

【フィリピン】加速する景気と弱気相場を脱したとみられるペソ相場 1ページ
 【エマージング・マーケット・ウォッチ】 6ページ

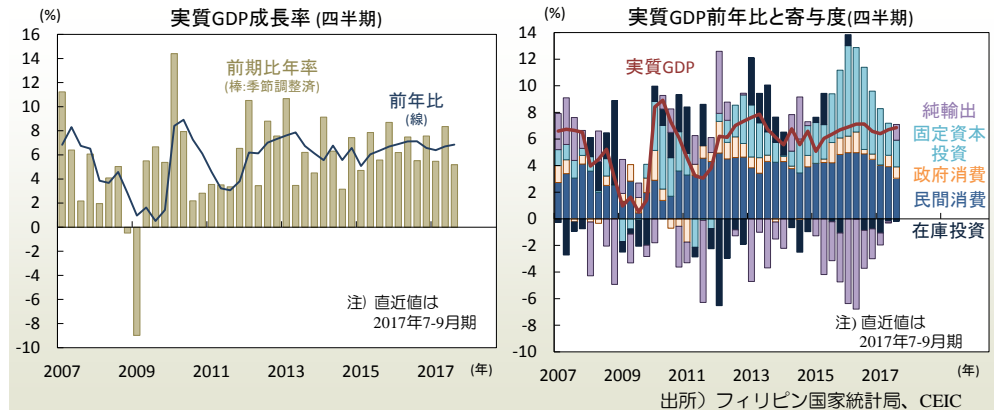
【フィリピン】加速する景気と弱気相場を脱したとみられるペソ相場*

● 低迷を続けたペソは遂に反転のきっかけをつかんだのか

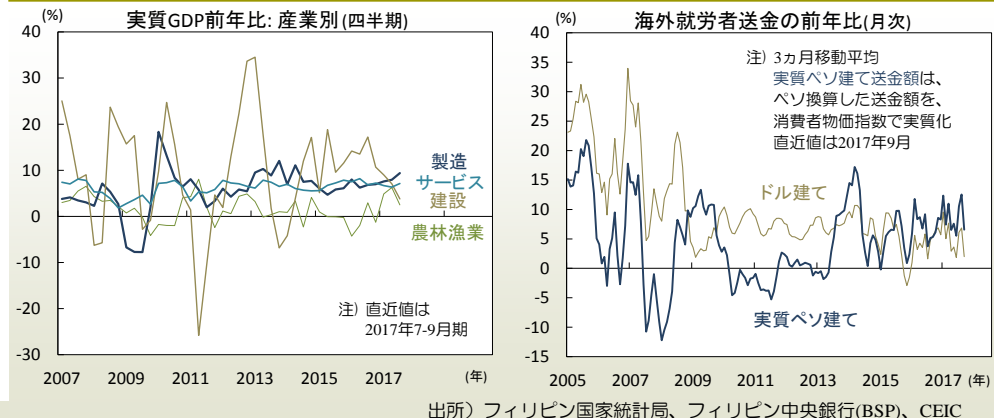
昨年半ばより軟調であったフィリピン・ペソ相場が、10月末以降堅調です。これまでの相場低迷に伴う割高感の解消や、経常収支悪化の一巡の兆し等が背景とみられます。しかし、弱気相場をひとまず脱したペソが今後も底堅く推移するためには、中央銀行がインフレ警戒度を高めペソ安抑制へと姿勢を転換することも必要でしょう。本稿ではペソ相場の安定化の背景と今後の相場の方向性について考察します。まず、足元で市場予想を上回る速度で拡大する景気(1-2頁)や緩やかな上昇を始めた消費者物価の動向を概観した上で(3頁)、政策金利の据置きを続ける中央銀行が今後利上げを開始する可能性について考察(3頁)。そして、今年10月までの相場低迷の背景である実質金利の低下や経常収支の悪化や自国通貨安を容認する中央銀行の姿勢等について分析した上で(3-5頁)、今後の相場安定化の要件について考察します(5頁)。

11月16日、フィリピン政府は7-9月期の実質GDPが前年比+6.9%と市場予想の+6.6%(Bloomberg集計の中央値)を上回ったことを公表。併せて、4-6月期の実績も同+6.5%から+6.7%に上方修正されました。季節調整済の前期比年率も+5.2%と堅調でした(図1左)。需要側では、民間消費や建設投資の鈍化に伴って内需(在庫投資を除く)の寄与度が+5.9ポイント(pt)と前期の+7.2ptより低下したものの、純輸出の寄与度が+1.2ptと前期の▲0.1ptより反発し、GDP成長率を押し上げました(図1右)。民間消費は前年比+4.5%と前期の+5.9%より鈍化しました。食品や運輸関連の支出が鈍化し、酒・タバコが反落。軟調な雇用市場(図3左)や海外就労者からの送金額の減速等に加え(図2右)、大統領令による7月以降の公共の場での禁煙の影響もあったとみられます。政府消費は同+8.3%と前期の+7.1%より加速。政府による歳出実行加速の努力に加え、前年同期に現大統領の就任に伴う主要閣僚の交代等によって政府歳出の伸びが一時的に減速したことからの反動(ベース効果)もあったと考えられます。

【図1】純輸出の寄与度がプラスに転じ、景気は予想以上に加速(右)



【図2】製造業とサービス部門が加速(左)、ドル建て送金額の伸びは軟調(右)



