

【フィリピン】経常収支が悪化するとともに軟調に推移するペソ相場..... 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】経常収支が悪化するとともに軟調に推移するペソ相場\*

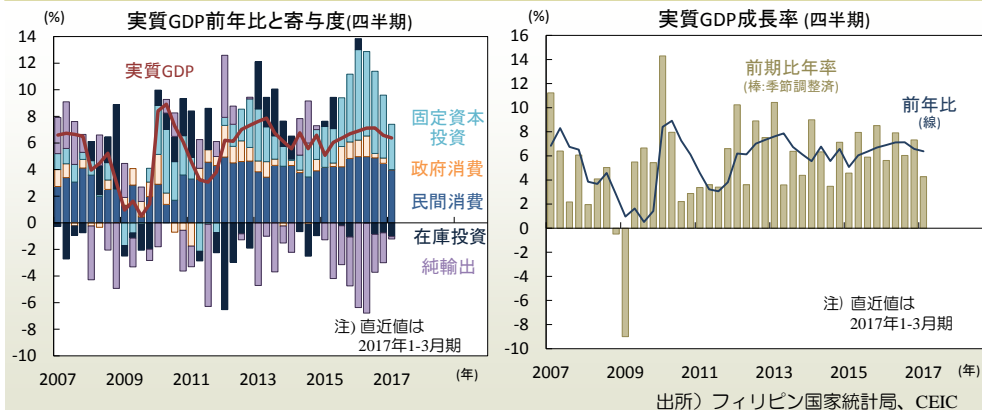
### ● 1-3月期の実質GDP成長率は予想外の鈍化

フィリピン・ペソ相場が軟調です。同通貨は今年初より6月末にかけて対米ドル(以下「ドル」)で▲1.5%下落。年初来のドル安基調の下で下落した唯一の主要アジア通貨となりました。ペソ相場は今後も軟調に推移するのか。本稿では、ペソ相場の低迷の背景と今後の相場動向について考察します。まず、足元の景気と物価動向について概観するとともに(1-3頁)、今後の金融政策の方向性について考察。次に、足元のペソ相場の背景とみられる経常収支の悪化の原因を探るとともに、資本流入が経常赤字を相殺し国際収支を安定化させていない背景について分析し、今後のペソ相場の方向性について考察します。

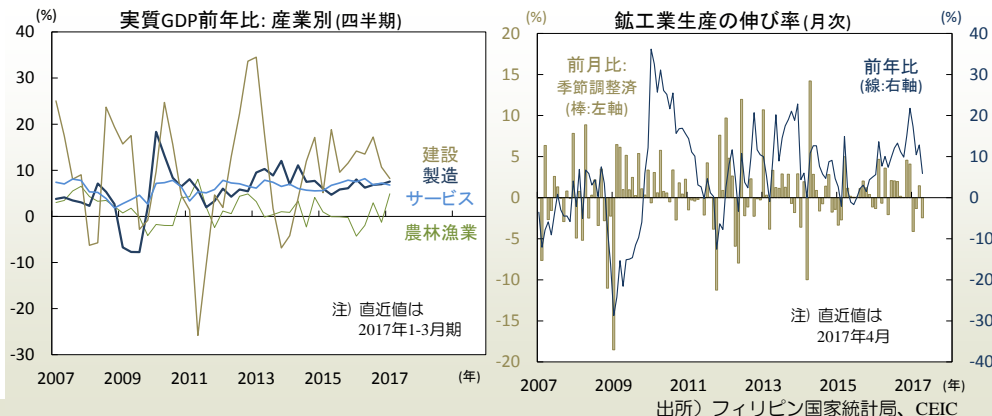
同国の景気は拡大を続けているものの、その勢いは足元で鈍化しています。5月18日、政府は1-3月期の実質GDPが前年比+6.4%と前期の+6.6%より減速し(図1左)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+6.7%を下回ったことを公表。季節調整済みの前期比年率は+4.3%と前期の+7.3%から減速しました(図1右)。需要側では、民間消費、政府消費、固定資本投資の全てが前期より鈍化し、内需(在庫投資を除く)は同+6.8%と前期の+9.0%より減速。前年同期には、同年5月の大統領選挙と総選挙に向けて政府支出や政党等による選挙関連支出が拡大しており、今回はその反動減も生じました。

民間消費は前年比+5.7%と前期の+6.2%より減速。食品や衣服など基礎的消費は堅調であったものの、酒・タバコ、運輸、教養・娯楽など裁量的消費の鈍化が目立ちました。1-3月期の海外就労者送金(実質ペソ建て)は前年比+11.0%と前期の+8.3%より加速し家計の購買力を支えたものの(図3左)、雇用者数が減少を続けるなど国内雇用市場は悪化しており(図3右)、消費者信頼感も3期連続で低下(図4左)、消費の重しとなったとみられます。加えて、前年同期の政党等による選挙関連支出による押上げのからの反動(ベース効果)も同伸び率を押下げました。

【図1】民間消費や固定資本投資など内需の伸びが鈍化(左)



【図2】製造業や農林漁業が加速した一方、建設業の伸びが大きく鈍化(左)



## ● 純化する設備投資と公的建設投資の伸び

1-3月期の実質政府消費は前年比+0.2%と前期の+4.5%より減速。前年同期に選挙を控えた歳出の加速があった反動(ベース効果)に加え、年度始(年初)からの政府歳出の伸びの鈍化が背景です。固定資本投資は同+11.8%と前期の+18.5%より鈍化。建設投資が同+9.9%と前期の+9.3%より加速したものの、設備投資が+12.5%と前期の+26.3%より鈍化しました。農業や建設や通信関連の設備投資が加速したものの、運輸機器への投資が落ち込みました。建設投資の内訳を見ると、民間建設が同+11.9%と前期の+6.9%より加速したものの、公的建設が+2.0%と前期の+19.2%より大きく鈍化。前年同期の急伸からの反動に加え、運輸部門を中心にインフラ投資の実行が遅延した影響とみられます。外需では、総輸出が同+20.3%と前期の+13.4%より加速。世界景気の拡大と半導体サイクルの上昇に伴って電子部品等の輸出が同+25.2%と前期の+9.4%より急伸しました。総輸入も同+17.5%と前期の+15.4%より加速。この結果、純輸出の寄与度は▲0.2%ポイントと前期の▲2.2%ポイントより下げ幅が縮小しました。

