

インド、インドネシア、フィリピンの経常収支はまだ悪化するのか

アジア調査部主任研究員

稲垣博史

+65-6805-3990

hiroshi.inagaki@mizuho-cb.com

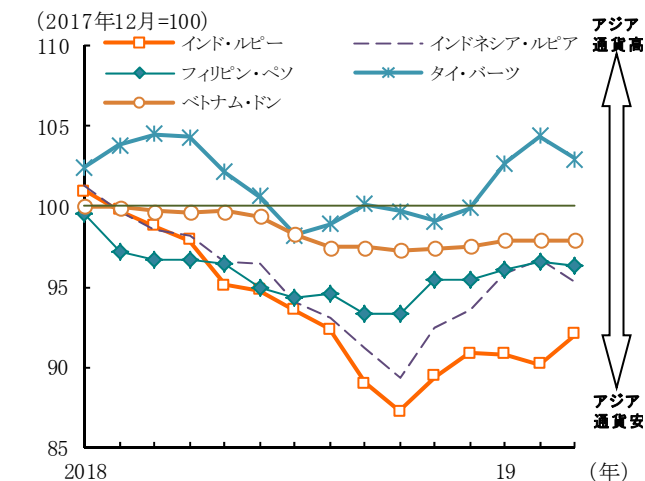
- 2018年においては、米国の利上げを背景に幅広い新興国通貨が下落した。アジアでは、とりわけ経常収支が赤字のインド、インドネシア、フィリピンの通貨下落が目立った
- 経常収支悪化の主因は財貨の輸入増で、原油高に加え、投資の増加が背景にあったとみられる。フィリピンだけは輸出も不振で、IT関連製品の価格下落などが影響した
- 今後を展望すると、フィリピンの経常収支は引き続き悪化する可能性がある。今後米ドル高が進行する局面では、同国の経常収支赤字が再度市場で材料視されるだろう

1. はじめに

2018年においては、米国の利上げ持続を背景として、アジアを含む幅広い新興国通貨が米ドルに対して下落した。アジア主要国では、特にインド、インドネシア、フィリピンの通貨下落が目立った（図表1）。この背景には、これら3カ国については経常収支が単に赤字であるだけでなく、18年には赤字幅が拡大していたことが挙げられよう（図表2）。

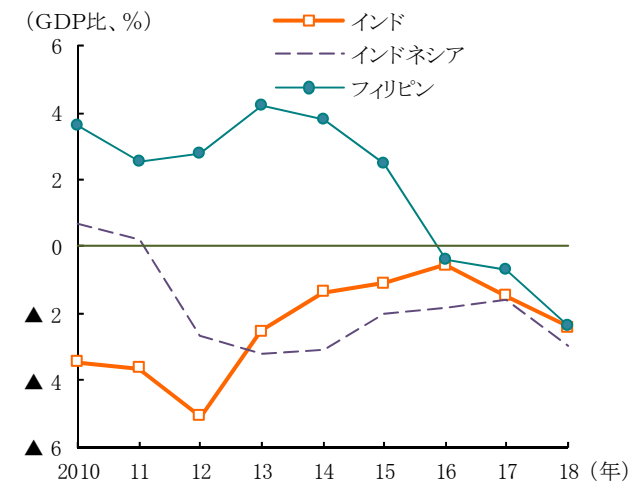
18年後半になると、新興国が利上げを実施したことや（図表3）、米国の利上げペースが緩やかになるとの観測が台頭したことなどを背景に、米ドルの一方向的な上昇局面は終わった。そして、19年に米国が利上げを行わないとの見方が広がると、アジア新興国ではむしろ金融緩和の機運が高まり、インドは他国に先駆け1月に利下げを実施した。金融政策への関心が高まる一方で、経常収支に対する注目

図表1 ASEAN通貨の対米ドルレート



(資料) CEIC Dataより、みずほ総合研究所作成

図表2 経常収支



(資料) 各国統計より、みずほ総合研究所作成

度は低下したが、今後米ドル高局面が訪れた時に、経常収支が再度注目を集めるのは間違いないと思われる。

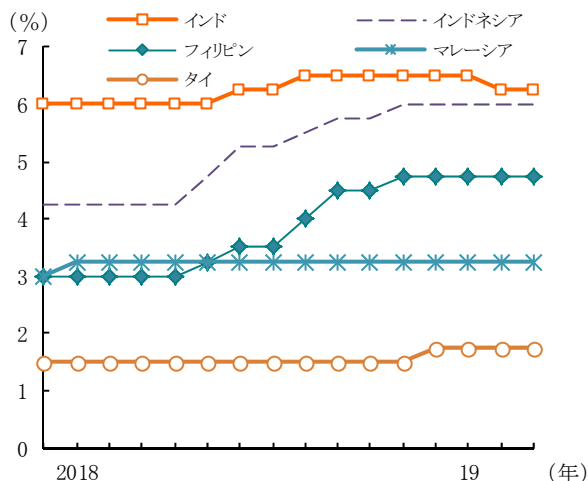
そこで本稿では、米ドル高局面以降において、これら3か国の経常収支がなぜ悪化したのか、そして今後も悪化が続くのか、考えてみたい。

