

【フィリピン】国際収支統計への疑念が浮上する中で冴えを欠くペソ相場 ..... 1ページ

【アジア・マーケット・ウォッチ】 ..... 6ページ

## 【フィリピン】国際収支統計への疑念が浮上する中で冴えを欠くペソ相場\*

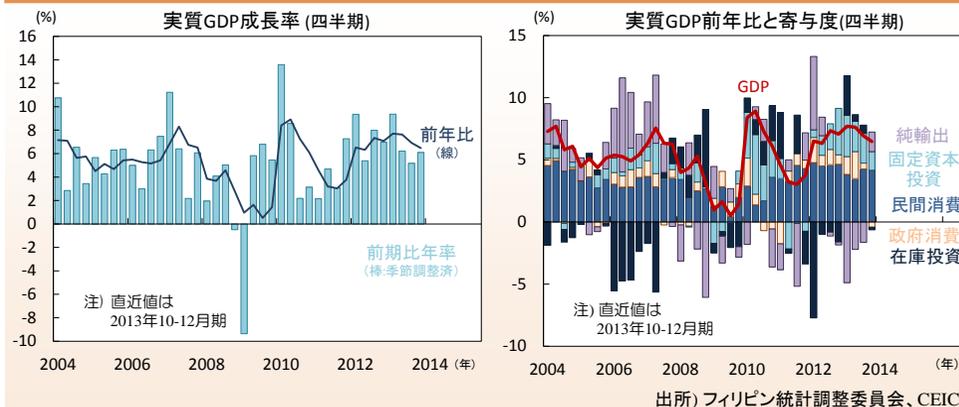
## ● 台風被害にもかかわらず堅調な拡大が続く景気

底堅い景気拡大が続くフィリピンでは、インフレ懸念が浮上しています。フィリピン中央銀行(BSP)は3月の政策会合で流動性吸収のための預金準備率の引き上げを行うと同時に、声明で将来の利上げの可能性を示唆しました。為替市場では、年初よりペソの対ドル相場は下落基調で、堅調なインドやインドネシアの通貨とは対照的です。冴えない相場の主因は、証券投資資本の流出ですが、同国の貿易統計の正確さへの疑念から、これまでペソの支援要因とされてきた多額の経常黒字そのものが疑問視され始めたことも一因とみられます。本稿では、フィリピンの景気物価状況を概観するとともに、金融政策動向について考察、足元で浮上する貿易収支統計に対する疑念について整理するとともに、為替相場動向について分析します。

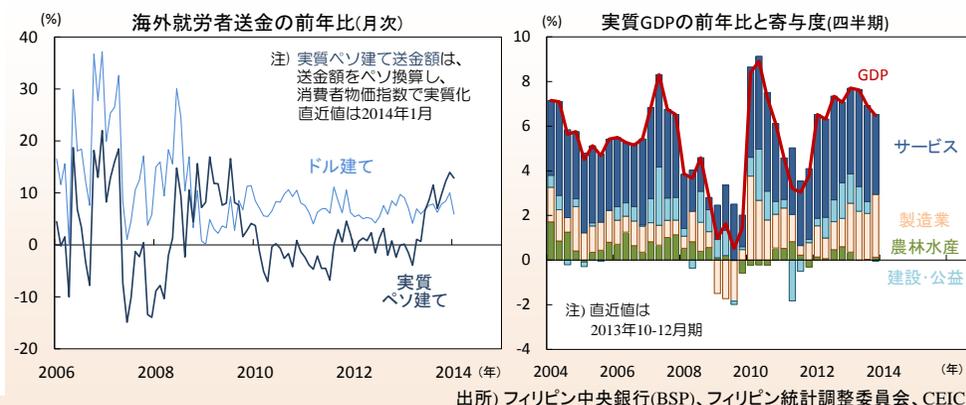
同国では、堅調な景気拡大が継続しています。昨年11月の台風被害で一部の部門が減速したものの、影響の少なかった部門は底堅い伸びを維持しました。10-12月期のGDPの前年比は+6.5%と、前期の同+6.9%より鈍化しつつ堅調で、季節調整の前期比年率は+6.1%と前期の+5.2%より加速(図1左)。2013年通年の成長率は+7.2%と、前年の+6.8%を上回りました。

需要側では、力強い内需が成長をけん引しています(図1右)。民間消費は前年比+5.6%と、前期の+6.2%より鈍化しつつ堅調でした。クリスマス休暇を含む期間にもかかわらず台風被害などの影響で飲食料の消費が伸び悩んだものの、ホテル・レストラン、教養・娯楽、運輸、通信など裁量の消費が伸長。海外就労者からの送金が底堅く伸び、ペソが対ドルで下落したため同送金による資金の購買力が増し、家計消費を下支えたとみられます(図2左)。政府消費は前年比▲5.2%と前期の+4.6%から反落、年前半の歳出前倒しからの反動です。固定資本投資は同+7.0%と前期の+11.9%より鈍化。建設投資が同▲0.5%と前期の+4.1%より反落しました。

