

【フィリピン】米ドル高基調の下で目立つペソ相場の堅調さは今後も持続するのか ..... 1ページ  
 【台湾】輸出増に一服感が見られ、鈍る景気の回復ペース ..... 6ページ  
 【エマージング・マーケット・ウォッチ】 ..... 9ページ

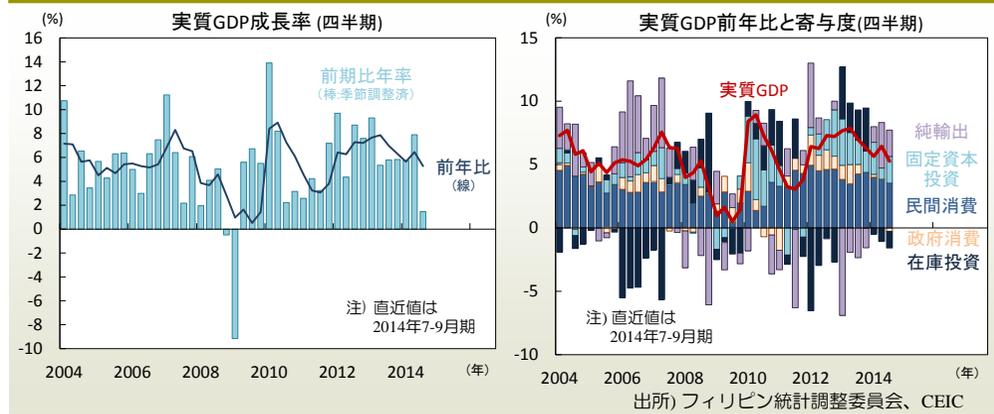
## 【フィリピン】米ドル高基調の下で目立つペソ相場の堅調さは今後も持続するのか\*

### ● 2013年の高成長を経て足元で緩やか鈍化する景気

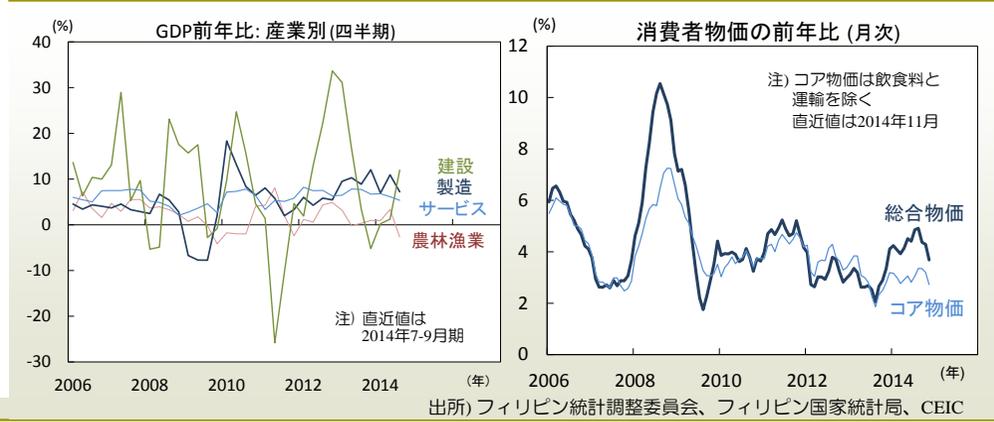
2013年に年率+7.2%の高成長を遂げたフィリピン経済が、足元でやや鈍化しています。高水準であったアキノ大統領の支持率も、相次ぐ政府関係者の汚職疑惑等を受けて低下。汚職疑惑の浮上と前後して、憲法裁判所が政府の歳出手続きの一部を違憲と判断したことなどから政府歳出は急減し、足元の景気を下押しするに至りました。本稿では、同国の経済状況を分析するとともに、足元で目立つペソ相場の堅調さの背景について考察します。近年の経済状況の改善(1-2頁)、2013年の中間選挙以降の政治状況(2-3頁)、7-9月期の景気鈍化の背景(3-4頁)などを概観し、物価状況(4頁)や金融政策動向(5頁)について考察した上で、為替相場動向について分析します(5頁)。

2013年はフィリピンにとって最良の年でした。同年、同国経済は、インフレ率を低く抑え多額の経常黒字を計上しつつも高い経済成長率を達成し、経済の安定化と潜在成長率の改善を内外に示しました。同年の実質GDPの前年比は+7.2%と前年の+6.8%より加速(図1左)、一方、総合消費者物価の前年比は+2.9%と前年の+3.2%より鈍化し(図2右)、経常収支のGDP比も+3.9%と前年の+2.7%より改善しました。高まる成長率、改善する経常収支と財政収支(図3-5)などが評価され、同年、格付大手3社(ムーディーズ、S&P、フィッチ)の全てが、同国の外貨建て格付を投資適格級であるBBB-/Baa3に格上げ。かつて、不安定な政治状況と経済の低成長に悩み、「アジアの病人」とまで呼ばれた同国の変貌ぶりを印象付けました。同国経済の安定化の背景には、2010年の現アキノ政権誕生に伴う政治状況の安定化、同政権が進めた財政の健全化、経常収支の構造的な改善などがありました。経常収支の改善は、従来から重要な外貨収入源であった海外就労者の質と量の改善(看護師など専門的職種が増加や地理的な分散に伴う送金額の増加と安定化、コールセンターを初めとする事業プロセス外部委託(BPO)産業の発展に伴うサービス収入の増加など)によります。

【図1】7-9月期の実質GDP成長率は、市場予想以上に減速



【図2】燃料や食品価格の低下、内需の減速などから消費者物価が鈍化(右)



## ● 2013年の中間選挙直後より相次いだ政治資金疑惑

同国は近隣の東南アジア諸国に比べて製造業の育成などが遅れ、国内に余剰労働力を抱えていました。海外就労の増加やBPO産業の発展に伴って、教育水準が相対的に高く英語に堪能な労働力が活用されるようになり、世界景気の循環に左右されづらい安定的な外貨収入をもたらしたと考えられます。近年の高成長に伴って一人当たり所得の水準も上昇、今後も耐久財の消費や住宅建設などの需要を押し上げてゆくでしょう。同国の人口は若く、生産年齢人口は増加を続ける見込みです。政治と経済の安定が保たれば、今後も持続的な高成長を続けることが可能になると考えられます。

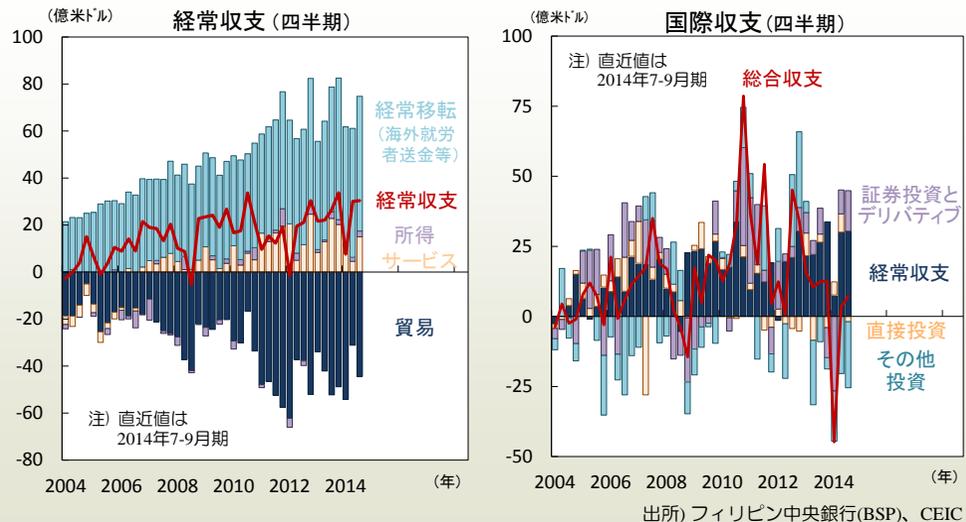
2013年5月の中間選挙では、アキノ大統領の所属する与党連合が上院で圧勝。大統領の任期6年間の半ばで行われる同選挙は、大統領への支持率を強く反映すると言われます。同選挙の直後には、大統領が求心力を高め2016年までの任期後半に経済改革を加速させるという楽観的な見方が金融市場に広まりました。しかし、その直後より状況は一転、数多くの汚職疑惑が噴出したことを契機に、大統領の支持率は低迷します。政府予算から議員に割当てられる優先開発支援基金(PDAF、通称「ポーク・バレル基金」)からの不正流用の発覚が事の発端となりました。

