

【フィリピン】堅調な景気拡大が続く中で大統領選挙を控え徐々に高まる政治的不透明感 1ページ

【エマージング・マーケット・ウォッチ】 6ページ

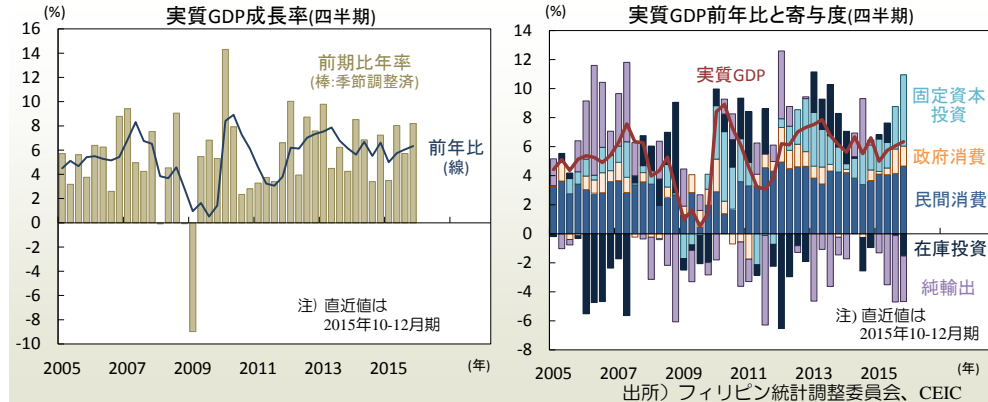
【フィリピン】堅調な景気拡大が続く中で大統領選挙を控え徐々に高まる政治的不透明感*

● 内需の伸びに支えられ加速した10-12月期のGDP成長率

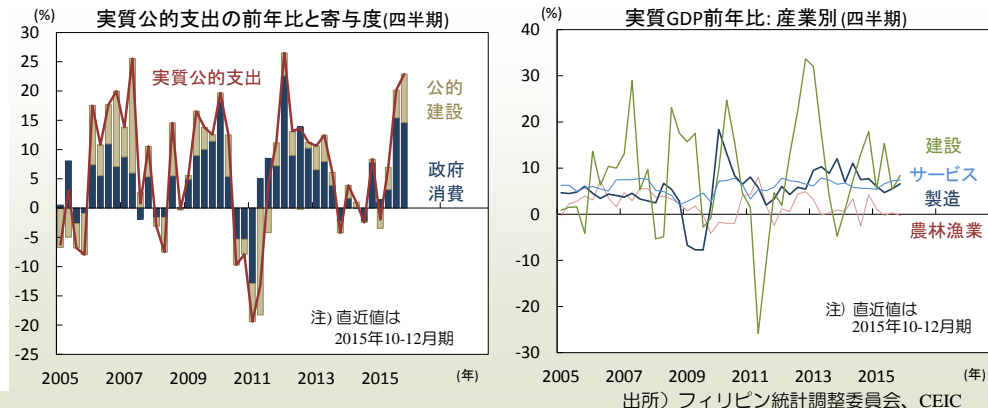
フィリピンでは、内需の伸びに支えられて近隣諸国の多くを上回る堅調な景気拡大が続く一方、落ち着いた物価の下で中央銀行は政策金利をやや低位に据置いています。しかし、こうした恵まれた環境にもかかわらず、ペソ相場は他のアジア通貨に比べやや軟調です。足元のペソ相場はなぜ勢いを欠いているのか。本稿では、同国の景気物価、金融政策、対外収支、政治状況などを概観した上で、ペソ相場の足元の軟調さの背景について分析し、同相場の今後の動向について考察します。

10-12月期の実質GDPは前年比+6.3%と前期の+6.1%より加速(図1左)。季節調整済みの前期比年率も+8.2%と前期の+5.7%より加速、足元の景気拡大の勢いは強い模様です。なお、昨年1-3月期の一時的な景気減速の影響から、昨年通年の成長率は+5.8%と前年の+6.1%を下回りました。10-12月期の実質GDPの需要側では、内需(在庫投資を除く)が前年比+10.7%と前期の+8.8%より上昇し、外需の落込みをカバー。固定資本投資が急伸し、民間消費も堅調に拡大しました(図1右)。2014年より昨前半まで低迷していた公的歳出(政府歳出手続きに対する違憲判決等が背景)も7-9月期より回復し(図2左)、景気を支えています。民間消費は前年比+6.4%と前期の+6.1%より加速。食品が堅調に伸び、ホテル・レストラン、通信、運輸など裁量的消費も大きく伸びました。良好な雇用環境、実質ペソ建て送金額の堅調な伸び(図3左)、低物価の下で改善する消費者信頼感などが背景とみられます。政府消費は同+17.4%と前期と同率の高い伸び。条件付現金給付(CCT)の実行などによるとみられます。固定資本投資は同+22.5%と前期の+13.3%より急加速しました。建設投資が同+7.8%と前期の+5.7%を上回り、設備投資も同+40.2%と前期の+19.1%より大きく上昇。公的建設が同+51.0%と前期の+41.5%に続いて急伸し、同▲0.4%と低迷する民間建設をカバーしました。設備投資の伸びは、工業用機械、運輸機器、通信機器の輸入などがけん引しました。

【図1】堅調な内需の伸びに支えられ、加速する実質GDP成長率(右)



【図2】2期連続で拡大する公的支出(左)、加速する建設業生産(右)



● 製造業、サービス部門、建設業などが力強く加速

10-12月期の実質総輸出は同+7.1%と前期の+6.5%より上昇しました。財輸出が同+1.7%と前期の+5.4%から鈍化したものの、サービス輸出が同+30.2%と前期の+12.5%より加速。事業プロセス外部委託(BPO)収入や観光収入の好調な伸びによります。総輸入は同+13.3%と前期の+14.9%より鈍化しつつ高水準でした。この結果、純輸出の寄与度は▲3.1%ポイントと前期の▲4.6%ポイントより押し下げ幅が縮小しました(図1右)。