● 堅調なサービス輸出の伸びなどが景気を押し上げ

7-9月期の実質固定資本投資は前年比+7.1%と前期の+9.4%より鈍化しました。設備投資が同+8.3%と前期の+8.8%より小幅に鈍化し、建設投資も+2.8%と前期の+7.6%より減速。インフラ建設等にけん引されて公的建設が同+12.6%と前期の+12.1%より加速したものの、民間建設が同+0.6%と前期の+5.1%より減速しました。外需では、総輸出が同+17.2%と前期の+20.4%を下回りつつ堅調でした。財輸出が同+17.4%と前期の+23.5%より鈍化したものの、事業プロセス外部委託(BPO)等にけん引されてサービス輸出が+16.0%と前期の+11.0%より加速。BPO(「その他サービス」)は同+9.0%と前期の+7.3%を上回りサービス輸出を+6.9pt押し上げました。総輸入も同+13.9%と前期の+18.7%より鈍化。純輸出の寄与度は+1.2%ptと前期の▲0.1ptより反発しました。

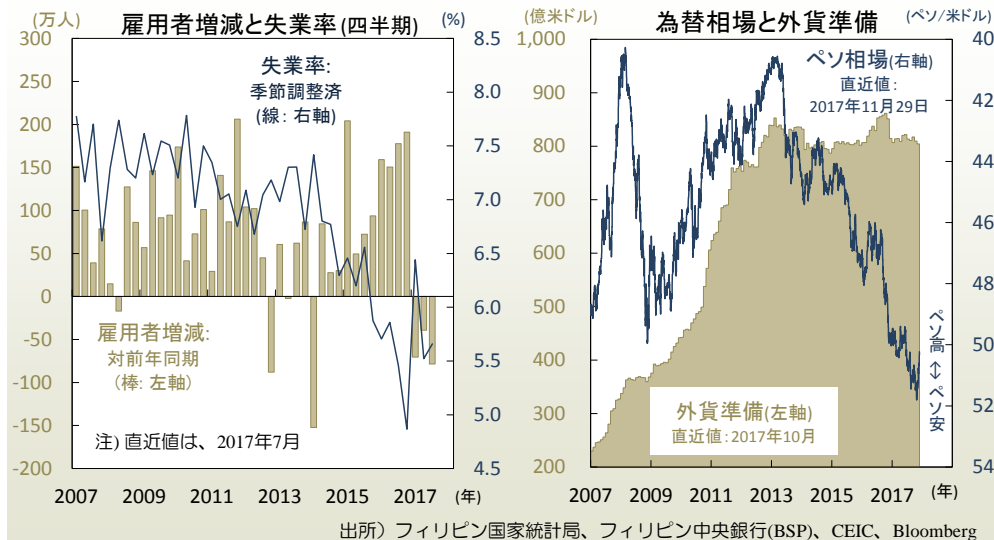
生産側では、製造業やサービス部門が加速し、農林漁業や建設業の減速の影響をカバーしました(図2左)。農林漁業は同+2.5%と前期の+6.3%より鈍化。コメが同+14.2%と前期の+11.7%より加速したものの、トウモロコシが同▲2.7%と反落し、サトウキビも鈍化しました。鉱業は同+4.6%と前期の+12.5%より鈍化。石油・天然ガスや金の伸びがプラスに転じたものの、ニッケルが鈍化しその他金属も落込みが続きました。

● 今後も堅調な内外需にけん引されて景気拡大が継続か

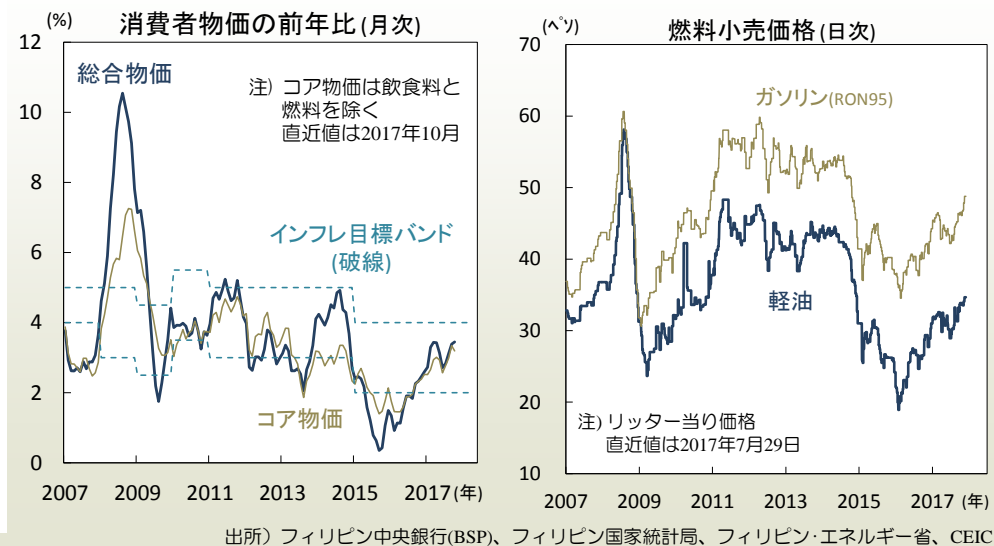
製造業の生産は前年比+9.4%と前期の+7.9%より加速。輸出の伸びを背景にオフィス機器が同+25.5%と急伸し、公的建設需要などを受けて卑金属も+19.3%と加速しました。建設業は同+3.8%と前期の+7.1%より減速。民間建設投資が鈍化しました。公益業は同+3.3%と前期の+2.9%より加速。電力生産が加速しました。サービス部門は同+7.1%と前期の+6.3%より加速。前期に加速した金融や不動産がやや鈍化したものの、政府の経常歳出の伸びとともに公共サービスが加速し、流通や通信の伸び率も上昇しました。

