Contents

【フィリピン】回復を始めた景気は、今年初より堅調であった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】回復を始めた景気は、今年初より堅調であったペソ相場の上値を抑えるのか*

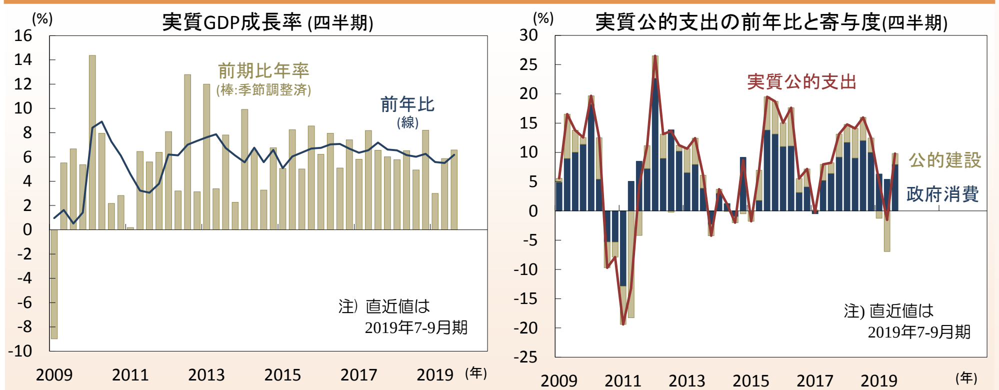
● 近隣諸国の景気が低迷する中で回復を始めた経済

輸出の低迷からアジア諸国の多くで景気が鈍化する中、フィリピン経済の堅調さが目立ちます。同国の7-9月期の実質GDPは前年比と前期比ともに前期より上昇。今年初より低迷していた政府歳出の執行が加速を始め、景気を押上げました。一方、物価が沈静化するとともに中央銀行は断続利下げを行い、景気を支えています。恵まれた環境の同国ですが、今後のペソ相場の動向は不透明です。同通貨は今年初より堅調に上昇。景気と輸入の鈍化に伴う経常赤字の縮小や、物価の沈静化による実質金利の上昇が相場を支えました。今後、景気の回復と物価の底打ちとともにペソ相場の上値は重くなるのか。本稿では、景気と物価の動向や(1-3頁)、金融政策の方向性(3頁)について分析した上で、今後のペソ相場の方向性について考察します(5頁)。

11月7日、フィリピン政府は、7-9月期の実質GDPが前年比+6.2%と前期の+5.5%より加速し、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+6.0%を上回ったことを公表。季節調整済みの前期比年率も+6.6%と前期の+5.9%から加速しました(図1左)。

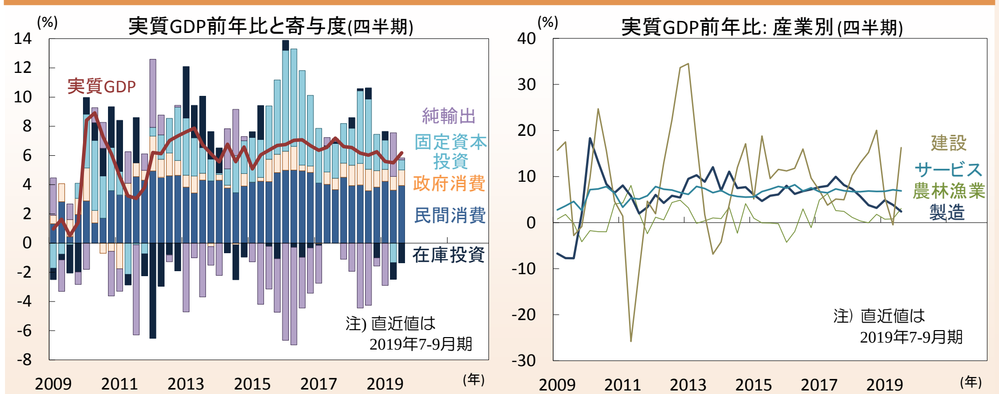
需要側では、予算成立の遅れ等から年前半に急減速していた政府歳出が予算成立や中間選挙の終了に伴って回復し、政府消費や公的投資の伸びを加速させました(図1右)。民間消費の伸びも加わり、内需(在庫投資を除く)の寄与度は+5.7%ポイント(pt)と前期の+3.2%ptより大きく拡大。在庫投資の下げ幅拡大(▲1.1%pt→▲1.4%pt)や純輸出の縮小(+3.0%pt→+0.1%pt)の影響を吸収し、成長率を押上げました(図2左)。民間消費は前年比+5.9%と前期の+5.5%より加速しました。食品や衣服･履物など非耐久財の伸びが鈍化したものの、運輸機器が同+5.5%と前期の+3.1%より加速するなど耐久財消費が堅調で、通信や飲食･宿泊などサービスの伸びも加速。中間選挙が終わり政党による選挙関連支出などが落込んだものの、物価の低下に伴う購買力の改善や、堅調な雇用状況や(図3左)、消費者信頼感の改善などが消費を押上げました(図3右)。

