

【フィリピン】中央銀行はインフレとの戦いに勝利し、通貨ペソを安定化できるのか 1ページ
【アジア・マーケット・ウォッチ】 7ページ

【フィリピン】中央銀行はインフレとの戦いに勝利し、通貨ペソを安定化できるのか*

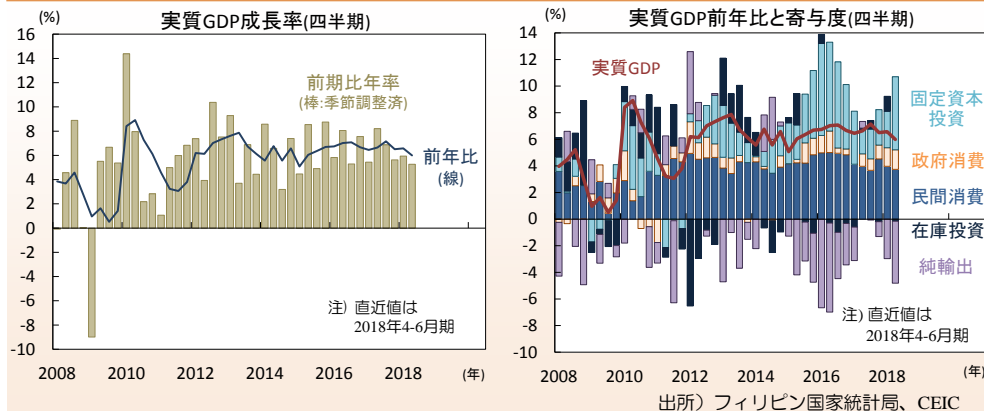
● インフレ加速で実質金利が低下しペソ相場が低迷

フィリピンでインフレ加速への懸念が高まっています。9月の総合消費者物価は前年比+6.7%と約10年ぶりの水準に上昇。天候不順による食品物価の上昇、国際燃料価格の上昇、増税など供給側の要因によるところが大きいものの、期待インフレ率も上昇するなどコア物価への波及も懸念されます。物価上昇による実質金利の低下が資本流出を促し、ペソ安の進行が更なる輸入インフレをもたらすリスクも無視はできません。中央銀行はインフレとの戦いに勝利しペソ相場を安定化させることができるのか。本稿では、中央銀行による物価抑制策とペソ相場安定化策の効果について考察します。まず、足元の景気物価の動向を概観するとともに(1-4頁)、金融政策の方向性について分析し(4-5頁)、今後のペソ相場の動向について考察します(5-6頁)。

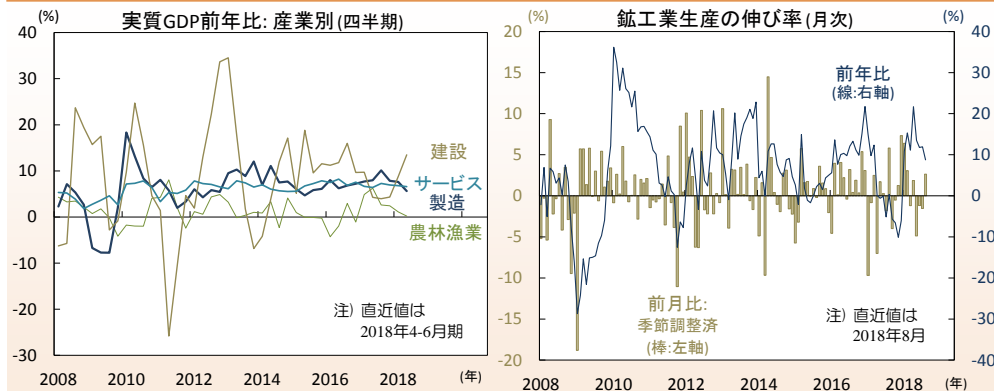
8月9日、政府は4-6月期の実質GDPが前年比+6.0%と前期の+6.6%より減速し、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+6.6%を下回ったことを公表。同成長率は3年ぶりの低水準です。季節調整済みの前期比年率も+5.3%と前期の+5.9%から減速しました(図1左)。需要側では、輸入の急拡大に伴う純輸出の落込みが成長率を押下げました。民間と政府の消費が底堅く拡大し固定資本投資が力強く加速したため、内需(在庫投資を除く)の寄与度は+10.7%ポイント(pt)と前期の+8.1%ptより上昇したものの、純輸出は▲4.7%ptと前期の▲3.0%ptより下げ幅が大きく拡大。在庫投資が▲0.2%ptと前期の+1.1%ptより反落したことも加わり、GDP成長率は下押しされました(図1右)。

民間消費は前年比+5.6%と前期の+5.7%よりやや鈍化しました。食品消費が伸びたものの、公益、運輸、飲食宿泊等の消費が鈍化。食品や燃料や電力価格の上昇が家計の購買力を低下させたこと、海外就労者送金が低迷したことに加え(図3左)、引き続き自動車や加糖飲料への増税の影響もあったとみられます。自動車販売は足元で鈍化(図3右)。増税前の駆け込み購入からの反動による模様です。

【図1】足元では固定資本投資が加速する一方で、民間消費は鈍化(右)



【図2】建設業が加速した一方で、製造業と農林漁業が鈍化(左)



● 政府のインフラ投資等を背景に固定資本投資が加速

4-6月期の実質政府消費は前年比+11.9%と前期の+13.6%を下回りつつ堅調に拡大しました。固定資本投資は同+21.2%と前期の+8.8%より力強く加速。政府のインフラ投資に支えられ建設投資が同+12.9%と前期の+10.0%を上回るとともに、設備投資も+28.6%と前期の+8.4%より急加速しました。特殊機械が同+34.6%、建設機械が同+53.3%、通信機器が同+43.6%と力強く伸び、同投資を押し上げました。運輸機器投資も同+34.7%と前期の+1.3%から急加速。陸運、空運、水運全ての伸びが上昇した影響です。外需では、好調な電子部品輸出等にけん引されて総輸出が同+13.0%と前期の+6.5%より加速した一方、総輸入も同+19.7%と前期の+9.6%より急伸。この結果、純輸出の寄与度は▲4.7%ptと、前期の▲3.0%ptより下げ幅が拡大しました。