政府による投資支出は10月以降も加速しており、中国や日本からの政府開発援助(ODA)による鉄道網整備などの投資も今後進展する見通しです。今後は、公的インフラ投資が民間投資を誘発する効果も予想されます。5月下旬よりミンダナオのマラウィ市で発生したイスラム過激派との武力衝突は10月下旬に終息。今後は復旧・復興投資が進む見込みです。また、世界景気の拡大やペソ相場の下落(図3右)にも助けられ、今後も財輸出は電子部門を中心に堅調な伸びを続けるでしょう。10-12月期以降も堅調な景気拡大が続き、今年通年の成長率は+6.7%前後、来年も+6%台半ばと、総選挙等の影響から加速した2016年の+6.9%を下回りつつも好調な成長が続くと予想されます。

【図3】 低迷する雇用市場(左)、軟調だったペソ相場は10月末より反転(右)



【図4】 加速する消費者物価上昇率(左)、上昇する燃料小売価格(右)



● 上昇するインフレ率の下でも金利を据置く中央銀行

10月の総合消費者物価は前年比+3.5%と前月の+3.4%より上昇(図4左)。燃料、ガス、電力料金等の上昇や、ペソ安に伴う輸入物価の上昇が同物価を押し上げました。一方、コア物価は同+3.2%と前月の+3.3%よりやや低下しました。国際燃料価格の上昇とペソ安の進行によって、燃料小売価格は上昇(図4右)。乗合ジープ(ジブニー)運賃引上げ要求が強まり、承認済のタクシー料金引上げも相まって交通運賃を押し上げるでしょう。景気拡大やインフレ期待の高まりに伴い、コア物価は今後上昇に転じると考えられます。

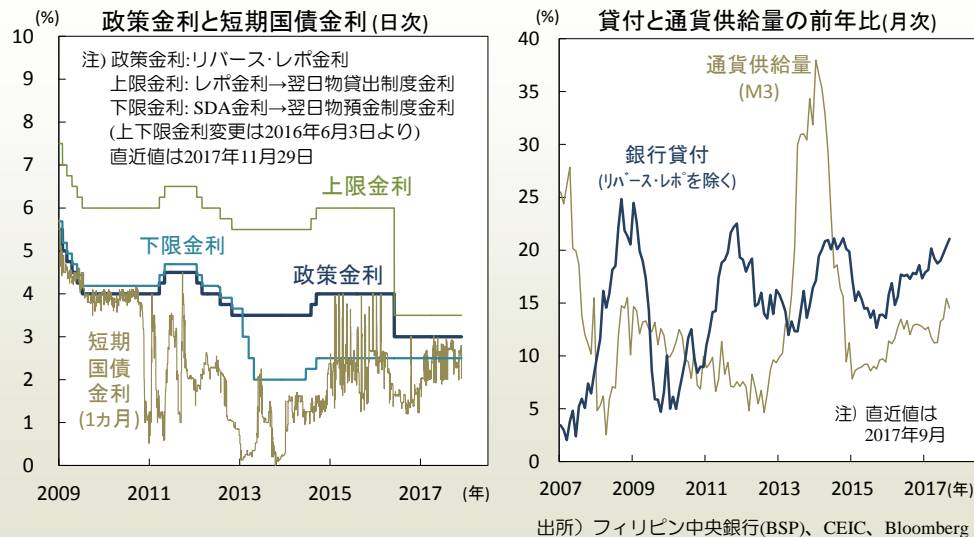
11月9日、フィリピン中央銀行(BSP)は、政策金利を3%で維持。金利の据置きは2014年10月以降25回連続です(図5左)。BSPの声明は、物価の見通しは管理可能であり、2018-19年の間は目標の+2-4%の範囲内で推移すると予想。原油価格の上昇や税制改革(自動車・燃料税引上げ等)に言及し、物価には上振れリスクがあるとしました。BSP総裁は、7-9月期のGDP公表直後に、景気は過熱しておらず現行の金融政策は適切と発言。しかし、景気拡大の継続に伴って産出ギャップは既に小幅なプラスに転じているとみられ、銀行貸付(図5右)や不動産投資の加速なども目立ちます。BSPは、来年初以降利上げ開始の時期を探り、来年中に累計0.5%pt程度の利上げを行うと予想されます。

● 11月の相場反転はペソ相場低迷の終わりなのか

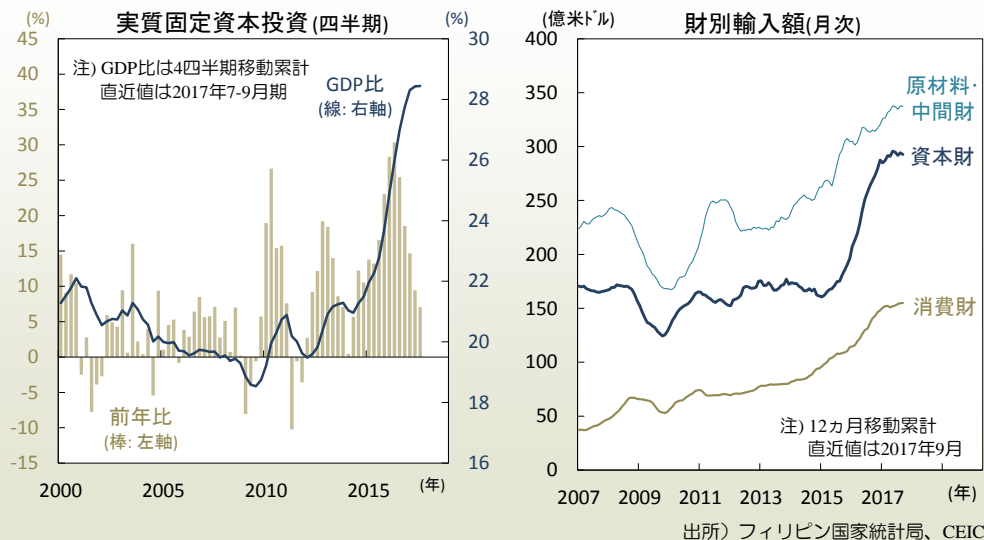
近年低迷を続けてきたペソ相場が足元で堅調です。10月末から11月29日にかけて同通貨は対米ドルで+2.7%上昇(図3右)。主要アジア通貨では、韓国(+4.0%)やマレーシア(+3.7%)に次ぐ上昇率です。同通貨は年初より10月末にかけて対米ドルで▲3.7%と主要アジア通貨最大の下落率であるなど、ドル安基調の元でも軟調さが目立っていました。低迷を続けてきたペソ相場が、今回ついに弱気相場を脱したのかに注目が集まります。

