

悪化するフィリピンの経常収支 さらなる悪化を防ぐための政策運営のあり方

アジア調査部主任研究員

菊池しのぶ

03-3591-1427

shinobu.kikuchi@mizuho-ri.co.jp

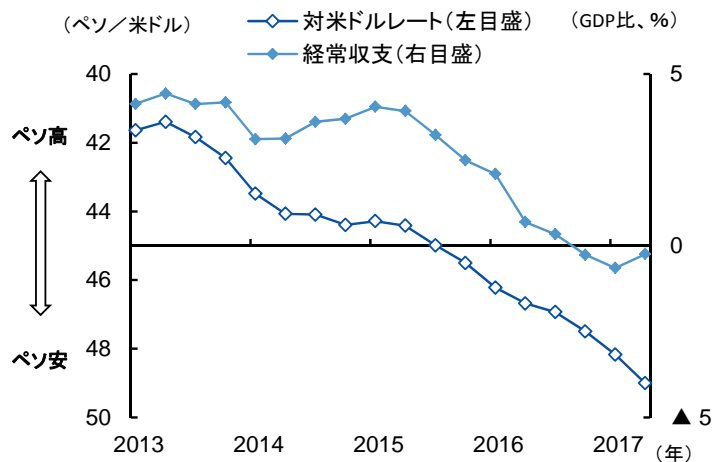
- フィリピンの経常収支は2015年以降悪化傾向が続いている。フラジャイル・ファイブの前例を踏まえると、リスクオフ相場では、経常収支悪化国の通貨に急落のリスクがある
- 経常収支悪化の主因は、アキノ前政権下でインフラ整備費を拡大したものの、それに見合った歳入を確保できなかったため、財政のバランスが悪化したことにある
- 現政権はインフラ整備費の拡大と同時に税制改革による歳入強化を主要政策に掲げるが、着実な税制改革の実行で財政中立を図りつつ、機動的な金融政策を通じて景気過熱を抑えることが重要だ

1. 経常収支悪化で危惧されるペソ安圧力の高まり

フィリピンの経常収支は、2003年に黒字に転じ、2010年代には対名目GDP比で2%を超える黒字を維持してきたが、四半期別にみると、2015年に入って急速に黒字が縮小し、2016年10～12月期には赤字に転じた(図表1)。2016年通年では対名目GDP比0.2%の黒字をかりうじて維持したが、2017年も経常収支の悪化傾向が続いて通年でも赤字に転じれば、15年ぶりとなる。こうした経常収支の悪化を背景として、為替レートの下落基調が続いている。2017年初来、新興国通貨の上昇基調が継続しているなか、ペソの対米ドルレートは、主要東南アジア通貨の中で唯一下落基調で推移しており、11年ぶりの安値を更新している。

今後、先進国の金融政策が引き締め方向に転じたり、2016年後半以降回復に向かった中国経済が再び減速基調を強めたり、北朝鮮情勢の緊迫化など地政学リスクが高まったりすること等をきっかけに、新興国からの資金流出・通貨安圧力が強まる可能性がある。こうしたリスクオフ相場では、経常収支悪化国の通貨に急落のリスクがある。最近アジアで経常収支の大幅な悪化と通貨の急落を経験した国として思い浮かぶのがインドとインドネシアだ。インドの経常収支赤字は、2011年1～3月期に対名目GDP比でみて▲2.8%から、2012年10～12月期には同▲5.0%にまで拡大した。