【図1】成長率は前年比･前期比とも加速（左）、公的支出の回復がけん引（右）



出所）フィリピン国家統計局、CEIC

【図2】輸出の低迷から製造業が減速し、公的建設回復で建設業が急伸（右）



出所）フィリピン国家統計局、CEIC

● 低迷していた政府の経常歳出や公的建設投資が加速

7-9月期の実質政府消費は前年比+9.6%と前期の+7.3%より加速。新年度予算成立の遅れに伴って低迷していた経常歳出の実行が、4月の予算成立を経て加速しました(図4左)。固定資本投資は同+2.1%と前期の▲4.6%より反発。建設投資が同+17.3%と前期の+2.8%より急伸し、総投資を押上げました。民間建設が同+19.1%と前期の+23.4%を下回りつつ堅調に伸び、公的建設も同+11.0%と前期の▲27.2%より急反発。今年度予算が4月に成立し、5月の中間選挙前の新規投資凍結期間が終わったことに伴って、これまで滞っていた公的建設投資が加速しました。一方、設備投資は▲9.1%と前期の▲12.8%より下げ幅を縮めつつ2期連続のマイナスに。通信設備や一般設備が反発したものの、鉱業･建機等の下げ幅が拡大しました。運輸機器購入は同▲18.1%と前期の▲24.3%に次ぐマイナス。前年同期の空運と水運関連機器購入の伸びからの反動です。

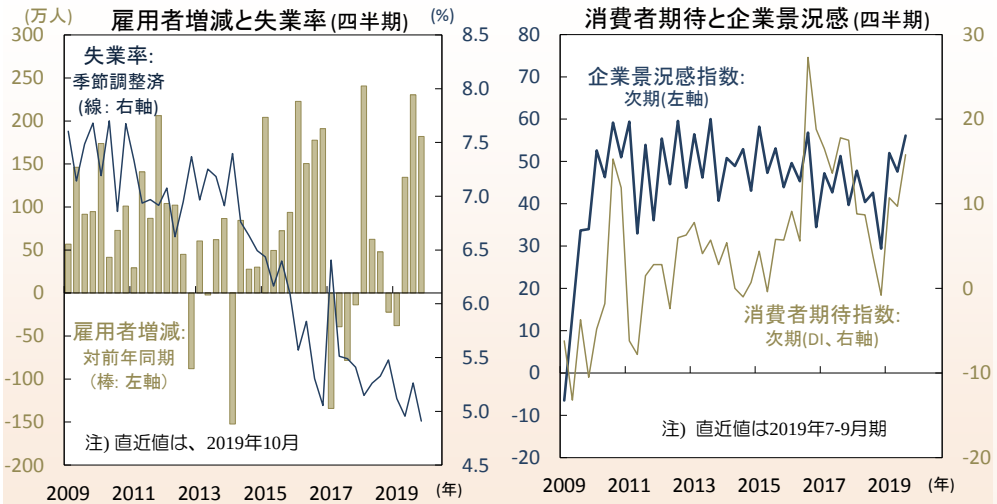
外需では、総輸出が同+0.2%と前期の+4.8%より鈍化しました。世界景気の鈍化等をを背景に、財輸出は同▲1.3%と前期の+4.9%より反落。同輸出の約6割を占める電子部品が同▲3.3%と前期の+4.6%より反落し、自動車部品(点火用配線)や金属製品等も反落しました。一方で、サービス輸出は同+8.1%と前期の+4.3%より上昇しました。

● 生産側では、製造業が低迷する一方で建設業は急回復

コールセンターなど事業プロセス外部委託(BPO)を含む「その他サービス」が同+0.9%と前期の+1.1%よりやや鈍化したものの、旅行が同+34.9%と前期の+20.5%より急伸。海外からの来訪者数の急増によります(図4右)。環境汚染によって閉鎖されていた観光地ボラカイ島が昨年末に再開されたこと、複数の新国際空港が稼動しアクセスが改善したこと等が背景とみられます。総輸入も同+0.0%と前期の▲0.1より小幅に反発。サービス輸入の伸びが鈍化したものの、財輸入の下げ幅が縮小しました。この結果、純輸出の寄与度は+0.1%ptと前期の+3.0%ptより上げ幅が縮小しました(図2左)。

