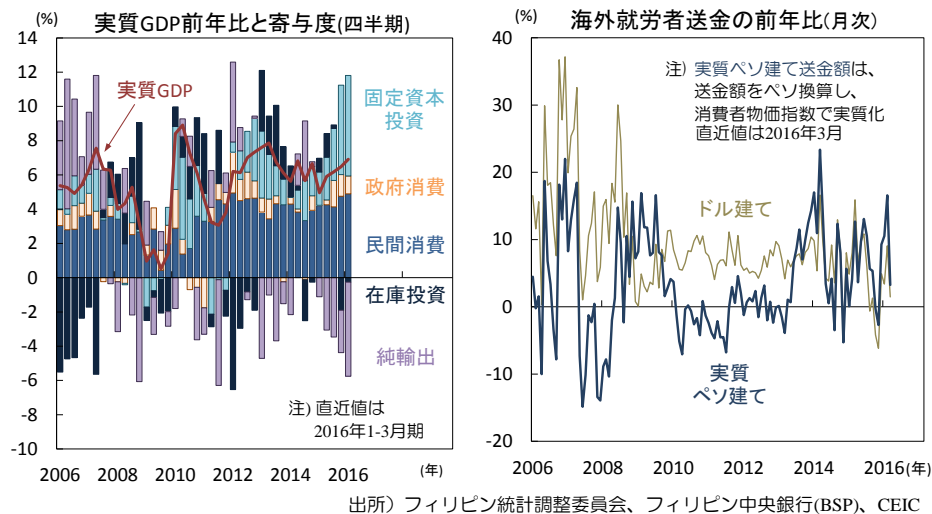


フィリピン: 内需主導の高成長が続く中、政策金利体系を変更した中央銀行

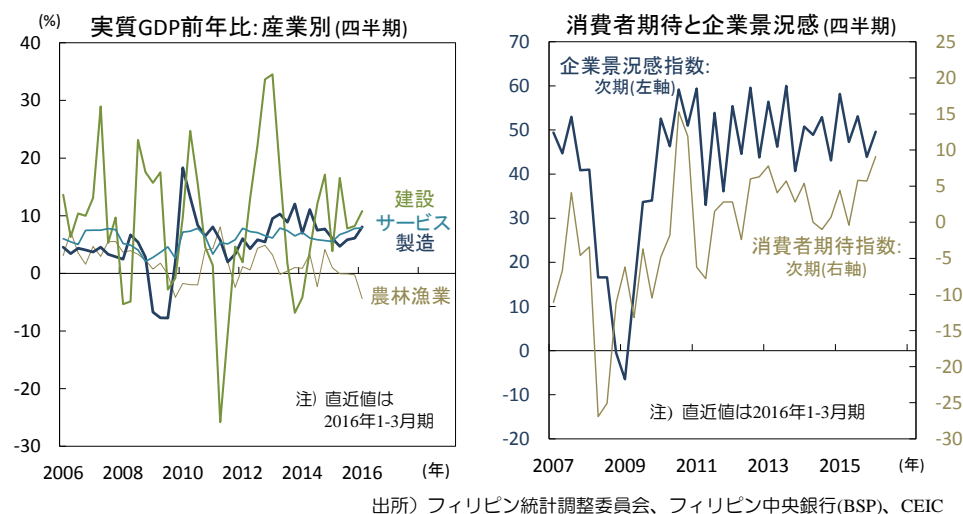
【図1】 内需にけん引された力強い景気拡大が継続(左)



今月19日、フィリピン政府は1-3月期の実質GDPが前年比+6.9%と前期の+6.5%より加速したと公表。近隣諸国の多くの景気が鈍化する中で堅調ぶりを印象付けました。

需要側では、外需が落ち込む一方で内需が力強く伸びており(図1左)、内需(在庫投資を除く)の前年比は+11.4%と前期の+11.0%を超過。政府によるインフラ投資の加速や堅調な民間消費が同需要の伸びを押し上げました。民間消費は前年比+7.0%と前期の+6.5%より加速。ペソ換算送金額の堅調な伸び(図1右)、落ち着いた物価、改善する雇用状況、選挙関連支出の増加などが背景です。政府消費は同+9.9%と前期の+15.8%より減速しつつ高い伸びを維持。5月の総選挙を控えて政府歳出が加速、とりわけ教育と保健関連の歳出の伸びが目立ちました。固定資本投資は同+25.6%と前期の+24.2%より加速。設備投資等が同+36.6%と前期の+42.0%より鈍化しつつ好調な伸びを続け、建設投資も同+12.0%と前期の+7.6%より加速。公的建設が同+39.9%と前期の+43.5%に続き極めて高い伸びを維持し、民間建設も同+7.1%と前期の+1.1%より反発しました。