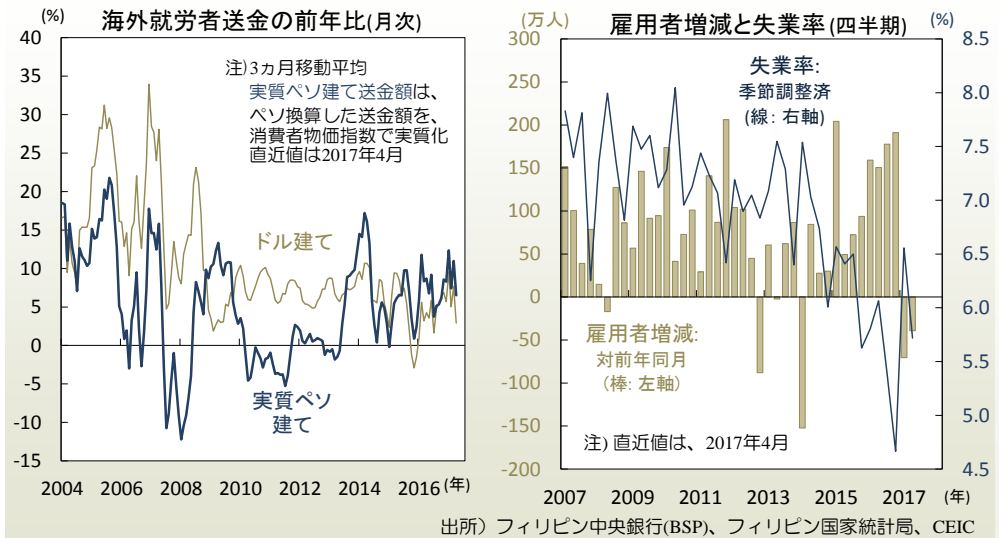
生産側では、天候条件の改善に伴って農林漁業が反発し、輸出の伸びに伴って製造業も加速したものの、建設業やサービス部門が鈍化し、鉱業が反落しました。

## ● 輸出の伸びとともに加速する製造業生産の伸び

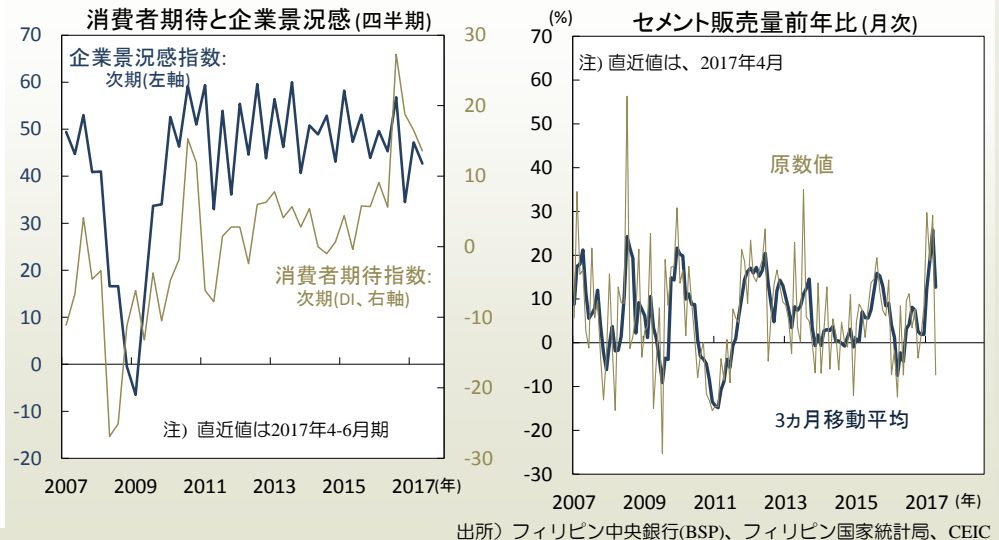
1-3月期の実質農林漁業生産は同+4.9%と前期の▲1.3%より反発。天候条件の改善に伴って、米、トウモロコシ、サトウキビ、バナナ等の生産が加速しました。鉱業は同▲20.0%と前期の+10.8%より反落。環境・資源省が複数の鉱山に閉鎖や操業停止を命令した影響です。環境保護活動家でもあるロベス環境・資源相は5月3日に任命委員会の判断により失職しており、鉱山を巡る混乱は収束しつつある模様です。製造業は同+7.5%と前期の+7.0%より加速。輸出の伸びを受けて、電器、通信機器等、加工食品などの伸びが加速しました。建設業は同+8.2%と前期の+10.7%より鈍化。公的建設投資の鈍化によります。サービス部門は同+6.8%と前期の+7.2%より鈍化。金融や卸売・小売等が加速したものの、運輸・倉庫・通信や不動産が鈍化し、政府の経常歳出の減速に伴って公共サービス等も同+5.5%と前期の+13.3%より鈍化しました。

今後の民間消費に関しては、底堅い海外就労者送金の伸びが支援要因となるものの、国内雇用状況の軟化が下押し要因となるでしょう。2期連続の前年比雇用者数の減少は、非正規雇用への規制に関する不透明感に伴って、企業が同形態での雇用を抑制していることや、公的建設投資の減速に伴う建設部門雇用者数の伸びの鈍化等によります。