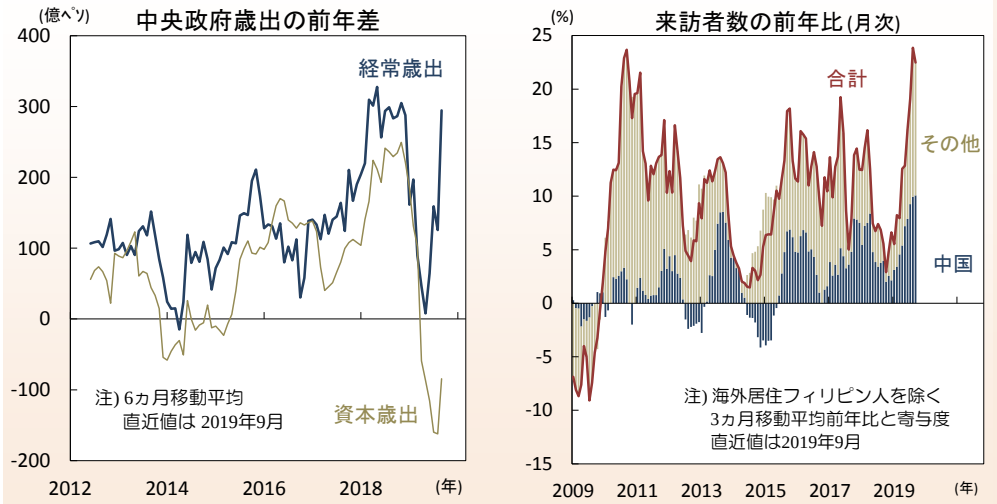
生産側では、輸出の鈍化に伴って製造業が減速し鉱業も落込んだものの、公的建設投資の回復に伴って建設業が急伸し、天候改善とともに農林漁業も加速、家計消費や海外からの来訪者数の伸びにけん引されサービス部門も堅調に伸びました(図2右)。農林漁業は同+3.1%と前期の+0.8%より加速。雨不足の緩和とともに、コメやサトウキビの下げ幅が縮小し、トウモロコシの伸びも反発しました。鉱業は同▲4.9%と前期の+14.6%より反落。建設投資の伸びを受けて非金属鉱物が高い伸びを維持し岩石･砂利採取の下げ幅も縮小したものの、ニッケルや金や銅や原油･ガスの生産が落込みました。

【図3】良好な雇用環境（左）と改善する消費者信頼感（右）



出所）フィリピン国家統計局、フィリピン中央銀行(BSP)、CEIC

【図4】予算成立に伴って経常歳出が回復（左）、急伸する来訪者数（右）



● 今年前半の低迷を経て、景気は来年にかけて加速か

製造業は前年比+2.4%と前期の+3.9%より鈍化しました。建設投資の回復に伴って卑金属が伸び家具類や機械設備も加速した一方、輸出の低迷に伴って電子機器が同▲4.3%と前期の▲2.0%より下げ幅を拡大。また、加工食品が鈍化し精製燃料も下げ幅も広げました。建設業は同+16.3%と前期の▲0.5%より急回復。公的建設投資の伸びによります。サービス部門は同+6.9%と前期の+7.1%を下回りつつ底堅く拡大しました。通信が同+10.8%と前期の+5.6%より加速し、飲食･宿泊も同+9.4%と前期の+4.9%より上昇。家計消費や来訪者数の伸びによります。不動産や金融の伸びも加速しました。

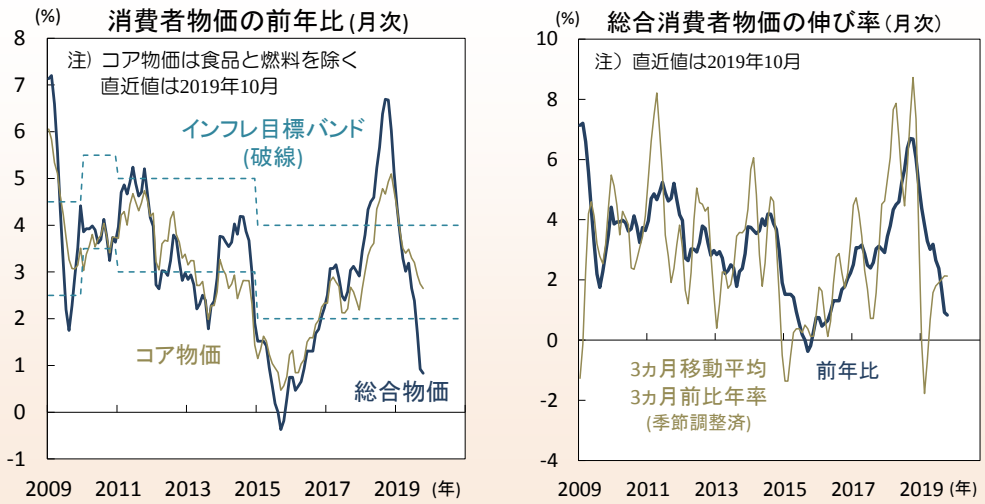
今後も、底堅い内需が軟調な外需の影響をカバーし景気を支えるでしょう。7-9月期に回復した政府歳出は、年度末の12月に向けて加速する見込みです。11月27日には上院が最終読会で新年度予算案を可決。来年初より通常通り予算執行が始まり、今年前半の落込みからの反動(ベース効果)が来年前半の成長率を押上げるでしょう。また、家計消費も雇用と可処分所得の改善に伴って堅調に伸びる見込みです。民間投資も、今年の利下げの効果の浸透とともに勢いを増すでしょう。今年通年の経済成長率は+5.9%と昨年の+6.2%を下回った後、来年は+6.2%前後へと加速すると予想されます。