## ● 最高裁判所の判断で急減を余儀なくされた政府歳出

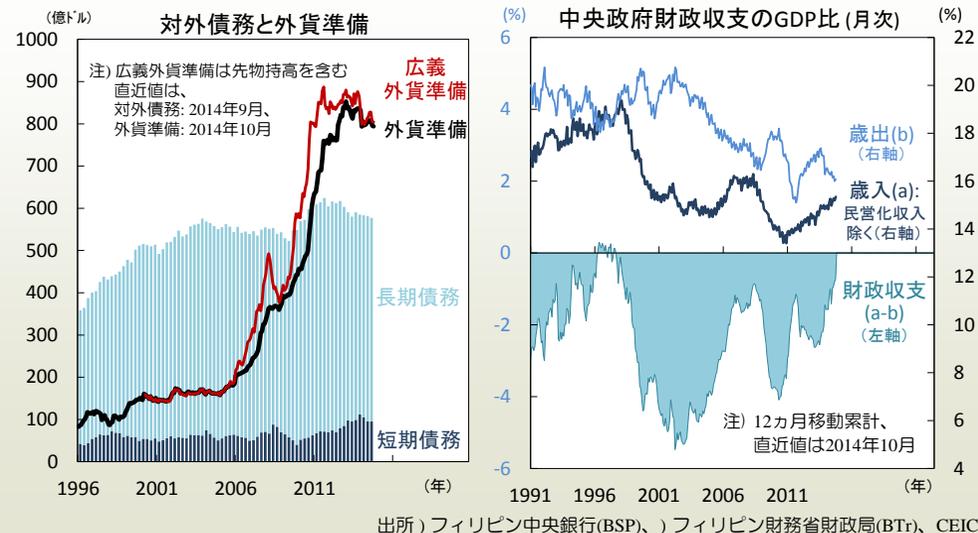
PDAFの用途には一定範囲で議員による裁量が認められ、従来から汚職や横領の温床と批判されてきました。同年8月、会計監査院が2007-09年の間のPDAFについて多くの不透明な支出があることを指摘。これに前後して、同基金から過去10年間に100億ペソもの不正流用があったことも判明。上院議員、政府幹部、元下院議員など90人以上が告発されました。一連の不正資金流用に対する市民の反発が高まる中、現政権下でも道路整備資金の不正流用があったことが発覚。前アロヨ政権時代に蔓延した汚職を厳しく取締ってきたアキノ大統領のイメージを傷つけることになりました。

2013年11月、最高裁判所はPDAFを違憲とするとともに、大統領が裁量権を持っていた複数の基金の一部についても違憲と判断。予算法の成立後に資金の用途を新たに指定することは認められないというのがその根拠でした。従来に比べて厳しい判断の背景には、相次ぐ巨額の不正流用事件の発覚があったとみられます。また、2014年7月には、同裁判所が、現政権が2011年より用いてきた歳出促進計画(DAP)も違憲と判断しました。DAPは、前年度までの財政剰余金の用途を大統領府の自由裁量で決める制度であり、現政権は、同制度を用いてインフラ投資等を促進してきました。

【図3】海外就労者送金やサービス収支の黒字が経常黒字を支える(左)



【図4】強い対外バランスシート(左)、近年縮小する財政赤字幅(右)



## ● 政府歳出の減速などから7-9月期の成長率が鈍化

財政資金の不正流用が相次いで発覚し社会問題となったことを受けて、官僚組織は歳出執行に対して従来以上に慎重になりました。現政権が活用してきたDAPに違憲判決が下ったこともあり、政府の歳出は急速に減速し、足元の景気を下押ししています。

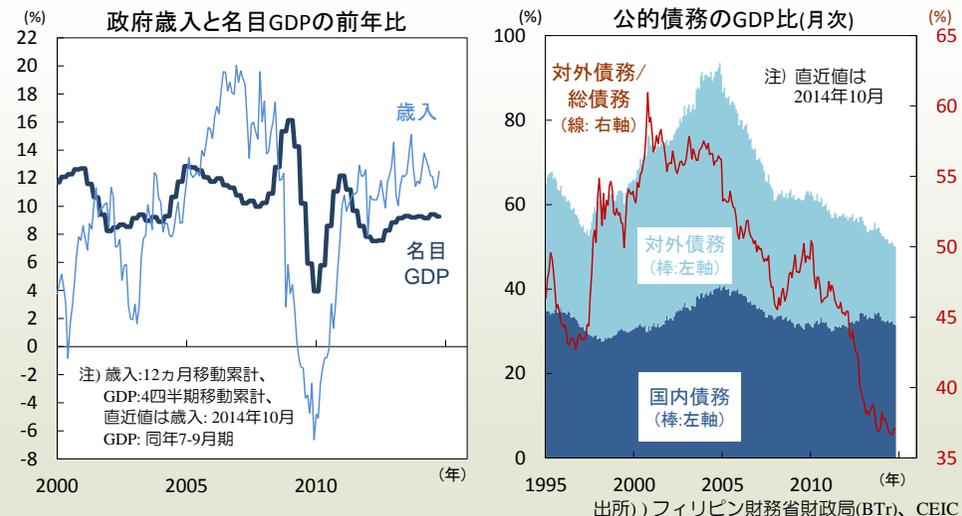
11月27日に公表された7-9月期の実質GDPは前年比+5.3%と前期の+6.4%より鈍化、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+6.5%を下回りました。季節調整済みの前期比年率は+1.5%と前期の+7.9%から急落するなど、減速の勢いは強かった模様です(図1左)。需要側では政府歳出が(図1右)、生産側では農林漁業が落込み(図2左)、景気を下押ししました。民間消費は前年比+5.2%と前期の+5.7%より鈍化しつつ堅調。食品や衣服・履物など基礎的消費が低い伸びの一方、運輸、保健、酒タバコ等が高い伸びを維持しており、海外就労者送金の伸び(図6左)と安定的な雇用状況に支えられたものとみられます。政府消費は前年比▲2.6%と前期の0.0%より減速。公的建設も同▲6.2%と前期の▲13.0%に次ぐマイナスであり、政府歳出全体が大きく落込みました。固定資本投資は前年比+10.1%と前期の+4.5%より加速しました。建設投資が同+12.3%と前期の+5.1%より加速しており、公的建設が低迷する一方で民間建設が急伸した影響とみられます。

