



フィリピン経済事情：インフレ加速の鈍化を背景に利上げ幅縮小 ～インフレ圧力持続により3ヶ月連続で利上げ、景気は内需減速も外需下支えで底堅さを保つ～

発表日：2008年8月28日（木）

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）

- 28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及び翌日物貸出金利を25bp引き上げ、それぞれ6.00%、8.00%とする決定を行った。先月の同委員会では、インフレの高進に対応するため50bpに引き上げ幅を増大させたものの、食料品価格が調整局面を迎えていることで7月のインフレ率の伸びが月次ベースで鈍化基調を見せたこともあり、利上げ幅が縮小したとみられる。
- 世界的な原油及び穀物価格の高止まりを背景に同国ではインフレ率が高進を続けており、7月は対前年比+12.2%と1994年以来の高水準に達している。年明け以降はインフレと貿易赤字の拡大により、株式や通貨に売り圧力が掛かっており、為替減価による輸入物価の押し上げがインフレ圧力をさらに高めており、食料品やエネルギーを除くコア物価も上昇基調を強めている。
- 4-6月期の実質GDPは対前年比+4.6%と減速基調が強まっている。特に、足元のインフレは個人消費を下押しして堅調に推移してきた内需を鈍化させる一方、為替減価による輸出競争力の強化により輸出が底堅く推移したことで成長の外需依存度が高まっている。先行きはインフレと引き締めによる金利高の共存により内需のさらなる下押しは避けられず、景気は減速度合いを強めるものと予測する。
- 同国政府は今年度予算で貧困層対策を中心とする景気刺激策を公表しており、アロヨ大統領は財政収支均衡の原則を諄める旨を公表している。しかし、政府の実施能力の欠如から足元では十分な成果を挙げるに至っていない。石油製品向けのVAT引き下げを行わないなど、価格に歪みをもたらす政策を志向しない点で評価出来る分、先行きには景気下支え策の着実な実施が求められる。

《インフレは依然高止まりが続くも、足元のコメ価格の調整を背景に利上げ幅は前月から縮小》

- 28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及び翌日物貸出金利を25bp引き上げ、それぞれ6.00%、8.00%とする決定を行った（図1）。同行は、経済的な関係の深い米国経済の減速による悪影響を避けるため、昨年1年間は利下げによる景気を支える姿勢を示してきたものの、足元で高進の続くインフレの抑制を目的に6月に約2年半ぶりに25bpの利上げを行った。さらに、先月は50bpと利上げ幅を広げたことで金融当局によるインフレタカ派姿勢を強硬に示すに至っている。こうしたことから、今回の同委員会に際してもさらなる強硬姿勢に出る可能性があったものの、足元におけるコメ価格が調整局面を迎えたことで月次ベースのインフレの伸びが鈍化姿勢を示したことも影響し、小幅引き上げでの対応に落ち着いたものとみられる。
- 世界的な原油及び穀物価格の高騰を背景に、同国においても食料品やエネルギー価格の上昇を通じたインフレ圧力が強まっており、直近の7月の消費者物価は対前年同月比+12.2%と1994年以来の高水準に達している（図2）。同国は食料自給率がカロリーベースで80%超と高水準にある一方、主食のコメはその一部を輸入に依存しており、年明け以降に加速した国際価格の上昇により国内の食料品価格が押し上げられる格好となった。さらに、インフレの高進と折からの貿易赤字体質に輸入の押し上げが加わったこと、米国サブプライムローン問題を契機に世界の金融不安が増大する中で外国人投資家のリスク許容度が低下していることで投資資金の逃避が起こり、株及び通貨に売り圧力が掛かっている（図3）。為替減価は輸入物価の押し上げに繋がっており、食料品やエネルギーを除いたコア物価にも上昇基調が強まっている（図4）。このことも金融当局の引き締め姿勢を強める要因になったと考えられる。

