

【フィリピン】国際金融市場が安定を欠く中でも相対的に底堅く推移するペソ相場1ページ
【アジア・マーケット・ウォッチ】6ページ

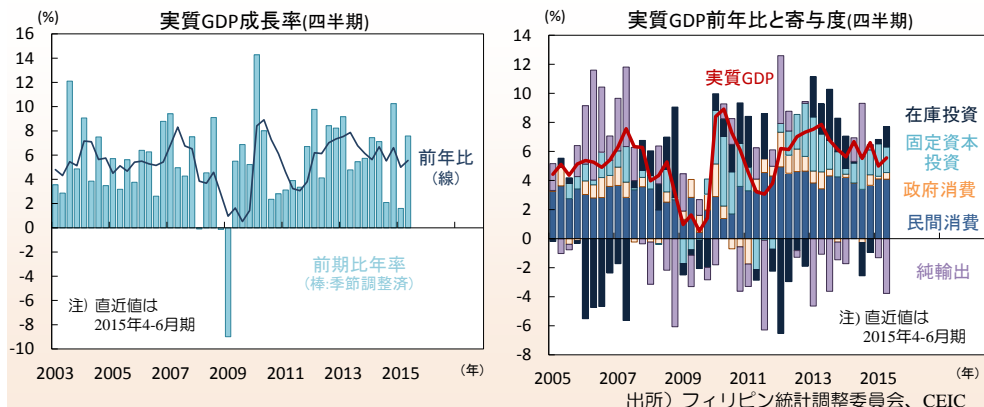
【フィリピン】国際金融市場が安定を欠く中でも相対的に底堅く推移するペソ相場*

● 4-6月期のGDP成長率は前期より加速

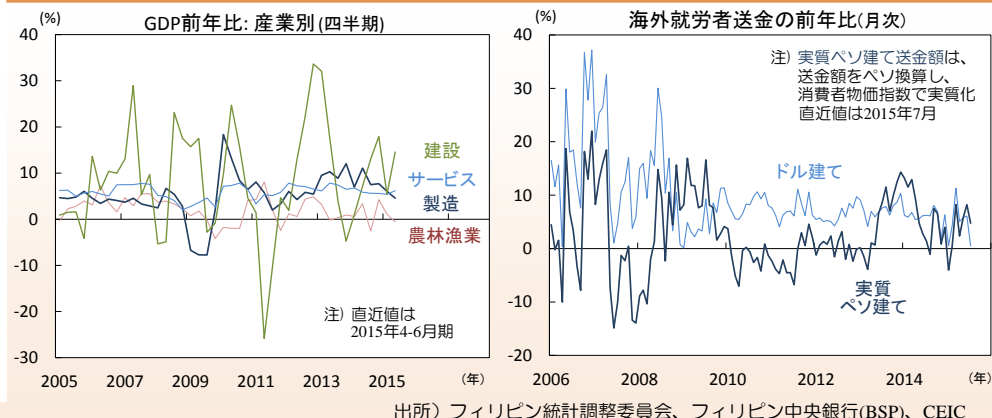
フィリピン・ペソ相場の底堅さが目立ちます。8月初より、中国景気の悪化懸念や米国の利上げ開始を巡る不透明感から多くの新興国通貨が対米ドルで下落する中、ペソ相場の下落率は限定的でした。また、アジア諸国の多くで外需の鈍化などを背景に景気が鈍化する一方、同国では堅調な内需にけん引された底堅い景気拡大が継続しています。また、足元の雨不足にもかかわらず消費者物価も安定しており、中央銀行は政策金利をやや低い水準で据置き景気の拡大を支えています。本稿では、足元の景気物価状況、対外収支動向、金融政策動向などを概観するとともに、足元のペソ相場の底堅さが今後も継続するのかについて考察します。

政府が8月27日に公表した4-6月期の実質GDPは前年比+5.6%と前期の+5.0%より加速し、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+5.7%とほぼ同水準でした。季節調整済みの前期比年率は+7.6%と前期の+1.6%より加速するなど、足元の景気拡大の勢いは強い模様です(図1左)。需要側では、民間と政府の消費が加速し固定資本投資も高い伸びを維持するなど内需(在庫投資を除く)が堅調で(図1右)、前年比+6.5%と前期の+6.4%と同水準の底堅い伸びを記録した一方、外需が低迷しました。民間消費は前年比+6.2%と前期の+6.0%より加速。食品、衣服・履物、住居関連等の消費が伸びるとともに、保健も高い伸びを維持しました。インフレ低下による購買力の改善や健康保険(PhilHealth)の低所得家計への適用(現金給付措置など)も背景とみられます。政府消費は前年比+3.9%と前期の+1.7%より加速。社会保障分野を中心に政府の経常歳出が増加、年度始の1-3月期に鈍化した歳出は緩やかに加速し始めた模様です(図3左)。固定資本投資は+8.9%と前期の+10.0%より鈍化しつつ堅調。運輸機器や金属などの部門の設備投資が鈍化する一方、建設投資が加速しました。公的投資は同+20.4%と前期の▲24.0%から大きく反転、インフラ投資実行の加速によります。

【図1】堅調な内需にけん引された底堅い景気拡大が続く(右)



【図2】生産側では、建設業やサービス部門が加速し景気をけん引(左)



出所) フィリピン統計調整委員会、フィリピン中央銀行(BSP)、CEIC

● 製造業等が鈍化する一方、建設業とサービス部門が加速

4-6月期の外需を見ると、総輸出が同+3.7%と前期の+6.4%から減速しました。好調な事業プロセス外部委託(BPO)などを背景にサービス輸出が同+31.1%と前期の+14.1%より急伸するも、財輸出が同▲3.0%と前期の+4.2%より反落。電子が伸びた一方、衣服や農産物等が落ち込みました。総輸入は同+12.7%と前期の+8.7%から加速。純輸出の寄与度は▲3.8%ポイントと前期の▲1.3%ポイントより押下げ幅が拡大しました(図1右)。