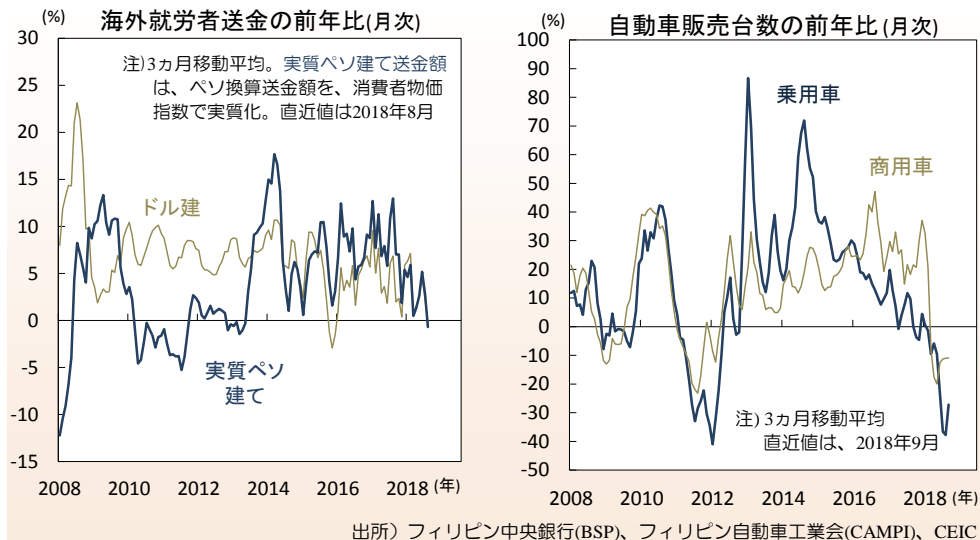
生産側では、天候悪化に伴って農林漁業が鈍化し、鉱業も反落するとともに、製造業も鈍化。一方、建設業は加速し、サービス部門も前期を小幅に下回りつつ堅調に拡大しました(図2左)。農林漁業は同+0.2%と前期の+1.1%より鈍化。ルソン島での大雨など天候不順の影響からコメが同▲0.2%と前期の+0.9%から反落し、トウモロコシも▲3.2%と前期の+4.7%より反落、ココナッツも+4.0%と前期の+7.5%より鈍化しました。

● 建設業が加速した一方で製造業は鈍化

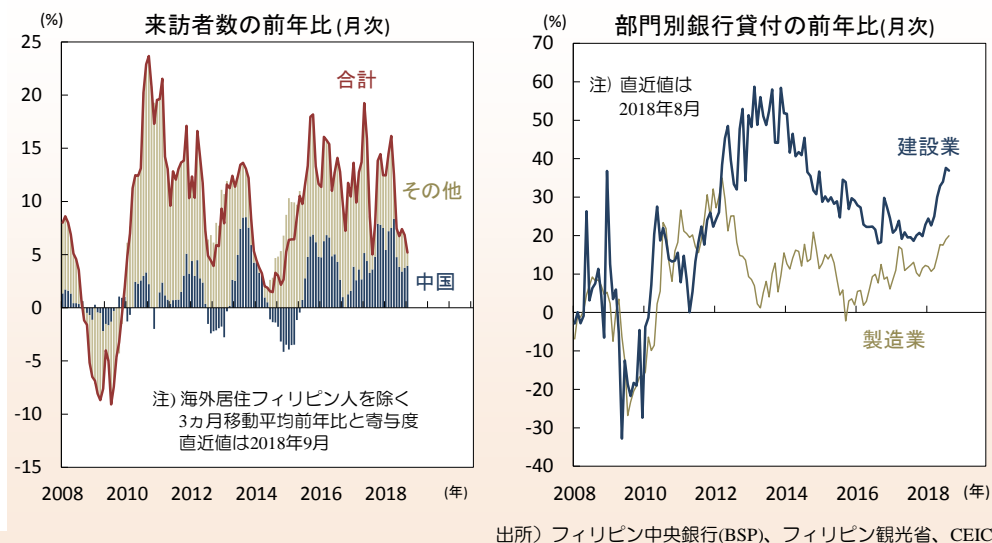
4-6月期の実質鉱業生産は前年比▲10.9%と前期の+6.9%より反落。一部の鉱山に対する操業停止命令の影響からニッケルが下げ幅を拡大し、石油ガスが鈍化しました。製造業は同+5.6%と前期の+7.6%より鈍化しました。好調な建設投資を背景に建材など金属製品が加速し精製燃料も上昇したものの、通信機器やオフィス機器が鈍化し、家具等が反落しました。自動車販売の低迷もあり、運輸機器は▲3.6%と前期の▲8.0%に次ぐマイナスとなりました。建設業は同+13.5%と前期の+8.8%より急伸。公的建設が同+21.0%と前期の+24.9%を下回りつつ好調で、民間建設も+7.9%と前期の+6.7%より加速しました。サービス部門は同+6.6%と前期の+6.8%よりやや鈍化。政府の経常歳出の伸びを受けて公共サービス等が加速し、堅調な貸付の伸びを背景に金融も上昇したものの、不動産や運輸・倉庫などが鈍化しました。また、宿泊・飲食も同+2.4%と前期の+7.5%より鈍化。水質汚染等に見舞われるリゾート地ボラカイ島が、環境改善のために閉鎖されたことに伴って、来訪者数の伸びが落込んだこと等が背景です(図4左)。

7月以降の経済指標は、やや鈍化しつつも堅調な景気拡大を示唆。7-8月の鉱工業生産は前年比+10.3%と4-6月の+15.5%より鈍化しつつ底堅く拡大しました(図2右)。

【図3】鈍化する海外就労者送金(左)、落ち込む自動車販売台数の伸び(右)



【図4】海外からの来訪者の伸びが鈍化(左)、建設業向け融資は加速(右)



● 今年の経済成長率は+6%台半ばと堅調な伸びを維持か

8月の鉱工業生産は、自動車販売の不振等を背景に運輸機器等の生産が低迷したものの、力強い建設需要などを背景に鉄鋼やセメントが伸び、電器の生産も拡大。銀行による企業向け貸付も、製造業や建設業等を中心に底堅く拡大しています(図4右)。一方、物価の上昇や内外金利の上昇やペソ相場下落などを背景に、企業の景況感は勢いを欠き、消費者期待感も悪化中です(図5左)。民間設備投資は今後緩やかに鈍化するとみられます。一方、民間消費は、物価上昇などに下押しされるものの、最低賃金と公務員給与の引上げや緩やかに改善する雇用環境などに支えられ、底堅い拡大を続けるでしょう。政府は、経常収支の悪化や物価の上昇にももかわらず今後もインフラ投資を加速させる方針であり、民間投資の誘発効果も期待されます。また、政府は予算制度を現金充当ベースに改め、従来目立った歳出実行の遅れや予算の使い残しを一掃する方針であり、今後も政府支出の高い伸びが持続すると見込まれます。今年通年の成長率は+6.4%前後と、昨年の+6.7%を下回りつつ底堅いものとなると予想されます。