図1 政策金利の推移

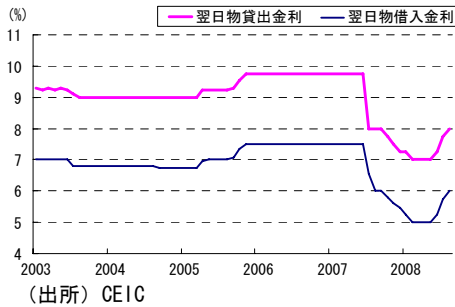


図2 消費者物価の推移(前年比)

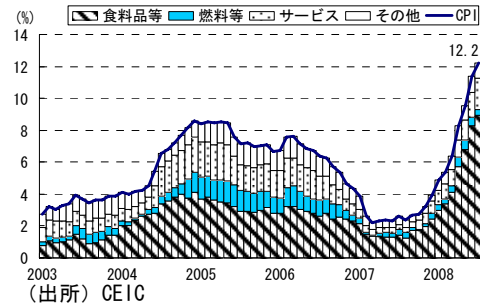


図3 為替相場の推移

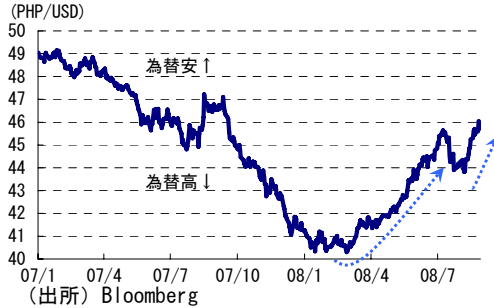
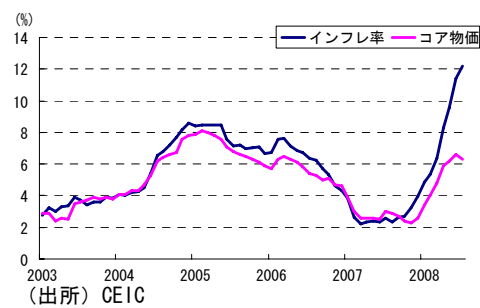


図4 消費者物価の推移(前年比)



《インフレによる内需鈍化に世界経済減速による外需鈍化懸念も高まる中、景気は急激な減速基調を強める》

- 28日にフィリピン政府が公表した4-6月期の実質GDPは、対前年同期比+4.6%と前期（同+4.7%（改訂値））から若干減速した（図5）。足元で高進が続いているインフレの影響から個人消費の伸びは大きく鈍化した上、政府による執行能力は欠如や鋼材価格の高騰によるプロジェクトの遅延などで歳出が鈍化したことにより、政府消費は前年比でマイナスに転化するなど国内消費が大きく鈍化した。その一方、外需面ではアジア域内で輸出の6割を占めるIT関連財に対する需要が底堅く推移したことに加えて、同国の公用語が英語であることに加え、人件費が依然安いことに着目したBPOビジネスが盛んになっていることもありサービス輸出も堅調に推移したことで、GDP成長率に占める外需寄与度が大きく高まった。
- 同国経済はここ数年の好景気を背景に雇用環境が大幅に改善した上（図6）、GDPの約1割にも及ぶ海外からの労働者送金が高い伸びで推移してきたことから（図7）、これらを背景に個人消費を中心とする内需が力強く推移してきた。さらに、政府が国際収支構造の改善を図る観点から、輸出関連で外資の積極的な導入策を展開したことにより輸出の6割をIT関連が占めるなど、世界的なIT需要の底堅さを背景に貿易全体が押し上げられ、2007年は前年比+7.2%と約30年ぶりの高成長を達成した。しかし、足元ではインフレの高進に加えて、金融当局がインフレ抑制に向けた引き締め姿勢を強めていることによる金利高により、これまで底堅く推移してきた内需に減速の懸念が強まっている。さらに、足元では依然堅調さを保つ外需についても、輸出の太宗を依然として米国に依存する中、米国経済の減速の影響から輸出環境が悪化する懸念が強まっていることを考えると、先行きも堅調さを維持出来るかどうかは極めて不透明と言える。

