

【フィリピン】インフラ投資の回復や金融緩和は堅調なペソ相場の上値を抑えるのか……………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】インフラ投資の回復や金融緩和は堅調なペソ相場の上値を抑えるのか\*

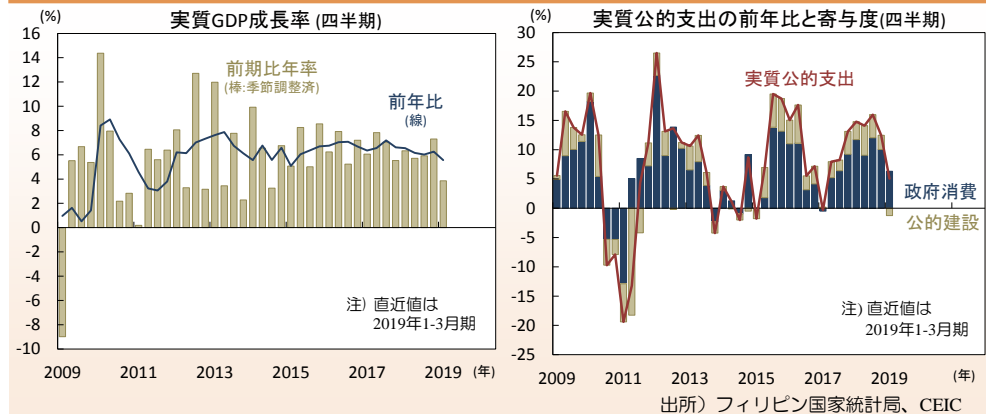
### ● 1-3月期のGDP成長率は4年ぶりに+5%台に鈍化

フィリピン・ペソ相場が堅調です。同通貨は今年初より6月27日にかけて対米ドルで+2.5%上昇と、主要アジア通貨ではタイ・バーツに次ぐ騰落率。実質金利の上昇や経常赤字の縮小などが相場を支えています。もっとも、足元の経常赤字の縮小は、インフラ投資の急減が資本財輸入を抑制したことによるもの。新年度予算が4月半ばに成立したことに伴って同投資は今後回復するとみられ、経常赤字は再び拡大するでしょう。また、中央銀行は利下げや預金準備率の引下げを開始。金利水準は今後は緩やかに低下する見込みです。ペソは今後も堅調に推移するのか。本稿では、同国の景気物価状況(1-3頁)や金融政策動向(3-4頁)を整理し、これまでのペソ相場の支援要因について分析するとともに、今後のペソ相場動向について考察します(5頁)。

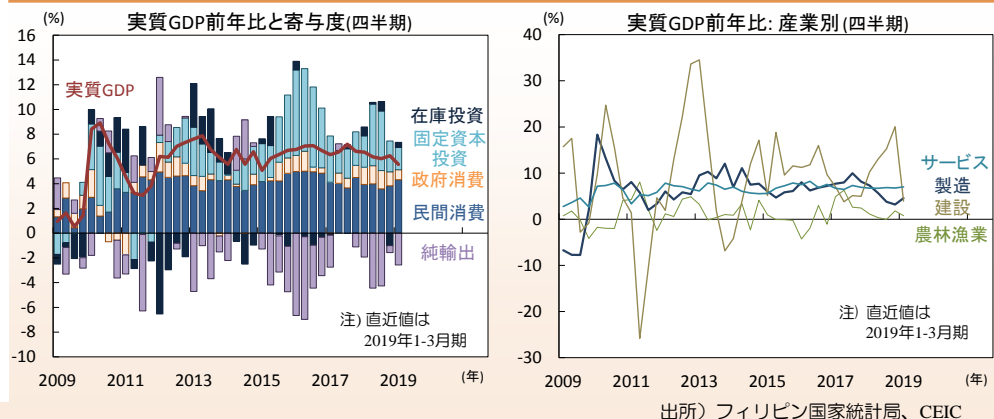
5月9日、フィリピン政府は1-3月期の実質GDPが前年比+5.6%と前期の+6.3%より減速し、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+6.0%を下回ったことを公表。+5%台への減速は4年ぶりです。前期比年率は+3.9%と前期の+7.3%から鈍化しました(図1左)。

需要側では、新年度予算の成立が遅れたことに伴って政府の歳出が急減速し(図3左)、景気を押下げました。2019年度予算(2019年1月～)の成立は4月15日にずれ込み、政府の経常歳出と投資歳出が鈍化。政府消費が減速し公的建設の伸びが落込みました(図1右)。この影響から、内需(在庫投資を除く)の寄与度は+6.9%ポイント(pt)と前期の+7.5%ptより低下。輸出の鈍化に伴って純輸出の寄与度も▲2.6%ptと前期の▲0.6%ptより下げ幅が拡大し、在庫投資の寄与度改善(▲1.0%pt→+0.4%pt)の影響を上回り、成長率を押下げました(図2左)。民間消費は前年比+6.3%と前期の+5.3%を上回りました。食品、衣服などに加え、運輸、通信、娯楽、飲食・宿泊など幅広い品目の消費が加速。インフレの鈍化に伴って家計の購買力が回復したことや、5月13日に行われた中間選挙を控えて政党等による選挙関連支出が伸びたことが背景です。