● 昨年の急騰を経て、消費者物価上昇率は足元で急低下

消費者物価は、昨年の急伸を経て足元では落着いています。10月の総合消費者物価は前年比+0.8%と前月の+0.9%より鈍化し、3年半ぶりの水準に低下(図5左)。運輸燃料が同▲9.7%と前月の▲8.0%より下げ幅を広げ、総合物価を押下げました。国際燃料価格の安定を背景に国内の小売価格は落着いており、前年同月の同価格の上昇からの反動(ベース効果)が前年比を押下げました。また、食品も同▲0.9%と前月と同率のマイナスの伸び。野菜が▲0.8%と前月の▲4.7%から下げ幅を縮め、果物も同+9.6%と前月の+7.9%から加速したものの、コメが▲9.7%と前月の▲8.9%より下げ幅を広げました。食品と燃料を除くコア物価は同+2.6%と、前月の+2.7%より鈍化しました。

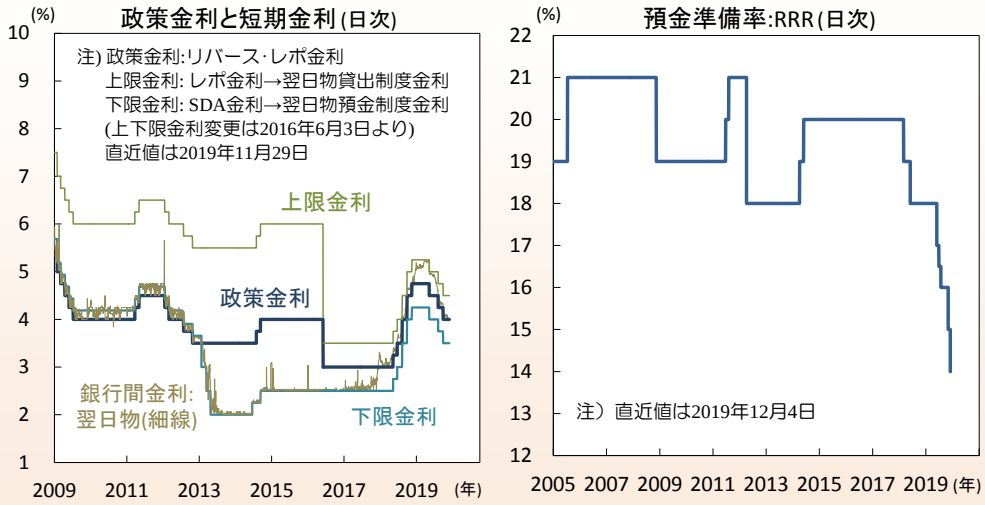
なお、季節調整済の総合物価の3ヵ月前比年率(3ヵ月移動平均)は今年2月に底打ちするなど(図5右)、物価の基調は既に反発。足元の前年比の低下は前年の物価高騰からの反動(ベース効果)によるものです。同効果のはく落に伴って、今後は前年比の緩やかな上昇が見込まれます。同物価は今年末にかけて+2%台前半へ、来年半ばにかけては+3%台前半へと上昇するでしょう。この結果、今年通年の物価上昇率は+2.5%前後と昨年の+5.2%より鈍化した後、来年は+3%前後へと緩やかに上昇すると予想されます。

【図5】消費者物価の前年比は低下するも(左)、3ヵ月前比は既に底打ち(右)



出所) フィリピン国家統計局、CEIC

【図6】今年3回の利下げ後金利を据置き(左)、引下げられる預金準備率(右)



出所) フィリピン中央銀行(BSP)、CEIC、Bloomberg

● 9月までの累計0.75%ptの利下げを経て金利を据置き

フィリピン中央銀行(BSP)は、昨年、物価が急伸する中で政策金利を累計1.75%pt引上げ、その後物価の沈静化を見届けた上で今年5月より利下げを開始。今年9月にかけて同金利を0.75%pt引下げた後、11月14日の政策会合では政策金利を4%で据置きました(図6左)。同決定はBloomberg集計で19社全てが予想した通りのものでした。ディオクノBSP総裁は、10月の利下げから間もない11月初に「今年は十分な以上に緩和を行った」と発言。異例なほど率直な発言を受けて、市場は年内の金利据置きを確信しました。

