

## 好調なフィリピン経済に忍び寄るインフレの影

～旺盛な資金流入が内需を押し上げる一方、安定成長には物価抑制が急務～

発表日：2014年9月10日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

### (要旨)

- 安定的な人口増と消費意欲が期待されるフィリピンは、昨年秋の高波被害の影響が懸念されたが、4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+7.7%と加速して勢いを取り戻しつつある。ただし、足下ではインフレ圧力が高まっている上、旺盛過ぎる内需が景気の足かせになる可能性も懸念され、当研究所では現時点で今年の経済成長率見通しを前年比+6.2%と上方修正するも、政府目標の実現は困難と予想する。
- 物価上昇を受けて中銀は3月以降金融引き締めへの布石を打っており、7月には利上げに踏み切ったが、依然インフレ率は落ち着かない。11日にも追加利上げが行われる可能性は高いと予想する。海外資金の流入は通貨高や株高をもたらす一方、同国内の「カネ余り」を通じて内需の過熱を招く可能性もある。当面は資金流入が続く可能性があるなか、安定成長には中銀はさらなる金融引き締め動く必要性もあろう。
- 安定成長実現のため、同国政府は貧困削減に向けた人口抑制に動いているが、宗教観が絡む事情を勘案すれば円滑に進むか見通しは立ちにくい。対内直接投資の少なさは雇用機会不足を通じて移民送金に依存する一因になっており、インフラ投資などの投資環境整備は不可欠だ。ただ、長年の懸案だったミンダナオ紛争解決の道筋は付きつつあるなか、アキノ政権には一連の政策を着実に前進することが求められる。

- 先々月には人口が1億人を突破するなど安定的な人口増加が続いている上、その旺盛な消費意欲を背景に近年は高い経済成長を実現するなど消費市場として注目を集めるフィリピン経済だが、足下においても予想外に力強い経済成長が続いている。昨年秋に同国中部レイテ島で発生した高波により甚大な被害が発生したことから、その経済への影響が懸念されたものの、昨年通年の経済成長率は前年比+7.2%と3年ぶりに7%を上回る高い成長率を実現した。さらに、上述の高波被害からの復旧・復興の遅れは年明け直後の景気に下押し圧力を与えたものの、4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率ベースで+7.7%と勢いを取り戻す動きがみられるなど悪影響を克服している様子もうかがえる。ASEAN(東南アジア諸国連合)内においては近年、人口規模が大きく、経済の内需依存度の高い国の躍進が目立ってきたが、インドネシアが政府の内向き姿勢を強める中で景気の勢いを取り戻せていないことも、相対的にフィリピンに対する注目度が高まる一因になっている。なお、年明け直後に景気が足踏みした要因としては、高波被害に

図1 実質GDP成長率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 移民送金流入額の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

よる悪影響が色濃く出たことに加え、GDPの1割に相当する海外移民からの送金流入額の4割強を占める米国において寒波など異常気象が続いたことが流入額を下押しして個人消費の足かせになったことが考えられる。さらに、輸出の2割強を占める中国経済の減速懸念が高まったことや、南シナ海の南沙諸島（スプラトリー諸島）の領有権問題を巡って比中両国の関係が悪化していることも対中輸出の鈍化を通じて輸出の重石になったことが影響した。しかし、足下では米国経済の堅調な拡大などを追い風に移民送金に底入れの動きが出ている上、中国経済も底打ちして外需は拡大に転じており、これが製造業をはじめとする生産拡大の動きを促していることが景気の押し上げに繋がっている。なお、4-6月期の実質GDP成長率は実勢以上に上振れしている可能性がある点には留意する必要がある。というのも、高波被害の復旧・復興に伴う建設需要が頭打ちしつつあることに加え、今年3月以降中銀がインフレを警戒して徐々に金融引き締め姿勢を強めており、企業の設備投資需要にも下押し圧力が掛かりやすくなるなか、先行きの投資の足かせになることが懸念されている。さらに、内需が比較的堅調であったにも拘らず4-6月期は輸入が大きく落ち込んでおり、結果として成長率の押し上げ要因となった側面があるため、先行きは反動増が成長率の下押し圧力に繋がりがやすいこともある。同国政府は今年の経済成長率目標を6.5~7.5%としており、依然としてこの実現は可能との見方を示しているが、当研究所では4-6月期実績を踏まえて今年通年の経済成長率見通しを前年比+6.2%と先月発表した見通し（同+6.0%）から上方修正するが、目標実現は極めて厳しい状況にあるとの見方を据え置く。

