

フィリピン、現政権下の成長率は最低を更新、中銀は利下げで景気刺激へ

～金融市場の動揺による懸念はあるが、中銀はインフレ見通しを引き下げて追加利下げに含み～

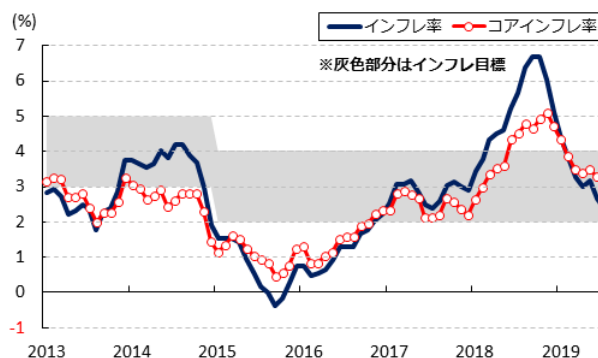
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (Tel: 03-5221-4522)

(要旨)

- このところの国際金融市場は、世界経済の頭打ち懸念にも拘らず、年明け以降の米FRBの姿勢転換などを材料に活況を呈する展開が続いた。昨年の金融市場の動揺に伴い利上げ実施に追い込まれたフィリピンでは、景気の減速感が強まったため、5月以降利下げ実施など金融緩和に大きく舵を切った。ただし、足下では米中摩擦再燃などを理由に国際金融市場は動揺し、通貨ペソ相場が急落するなど懸念材料に見舞われている。
- 他方、4-6月の実質GDP成長率は前年比+5.5%とドゥテルテ政権下で最も低い伸びとなり、前期比年率ベースでは+5.55%と堅調に推移するも頭打ちの状況が続く。輸出に底堅さがみられたほか、予算成立が遅れた政府消費の進捗が景気を押し上げる一方、家計消費や企業の設備投資など幅広く内需に下押し圧力が掛かった。在庫調整が進むなど良い材料もあるが、年前半の成長率は+5.5%と政府目標(7~8%)を大きく下回る水準に留まり、今後は景気拡大に向けて様々な政策を総動員させる可能性が高いと見込まれる。
- ペソ安は移民送金押し上げによるプラスの一方、物価や債務負担などマイナス要素にもなり得るが、新興国の「利下げドミノ」が続くなか、中銀は8日の定例会合で25bpの利下げを決定し「利下げサイクル」を再開させた。同行はインフレ見通しを引き下げるとともに、追加利下げの可能性に含みを持たせる姿勢を示した。先行きは早期に事態收拾出来るか否かを含め、金融市場の動向に注意する必要性は変わっていないと言える。

このところの国際金融市場では、昨年来の米中摩擦の激化などを受けて世界経済の減速懸念が高まる一方、年明け以降の米FRB（連邦準備制度理事会）による『ハト派』姿勢への転換をきっかけに米国株は一時最高値を更新したほか、先進国を中心とする長期金利の低下を受けて一部のマネーはより高い収益を求めて新興国に回帰するなど、実体経済の頭打ちと対照的に活況を呈する状況が続いてきた。こうした状況は、昨年のいわゆる『トルコ・ショック』をきっかけとする国際金融市場の動揺に伴う資金流出圧力に直面し、通貨防衛の観点から利上げ実施に追い込まれた新興国を中心に一転して利下げに動く流れを生み、『利下げドミノ』とも呼べる動きを促した。フィリピンでは、昨年1月の物品税引き上げに伴うインフレ率の大幅な上振れに、上述の国際金融市場の動揺が重なり通貨ペソ相場が一時13年ぶりの安値を更新する事態に見舞われた結果、中銀は累計175bpもの利上げ実施に追い込まれた。その結果、昨年の経済成長率は前年比+6.2%と7年連続で6%を上回る水準を

図1 インフレ率の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

維持したものの、2016年に発足したドゥテルテ政権下では最も低い伸びに留まるなど、家計消費を中心とする内需がけん引役となってきた同国景気も頭打ちの様相を強めた。さらに、今年1-3月の実質GDP成長率は前年同期比+5.6%と丸4年ぶりに6%を下回る伸びに鈍化し、家計消費は引き続き堅調さを維持したものの、米中摩擦の余波を受ける形で外需に下押し圧力が掛かり、政府による予算執行遅延などに伴う公共投資の鈍化が投資の重石となるなど、景気の足かせが顕在化している。こうしたなか、年明け以降の国際金融市場を取り巻く環境変化に伴い通貨ペソ相場は落ち着きを取り戻したことに加え、インフレ率も前年の『ウラ』が出た反動で減速傾向を強めて中銀の定めるインフレ目標域に収まったこともあり、中銀は5月の定例会合で約3年ぶりとなる利下げ実施を決定したほか、5月末から先月末まで3ヶ月連続で段階的に預金準備率の引き下げを実施するなど金融緩和に大きく舵を切った

