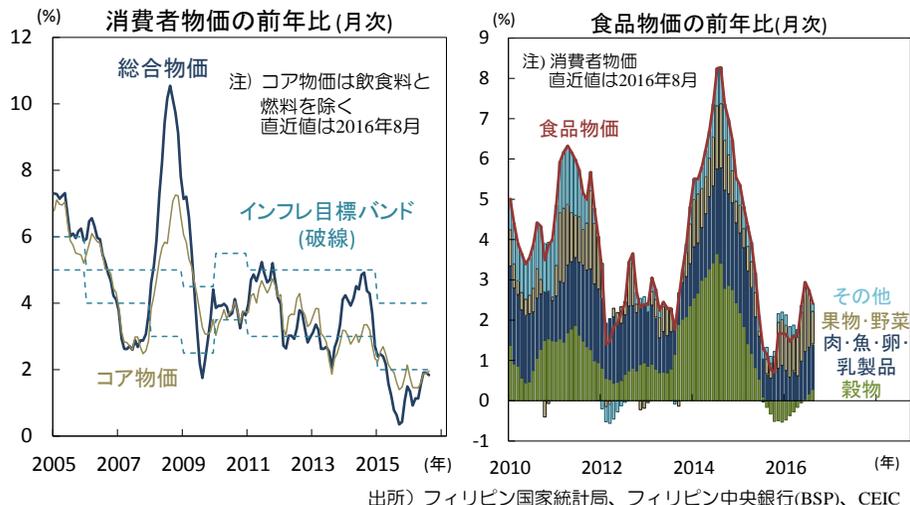


フィリピン: 内需主導の高成長が続く中で、冴えを欠くペソ相場

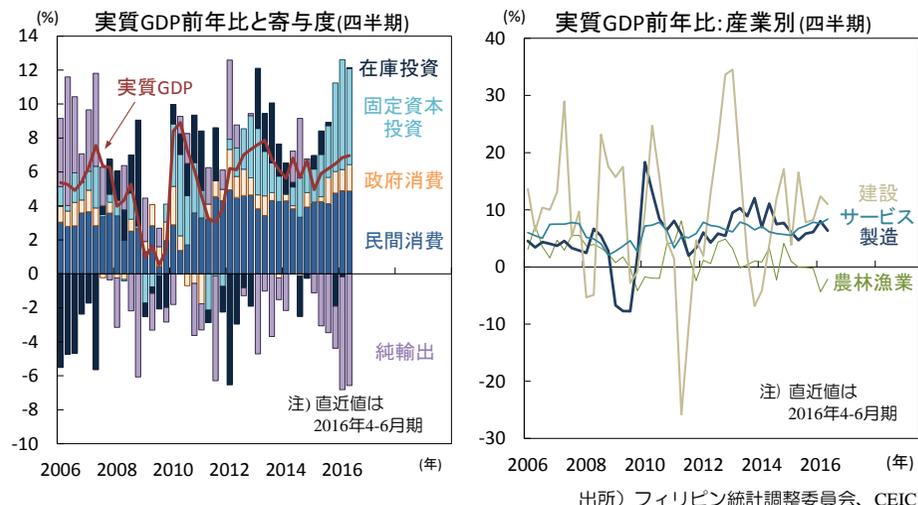
【図1】食品物価の鈍化に伴って総合物価の伸びが低下



先週6日、フィリピン政府は8月の総合消費者物価が前年比+1.8%と前月の+1.9%より鈍化し(図1左)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+2.0%を下回ったことを公表。コア物価が同+2.0%と前月の+1.9%より上昇し、燃料物価の落込み幅も縮小したものの、食品物価が同+2.4%と前月の+2.7%より低下し(図1右)、総合物価を押下げました。雨不足の影響で上昇していた野菜が同+6.3%と前月の+12.8%より低下した影響です。

同国では、落ち着いた物価の下で堅調な景気拡大が続いています。先月18日、政府は4-6月期の実質GDPが前年比+7.0%と前期の+6.8%より加速し(図2左)、市場予想の+6.6%を上回ったことを公表。季節調整済みの前期比年率は+7.4%と前期の+5.1%から加速しました。需要側では、民間と政府の消費が加速し、固定資本投資が極めて高い伸びを維持。この結果、内需(在庫投資を除く)は同+12.2%と前期と同率の高い伸びとなり、純輸出の落込みの影響を相殺しました。民間消費は前年比+7.3%と前期の+7.0%より加速。娯楽・教養、飲食・宿泊、運輸など裁量的消費の伸びが目立ちました。

【図2】堅調な消費と力強い固定資本投資の伸びが景気をけん引(左)