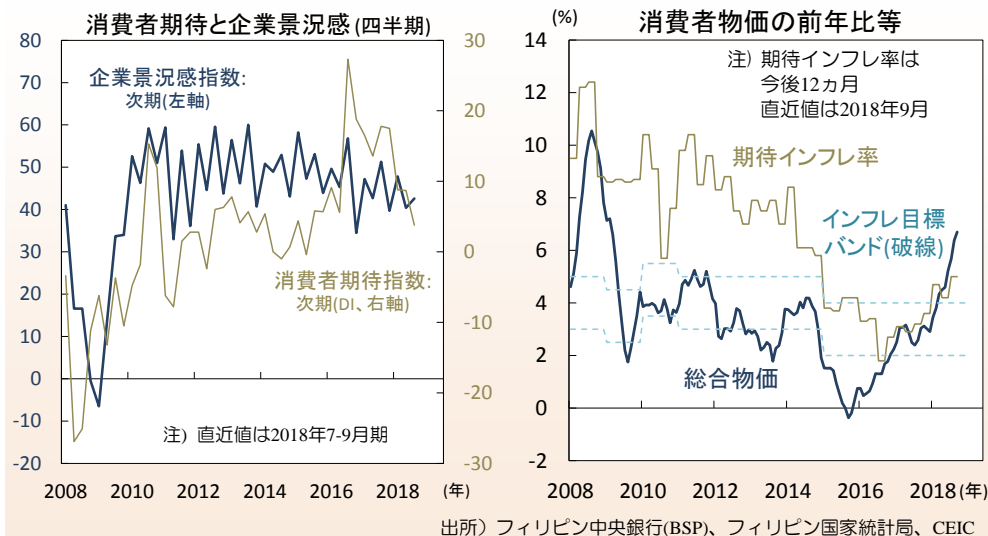
足元では、消費者物価が大きく上昇しています。天候不順による食品価格の上昇、ペソ安と国際燃料価格の上昇に伴う国内燃料価格の急騰、増税などが背景です。

● 食品と燃料価格の高騰で消費者物価が上昇

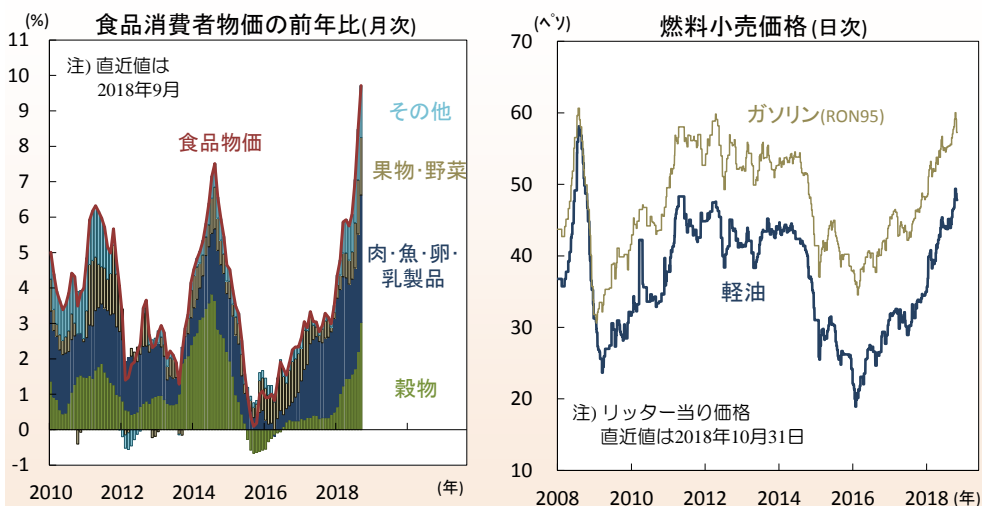
9月の総合消費者物価は前年比+6.7%と前月の+6.4%より加速し、約10年ぶりの水準に上昇。7カ月連続で物価目標の+2~4%を上回りました(図5右)。食品が同+9.7%と前月の+8.5%より加速(図6左)。物価指数の1割近くを占めるコメが同+10.4%と前月の+7.1%を上回り同物価を押し上げました。9月中旬にルソン東北部を直撃した大型台風によって収穫前の稲作地帯で44万トンのコメに被害が及んだ影響もありました。野菜は同+21.0%、魚が+13.4%、肉類も+8.4%と幅広い品目が前月より加速しています。運輸燃料は同+23.5%と前月の+22.6%より上昇。ペソ安と国際原油価格の上昇から燃料小売価格は上昇を続けています(図6右)。教育無償化法に伴って教育は同▲3.8%と3カ月連続でマイナスとなり、電力料金の引下げに伴って電力も同+6.9%と前月の+10.5%より低下。食品と燃料を除くコア物価は、同+4.7%と前月の+4.8%を小幅に下回りました。

コメ価格の高騰は(図7左)、昨年より続く天候不順による収穫量の低迷によります。政府は1月と4月と9月に25万トンずつコメを輸入し、9月末には50万トンの追加輸入を決定。今年半ばには政府の備蓄米が急減する局面もあったものの(図7右)、追加輸入によって今後備蓄米の水準は回復し、コメ不足は今後徐々に解消すると予想されます。

【図5】消費者物価とインフレ期待ともにインフレ目標を超過(右)



【図6】大きく上昇する食品物価(左)と燃料小売価格(右)