図表1 経常収支とペソの対米ドルレート



(注)いずれも過去3四半期平均。

(資料)フィリピン中央銀行、フィリピン統計機構より、みずほ総合研究所作成

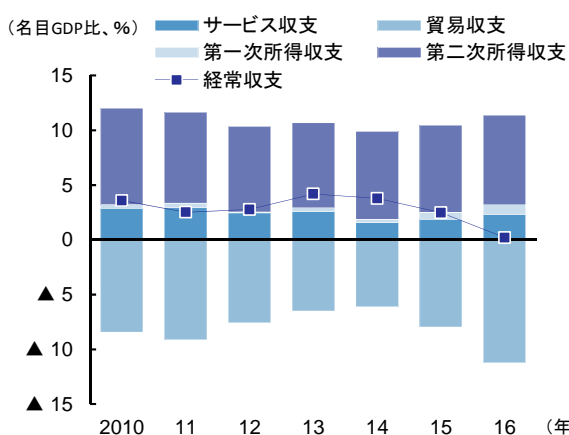
また、インドネシアの経常収支は2011年1～3月期には対名目GDP比+0.8%と黒字であったが、2013年7～9月期には同▲3.5%と大幅な赤字に転じた。経常収支の悪化が続くなか、2013年5月には米国の量的金融緩和第3弾（QE3）縮小観測が生じたことを背景に、両国の通貨には大幅な下落圧力がかった。また同時期に、この2カ国の通貨は、トルコ、ロシア、南アフリカとともにモルガン・スタンレーにより、対外環境の悪化に脆弱な通貨であることを意味する「フラジャイル・ファイブ」と命名され、その背景に規模の大きな経常収支赤字、高いインフレ率などがあると指摘された。

一方、足元のフィリピンについては、エスペリニャ中銀総裁が経常収支は2016年通年レベルでは黒字であり、四半期レベルでも赤字幅は名目GDP比1%以下であること、また投資拡大による輸入拡大が経常収支悪化の背景であること、今後当面は経常収支赤字が1%以上に拡大する可能性が低いこと等の理由を挙げて、経常収支赤字は管理可能な水準だという発言をしている¹。しかし、これまでと同程度のスピードで経常収支が悪化し続ければ、フィリピンはフラジャイル・ファイブの轍を踏みかねない。以下では、フィリピンがそうした状況に陥る可能性について考察したい。

2. 内需拡大に伴う輸入の急増が経常収支悪化の要因

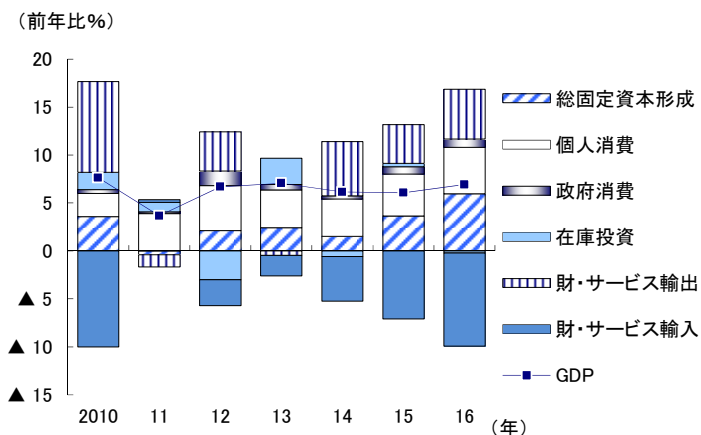
フィリピンで経常収支が悪化した背景には景気の過熱がある。経常収支が悪化し始めた2015年以降（図表2）、成長率は2015年には前年比+6.1%、2016年には同+6.9%と年々高まった。実質GDP成長率を寄与度分解すると、2015年から2016年にかけて総固定資本形成の伸びが顕著に高まると共に、個人消費の伸びも徐々に高まって成長加速に寄与してきたことが分かる（図表3）。さらに、内需の伸び加速に伴い、財・サービスの輸入の伸びが高まり、実質GDP成長率に対するマイナス寄与度が高まる傾向もある。この輸入の伸び加速の背景を探るため、通関統計から輸入の内訳をみると、2015年から2016年にかけて資本財の寄与度が急速に拡大し、2016年には消費財の寄与度も拡大して伸びを高めている傾向がみられる（図表4）。すなわち、投資や個人消費の伸びが高まるなど、内需の拡大を背景として景気が過熱気味に推移したことで、資本財や消費財の輸入が拡大したことが、輸入の急増、貿易収支赤字の拡大につながり、経常収支を悪化させたといえる。