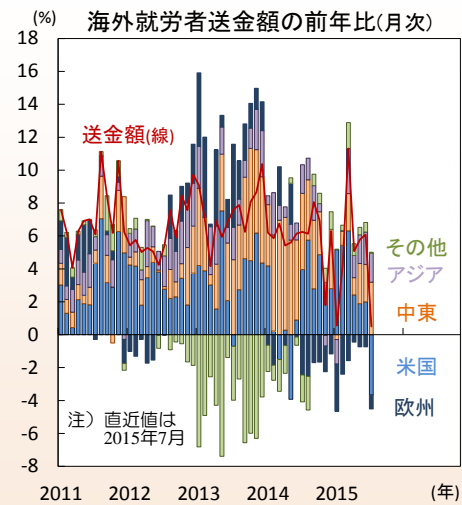
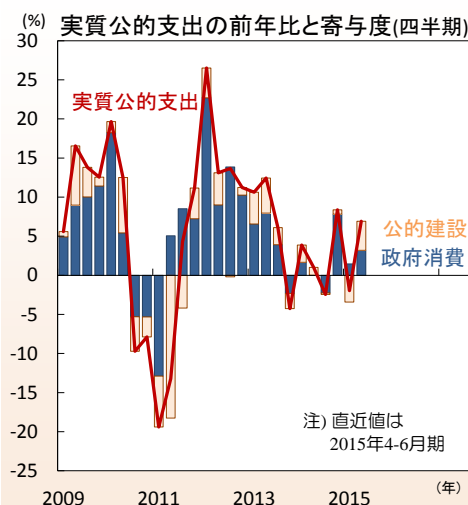
生産側では、外需低迷や干ばつで製造業や農林漁業が悪化した一方、堅調な内需を背景に建設業やサービス部門が加速しました。農林漁業は同▲0.5%と前期の+1.1%より反落(図2左)。干ばつで米、トウモロコシ、サトウキビの生産が落ち込みました。鉱業は同+2.4%と前期の▲3.1%より反発。石油ガスの反発や金の加速によります。製造業は同+4.6%と前期の+6.0%より鈍化。電器、家具、食品などが加速したものの、外需の低迷に伴って通信機器等が鈍化し、卑金属、石油製品、繊維等が落ち込みました。建設業は同+14.6%と前期の+5.4%より加速。公的建設投資が同部門の生産を上げました。サービス部門は同+6.2%と前期の+5.4%より加速。運輸・倉庫・通信が減速したものの、底堅い内需を受けて卸売・小売等、金融、不動産、その他サービスが加速しました。

● 海外就労者送金の伸びは7月に鈍化

堅調な民間消費を支えてきた海外就労者送金は、7月に減速しました。7月の同送金額は20.8億ドルで前年比+0.5%の伸びと、前月の+6.1%より大きく鈍化(図2右)、+1%割れは6か月ぶりです。地域別ではアジア、オセアニア、中東からの伸びが前年比2桁台の伸びを維持した一方、欧州や米国からの伸びがマイナスに(図3右)。同送金は、民間消費や不動産投資などの国内需要の原動力であるとともに、安定的な経常黒字の源泉でもあり、その減速に対する懸念が一部の市場参加者の間に広まった模様です。

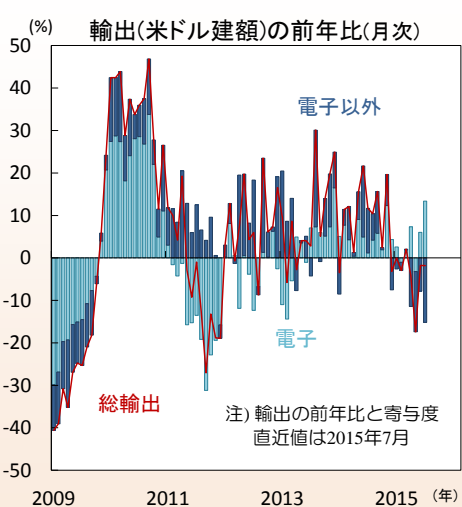
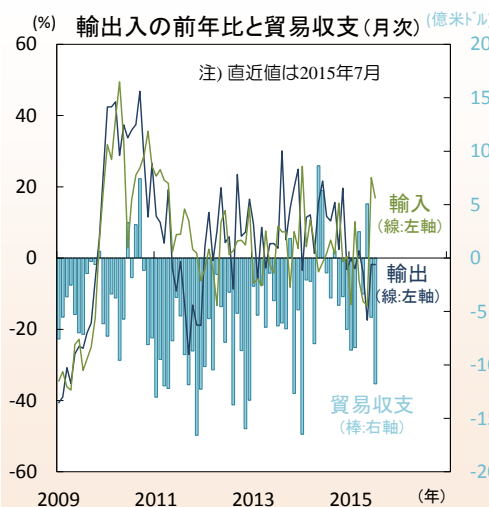
もっとも、ペソの対米ドル(以下「ドル」)相場は前年比で下落し、かつ消費者物価の前年比も低位。このため、同送金の購買力を示す実質ペソ建て額は前年比+4.8%と前月の+8.2%より鈍化しつつ底堅く(図2右)、引き続き民間消費を下支えすると予想されます。海外就労者は郷里への送金を行う際にペソ建て額を念頭に置くため、ペソ安期にはドル建て送金額が減少する傾向があるとみられます。また、コールセンターを初めとする事業プロセス外部委託(BPO)産業は堅調に成長しており、同産業による「その他事業サービス輸出」(サービス収支に計上)も高い伸びを維持。足元のドル建て送金額の減少にもかかわらず、経常収支は引き続き堅調な黒字を計上すると予想されます。