## ● 公的投資が減速する一方、民間投資は堅調

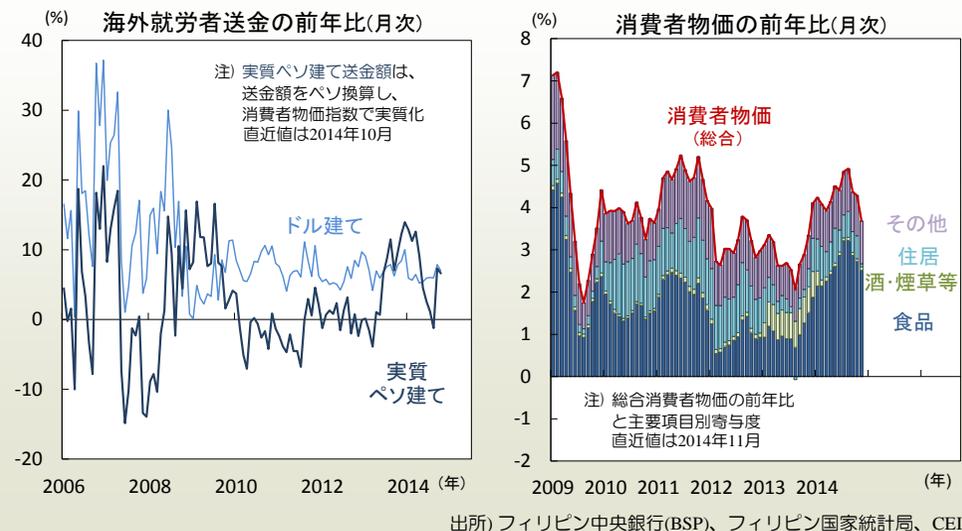
7-9月期の実質設備投資も同+8.1%と前期の+3.5%より大きく改善、事業プロセス外部委託(BPO)部門によるコンピュータ購入、その他部門による特殊機械や運輸機器の購入が伸びました。外需では、総輸出が前年比+9.8%と前期の+10.5%よりやや鈍化しつつ堅調。電子部品、衣服、自動車部品(点火用配線)などが伸びました。総輸入は同+5.8%と前期の+3.1%より加速。財輸入が同+3.4%と前期の▲2.5%から反転、トラック乗入規制によるマニラ港の混雑が収束し始めたためとみられます。この結果、純輸出の寄与度は+2.1%ポイントと前期の+3.6%ポイントよりプラス幅が縮小しました(図1右)。

生産側を見ると、農林漁業が前年比▲2.7%と前期の+3.4%より反落(図2左)。7月に上陸した大型台風グレンダの被害による一時的な落込みとみられます。鉱業は同+7.8%と前期の+2.1%より加速。ニッケル生産が急伸し、石油ガス生産の落込みをカバーしました。製造業は同+7.2%と前期の+10.9%より減速しつつ堅調で、化学や金属の落込みを加工食品、運輸機器、衣服等の伸びがカバーしました。公益(電力・ガス・水道)は、同+3.3%と前期の+2.8%より加速しました。建設業は同+11.9%と前期の+1.2%より加速。好調な民間建設投資の伸びにけん引されました。

## 【図5】名目GDPを上回る歳入の伸び(左)など背景に債務水準が低下(右)



## 【図6】民間消費を支える海外就労者送金の堅調な伸び(左)



## ● 政府歳出の正常化で景気は今後緩やかに回復か

7-9月期のサービス部門の生産は、前年比+5.4%と前期の+6.1%より鈍化。高い融資の伸びを背景に金融が加速したものの、政府消費の落ち込みで公共サービスがマイナスの伸びとなり、当局が銀行の健全性規制を強化したことなどに伴って不動産の伸びも鈍化。また、マニラ港の混乱の後遺症もあり運輸・倉庫・通信も鈍化しました。

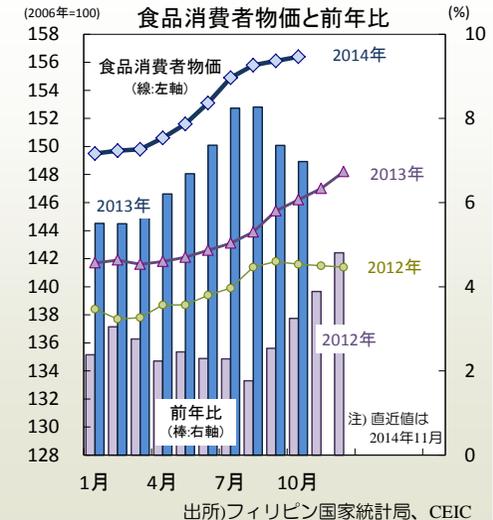
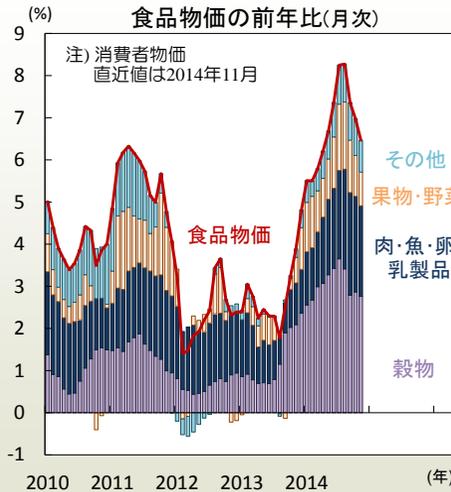
足元で落ち込んでいる政府歳出は、新年度予算が執行される来年初より徐々に回復するでしょう。2013年11月に上陸した大型台風ヨランダ(ハイヤン)の被災地復興予算1,709億ペソ(GDPの1.3%に相当)も、10-12月期より執行が始まっています。また、堅調な海外就労者送金の流入や燃料と食品物価の低下は、家計の購買力を押し上げ、民間消費を支えるとみられます。加えて、トラック乗入規制が9月上旬に解除されたことに伴って、マニラ港の混乱は収束に向かっています。資本財や中間財の調達への不安が解消されたことによって、企業の投資活動や生産活動も当面底堅く推移し、在庫の取崩しも今後縮小するとみられます。10-12月期より、景気は緩やかに回復し、今年通年のGDP成長率は+6%弱と昨年との+7.2%を下回りつつ底堅いものとなり、来年の成長率も+6%台前半へと回復することが予想されます。

## ● 燃料や食品価格の低下に伴って鈍化する消費者物価

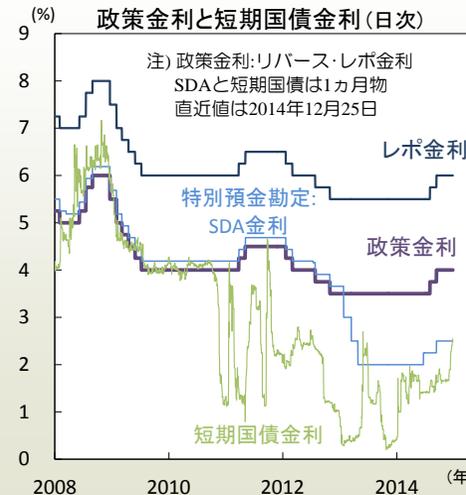
11月の消費者物価は前年比+3.7%と前月の+4.3%より鈍化(図2右)、燃料物価と食品物価が総合物価を押下げました(図6右)。住居関連物価は同+0.3%と前月の+2.4%より鈍化し、運輸物価も同+0.2%と前月の+0.8%より低下。同国では燃料小売価格が自由化されており、国際燃料価格の低下が素早く波及した模様です。食品物価は同+6.5%と前月の+7.0%より鈍化(図7左)。野菜が同+3.9%と前月の+5.8%より低下、穀物も同+8.7%と前月の+9.0%より鈍化しました。マニラのトラック乗入規制が9月上旬に解除され流通網の混乱が終息し、密輸や違法貯蔵の取締りの影響から高止まっていた米の価格も、政府が緊急輸入米を市中に放出したことに助けられ低下したことが背景とみられます。内需の勢いが鈍化する中で、コア物価も同+2.7%と前月の+3.2%から鈍化しました。