10月末までの相場の軟調さの背景にあったのは、(a)実質金利水準の低下、(b)悪化する経常収支と国際収支、(c)ペソ安の進行を容認するBSPの姿勢であったと考えられます(本レポート7月号 5頁参照)。(a)実質金利の低下は、景気の回復と物価の上昇が進む中でもBSPが政策金利を低位に据置いてきたことによります(図5左)。(b)経常収支の悪化は、近年総投資率が上昇し(図6左)経済成長率が加速する過程で資本財等の輸入が急増し(図6右)、貿易赤字が拡大したことが主因です(図7左)。同国の経常収支は、貿易収支の赤字をサービス収支や経常移転収支の黒字がカバーする構造です(図7右)。サービス黒字は主にコールセンター等事業プロセス外部委託(BPO)収入によるものであり(図8左)、経常移転黒字は主に海外就労者からの送金(郷里送金)によります。

【図5】政策金利を据置く中央銀行(左)、加速する銀行貸付の伸び(右)



【図6】近年、総投資率が上昇するとともに(左)、資本財の輸入が増加(右)



● 経常黒字を支えてきた送金の伸びは近年趨勢的に鈍化

総投資率の上昇は、2010年のアキノ政権誕生に伴う政治社会の安定化などを契機に始まりました。これに伴って資本財輸入が増え貿易赤字が拡大したものの、当時は海外就労者送金やBPO収入の増加がこれをカバーしていました(図7右)。同国は、投資率の上昇によって経済成長率を加速させつつも、多額の経常黒字を計上するという極めて恵まれた環境にありました。この時期には、看護師等の専門職が増えるなど海外就労者の高付加価値化が進み、就労先の地域的な分散も進行。2008年に国際金融危機が発生した直後の米国の景気後退にもかかわらず、ドル建て送金総額の前年比がプラスの伸びを続けるなど、同送金は安定的な外貨収入源として経常黒字を支えました。

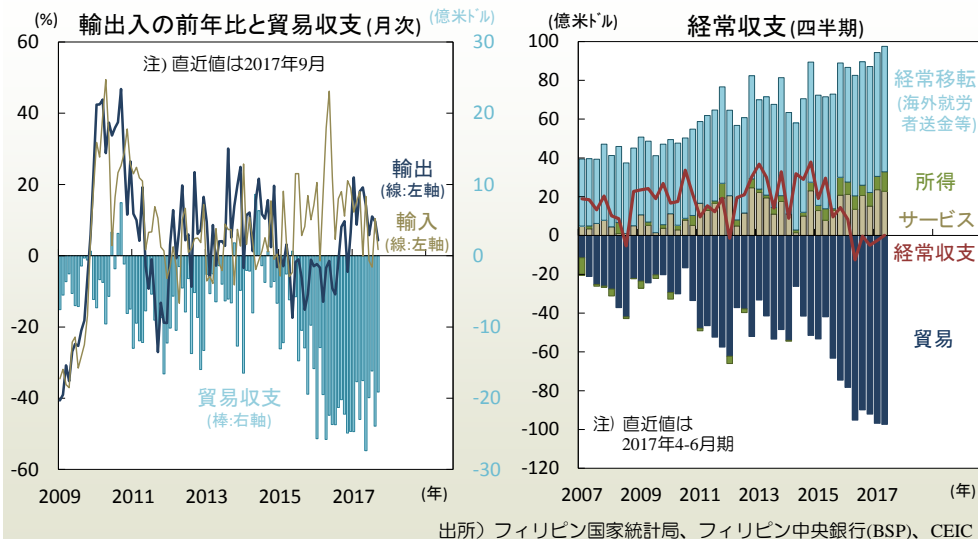
しかし、2010-14年に前年比+7%強で推移したドル建て送金額の伸びは2015年後半より鈍化し、2015-16年は同+4%台半ばに低下(図2右)。この時期には月次の送金額が大きく変動(図9左)。資金洗浄対策のために各国で小口の銀行送金への規制が強化されたことも一因とみられます。しかし、送金額の趨勢的な鈍化は疑いようがありません。就労者の高付加価値化の一巡や、BPO産業等国内雇用の伸びに伴う海外就労者数の伸びの鈍化など構造的な要因も足元の送金額の伸びを下押ししていると考えられます。