【図3】1-3月期に減速した政府消費と公的建設は4-6月に加速(左)



出所) フィリピン統計調整委員会、フィリピン中央銀行(BSP)、CEIC

【図4】強い内需を背景に伸びる輸入(左)、堅調な電子部門輸出(右)



出所) フィリピン国家統計局、CEIC

● 勢いを欠く輸出と堅調な内需を背景に伸びる輸入

輸出は、7月以降も勢いを欠きます。7月の輸出は前年比▲1.8%と前月と同率、輸入は+16.9%と前月の+22.6%に次ぐ高い伸びとなり、貿易赤字は▲11.8億米ドル(以下「ドル」と、前月の▲5.5億ドル、前年同月の▲1.4億ドルを上回りました(図4左)。輸出では、電子が前年比+34.6%と前月の+14.8%より加速、半導体の伸びが顕著でした。一方、電子以外は同▲24.7%と前月の▲13.2%より落込み幅が拡大。外需の減速から、機械・運輸機器、化学、繊維、加工食品などが落ち込んだ影響です。輸入では、資源安の影響で燃料が同▲76.4%と急落する一方、燃料以外が+43.7%と急伸びしました。品目別では資本財(同+32.5%)、原材料・中間財(同+41.1%)、消費財(同+72.8%)の全てが高い伸びを記録(図5左)。電力や通信関連の機械輸入が伸長、国内投資の伸びが背景とみられます。

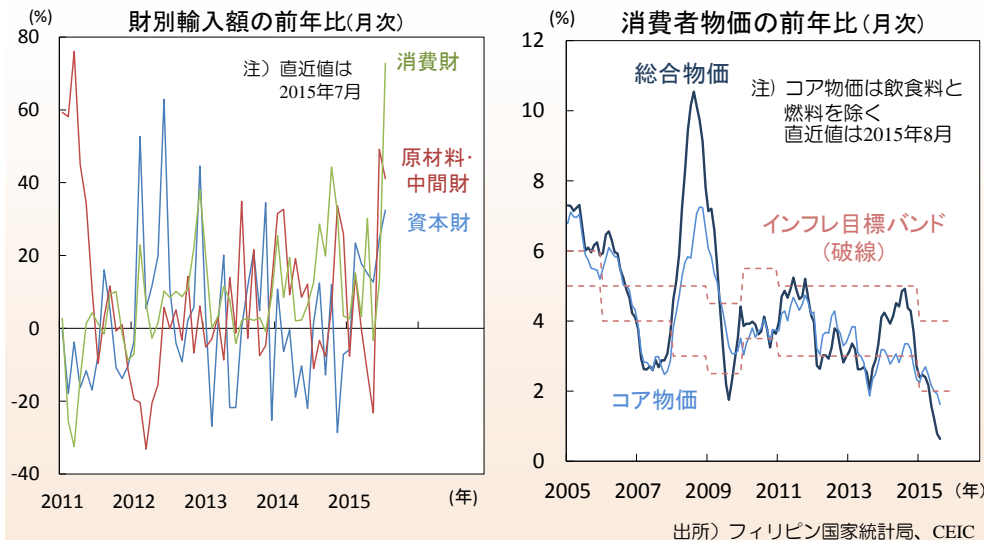
底堅い景気拡大が続く中でも、物価は落ち着いています。8月の総合消費者物価は前年比+0.6%と前月の+0.8%より鈍化(図5右)。食品が同+1.2%と前月の+1.3%より鈍化し(図6左)、燃料関連項目(電気・ガス・燃料や運輸)もマイナスの伸びとなり、総合物価を押下げました。食品では、米やトウモロコシの前年比がマイナスに。前年同月の高騰からの反動(前年高ベース効果)と足元の物価の落ち着きによります。

● 年後半にかけても底堅い景気拡大が持続か

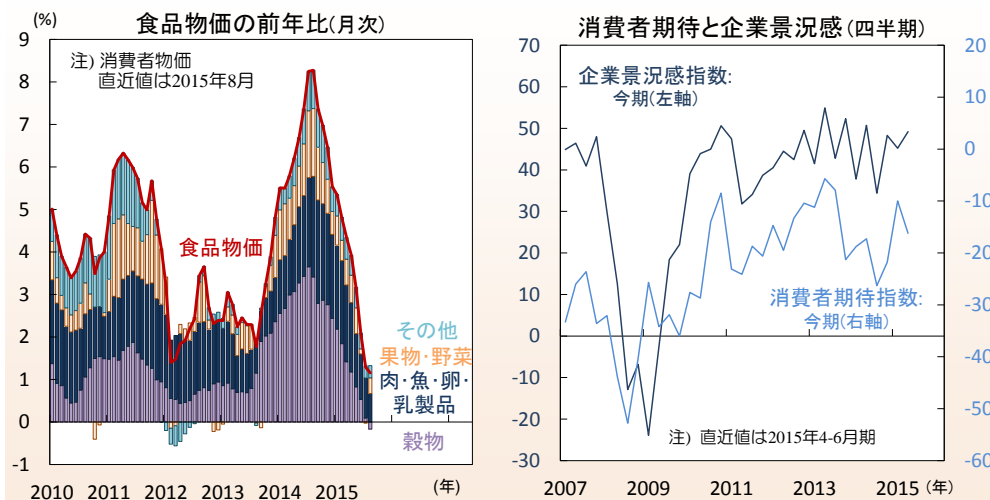
肉、魚、卵等の高たんぱく食品の消費者物価も、8月に前年比と前月比ともに鈍化しました。一方、足元の雨不足の影響から野菜は前年比+2.0%と前月の▲3.6%より反転、前月比(季節調整前)は+4.3%と前月の+3.2%に続き高率でした。一方、コア物価は同+1.6%と前月の+1.9%より低下、家賃の鈍化などが背景です。