- 当面の同国経済を取り巻く懸念材料となり得るのがインフレの動向である。中銀は今年3月、近年の自動車及び不動産向けローンの急拡大による国内信用の膨張が潜在的な金融市場のシステミックになることを警戒して、預金準備率を引き上げる金融引き締めに踏み切った。しかし、その後も堅調な景気を背景にインフレ率が加速基調を強めていることを理由に5月にも預金準備率を引き上げ、6月には短期特別預金金利（SDA）の適用金利を引き上げるなど徐々に利上げ実施への足掛かりを強めてきた。そして、7月には政策金利の引き上げに動き、その理由として「インフレ圧力及びインフレ期待の上昇」を挙げており、当面のインフレ動向については「基本シナリオ下においても来年のインフレ率は目標（2015年については $3 \pm 1\%$ ）の上限近傍に迫る可能性がある」との見方を示していた。しかし、今月初めに発表された8月のインフレ率は前年同月比+4.92%と今年のインフレ目標（ $4 \pm 1\%$ ）の上限に迫る水準に加速しており、コア物価は同+3.35%とインフレ率に比べて低水準に留まる一方、1年5ヶ月ぶりの高水準となるなど上昇圧力が強まっている。こうしたことから、11日に予定される定例の金融政策委員会において中銀は再利上げに踏み切る可能性は高まっており、金融引き締めの強化による経済成長のけん引役となってきた個人消費をはじめとする内需への影響が懸念される。他方、昨年半ば以降の国際金融市場の混乱に伴い急落した通貨ペソ相場が足下では上昇基調に転じているほか、昨年来調整が続いた株式相場も年明け以降は上昇に転じており、

図3 インフレ率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 マネーサプライ(M4)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

足下では昨年5月に記録した過去最高値をうかがう水準にまで回復している。こうした動きが出ている一因としては、先進国を中心とする金融緩和により世界的な「カネ余り」が続いているなか、先進国の長期金利が依然として比較的 low 水準で推移してきたことから、高い利回りを求めるリスクマネーが新興国に回帰する動きが出ており、中銀による金融引き締めの影響で足下の長期金利には上昇圧力が掛かっているものの、低水準で推移するなどの影響も出ている。結果、マネーサプライの伸びは鈍化しているものの、依然拡大基調は続くなど同国金融市場も「カネ余り」の状況に直面しており、足下の自動車販売は前年比+30%超の高い伸びが2ヶ月連続で続き、単月ベースの販売台数も過去最高を更新しているほか、首都マニラ周辺を中心に不動産投資も活発化するなど消費や投資を押し上げる一因となっている。こうしたこともインフレ圧力を高めていることを勘案すれば、米国 Fed による金融政策の正常化の道のはまだ先の話であることから、当面は資金流入が起りやすい環境が続くと見込まれ、インフレ率の高止まりは避けられないと予想される。足下では食料品やエネルギーなど物価に影響を与えやすい日用品の物価は比較的落ち着いているが、先行きは世界経済の緩やかな回復に伴い上昇基調を強める可能性もある上、凍結中の公共料金の引き上げ措置などがインフレ圧力に繋がるリスクもあることから、金融引き締めにより景気過熱を沈静化させる必要は高まっている。

- 好調さをみせるフィリピン経済だが、中長期的に持続可能な安定成長を実現するためのハードルは低くない。同国の合計特殊出生率は昨年時点で 3.54 とアジア内で極めて高く7月には推定人口が1億人を突破し、若年人口が多く中長期的に安定した人口増加が見込まれる上、その旺盛な需要を理由に消費市場としての成長を見込む声は日本国内にも大きい。しかし、豊富な資源を背景に以前はASEAN内でインドネシアに次ぐ鉱産国であった同国が長年低迷した要因には、長期独裁政権による政治腐敗と経済低迷、そして人口の多さがある。他方、同国の人口増加や国民の1割に上る移民労働者からの送金が経済を支える背景には、国民の8割以上がカトリック信者であることが影響しており、同教会は社会及び国民に対して絶大な影響力を有する。こういう事情の中、アキノ政権は10年以上に亘り議論が店晒し状態となった「リプロダクティブ・ヘルス法（人口抑制法）」の議論に着手して一昨年に同法案を成立させ、今年4月には市民団体による憲法裁に対する違憲審査申し立ても『合憲』と判断されており、人口計画が貧困抑制に繋がる道筋がみえつつある。しかし、憲法裁は同法の一部を違憲として執行留保を求める意見を出しており、同法による効果が政府の予定通りに進むかは疑問が残る。また、人口の1割が海外に移民労働者として出て行く背景には、同国の対内直接投資残高がASEAN主要国の中でも相対的に低いなど海外企業の進出が遅れ、国内の雇用機会が乏しいことも影響している。アキノ政権は汚職対策の強化によって生じた財政的余裕をインフラ投資など投資環境整備に充てる姿勢を強めており、こうした動きに伴い国際的な主要格付機関3社は昨年来相次いで格付を引き上げて『投資適格』級にする動きをみせているが、持続可能な成長実現に向けて中長期的な安定資金を受け入れるためには、こうした取り組みを一段と前進させることが求められる。同国民の8割以上がカトリック信者であるなど同国はキリスト教国家である一方、南部ミンダナオ島ではイスラム教徒による分離独立運動を起源に約40に亘る武力衝突が繰り返し起こり、社会不安が経済活動のボトルネックとなる状況が続いてきたが、今年3月には同国政府と反政府武力勢力のモロ・イスラム解放戦線(MILF)は包括和平合意に至り、再来年の自治政府構築への具体的作業が本格化している。こちらについても依然道のは平坦ではないものの、和平の取り組みが着実に進展することは鉱物資源の埋蔵が期待される同島への投資拡大が見込まれるほか、安定化の進展は同国全体への投資促進を通じて雇用機会の創出に繋がることも期待される。アキノ政権の直面する課題は決して楽なものではないが、安定成長の実現に向けて一連の方策の進捗が望まれる。 以上