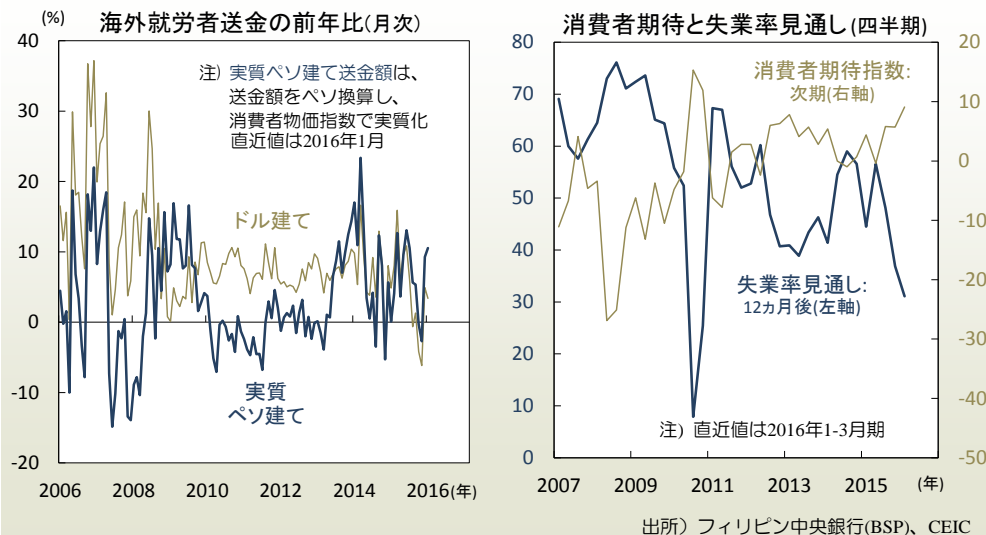
生産側では、民間消費や政府の投資支出の伸びなどを受けて、製造業、サービス部門、建設業などが力強く加速しました(図2右)。農林漁業は同▲0.3%と前期の+0.3%より反落。米の生産の落ち込みの縮小に伴って農業が小幅に反発したものの、漁業が落ち込みました。鉱業は同+7.8%と前期の+3.6%より加速。原油・ガスとニッケルの伸びによります。製造業は同+6.6%と前期の+5.5%より上昇。加工食品、衣服、履物、化学、卑金属、電器など幅広い部門の生産が加速しました。建設業は同+8.4%と前期の+5.4%より加速。公的建設支出の伸びによります。サービス部門は同+7.4%と前期の+7.2%より上昇。ブロードバンド通信の伸びに伴って運輸・倉庫・通信が同+8.9%と前期の+8.1%より加速し、金融も同+7.4%、不動産等も同+7.9%と前期より加速しました。

● 今後も堅調な民間消費が景気拡大をけん引か

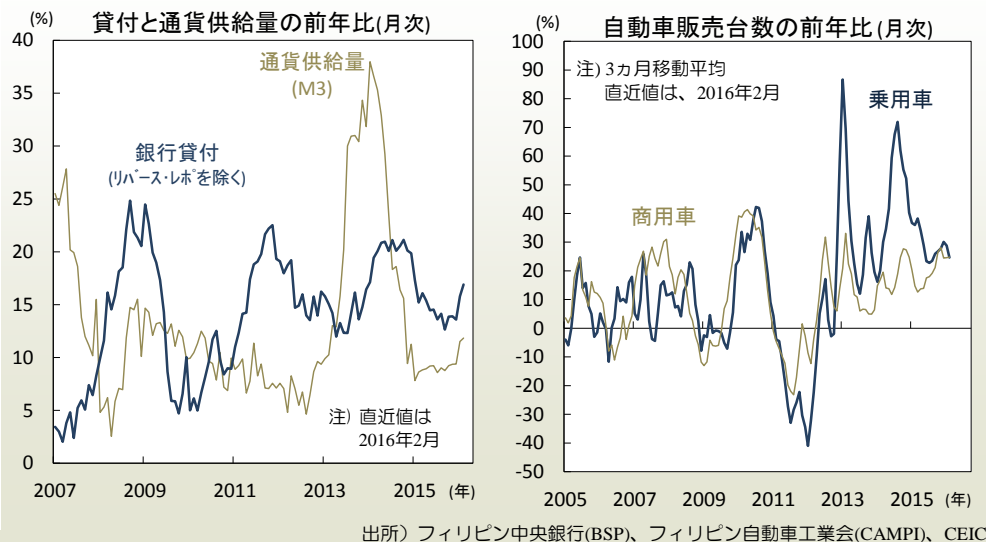
1月以降の景気指標も堅調です。1-3月期の消費者期待指数は前期より改善、雇用環境の改善期待も同指数を上げました(図3右)。インフラ投資の加速による建設部門の雇用増加等が背景とみられます。低所得家計の改善が大きく、燃料小売価格の低下や政府による条件付現金給付(CCT)も信頼感の改善に寄与した模様です。2月の銀行貸付(中央銀行へのリバース・レボ貸付を除く)は前年比+16.9%と前月の+15.8%より加速(図4左)。2月の自動車販売台数は前年比+20.5%と前月の+19.9%に続き堅調でした(図4右)。

貿易相手国の景気が勢いを欠く中、輸出は今後も低迷するでしょう。一方、民間消費は良好な雇用所得環境の下で堅調な伸びを続ける見込みです。5月の総選挙と大統領選挙を控えて年初より新規の政府支出が実行されなくなるものの、政党による選挙関連支出が民間消費を押し上げその影響を相殺するでしょう。しかし、政権交代の可能性を意識し民間企業が投資を控えるとみられる上、選挙後に経済運営チームが交代すれば政府歳出も一時的に減速するとみられます。今年上期に加速した景気は下期に減速するため今年通年では5%台後半と昨年の+5.8%並みの成長率となり、来年は政治的不透明感の後退と政府歳出の正常化に伴って+6%前後へと加速すると予想されます。

【図3】実質ペソ建て送金額が伸び(左)、消費者期待感も改善中(右)



【図4】底堅く伸びる銀行貸付(左)と自動車販売台数(右)



● 落ち着いた物価の下で金利据置きを続ける中央銀行

堅調な景気拡大が続く中でも物価は落ち着いています。3月の消費者物価は前年比+1.1%と前月の+0.9%よりやや上昇(図5左)。燃料の落込み幅が拡大したものの、食品が同+1.6%と前月の+1.5%より上昇(図5右)、前年の高騰からの反動(ベース効果)のはく落で米の落込み幅が縮小し、肉・魚・卵・乳製品などの伸びが加速しました。また、レストランも同+2.1%と前月の+1.5%より上昇、5月の大統領選挙と総選挙を控え、政治団体による支出が拡大している模様です。コア物価は同+1.5%と前月と同率でした。