【図1】堅調な内需にけん引され底堅い拡大を続ける景気



【図2】国内消費を支える海外就労者送金の伸び(左)



## ● 内外需にけん引され製造業やサービス業が堅調な伸び

台風被害による建設の遅延や、公的資金の不正流用に関する捜査が進む中で公共投資への取組みが慎重化したため、建設投資が落込んだとみられます。一方、設備投資は前年比+15.5%と前期の+20.0%より鈍化しつつ堅調。空運、陸運部門の投資が急伸び、一般産業用機械部門の投資も底堅く伸びました。外需では、総輸出は前年比+6.4%と前期の+12.8%より鈍化する一方、輸入が同+1.9%と前期の+16.4%より大きく鈍化したため、純輸出の寄与度は+1.6%ポイントと前期の▲1.6%ポイントから改善しました。

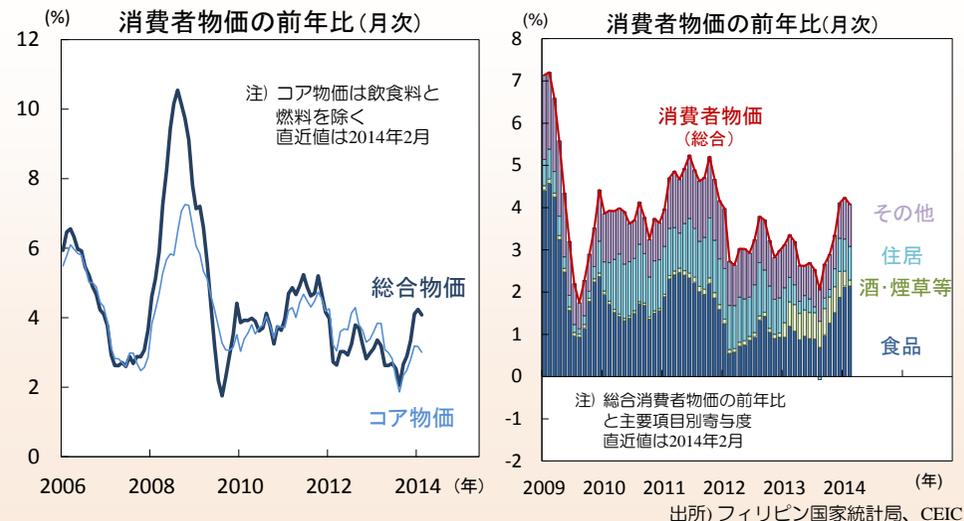
生産側では、製造業が同+12.3%と前期の+9.7%より加速。繊維・衣服、石油製品、電気製品などが低迷した一方、内外需の伸びを受けて飲料、化学製品、家具等の伸びが加速しました。建設業は同▲0.8%と前期の+4.5%より反落、民間と公的部門とも建設投資が落込んだ影響です。公益は同+2.5%と前期の+6.7%より鈍化、台風被害による発電量の低下によります。サービス部門は前年比+6.5%と前期の+7.4%より鈍化しつつ底堅い伸びを維持。不動産等が鈍化した一方、旺盛な民間消費に支えられ卸売・小売が加速しました。農林水産は前年比+1.1%と前期の+0.3%より改善。台風被害でトウモロコシやココナツがマイナスの伸びとなった一方、米、家禽類などが堅調に伸びました。

## ● 景気拡大は継続し、今年通年では+6%台半ばの成長か

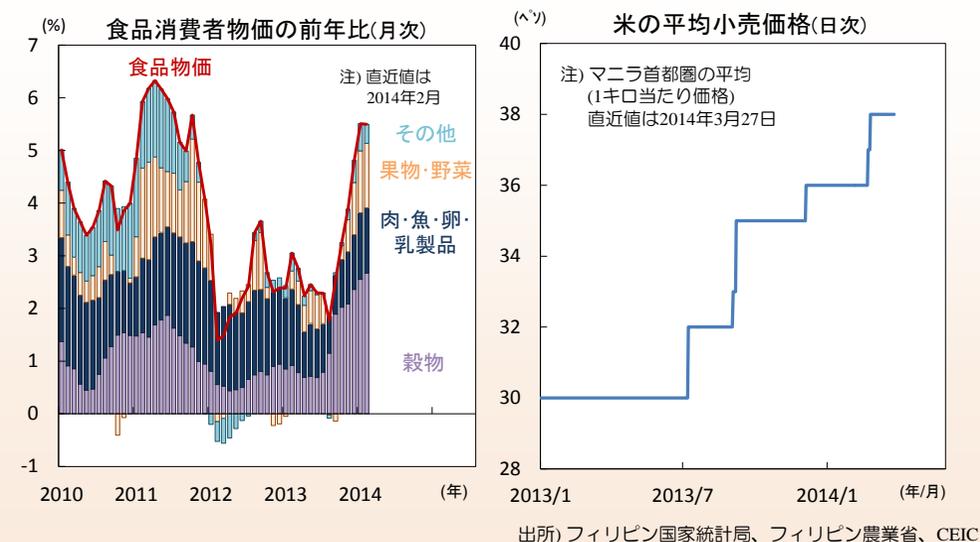
台風被害で10-12月期にやや鈍化した景気は、今年前半に再び勢いを取り戻すでしょう。台風被害地域の電力供給の復旧などに伴って、同地域の生産活動は正常化するとみられます。政府は12月にGDP比3%相当の投資を含む被害地域の復興計画を公表しており、前半には復興投資による需要押し上げも見込まれます。また、底堅い海外就労者送金の伸びは、引き続き民間消費を下支えするでしょう。今年通年の成長率は+6%台半ばと、昨年の+7.2%を下回りつつ堅調なものになる見通しです。