(詳細は5月17日付レポート「[フィリピン中銀、利下げ実施に続いて預金準備率も引き下げ](#)」をご参照下さい)。さらに、6月の定例会合では政策金利を据え置く決定を行ったものの、インフレ見通しを下方修正した上で追加緩和余地に言及するなど、さらなる利下げ実施を示唆する姿勢を示した(詳細は6月21日付レポート「[フィリピン中銀、追加利下げの可能性に言及 \(Asia Weekly\(6/17~6/21\)\)](#)」をご参照下さい)。しかし、先月末のFOMC(連邦公開市場委員会)で米FRBは利下げ実施とバランスシートの縮小終了を決定したが、パウエル議長が利下げ局面入りを否定する姿勢を示したことで、利下げ期待を前提に活況を呈してきた金融市場に『冷や水』を浴びせた。さらに、トランプ米大統領が対中貿易制裁『第4弾目』の発動に言及し、中国政府も米国産農産品の輸入停止の報復措置を発表したほか、中国当局による人民元安容認に対して中国政府が25年ぶりに中国を「為替操作国」に認定するなど、米中摩擦は為替を巻き込む形で新たな段階に入りつつある。こうした事態を受けて、足下の国際金融市場は再び動揺する動きをみせており、年明け以降は比較的堅調な推移をみせてきたペソ相場も一転して下落傾向を強めるなど、新たな不安材料への懸念が高まっている。

ただし、昨年の大幅な利上げ実施の影響に加え、米中摩擦の激化などに伴う世界経済の減速懸念の高まりは着実にフィリピン経済に悪影響を与えており、足下の景気が一段と勢いを欠く動きをみせるなかでは下支えの観点からさらなる利下げ実施が必要になっている。上述の通り今年1-3月の実質GDP成長率は前年同期比+5.6%と丸4年ぶりに6%を下回る伸びとなったが、4-6月は同+5.5%と一段と鈍化して2016年6月末に発足したドゥテルテ政権下で最も低い伸びとなるなど、同国経済及び政権は厳しい状況に直面している。前期比年率ベースの成長率は+5.55%と8年ぶりの低成長に留まった前期(同+2.59%)の反動で加速しているものの、中期的な基調は頭打ちの様相を強めるなど同国経済が厳しい状況にあることは変わらない。分野別では、上述の国際金融市場の活況などに加え、家計消費の底堅さも重なり幅広くサービス産業で生産拡大の動きがみられたほか、異常気象の頻発などの影響で前期に大きく生産に下押し圧力が掛かった農林漁業関連の生産に底打ち感が出たほか、年明け以降にお

図2 ペソ相場(対ドル)の推移

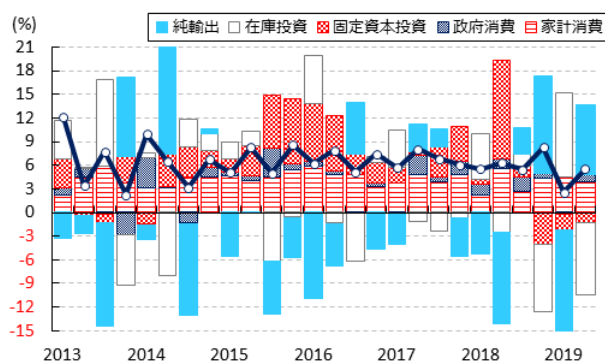


(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

る国際商品市況の底入れの動きに歩を併せる形で鉱業部門の生産も反動増の動きが強まるなど、景気の底打ちを示唆する動きがみられた。他方、米中摩擦の激化や最大の輸出相手である中国の景気減速懸念などを背景に製造業の生産は力強さを欠く展開が続いたほか、企業部門による設備投資需要の弱さや公共投資の進捗遅延の動きは建設部門の生産の足かせとなるなど、景気の足を引っ張る材料はくすぶっている。なお、需要項目別では前期に大きく下押し圧力が掛かった輸出が反動で拡大しており、米中摩擦の激化で中国向け輸出が鈍化する一方、中国の米国向け『迂回輸出』の影響に加え、アジア域内向け輸出の堅調さが押し上げに繋がった可能性がある。また、同国中部の一大リゾート地であるボラカイ島への一時立ち入り禁止措置の影響が一巡したことは、サービス輸出の底入れに繋がったとみられる。さらに、今年度予算の成立が4ヶ月程度遅れた影響で前期の政府消費に大きく下押し圧力が掛かったものの、当期はその反動で政府消費が大きく拡大して景気を下支えている。他方、足下のインフレ率の鈍化にも拘らず、景気が減速感を強めるなかで雇用・所得環境に下押し圧力が掛かるなど家計消費の足を引っ張る動きがみられるほか、企業部門の設備投資意欲の弱さは固定資本投資の重石となるなど、内需関連を中心に勢いを欠く展開が続いている。結果、輸入の伸びは輸出を下回る推移が続いており、純輸出の成長率寄与度は前年比ベース、前期比年率ベースともにプラスに転じるなど押し上げに繋がった。なお、当期の前年比ベースの成長率は現政権下で最も低い伸びとなったものの、この背景には生産抑制を通じた在庫調整の動きが影響を与えているとみられ、在庫投資による成長率寄与度が▲1.07ptと大幅であることを勘案すれば、過度に悲観する必要は低い。ただし、同国政府は今年の経済成長率目標を「7～8%」と高めの設定を維持したが、今年前半の成長率は+5.5%に留まっており、今後は景気下支えに向け政策対応を強化することも予想される。