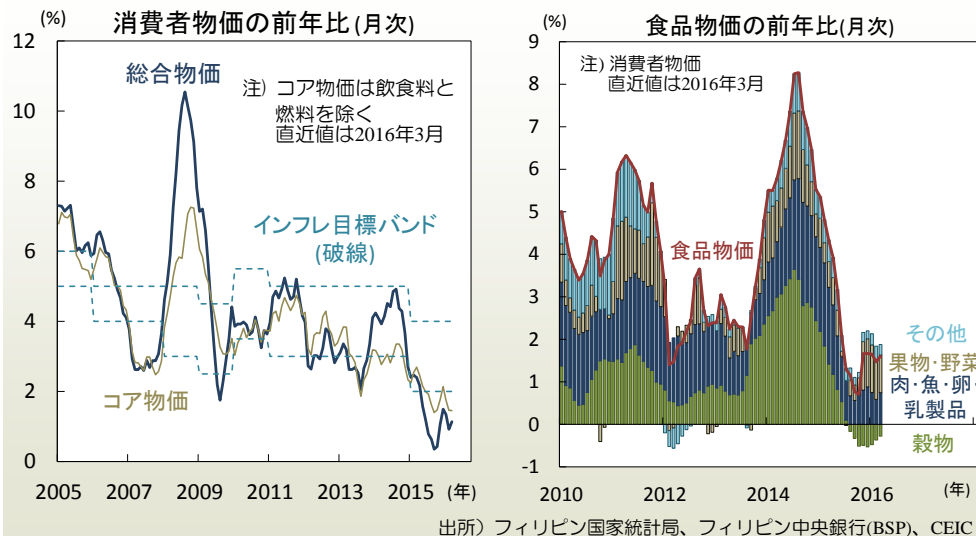
落ち着いた物価の下で、フィリピン中央銀行(BSP)は金利の据置きを継続。3月23日、BSPは政策金利を4%で据置き(図6左)。据置きは2014年10月以来12回連続で、市場予想通りの決定でした(Bloomberg集計ではエコノミスト14人全員が据置き予想)。BSPの説明は、前回と同様に管理可能なインフレと底堅い景気の下で金利据置きが妥当と説明。物価は2016-17年に目標の+2-4%の範囲内に収束する見通しであり、期待インフレ率も同範囲内で安定しているとしました。物価見通しに関しては、雨不足による食品物価高や電力料金引上げによる上振れリスクの存在を指摘しつつ、予想外に緩慢な世界景気や国際原油価格の低下の二次波及による物価下振れリスクが大きいとしました。

● 金利コリドー制度 (IRC) の導入を図る中央銀行

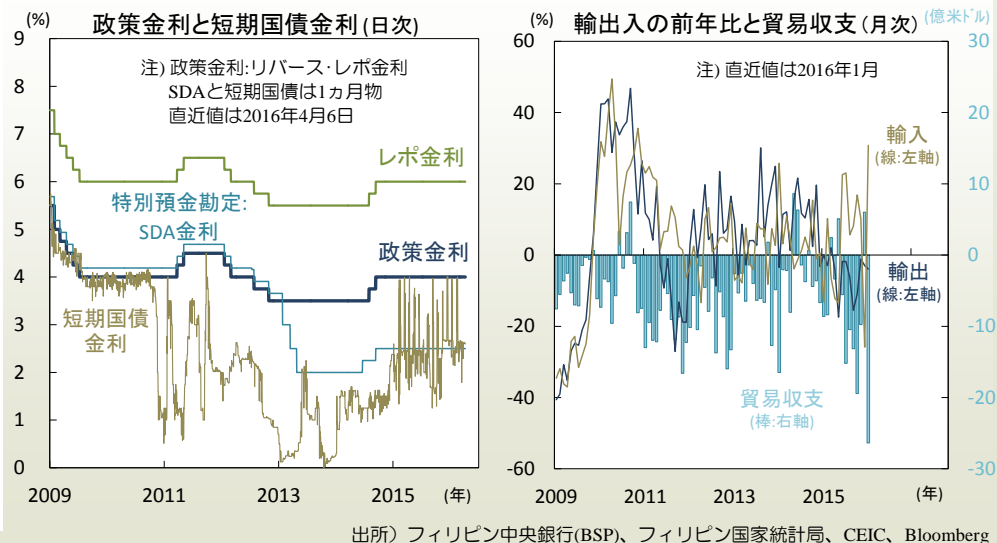
足元で消費者物価の伸び率が目標下限を下回る水準で推移する中、BSPは当面現行の政策スタンスを維持すると予想されます。

一方、BSPは政策金利体系の変更を予定しており、これに伴って金利水準が変更される可能性が高いと思われます。BSPは昨年9月に今年4-6月期の金利コリドー制(IRC)を導入すると公表。その後、導入は4月との方針が示されました。IRCは、政策金利の上下に固定金利による貸付と預金制度を設け、この上下限(コリドー)内で、銀行間市場金利が資金需給等を反映して変動するようにするもの。IRCの導入に伴って金融調節手段は短期定期預金の変動金利入札へと変更される予定であり、未発達な同国の資金市場の育成も目指しています。現在、政策金利(a: リバース・レポ金利)は4%、上限に当たるレポ金利(b)は6%、下限に当たる特別預金(SDA)金利(c: 1ヵ月もの)は2.5%と上下非対称です(図6左)。上下限を対称とするためには、レポ金利とSDA金利の引下げ(b-a-c: 5.75%-4%-2.25%)、または政策金利の引上げ(b-a-c: 6%-4.25%-2.5%)が必要になるとみられます。BSPはIRCへの移行は金融政策の変更には当たらないと説明しているものの、上記の金利変更に伴って市場金利は一時的に変動すると予想されます。

【図5】 足元でインフレ目標を下回る総合消費者物価の上昇率(左)



【図6】 政策金利の据置きを継続(左)、低迷する輸出と急伸する輸入(右)