堅調な景気拡大が続く中で物価は上昇しています。2月の消費者物価は一時的な要因で前月より鈍化したものの、インフレ圧力は増しているとみられます。3月5日公表の2月の総合消費者物価は前年比+4.1%と前月の+4.2%よりやや鈍化し、コア物価も前年比+3.0%と前月の+3.2%より低下(図3左)。しかし、両物価の低下は、昨年1月に行われた酒・煙草への物品税引上げ(「罪悪税」)の影響(前年ベース効果)がはく落したことによります(図3右)。酒・煙草を除く総合物価の前年比は+4.0%と前月の+3.9%より上昇しており、同コア物価の前年比も+2.9%と前月の+2.7%より上昇するなど、足元のインフレ圧力は増えています。

【図3】2月の消費者物価はやや鈍化も(左)、主に酒・煙草増税の反動(右)



【図4】台風被害の後遺症などで、米、野菜、果物物価は高止まり(左)



## ● 今後も容易に沈静化しないとみられる消費者物価

食品物価(飲料を含む)は前年比+5.5%と前月と同水準で高止まっています(図4左)。11月の大型台風による作物や流通網への被害の後遺症で、米、野菜、果物の物価が下げ渋っていることが主因です。密輸の取締り強化の影響などから米の供給が細り、政府の備蓄米の水準も平年の半分程度まで低下、マニラなど都市部の米の小売物価も上昇しています(図4右)。消費者物価バスケットの9%を占める同物価が今後も上昇すれば、その影響は無視できません。加えて、ペソ相場下落による輸入物価の上昇や強い内需などを背景に、コア物価の一部も上昇しています。加工食品は前年比+3.9%と前月の+3.8%を上回り、衣服・履物も同+3.7%と前月の+3.4%より上昇、家具・内装等も同+2.8%と前月の+2.6%を上回りました。

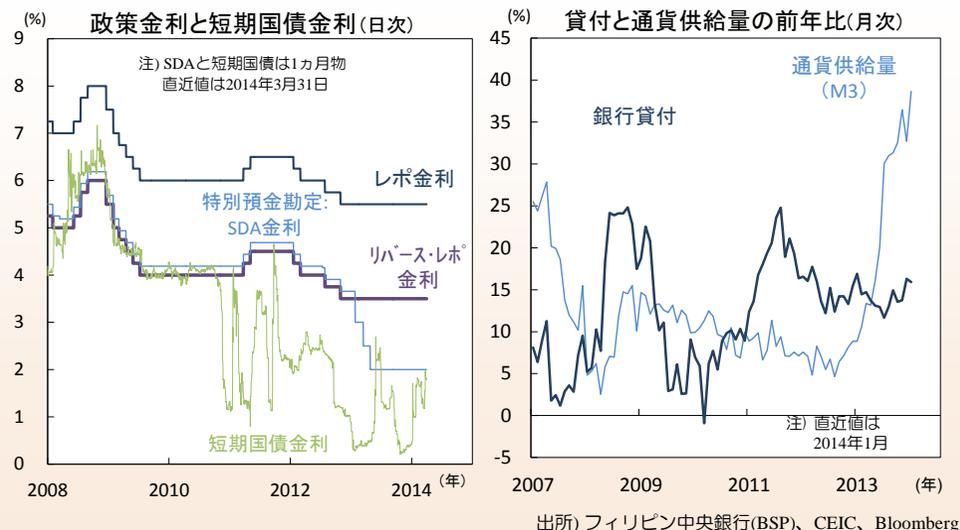
4月22日には、高等裁判所がマニラ電力(MERALCO)に対して発令した電力料金引上げの停止命令が期限切れになります。同命令が延長されなかった場合、同社は当初計画どおり電力料金を最大40%上げるでしょう、中央銀行の試算によれば、上記の価格引上げによって、2014年の総合消費者物価は0.2%ポイント押し上げられる見込みです。インフレ圧力は、今後も容易に沈静化しないとみられます。