【図1】 GDP成長率の鈍化(左)は、主に公的支出の減速によるもの(右)



【図2】 公的建設の落込みに伴って建設業の生産が急減速(左)



## ● 公的建設支出の急減に伴って固定資本投資が鈍化

1-3月期の実質政府消費は前年比+7.4%と前期の+12.6%より減速。予算成立が遅れ経常歳出の実行が鈍化した影響です。固定資本投資は同+5.7%と前期の+8.5%より鈍化しました。設備投資が同+5.7%と前期の+2.3%を上回ったものの、建設投資が+5.0%と前期の17.6%より急減速。予算成立の遅れに伴って公的建設が▲8.6%と前期の+11.8%より反落し、民間建設も+8.6%と+19.3%より鈍化しました。外需では、総輸出が同+5.8%と前期の+14.4%より減速。世界景気の鈍化を背景に財輸出が+6.1%と前期の+16.1%より急減速、電子製品の鈍化が目立ちました。総輸入も同+8.3%と前期の+12.4%より鈍化。この結果、純輸出の寄与度は▲2.6%ptと前期▲0.6%ptより下げ幅が拡大しました。

生産側では、家計消費にけん引されサービス部門と製造業が加速した一方、公的投資の落込みに伴って建設業が鈍化し、鉱業や農林漁業も減速しました。農林漁業は同+0.8%と前期の+1.8%より鈍化(図2右)。サトウキビが反発したものの、コメが同▲4.5%と前期の▲2.2%より下げ幅を拡大し、トウモロコシやバナナやマンゴーも反落しました。鉱業は前年比+5.3%と前期の+8.1%より鈍化。石油・ガスやニッケルが加速したものの、建設投資の鈍化を受けて岩石・砂利採取や非金属鉱物が反落しました。

## ● 公的支出は今年後半より回復し景気を押上げる見込み

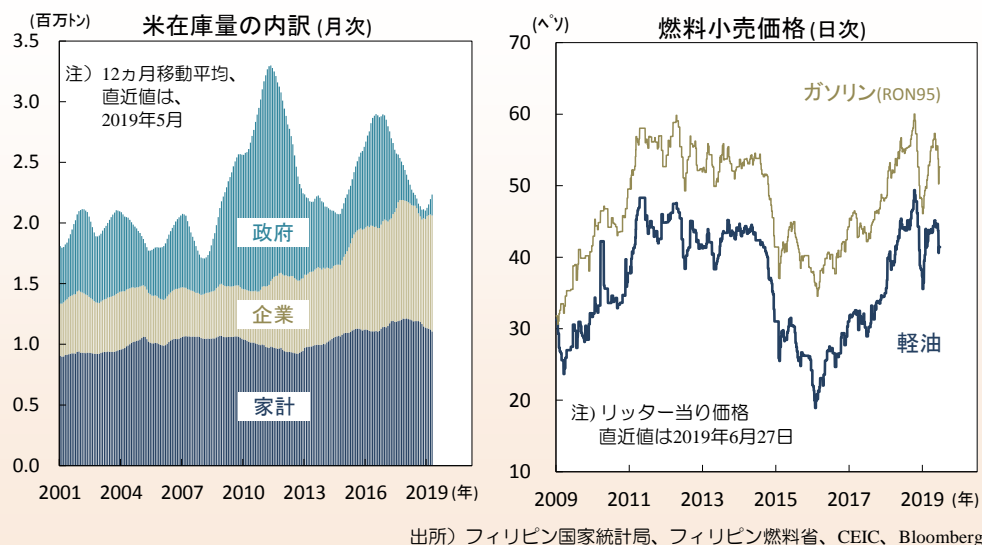
製造業は同+4.6%と前期の+3.2%より加速。輸出の減速に伴ってオフィス機器が下げ幅を拡大し石油製品やゴム製品等も反落したものの、堅調な家計消費を背景に食品や衣服や履物が加速しました。建設業は同+3.9%と前期の+20.0%より鈍化。公的建設投資の落込みによります。サービス部門は同+7.0%と前期の+6.8%より加速。政府の経常歳出の鈍化に伴って公共サービス等が鈍化したものの、その他の部門が幅広く加速。堅調な家計消費を受けて、卸売・小売、運輸・倉庫、飲食・宿泊、娯楽等が伸びました。

今年度予算が4月15日に成立したことを受けて、年初に急減速した政府支出は今年後半に回復するでしょう。5月13日の中間選挙の直前45日間には新規の公共工事が停止されており、選挙の終了に伴って同工事は今年後半より加速する見込みです。家計消費は、消費者物価の沈静化による家計の購買力の改善や、昨年の増税による落込みからの反動もあり、今後も底堅い拡大を続けるでしょう。4-6月期には5月の中間選挙に関わる政党等の支出という短期的な消費押し上げ要因も加わります。世界景気の鈍化に伴う輸出の低迷は引き続き重石となるものの、景気は今年後半より加速し、今年通年の成長率は+6.0%前後と昨年の+6.2%を下回りつつ底堅いものとなると予想されます。