【図2】 農林漁業が低迷する一方、製造、サービス、建設等が伸張(左)



外需では、総輸出が同+6.6%と前期の+10.9%より鈍化したものの、堅調な内需を背景に総輸入は同+16.2%と前期の+14.9%より加速。この結果、純輸出の寄与度は▲5.5%ポイントと前期の▲2.5%ポイントより押下げ幅が拡大しました(図1左)。

生産側では、農林漁業が落ち込んだものの、製造業、サービス部門、建設業等が力強く伸びました(図2左)。農林漁業は同▲4.4%と前期の▲0.2%より落ち込み幅が拡大。雨不足の影響で、米、トウモロコシ、マンゴーの生産が急落しました。鉱業は同+11.3%と前期の+14.0%より鈍化しつつ高い伸びを維持。岩石・粘土・砂利採取、ニッケル生産等が落ち込んだものの、石油・ガスや銅の生産が伸びました。製造業は同+8.1%と前期の+6.1%より加速。石油製品、家具、衣服等が落ち込んだものの、ラジオ・テレビ・通信機器が同+13.6%と堅調に伸び、化学製品や加工食品の伸びも加速しました。建設業は同+10.8%と前期の+8.2%より加速。公的建設の高い伸びと民間建設の回復などが背景です。公益部門は同+9.7%と前期の+5.2%より加速。電力が大きく伸びた影響です。

● 好調な民間消費の下で今後も底堅い景気拡大が継続か

1-3月期のサービス部門の生産は同+7.9%と前期の+7.8%をやや上回りました。運輸・倉庫・通信が鈍化するも、好調な民間消費を背景に卸売・小売等が同+8.0%と前期の+7.3%を上回り、宿泊・飲食も加速。金融や不動産等も前期より上昇しました。

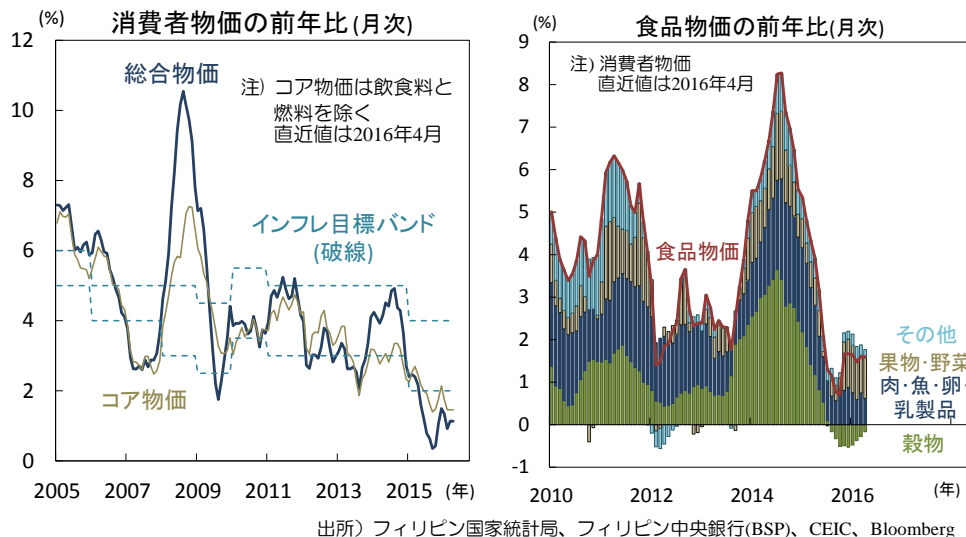
1-3月期のGDPの前年比は前年同期の一時的な落込みの反動で押し上げられており、成長率は今後緩やかに鈍化する見込みです。需要項目では、堅調な内需の伸びが今後も外需の落込みの影響を吸収するでしょう。内需の伸びは、過去と同様に選挙前に加速しその後鈍化するとみられます。選挙前の新規政府支出の停止期間は3月25日より5月8日まで。新政権が体制を整え政府歳出の伸びが正常化するの7-9月期末以降となるでしょう。1-3月期に民間消費を上げた選挙関連支出は5月7日に終了したものの、同支出は選挙直前の4月に加速した模様です。7-9月期以降も、落ち着いた物価、底堅い雇用環境、改善する消費者信頼感(図2右)などに支えられ、民間消費は好調な伸びを続けるでしょう。一方、民間企業は新政権の政策が明らかになるまで新規投資を控えるため、民間投資の伸びは一時的に鈍化する見込みです。民間投資の回復時期は、新大統領による7月末の施政方針演説(SONA)の内容にも左右されると考えられます。