## ● 預金準備率を引上げ、将来の利上げも示唆した中央銀行

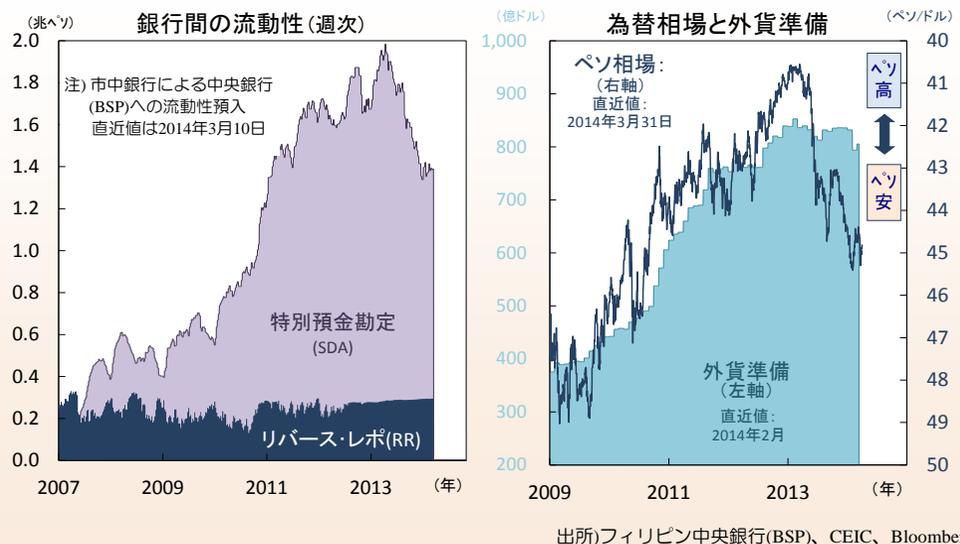
インフレ圧力が徐々に高まる中、フィリピン中央銀行(BSP)は流動性の吸収に乗り出しました。3月27日、BSPは、政策決定会合でリバース・レポ(RR)金利(政策金利)と特別預金勘定(SDA)金利を3.5%と2%で据置くことを決定(図5左)、Bloomberg集計では、エコノミスト16人中13人が政策金利の据置きを予想、ほぼ予想通りの決定でした。BSPは、同時に、銀行の所要預金準備率を4月4日から18%から19%に引上げることも決定。同引上げに伴って、銀行間資金600億ペソ程度が吸収される見込みです。

BSPは今回金利を据置いたものの、政策声明は前回よりインフレ警戒的になりました。同声明は、公共料金引上げや食品・燃料価格の上昇によるインフレ上ブレのリスクがあると前回同様の指摘をする一方、前回あった「インフレは管理可能」との一文を削除。海外では金融政策の正常化が進んでおり、力強い成長見通しの下で「政策手段の漸進的な調整の余地が生まれている」と、利上げも含む政策変更の可能性も示唆しました。BSPは、所要預金準備率の引上げについて、流動性の伸びと銀行与信の拡大による金融面の安定性に対するリスクに備えるためと説明。昨年12月末の広義流動性(M3)は前年比+32.7%と(図5右)、昨年の名目GDPの前年比+9.3%を大きく超過しています。

【図5】政策金利を据置いた中央銀行(左)、急伸する通貨供給量(右)



【図6】減少するSDA残高(左)、昨年末より下落基調のペソ相場(右)



## ● 今後は、特別預金勘定金利、政策金利の順で引上げか

BSPが銀行の信託勘定によるSDAへの資金預入を制限したことに伴って、同勘定から資金が流出したことが主因です。2月末時点のSDA残高は1兆3,762億ペソと前年同期より5,405億ペソ減少(図6左)、流出した資金が銀行間の流動性を押上げており、銀行の総貸出の前年比も上昇し始めています(図5右)。

