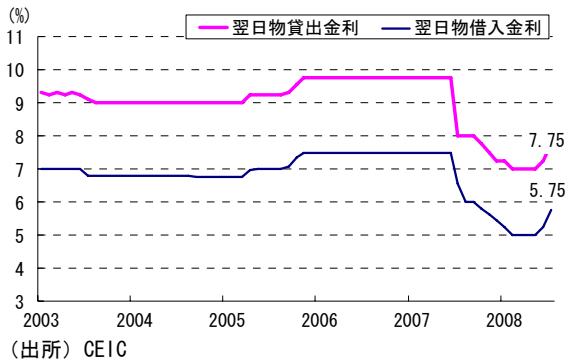
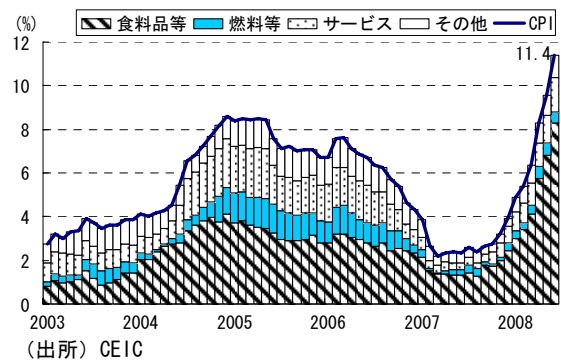


図2 消費者物価の推移(前年比)



### 《インフレ圧力の高まりによる内需下押しに外需の環境悪化の影響もあり、景気減速懸念が強まっている》

- 同国経済は、ここ数年の好景気により雇用状況が大幅に改善してことに加えて、GDPの1割に及ぶ海外労働者からの送金が順調に推移したことで民間消費が力強く推移してきた。さらに、外国資本の積極的な導入策により支えられた輸出産業のうち、特に輸出の6割を占めるIT関連部門での業績の好調さが貿易全体を牽引したことで、2007年は対前年比+7.3%と約30年ぶりの高成長を達成した。しかし、年明け以降は急激なインフレの亢進による内需の下押しに加え、米国サブプライムローン問題に起因した世界の金融市場における信用不安問題から同国への投資資金の流入が減少、さらに、最大の輸出相手先である米国経済が減速している影響から、1-3月期の実質GDP伸び率は対前年同期比+5.2%と前期(同+6.4%)から大幅に減速している(図3)。先行きにおいても、原油及び食料品価格の騰勢が当面は収まる見通しは低いと考えられることから、インフレ圧力が残存することになり、内需の下押し圧力が強まることが見込まれる。また、米国経済の本格的な自律的回復に至るには、依然として相当の時間を要するものとみられ、外需の下押しも避けられないものとみられる。
- インフレ圧力の高まりを背景に、昨年までは増価基調で推移してきた通貨ペソの対米ドル為替相場は、足元では一転して減価基調を強めている(図4)。輸出産業の振興の観点では、為替の減価は望ましいものの、資源等を輸入に依存する同国にとっては、資源価格の高騰に加えて、為替減価に伴うペソ価格の押し上げが輸入物価の上昇に繋がる等、インフレをさらに助長させる要因となっている。こうしたことから、金融当局は通貨安定を目的とするペソ買い(ドル売り)の為替介入を積極的に行っているとみられるものの、減価基調に歯止めは掛かっていない。さらに、今回の大幅利上げによっても、依然として実質金利はマイナスであることを考えると、金融引き締め効果は限定的となるものとみられ、その上、インフレ圧力の残存により為替の減価基調が強まるものと考えられる。

図3 実質GDP成長率の推移(前年比)

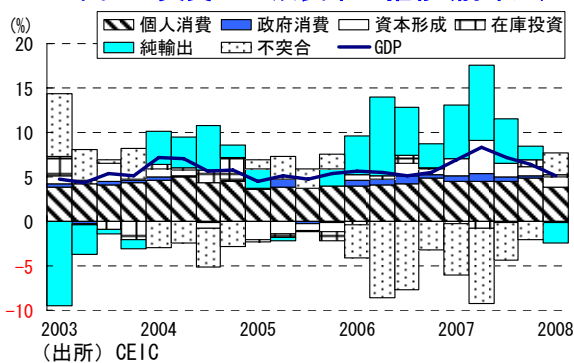


図4 為替相場の推移



- 同国の輸出は、太宗が米国向けのIT関連財に集中しており、足元の米国経済の減速は同国の外需の大きな下押し要因となっている。一方で、ここ数年の高成長を背景として内需が底堅く推移してきたこ