● 外需低迷と内需拡大の下で低迷する輸出と拡大する輸入

不振な外需の下で輸出の低迷が続く一方、底堅い内需を背景に輸入は堅調です。1月の輸出(米ドル建て)は前年比▲3.9%と前月の▲3.0%より悪化しました(図6右)。電子製品がプラスの伸びを保つ一方、その他品目がマイナスの伸びに(図7左)。衣服、化学、機械等の落込みが目立ちました。同月の輸入は+30.8%と前月の▲25.8%より急反発。前月の一時的な落込みからの反動であり、同月まで3ヵ月では同+4.6%でした。品目別では資本財の伸びが大きく(図7右)、インフラ投資の加速が背景とみられます。

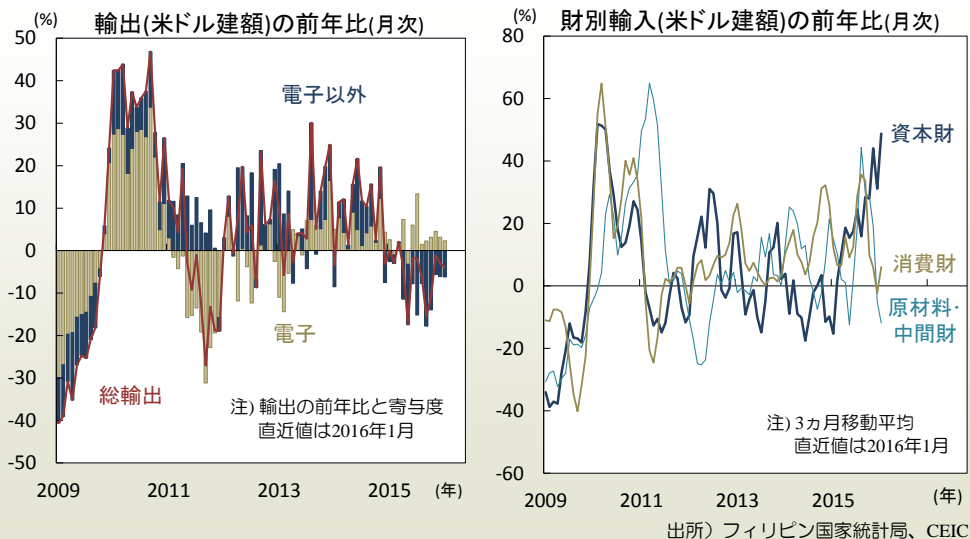
海外就労者送金(米ドル建)はやや不安定です。1月の同送金は前年比+3.4%と前月の+4.9%より鈍化した一方、消費者物価で調整した実質ペソ建送金額は同+10.5%と前月の+9.3%より上昇(図3左)。物価の鈍化と前年比で見たペソ相場下落が、同送金額を押し上げました。昨年10月と11月には米ドル建て送金額の前年比が▲4.2%と▲6.2%と2ヵ月連続でマイナスとなり、12月に同+4.9%に反発(図8左)。10月にはペソ相場が対ドルで上昇した後11月には反落するなど為替相場の動きが大きく、海外就労者が送金を一時的に遅らせた可能性も考えられます。しかし、10-12月期の前年比は▲1.5%と7-9月期の+2.3%、4-6月期の+8.9%を下回るなど、送金の伸びは趨勢的に鈍化しています。

● 近年鈍化傾向の海外就労者送金の伸び

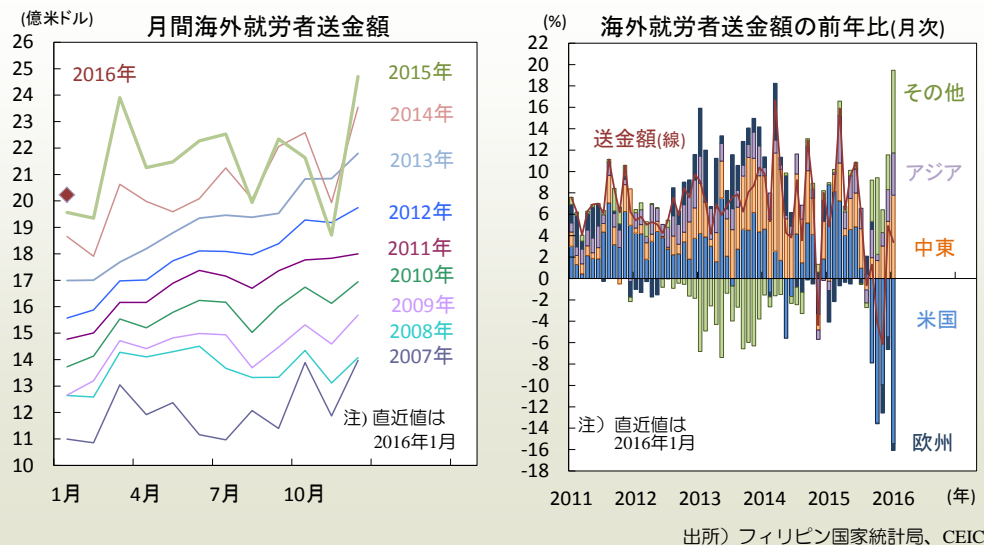
地域別の送金額では、米国と欧州の落込みを中東とアジアの伸びがカバー(図8右)。中東における雇用の伸びが背景です。今後は、原油価格の低迷に伴う同地域の景気鈍化の影響も懸念され、仮に(可能性は低いものの)対米ドル固定相場を採る国の多い同地域通貨が切下げに追い込まれた場合には無視できない影響が及ぶと考えられます。

5月9日に大統領選挙と総選挙を控え、政治的な不透明感が増しています。大統領は1期6年で再選禁止。政治経済の安定化を実現した現アキノ大統領は退陣します。選挙管理委員会(選管)は5人の大統領候補を公表。その内、3月の世論調査(SWS調べ)で20%以上の支持を獲得しているのは、グレース・ポー上院議員(支持率: 27%)、ジェジョマル(ジョジョ)・ピナイ副大統領(同: 24%)、マヌエル(マル)・ロハス自由党議員(同: 22%)、ロドリゴ・ドゥテルテ・ダバオ市長(同: 21%)の4人です。現在のところ経済政策は主要争点ではなく、主要候補は揃ってインフラ開発重視等を掲げています。ポー氏とピナイ氏は、外国人投資規制緩和などによる直接投資誘致の重要性を強調。また、ポー氏は官民協働型(PPP)インフラ投資を重視し、インフラ投資のGDP比を7%に上げる方針です(現政権の目標は5%)。一方、ドゥテルテ氏は汚職や犯罪の抑制等を強調しています。