図5 実質GDP成長率の推移(前年比)

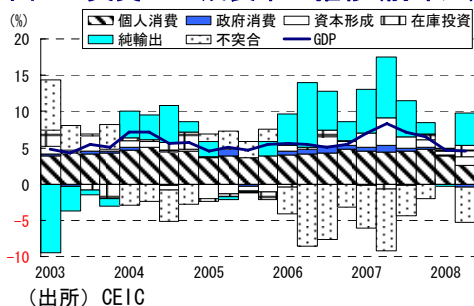


図6 雇用統計の推移

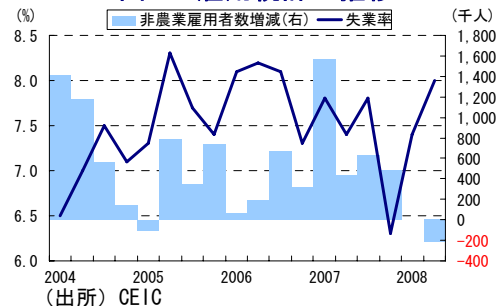
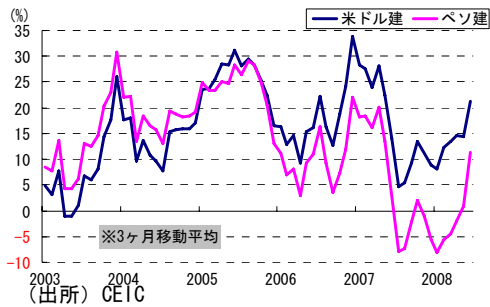


図7 海外労働者送金の推移(前年比)



- 国際収支面では、同国は長年に亘り輸入超過基調が続いていることから、政府は構造転換を図るべく外資の導入による輸出強化を図っており、ここ数年で IT 関連財部門の輸出が全体の 6 割を占める一大産業に成長させてきた。しかし、IT 関連部門では依然として裾野産業が脆弱であることから主要部品の太宗を輸入に依存し、同国内で組み立てるだけの加工貿易が主となっていることから、輸出が伸びる際には輸入も伸びる構造にあり貿易赤字体質は基本的に変わっていない（図 8）。さらに、年明け以降は原油価格高騰のペースが加速したことで輸入の伸びが大幅に輸出を上回ったことで貿易赤字幅が拡大している。
- ただし、海外に 800 万人居るとされる海外労働者からの送金額の流入により、貿易赤字はファイナンスされる構造にあることから、ここ数年の経常収支は基本的に黒字基調を保ってきた（図 9）。直近のデータは未公表ではあるものの、足元では労働者送金に回復基調がみられ、6 月の流入額は 1,451 百万ドルと過去最高額に達したことを考えると、足元でも経常収支は黒字を確保しているものとみられる。その一方で、米国サブプライムローン問題を発端とする世界的な金融不安の影響から、外国人投資家のリスク許容度が大きく低下している中で年明け以降は証券投資の流入が大きく先細っている（図 10）。足元では流出超に陥っていることを考えると総合収支の黒字幅は縮小傾向が強まっている（図 11）。
- 労働者送金の流入や、昨年は外国人投資家による旺盛な証券投資の流入により、株式や為替が大きく買われたことで通貨ペソに増価圧力が掛かった。しかし、為替の増価は輸出にとってマイナスであるのみならず、ペソ建での労働者送金の目減りをもたらすことから、金融当局はペソ売り（ドル買い）の為替介入を行うことで急激な為替増価を抑制してきた。その影響で同国の外貨準備は 7 月末時点で約 369 億ドルまで積み上がっている（図 12）。一方で、足元では証券投資の流出により株式及び通貨に売り圧力が掛かっていることから（図 13）、当局は急激な通貨安を避ける観点から度々ペソ買い（ドル売り）介入を行っているものとみられるものの、外貨準備の規模を考えると直ちに通貨危機のような状況に陥る可能性は低いとみられる。

図8 輸出入の推移(前年比)