12月初旬に同国を通過した大型台風ルビーによる供給網混乱から同月の物価は一時的に反転した後、原油価格などの低迷や前年同月の高物価からの反動(前年高ベース効果: 図7右)に伴って2-3月にかけて再び低下するとみられます。電力需要が増加する2015年4-6月期には電力不足が生じる見込みであるものの、その影響は深刻なものとはならず、総合物価の前年比は年央時点で+3%台後半で推移する可能性が高いでしょう。

## 【図7】穀物や野菜価格が鈍化し、食品物価の上昇率も低下(左)



## 【図8】7-9月の連続利上げの後、2回連続で政策金利を据置き(左)



## ● 中央銀行は、当面政策金利を据置きか

内需が鈍化しインフレ率が低下する中、フィリピン中央銀行(BSP)は2014年7月に始めた利上げを当分休止する模様です。2012年以降に高成長が続いた後、2014年4-6月期には実質GDPの前年比が+6.4%と前期の+5.6%から再加速(図1)、内需の強さや食品価格の上昇もあり同年7-9月にかけて消費者物価は総合とコアともに上昇(図2右)。こうした中で、BSPは、7月と9月の2回に渡って政策金利を3.5%から4%に上げました(図8左)。

しかし、12月11日の政策会合で、BSPは政策金利を4%で据置き。7月と9月の利上げの後、10月と12月の2回連続で金利を据置くことになりました。BSPの声明は、インフレは管理可能と記述。現行の金融政策スタンスは景気物価動向に照らして適切とも述べ、当面金利変更の必要はないとの姿勢を前回以上に明確に示しました。BSPはインフレ見通しを下方修正しており(2014年: +4.4% → +4.2%、2015年: +3.7% → +3.0%)、物価上昇への警戒感は低下している模様です。景気が一時的に鈍化する中、当面は現状の金利を維持して景気回復を支える構えとみられます。BSPは、今後、来年半ばまでは政策金利を据置き、4-6月期に生じるであろう電力不足や米国の利上げ開始の影響なども見極めた上で、追加利上げの要否を慎重に見極めると予想されます。

## ● 10月末以降、米ドル高基調の下でも堅調なペソ相場

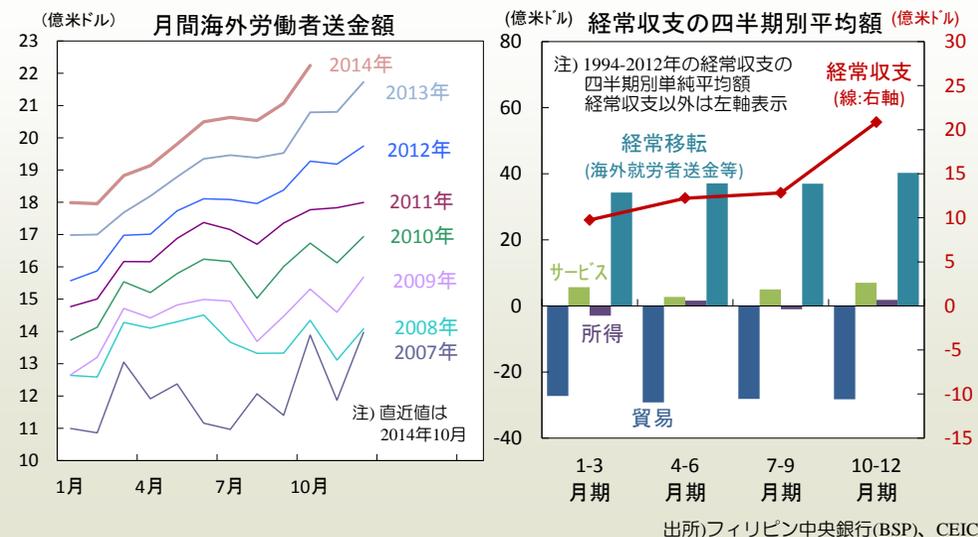
フィリピン・ペソは、10月末から12月25日にかけて対米ドルで+0.4%上昇(図9左)、米ドル高基調の中でもプラスの伸びを記録した数少ない新興国通貨となりました(図9右)。燃料の輸入依存度が高く足元の原油安の恩恵を受けやすい貿易構造、安定的な多額の経常黒字などが背景とされます。年末のクリスマス休暇にかけて海外就労者からの送金が増え、経常黒字幅が拡大するという季節性も相場を支えたとみられます(図10)。12月11日には、格付大手ムーディーズが同国の長期格付(外貨/自国通貨)をBaa3からBaa2に格上げ。財政状況や経済成長力の改善、多額の経常黒字などによる対外ショックへの抵抗力などが理由でした。格付見通しが既にポジティブとされていたため意外感は大きくなかったものの、同格上げは、市場心理を改善させたと考えられます。

しかし、同国のその他資本収支は赤字基調です(図3右)。また、BSPは利上げを休止しており、実質政策金利がゼロに近い状況は今後も続きそうです。国内銀行の外貨建て預金が増加するなど、居住者は外貨建て資産を選好しつつある模様です。また、年末を過ぎると海外就労者送金は減少、経常黒字は季節的に縮小します(図10)。11-12月に堅調であったペソ相場の上値は、今後、徐々に重くなると予想されます。(入村)

【図9】11-12月にかけて、対米ドルで小幅上昇したペソ相場



【図10】海外就労者送金増加などで(左) 10-12月期の経常黒字は拡大(右)





## 【台湾】輸出増に一服感が見られ、鈍る景気の回復ペース

9月以降、台湾の輸出増に一服感が見られ、景気回復の勢いが弱いものにとどまっています。一方、インフレ圧力が緩和されるなか、景気の急減速リスクがない限り、中央銀行は政策金利の据置きを続けると思われます。

### ● 鈍る景気の回復ペース

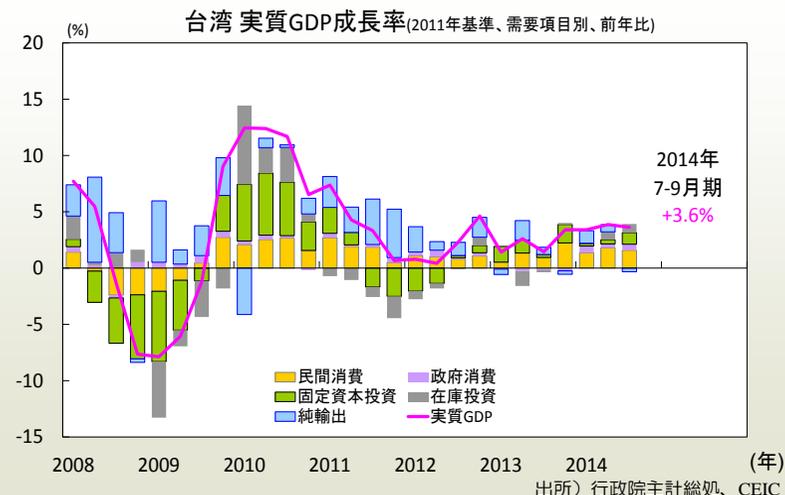
外需の動向に左右されやすい台湾経済は、7-9月期の実質GDP成長率が前年比+3.6%（確定値）と、4-6月期の同+3.9%より落ち込みました。需要項目では、政府消費と固定資本投資はそれぞれ同+3.8%、+4.5%と、堅調さを維持する一方、純輸出は前年比▲3.6%（4-6月期：同+7.6%）と減速し、民間消費も「廃油」原料の食用油の流通問題などから前年比+2.9%と、4-6月期の同+3.3%より鈍化しました（図1）。また、景気の先行指数は11月に106.07（10月：106.03）と、軟調に推移しています。

iPhone6等のスマートフォン向け部品の輸出が一段落し、11月の輸出は267億米ドル（通関ベース、再輸出含む）、前年比+3.0%（3ヵ月移動平均）と、2ヵ月連続で伸びが鈍化しています（図2左）。米国向けは好調さが維持されたものの、ユーロ圏と中国向けは依然として低迷が続いています。輸出品目別では、原油価格の下落などの影響から、化学製品が前年比▲17.1%と低迷し、輸出の伸びを押し下げました。