米や燃料価格の低下によって家計の購買力は改善を続けるとみられます。ドル建ての海外就労者送金の伸びは足元で鈍化しているものの、ペソ安とインフレ鈍化がその影響を相殺。今後は、2016年5月の選挙を控えた選挙関連支出の伸びも、民間消費を支えると予想されます。また、1-3月期に鈍化した政府支出も4-6月期には回復。年前半の中央政府の総歳出は予算額の40%程度と昨年より低く、年後半にかけては予算執行が加速すると予想されます。電力関連や官民連携型(PPP)投資の進展で固定資本投資も底堅く伸びるでしょう。潤沢な流動性や底堅い銀行融資の伸び、良好な企業景況感(図6右)も民間部門の投資を支えると予想されます。世界景気の低迷に伴って財輸出は引き続き低迷が見込まれるものの、堅調な内需が成長をけん引し、今年通年のGDP成長率は+5%台後半と昨年の+6.1%を下回りつつ堅調なものとなると予想されます。

【図5】中央銀行のインフレ目標を下回る足元の消費者物価(右)



【図6】足元の雨不足にもかかわらず落ち着いた食品物価(左)



出所) フィリピン国家統計局、フィリピン中央銀行(BSP)、CEIC

● 昨年9月以降、政策金利の据置きを続ける中央銀行

9月24日、フィリピン中央銀行(BSP)は、政策金利を4%で据置くことを決定。金利据置きは昨年9月以降8回連続です(図7左)。BSPの声明は、足元の内需は底堅いと評価、企業と消費者の信頼感の高さや潤沢な流動性などが背景とされました。足元でインフレ目標の+2~4%を下回っている総合消費者物価の前年比については、今後2016-17年にかけて緩やかに目標圏内に上昇するだろうと記述。物価の上プレ・リスクとしては、エルニーニョ現象に伴う雨不足や電力など公共料金上げが挙げられました。限定的な物価上昇圧力の下で底堅い内需の成長が続く中、BSPは今後も来年半ばまで政策金利を据置き可能性が高いでしょう。その後は、景気拡大の持続に伴う産出ギャップの縮小をにらみつつ、利上げの時期を慎重に見極めると予想されます。

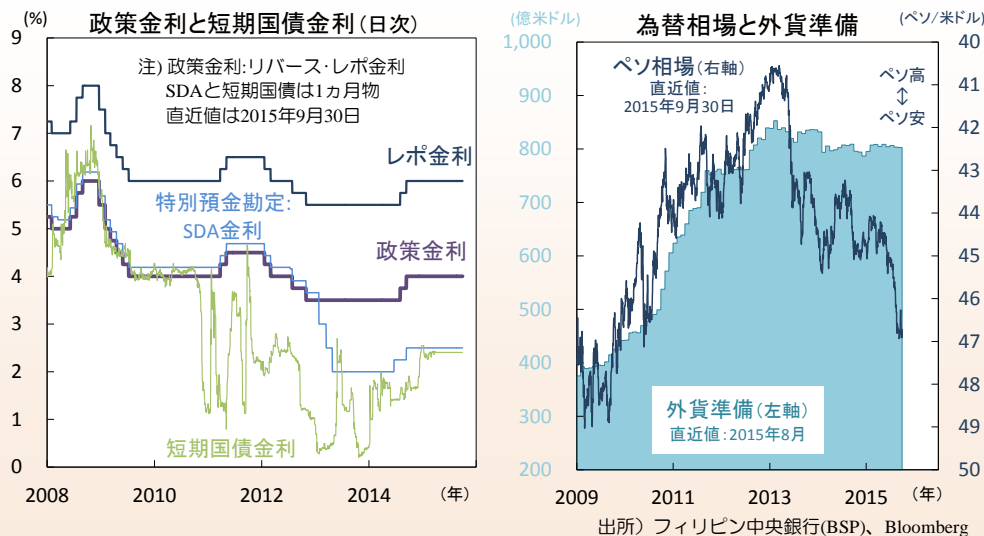
恵まれた経済状況の同国ですが、来年5月にかけては大統領選挙を控えた政治的な不透明感が金融市場に影響を与えるとみられます。同国の大統領は1期6年で再選なし。来年5月の大統領選挙では、政治状況の安定化と経済成長の加速を実現した現アキノ大統領の後任が決まります。有力候補は、グレース・ポー上院議員、ジェジョマール・ピナイ前副大統領、マニユエル・ロハス前内務・自治相の3名です。