2. 2018年の経常収支はなぜ悪化したか

(1) 各国の経常収支変動要因比較

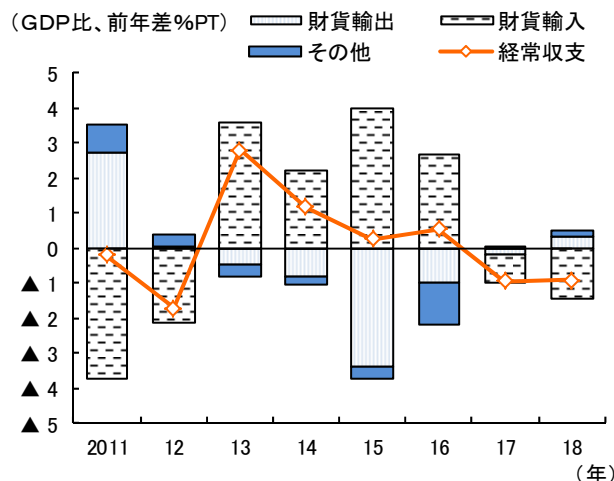
2018年に経常収支が悪化した要因を国際収支の内訳からみると、まずインドでは財貨の輸入が増えている(図表4)。他の項目は、小幅なプラス寄与である。次にインドネシアでも、財貨の輸入が増えたことが主因だ(図表5)。財貨の輸出はむしろ好調に拡大しており、所得の受け取りやサービス輸出も堅調に伸びたことから、図表中の「その他」もプラスに寄与している。フィリピンでは、財貨

図表3 政策金利



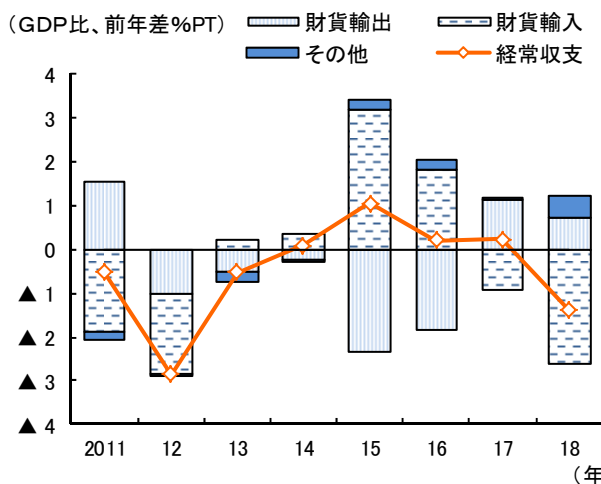
(資料) 各国中央銀行より、みずほ総合研究所作成

図表4 インドの経常収支変化要因



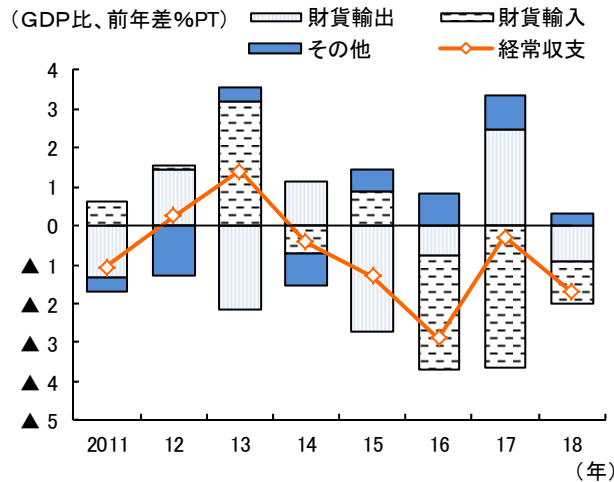
(資料) インド準備銀行、インド中央統計局より、みずほ総合研究所作成

図表5 インドネシアの経常収支変化要因



(資料) インドネシア中央統計局、インドネシア中央銀行より、みずほ総合研究所作成

図表6 フィリピンの経常収支変化要因



(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

の輸入が増えたことが経常収支を悪化させた主因であるという点では他の2国と共通しているが、財貨の輸出が低迷したことも影響している（図表6）。

（2）インド

インドの経常収支悪化は、エネルギー価格の上昇が主因である。先述のとおり、インドで経常収支が悪化したのは財貨の輸入増が理由だが、寄与度分解してみると鉱物燃料の増加でかなりの部分が説明できる（図表7）。これに化学・金属が続き、その次に機械という順番になっている。化学・金属では化学品、プラスチック、鉄鋼、非鉄金属といった品目が万遍なく伸びており、機械では電子機械と一般機械の寄与度が高い。