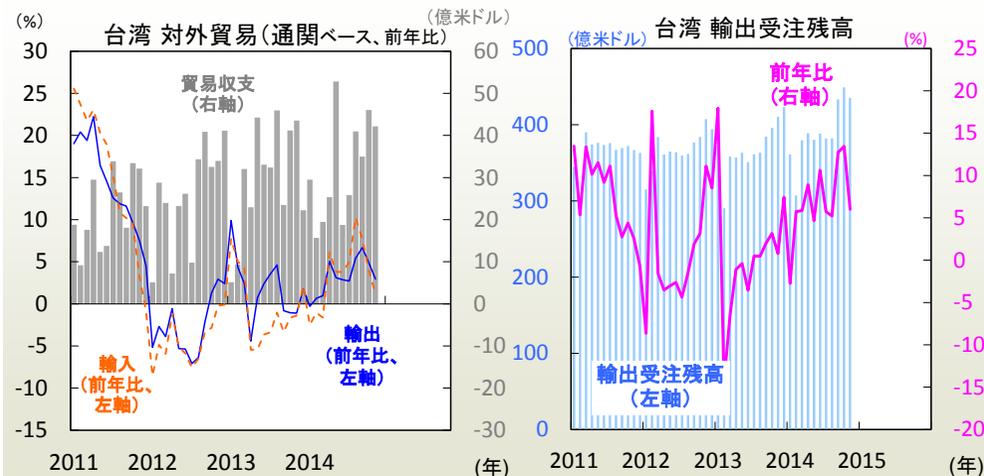
輸出受注はスマートフォン部品などを中心に、11月に435.1億ドル、前年比+6.0%と、単月で過去最高額を記録した10月より下落しました（10月：449.1億ドル、同+13.4%、図2右）。受注先別では、中国同▲3.0%、米国同+14.2%、欧州同+19.3%となっています。2015年前半にかけて、スマートフォンの部品供給や組み立てに対する需要が弱含み、輸出全体が緩やかに鈍化すると見込まれます。

11月29日に行われた、2016年総統選挙の前哨戦と見られる統一地方選では与党・国民党が敗北しており、景気回復の先行きには懸念が残ります。これまで当局は輸出拡大のために、他国との自由貿易協定（FTA）の締結などを積極的に推進してきました。しかし、中国とのFTAに関しては、一部の住民は中国への過剰な依存などを警戒。馬総統が昨年6月に署名した台中間のサービス貿易協定（CATS）の強行採決に反対する大学生らは2014年3月に国会議事堂を約3週間占拠し、国会審議を妨害する事態に発展しました。また、今回の地方統一選では、親中路線を推進してきた与党・国民党は、伝統的な地盤である台北市の市長ポストを喪失。全体では22県市長選で、国民党は選挙前の15から6に大幅減となり、野党の民進党は6から13に倍増

【図1】前期よりやや落ち込んだ実質成長率



【図2】一桁台にとどまる輸出の拡大



しました。事前予想以上の大敗を喫し、江宜樺・行政院長（首相）が辞職、馬英九総統が兼任する党主席を辞任するという形で指導部は責任を取りました。今後、支持率が10%前後に沈み、求心力の低下が避けられない馬総統は、与党多数の国会の中でもCATSの承認法案を強行に推進しないでしょう。CATSを巡る判断は2016年初の総統選挙以降まで先送りされる見込みです。もし反中野党の民進党が同選挙で勝った場合、同法案を含む中国関連法案に対する承認の可能性がいっそう小さくなり、中長期的に輸出拡大の足かせとなると予想されます。

一方、外需の鈍化などに影響され、鋳工業生産は11月に前年比+6.9%と、2カ月連続の鈍化となりました。iPhoneのプロセッサ製造を請け負う台湾積体回路製造（TSMC）は11月の営業収入が前年比▲10.5%（7-9月合計：同+28.6%）に低下するなど、電子部品の生産に一服感が出ている模様です。11月の失業率は3.9%（季節調整済み、図3）と、3カ月連続の横ばいとなり、小売売上高も11月に前年比+1.8%と、7月以来の減速が続いています（図4）。2015年前半にかけて、実質GDP成長率は2%台後半と、回復の勢いが弱いものととどまる見通しです。

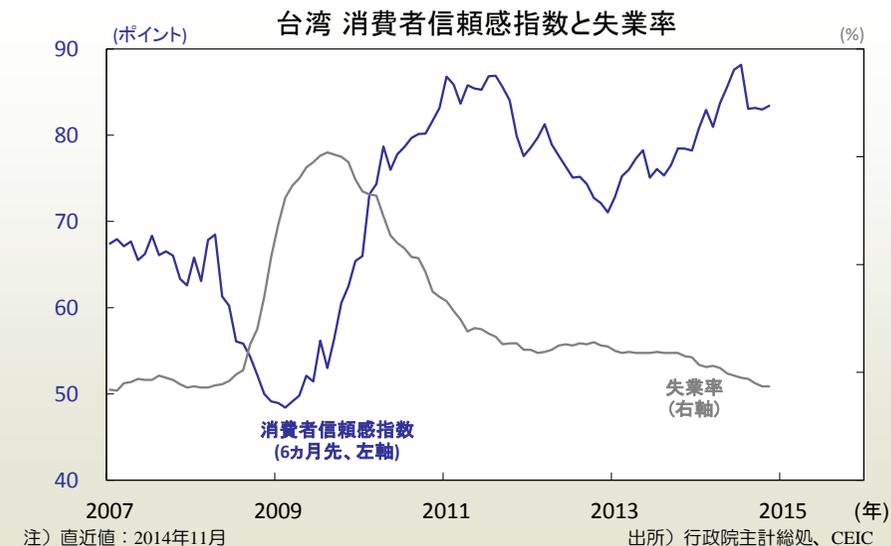
## ● 政策金利の据え置きを続ける金融当局

総合消費者物価の伸びは8月の前年比+2.1%をピークに緩やかに下落し、11月に同+0.9%となりました（図5）。食品品価格は天候不順のため、11月に同+3.7%と、2カ月連続で上昇し、特に肉類の価格が同+11.5%と、9カ月連続で2ケタ上昇が続いています。一方、コア物価（食品とエネルギー除く）は国内需要の弱さを反映し、前年比+1.4%（10月：同+1.6%）と鈍化しています。今後、違法原料を混入した食用油の不正販売の是正などに伴って、総合物価の約25%を占める食品品価格が上昇する一方、原油安などによるエネルギー価格の低下がしばらく続くでしょう。そのため、2015年前半にかけて総合物価が1%前半で推移すると思われる。