● 接戦が予想される2016年5月の大統領選挙

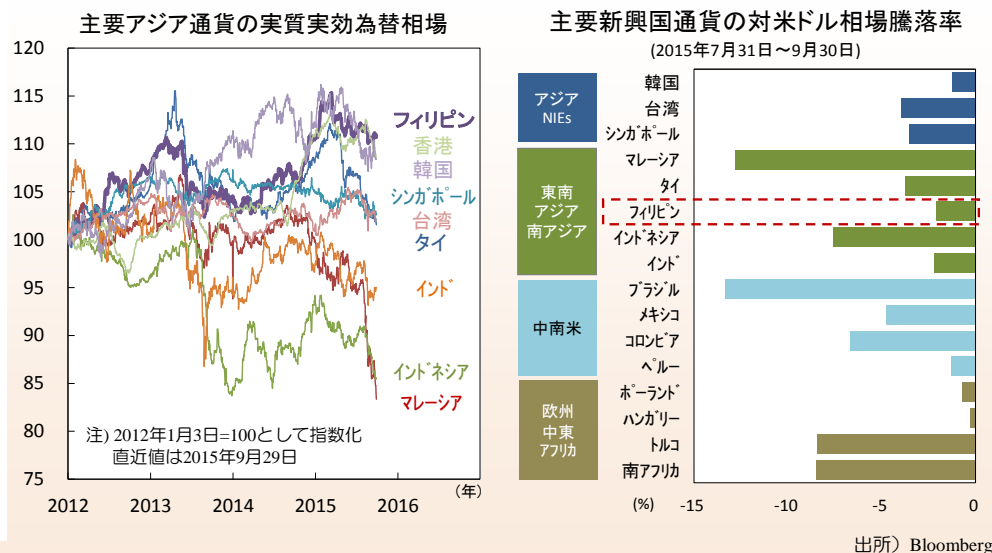
現地調査機関(SWS)が9月23日に公表した世論調査では、上記3氏の支持率は26%、24%、20%と拮抗。選挙では接戦が予想されます。ポー氏は、著名映画俳優の養女で知名度と人気が高い一方、大統領就任前のアキノ氏と同様に政治経験には乏しい人物。アキノ政権による汚職抑制を賞賛し、透明度の高い政府、分ち合いを伴った経済発展、国際競争力の獲得を掲げ、インフラ投資拡充を訴えています。ピナイ氏はマニラのマカティ市長時代に同市の開発を進め、実業界に理解のある有能な指導者という評価を獲得。一方で汚職の疑いも多く、今年5月には反資金洗浄評議会の請求で控訴裁判所が同氏の資産差押さえを決定しました。また、ロハス氏は、アキノ大統領と同じ自由党(LP)に所属するベテラン政治家で、前回の正副大統領選挙では副大統領に立候補しピナイ氏に敗退。8月末にアキノ大統領よりLPの大統領候補として指名を受けました。

内外の投資家は、アキノ大統領による汚職抑制の重視、大規模な増税なしに徴税強化等を通じて実現された財政安定化、政治的安定の回復等を高く評価。同大統領の退任に伴って、政権指導部による汚職の噂や軍部によるクーデターの噂も絶えなかった前アロヨ大統領時代に逆戻りするのではないかと懸念は根強いとみられます。

【図7】金利据置きを継続(左)、7-8月よりやや軟調なペソ相場(右)



【図8】7月末よりペソ相場は下落するも、相対的に小さい下落率(右)



● 新興国通貨が低迷する中でペソも対ドルで下落

今後の選挙戦の中で、アキノ大統領の政策を継承するとみられるロハス氏やポー氏ではなくピナイ氏が優勢となれば、前記の懸念が意識され金融市場は一時的に不安定になるでしょう。来年初以降、同国市場は徐々に変動性を増すと予想されます。

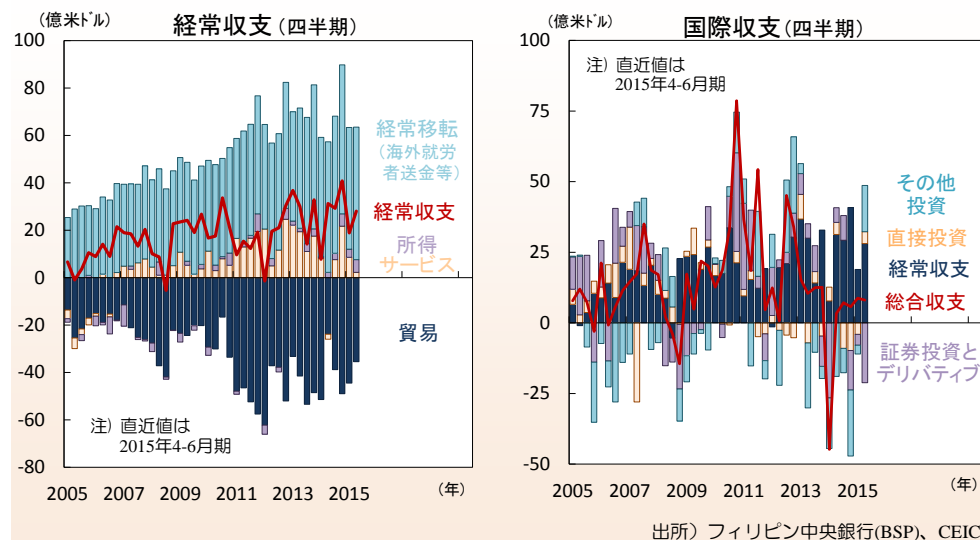
通貨ペソは7月末より9月末にかけて対ドルで2.1%下落しました(図7右)。8月11-13日の中国人民元の切下げや同国の景気悪化懸念などから、世界的に新興国からの資本流出が加速。同国の株式市場からも8月初から9月13日にかけて15億ドルの資本が流出しました。また、居住者の間でも、ペソの先安感を受けてペソ預金からドル預金への資金移動がみられました。なお、昨年9月末より米利上げ開始などが意識され多くの新興国通貨が対ドルで下落する中でペソの対ドルの下落は限定的だったため、ペソの実質実効相場(REER)は、多くのアジア通貨を上回って上昇していました(図8左)。8月初よりペソの対ドル相場が下落する中でも同国の外貨準備(先物を含む)は安定的に推移しており、BSPは大規模なドル売り介入で相場下落を抑えることなく、ペソ安の進行を容認した模様です。やや高いREER、低いインフレ率ゆえ輸入インフレ波及のリスクが低いこと、ペソ安が海外就労者送金の購買力を高めることなどが背景とみられます。