【図3】新年度予算成立の遅れに伴って政府歳出が急減(左)



【図4】底打ちした米在庫量(左)、足元で低下する燃料小売価格(右)



出所) フィリピン国家統計局、フィリピン燃料省、CEIC、Bloomberg

## ● 消費者物価は足元で小反発したが、今後は再び鈍化か

景気が鈍化する中、昨年11月より低下を続けてきた消費者物価は足元でやや上昇しています。5月の総合消費者物価は前年比+3.5%と前月の+3.4%より小幅に上昇。同前年比の反発は6カ月ぶりです(図3右)。食品が同+3.4%と前月の+3.0%より上昇し、総合物価を押し上げ。エルニーニョ現象による雨不足に伴って、野菜が同+12.5%と前月の+7.6%より上昇しました。なお、この雨不足に伴って米も多大な被害を受けているものの、米の物価は同▲0.7%と前月の+0.0%より反落。米輸入の自由化に伴って国内の在庫が増加を始めた影響とみられます(図4左)。一方、運輸燃料は同+4.1%と前月の+6.9%より鈍化し、食品による総合物価押し上げの影響を緩和。国際原油価格の反落に伴って燃料小売価格が低下しています(図4右)。食品と燃料を除くコア物価も同+3.5%と前月の+3.4%より小幅に上昇。娯楽・教養の上昇(+10.9%→+11.1%)等が背景です。

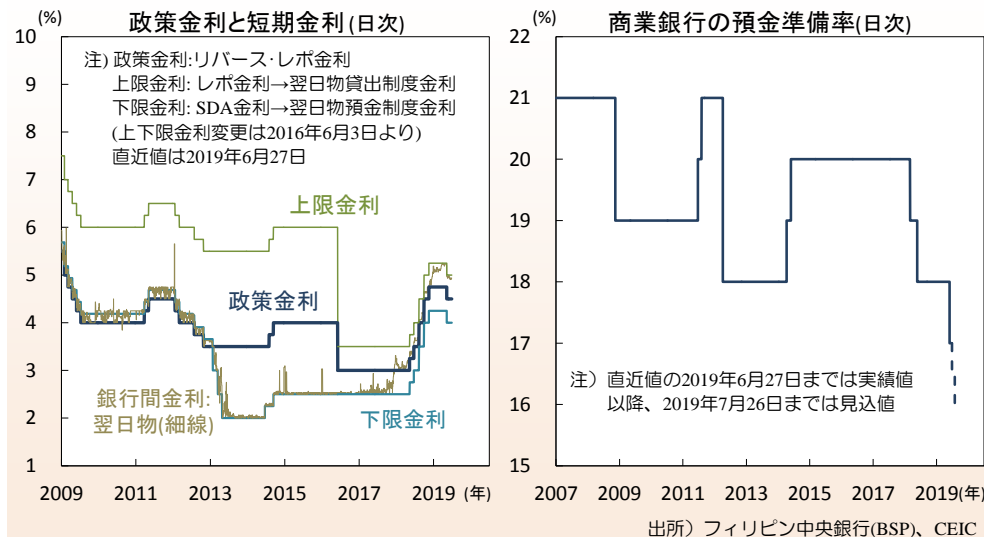
今後は、昨年半ば以降の物価高騰からの反動(ベース効果)が総合物価の前年比を下げます。景気鈍化に伴って需要側からの圧力が弱まり、コア物価の伸びを抑える見込みです。6カ月ぶりに反発した総合物価の前年比は今後再び鈍化し、今年通年の物価上昇率は+3%弱と、中央銀行の物価目標(+2-4%)の中心値に近くなると予想されます。