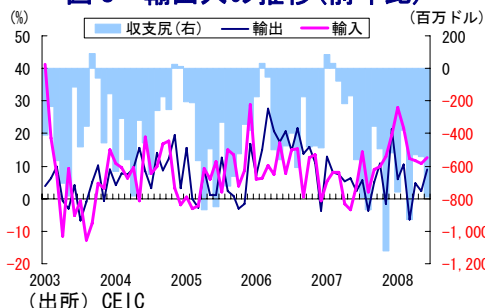


図9 経常収支の推移

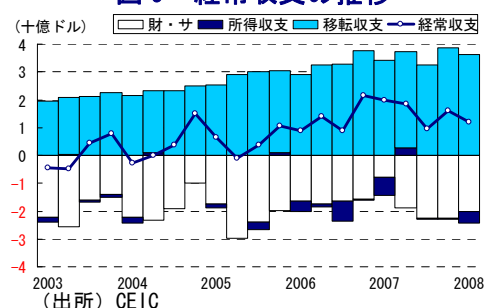


図 10 証券投資流出入額の推移

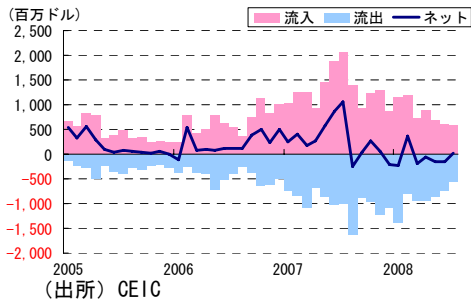


図 11 国際収支の推移

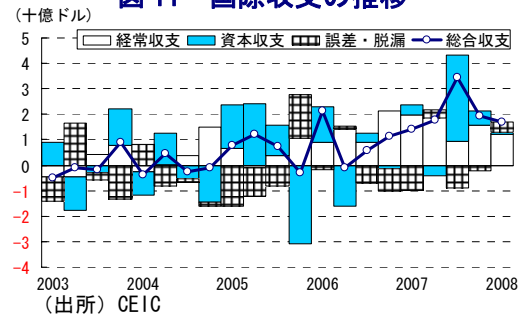


図 12 外貨準備高の推移

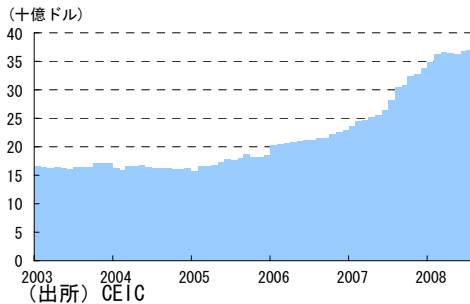


図 13 株式相場の推移



《インフレと金利高による内需減速と輸出環境悪化による外需鈍化、先行きの景気は下押し圧力が強まる》

- 先行きのフィリピン経済は、原油及び穀物価格は足元で調整局面を迎えているものの（図 14）、アロヨ大統領は7月末に行った施政方針演説において、撤廃を求める声が相次いでいる石油製品に対するVATを維持する考えを示している。VATの撤廃により原油の過剰需要を生むことは、エネルギー自給率の低い同国にとっては貿易赤字の拡大、交易損失の拡大をもたらすことになるため、こうした施策は中長期的に見て望ましいと言えることが出来る。また、同演説では食料自給率の向上に向けた施策も公表されたものの、これらは即効性のある施策ではないことを考えると、当面のところはインフレ圧力が持続するものとみられる。また、金融当局はインフレタカ派姿勢を強めていることで先行きも引き締めを強めていくものとみられることから、金利高とインフレが共存する状態が続くとみられる。その結果、足元で減速基調が続いている個人消費及び資本投資にはさらに下押し圧力が強まっていくものと考えられる。
- ただし、同国政府は過去数年に亘り財政均衡化を志向してきたことで、依然として財政赤字基調にはあるものの、その幅は縮小基調にあるなど財政規律は向上している（図 15）。今年度予算では石油製品を含むVATによる収入で貧困層向けの対策が実施される予定のほか、貧困層向けの所得税免除や課税最低限の引き上げなどによる景気の下支え策が予定される。ただし、足元で歳出の伸びが鈍化している最大の要因が、政府によるプロジェクトの執行管理能力の欠如に起因する遅延にあることを考えると、必ずしも望ましい結果が得られていない。さらに、今年度当初予算では景気減速懸念に対応する観点から、歳出拡大による景気下支えにより財政均衡化を諦めた対応を決定したにもかかわらず、上半期の財政赤字が当初目標（▲410億ペソ）を大きく下回る▲180億ペソに落ち着いたことは、実施能力の欠如を序実に物語る結果と言える。