5月7日の総選挙に向けて政党等による選挙関連支出が加速したことに加え、底堅い海外就労者送金(実質ペソ換算)の伸び(図3左)、落ち着いた物価、改善する雇用環境なども同消費を支えました。政府消費は同+13.5%と前期の+11.8%より加速。選挙期間中の政府の経常歳出の伸びによるとみられます。固定資本投資は同+27.2%と前期の+28.2%より鈍化しつつ好調でした。設備投資が同+42.8%と前期の+39.8%を超過。政権交代による政策変更の可能性にもかかわらず、民間企業部門による投資の抑制は見られませんでした。建設投資も同+14.1%と前期の+13.0%より加速。公的建設が同+27.9%と前期の+41.1%を下回ったものの、民間建設が同+8.3%と前期の+8.1%より加速しました。

外需では、総輸出が同+6.6%と前期の+7.3%より鈍化しました。輸出相手国の景気低迷などから財輸出は同+4.1%と前期の+5.2%より低下。電子部品が同+3.1%と前期の+15.0%より鈍化し、農産物や繊維・衣服が落込みました。サービス輸出は同+15.3%と前期の+14.1%より加速。事業プロセス外部委託(BPO)収入の堅調な伸びによります。

● 民間消費と政府消費の伸びを受けてサービス部門が加速

一方、堅調な内需の伸びを背景に総輸入は同+20.9%と前期の+19.0%より加速。この結果、純輸出の寄与度は▲6.6%ポイントと前期と同率の大幅な押下げ幅でした。

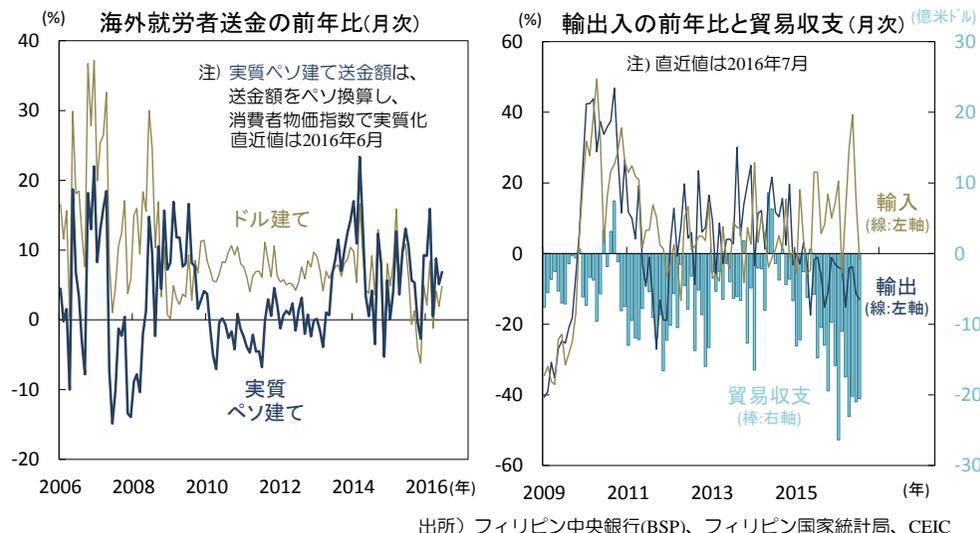
生産側では、製造業や建設業が鈍化し鉱業が反落したものの、消費の伸びを受けてサービス部門が加速しました(図2右)。農林漁業は同▲2.1%と前期の▲4.4%より落込み幅を縮小させつつ、5期連続のマイナスに。雨不足の影響で、米、トウモロコシ、ココナツ、バナナ等の生産が落込みました。鉱業は同▲9.7%と前期の+11.2%より反落。ニッケルの落込み幅が拡大し、原油・ガスや金の伸びが鈍化しました。製造業は同+6.3%と前期の+8.0%より鈍化。堅調な民間消費を背景に加工食品等が加速し運輸機器やオフィス機器も伸びたものの、外需の低迷に伴って繊維・衣服や通信機器等がマイナスの伸びとなりました。建設業は同+11.0%と前期の+12.4%より鈍化しつつ堅調。民間建設投資の伸びがけん引しました。サービス部門は同+8.4%と前期の+7.6%より加速。金融の伸びが鈍化したものの、民間消費の伸びを背景に卸売・小売等が同+8.9%と前期の+7.5%より加速し、政府消費の伸びを受けて公共サービス等も同+6.4%と前期の+5.2%より加速。不動産や運輸・倉庫・通信の伸びも前期を上回りました。