## ● 5月の利下げを経て、6月には予想外の政策金利据置き

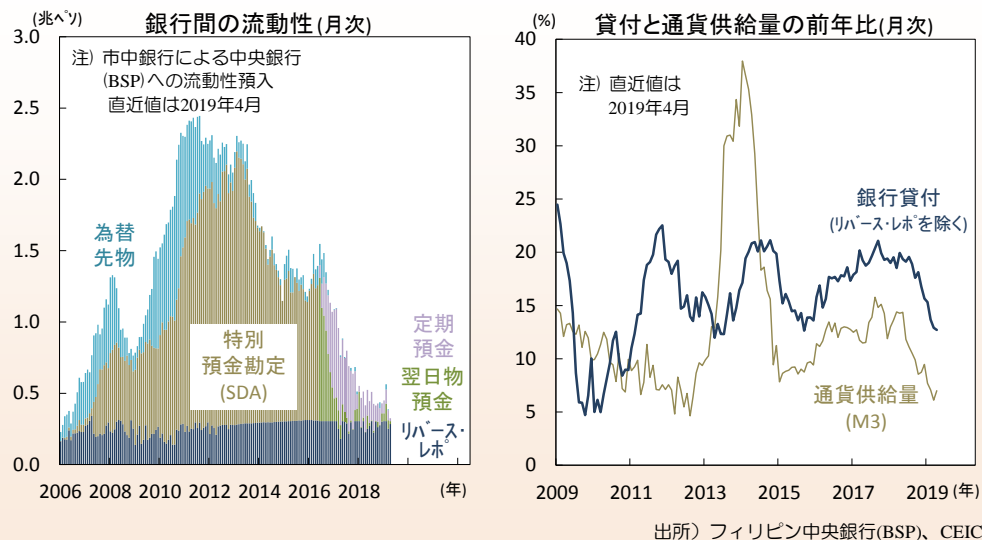
フィリピン中央銀行(BSP)は、消費者物価が急上昇した昨年に累計1.75%の利上げを実施(図5左)。その後、物価が鈍化を続ける中で今年5月9日の政策会合で政策金利を4.75%から4.5%に引下げました。しかし、これに続く6月20日の会合では金利を据置きなど、追加利下げを急がず景気物価動向を見極めようとしています。6月会合について、Bloomberg集計では24社中16社が4.25%への利下げを予想(残り8社は金利据置きを予想)。市場の予想外の金利据置きは、BSPの慎重な姿勢を印象付けました。

BSPの声明は、前回と同様に物価は今年と来年とも目標の+2-4%の範囲に収まるとの見通しを示しました。物価見通しの上振れ/下振れのリスクは今年と来年とも概ね均衡していると、前回の「今年は均衡、来年は下振れリスクあり」を変更。物価下押しリスクとして世界的な需要の減退と通商問題を巡る緊張の高まり、物価押し上げリスクとしてエルニーニョ現象の長期化(に伴う雨不足と食品物価の上昇)を挙げました。景気は1-3月期に鈍化したものの、今後は家計支出の回復や政府のインフラ投資の継続に支えられ堅調であろうと予測。管理可能な物価と底堅い景気の見通しが、金融政策を当面維持することを支持していると、今回の金利据置きの背景を説明しました。

## 【図5】5月に利下げ、6月は据置き(左)、引下げられる預金準備率(右)



## 【図6】低下する銀行間の流動性(左)、鈍化する銀行貸付の伸び(右)



## ● 5月より預金準備率(RRR)の段階的な引下げを実施

BSPのグニグンド副総裁は、1-3月期の景気鈍化は予算成立の遅れによるものであり、内需は底堅いと指摘。景気鈍化は一時的であり、利下げを急ぐ必要はないとの考えとみられます。BSPの声明は、今回の「慎重な(利下げの)休止」によって、BSPはこれまでの金融政策調整の影響を見極め評価できるとも記述。政策調整には、前回5月会合の利下げに加え商業銀行の預金準備率(RRR)の引下げが含まれることも明記されました。

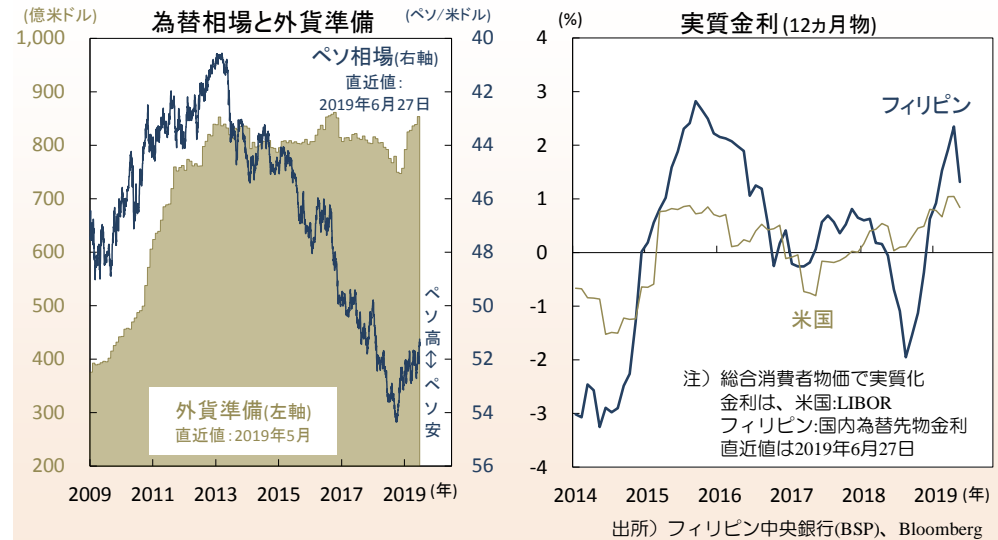
BSPは前回会合での利下げから間もない5月15日に、RRRを18%から16%に引下げると公表。引下げは、5月31日(18%→17%)、6月28日(17%→16.5%)、7月26日(16.5%→16%)と3回に分けて行われます(図5右)。BSPは、2016年6月に金利コリドー(IRC)制を導入し、市場の需給を反映した銀行間短期金利の形成を促進。当時20%と高水準であったRRRの引下げにも取り組んできました。今回RRRの引下げが政策会合と異なる時期に公表されたのは、同引下げが金融政策の一環ではなく技術的な調整であるとのBSPの立場を反映したものでしょう。しかし、足元では銀行の預貸率が上昇し、銀行間の流動性の水準も低下(図6左)。高水準のRRRが銀行の資金仲介能力を制約し、今年5月に始まった利下げ効果の波及を妨げている面もあるとみられます(図6右)。