輸入が増加した背景には、経済の持ち直しがある。インドの場合、高額紙幣廃止（16年11月）などのために17年の経済が混乱して成長率が+6.9%にとどまった反動で、18年の成長率は+7.4%に加速した（図表8）。特に目立つのが財貨・サービスの輸出で、総固定資本形成も大きく伸びている。

もっとも、鉱物燃料の輸入増については、景気持ち直しに伴う需要増加があったにせよ、主因となったのはエネルギー価格の上昇である。18年における鉱物燃料の輸入は前年比+36.0%であったのに対し、世界銀行のデータによると原油などのエネルギー価格は平均で18年に27.8%も上昇している。

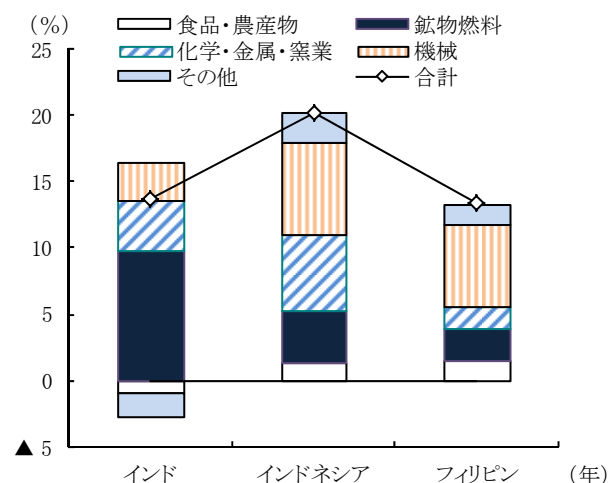
（3）インドネシア

インドネシアの輸入増においては、機械が最大の寄与度となっている。機械の内訳をみると、一般機械・電気機械で増加の大部分を占めている。次に寄与度が大きいのは化学・金属で、内訳をみると鉄鋼・鉄鋼製品が特に大きく伸びており、これにプラスチック、有機化学が続く。鉱物燃料の寄与度も大きい。

GDPを需要項目別にみると、総固定資本形成と個人消費が18年に加速しているが、一般に総固定資本形成の方が輸入誘発効果は大きいと考えられている。政府のインフラ投資をGDP比でみると、18年は17年よりも低下しているので、おそらく民間企業の設備投資が活発であったのであろう。

なお、鉱物燃料の輸入数量は減少しており、輸入金額の増加は国内経済活動の活発化ではなくエネ

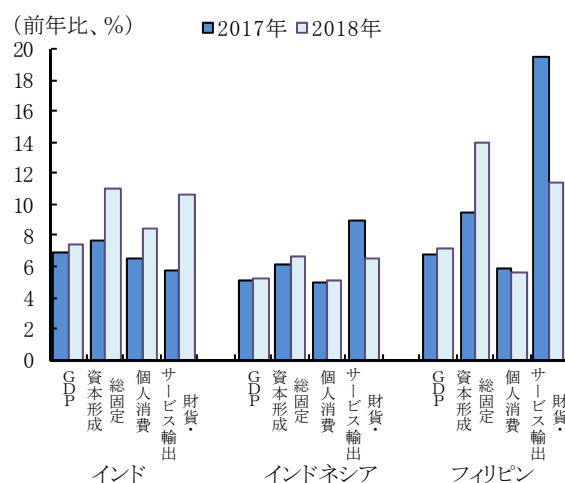
図表7 2018年における通関輸入の寄与度分解



(注) インドの「化学・金属・窯業」には、統計上の制約から窯業を含まない。

(資料) 各国統計より、みずほ総合研究所作成

図表8 2018年実質GDP需要項目伸び率



(資料) 各国統計より、みずほ総合研究所作成

ルギー価格の上昇によるものだ。インドネシアはエネルギーの純輸出国であり、エネルギー価格の上昇は本来貿易収支を改善させる要因である。しかし、石油・ガス法改正¹の遅れに伴う投資の冷え込みから天然ガスなどの生産・輸出量が低迷しているため、エネルギー価格の上昇がむしろ貿易収支を悪化させてしまっている。

