

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 武田 淳 03-3497-3676 takeda-ats@itochu.co.jp

堅調拡大ながら投資不足解消に課題を残すフィリピン経済

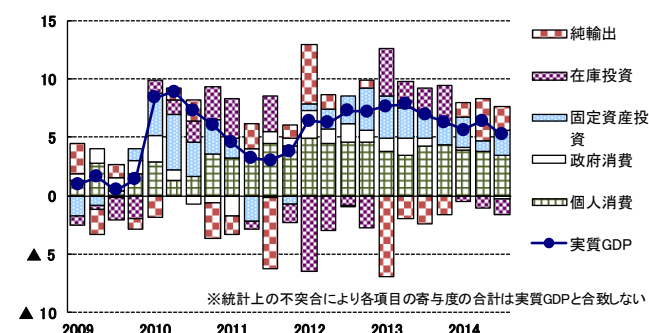
2014 年のフィリピン経済は、実質 GDP 成長率こそ低下したものの、民間部門の最終需要は総じて好調であり、成長鈍化は専ら政府支出の遅れと在庫投資の減少による。好調な最終需要と在庫投資の減少は供給力不足の可能性を示唆しており、実際にフィリピンの投資比率はインドネシアやタイに比べて低い。昨年の物価上昇を受けた金融引き締めは投資抑制要因となるが、今後は原油価格の下落が金融緩和余地を生じさせる。フィリピン経済が投資主導で成長ペースを加速し、再び 7% 成長を実現できるかどうかは、来年の政権交代を控えた政府のインフラ投資と金融政策の行方が大きなカギを握っていると言える。

2014 年のフィリピン経済は減速するも堅調拡大を持続

フィリピンの実質 GDP 成長率は、2013 年通年の前年比 +7.2% から 2014 年に入り 1～3 月期に前年同期比 +5.6% へ減速、4～6 月期は +6.4% へ加速したものの、7～9 月期は +5.3% へ再び減速するなど一進一退で推移し、1～9 月では前年同期比 +5.8% となった。伸びは前年から鈍化したものの、ASEAN 主要国は概ね 5～6% 程度を巡航速度としており、堅調な部類に入る。なお、10 月以降は工業生産に持ち直しの動きが見られるが、仮に 10～12 月期の実質 GDP 成長率が前年同期比で 6% 台を回復したとしても、2014 年通年では前年比 6% 程度にとどまるため、政府目標の 6.5～7.5% を達成することは困難な状況である。

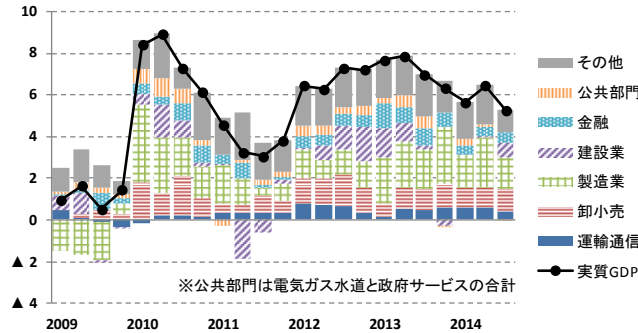
実質 GDP の動向を主な需要別に見ると、輸出が 2013 年の前年比 ▲1.1% から 2014 年 1～9 月は前年同期比 +11.1% の大幅増となったほか、個人消費 (2013 年前年比 +5.7% → 2014 年 1～9 月前年同期比 +5.6%) は堅調な拡大が続き、固定資産投資の約半分を占める機械投資 (+15.5% → +12.1%) も減速したとはいえ高い伸びを維持するなど、民間部門の最終需要は総じて好調であった。その一方で、政府消費 (+7.7% → ▲0.2%) は予算執行の遅れにより減少に転じ、建設投資 (+11.9% → +8.6%) は減速、2013 年に実質 GDP を 3.0%Pt 押し上げた在庫投資も 2014 年 1～9 月は 1.0%Pt の押し下げ寄与となった。なお、純輸出 (輸出 - 輸入) の実質 GDP に対する寄与度は、輸入 (+5.4% → +6.2%) が伸びを高めた一方で、上述の通り輸出が大幅増に転じたため、2013 年の ▲3.1%Pt から 2014 年 1～9 月は +2.3%Pt とプラスに転じている。

実質GDP成長率の需要項目別動向 (前年同期比、%)