## ● 中央銀行は次回8月の政策会合で利下げを再開か

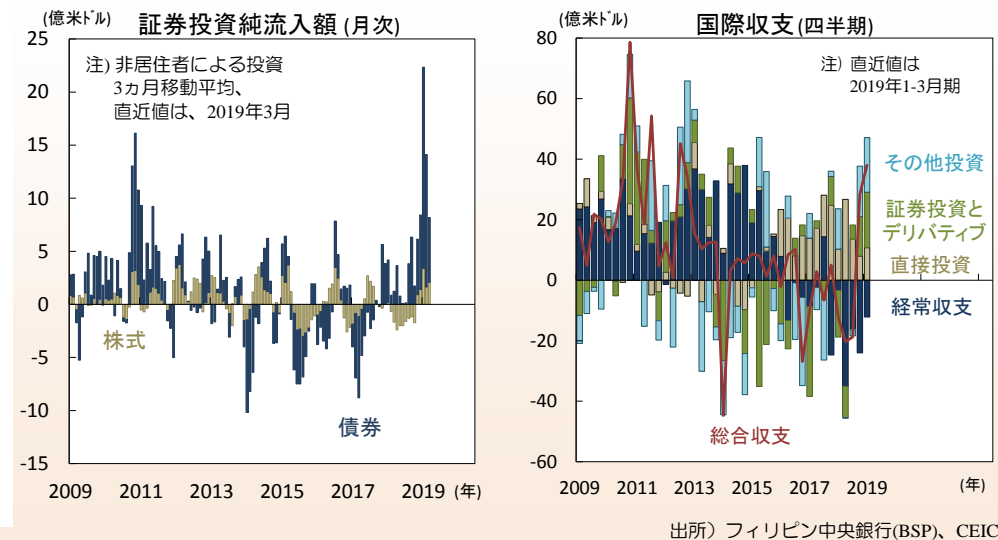
BSPによる推計を元に計算すると、累計2%ptのRRR引下げによって銀行間に供給される流動性は1,800億ペソ(GDPの約1%)程度。もし、上記の流動性供給によって足元で低迷する銀行貸付の回復と貸出金利の低下が促されれば、利下げ効果の波及を助けると考えられます。前述の通り、RRR引下げは5月末から7月末にかけて段階的に実施されます。今回の政策会合はその最中に行われたもの。BSPはひとまず政策金利を据置き、前回の利下げと進行中のRRR引下げの効果を見極めようとしたと思われます。

今回の政策会合と同時に、BSPは消費者物価上昇率の見通しを下方修正(2019年: +2.9%→+2.7%、2020年: +3.1%→+3.0%)。国際原油価格見通しが下方修正されペソの対ドル相場見通しが上方修正されたことに加え、足元の電力価格や一部食品価格の低下も織込んだ修正でした。会合後の会見で、BSP総裁は「物価が一層低下すれば追加利下げの余地が生まれる」と発言。声明の「慎重な(利下げの)休止」との表現が示唆するとおり、今後も景気物価動向を見極めながら、慎重に追加利下げの機会を探る姿勢であるとみられます。BSPは6-7月の消費者物価の動き等を見極めた上で次回8月8日に利下げを再開し、今年末までに政策金利を4%へと引下げることが高いと考えられます。

【図7】年初より堅調なペソ相場(左)、プラスに転じた実質金利(右)



【図8】昨年末より債券投資資本流入が加速(左)、経常赤字は縮小(右)



## ● 実質金利の上昇や経常収支の改善からペソ相場は堅調

通貨ペソは今年初より6月27日にかけて対米ドルで+2.5%上昇と(図7左)、主要アジア通貨ではタイ・バーツ(+5.8%)に次ぐ騰落率でした。昨年累計1.75%ptの利上げが行われた後に高騰していた物価が沈静化したため、昨年半ばよりマイナスとなっていた実質金利が昨年末よりプラスに反転(図7右)。昨年11月より今年1月にかけて債券市場には57億ドルの資本が流入しました(図8左)。また、拡大していた経常赤字の縮小も通貨を支援。1-3月期の経常収支は▲12億ドルと前期の▲24億ドルより赤字額が縮小しました(図8右)。近年の貿易赤字拡大と経常収支悪化の主因は、インフラ投資の加速(図9左)に伴う資本財輸入の急増でした(図9右)。しかし、政府予算成立の遅れ等に伴って同投資は急減速を余儀なくされ、上記輸入を抑制。1-3月期の総輸入(各目米ドル建)は前年比+4.7%と、昨年10-12月期の+9.8%や7-9月期の+26.6%を下回りました(図10左)。