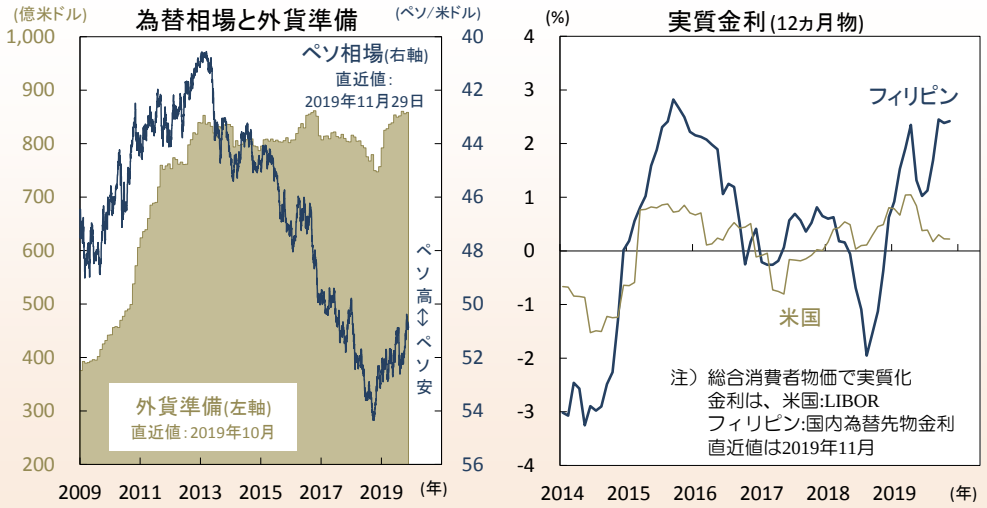
今回のBSPの声明は、落着いた物価と底堅い景気の下では現在の政策が適切としました。物価は、今後2021年までの間、目標レンジ(+2～4%)の中央値以下で推移すると予測。2020年は上振れ、2021年は下振れのリスクがあるとし、アフリカ豚コレラによる食品物価の上昇と中東情勢の緊迫化による原油価格の上昇や、世界景気の弱さや主要国の貿易政策を巡る不透明感等が物価見通しを下押しする可能性等に言及しました。声明は、今回「慎重な(利下げの)休止」をすることで、今年行った累計0.75%ptの利下げや預金準備率の引下げの効果が経済に浸透することが促されるであろうとも記述。当面は金利を据置きつつ、実施済の緩和の効果を見届けたいという考えを示唆しました。

● 景気物価を注視しつつ、来春にかけて追加利下げを実施か

「慎重な休止」という表現は、今年6月会合の声明にも登場しました。BSPは5月に利下げを始めたものの次の6月会合では金利を据置き、これに続く8月と9月の会合で連続利下げを実施。当時の「慎重な休止」は中期的な金利の据置きではなく一時的な利下げ休止を意味しており、今回も同様の意味を持つと考えられます。5月の利下げ開始直後に、BSPは銀行の預金準備率(RRR)を3回に分けて累計2%pt引下げることを決定。BSPは段階的なRRRの引下げの最中に利下げを行うことを避けた模様です。BSPは銀行の預金準備率(RRR)を今年5月から12月にかけて累計4%pt引下げ(図6右、18%→14%)。2016年6月に金利コリドー(IRC)制を導入して以降、市場の需給を反映した短期金利の形成を促しており、当時20%と高率であったRRRの引下げに取組んできました。ディオクノBSP総裁は、2023年半ばまでにRRRを1桁台に引下げたいとも発言。今後もRRRの引下げが行われ、流動性の供給を通じて利下げ効果の浸透が促されるとみられます。

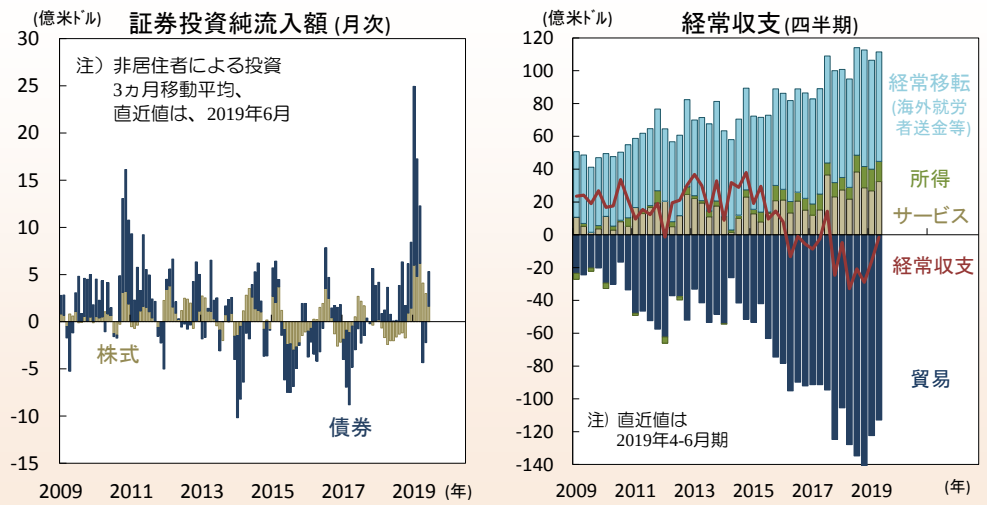
12月3日、ディオクノBSP総裁は物価動向を見極め今後の追加利下げ要否を判断すると、追加利下げの可能性を示唆。BSPは、景気物価動向を注視しつつ、来年春にかけてあと1-2回の追加利下げの機会を慎重に探る可能性が高いと考えられます。

【図7】年初より堅調に上昇するペソ相場(左)、上昇する実質金利(右)