【図3】1-3月期は実質ペソ建て送金が加速し(左)、雇用環境は悪化(右)



【図4】企業と消費者の景況感はやや低下(左)、鈍化するセメント販売量(右)



## ● 今後は内需が回復し通年で+6%台半ばの成長を達成か

また、足元では労働参加率も低下し、供給面から雇用の伸びを抑制。基礎教育期間の延長(10年→13年)などの制度変更も一因とみられます。海外就労者送金に関しては、サウジアラビア等湾岸協力会議(GCC)諸国によるカタルーとの断交の影響も今後顕在化するでしょう。上記の動きを受けて、フィリピン政府は自国民のカタルーへの新規就労を一時停止。同国への年間就労者はこれまで年間10万人超でした。食糧事情や治安の悪化に伴って労働者の帰国が進んだ場合、総額の4%を占める同国からの送金は減少するでしょう。もっとも、高度技能を持つ労働者が他国に就労することは容易であり、影響は短期的なものとなるとみられます。1-3月期に鈍化した公的建設投資に関しては、政府による取組み姿勢の強化等に伴って、今後徐々に加速するとみられます。

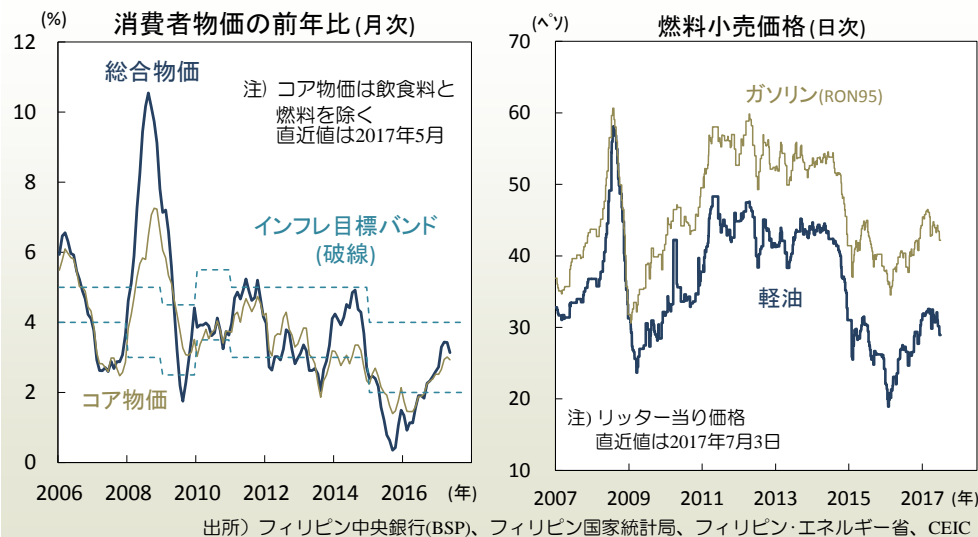
5月23日、政府はテロリストによるマラウィ市攻撃を受けてミンダナオに戒厳令を発令。もっとも、同地域の治安状況の悪化は観光収入の減少と投資家の信頼感の悪化をもたらすものの、景気押し下げ効果は限定的とみられます。外需の伸びが継続する一方で政府関連支出など内需も回復する中で、今年通年の経済成長率は+6%台半ばと昨年の+6.9%を下回りつつ堅調なものとなると予想されます。

## ● 落ち着いた消費者物価の下で金利を据置く中央銀行

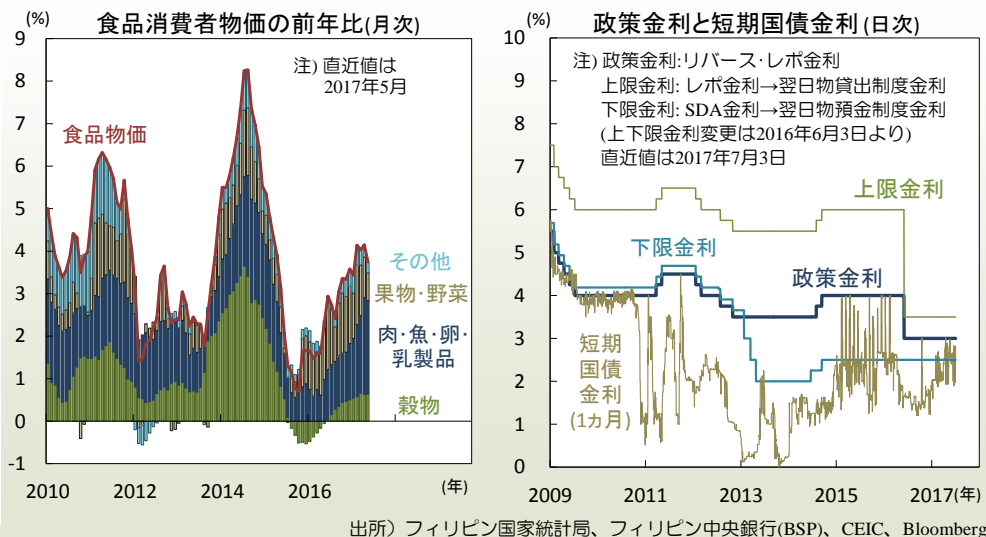
景気拡大が継続する中でも、足元の物価は落ち着いています。5月の消費者物価は前年比+3.1%と前月の+3.4%より低下(図5左)。昨年9月より上昇を続けてきた物価は9カ月ぶりに鈍化しました。運輸燃料が同+3.8%と前月の+6.0%より低下し総合物価を押し下げ。国際燃料価格の低下を受けた燃料小売価格の低下が背景です(図5右)。住居関連燃料等も同+2.7%と前月の+3.0%より低下。燃料価格の低下が電力料金引上げの影響を相殺しました。また、食品物価も同+3.8%と前月の+4.2%より低下し(図6左)、総合物価を押し下げ。天候条件の改善に伴う収穫量の増加などを背景に野菜が同+4.0%と前月の+8.1%より大きく低下した影響です。加えて、食用油も同+6.6%と前月の+7.1%より鈍化しました。コア物価も同+2.9%と前月の+3.0%より鈍化。衣服・履物、家具等、保健、通信、娯楽・教養など多くの品目が低下しました。