- 足元のインフレ圧力の要因としては、コストプッシュ型インフレのほかに過剰流動性による需要インフレがあるものとみられるが、海外からの投資資金の流入が細ると同時に国内のマネーの伸びも鈍化基調が強まっている（図 16）。その結果、高い伸びを示してきた国内信用も足元では鈍化の兆しを見せており、先行きは金融当局による引き締め姿勢が強まる中で需要インフレの懸念は回避されるとみられる。一方で、政策金利は実質ベースで依然としてマイナスにあることから、過剰需要の誘発による需要インフレを招かないためにも、先行きも引き締め姿勢を堅持することが求められる。

- インフレ圧力の残存は、足元の世界の金融不安が続く中では外国人投資家による株式及び通貨の売り圧力を招くおそれから、先行きも通貨ペソの為替減価圧力は続くと思われる。為替減価は輸出競争力の増大や海外労働者送金をペソ建ての膨張に寄与するものの、依然としてエネルギー及び食料品の一部を輸入に依存する中では輸入物価の押し上げに繋がり、さらなるインフレを誘発させかねない。したがって、金融当局は先行きも折を見てペソ買い（ドル売り）の為替介入を行う可能性が高いものの、外貨準備は7月末時点で約369億ドルと輸入の7.5ヶ月分相当に積み上がっていることを考えると、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思われる。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思われる。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4-6月期の実質GDPの公表に先立って2008年の成長率見通しの今年2度目の改訂を行い、それまでの5.7~6.6%から5.5~6.4%に下方修正している。その要因として同国政府はインフレ圧力が当面残存する影響から、今年のインフレ見通しを7~9%から9~11%のレンジに引き上げることから消費に悪影響をもたらす可能性が高まったとしている。なお、その他の見通しとしては、ADBは依然として健全な内需に支えられるとして5.5%としているのに対して、IMFは6月に消費と外需環境の変化を理由に見通しを5.8%から5.2%に引き下げている。なお、当社は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。

図 14 原油先物相場の推移 (WTI)



図 15 財政収支の推移

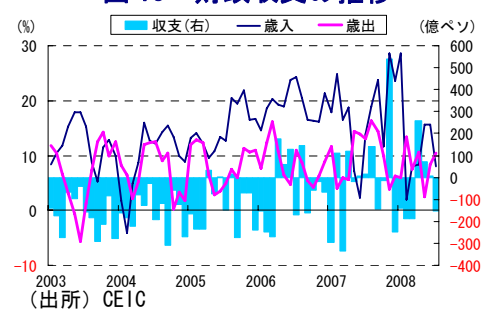
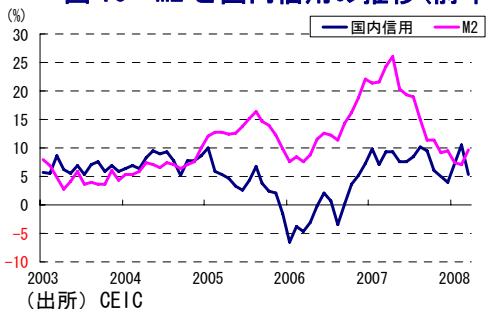


図 16 M2 と国内信用の推移 (前年比)



以 上