● インフラ投資の加速等が輸入を押し上げ貿易赤字が拡大

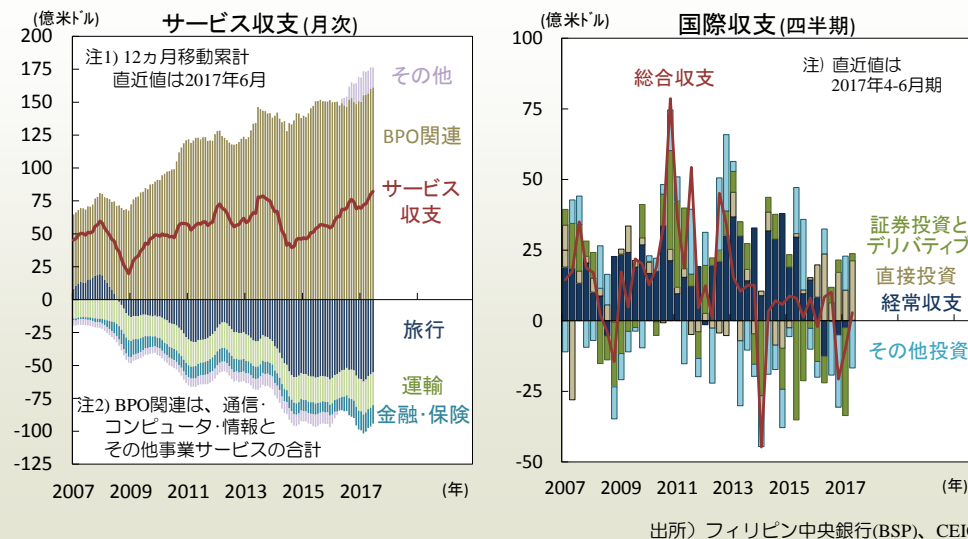
2016年に就任したドゥテルテ現大統領は、インフラ投資の拡充などに着手。政府の開発歳出の実行が加速するとともに資本財等の輸入も増加し、貿易赤字の拡大速度も加速しました。海外就労者送金やBPO収入は、拡大する貿易赤字をカバーしきれず、長年黒字を計上してきた経常収支が赤字に転じることになりました(図7右)。

経常収支が赤字に転じた一方で安定的な資本流入源に乏しいため、国際収支(総合収支)は赤字になりがちです(図8右)。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に海外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。ペソ・リンクのドル建て債(グローバル・ペソ債)のみ一部指標に採用されているものの残高は僅かです。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。また、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、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9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の出資に比べ、ペソ相場の押し上げ効果は限定的です。株式出資の相対的な少なさの背景には、近隣諸国に比べ厳しい出資上限規制などもあると考えられます。

【図7】 輸入が急伸し拡大した貿易赤字(左)と赤字に転じた経常収支(右)



【図8】 サービス黒字を支えるBPO収入(左)、国際収支は近年赤字基調に(右)



● 中央銀行は積極的な市場介入を行わずペソ安を容認

国際収支が赤字基調となりペソ相場に下押し圧力がかかる中でも、外貨準備(先物を含む)は大きく変動せず(図10左)。BSPは積極的かつ継続的なドル売り市場介入などによって相場下落を抑えることはせず、ペソ安を容認してきた模様です。ペソ安容認の背景には、(1)近年伸び率の鈍化する海外就労者送金の購買力の維持や、(2)BPO産業等の輸出競争力の維持の必要性があったとみられます。また、ペソ安に伴う輸入インフレが波及するリスクの低さもこうした相場運営を行いやすくと考えられます。

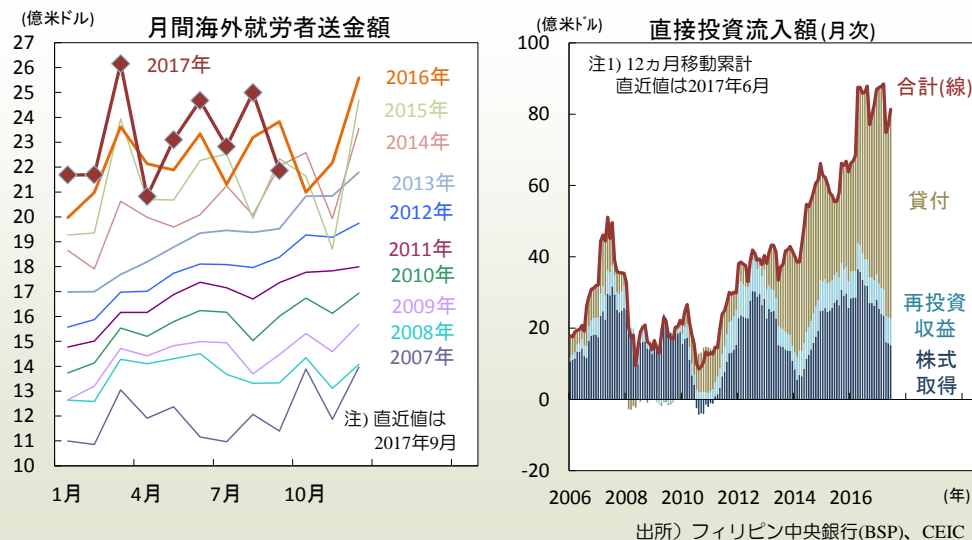
米ドル高が進み近隣諸国通貨が下落した2014-15年にもペソは安定的に推移。2016年初当時、同通貨には割高感がありました(図10右)。もっとも、2016年半ばよりペソが軟調に推移したため割高感はひとまず解消。2014年初から2015年末にかけて+7.8%上昇したペソの実質実効相場はその後今年11月27日にかけて▲8.2%下落しました。ペソ安の進展は、輸出の促進と輸入の抑制につながりつつある模様です。前述の通り、7-9月期には実質純輸出のGDP成長率への寄与度が約3年ぶりにプラスに反転。また、今年1-9月の資本財の輸入額は215億ドルで前年比は+2.5%と、昨年同年の+46.6%より急速に鈍化。利用可能な国内生産財の使用(輸入代替)も一部で進んでいるとみられます。