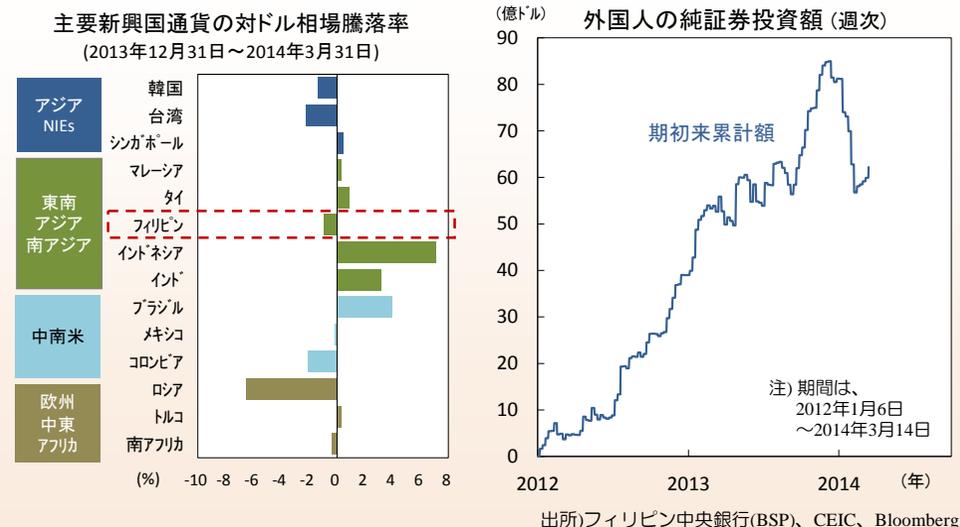
所要預金準備率の引上げは、近い将来の利上げも念頭に、過剰流動性を吸収するために行われたとみられます。もっとも、今回の資金吸収額は600億ペソと、SDAから流出した5,405億ペソに比べ小さく、今後も追加的な同準備率の引上げが行われる可能性が残ります。インフレ警戒感を高めるBSPは、早ければ次回5月8日にも金利の引上げを開始するでしょう。この際、SDA金利の引上げが先行し、政策金利の引上げはその後となる可能性が高いとみられます。BSPはリバース・レポ(RR)金利を政策金利と呼んでいるものの、市場への影響が大きいのはSDA金利です。BSPによる資金吸収手段はRRとSDAと為替スワップですが、BSPの保有する国債(RRの担保)が限られていることもあり、担保が不要のSDA残高は2月末時点で1兆3,762億ペソとRR残高の4.7倍に上ります(図6左)。この結果、SDA金利は市中銀行の実効借入金利を大きく左右します。

## ● 年初より冴えを欠くペソ相場

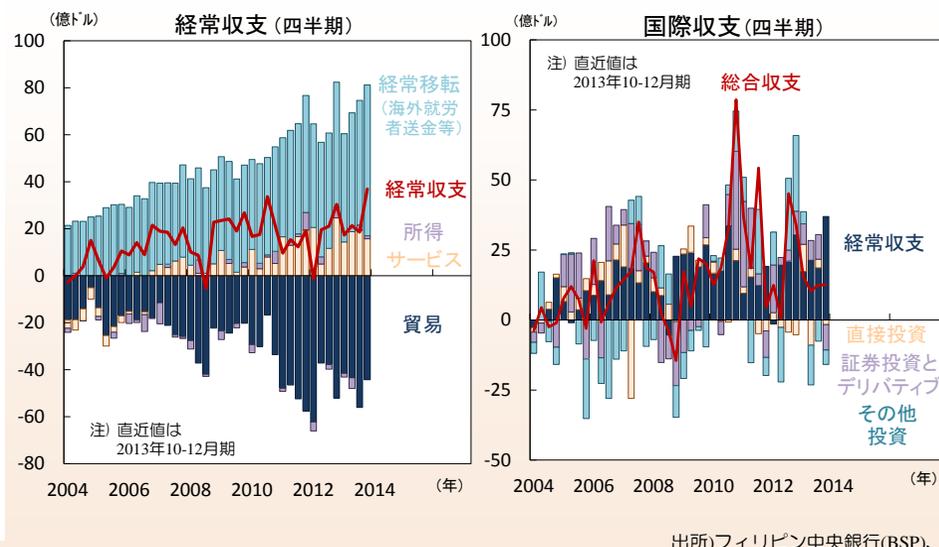
通貨ペソは、年初より3月31日にかけて0.9%下落(図6右)。同期間に7.1%上昇したインドネシア・ルピアや3.2%上昇したインド・ルピーとは対照的です(図7左)。

11月下旬から2月上旬にかけて債券を中心に累計27億ドルの証券投資が流出し(図7右)、ペソ相場を押下げました。従来、ペソ相場は多くの要因に下支えされていると考えられてきました。即ち、(1)海外就労者送金、コール・センターなど事業プロセス外部委託(BPO)収入を初めとする安定した収入に支えられた多額の経常黒字(図8左)、(2)近隣諸国に比べ堅調な経済成長見通し、(3)財政収支と対外収支の安定化により高まる信用力、(4)現アキノ大統領の下で安定化した政治社会状況などです。しかし、信用力や経済成長力の改善は既に広く認知されており、同国のドル建て国債価格は同格付の他の新興国債に比べやや割高な水準でした。また、昨年5月下旬より8月末にかけて米国の量的金融緩和の縮小が意識される中、投機筋の一部は、インドやインドネシアなど経常赤字国の通貨を売りフィリピン、韓国、台湾など経常黒字国の通貨を買う動きを活発化。その後、インドとインドネシアの対外収支が徐々に安定化する中、昨年末より上記の取引を解消する動きも目立ち、ペソ相場を押下げた模様です。