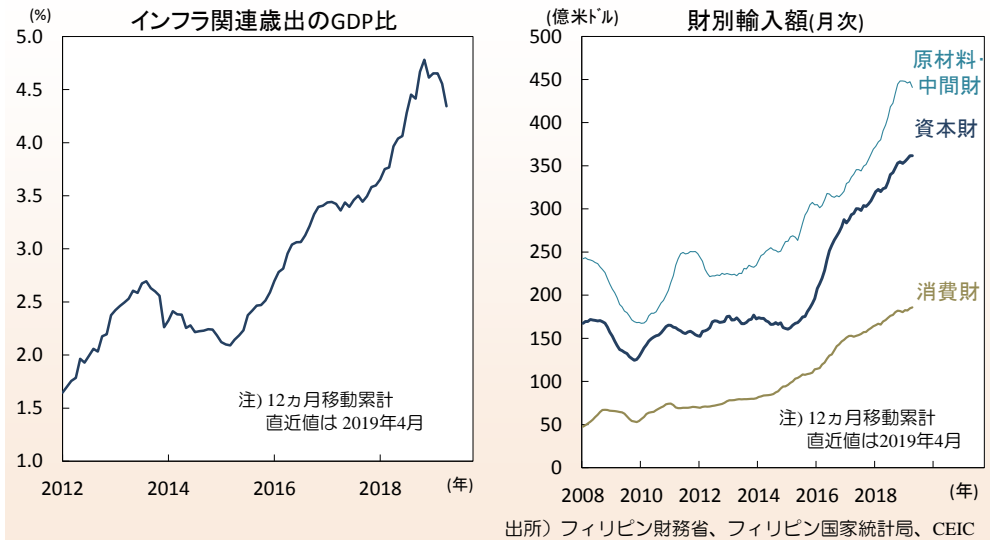
もっとも、今後は財政金融政策の緩和とともにペソ相場の支援要因は弱まってゆくとみられます。インフラ投資の鈍化は、予算成立の遅れや中間選挙前45日間の新規公共投資の禁止措置によるもの。4月15日に新年度予算が成立し5月13日に中間選挙が行われたことを受けて、6月以降はインフラ投資が再加速し輸入を押し上げるでしょう。

## ● 今後は経常収支の悪化等がペソの上値を抑制か

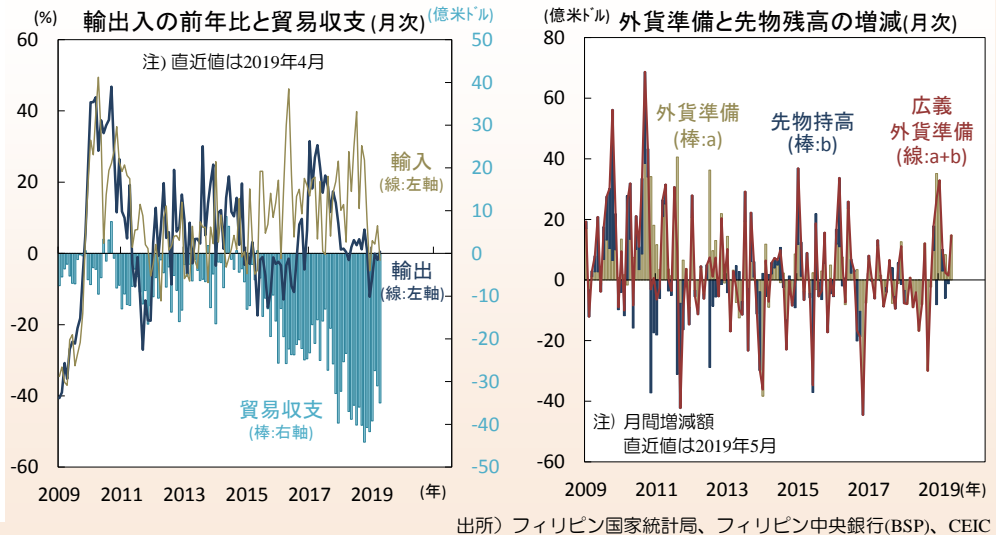
また、今後は金融緩和に伴って金利水準が低下し、銀行間の流動性ひっ迫の緩和とともに銀行貸付の底打ちと民間投資の回復が見られ輸入の伸びを押し上げると予想されます。外貨準備は昨年11月より今年5月にかけて106億ドル増加。BSPは資本流入が加速した局面で直物ドル買い介入を行ったものの、介入によって放出したペソ資金の吸収(不胎化)は殆ど行っておらず、先物ドル売り持高の増加は限定的です(図10右)。BSPは、上記の操作によって市中にペソを供給し流動性のひっ迫の緩和を図った模様です。