落ち着いた物価の下で、政策金利は低位で据置かれています。6月22日、フィリピン中央銀行(BSP)は政策金利を3%で据置くことを決定。Bloombergによる集計でエコノミスト16人全員が予想した通りの決定でした。据置きは2014年10月以来22回連続となり、史上最低の水準の同金利が景気の回復を促しています。

【図5】上昇を続けていた消費者物価の伸びは5月に鈍化(左)



【図6】食品物価の伸びもやや鈍化(左)、金利を据置く中央銀行(右)





## ● 物価見通しの下方修正は利上げ時期先送りのサインか

6月の金融政策会合で注目されたのは、決定と同時にBSPが今年の消費者物価上昇率の予想を従来の+3.4%から+3.1%に引下げたこと(2018年は+3.0%で据置き)、前回の声明より削除された「現状の金融政策は適切」の一文が復活したこと。ともに利上げ時期の先送りを連想させる内容です。今回の声明は、管理可能な物価の下で金利を据置いたと説明。物価見通しは低下し2017-19年に渡って目標の+2~4%内で推移する見込みであり、インフレ期待も同目標の水準にあるとしました。声明は、税制改革による一時的な押し上げなど物価には上振れリスクがあると、前回と同様に指摘。しかし、今回は、長期的な生産性の上昇が供給能力を高め物価を抑えるだろうとの一文を加え、物価水準が構造的に低下する可能性を示唆しました。景気に関しては、世界景気は改善しつつ下振れリスクがあるものの、国内景気は消費者信頼感や企業景況感の強さ、潤沢な流動性、銀行貸付の伸びなどに支えられ今後も堅調だろうとしました。

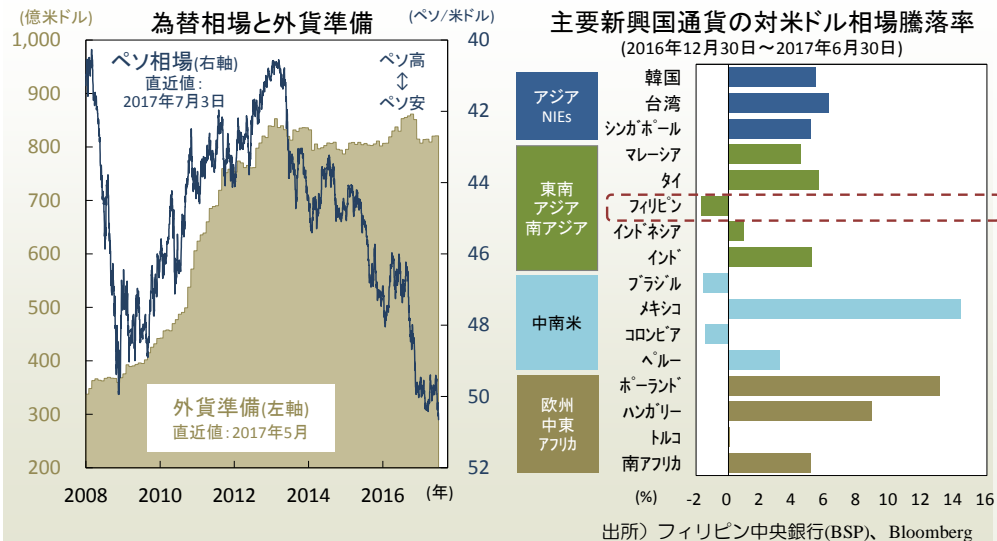
声明は、前述のとおり「現状の金融政策は適切」との文言を復活させた一方、前回より盛込んだ「インフレ・リスクを警戒し必要があれば金融政策を調整する」との一節を維持。BSPは、次の政策変更の方向性は利上げという考えは変えていない模様です。

## ● 中央銀行は今年末にかけて利上げの機会を探る見込み

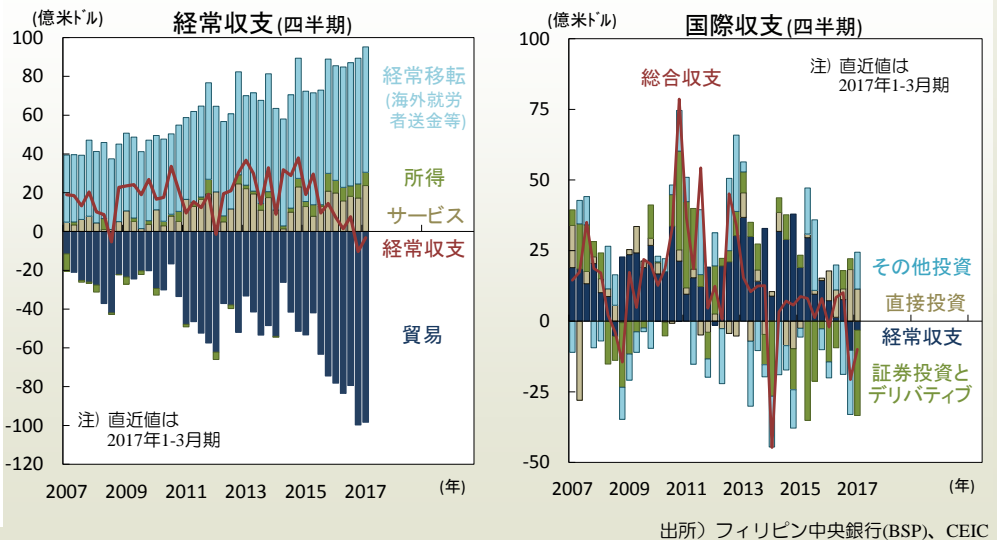
なお、今回の政策会合は、テタンコBSP総裁にとって最後のもの。同氏の任期は7月2日までであり、以後はエスペニリヤ副総裁(銀行監督等を担当)が総裁に昇格します。金融市場は、過去12年に渡る慎重な政策運営でBSPへの信認を高めてきたテタンコ総裁の退任を一時懸念したものの、5月8日に政府が上記副総裁の昇格を公表したことで安堵。新総裁は現総裁の方針を受継ぎ、慎重に金融政策を運営するでしょう。