出所）フィリピン中央銀行(BSP)、Bloomberg

【図8】今年初にかけ債券市場に資本が流入(左)、縮小する経常赤字(右)



出所）フィリピン中央銀行(BSP)、CEIC

● 高水準の実質金利と経常収支の改善がペソ相場を押上げ

通貨ペソは今年初より11月末にかけて対米ドルで+3.5%上昇と(図7左)、主要アジア通貨ではタイ(+7.7%)に次ぐ上昇率。高水準の実質金利や経常収支の改善等が相場を支えました。昨年急騰した物価は今年初より沈静化し(図5左)、昨年5月から11月までマイナスであった実質金利はその後プラスに転換(図7右)。債券市場への資本流入を促しました(図8左)。今年5月以降は断続的な利下げに伴って長短金利が低下したものの、この間に消費者物価の上昇率も低下したため実質金利は高水準で推移しました(図7右)。また、今年1-6月期の経常赤字は17.4億ドルと前年同期の37.6億ドルより急減(図8右)。近年のインフラ投資の加速(図9左)とともに急伸した資本財の輸入は、今年前半の政府歳出の急減速に伴って低迷し(図9右)、貿易赤字と経常赤字を抑えました(図8右)。

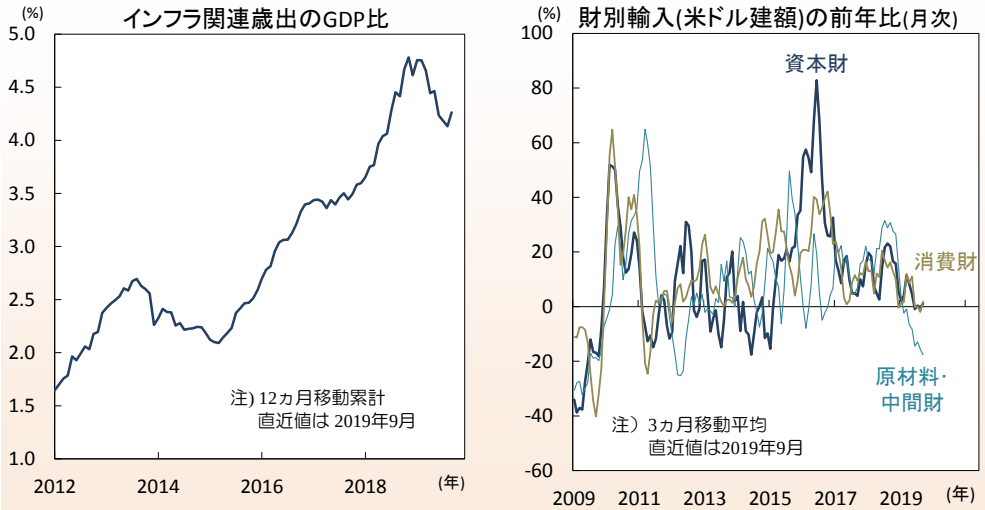
しかし、これまでペソを支えてきた上記の支援材料は、今後徐々にその力を失ってゆくとみられます。前述の通り、BSPは今後も追加利下げの機会を探る見込みです(4頁)。一方、前年の急伸からの反動もあり、これまで低下を続けてきた消費者物価の前年比は今後緩やかに上昇し(3頁)、高水準であった実質金利を押下げると予想されます。加えて、BSPは預金準備率(RRR)の更なる追加引下げにも意欲的です(4頁)。

● 今後は金利の低下と経常収支悪化がペソの上値を抑制か

BSPによれば、断続的なRRRの引下げに伴って市中に放出された流動性は、定期預金制度(TDF)などBSPが資金吸収のために設けた制度に滞留中。BSPはこうした資金が最終的に貸付に用いられ景気の回復を促すことを期待しているものの、短期的な流動性の増加は為替市場参加者が重視する短期金利を押下げるとみられます(図10左)。