【図7】 低迷する非電子輸出(左)、急伸する資本財輸入(右)



【図8】 昨年10-11月に急落した送金額(左)、米欧からの送金が低迷(右)



● 5月の大統領選挙を控え徐々に高まる政治的不透明感

3月8日、最高裁判所はポー氏の大統領選挙への出馬資格を認定。同氏は10年以上の居住要件等を満たしていないため出馬資格なしとした選管の判断を退けました。これに伴って、同氏が最大数の得票をしながら大統領就任を妨げられ混乱が生じるリスクは低下しました。世論調査では、国民的俳優の養女であったポー候補の支持率がトップ。しかし、他の候補者との差は小さく、僅差で得票数2位となった候補者が異議を申立て大統領確定に時間を要するなど、政策運営に空白が生じるリスクも無視はできません。選挙が終わり大統領就任が確定するまで、政治的な不透明感が残るでしょう。

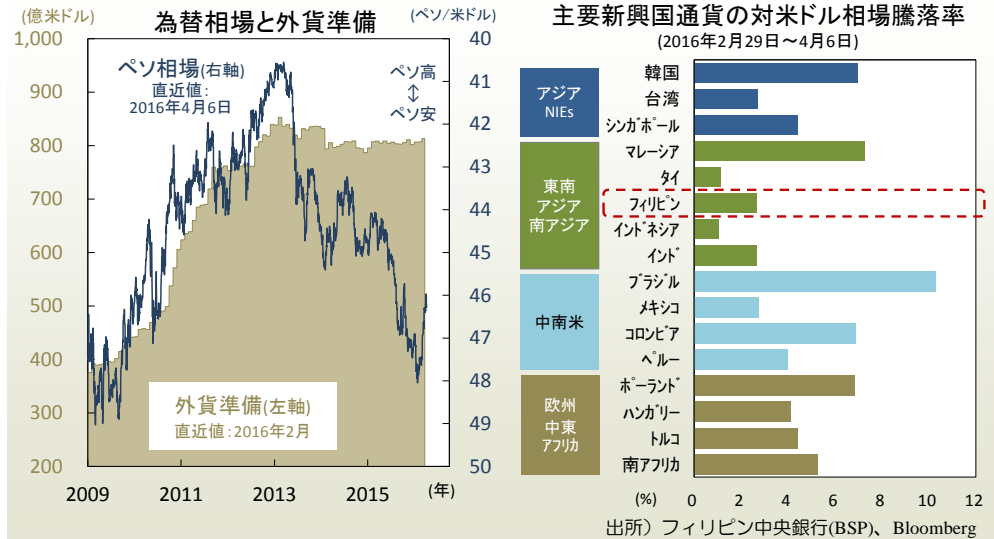
また、大統領選挙と同時に行われる議会下院の総選挙にも注目が集まります。大統領の所属政党が属する連合が議会で少数派となるなど「ねじれ」が生じた場合、経済改革法案等の成立が難航するリスクがあるでしょう。現政権は、インフラ投資の加速に不可欠な規制と法整備のためのPPP法案を選挙前に成立させることに失敗しており、選挙後(5月下旬～6月下旬)の会期における法案成立が可能かは定かではありません。同国が経済構造を改善し持続的な経済成長を続けるためには、新大統領が議会との協力関係を築き重要な経済法案を成立させてゆくことが不可欠と考えられます。

● 他のアジア通貨に比べやや勢いを欠くペソ相場

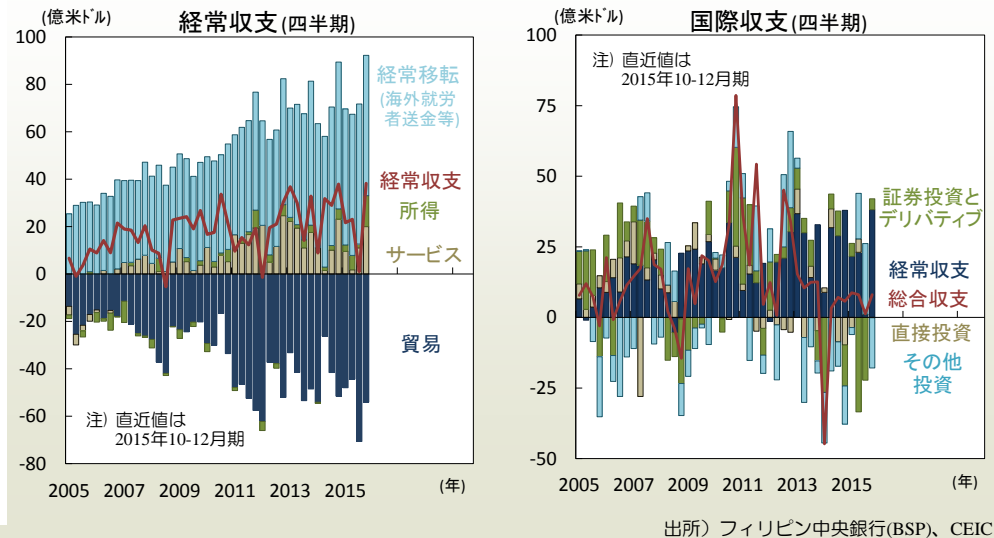
通貨ペソは2月末より4月6日にかけて+2.9%上昇(図9左)。中国景気減速の懸念や年内の米利上げ予想が後退しドル安と新興国通貨高が進んだ中でも、マレーシア(+7.3%)、韓国(+7.0%)等のアジア通貨に比べその上昇率は限定的でした(図9右)。