● ペソ相場は今後も相対的に底堅く推移か

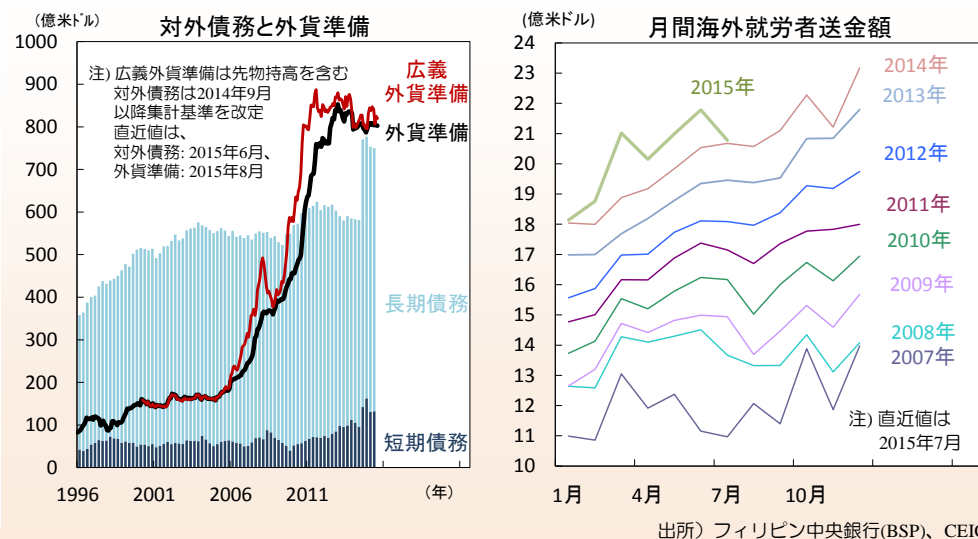
しかし、7月末から9月末までの対ドル相場下落率の2.1%は、マレーシアの12.8%、インドネシアの7.6%などに比べ低く、主要アジア諸国では韓国の1.3%に次いで小さい下げ幅でした(図8右)。安定的で多額の経常黒字(図9)、短期対外債務を大きく上回る外貨準備など強固な対外バランスシート(図10左)、近隣諸国に比べ相対的に小さい証券投資資本の流入額(同国の資本市場の相対的な流動性の低さや債券投資に対する源泉税の存在などが背景)が、同通貨のリスク感応度を低くしていると考えられます。経常黒字の源泉は変動の大きい電子輸出等ではなく、安定度の高い海外就労者送金やBPO収入などです。近年の海外就労者の就労先の地域的な分散や相対的な高付加価値化(看護師など専門職の増加)等が、同黒字の安定度を高めています。

当面、中国景気の悪化懸念や米国の利上げ開始を巡る不透明感から、リスク回避によるドル高・新興国通貨安が進みやすい中、ペソは引き続き他の新興国通貨より安定的に推移するでしょう。大統領選挙を巡る不透明感が意識されるのは来年初以降とみられます。今後、クリスマス休暇にかけて増加する海外就労者送金の季節性も加わり(図10右)、年末にかけてペソの相対的な堅調さが目立つと予想されます。(入村)

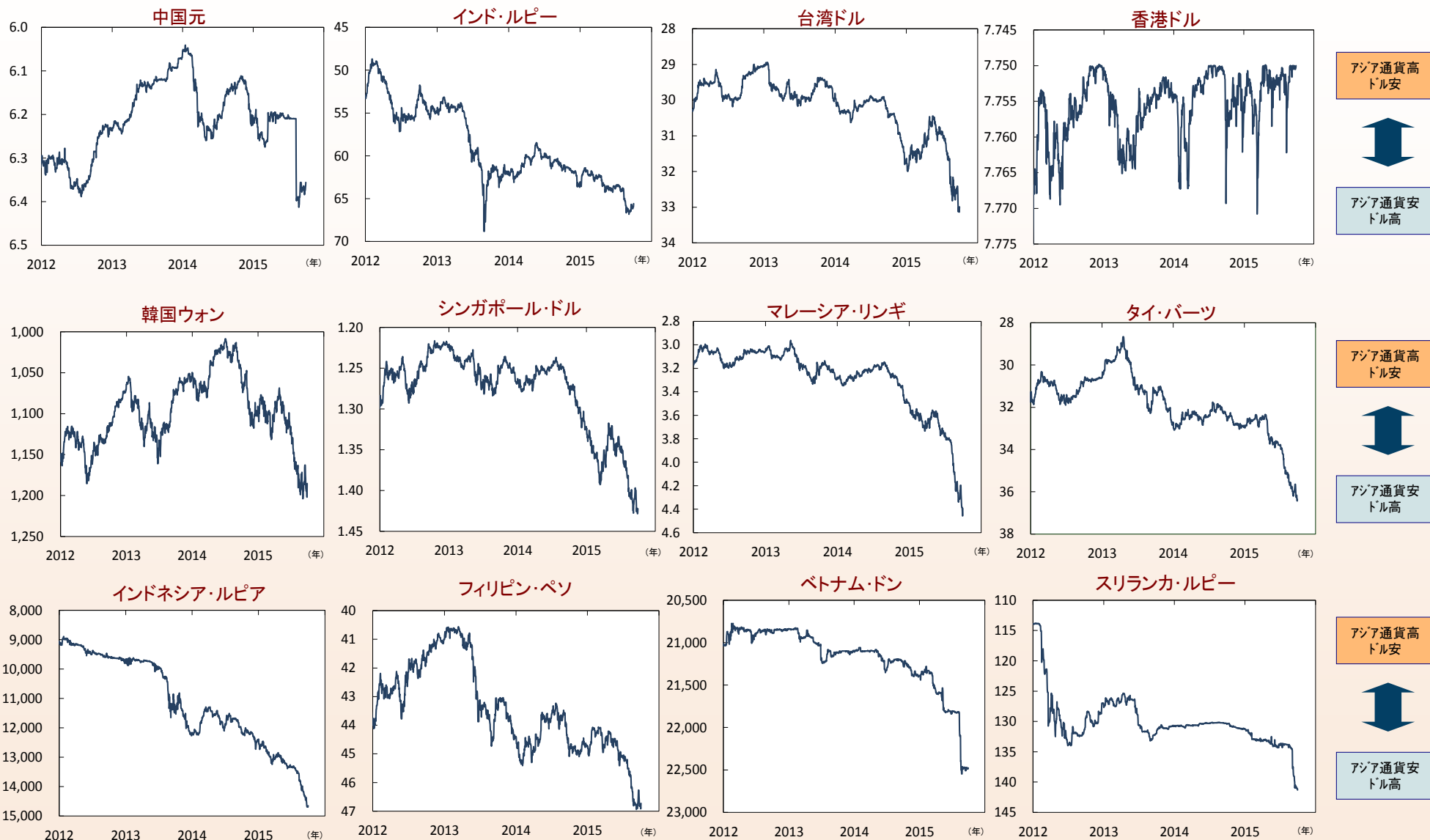
【図9】 堅調な黒字が続く経常収支(左)、国際収支は5期連続の黒字(右)