図表2 経常収支の内訳



(資料)フィリピン統計機構、フィリピン中央銀行より、みずほ総合研究所作成

図表3 実質GDP成長率



(資料)フィリピン統計機構より、みずほ総合研究所作成

3. 内需拡大の背景には拡張的な財政政策

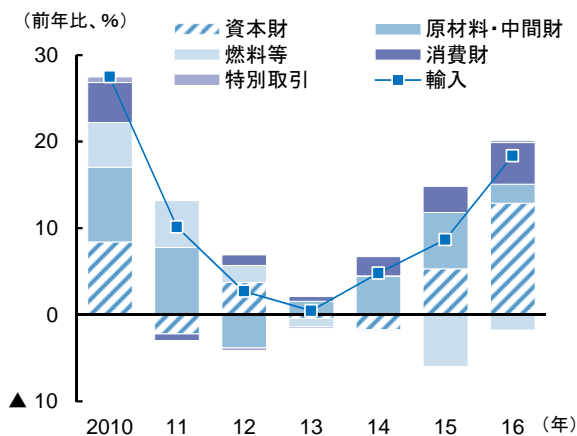
(1) 財政状況の概観

経常収支の内訳を主体別にみると、財政赤字の拡大が経常収支悪化に大きく寄与しており（図表5）、内需拡大、経常収支悪化の背景には拡張的な財政政策があることが推察される。そこで財政の状況を概観すると、経常収支が悪化した2015年に、財政収支は赤字化し、2016年にはその赤字幅はGDP比で拡大している。こうした財政の悪化が歳出拡大か歳入縮小のどちらに起因しているかをみるため、歳出と歳入の前年差（GDP比）をみると、財政悪化は歳入の伸び悩みと歳出の拡大の両方に起因していることがみてとれる（図表6）。

(2) 歳出拡大の要因はインフラ投資

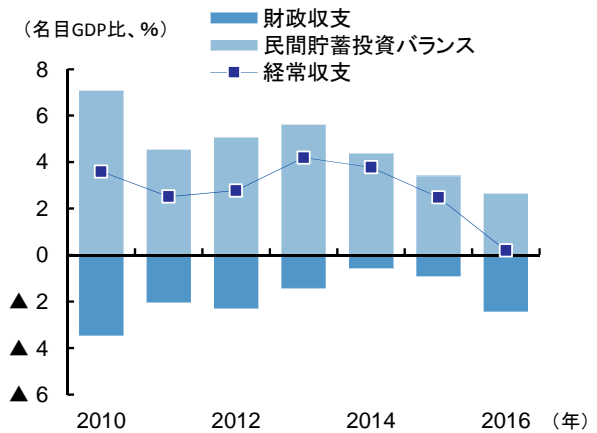
歳入伸び悩みの背景としては、政府の預金金利などの税外収入が2015年から2016年にかけて減少したことがある。また、歳出拡大の背景としては、2015年以降インフラ整備費に関連する資本支出が大きく拡大したことがある（図表7）。

図表4 通関輸入の内訳



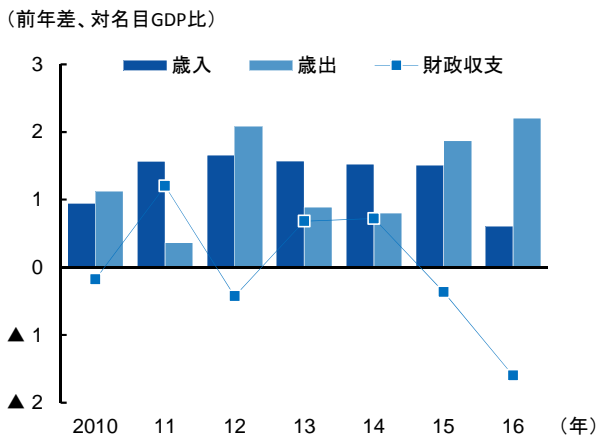
(資料) フィリピン統計機構より、みずほ総合研究所作成

図表5 経常収支の主体別内訳



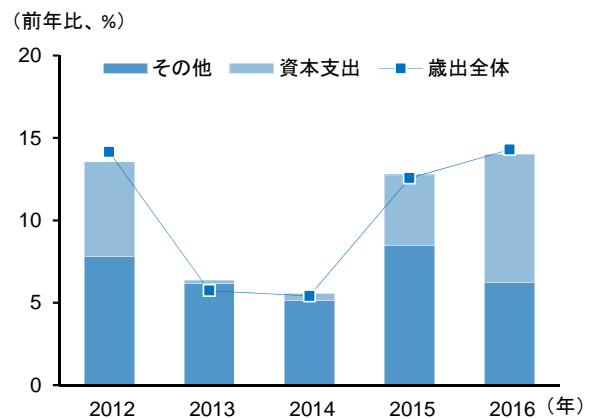
(注)「民間貯蓄投資バランス」は残差。
(資料) フィリピン統計機構、フィリピン財務省より、みずほ総合研究所作成