● 今後、中央銀行がタカ派に転じた時が相場の転換点か

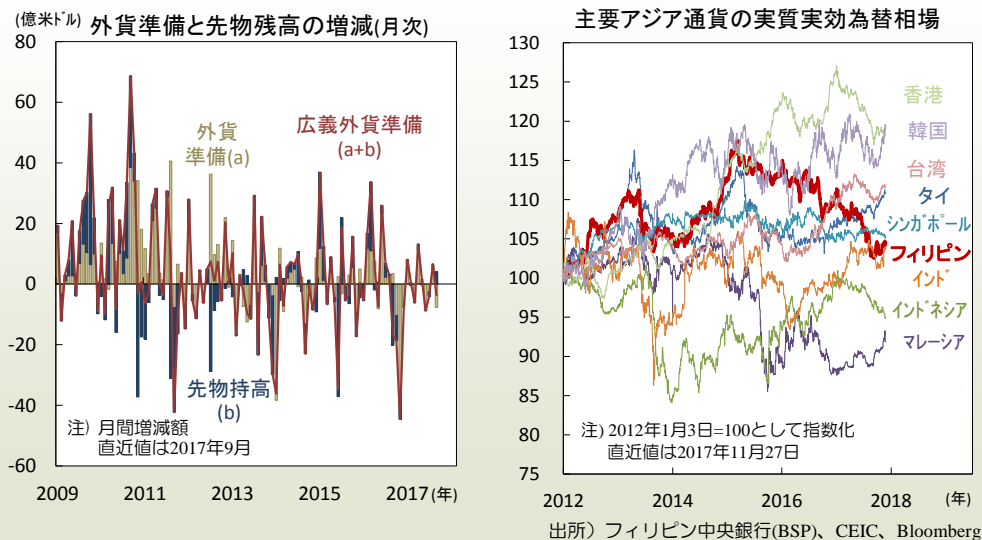
今後、ペソ相場が弱気相場を完全に脱し底堅く推移するかは、BSPの姿勢や経済改革の進展による資本流入が実現するかにかかっていると考えられます。前述の通り、直接投資の出資上限は厳しいものの、政府は同規制の見直しに着手しており、自由化の進展があれば同投資資本の流入を加速させるでしょう。また、現在進行中の税制改革の動きも、経済構造改善の期待を高め株式投資資本の流入を促すと予想されます。

BSP総裁は、繰り返しペソ安は「過去のペソ高の修正に過ぎず」、「物価の押し上げ効果は限定的」と発言。しかし、ペソ相場の低迷とともに割高感はほぼ解消されています。また、景気拡大の継続に伴って今後はコア物価の上昇も予想され、ペソ安に伴う輸入物価上昇の波及は無視できなくなるでしょう。前述の通り、BSPは今後これまでの姿勢を改め、来年初以降利上げ開始の機会を探ると予想されます。同時に、これまでのペソ安許容の方針も改め、市場介入等による積極的なペソ安抑制を行う可能性が高いでしょう。近年の相場低迷もあり、多くの海外投資家が相対的に金利の低いペソを売持ちにしており、こうした持高が解消される局面ではペソ相場が押し上げられる可能性が高いとみられます。ペソ相場の反転の時期は遠くはないと考えられます。(入村)

【図9】変動する海外就労者送金(左)、直接投資の太宗は親子間貸付(右)

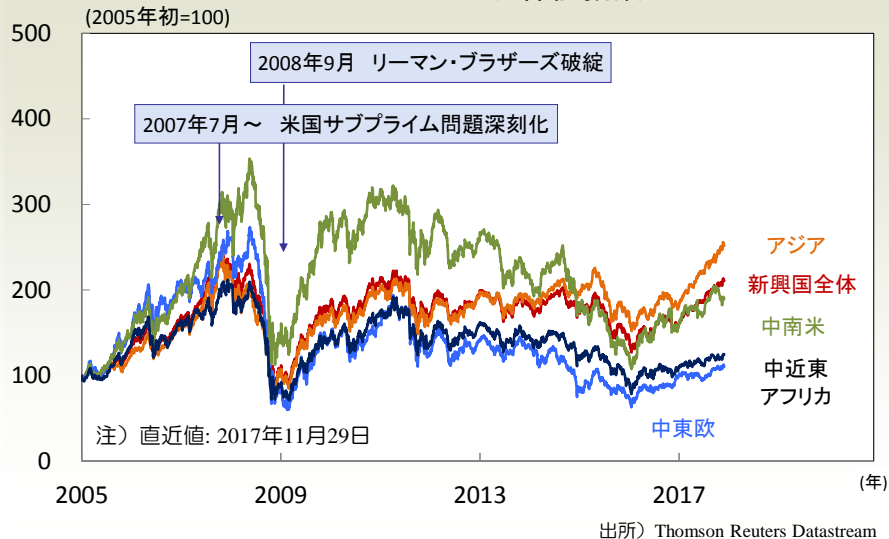


【図10】継続的ドル売り介入はみられず(左)、ペソの割高感ほぼ解消(右)