(出所) CEIC DATA

実質GDP成長率の産業別動向 (前年同期比、%)



(出所) CEIC DATA

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、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

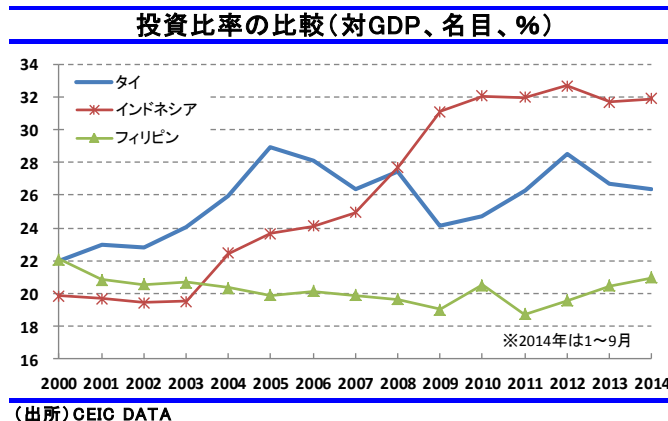
また、産業別には、運輸通信（2013年+5.6%→2014年1～9月+6.7%）や卸小売（+5.7%→+6.1%）が伸びを高め、製造業（+10.3%→+8.4%）は小幅減速ながら比較的高い伸びを維持した一方で、建設業（+9.6%→+4.3%）や金融（+12.6%→+6.5%）が大きく減速したほか、電気ガス水道（+4.9%→+2.4%）や政府サービス（+3.8%→+1.3%）といった公共部門の低調ぶりが目立った。

予算執行の遅れや投資不足が成長を抑制

このように、成長ペースが鈍化した要因は、最終需要の面では政府支出の抑制である。そして、在庫投資の減少や輸入の増勢加速は、生産能力の拡大が最終需要の増加に追いつかなかったことが、成長鈍化の一因となった可能性を示唆していると言える。

政府支出については、政府の2014年の歳出規模が予算ベースで前年比13%の大幅増となっているため、予算を順調に消化すれば政府消費の前年割れは回避できたと考えられる。なかでもインフラ関連については2013年11月に来襲した台風ヨランダによる被害からの復興支援のため大幅に積み増されているため、建設投資を相当程度押し上げるとみられていた。ところが、歳出の実績を見ると、6月までは年初からの累計で前年同期比+10.9%の大幅増であったが、11月までの累計では+5.1%まで伸びが鈍化しており、年後半にかけて予算の執行が遅れていたようである。ただ、税収などの歳入は6月までの累計の前年同期比+11.2%に対して11月時点でも+10.8%と高い伸びを維持しており資金面からの制約はないとみられるため、今後は予算の執行が進み、政府消費や建設投資は復調に向かうとみられる。

生産能力に関しては、固定資産投資の規模が他のASEAN主要国に比べ小さいことを踏まえると、需要増に対して投資が十分ではなかったことが成長を抑制する一因になったと考えられる。フィリピンの投資比率（GDPに対する固定資産投資の比率、名目）をタイやインドネシアと比較すると、2000年時点ではタイと同水準（22%）であり、インドネシア（20%）を上回っていたが、その後は2000年代を通じて低下傾向となり、2012年以降は上昇に転じたものの2014年（1～9月）においても21%にとどまっている。一方のインドネシアは2009年以降30%を超える水準が続き、タイも概ね20%台後半を維持しているため、これらと比べるとフィリピンの投資水準は相当に見劣りする。こうした固定資産投資の不足は既に経済活動に深刻な影響を与えており、交通渋滞が慢性化しているマニラ市では渋滞緩和のために導入したトラック通行規制によってマニラ港に輸入貨物が滞留¹するなど、部分的な対応では問題は解消できず抜本的な対策が必要な状況にある。

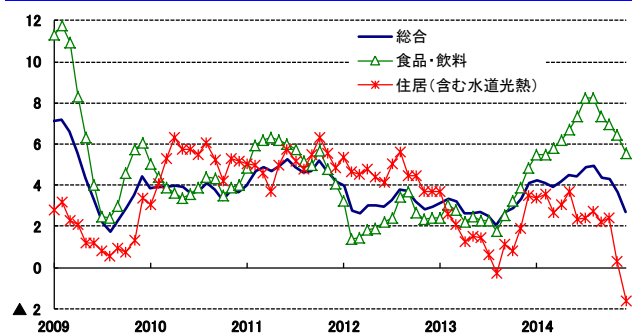


したがって、政府が目指す 7%超の成長ペースを取り戻すためには、固定資産投資の拡大による潜在成長率の底上げが不可欠であるが、2014年においては物価上昇率の高まりを受けた金融引き締めが、それを阻害する要因となった。消費者物価は、2013年12月に前年同月比の伸びが4%を上回り、2014年7月