● 景気は年後半に緩やかに鈍化するも底堅い伸びを継続か

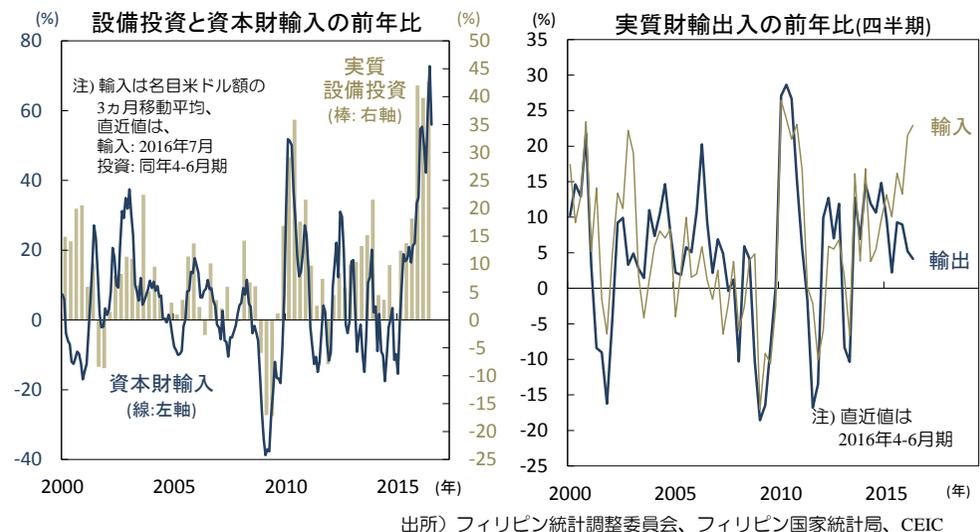
今年前半の民間消費を押し上げた選挙関連支出は、総選挙の行われた5月7日までに一巡しました。また、新政権の誕生と主要閣僚の交代に伴って、7-9月期の政府歳出は一時的に減速し、歳出の正常化は今年末近くとなる見込みです。今年前半に加速した景気は後半に鈍化する予想されます。しかし、底堅い海外就労者送金の伸び、好調な雇用環境、物価の沈静化による家計の購買力の改善などが民間消費の落込みを和らげるでしょう。今年以降に漸進的に行われる公務員給与の上げも、同消費を支える見込みです。新政権の作成した2017年度予算案の財政赤字幅は、GDP比3%と前年度予算の2%を超過。教育、保健、低所得家計向けの社会保障などに関連する歳出が引上げられました。また、新政権は官民連携(PPP)型インフラ投資を加速する方針です。政府支出やインフラ投資の加速は、来年以降の景気を支えると考えられます。

今年後半のGDP成長率は+6%前後と前半より鈍化しつつ底堅く伸び、今年通年の成長率は+6%台半ばと昨年の+5.8%を上回るでしょう。来年の成長率は今年前半の景気加速の反動(ベース効果)で押下げられるものの、拡張的な財政支出とインフラ投資の加速や堅調な民間消費にけん引され、+6%台前半の堅調な伸びとなると予想されます。

【図3】底堅く伸びる実質ペソ建て送金額(左)、拡大する貿易赤字(右)



【図4】好調な内需に押上げられる輸入と低迷を続ける輸出(右)



● 堅調な内需と低迷する外需の下、貿易赤字が拡大

足元では輸出の低迷が続いています。先週9日、政府は7月の輸出(米ドル建て)が前年比▲13.0%と前月の▲11.4%より落込み幅が拡大したことを公表。貿易赤字は20.5億米ドル(以下「ドル」と前月の21.0億ドルとほぼ同額となり、前年同月の14.8億ドルを上回りました。電子輸出が同▲14.8%と前月の▲5.1%より落込み、非電子輸出が同▲11.0%と前月の▲17.1%より改善しつつ16カ月連続のマイナスを記録。前年の電子輸出の急伸からの反動に加え、貿易相手国の景気低迷が輸出の伸びを下押ししました。国内投資の伸びを背景に資本財の輸入が増加しており(図4左)、1-7月の総輸入は同+14.4%と総輸出の▲8.3%とは対照的に高い伸びを保ち、貿易赤字を押し上げています。