海外からの証券投資資本が相対的に小さくリスク感度が低いため、同通貨は3月の強気相場で他通貨の上昇に劣後したとみられます。加えて、同通貨を支えてきた経常黒字(図10)も今後縮小すると予想されます。貿易相手国の景気減速が続く一方で、内需は堅調に伸び輸入が増加しているため、貿易赤字は拡大基調です(図6右)。コールセンター等事業プロセス外部委託(BPO)収入は堅調に伸びているものの、前述の通りドル建て海外就労者送金の伸びは趨勢的に鈍化しています。BSPによる政策金利体系の変更(IRCの導入)も、一時的に金利の変動を高め資本流出を促す可能性があります。また、5月の総選挙と大統領選挙を控えた政治的な不透明感に伴う資本流入の低迷も加わり、国際収支は今後やや悪化するでしょう。海外就労者送金の伸びが鈍化しつつ不安定となる中で、BSPは、同送金の購買力を高める効果のあるペソ安の進行に対して寛容とみられます。当面、ペソ相場の上値は重くなると予想されます。(入村)

【図9】今年3月のリスク選好相場局面でのペソ相場の上昇は限定的

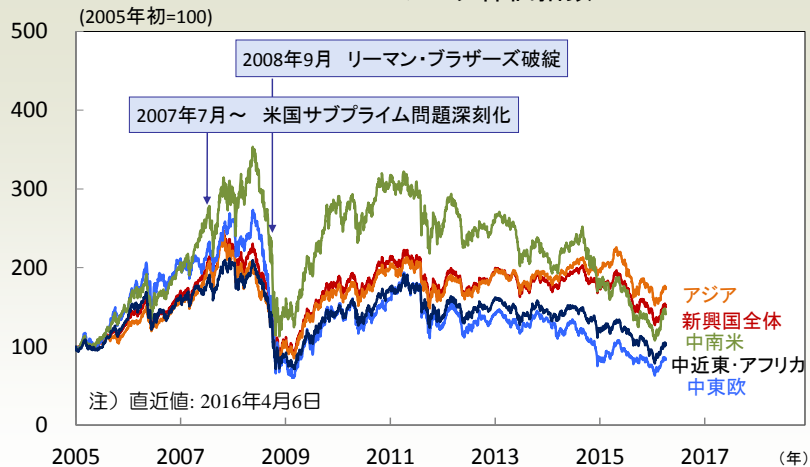


【図10】底堅い経常黒字に支えられ国際収支は7期連続の黒字に(右)



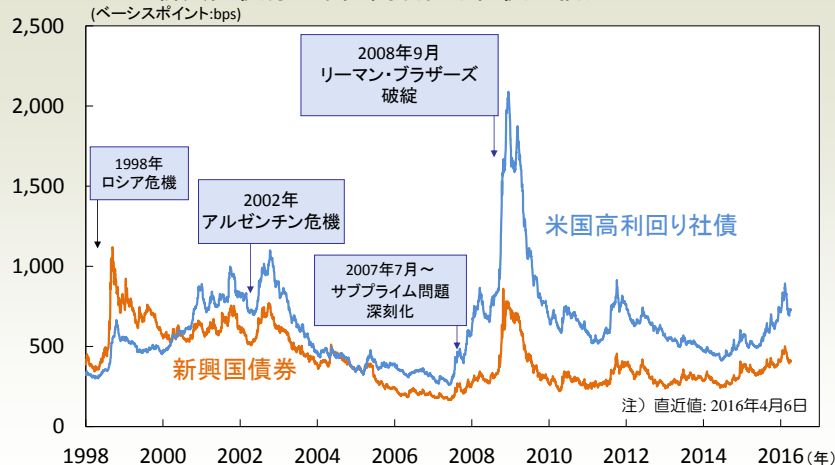
【エマージング・マーケット・ウォッチ】①新興国の債券・株・金利スプレッド

MSCIエマージング株価指数



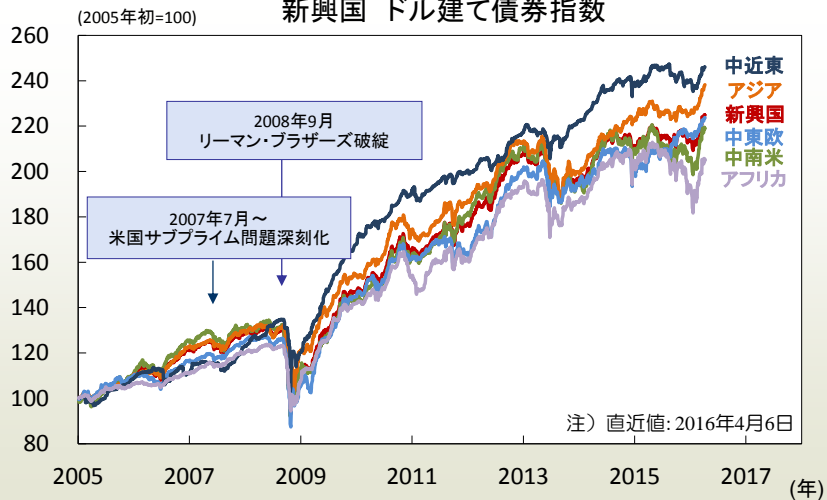
出所) Thomson Reuters Datastream

新興国債券と米国高利回り社債の信用スプレッド



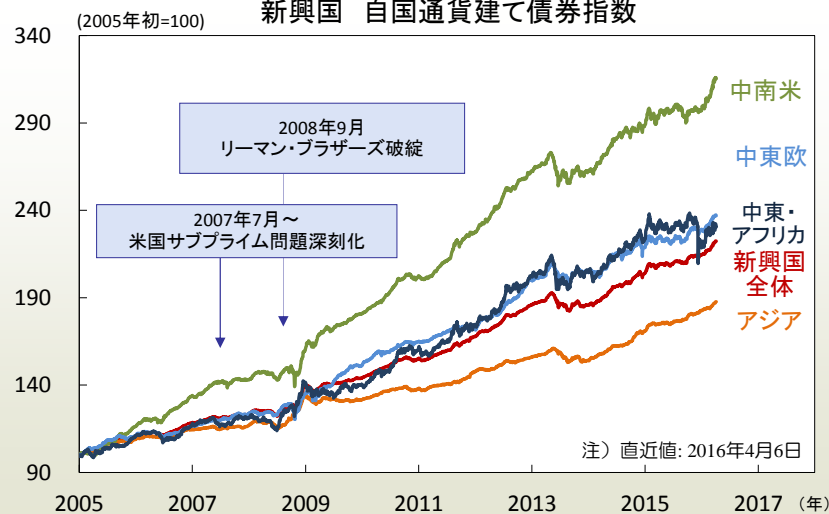
注1: The BofA Merrill Lynch US High Yield Index、J.P. Morgan EMBI Global Diversifiedより、同社の許諾を得て作成。
注2: 信用スプレッドは米国債との利回り格差。高利回り社債はBB格以下の投機的等級の社債。
出所) Thomson Reuters Datastream、The BofA Merrill Lynch