¹ 2014年4～6月期のGDPベースの実質輸入は1～3月期の前年同期比+10.1%から+3.1%へ大きく鈍化、当社試算の季節調整値では4～6月期に前期比▲2.5%とマイナスに転じたが、その主因としてマニラ港における通関遅延が挙げられている。

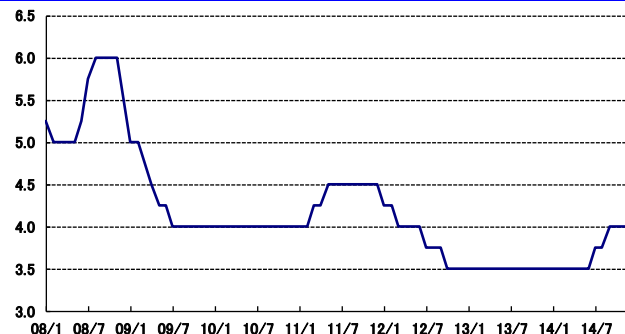
にはフィリピン中銀が目標とするレンジ（4%±1%）の上限近くとなる 4.9%まで伸びが高まった。主因は食品・飲料と住居費（含む水道光熱費）の上昇であり、それぞれ悪天候や原油などエネルギー価格の海外市場における上昇が背景であるが、これに対して中銀は7月と9月に政策金利である翌日物金利をそれぞれ 25bp 引き上げ、それまでの 3.5%から 4.0%とした。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) CEIC DATA

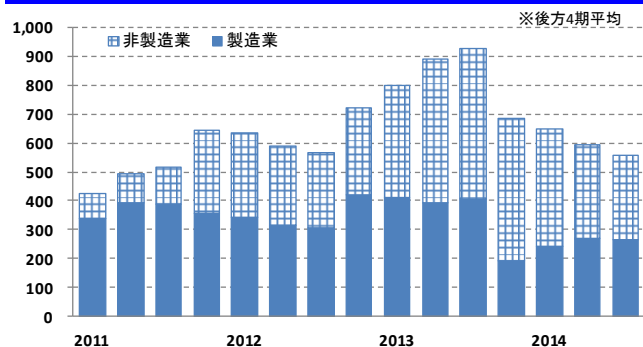
政策金利の推移(翌日物、%)



(出所) CEIC DATA

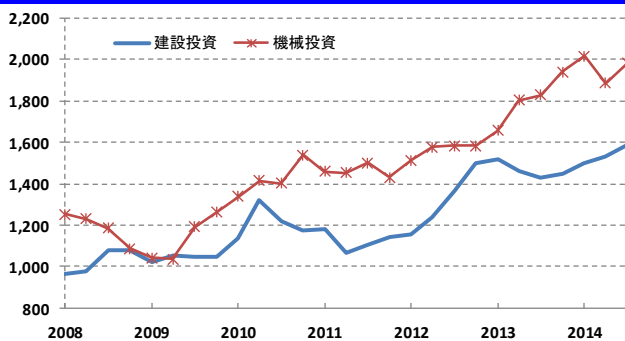
さらに、海外からの直接投資の増勢に陰りが見られることも、固定資産投資の拡大ペースを抑制する要因になっているとみられる。海外からの直接投資は、純流入額（ドルベース）で見ると 2013 年の前年比+12.7%から 2014 年 1～9 月累計では前年同期比+61.3%へ増勢を強めているが、認可額（ペソベース）では 2013 年に▲5.4%と 4 年ぶりの減少に転じ、2014 年 1～9 月累計では▲35.4%へマイナス幅が拡大、増勢が一服している。こうした直接投資の動きもあって、機械投資は 2013 年から 2014 年初めにかけて大幅に増加し、前述の通り 2014 年も 9 月までの累計では前年比で高い伸びとなったが、四半期の推移を見ると 2014 年 4～6 月期以降は一進一退であり増勢は衰えている（右下図）。