とで、足元では輸入の伸びが輸出の伸びを上回る状況が続いている（図 5）。その結果、赤字基調にあった貿易収支の赤字幅が、足元では拡大基調を強めているものの、大規模な海外労働者送金により経常収支は黒字基調にある（図 6）。

- しかしながら、昨年の米国サブプライムローン問題発覚以降、とりわけ年明け以降は、世界の金融市場における信用不安が高まった影響により証券投資は流出超に陥っていることから（図 7）、外貨準備の増減を示す総合収支の黒字幅は足元で縮小している（図 8）。とはいえ、外貨準備高は 6 月末時点で 362 億ドルに達しており、短期での対外的なショックは十分に吸収可能な体力を備えている（図 9）。ただし、証券投資の流出超が続いている影響から、同国の主要株式指数である PSE 指数は、昨年末までの騰勢から一転して年明け以降は下がり続けている（図 10）。

図 5 輸出入の推移 (前年比)

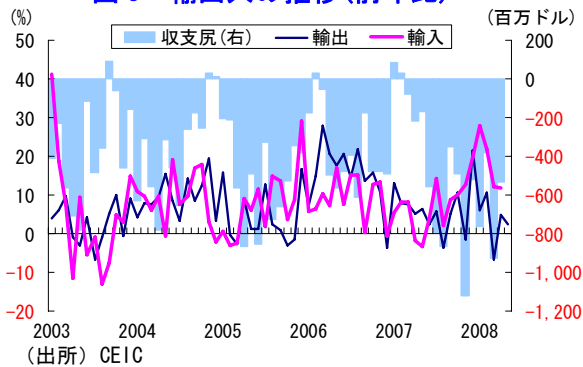


図 6 経常収支の推移

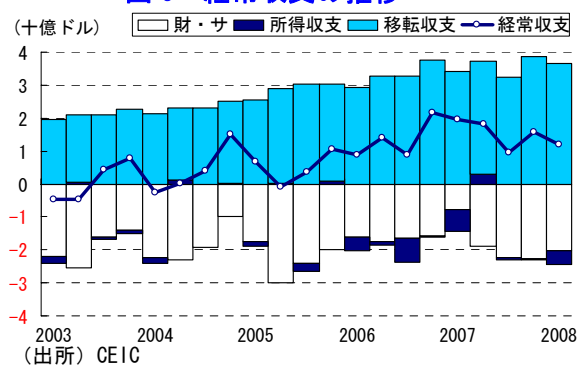


図 7 証券投資の推移

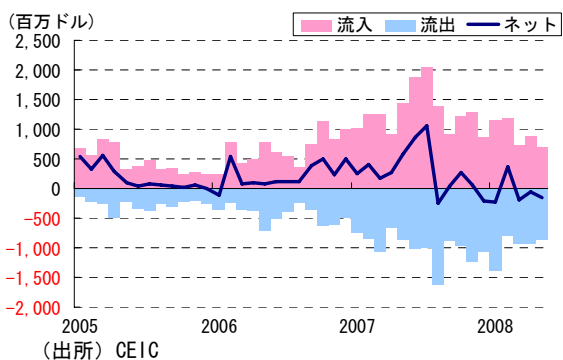


図 8 国際収支の推移

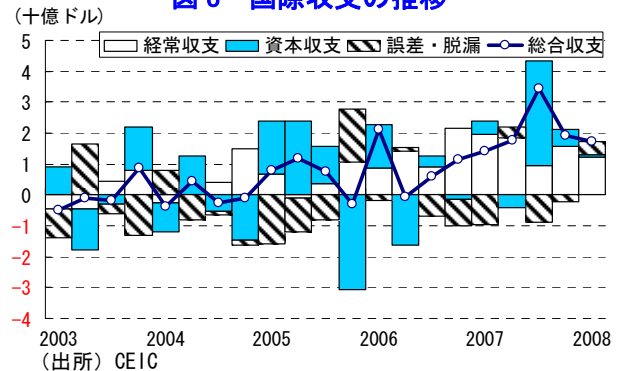


図 9 外貨準備高の推移



図 10 株式相場の推移 (PSE 指数)



### 《先行きはインフレ圧力残存による景気減速懸念強まる中、景気浮揚策の着実な実施能力強化が必須》

- 先行きのフィリピン経済は、国際的な原油及び穀物価格の騰勢が当面は収まる見通しが低いとみられることから、インフレ圧力が残存することにより、これまで底堅いとみられてきた内需への下押し圧力は避けられないと考えられる。ただし、ここ数年は同国政府が財政均衡化を進めようとしてきこと