議会下院は5月末に政府の税制改革法案を可決。休会明けの7月末より上院での審議が始まる見込みです。同改革法案は個人所得税率の引下げ、付加価値税の控除対象の縮小、燃料税等の引上げなどからなり、2018年初とみられる導入直後には一時的な物価の上昇が予想されます。食品と燃料物価の低迷で2015年末にかけて低下した総合物価の伸びは徐々に上昇、景気拡大の継続によって産出ギャップも解消した模様です。今後、BSPは現在の緩和的な政策の正常化を求められるでしょう。もっとも、前述のとおり1-3月期の実質GDP成長率は民間消費や設備投資の減速によって鈍化しています(図1左)。5月の消費者物価の鈍化と物価見通し下方修正もBSPに時間的な猶予を与えるでしょう。BSPは今年末にかけて利上げの機会を探ると予想されます。

【図7】ペソ相場は年初より軟調さの目立ち、主要アジア通貨最下位の騰落率



【図8】貿易赤字の拡大に伴って経常収支が2期連続で赤字に(左)



## ● 年初より主要アジア通貨で最弱となったペソ

通貨ペソは年初より6月末にかけて対米ドル(以下「ドル」)で1.5%下落(図7)。年初以降のドル安基調の下で下落した唯一の主要アジア通貨となりました。低水準の実質金利や悪化する経常収支などが同通貨を低迷させてきた原因と考えられます。

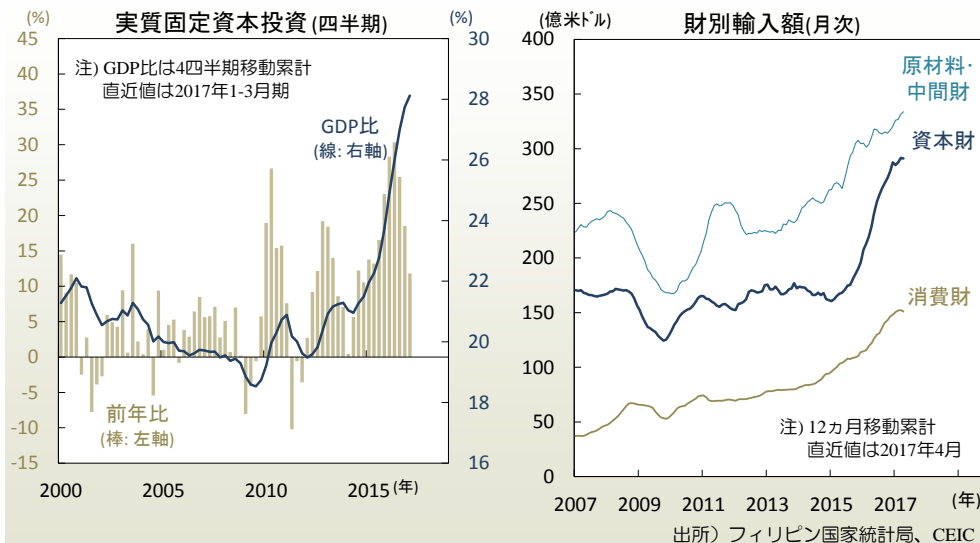
1-3月期の経常収支は▲3.2億ドルと2期連続の赤字となりました(図8)。貿易赤字が98.4億ドルと前年同期の78.2億ドルより20.2億ドル増加。海外就労者送金の伸びに伴う経常移転黒字の拡大(5.6億ドル)とコールセンター等事業プロセス外部委託(BPO)の伸びに伴うサービス黒字の拡大(図10左、3.7億ドル)では貿易赤字の拡大分をカバーできず経常収支が赤字に転じました。貿易赤字の拡大は、近年の総投資率の上昇(図9左)に伴う資本財輸入の急増によります(図9右)。同国の投資率は、2010年のアキノ政権の誕生以降の政治社会の安定化や企業の信頼感の改善とともに上昇を始めました。この時期には海外就労者の地域的な分散や高技能化が進み送金額は安定的に拡大しており、BPO産業の急成長に伴って同収入も拡大。資本財輸入の増加に伴う貿易赤字拡大の影響を経常移転黒字とサービス黒字の拡大が相殺し、景気的好調な拡大が続く中でも高水準の経常黒字を維持することが可能でした。