対内直接投資の推移(認可ベース、億ペソ、4期平均)



(出所) CEIC DATA

固定資産投資の推移(季節調整値、億ペソ、2000年価格)



(出所) CEIC DATA

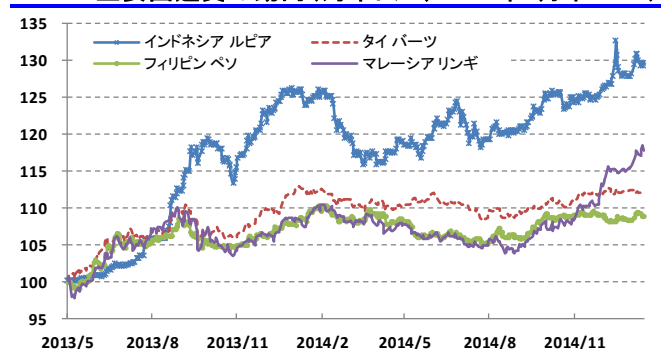
通貨の安定と原油価格下落が今後に向けた好材料

ただ、一部の新興国に見られる通貨下落圧力は比較的小さく、通貨防衛のための利上げを必要としないことは、フィリピン経済にとって好材料である。米国の量的金融緩和終了(2014 年 10 月 30 日)以降、ASEAN 主要国通貨ではインドネシア・ルピアが米ドルに対して 4%近く値を下げ（1 月 15 日時点）、原油純輸出国であるマレーシアの通貨リンギは原油価格の下落による景気悪化懸念も相俟って 9%近く低下した（次ページ左上図）。その一方で、タイ・バーツは 1%弱の下落にとどまり、フィリピン・ペソは概ね横ばい圏で推移している。

フィリピン・ペソやタイ・バーツが比較的安定しているのは、両国とも経常収支が黒字基調にあることの影響が大きい。フィリピンの対外収支について見ると（右下図）、貿易収支こそ赤字が続いているが、潤沢かつ比較的質の高い労働力によってBPO（Business Process Outsourcing）ビジネスや出稼ぎ労働者がもたらす海外からの収益によりサービス収支や2次所得収支は黒字であり、経常収支全体でも黒字基調が続いている。2013年の経常黒字は104億ドル（GDP比3.8%）に上り、2014年も1～9月だけで68億ドル（GDP比3.3%）の黒字を計上している。GDPの3%を超える経常収支は、かつて日本において貿易摩擦の目安となった水準であり、少なくとも通貨の安定に一定の効果がある水準であることは間違いない。そのうえ、原油のみならず石炭など鉱物性資源の価格が軒並み下落するなかで、鉱物性資源が輸入の21.1%（2013年）を占めるフィリピンでは更なる貿易赤字の縮小すなわち経常黒字の拡大が見込まれる。

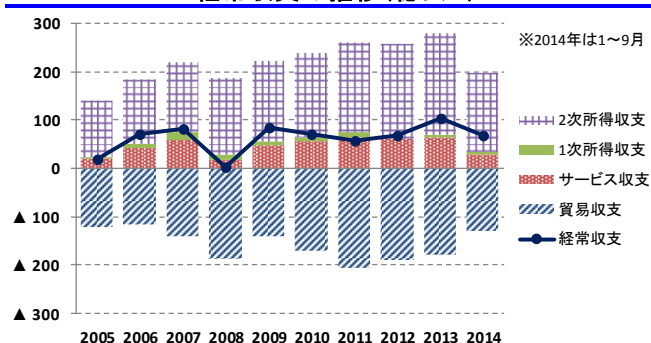
なお、外貨準備は2014年末時点で798億ドル、輸入の10.2ヶ月分、対外短期債務の約7倍超に相当するなど潤沢であり、仮に通貨下落圧力が高まった場合も為替介入による下支えが十分に可能である。

ASEAN主要国通貨の動向（対米ドル、2013年4月末=100）



(出所) CEIC DATA

経常収支の推移（億ドル）



(出所) CEIC DATA

また、資源価格の下落は、物価上昇率を抑制し金融緩和余地を生み出す。フィリピン中銀の消費者物価上昇率の目標は、2014年までは4%±1%であるが、2015年から2016年は3%±1%である。それでも消費者物価上昇率は、原油価格の下落を受けた水道光熱費や輸送料金の低下などにより、2014年10月の前年同月比+4.3%から11月に+3.7%、12月には+2.7%へ鈍化し、早くも2015年以降の目標レンジの下方まで低下している。年明け後も原油価格の下落が続いていることを踏まえれば、消費者物価上昇率はさらに低下している可能性が高く、次回2月12日の金融委員会の政策決定会合では利下げの検討が可能となろう。