【図10】 強固な対外バランスシート(左)、年末にかけて増加する送金額(右)



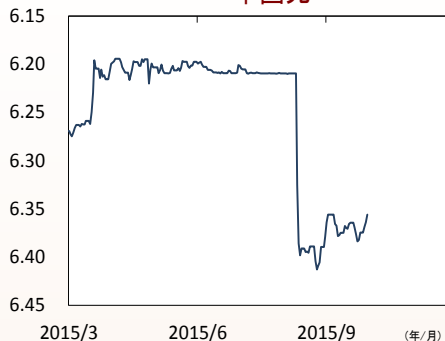
【アジア・マーケット・ウォッチ】アジア通貨の対ドル相場(1)過去3年間



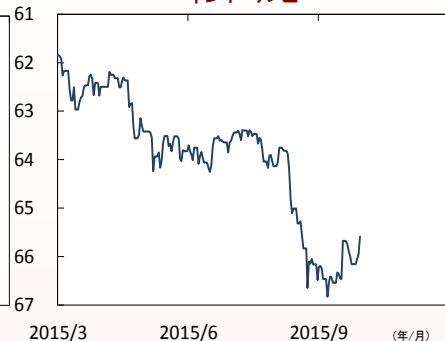
注) 単位は、アジア通貨/米ドル(1米ドル=アジア通貨)、直近値は、2015年9月30日、出所) Bloomberg