図表6 歳入、歳出、財政収支の前年差



(資料) フィリピン財務省、フィリピン統計機構より、みずほ総合研究所作成

図表7 歳出拡大の背景



(資料) フィリピン財務省より、みずほ総合研究所作成

フィリピンのインフラに対する国際機関や投資家からの評価はASEAN主要6カ国中最も低いレベルであり²、中長期的な経済成長のためにインフラ投資は必要である。ただし、アキノ前政権下では、徐々にインフラ整備費を拡大させたものの、それに見合った歳入が十分に確保できなかったことが財政赤字の拡大、経常収支の悪化につながったと考えられる。

(3) 歳入強化策の実現が財政収支、経常収支の悪化を防ぐポイント

今後財政収支、経常収支はどう推移するのか、現政権が計画している財政政策を基に検討する。

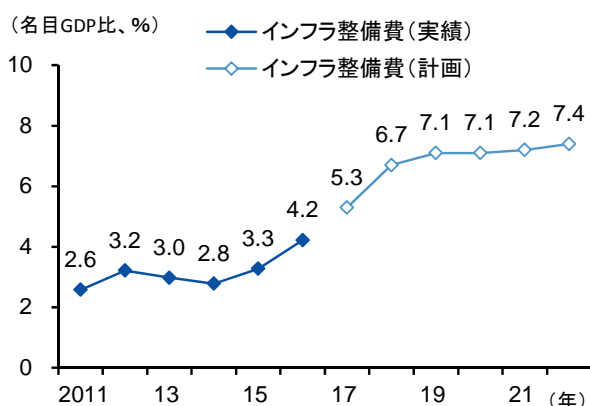
2016年6月に就任したドゥテルテ大統領は、自身の経済政策の最大の目玉としてインフラ整備の拡大を掲げており、任期である2022年までにインフラ整備費を名目GDP比7.4%に引き上げることを計画している(図表8)。2015年から2016年にかけて、インフラ整備費は名目GDP比で0.9%PT増加したが、政権の計画どおり推移すれば、2016年から2017年には同1.1%PT、2017年から2018年には同1.4%PT拡大する見込みだ。こうしたインフラ整備費の拡大は歳出全体を大きく押し上げ、歳入の増強を伴わなければ財政赤字のさらなる拡大につながる。

このため、ドゥテルテ大統領は、財政改革の実施による歳入の確保も重要な政策として掲げている。第一弾の税制改革法案(法案番号:HB5636)が5月に下院で可決され、2017年9月20日現在上院で審議されている。下院が可決した法案では、主に1つの減税案と4つの増税案が示されており、年間で名目GDP比1%前後の税収増が見込まれている(図表9)。他の条件を一定とすれば、仮に税制改革法案成立による税収増を見込んだ上でインフラ整備が進められれば、中銀総裁の想定どおり経常収支赤字は名目GDP比1%以内にとどまるだろう。しかし、仮に税制改革法案が成立しないままインフラ整備を進めれば、財政収支は年々1%PT以上悪化するため、2016年には名目GDP比0.2%だった経常収支黒字が、2017年には▲0.9%の赤字に転じ、2018年には経常収支赤字は名目GDP比で2.5%程度にまで拡大する可能性がある。

4. 望ましいマクロ経済運営の在り方

冒頭で言及したとおり、今後、先進国の金融政策の変更や、中国経済の減速、米朝対立の先鋭化等

図表8 インフラ整備費



(注)「インフラ整備費(実績)」は、歳出のうち資本支出、「インフラ整備費(計画)」は政府資料掲載の数値を用いた。
(資料)フィリピン政府資料、フィリピン財務省より、みずほ総合研究所作成

図表9 主な税制改革案と税収の見通し

主な政策	(GDP比、%)				
	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
所得税率の変更(低所得層への減税、高所得層への増税)	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 1.0	▲ 1.0
VAT課税対象の拡大	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
石油、ガソリン税増税	0.4	0.6	0.7	0.7	0.6
加糖飲料(ジュース、コーヒーお茶等)への増税	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
自動車税引き上げ	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
その他(税管理の強化等)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
合計	0.8	1.2	1.3	1.1	1.1