## 【図7】 ペソ相場を押下げた証券投資資本の流出(右)



## 【図8】 海外就労者送金などに支えられ、経常収支は黒字基調(左)



## ● 実は経常赤字国？ 浮上する輸入の過少計上問題

また、(1)インフレ圧力が高まる中で維持される低金利、(2)経常収支が政府統計が示す以上に悪化しているとの疑念も、ペソ相場の上値を重くしている模様です。

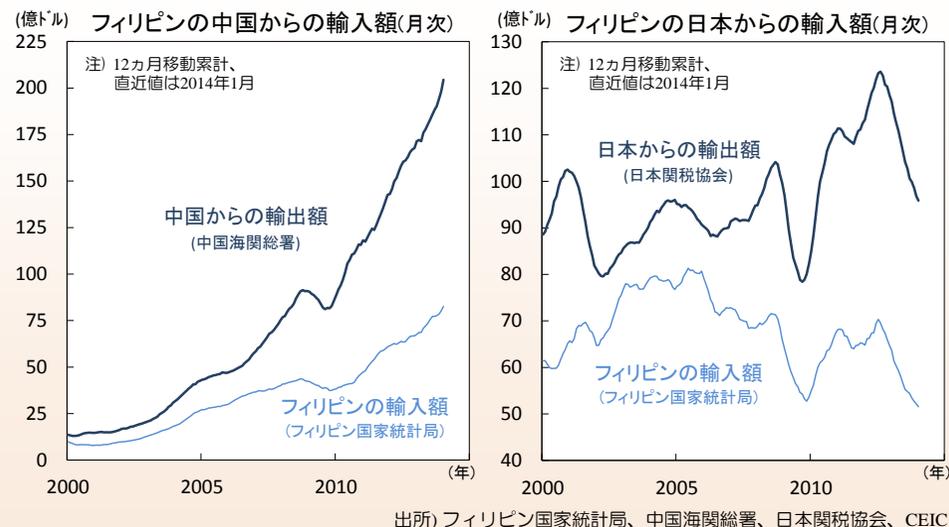
市場では、同国の輸入は過少計上されており、経常黒字幅は政府統計ほど大きくない(または赤字である)との疑いが浮上しています。輸出は高い伸びを続ける一方で輸入の伸びは鈍く、2012年と2013年の輸出の前年比が+7.9%と+3.6%であった一方、輸入は同+2.7%と▲0.5%でした。主要輸出品である電子部品の生産に中間財の輸入が欠かせず、強い内需の下で資本財や消費財の輸入が増加するであろうことを考えると、輸入の伸びの鈍さは不自然に見えます。主要な輸入先である中国、日本、台湾、韓国などの現地統計によるフィリピンへの輸出額は、フィリピン国家統計局の貿易統計による上記4カ国からの輸入額を大きく超過(図9、図10左)。これら4カ国の統計の輸出額が正しいと仮定した場合、2013年の同国の貿易赤字は政府の貿易統計より251億ドル大きく、同年の経常収支は94億ドルの黒字ではなく、157億ドルの赤字であったことになります。輸入額が過少計上されている原因は不明ながら、関税局が汚職の温床となっており関税逃れのための密輸の規模も大きいとの見方が広く共有されている模様です。

## ● 金利引上げが始まればペソ相場は安定化か

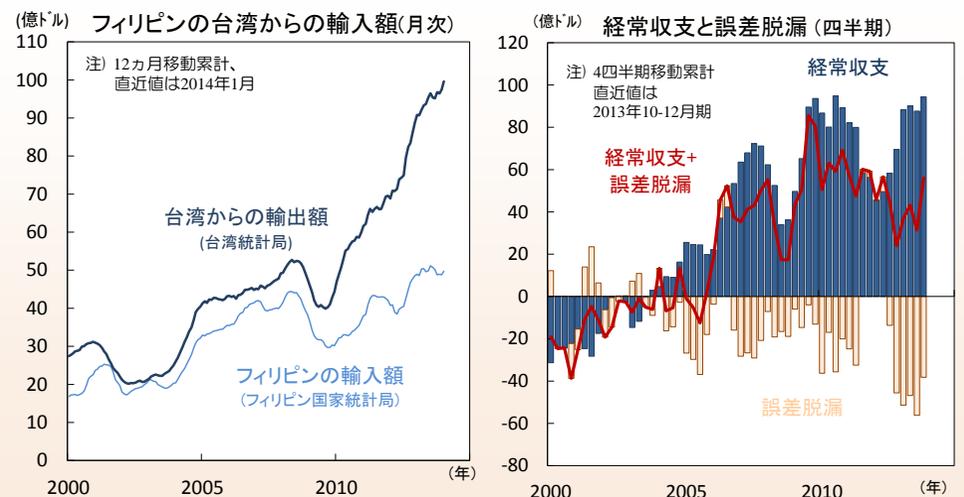
しかし、輸入の過少計上の問題は従来より指摘されており、足元のペソ安の原因とするには無理があります。輸入だけでなく、膨大な数の小口送金からなる海外就労者からの送金も過少計上されているとみられ、2013年のIMFの推計では実額は政府統計の1.5倍に上ります。輸入の過少計上のみを取り上げて経常収支の推計をすることはバランスを欠くと言えるでしょう。国際収支の誤差脱漏は、近年、恒常的にマイナスで(図10右)、輸入の過少計上の影響を受けている可能性は否定できません。しかし、誤差脱漏の全額が輸入の過少計上等によると仮定してこれを経常収支に加えたとしても、2013年の経常黒字は56億ドルと(図10右)、GDP比2%前後に相当します。