(4) フィリピン

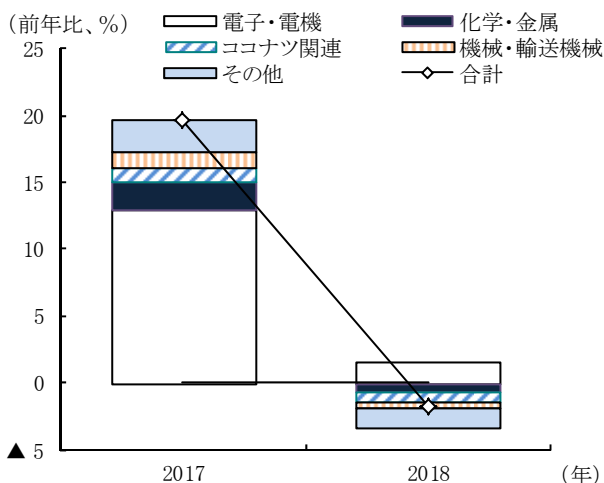
フィリピンの輸入では、圧倒的に機械の増加が目立っている。主な品目は電子部品・半導体、輸送機械、産業機械、通信機などとなっている。それ以上の詳細は分からないが、電子部品・半導体は輸出向け、その他の機械類は主に好調であった国内投資向けとみられる。機械の次に鉱物燃料の寄与度が大きいですが、インド・インドネシアに比べると小さい。インドネシアと同様に鉱物燃料の輸入数量は減少しており、輸入金額増加の要因はエネルギー価格の上昇だ。化学・金属・窯業の寄与度はさほど大きくないが、内訳をみると鉄鋼の寄与度が高い。

GDPを需要項目別にみると、加速しているのは総固定資本形成である。フィリピン政府は、「ビルド・ビルド・ビルド」と称してインフラ投資を活発化しており、輸送機械や鉄鋼などの輸入が刺激されたとみられる。

先述のとおり、フィリピンでは輸出の低迷も経常収支を悪化させた要因だ。通関輸出(米ドル建て)は、17年に前年比+19.7%と好調だったのに対し、18年は同▲1.8%と一気に落ち込んでいる(図表9)。一方、GDP統計における財貨の実質輸出は、前年比+12.4%だった(図表10)。つまり、輸出数量は2桁で伸びているのに、輸出金額は減少しているということであり、輸出物価が著しく低下したことが示唆される。18年においては、フィリピンが主力輸出品目とする電子・電機やココナツオイルの市況が、とりわけ軟調だったことが反映されているのであろう。

もっとも、18年のアジア主要国において通関輸出が減少したのはフィリピンだけである。電子・電機とココナツ以外の輸出も軒並み不振だった背景には、内需が好調で輸出向けの製品供給体制の整備が追い付かなくなっていたことがあるかもしれない。現在導入を検討している第2弾の包括的税制改革で、外資優遇税制の縮小が打ち出されていることから、外資系輸出企業が設備投資を手控えている可

図表9 フィリピンの通関輸出



(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10 通関輸出とGDP統計の輸出

	表示通貨	(単位: 前年比、%)		
		インド	インドネシア	フィリピン
財貨の輸出 (通関統計)	米ドル	8.8	6.7	▲1.8
財貨の名目輸出 (GDP統計)	自国通貨	年度統計のみ開示	13.5	8.7
財貨の実質輸出 (GDP統計)	実質自国通貨	年度統計のみ開示	6.5	12.4
財貨・サービスの名目輸出(GDP統計)	自国通貨	14.1	13.4	10.4
財貨・サービスの実質輸出(GDP統計)	実質自国通貨	10.8	6.5	11.5

(注) インドの年度は当年4～翌年3月。

(資料) 各国統計より、みずほ総合研究所作成

能性もある。

3. 2019年の展望

(1) 経常収支に影響する3カ国共通の要因

ここでは、2019年の経常収支に影響する3カ国共通の要因について考えてみたい。

まず経常収支を改善させる要因だが、18年に上昇して3カ国の輸入を増加させたエネルギー価格については、18年終盤以降に原油を中心に下落し、19年以降緩やかに値を戻しているものの勢いはない。米国のシェールオイルに生産余力があることや、世界経済が減速していることなどを踏まえると、18年対比では価格が低迷しそうだ。また、3カ国とも18年に利上げを行ったため、程度の差こそあれ民間投資が下押しされる可能性が高く、輸入抑制につながるだろう。

経常収支を悪化させる要因としては、世界経済の減速に伴う輸出環境の悪化が挙げられる。とりわけIT関連製品の世界的な需要については、在庫調整による不振が長引きそうだ。