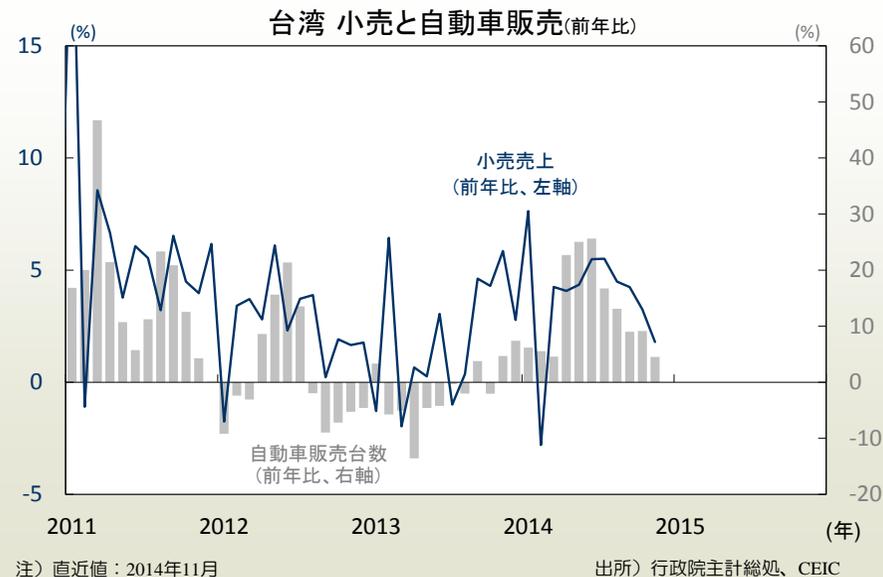
中央銀行（CBC）は2011年央にかけて5回にわたり、政策金利である公定歩合を史上最低の1.25%から1.875%に引き上げた後、景気減速などを理由に、2011年9月以降の14回連続で、同金利を据え置いています。今後、インフレ圧力が緩和されるなか、景気の急減速リスクがない限り、政策金利の引き下げの可能性は低く、CBCは慎重に外需の動向を見極めながら、しばらく同金利を据え置く見通しです。

2014年後半、米国の早期利上げが意識され、新興国からの資金流出が加速するなか、台湾ドルの対米ドル直物相場は9月初に比べて約▲6.0%と、急速に通貨安が進み、足もとで1米ドル=31.7台湾ドル付近で推移（図6、7）。今後、同通貨への売り圧力が残るものの、恒常的な経常黒字や（図8）、急激な通貨安の局面では市場介入を辞さない当局の姿勢の下で、同通貨の下値余地は限定的でしょう。2015年にかけて、台湾ドル相場は現水準付近で推移していくと考えられます。（洪）