● 物価が上昇する中で5月より連続利上げを実施

また、政府は国家食糧庁(NFA)がコメの輸入を一元管理する現行制度を問題視。NFAが利害関係者の意見調整に手間取り機動的なコメ輸入ができなかったこと等が背景です。政府は、民間企業のコメ輸入を解禁する方針を公表。輸入数量管理から関税管理への移行を目指し、8月にはコメ関税法案(関税率:35~40%)を議会下院で通過させました。一方、ペソ安と国際燃料価格の上昇に伴って発電コストは上昇しており、来年初には電力料金が上げられる可能性が高いでしょう。税制改革の一環として、2回目の燃料税上げも同時期に行われる見込みです。今年通年の総合消費者物価の上昇率は+5.5%前後と昨年との+2.9%を上回り、来年も+4.5%前後と高止まると予想されます。

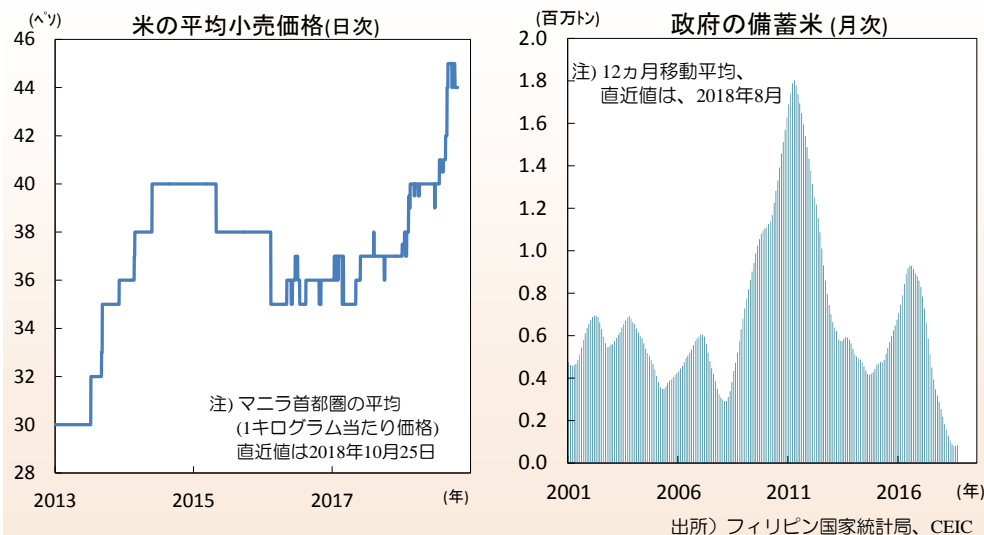
物価上昇圧力が高まる中、フィリピン中央銀行(BSP)は今年5月より利上げを始めました。9月27日、BSPは政策金利を4%から4.5%に引上げ。0.5%ポイント(pt)の利上げは前回8月に続くものであり、5月以降の累積利上げ幅は1.5%ptに上ります(図8左)。BSPの声明は、持続的に拡大する物価上昇圧力のために更なる金融引締めが必要であったと利上げの理由を説明。今回物価見通しを上方修正しつつ(2018年: +4.9%→+5.2%、2019年: +3.7%→+4.3%)、同見直しには更なる上振れリスクがあると指摘しました。

● ペソ安に伴うインフレ圧力を警戒する中央銀行

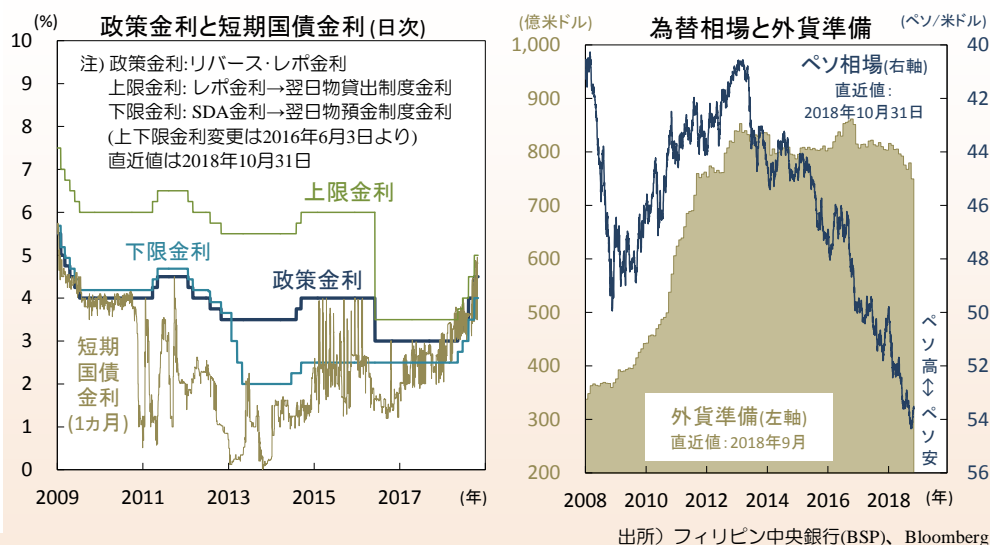
BSPの声明は、物価を押上げるのは今後も供給側の要因であろうが、「期待インフレ率は高止まっており物価上昇の二次波及の兆しも見える」と供給側のショックが波及するリスクを指摘。「インフレ期待は高止まっているものの、2019年は物価目標の範囲内にある」という前回の声明に比べ、物価上昇への警戒感を強めています。また、声明は、緊縮的な金融政策スタンスが、為替相場の変動などの物価上昇リスクを抑えインフレを目標に沿った軌道に中期的に導くであろうと記述。前回声明に近い文言で、ペソ相場下落に伴う輸入物価上昇の波及なども注視している様子を示唆しました。

一方、前回の声明に見られた近い将来の追加利上げを連想させる文言は姿を潜めています。今回の声明は、景気に関して、これまでの金融政策の対応(連続利上げ)の効果が浸透しつつあるものの内需は堅調であると記述。前回声明の「持続的な成長ゆえに、経済は更なる金融引締めを吸収できるであろう」という一文は姿を消しました。また、今回の声明の末尾には、物価上昇のリスクを正すために必要な全ての政策を行う強い責任を負うとの一文を記載。「強い責任と用意(readiness)」を強調した前回の声明に比べ、早期の追加利上げのイメージはやや低下したと思われる。

【図7】急騰したコメの小売価格(左)、急減した政府の備蓄米(右)



【図8】累計1.5%ポイントの利上げを実施(左)、低下を続けるペソ相場(右)