で、足元では財政規律が以前に比べると高まっている（図 11）。しかし、歳出の伸びが鈍化した要因の一つが、同国政府のプロジェクト執行管理能力の欠如による歳出減少であることを考えると、中長期的な成長を考えれば望ましい状況ではない。また、今年度については、景気減速懸念が強まる中で、政府は財政均衡化を諦め歳出拡大による景気下支えを行うこととしており、上半期の財政赤字が▲180億ペソと目標額（▲410億ペソ）を大きく下回っていることは、執行能力の欠如を露呈している。

- 海外からの投資資金の流出入と歩調を合わせるように、国内のマネーの伸びは昨年後半から伸びが鈍化基調を強めている。その結果、高いレベルで推移してきた国内信用も、足元では景気の鈍化基調が強まる中で、伸びが鈍化の兆しを見せつつある（図 12）。こうしたことから、金融当局による金融引き締めによって、需要インフレ懸念は回避されるものと見込まれる一方、依然として実質金利はマイナスで推移していることから、先行きに需要インフレを招かないためにも、さらなる引き締め姿勢を堅持する可能性は、今回の大幅利上げにより高まったと言えよう。
- また、インフレ圧力が残存することで、先行きの通貨ペソの対米ドル為替相場は、減価基調が先行きも強まる可能性があり、その結果、輸入インフレによるコア物価への伝播が懸念される。アジアの国々では、インフレ圧力が強まる中で、石油製品等への補助金を削減して価格を引き上げる動きが出始めている。こうした動きは、短期的にはインフレの亢進を招くことになるものの、価格の引き上げによって過剰需要を誘発する可能性を低下させられることから、特に同国のような資源小国にとっては、貿易赤字の縮小、ひいては経常収支の改善といったマクロ経済のファンダメンタルズの強化に資するものと考えられる。今年度予算で実施されている景気浮揚策は、実施能力の問題はあるものの、基本的には低所得者層に対する救済を目的としていることを考えれば、価格に歪みをもたらさないことで過剰な需要を誘発させる可能性は低いと言える。あとは、その着実な実施による景気の下支えと、公共支出については中長期的な潜在性を高めるために必要な投資と考えられることから、その実施能力の強化が求められよう。
- こうした中、日本をはじめとする同国のドナーは、技術支援等を通じたプレゼンスの向上をはかることが可能であろう。日本と同国の間では、一昨年の 9 月に経済連携協定（EPA）に双方が署名を行っており、同年中に日本側の議会批准が終了したことから、残るはフィリピン側が議会での批准を経て発効を待つのみとなっている。同 EPA の内容については、双方にそれぞれ意見があり、特にフィリピン側にとっては農産物の輸出に対する障壁が依然として高いことへの不満が残る。とはいえ、今後の同国の潜在性を考える上では、米国との相関性の高い現状からの多角化を図ることは重要であり、今回の EPA は形は不完全であれ、その試金石になるものと考えられ、足元のみならず先行きを見据えた判断が求められよう。

図 11 中央政府歳出入の推移(前年比)

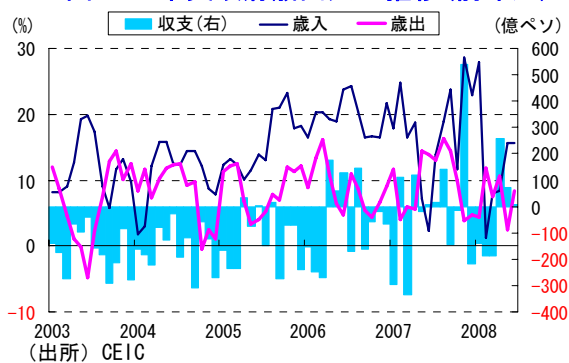
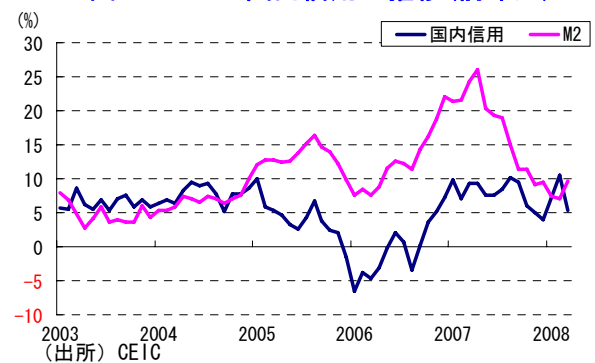


図 12 M2 と国内信用の推移(前年比)



以上