(注)小数点第一位以下は切り上げているため、全項目の合計が合計値と一致しない年度もある。

(資料)フィリピン財務省資料より、みずほ総合研究所作成

の地政学リスクの顕在化を背景に、市場がリスクオフとなり新興国からの資金流出が加速する可能性があることを考慮すれば、経済ファンダメンタルズの脆弱性が疑われないように、経常収支のさらなる悪化を回避する必要がある。

現在ドゥテルテ政権が進めるインフラ整備の拡大は、中長期的な成長の基盤となり得るために必要な措置だが、ペソ安圧力の上昇を回避するためには、まず現在進めている税制改革法案の可決に尽力して、歳出拡大と同時に税収を確保することが必要だ。ドミンゲス財務大臣は、上院の議論を経て税収の規模が縮小することになれば、大統領は法案成立の拒否権を発動するとコメントしており³、いくつかの増税項目に対する反対もあるのではないかと推察され、法案の審議は難航しているようだ。当面法案の進捗状況から目が離せない状況が続くだろう。

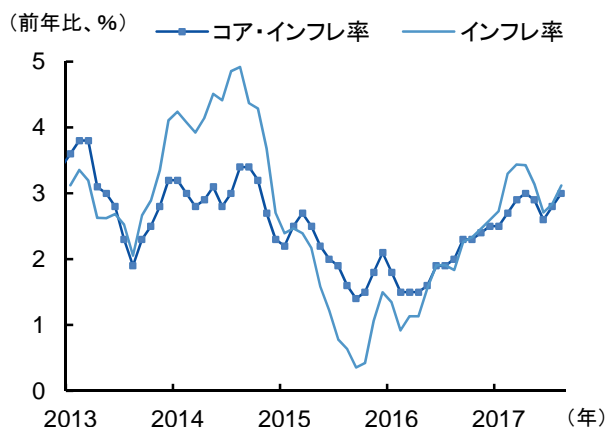
また、こうした新たな財源の確保と同時に、歳出の効率化や、汚職による国家予算の私的流用などを抑制する措置を取る必要もある。ドゥテルテ政権は8月に大学無償化法案を成立させているが、無償化については、同措置がターゲットとする貧困層対策につながらないことや、財政コストが高すぎることからジョクノ予算管理大臣やペルニャ国家経済開発庁長官が批判的なコメントも聞かれる。こうした新たな歳出拡大措置については、十分にその費用対効果を見極めて実施する必要がある。

本稿で見てきたとおり、経常収支の悪化は財政の悪化だけではなく、民間投資や個人消費の加速等、堅調な内需を背景とする景気の過熱にも起因している。このため、財政政策を中立的に運営するとともに、景気の過熱感が再び高まった局面ではそれを抑制するための金融政策を実施することも検討する必要がある。

足元の月次指標をみると、6月、7月の輸入の伸びは前年比マイナスに転じており内需の過熱感に一服の兆しがみられるものの、インフレ率及びコア・インフレ率の上昇基調は続いている（図表10）。

今後これまでの通貨下落の影響があることや、また税制改革が実行されれば2018年以降は石油燃料や飲料等の価格も上昇すると想定され、インフレ率が中銀の想定以上に上昇し、インフレ目標（2018年も、前年比+2~4%）を上回る可能性もある。現時点で中銀は早期利上げの必要性を意識していないようだが、インフレの加速や輸入の急拡大等再び内需に過熱感の兆しがみられた段階では、前述のフラジャイルファイブの轍を踏まないためにも、中銀は金融政策を機動的に運営し、場合によっては金融引き締めに移る必要も出てくるだろう。

図表10 インフレ、コア・インフレ率



(資料)フィリピン統計機構より、みずほ総合研究所作成

¹ The Business World “BSP unfazed by current account deficit” (August 28, 2017) 参照。

² 例えば、最新の世界経済フォーラムによるフィリピンのインフラに対する評価は、138カ国中95位。

³ The Philippine Star “Watered down tax bill faces veto - DOF” (August 29, 2017) 参照。