● 当局者の一部は利上げ休止の可能性を示唆

10月半ば以降には、BSPの金融委員会(委員数は7名)の複数の外部委員が、今後の利上げ休止の可能性に言及しました。フェリペ・マデラ委員は、既に1.5%ptという大幅な利上げをしており消費者物価の前月比が鈍化する兆しがあれば利上げを休止するかも知れないと発言。また、ブルース・トレンティノ委員は、物価は鈍化しておりペソ相場も年末にかけて(季節的な送金額の増加等で)安定化するであろうと指摘し、状況がよければ利上げを休止できると述べました。政府に指名された外部委員の間では、短期間に大幅な利上げを行ってきたため、ひとまず利上げを休止して様子を見るべきという考えが強い模様です。一方、エスペニャBSP総裁は、次回11月15日の会合での追加利上げの可能性を排除せず。約5週間の傷病休暇(舌癌の治療)より復帰した直後の10月26日、次回の会合では、インフレ期待をしっかりと抑制するために、もう一回の穏やかな利上げでことを仕上げる必要があるかを判断することになろうと発言しました。

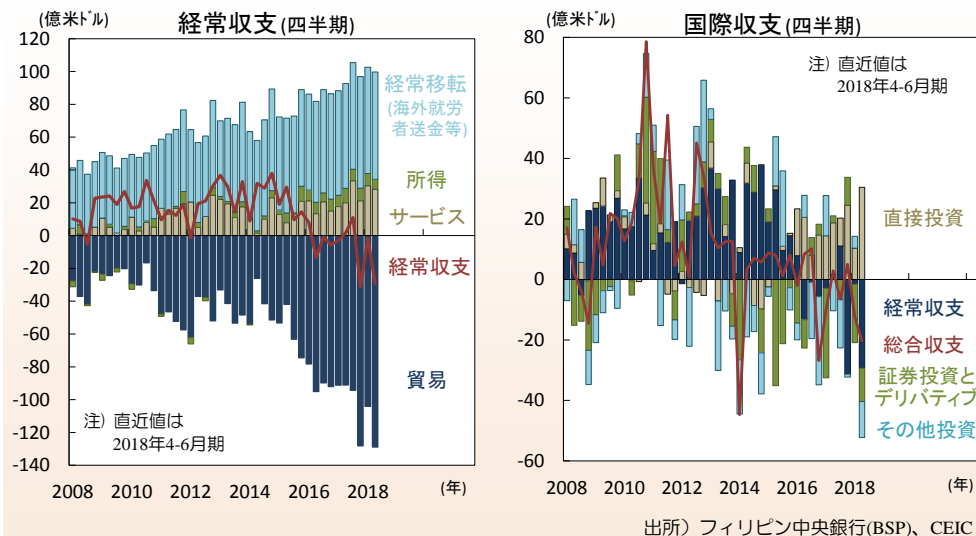
今年初の増税による前年比の押し上げは来年初にはく落する一方、来年初には追加増税や電力価格引き上げの可能性も残ります。また、9月に来襲した大型台風によって、食品物価は当初見込まれた以上に上昇。インフレ高止まりのリスクは無視できません。

● ペソは下落を続けるも、4月以降の下落率はやや鈍化

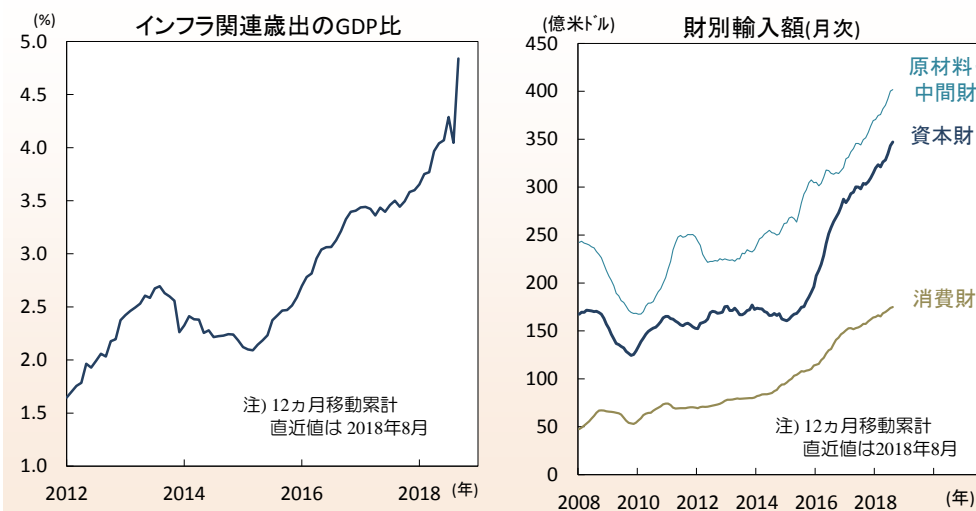
BSPは、コメ輸入の加速に伴う穀物価格の鈍化など物価動向を慎重に見極めつつ、今年末から来年初にかけて0.25%ptの追加利上げを行う可能性が高いと考えられます。

通貨ペソは、(a)今年初から3月末にかけて対米ドルで▲4.0%と主要アジア通貨最大の下落率であったものの、(b)その後10月末にかけては同▲2.3%と最も小さい下落率でした(図8右)。近年は、拡大する経常赤字とこれをカバーする資本流入源の乏しさによる国際収支の弱さがペソの構造的な重石に。これに加えて、上記(a)の期間には、利上げ開始を先送りしペソ相場の下落を容認するBSPの姿勢も相場の重石でした。黒字基調であった同国の経常収支は、2016年より赤字基調に(図9)。現政権によるインフラ投資の加速等とともに資本財輸入が急増し(図10)、貿易赤字が急拡大した影響です。また、国際燃料価格の上昇も、燃料依存度の高い同国の輸入額を押し上げました。経常収支が悪化する一方、安定的な資本流入源はみつきりません。2017年の直接投資収支は+81億ドルと前年の+59億ドルより拡大(図9右)。しかし、海外親会社からの投資は貸付が中心です(図11左)。同貸付は為替ヘッジされることが多く、ヘッジされないことの多い出資(株式取得)に比べ、ペソ相場の押し上げ効果は限定的と考えられます。

【図9】貿易赤字が拡大し経常収支が悪化(左)、国際収支は赤字基調に(右)



【図10】政府のインフラ投資が加速し(左)、資本財輸入が拡大(右)