【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

中国元



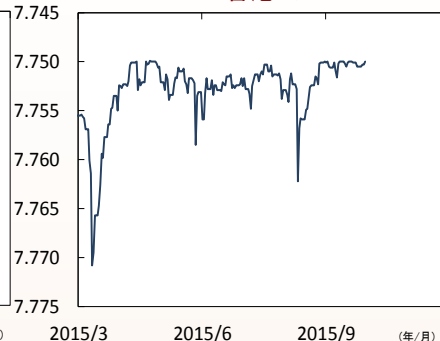
インド・ルピー



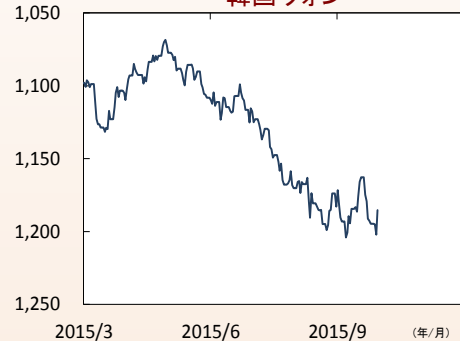
台湾ドル



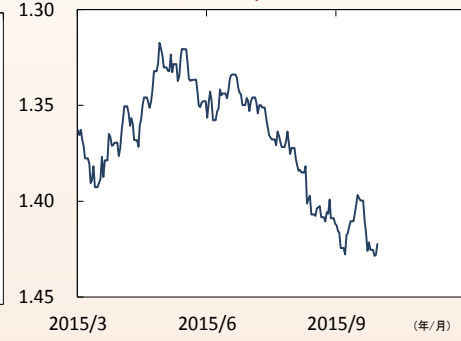
香港ドル

アジア通貨高
ドル安アジア通貨安
ドル高

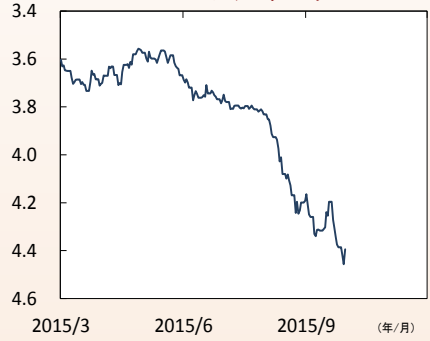
韓国ウォン



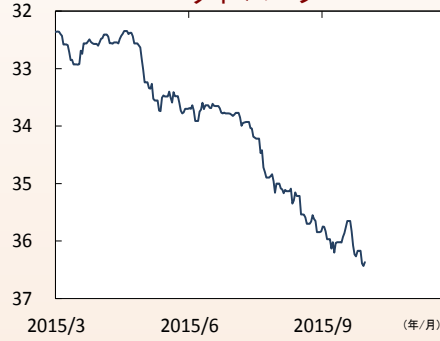
シンガポール・ドル



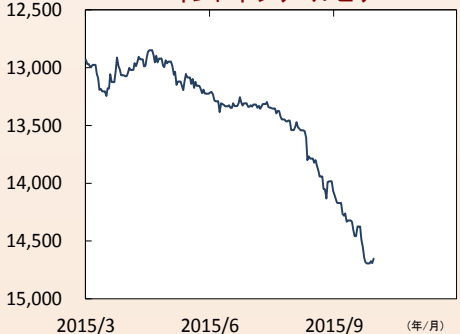
マレーシア・リンギ



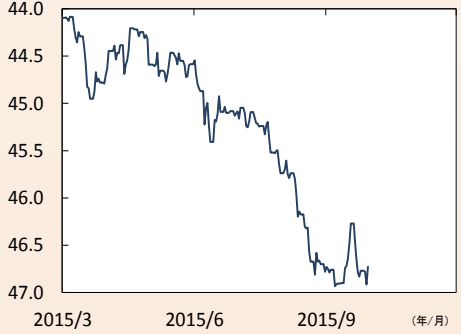
タイ・バーツ

アジア通貨高
ドル安アジア通貨安
ドル高

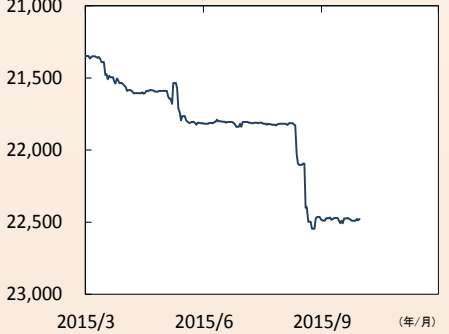
インドネシア・ルピア



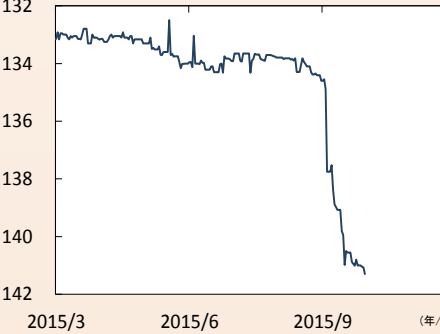
フィリピン・ペソ



ベトナム・ドン



スリランカ・ルピー

アジア通貨高
ドル安アジア通貨安
ドル高

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、2015年9月30日、出所) Bloomberg

留意事項

◎投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としているため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。したがって、投資者のみなさまの投資元金が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。運用により信託財産に生じた増益はすべて投資者のみなさまに帰属します。

投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をよくご覧ください。

◎投資信託に係る費用について

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

■購入時（ファンドによっては換金時）に直接ご負担いただく費用

- ・購入時（換金時）手数料 ... 上限 3.24%（税込）

※一部のファンドについては、購入時（換金時）手数料額（上限 37,800円（税込））を定めているものがあります。

■購入時・換金時に直接ご負担いただく費用

- ・信託財産留保額 ... ファンドにより変動するものがあるため、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

- ・運用管理費用（信託報酬） ... 上限 年3.348%（税込）

※一部のファンドについては、運用実績に応じて成功報酬をご負担いただく場合があります。

■その他の費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等でご確認ください。

※その他の費用・手数料については、運用状況等により変動するものであり、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

お客さまにご負担いただく費用の合計額もしくはその上限額またはこれらの計算方法は、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、三菱UFJ国際投信が運用するすべての公募投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をご覧ください。

各資産のリスク

◎株式の投資に係る価格変動リスク

株式への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、株式の価格は個々の企業の活動や業績、市場・経済の状況等を反映して変動するため、株式の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

◎公社債の投資に係る価格変動リスク

公社債への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、公社債の価格は市場金利の変動等を受けて変動するため、公社債の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

◎信用リスク

信用リスクとは、有価証券等の発行者や取引先等の経営・財務状況が悪化した場合またはそれが予想された場合もしくはこれらに関する外部評価の悪化があった場合等に、当該有価証券等の価格が下落することやその価値がなくなること、または利払いや償還金の支払いが滞る等の債務が不履行となること等をいいます。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

◎流動性リスク

有価証券等を売却あるいは取得しようとする際に、市場に十分な需要や供給がない場合や取引規制等により十分な流動性の下での取引を行えない場合または取引が不可能となる場合、市場実勢から期待される価格より不利な価格での取引となる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

国内株式・国内債券への投資は上記のリスクを伴います。海外株式・海外債券への投資は上記リスクに加えて以下の為替変動リスクを伴います。

◎為替変動リスク

海外の株式や公社債、REIT、オルタナティブ資産は外貨資産ですので、為替変動の影響を受けます。そのため、為替相場が円高方向に進んだ場合には、投資元金を割り込むことがあります。

新興国への投資は上記リスクに加えて以下のカントリーリスクを伴います。

◎カントリーリスク

新興国への投資は、先進国への投資を行う場合に比べ、投資対象国におけるクーデターや重大な政治体制の変更、資産凍結を含む重大な規制の導入、政府のデフォルト等の発生による影響を受けることにより、市場・信用・流動性の各リスクが大きくなる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込む可能性が高まる場合があります。

当資料に関してご留意頂きたい事項

- 当資料は、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。当資料は投資勧誘を目的とするものではありません。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。銀行等の登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の補償の対象ではありません。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
- 当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：2015年9月2日）
- 当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・状況であり、また、見通しのない分析は作成時点での見解を示したものです。したがって、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・手数料等は考慮していません。
- 当資料に示す意見等は、特に断りのない限り当資料作成日現在の三菱UFJ国際投信経済調査部の見解です。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。
- 投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認ください。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。



三菱UFJ国際投信

MUFG

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