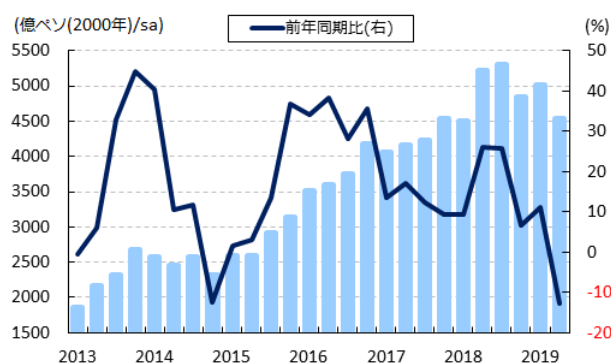
上述のように足下の国際金融市場の動揺に伴い通貨ペソ相場に急速に下落圧力が掛かっていることは、経済成長のけん引役である家計消費を下支えするGDPの1割に相当する海外移民労働者からの送金流入にとりペソ換算上押し上げを促すなど、景気下支えに資する面はある。その一方、食料品をはじめとする様々な財を輸入に依存するなど貿易赤字を抱える上、足下では慢性的な経常赤字状態にある同国経済にとって急速なペソ安の進展は輸入物価を通じたインフレ圧力に繋がることが懸念される。さらに、資金流出圧力が活発化することで国内金融市場に動揺が広がる可能性があるほか、近年は同国でも外貨建での資金調達動きが広がりを見せており、過度な通貨安は債務負担の増加を通じて様々な経済

図3 実質 GDP 成長率(前期比年率)の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成、季調値は当社試算

図4 設備投資動向の推移



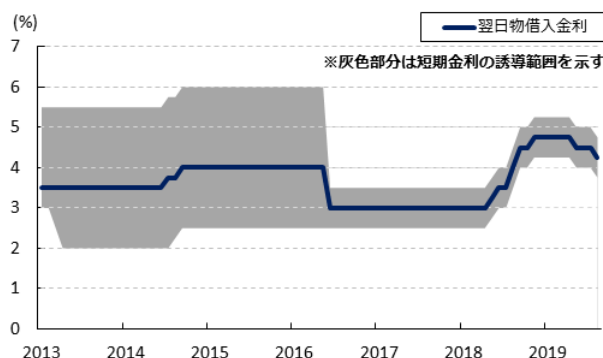
(出所)CEICより第一生命経済研究所作成、季調値は当社試算

活動の圧迫要因ともなり得る。ただし、足下の国際金融市場の動揺にも拘らず新興国の間では利下げ実施に動く流れは途切れておらず、中銀は8日に開催した定例の金融政策委員会において政策金利である翌日物借入金利を2会合ぶりに25bp引き下げて4.25%とする決定を行い、『利下げサイクル』を再開させた。会合後に公表された声明文では、今回の決定について「前回会合以降インフレ圧力が後退したとの分析に拠る」とし、「メインシナリオでは今年及び来年のインフレ率は目標（3±1%）に収まる」との見通しを示した。

さらに、インフレを巡るリスクについて「世界経済の鈍化がインフレ見通しを和らげる一方、エルニーニョ現象の長期化に伴う影響は潜在的な上振れ要因になる」としつつ、「今年及び来年はバランスし、2021年には下向きに傾く」との見方を示した。その上で、世界経済について「主要国間の貿易摩擦の継続で弱含む」とする一方、同国経済は「家計消費の回復が見込まれるほか、予算承認の遅れを取り戻すべく公共投資の進捗加速に伴い回復が見込まれ、堅調に推移する」との見方を示した。そして、足下のインフレ見通しについて「世界経済を巡るリスクに対して先んじる形でさらなる利下げ余地がある」とするなど、追加利下げの可能性に含みを持たせた。なお、会合後に記者会見に臨んだ同行のジョクノ総裁は、今年のインフレ見通しを「+2.6%（従来は+2.7%）」、来年は「+2.9%（従来は+3.0%）」とそれぞれ下方修正し、「足下のインフレ見通しはさらなる利下げ余地に繋がる」との見方を示した。その一方、「今回の会合では預金準備率引き下げは議題に上らなかった」と述べるなど、当面は金利操作が中心になる見通しを示した。ただし、今後の行方は金融市場が早期に落ち着きを取り戻すことが出来るか否かにも注目する必要がある、その状況が追加利下げの可能性を左右すると予想される。

以上

図5 金融政策の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。