新興国 ドル建て債券指数



注: ドル建て債券指数には、J.P. Morgan EMBI Global Diversifiedを使用
出所) Thomson Reuters Datastream

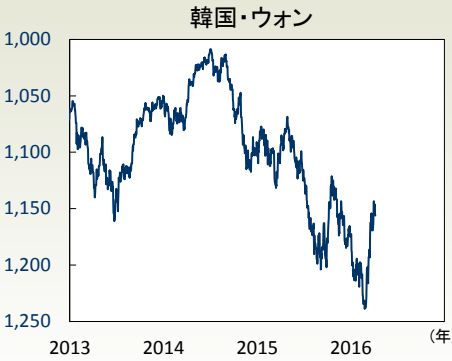
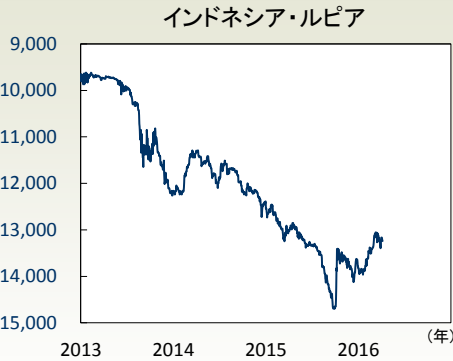
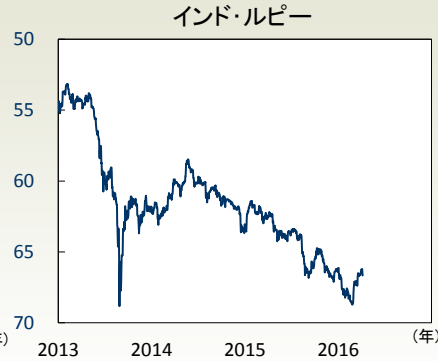
新興国 自国通貨建て債券指数



注: 自国通貨建て債券指数には、J.P. Morgan GBI-EM Broadを使用。 出所) Thomson Reuters Datastream

【エマーシング・マーケット・ウォッチ】②主要新興国通貨の対ドル相場：過去3年間

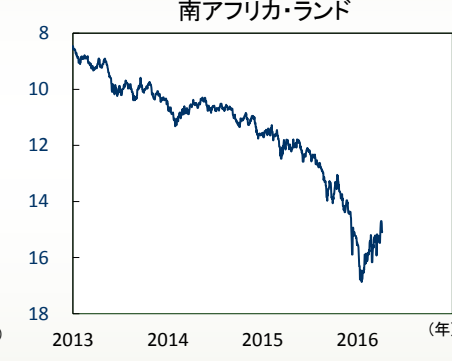
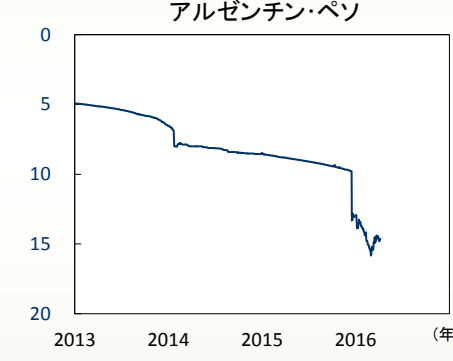
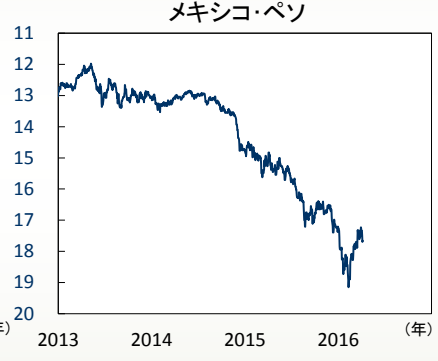
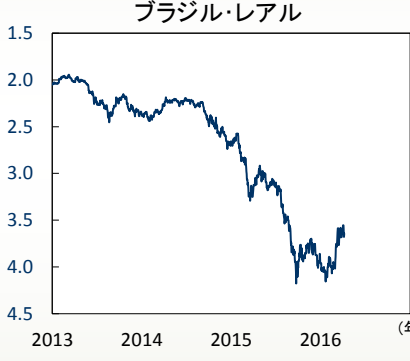
(自国通貨/1米ドル)



自国通貨高
米ドル安



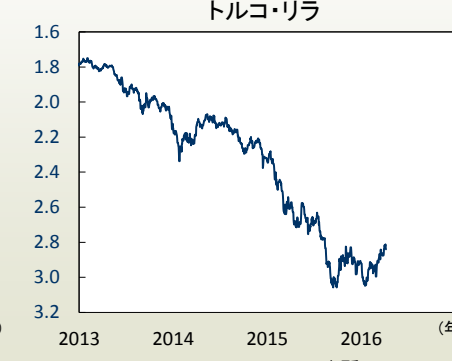
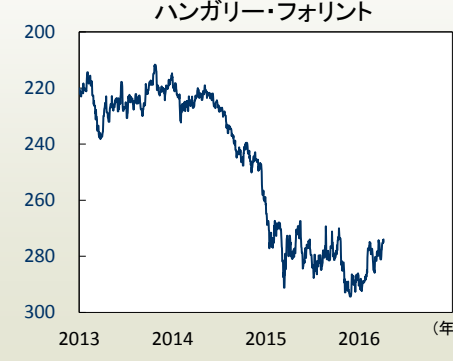
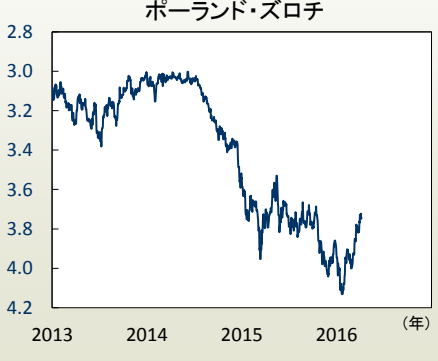
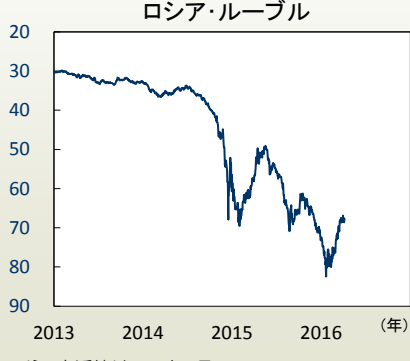
自国通貨安
米ドル高