● 雨不足にもかかわらず落ち着いた物価と据置かれる政策金利

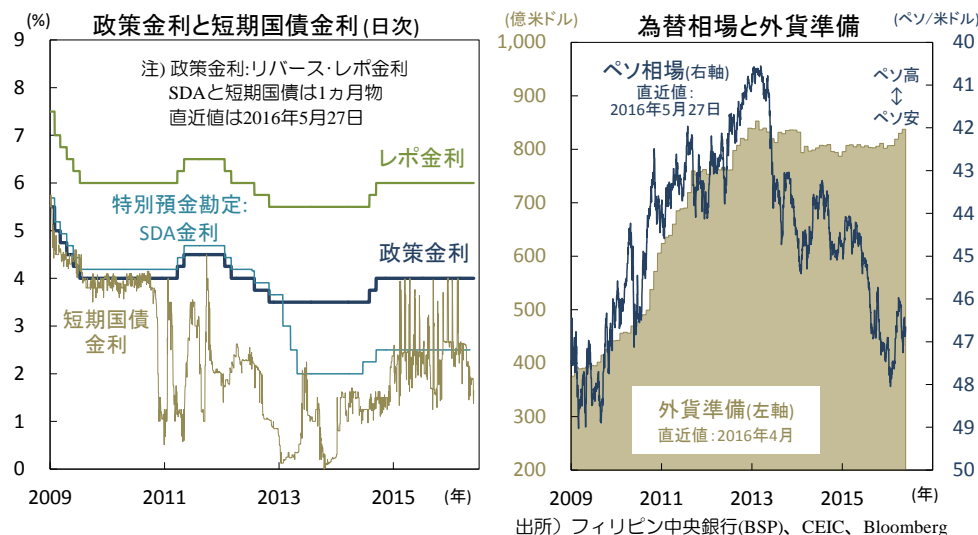
外需の鈍化が続き政府歳出や民間投資が一時的に鈍化する中でも、民間消費は好調に伸び、今年通年のGDP成長率は+6%強と昨年の+5.8%を上回ると予想されます。

堅調な景気拡大が続く中でも物価は落ち着いています。4月の総合消費者物価は前年比+1.1%と前月と変わらず(図3左)。エルニーニョ現象による雨不足にもかかわらず食品物価は同+1.6%と前月と同率でした(図3右)。雨不足で野菜が同+9.6%と前月の+9.1%より上昇したものの、魚が鈍化し食品物価を抑えました。米も同▲1.3%と9カ月連続のマイナスに。高水準の政府の備蓄米も同物価を抑えました。コア物価も同+1.5%と前月と変わりませんでした。物価が落ち着きを保つ中、フィリピン中央銀行(BSP)は政策金利の据置きを続けています。今月12日、BSPは政策金利を4%で据置き。据置きは、2014年10月以来13回連続です(図4左)。BSPの声明は、世界景気は鈍化しているものの、堅調な家計消費と投資、強い企業景況感、十分な銀行融資等が国内景気を支えていると指摘。消費者物価は今年から来年にかけて目標の+3±1%内に収まるだろうとしました。堅調な景気拡大が続く、雨不足にもかかわらず物価が落ち着いた水準で推移する中、政策金利の変更は不要との考えを示唆したものと考えられます。

【図3】 雨不足が続く中でも安定的な食品物価と総合消費者物価



【図4】 落ち着いた物価の下で政策金利の据置きを続ける中央銀行(左)



● 金利コリドー(IRC)制度の導入を決めた中央銀行

政策金利の据置き決定から4日後の5月16日、BSPは金利コリドー(IRC)の導入など政策金利体系の変更を6月3日より実施すると公表。引き続き翌日物リバース・レボ(RRP)金利を政策金利とし、翌日物貸出制度(OLF)金利を上限金利、翌日物預金制度(ODF)金利を下限金利とします。RRP金利は3%(現在の4%より引下げ)、OLF金利は3.5%、ODF金利は2.5%とされ、政策金利±0.5%のIRCが生まれます。BSPは銀行間の翌日物金利を固定金利のIRC内に収める一方、変動金利の定期預金入札(7日と28日)によって金融調節を行い、市場の需給を反映したターム物金利の形成を促す模様です。