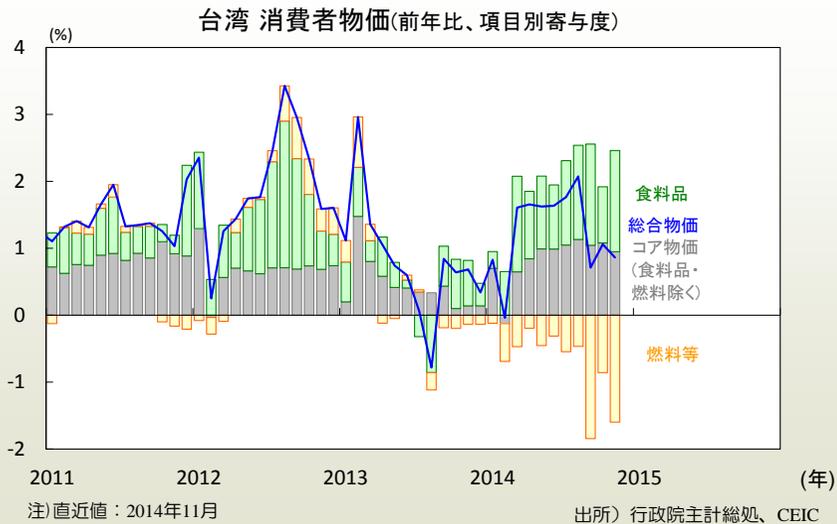
## 【図3】4%以下に低下する失業率



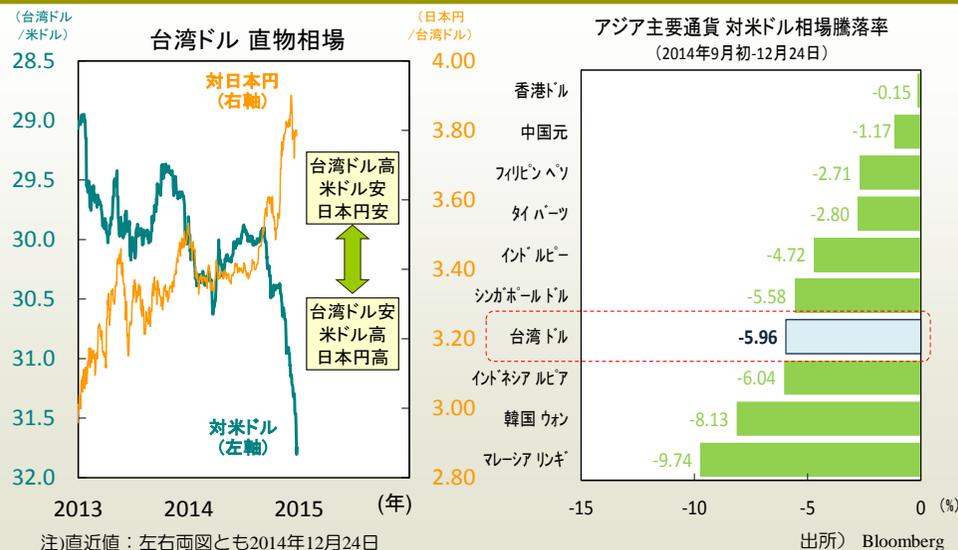
## 【図4】6月以降、急速に冷え込む民間消費



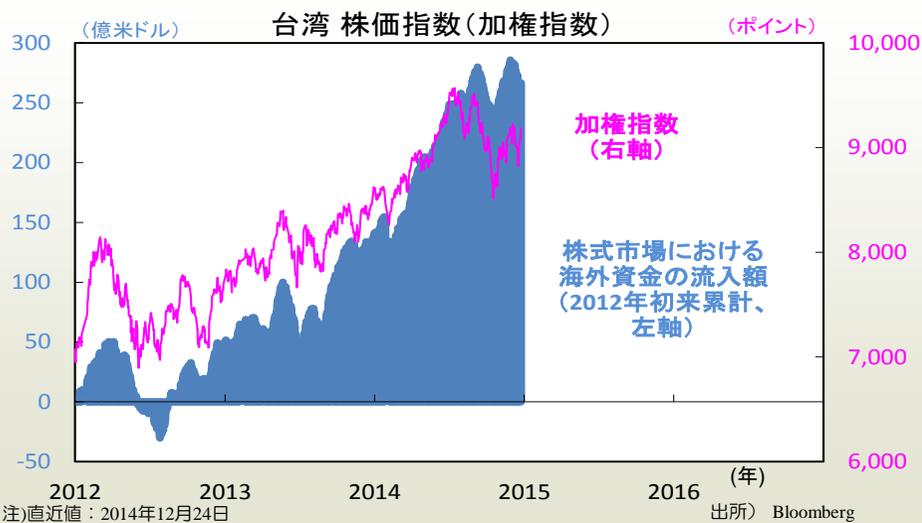
【図5】原油安などの影響で、低下する総合消費者物価



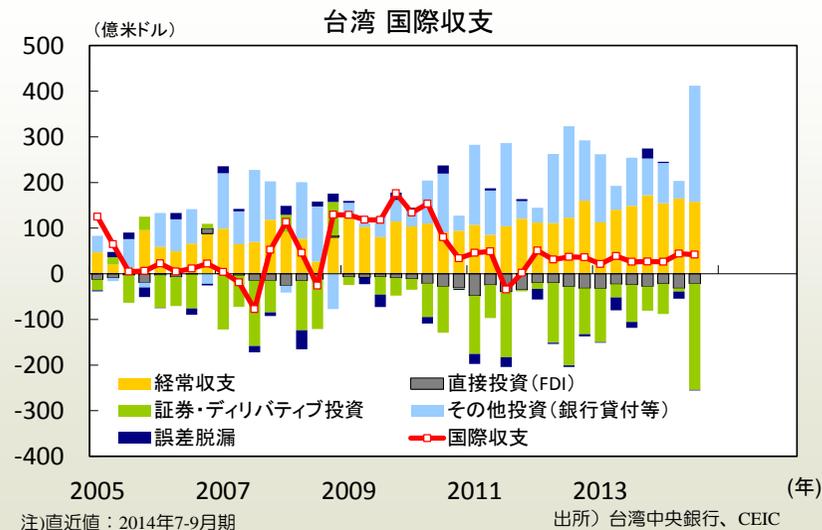
【図6】9月以降、対米ドル安に転じる台湾ドル



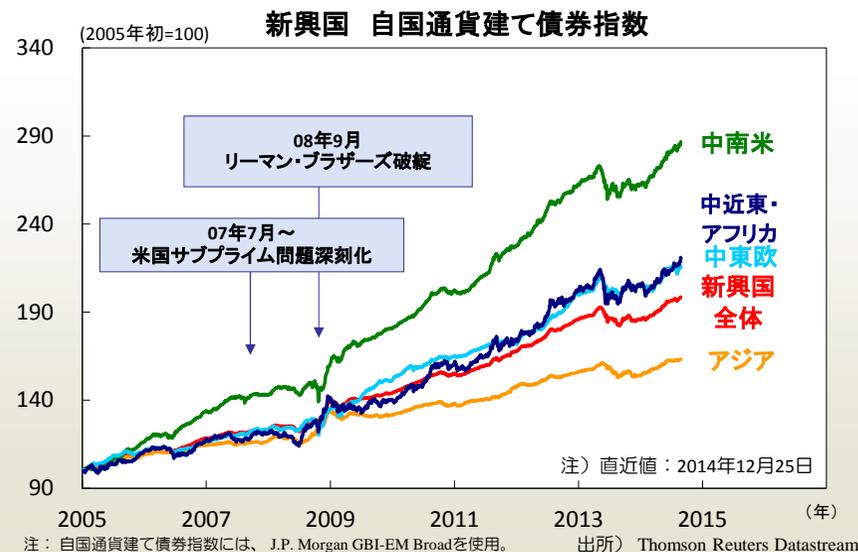
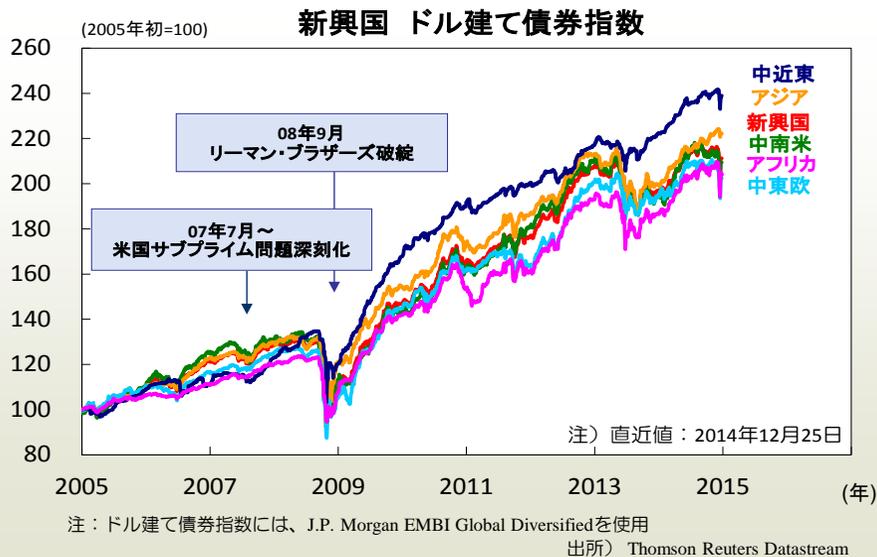
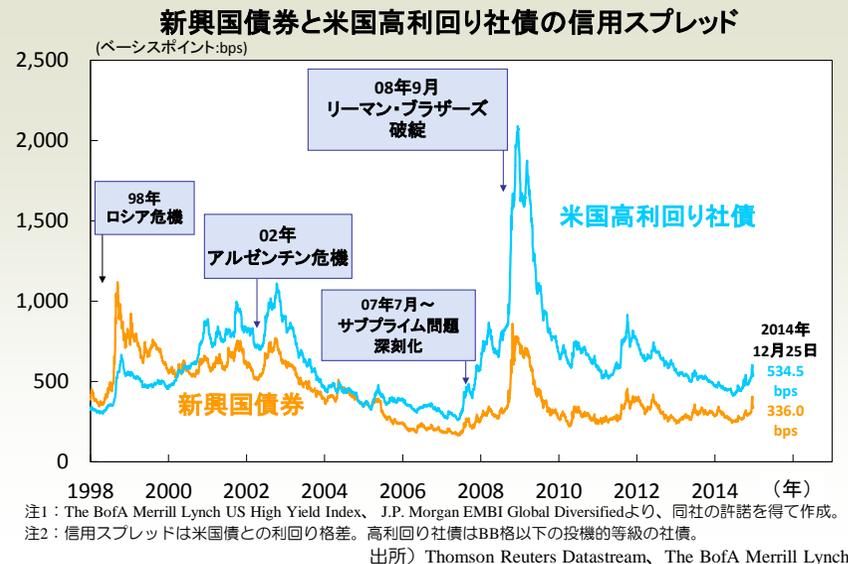
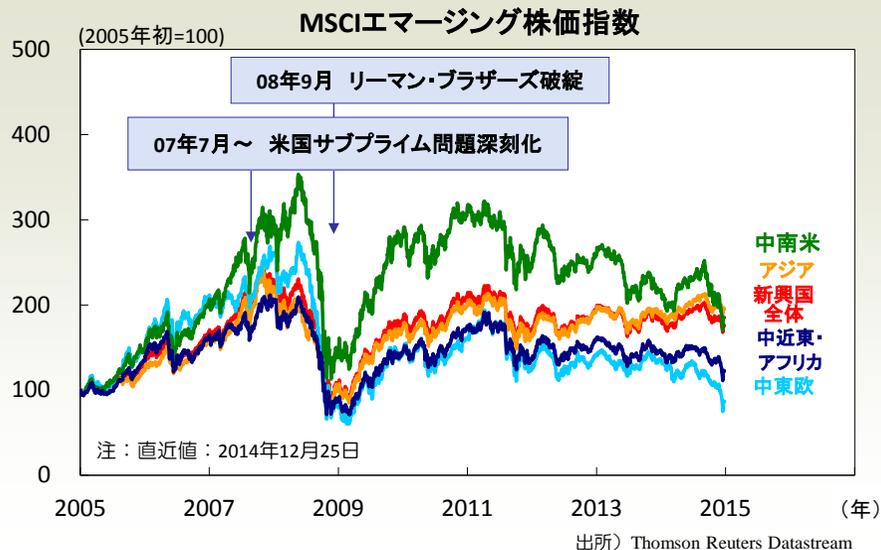
【図7】海外投資家の動向に連動する株式相場