自国通貨高
米ドル安



自国通貨安
米ドル高



自国通貨高
米ドル安



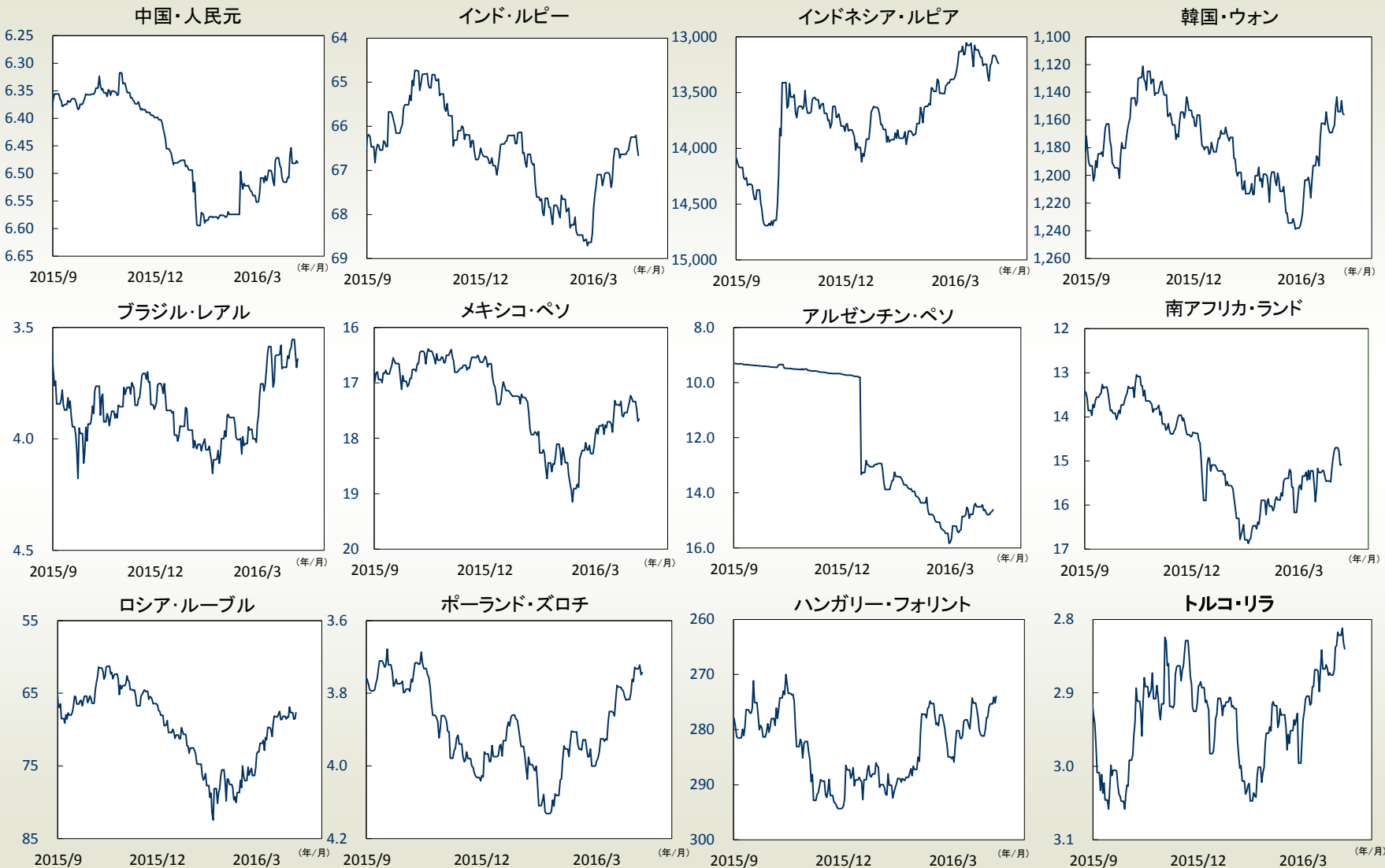
自国通貨安
米ドル高

注) 直近値は2016年4月6日

出所) Bloomberg

【エマージング・マーケット・ウォッチ】③主要新興国通貨の対ドル相場：過去6か月間

(自国通貨/1米ドル)



自国通貨高
米ドル安



自国通貨安
米ドル高

自国通貨高
米ドル安



自国通貨安
米ドル高

自国通貨高
米ドル安



自国通貨安
米ドル高

注) 直近値は2016年4月6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、投資者のみならず投資元金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らずに帰属します。

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。費用の利率につきましては、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利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。

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 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運用を行います。
- 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。（作成基準日：2016年4月6日）
- 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・完全性等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おりません。
- 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。
- 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。

本資料中で使用している指数について

MSCIエマージング（出所：MSCI）：ここに掲載される全ての情報は、信頼の置ける情報源から得たものでありますが、その確実性及び完結性をMSCIは何ら保証するものではありません。またその著作権はMSCIに帰属しており、その許諾なしにコピーを含め電子的、機械的ないしその他のあらゆる形態を用い、またはあらゆる情報保存、検索システムを用いて出版物、資料、データ等の全部または一部を複製・頒布・使用等することは禁じられています。

J.P. Morgan EMBI Global DiversifiedおよびJ.P. Morgan GBI-EM Broad：情報は、信頼性があると信じられる情報源から取得したものでありますが、J.P. Morganはその完全性・正確性を保証するものではありません。本指数は許諾を受けて使用しています。J.P. Morganからの書面による事前承認なしに本指数を複製・使用・頒布することは認められていません。Copyright 2015, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.。

The BofA Merrill Lynch US High Yield Index：BofA メリルリンチの指数に関する知的所有権、その他一切の権利はBofA メリルリンチに帰属します。BofA メリルリンチは当ファンドを保証するものではなく、当ファンドについて一切の責任を負いません。



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