以上の通り、原油など資源価格の下落は、フィリピン経済にとって、通貨の安定度を高め海外からの直接投資拡大の一助になると同時に、国内においては金融緩和により投資を刺激する余地を生み出す。その結果、経済成長の障害となりつつある供給力のボトルネック解消に貢献することが期待される。

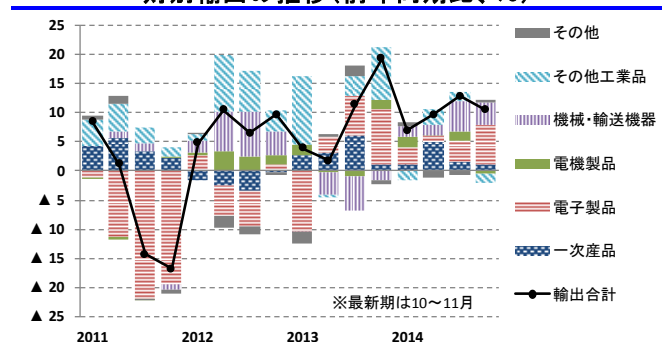
輸出の持続的拡大にも供給増が不可欠

供給力の拡大は、2014年に大幅な増加を見せた輸出の更なる拡大にもつながろう。通関統計（ドルベース）の輸出は、2014年1～3月期の前年同期比+6.9%から4～6月期+9.7%、7～9月期+12.9%と徐々に伸びを高め、増勢を強めた。10～11月平均は前年同期比+10.5%とやや鈍化したものの、1～11月合計では前年同期比+10.0%となり、2013年通年の前年比+8.8%から伸びを高めている。財別の動向を見ると、輸出全体の6.6%を占める一般機械・輸送用機械が1～11月で前年同期比47.4%増加し輸出全体を

3.1%Pt 押し上げたほか、電子計算機（シェア 7.9%）は 30.3%増加し全体を 2.3%Pt 押し上げた。なお、一般機械・輸送用機械は 1～3 月期の前年同期比+23.8%から 4～6 月期+24.3%、7～9 月期+80.8%、10～11 月+81.6%と年末に向けて伸びが高まった一方、電子計算機は日本における消費増税前の駆け込み需要などが一巡したことから失速している（1～3 月期+140.0%→4～6 月期+69.6%→7～9 月期▲5.1%→10～11 月▲7.8%）。また、鉱産物（シェア 6.0%）が前年同期比+18.6%、農産物（シェア 7.5%）が+16.3%の高い伸びを記録、輸出全体をそれぞれ 1.1%Pt、1.2%Pt 押し上げた。鉱産物の輸出増は、インドネシアにおいて未加工の鉱物資源の輸出が禁止²された影響が大きいとみられる。

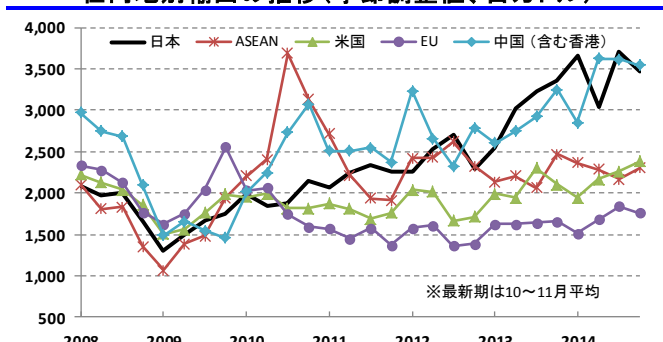
地域別では、全体の 21.3%（2013 年）を占める日本向けが 2014 年 1～11 月に前年同期比+17.1%、中国向け（シェア 20.4%、含む香港）が+21.4%と大幅に増加し全体を牽引したほか、タイ向け（シェア 3.4%）、マレーシア向け（シェア 4.0%）も+23.3%、+27.0%と好調であった。一方で米国向け（シェア 14.7%）、EU 向け（シェア 11.6%）は+4.1%、+2.6%とそれぞれ全体の伸びを下回った。