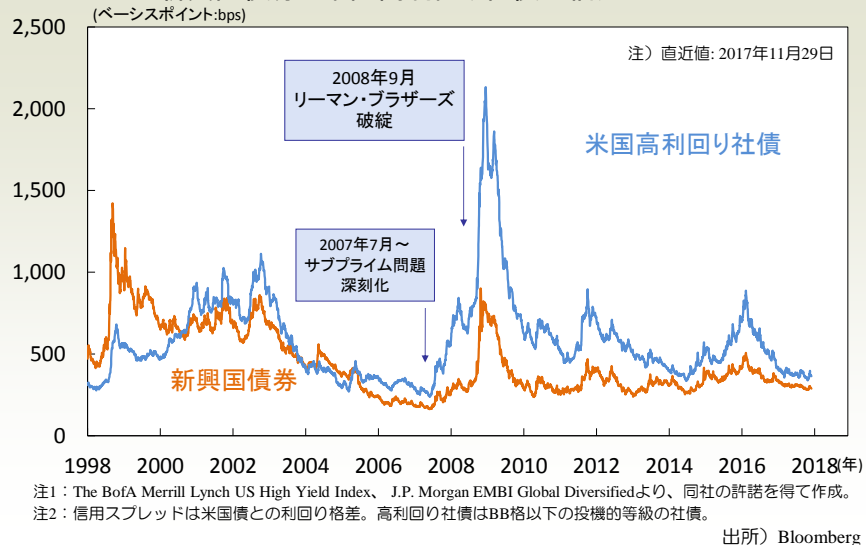


【エマージング・マーケット・ウォッチ】①新興国の債券・株・金利スプレッド

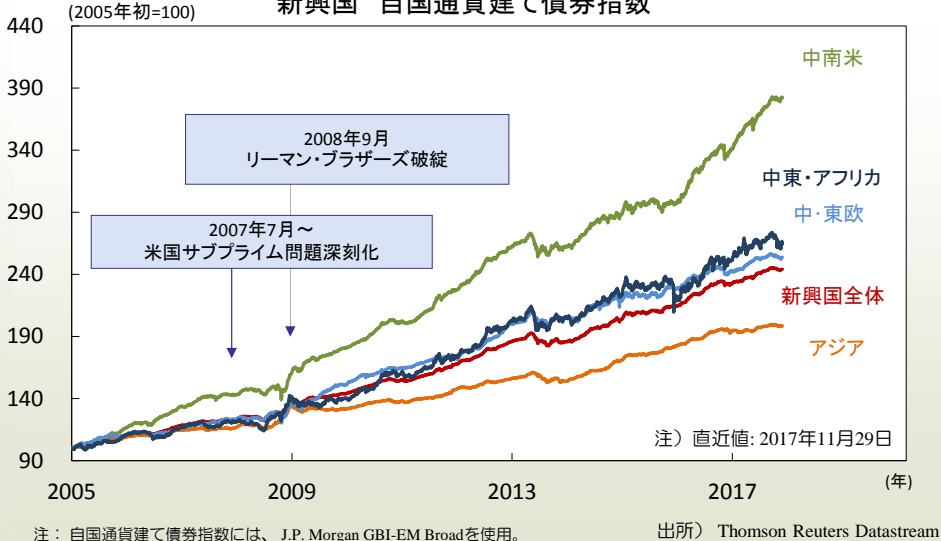
MSCIエマージング株価指数



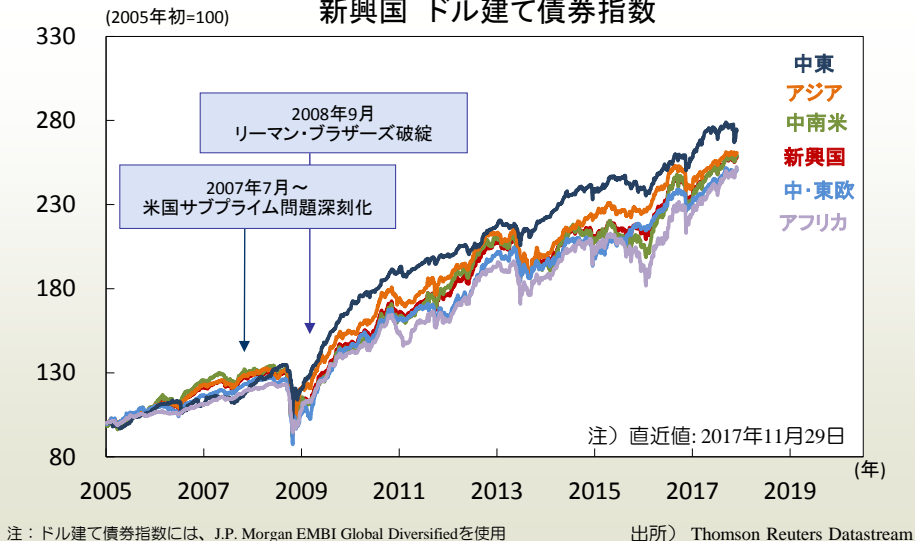
新興国債券と米国高利回り社債の信用スプレッド



新興国 自国通貨建て債券指数

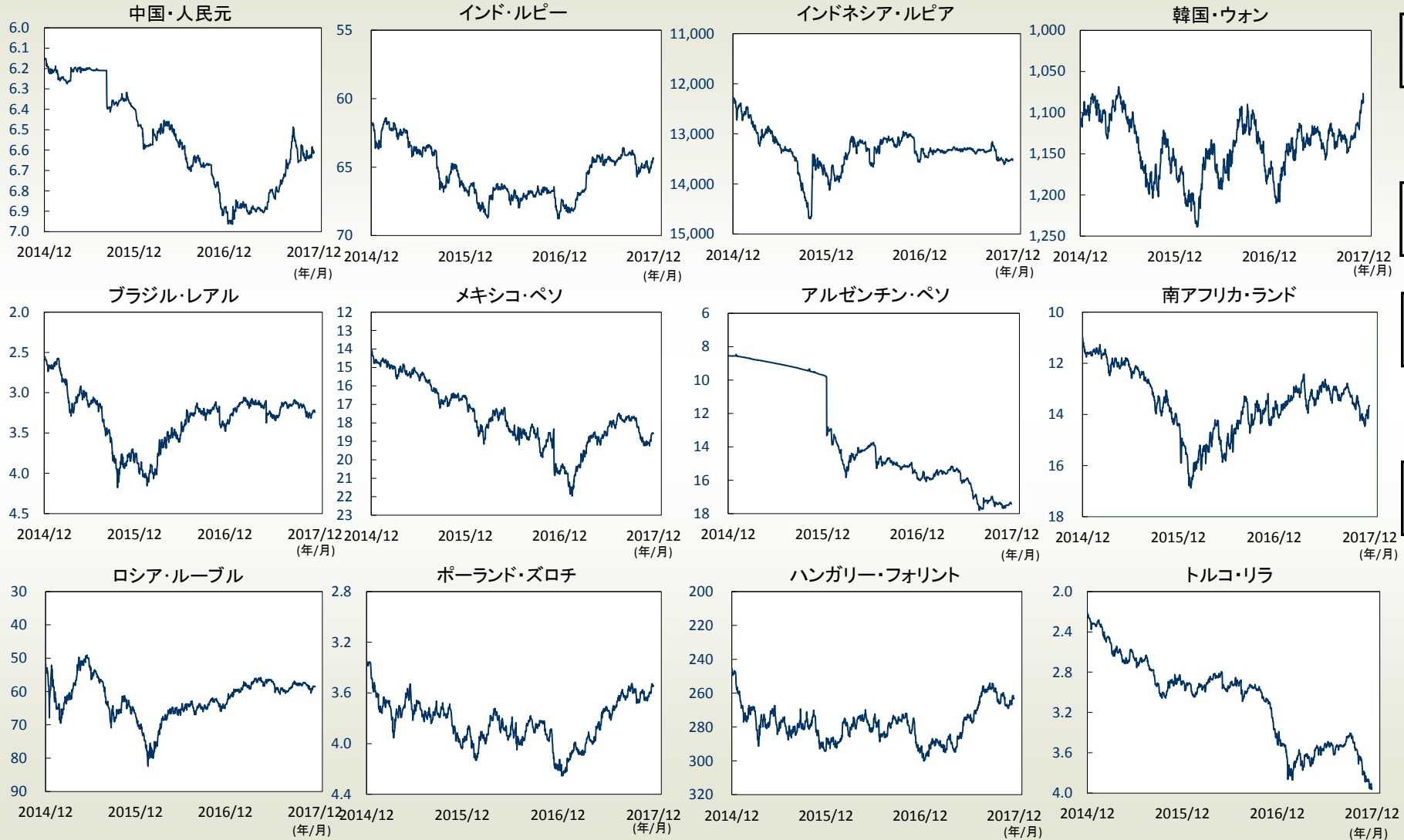


新興国 ドル建て債券指数



【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