実質金利の上昇がペソを支えてきたこともあり、為替市場の参加者は金融政策動向を注視しています。3月半ばにハト派的とされるディオクノ氏(前予算管理相)がBSP総裁に就任した際と、5月9日の利下げから間もない5月15日にRRRの大幅な引下げが公表された直後にはペソ相場が下落。一方、BSPが予想外の金利据置きを決めた6月20日にはペソが上昇しました。今後も消費者物価の鈍化が予想される一方、BSPは利下げを急いでいないため、当面ペソは底堅く推移するでしょう。しかし、インフラ投資の再加速とともに資本財輸入が拡大し経常収支が悪化し始めるのは時間の問題とみられません。今年末にかけて、ペソの上値は徐々に重くなっていくと予想されます。(入村)

【図9】近年、インフラ投資が拡大するとともに(左)、資本財輸入が急伸(右)



【図10】足元では輸入が急落(左)、昨年末より外貨準備が増加(右)



出所) フィリピン国家統計局、フィリピン中央銀行(BSP)、CEIC

## 【アジア・マーケット・ウォッチ】(1) 株価

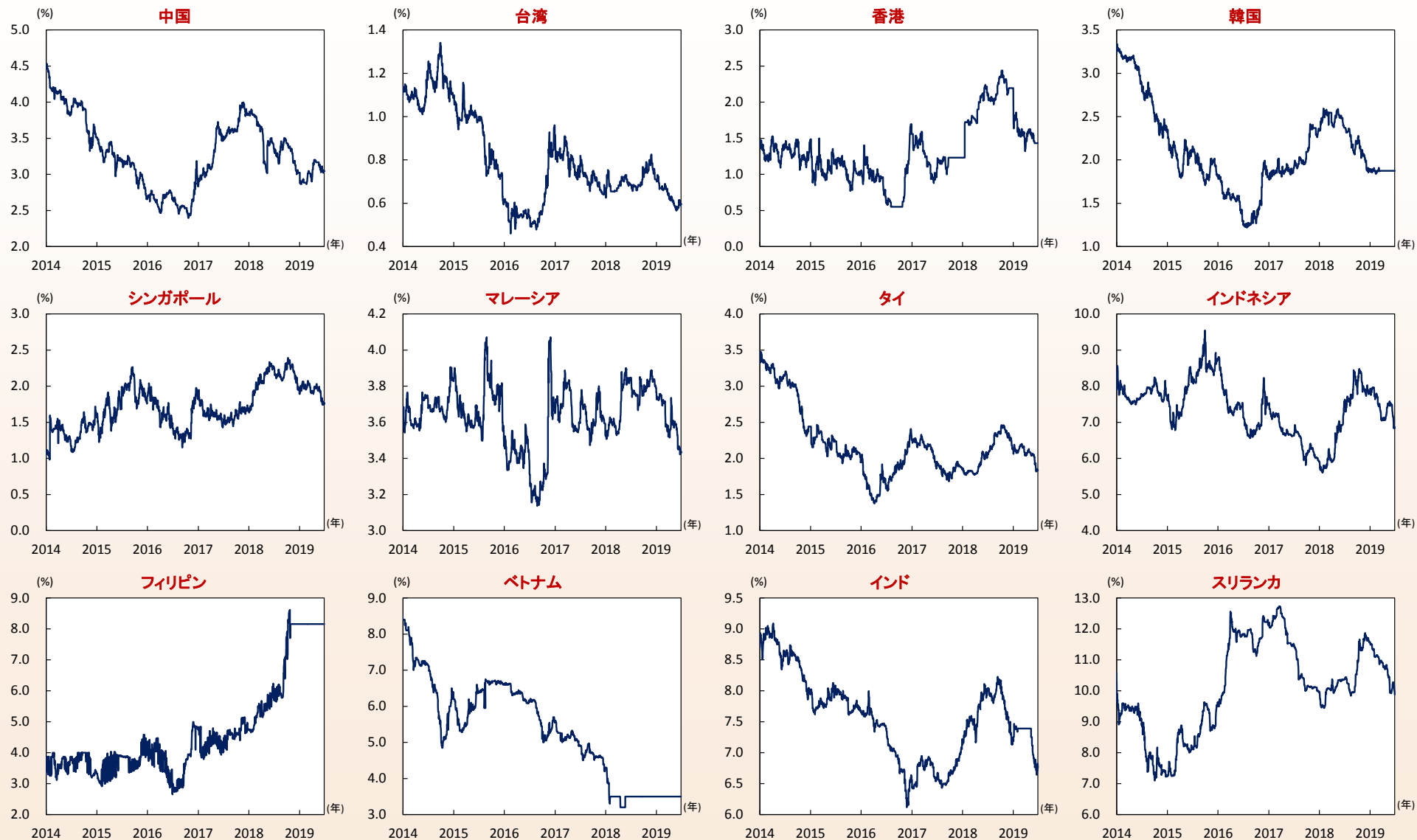


注1) 直近値は、2019年6月27日。

注2) ベトナムとスリランカはMSCIフロンティア・マーケット インデックス、その他はMSCI オールカントリー・ワールド インデックスの国別指数（現地通貨ベース、配当込み）。