財別輸出の推移（前年同期比、%）



（出所）CEIC DATA

仕向地別輸出の推移（季節調整値、百万ドル）



（出所）CEIC DATA

このように、輸出は財別では電子・電機製品や自動車関連分野を牽引役に、地域別では日本を含むアジアを中心に大幅に拡大しているが、この拡大ペースを維持できるかどうかは生産設備やインフラへの持続的な投資が必要であることは言うまでもない。

個人消費の堅調拡大続く

原油など資源価格の下落を起点とする物価上昇圧力の低下は、個人消費の堅調拡大を後押しすることとなる。個人消費は、前述の通り堅調な拡大を続けているが、実質 GDP ベースの四半期毎の動きを見ると、2014 年 1～3 月期の前年同期比+5.9%から 4～6 月期+5.7%、7～9 月期+5.2%と伸びが鈍化傾向にある。

2014 年に入り増勢が急加速した自動車販売も、販売台数（含む商用車）が当社試算の季節調整値で 1～3 月期の年率 21.7 万台から 10～12 月期には 25.1 万台まで増加し史上最高水準を更新しているが、前期比は 1～3 月期の+12.8%から 4～6 月期、7～9 月期は+5%台へ、10～12 月期には+3.7%へ減速し、増勢にやや陰りが見られる。

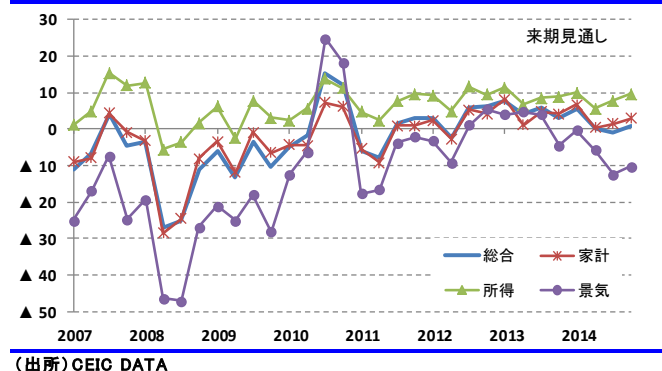
その背景には、消費者マインドの悪化があると考えられる。消費者マインドの指標である消費者信頼感指数（先行き見通し DI、マイナスは悪化を示す）は、景気に対する見方の悪化を主因に 2014 年 9 月に▲1 と小幅ながらマイナスに転じた。主因は物価上昇率の高まりや、それを受けた金融引き締めによる景気悪

² フィリピンにおいても同様の法案が提出されるなど一部に禁輸の動きがあり、今後の動向に留意が必要である。

化懸念などである。

しかしながら、12月には物価の落ち着きなどもあって+0.7と小幅ながらプラスに持ち直している。今後は一段の物価鎮静化や金融緩和などの景気刺激策が期待できるため、消費者マインドは改善に向かい、個人消費も再び増勢を強めると予想される。

消費者信頼感指数の推移(来期見通しDI、改善－悪化)



乗用車販売の推移(含む商用車、季節調整値、年率、万台)



金融財政政策次第で7%成長の実現は可能

以上の通り、2014年のフィリピン経済は、政府支出の遅延に物価上昇や金融引き締めの影響も加わり、供給力の拡大が需要増に追いつかず成長が鈍化した。しかしながら、今後は原油価格の下落という追い風も受けて内外からの投資が拡大、成長加速を促すこととなろう。課題は政府予算の速やかな執行であり、特にインフラ投資は成長加速に不可欠である。アキノ大統領は、再選のための憲法改正を否定しており、予定通り2016年6月に任期を全うする見通しである。そのため、残る任期が少なくなるに伴って、事業期間が長期に渡るインフラ案件は次期政権の方針が不透明ななかで滞り易いという指摘もある。次期政権への円滑な経済政策の承継が成長加速の大きな力ギを握ることとなろう。

物価上昇の沈静化に政府の適切な経済政策運営が加われば、フィリピン経済は投資主導の力強い拡大を実現するとみられる。実質GDP成長率は、2014年こそ6%程度にとどまるものの、固定資産投資が再び増勢を強めれば2015年には前年比+7%前後へ加速、政府が目標とする7~8%の達成も不可能ではない。金融財政政策の今後の動向に注目したい。