● 経常赤字をカバーする安定的な資本流入源は不在

また、証券投資収支は2017年に▲38億ドルと前年の▲14億ドルより赤字が拡大。その他投資収支も▲21億ドルと2年連続の赤字となりました。同国の株式市場からは資本流出が続いており、債券投資資本の流入も限定的です。同国のペソ建て国債は、税制上の問題や流動性の低さゆえに海外資本の受け皿とはなっておらず、代表的な新興国債券指数(JPM-GBI-EM等)にも未採用。ペソ・リンクのドル建て債(グローバル・ペソ債)のみ一部の指数に採用されているものの残高は僅かです。この点で、前記指数に採用され安定的な債券投資資本流入があるインドネシアやマレーシアとは対照的です。

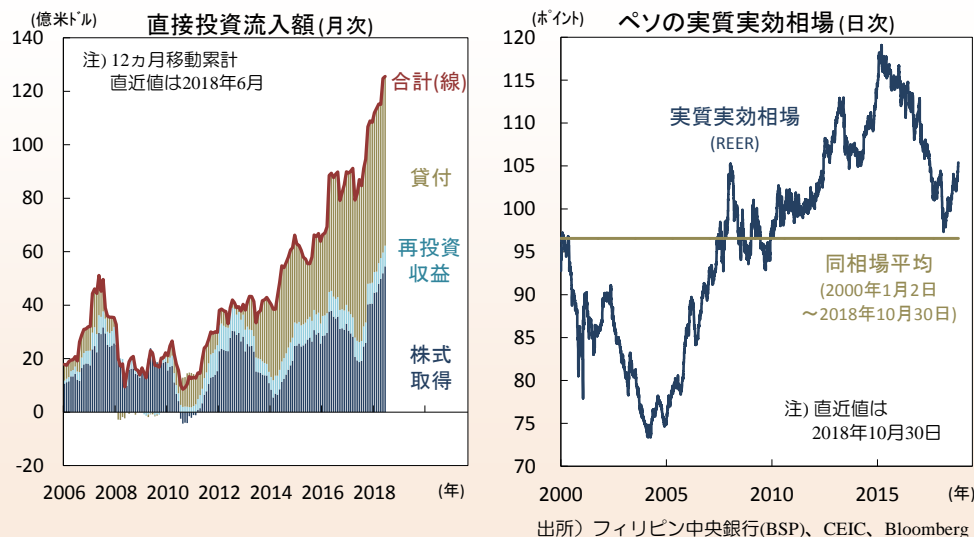
また、利上げ開始を先送りしペソ相場の下落を容認してきたBSPの姿勢も相場の重石でした。経常収支が赤字となりペソ安が進んだ2016年初頃は外貨準備が大きく変動せず(図8右)。BSPは積極的かつ継続的なドル売り市場介入などによって相場の下落を抑えることはせず、ペソ安を容認していた模様です。ペソ安容認の背景には、(1)近年伸び率の鈍化する海外就労者送金の購買力の維持や、(2)BPO産業等の輸出競争力の維持の必要性があったとみられます。また、当時はペソ安に伴う輸入インフレが波及するリスクの低かったこともこうした相場運営を促したとみられます。

● 中央銀行タカ派化等に伴ってアジア最弱通貨の地位を返上

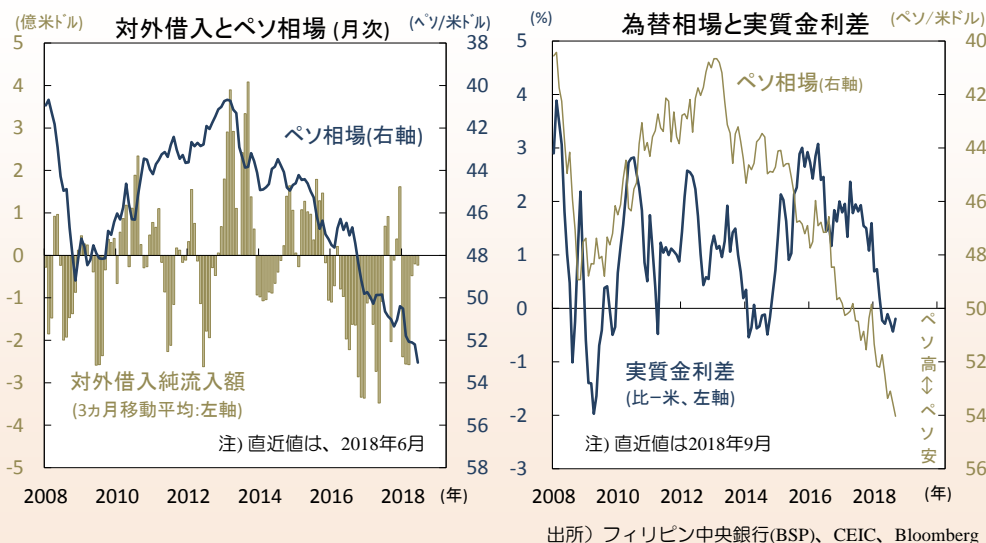
米ドル高が進み近隣諸国通貨が下落した2014-15年にもペソは安定的に推移。2016年初当時、同通貨には割高感がありました。しかし、2016年半ばよりペソが軟調に推移したため割高感はひとまず解消(図11右)。また、BSPは今年5月の政策会合で従来の姿勢を改め、利上げ先送りとペソ安容認から物価抑制に向けた連続利上げとペソ安への警戒へと方向を転換しました。9月7日には、ペソ差金決済の国内先物取引(国内NDF)の入札制度(通貨リスク保護プログラム:CRPP)を再導入。海外借入の為替ヘッジ手段を提供し、通貨下落圧力を抑える構えです。近年、国内企業による対外借入の繰上げ返済が加速し(図12左)、国際収支赤字を押上げ。物価上昇と利上げ開始の遅れや米国の利上げ進展に伴って、対米の実質金利差が縮小したことが背景とみられます(図12右)。

上記のBSPの姿勢の変化に伴って従来のペソ安の原動力の一部は消失し、ペソは、今年初までの主要アジア通貨最弱の地位を返上したと考えられます。もっとも、多額のインフラ投資に伴う資本財の輸入などのために、経常赤字は高水準で推移する見込みです。安定的な資本流入源の不在という構造ゆえに国際収支は引き続き赤字基調となり、ペソ相場は今後も当面方向感なくもみ合う展開が予想されます。(入村)