前述の通り、BSPは従来よりインフレ警戒的になっており、今後、預金準備率の追加引上げによる流動性の吸収や、SDA金利やRR金利の引上げを行う可能性が高いとみられます。この場合、実質金利が上昇するにつれ、ペソ相場への下押し圧力は和らぐでしょう。BSPは、海外就労者送金の購買力やBPO部門の競争力を減じるペソ高には警戒的であるものの、近隣諸国通貨並みの相場上昇には寛容とみられます。金利引上げ等とともに、ペソ相場は安定化に向かうと予想されます。(入村)

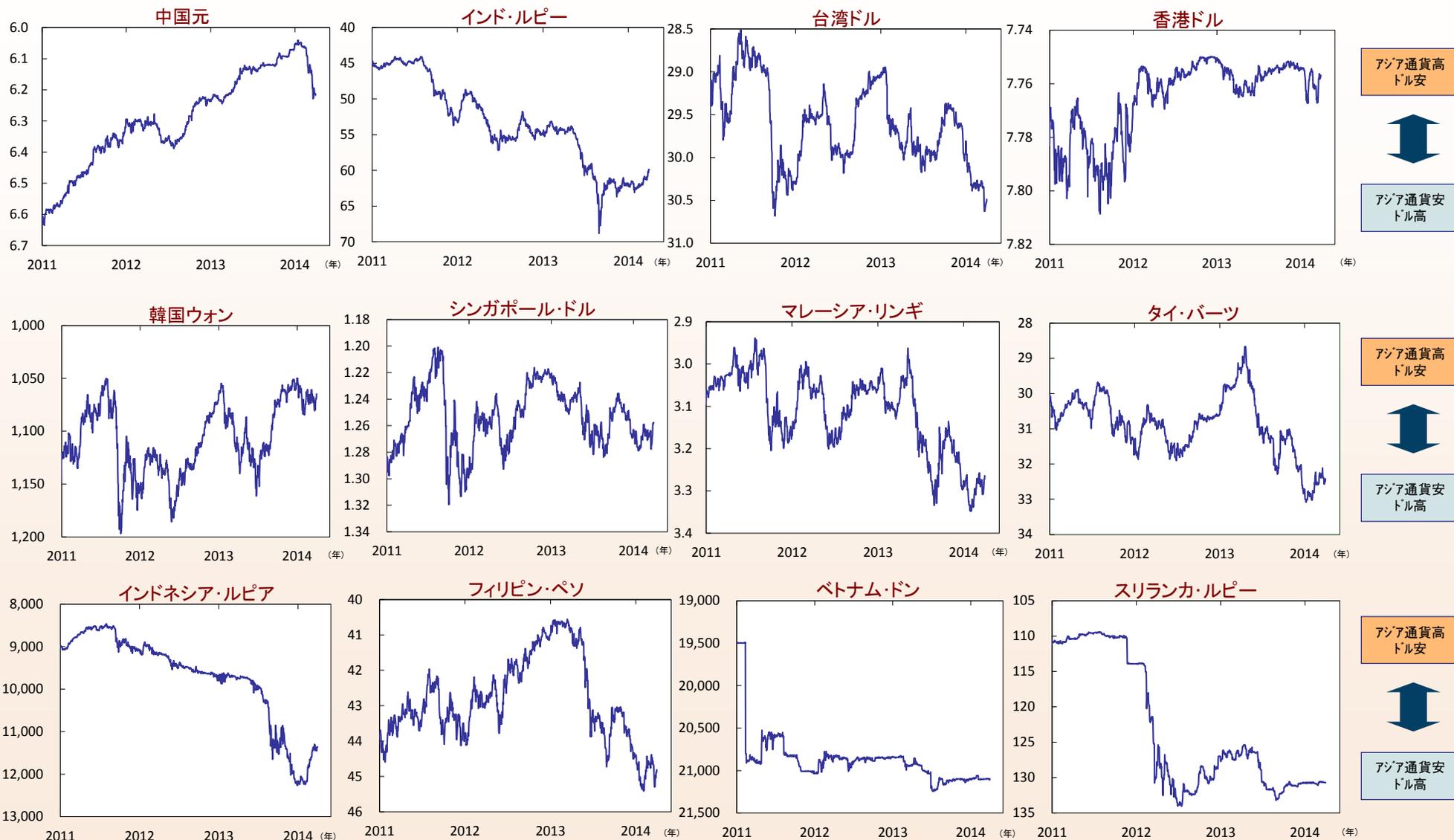
### 【図9】 輸入の過少計上か？ 大きく食い違う内外の貿易統計



### 【図10】 マイナスの誤差脱漏を差引いても足元の経常収支は黒字 (右)

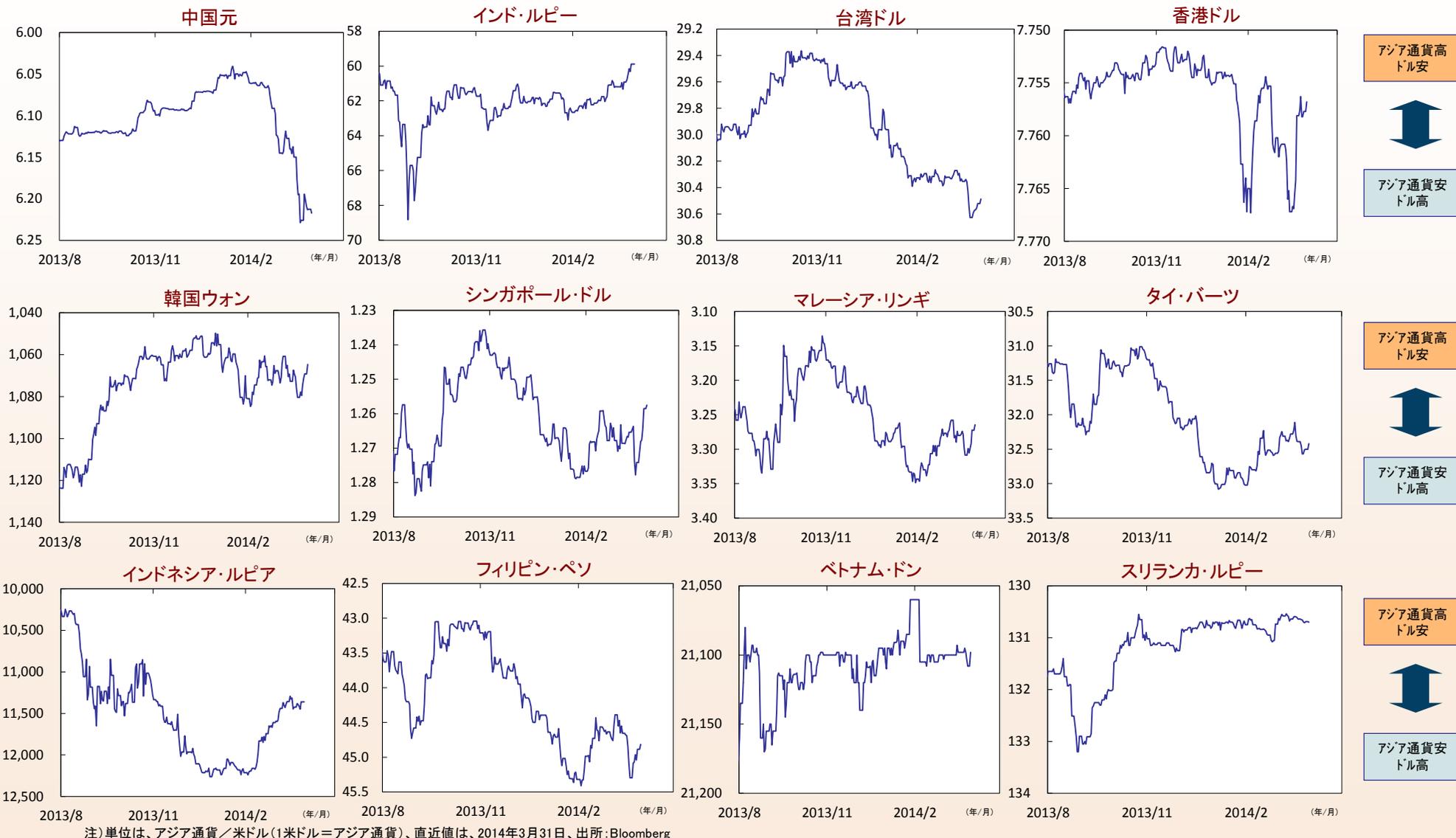


## 【アジア・マーケット・ウォッチ】アジア通貨の対ドル相場(1)過去3年間



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、2014年3月31日、出所: Bloomberg

## 【アジア・マーケット・ウォッチ】アジア通貨の対ドル相場(2)過去6か月間



### 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を目的として、国際投信投資顧問が作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。なお、以下の点にもご留意ください。

- 本資料中のグラフ・数値等はあくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。
- 本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。（作成基準日：2014年3月31日）
- 本資料は信頼できると判断した情報等をもとに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。
- 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国際投信投資顧問投資情報部の見解です。  
また、国際投信投資顧問が設定・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。