また、経常収支を直接的に悪化させるわけではないが、米国が事実上利上げを停止して一方的な米ドル高が止まったことは、経常収支を間接的に悪化させる要因になるだろう。これにより、各国は米ドルを調達しやすくなり、赤字のファイナンスが容易になるからである。

それぞれの国について、これらの要因がどの程度強く影響するか、さらに個別国の独自要因がどう影響するか、以下で検討したい。

(2) インド

すでにみたとおり、インドの経常収支を悪化させた最大の要因は、エネルギー価格の上昇だ。18年におけるインドの経常収支赤字はGDP比2.4%であったが、エネルギー価格が18年対比横ばいで推移すれば、それだけで経常収支を1.35%PT改善すると試算される。しかもインドでは、政府のインフラ投資が、18年度予算案のGDP比3.17%に対し19年度は同3.08%とやや抑制されているほか、景気も全般に減速気味である。18年における通貨下落幅が比較的大きかったことが、貿易収支を改善させる効果も期待できそうだ。こうした状況を踏まえると、インドの経常収支については、改善に向かう可能性が高い。

(3) インドネシア

インドネシアには、19年の輸入を抑制する要因が多い。エネルギー価格の下落に加え、18年の相次ぐ利上げで民間企業による設備投資が鈍化する見通しである。さらに政府のインフラ投資についても、GDP比で18年の2.8%から19年は2.6%まで抑制される予算となっている。輸出に占めるIT関連製品の割合が小さいため、世界的なIT需要低迷の悪影響も限定的なものにとどまりそうである。先述のとおり、エネルギー生産・輸出が低迷していることが懸念材料ではあるものの、経常収支は改善に向かう可能性が高そうだ。

(4) フィリピン

フィリピンについては、政府がインフラ投資の増加を志向している点が他国と異なっている。予算成立の遅れ²から、19年度のインフラ投資が実際に増えるかは不透明な面もあるが、仮に政府の思惑通り増えるのであれば、輸入増加を通じて経常収支を悪化させるだろう。また、輸出環境は3カ国の中で一番厳しそうである。先述のとおり輸出に占めるIT関連製品の割合が高いうえ、内需好調や外資に

よる設備投資の遅れなどを背景に、輸出向けの製品供給余力が低下している可能性があるためだ。

エネルギー価格下落に伴う輸入抑制効果が期待される点と、18年の利上げで民間企業による設備投資の鈍化が見込まれる点は、インドネシアと同じである。ただし、前者の効果はインドネシアよりも小さい(図表7)。さらに、19年2月にエスペニリャ前中央銀行総裁が死去し、3月にハト派とされるジョクノ新総裁が就任した。同総裁のもとで利下げが急がれば、設備投資の鈍化は限定的なものにとどまるかもしれない。

予算成立に不透明な面が残るものの、19年に引き続き経常収支が悪化することが十分に考えられよう。

(5) まとめ—フィリピンに要注意

以上をまとめると、19年の経常収支は、インドとインドネシアで改善するものの、予算成立の帰趨次第では、フィリピンでさらに悪化する可能性がある。もっとも、冒頭で述べたとおり米国は19年に利上げを行わないとの見方が多く、フィリピンの経常収支が多少悪化しても、ペソが18年のように大きく売り込まれることはないだろう。

20年以降、もし米ドルが再度上昇局面に入れば、経常収支赤字もまた注目されるだろう。フィリピンの赤字は18年にGDP比2.4%だったが、これ以上増えると、18年に通貨急落が問題になったアルゼンチンの同3.7%(IMF見込み)という水準に迫ってくる。ちなみにフィリピン政府は、インフラ投資を22年にGDP比7.3%まで引き上げようと計画しており(18年は同5.1%)、近い将来、アルゼンチンと同程度まで経常収支が悪化する可能性は決して低くない。インフラ投資増加に伴って生じた経常収支の悪化は、投資環境の改善による輸出企業の進出につながるため、過度に心配する必要はないとの見方もあるかもしれないが、先述のとおり外資優遇縮小に向けた動きもあり、輸出産業の誘致は必ずしも順調とはいえない。フィリピンの経常収支については、当面注意が必要だ。

<参考文献>

International Energy Agency (2019), *Oil 2019 - Analysis and forecast to 2024*

¹ 国営石油会社のプラタミナについて、管轄を国営企業省から大統領直轄に移行することや、石油・ガスの上流・下流事業を統括管理する特別事業者指定することなどが目指されている。

² 2月8日に上下両院が承認した法案を下院が改変したとして、上院が反発している。