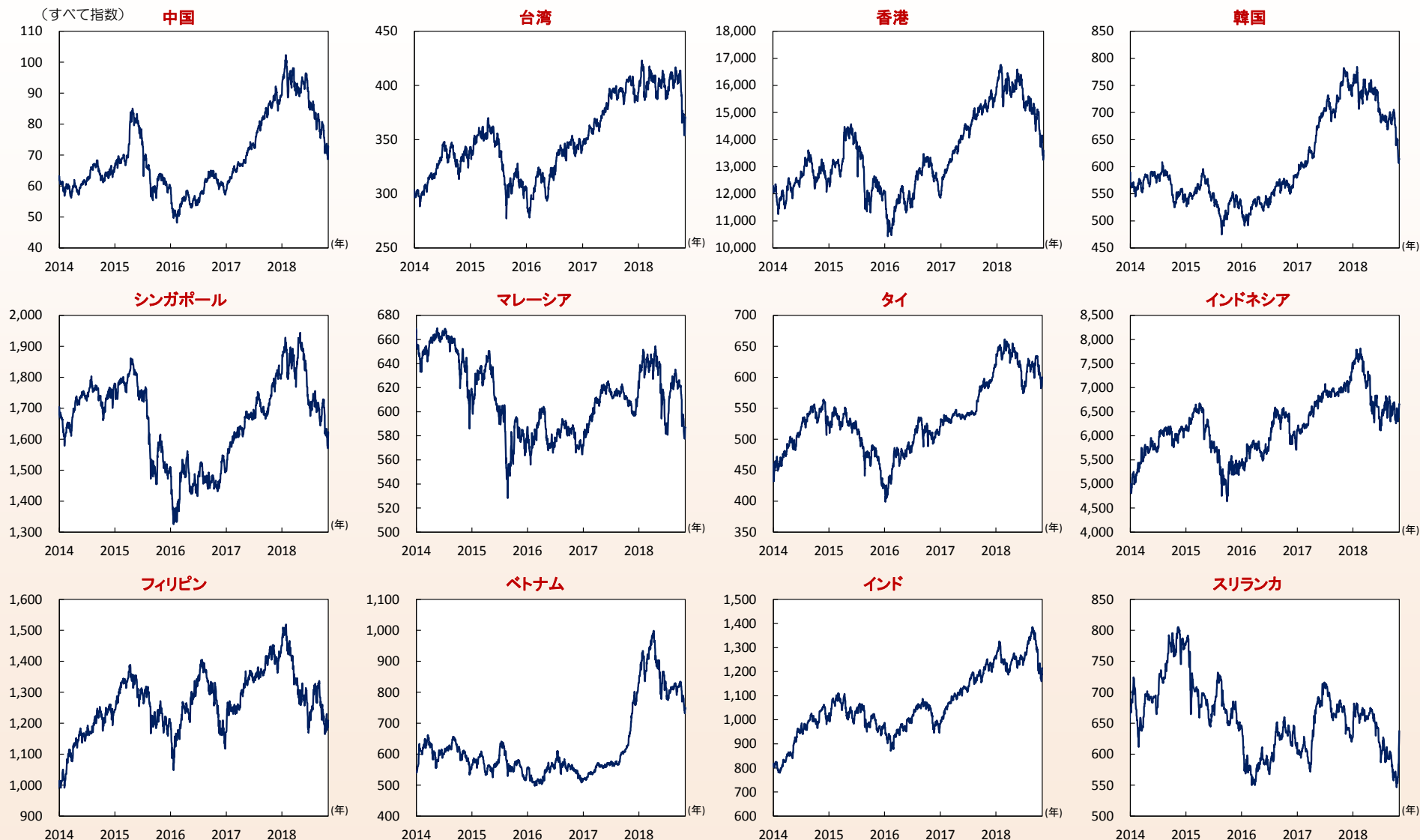
【図11】直接投資の多くは親子間貸付(左)、ペソの割高感は解消(右)



【図12】対外繰上返済加速(左)の背景は、対米実質金利差縮小か(右)