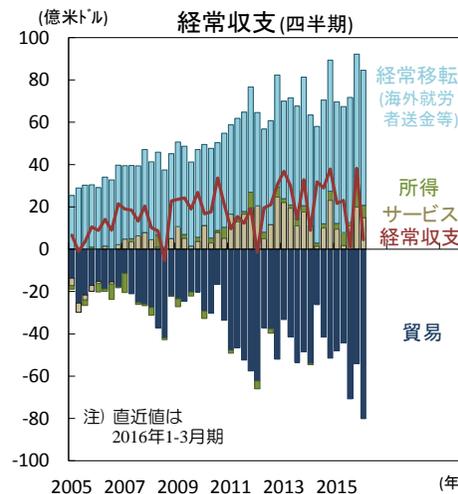
貿易赤字の拡大に伴って経常黒字は縮小しています。1-3月期の経常黒字は4.5億ドルと前年同期の21.7億ドルより縮小し(図5左)、GDP比は0.6%と前年同期の3.2%より大きく低下。海外就労者送金(経常移転収支)やBPO収入(サービス収支)は底堅く伸びたものの、貿易赤字の拡大の影響を相殺するには至りませんでした。設備投資が堅調に伸び、来年初以降はインフラ投資の加速も見込まれる中、資本財輸入は高い伸びを続けるでしょう、貿易赤字の拡大と経常黒字の縮小は今後も継続すると予想されます。

● 昨年底堅かったペソ相場は、今年初よりやや軟調

通貨ペソは年初より先週9日にかけて対ドルで▲0.6%下落と、多くの新興国通貨が上昇する中でも不振でした(図5右、図6左)。同通貨は、昨年と一昨年にドル高基調の下で新興国通貨が低迷する中でも相場下落を小幅に留めるなど打たれ強さを発揮。しかし、投資家のリスク選好度が改善した今年初以降は低迷しています。昨年は一次産品価格が低迷し、多くの新興国で景気と経常収支が悪化。燃料の純輸入国として原油安の恩恵と受けつつ力強い内需による高成長が続く同国は、インドと並び例外的な存在でした。しかし、昨年売込まれた新興国通貨を買戻す動きが今年初より強まる中、昨年例外的に買持ちにされたペソの売戻しが進み、通貨の上値を抑えたとみられます。

今後は経常黒字の縮小も同通貨の重石となるでしょう。また、外貨準備(先物を含む)は3月に34億ドル、6月に26億ドル増加(図6右)。ペソは3月に対米ドルで3.2%上昇し、6月月初にも同1.6%上昇、相場の上昇局面ではフィリピン中央銀行(BSP)がドル買い介入で上昇速度を抑えているとみられます。ペソ高の進行は海外就労者送金の購買力やコールセンター等BPO産業の競争力を低下させるため、BSPは相場上昇への警戒感が強い模様です。ペソは、今後もやや上値の重い展開が予想されます。(入村)

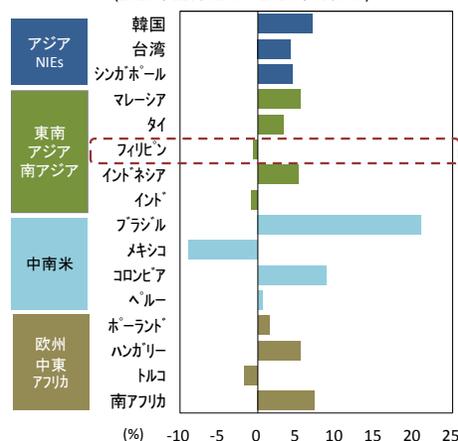
【図5】貿易赤字の拡大とともに縮小する経常黒字(左)



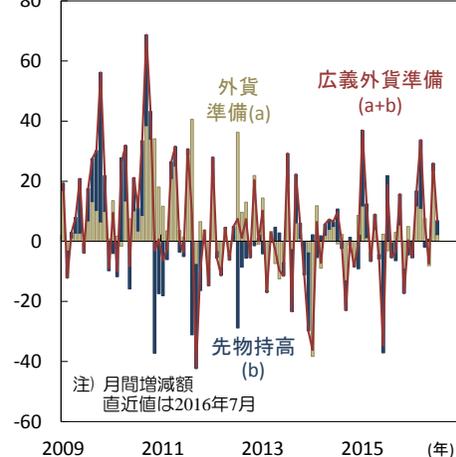
出所) フィリピン中央銀行(BSP)、CEIC、Bloomberg

【図6】ペソ高局面のドル買い介入に伴って外貨準備が増加(右)

主要新興国通貨の対米ドル相場騰落率
(2015年12月31日～2016年9月9日)



(億米ドル) 外貨準備と先物残高の増減(月次)



出所) フィリピン中央銀行(BSP)、CEIC、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損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建資産ですので、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。

本資料に関してご留意いただきたい事項

- 本資料は、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。本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行います。
- 本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。
- 本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、見通しなし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。
- 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のうえ、ご自身でご判断ください。
- 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

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