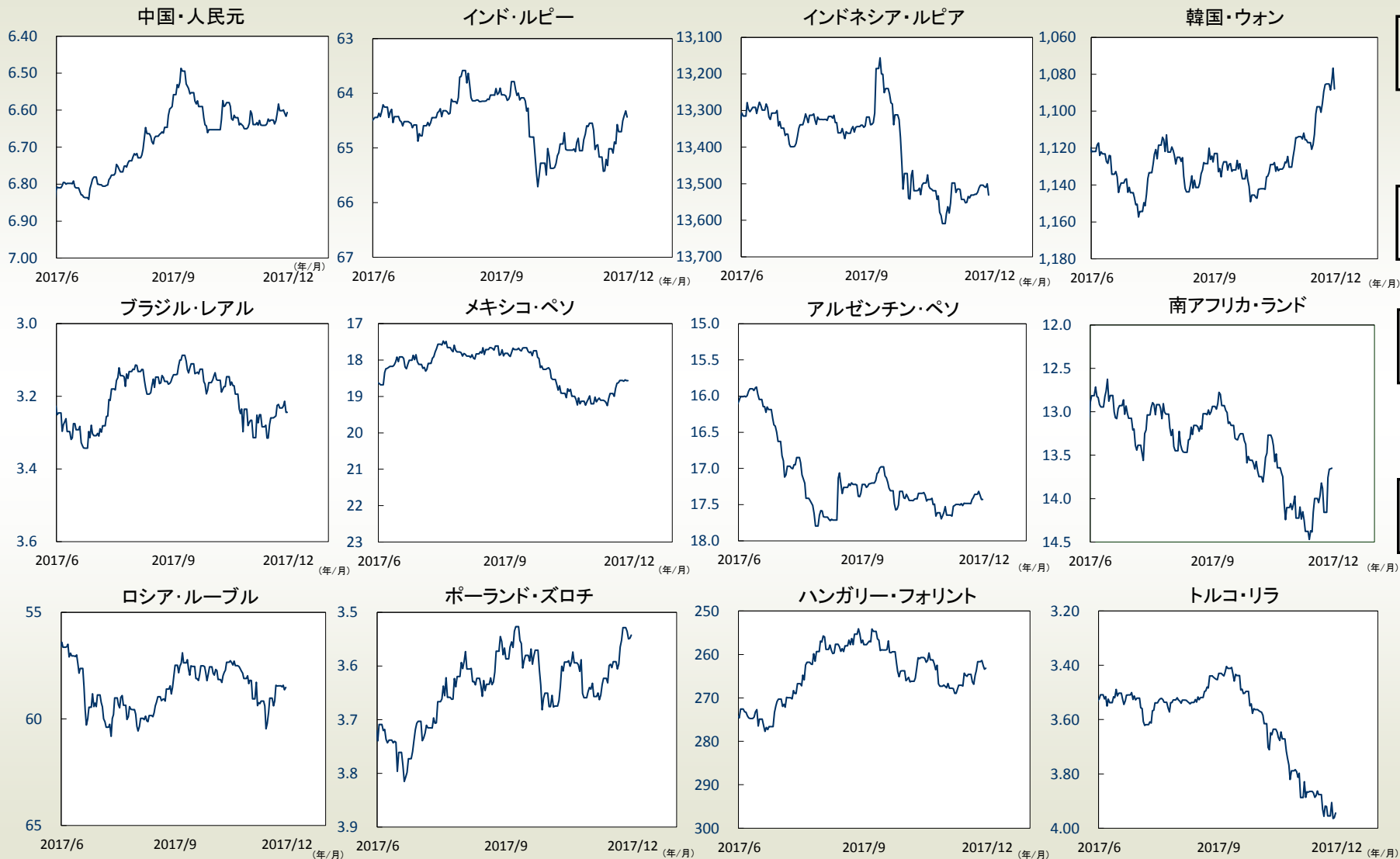
自国通貨安
米ドル高

注) 直近値は2017年11月29日

出所) Bloomberg

【エマーシング・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

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: 2017年11月29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。

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