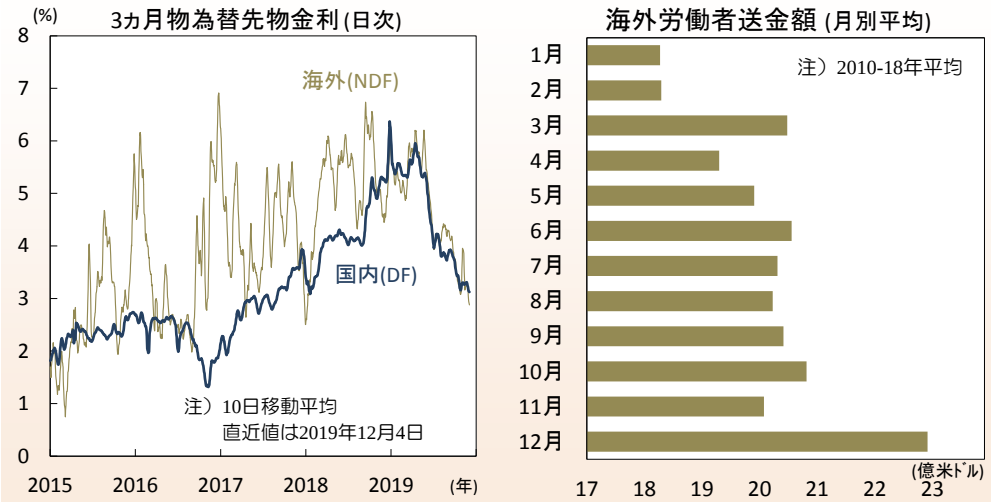
加えて、ペソを支えてきた経常収支の改善も一巡し、今後は赤字幅の拡大が見込まれます。前述の通り、遅れていた予算が成立し、中間選挙の終了とともに新規公共投資の凍結措置が解除されたため、7-9月期には政府の経常歳出が伸び公的建設投資も加速(1-2頁)。公共投資など資本歳出の回復は経常歳出に比べて遅れており(図4左)、今後は後者の加速が資本財の輸入を押上げ経常赤字を拡大させるでしょう。なお、政府公表の主要インフラ投資42.7億ペソの内、23.2億ドルは公的開発援助(ODA)によるもの。資本財輸入の拡大が経常赤字を押上げる一方、その殆どは海外からの貸付(その他投資勘定に計上)でカバーされるため、相場の押下げ圧力はある程度和らげられる見込みです。今後、年末にかけては海外就労者送金の季節的な増加が経常収支を改善させるものの(図10右)、来年初以降、ペソの上値は徐々に重くなると予想されます。（入村）