【図8】経常黒字などに支えられる国際収支構造

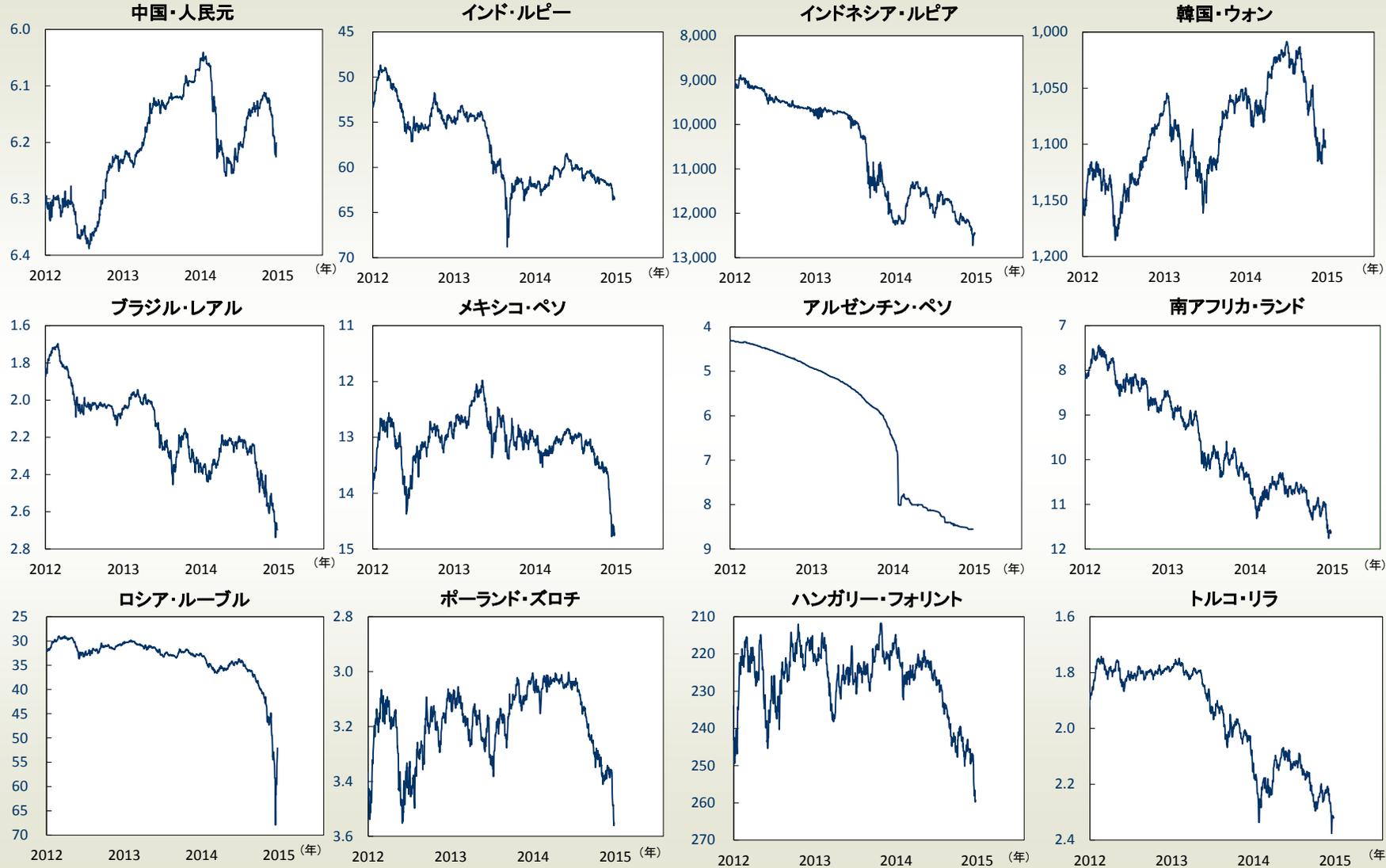


# 【エマージング・マーケット・ウォッチ】①新興国の債券・株・金利スプレッド



【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



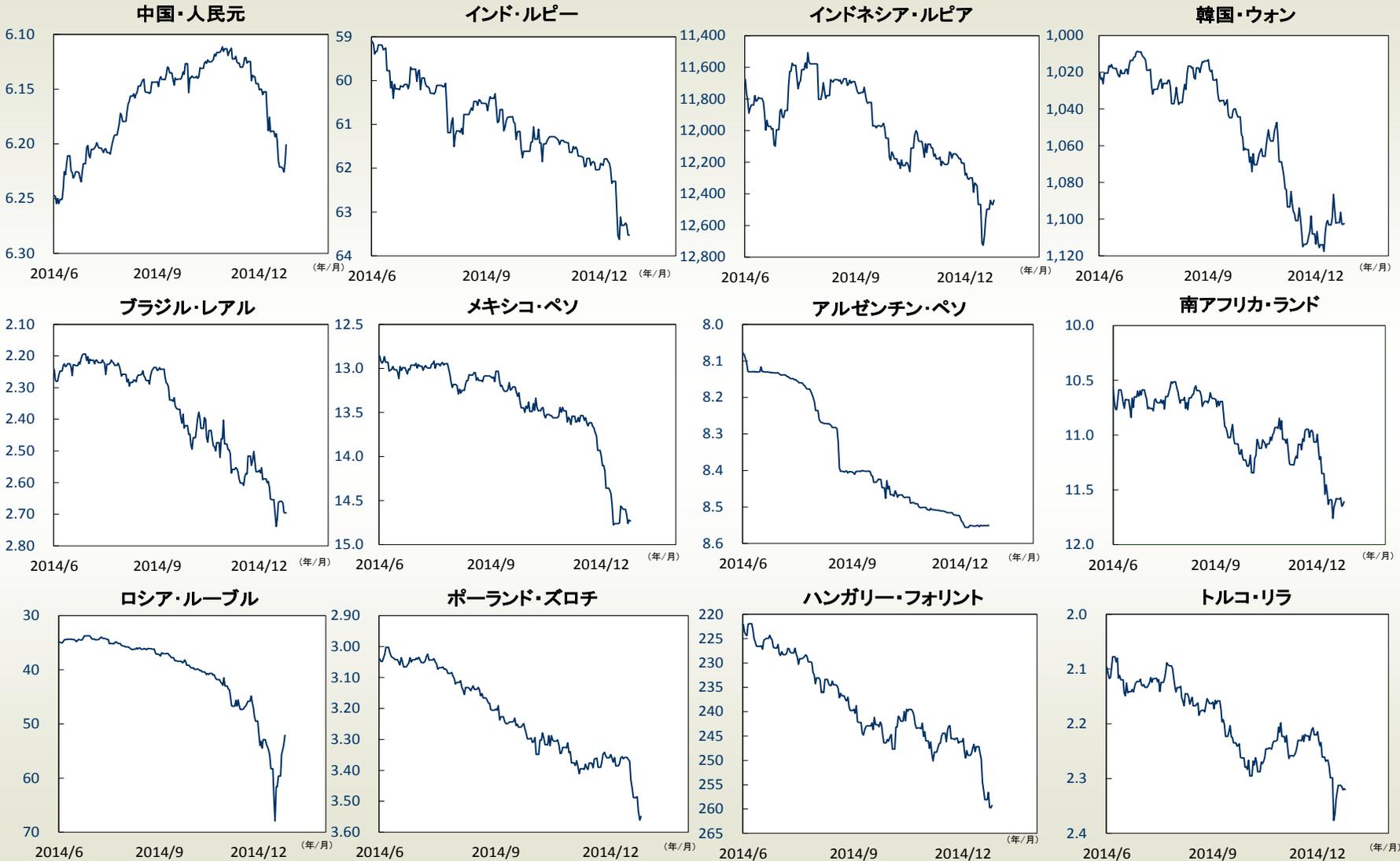
自国通貨安  
米ドル高

注) 直近値は2014年12月25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カ月間

(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2014年12月25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を目的として、国際投信投資顧問が作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。なお、以下の点にもご留意ください。

- 本資料中のグラフ・数値等はあくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。
- 本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。（作成基準日：2014年12月26日）
- 本資料は信頼できると判断した情報等をもとに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。
- 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国際投信投資顧問経済調査部の見解です。また、国際投信投資顧問が設定・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（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、機械的な一切の手段その他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について：情報は、信頼性があると信じられる情報源から取得したのですが、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 2014, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.。