## ● 経常収支悪化と資本流入低迷がペソ相場を抑制か

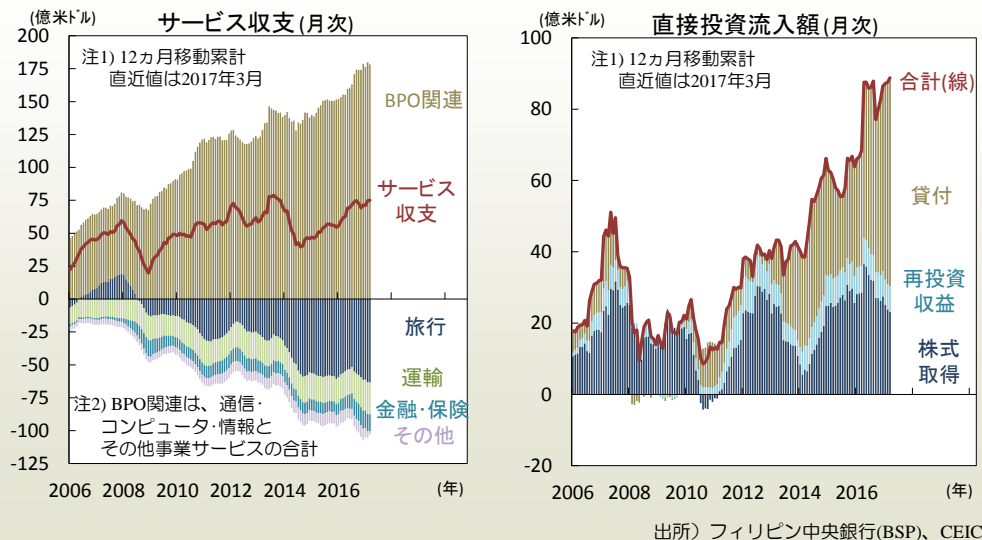
しかし、近年は投資率が一層上昇する一方で海外就労者送金やBPO収入の伸びが鈍化。ペソ相場を支えてきた経常黒字は消失しました。経常赤字を安定的にカバーする資本収支項目に乏しいことも、通貨の上値を抑えているとみられます。

同国のペソ建て国債は、税制上の問題や流動性の低さゆえ海外からの資本の受け皿とはなっておらず、代表的な新興国債券指標(JPM-GBI-EM等)にも未採用。安定的な債券投資資本流入があるインドネシアやマレーシアとは状況が異なります。昨年通年の直接投資純流入額は42億ドルと前年の1億ドルより拡大しているものの(図8右)、総流入額に占める海外親会社からの借入の比重が上昇(図10右)。同借入は為替ヘッジされることが多く、ヘッジされることの少ない親会社から出資に比べペソ相場の押し上げ効果は限定的とみられます。年初より6月末までの同国株式市場への資本流入額は3.1億ドルとインドネシアの同13.0億ドルに劣後。ドゥテルテ政権下で期待されたインフラ投資の加速が官庁間の調整の欠如などによって実現していないことも一因とみられます。これまでペソ相場を支えてきた経常黒字が消失する一方で、証券投資流入額の加速が当面は見込みづらい中、ペソは当面上値が重いと予想されます。(入村)

【図9】近年上昇を続ける総投資率(左)と急伸する資本財輸入額(右)

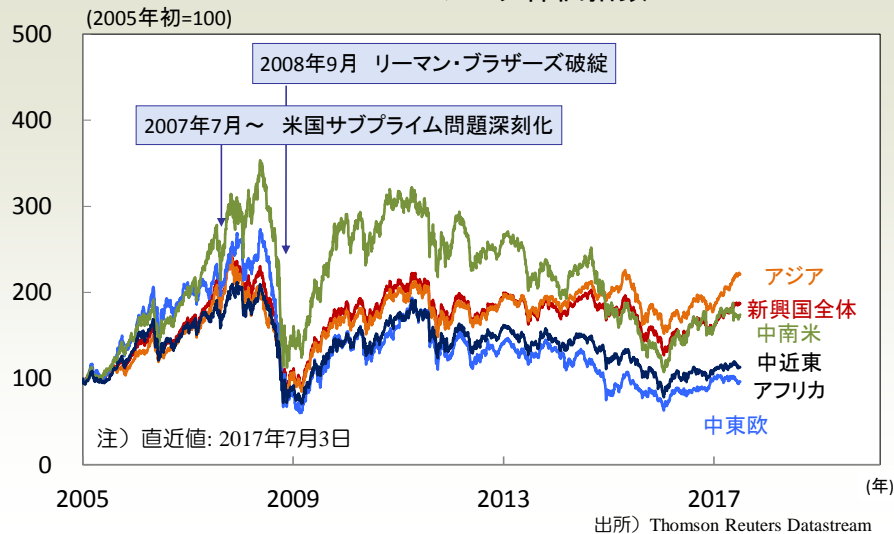


【図10】海外からの直接投資の多くは海外親会社からの貸付(右)