出所) MSCI、Bloombergより当社経済調査室作成

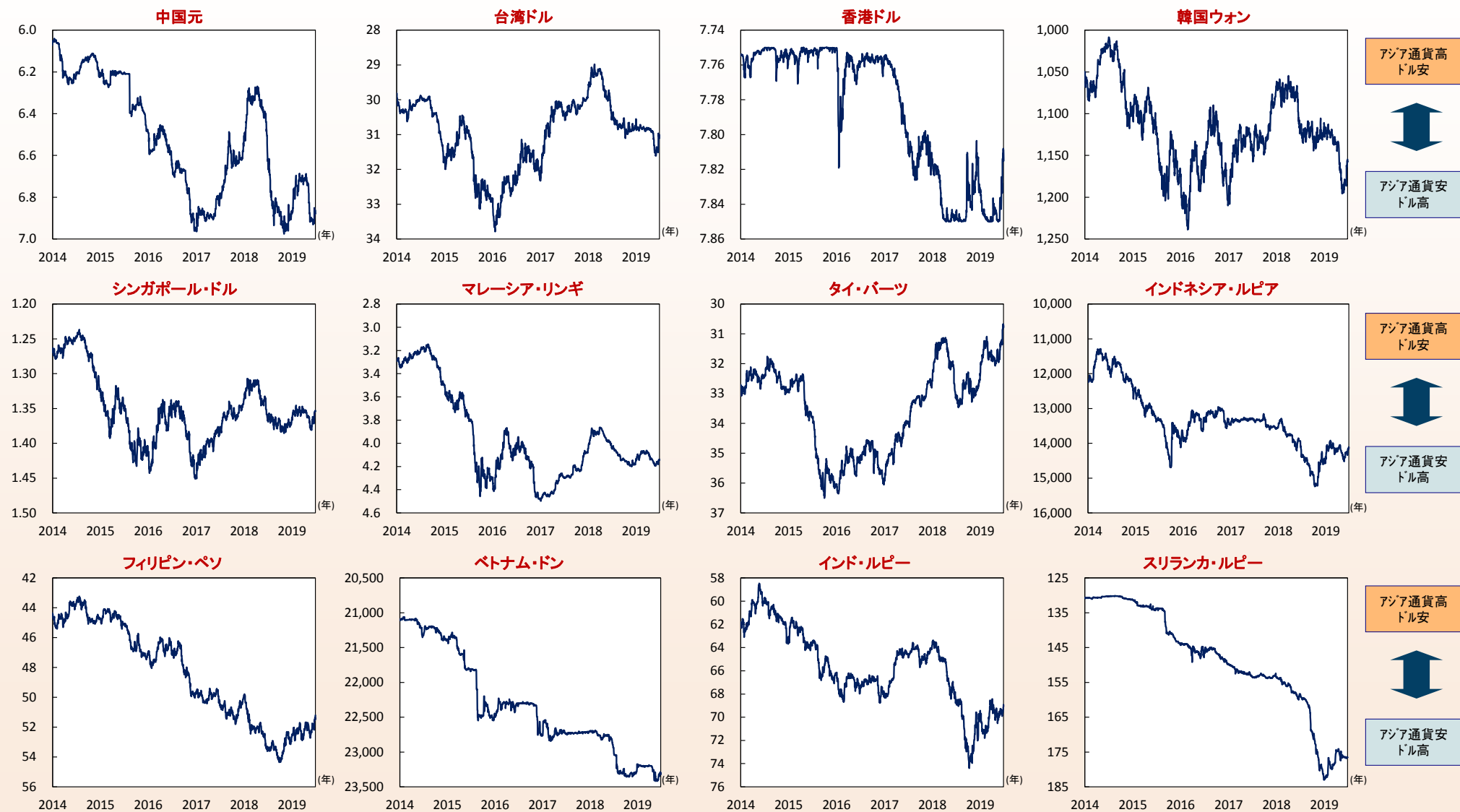
## 【アジア・マーケット・ウォッチ】(2) 自国通貨建国債利回り



注) すべて5年国債利回り、直近値は、2019年6月27日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## 【アジア・マーケット・ウォッチ】(3)アジア通貨の対ドル相場



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、2019年6月27日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成



### 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。（作成基準日: 2019年6月28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・状況または作成時点での見通し・分析であり、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・手数料等を考慮していません。
- 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 オールカントリー・ワールド インデックス、MSCI エモフィア・マーケット インデックス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。Markit Economics Limitedの知的財産権およびその他の一切の権利はMarkit Economics Limitedに帰属します。



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