【アジア・マーケット・ウォッチ】(1) 株価

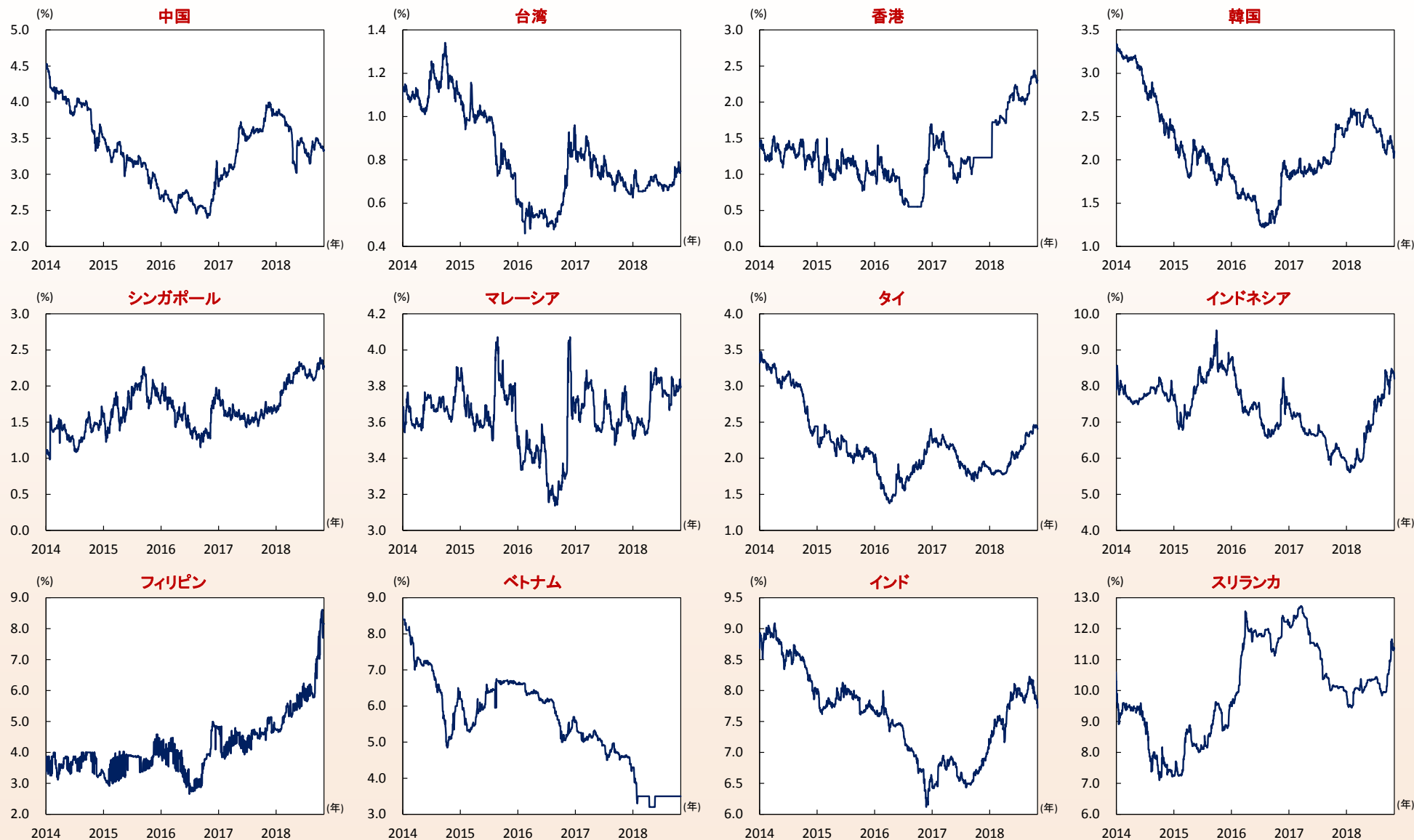


注1) 直近値は、2018年11月1日。

注2) ベトナムとスリランカはMSCIフロンティア・マーケット インデックス、その他はMSCI オールカントリー・ワールド インデックスの国別指数（現地通貨ベース、配当込み）。

出所) MSCI、Bloombergより当社経済調査室作成

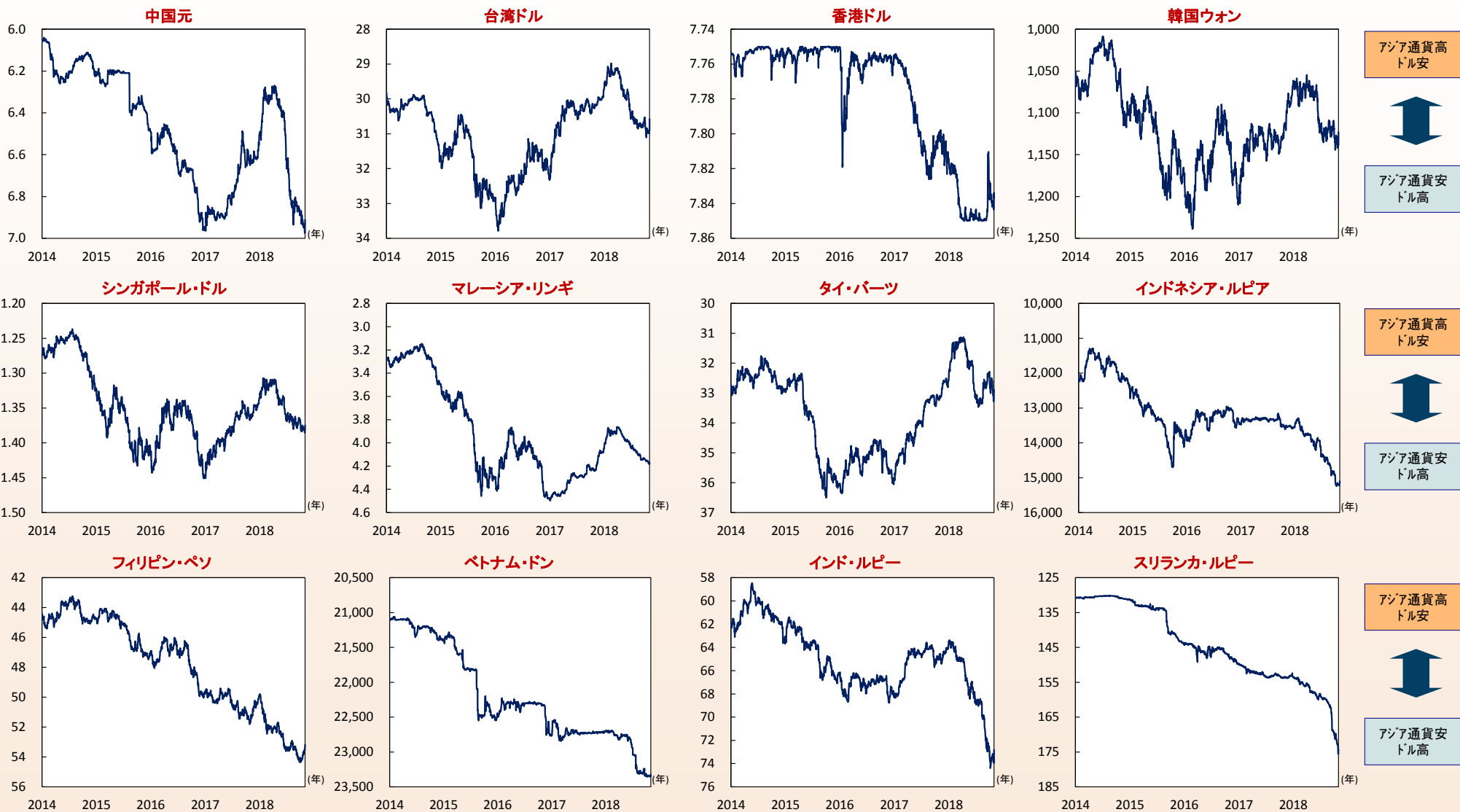
【アジア・マーケット・ウォッチ】(2) 自国通貨建国債利回り



注) すべて5年国債利回り、直近値は、2018年11月1日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【アジア・マーケット・ウォッチ】(3)アジア通貨の対ドル相場



注) 単位は、アジア通貨/米ドル(1米ドル=アジア通貨)、直近値は、2018年11月1日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJ国際投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。本資料は、投資勧誘を目的とするものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。（作成基準日: 2018年11月1日）
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮していません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJ国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。

本資料中で使用している指数について

MSCI オールカントリー・ワールド インデックス、MSCI エモフィア・マーケット インデックスに対する著作権およびその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。Markit Economics Limitedの知的財産権およびその他の一切の権利はMarkit Economics Limitedに帰属します。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号
加入協会：一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会