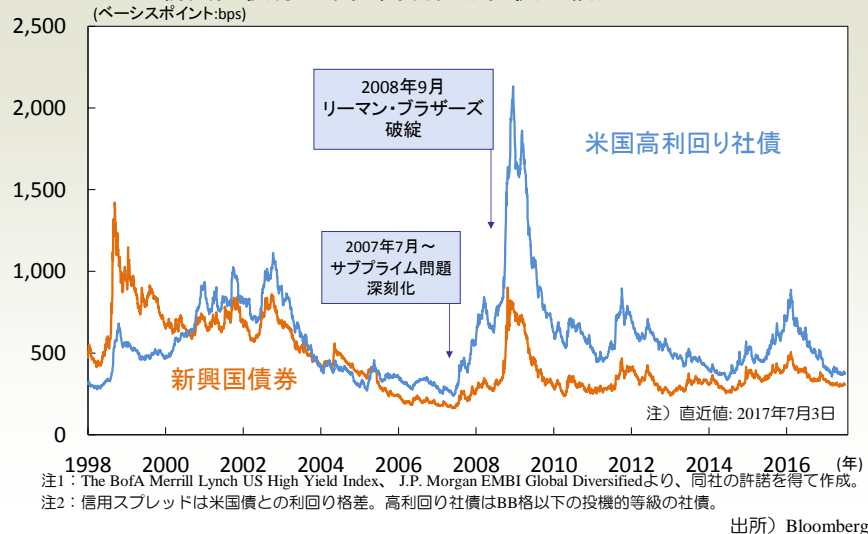


# 【エマージング・マーケット・ウォッチ】①新興国の債券・株・金利スプレッド

MSCIエマージング株価指数

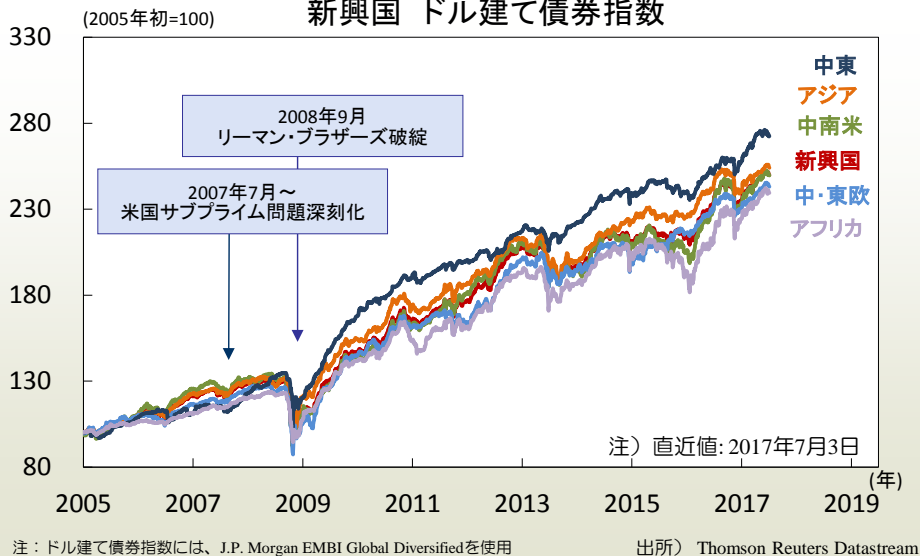


新興国債券と米国高利回り社債の信用スプレッド



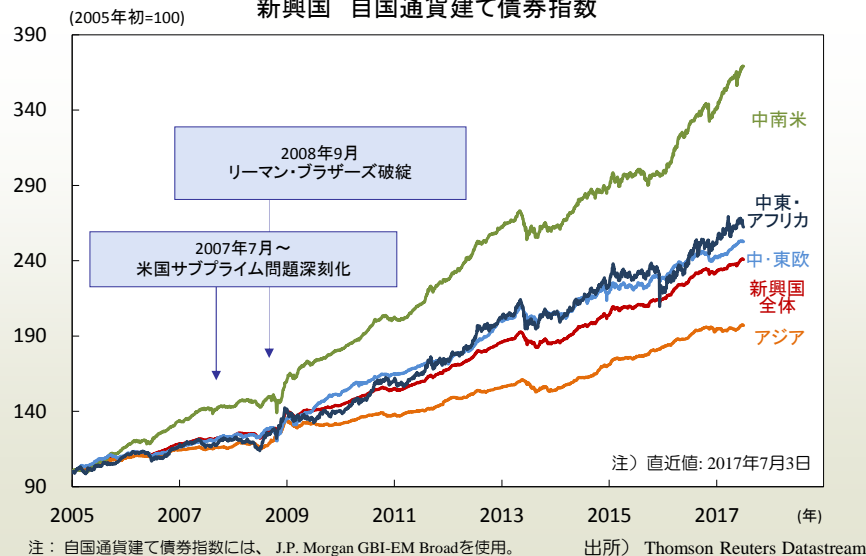
注1: The BofA Merrill Lynch US High Yield Index、J.P. Morgan EMBI Global Diversifiedより、同社の許諾を得て作成。  
注2: 信用スプレッドは米国債との利回り格差。高利回り社債はBB格以下の投機的等級の社債。