【図9】近年はインフラ投資の加速とともに（右）、資本財の輸入が急増（右）



出所）フィリピン財務省、フィリピン国家統計局、CEIC

【図10】低下する短期金利（左）、海外就労者送金は年末にかけて増加（右）



出所）フィリピン中央銀行(BSP)、CEIC、Bloomberg

【アジア・マーケット・ウォッチ】（1）株価

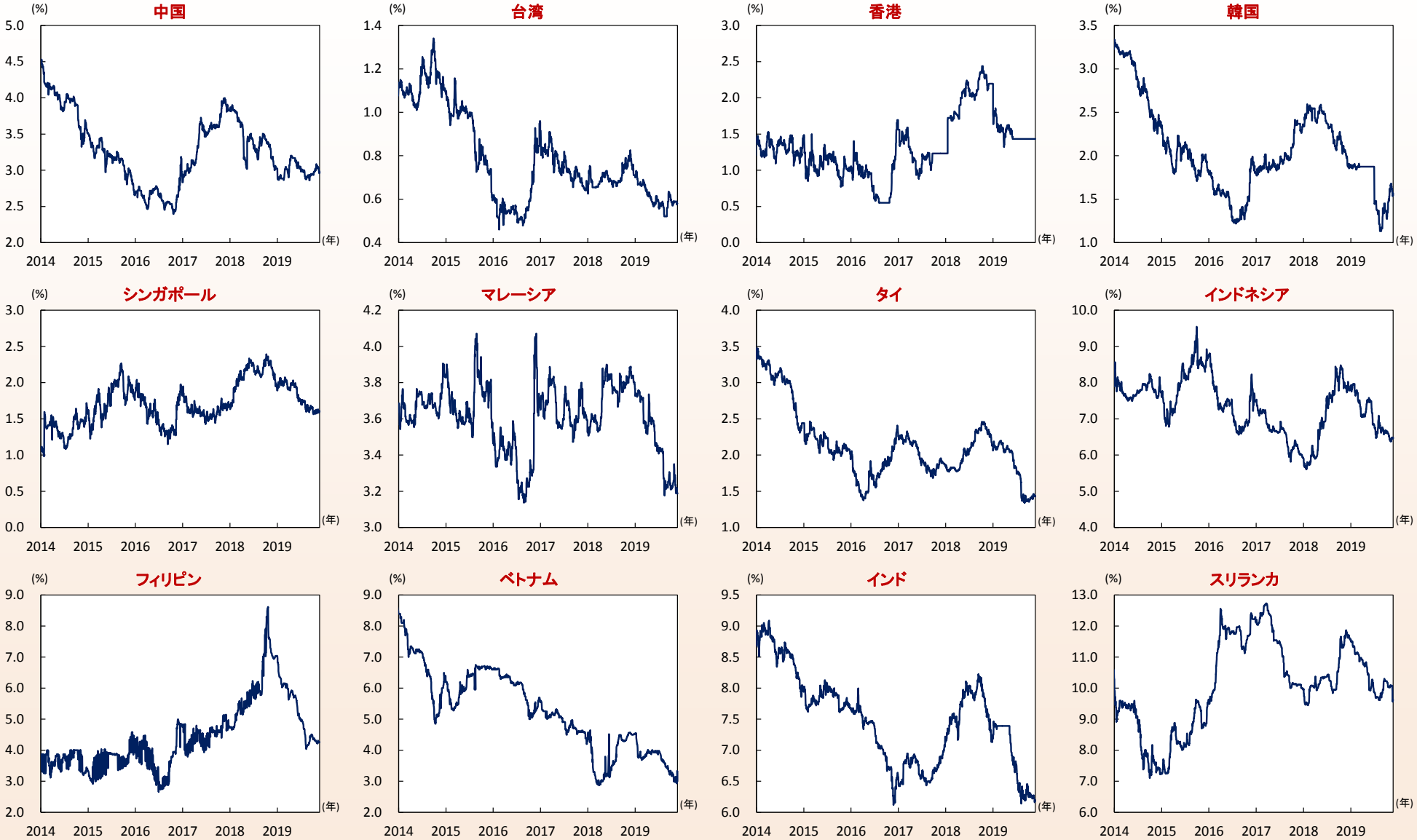
（すべて指数）

注1）直近値は、2019年12月4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

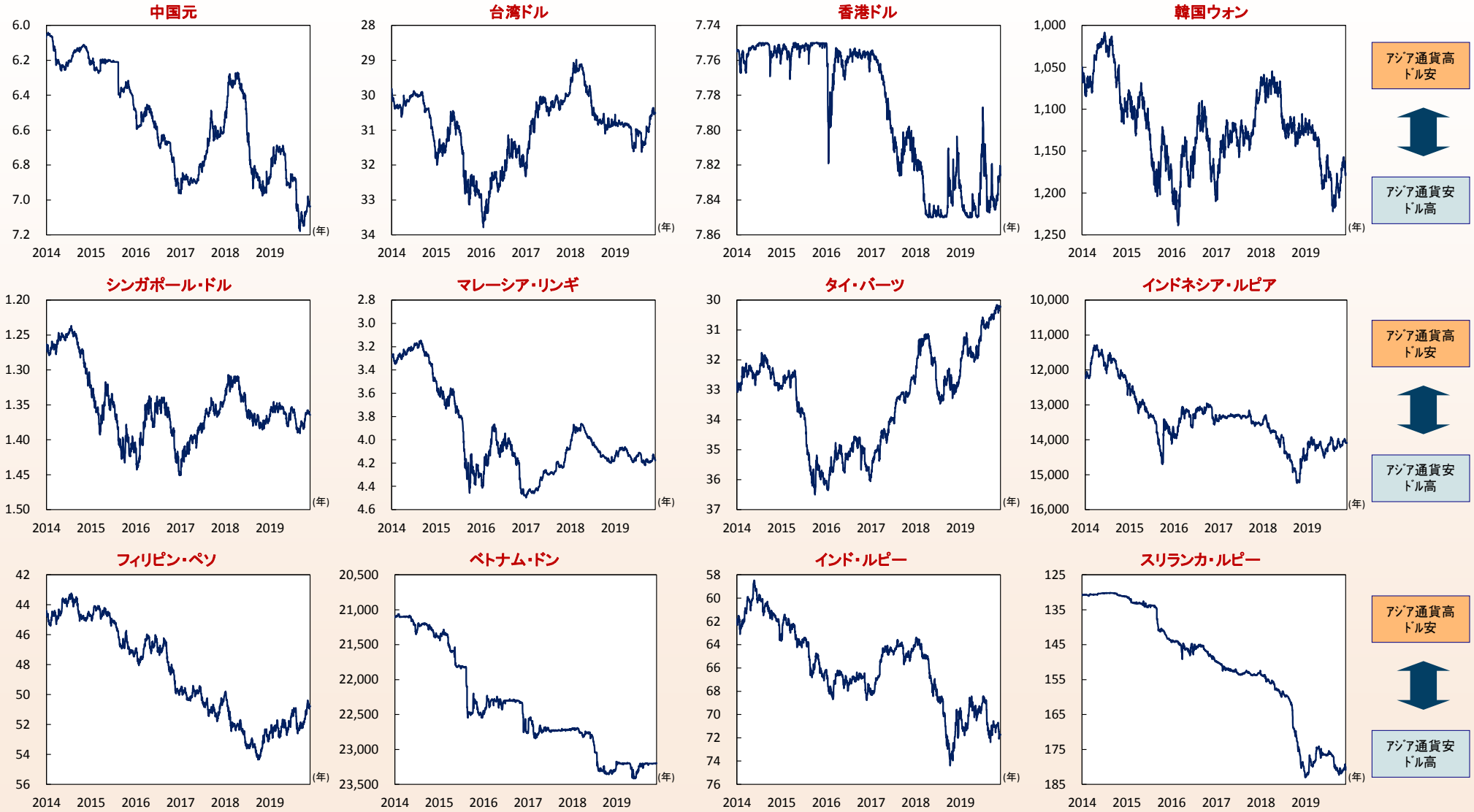
【アジア・マーケット・ウォッチ】(2)自国通貨建国債利回り



注) すべて5年国債利回り、直近値は、2019年12月4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12月4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12月5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 ｵｰﾙｶﾝﾄﾘｰ･ﾜｰﾙﾄﾞ ｲﾝﾃﾞｯｸｽ、MSCIﾌﾛﾝﾃｨｱ･ﾏｰｹｯﾄ ｲﾝﾃﾞ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。

MUFG
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