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

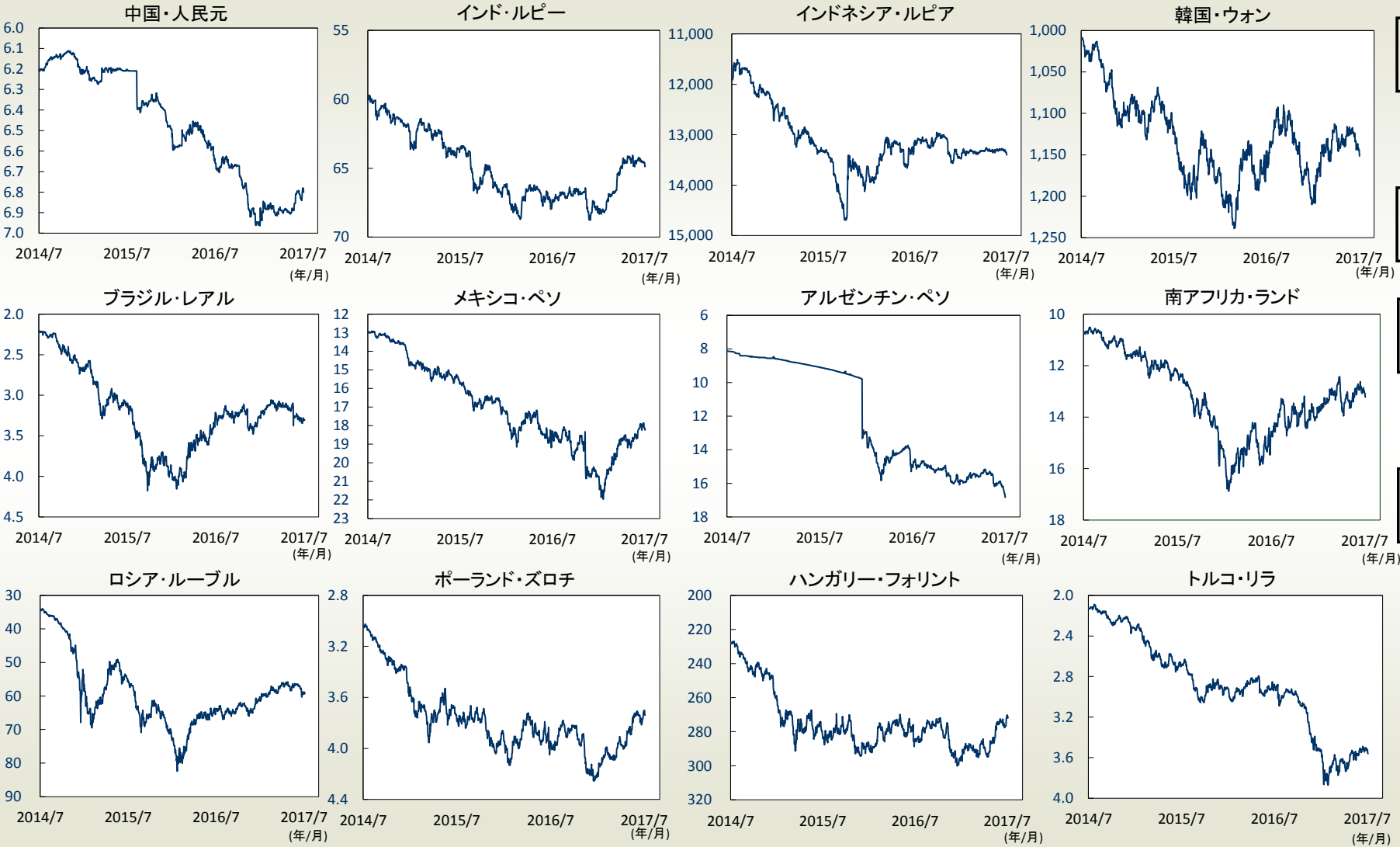
新興国 自国通貨建て債券指数



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

# 【エマージング・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



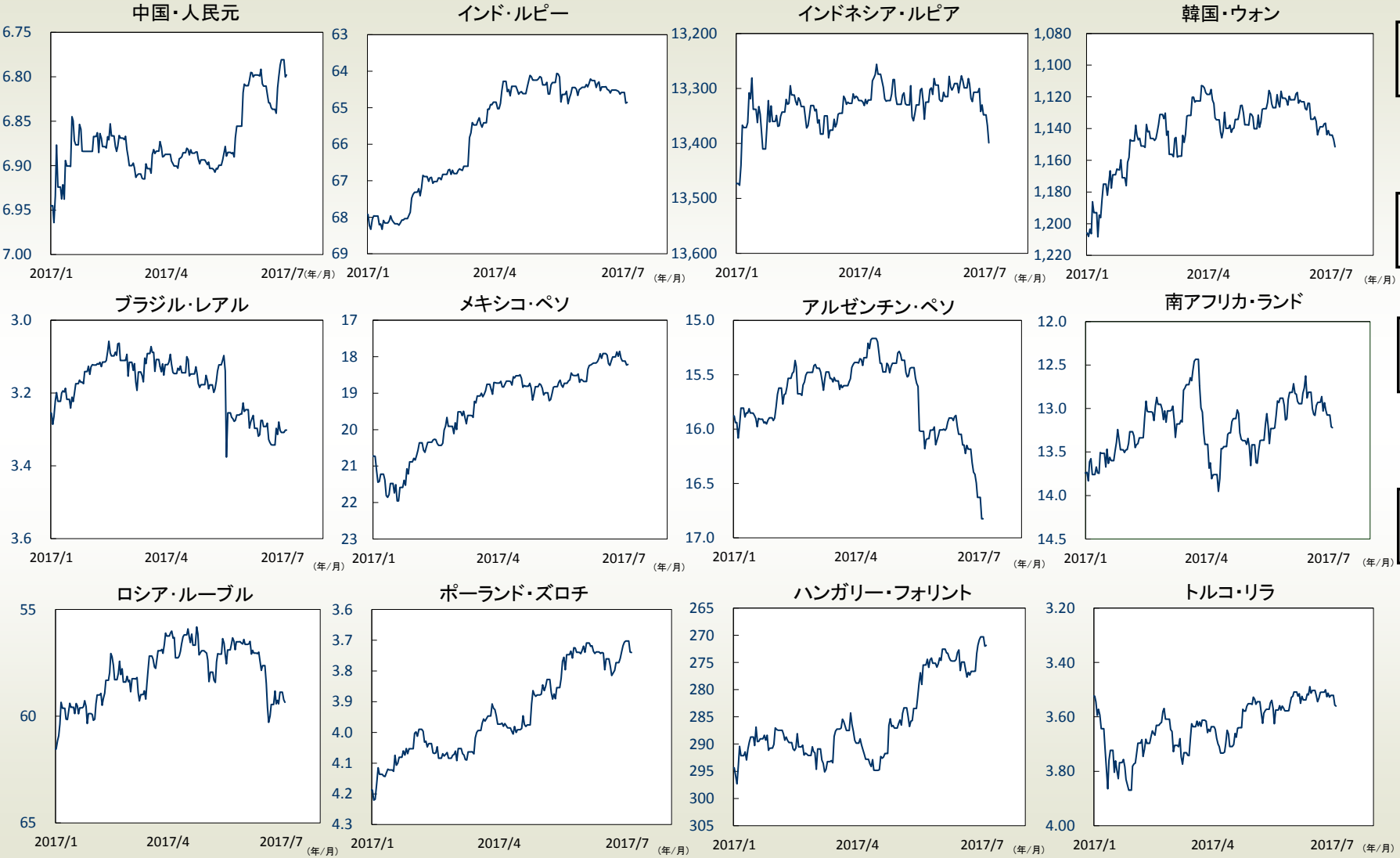
自国通貨安  
米ドル高

注) 直近値は2017年7月3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2017年7月3日

出所) Bloomberg



## 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。
- 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国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。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。

## 本資料中で使用している指数について

MSCIエマージングに対する著作権およびその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。

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す。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 2017, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.

The BofA Merrill Lynch US High Yield Index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The BofA Merrill Lynch US High Yield Indexを参照して行われる当社の事業活動・サービスに関し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