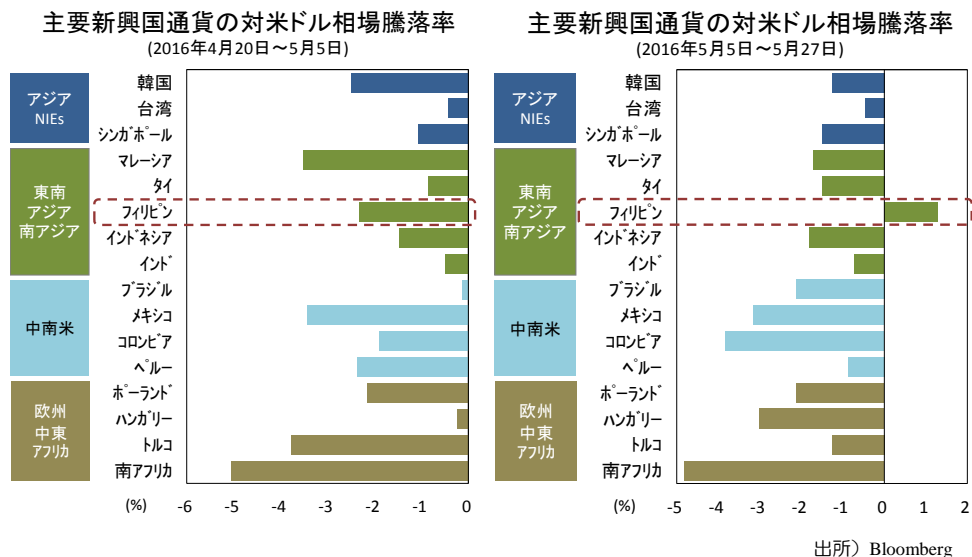
現在、BSPはRRPと特別預金制度(SDA)で資金吸収を実施。主要な資金吸収手段はSDAであり、潤沢な流動性も加わり短期金利は恒常的にRRP金利を下回っています(図4左)。新制度導入に伴って、市場金利は当面RRP金利とODF金利の間で推移する見込みであり、政策金利が市場金利に近づくことで同金利のシグナル効果が増すと予想されます。また、銀行間資金取引を促し未発達な同市場の育成も後押しするでしょう。BSPの声明は、将来の預金準備率の変更も示唆。定期預金入札による資金吸収の活発化とともに、現行20%の同準備率の引下げが行われる可能性が高いとみられます。

● 選挙直前に下落したペソ相場は選挙後に反発

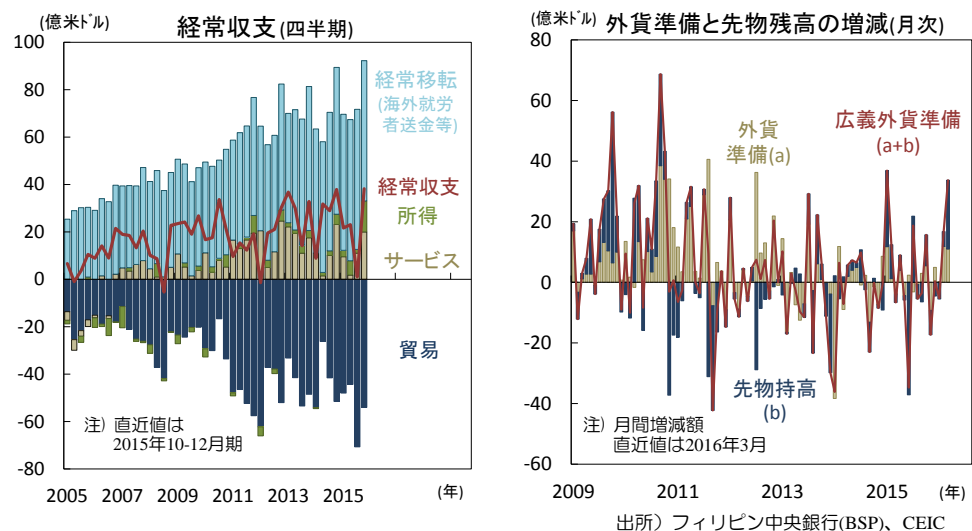
通貨ペソは4月20日から大統領選挙直前の5月5日まで対米ドルで2.2%下落した後、先週27日にかけて同1.3%反発し、同期間に上昇した唯一の主要新興国通貨に(図4右、図5)。4月半ばよりドゥテルテ・ダバオ市長の支持率が他候補を上回って上昇始めると、暴言や犯罪取締りの方針で知られるものの経済運営に関する発言に乏しい同候補に関わる不安が浮上。しかし、同候補が選挙で圧勝し選挙結果を巡る係争が生じる可能性が排除され、同氏が現実的な経済運営を行うことを示唆したため(5月12日には、現在の経済運営の継続、インフラ投資の加速、直接投資の誘致等の方針を公表)、市場の警戒感の後退し、選挙前に売り込まれた同通貨が買い戻される展開となりました。

多額の経常黒字(図6左)と堅調な景気は今後も同通貨を支えるであろうものの、海外景気が芽えない中で景気拡大は輸入を押し上げ経常黒字を縮小させるでしょう。また、ペソ相場が上昇した2-3月に外貨準備(先物を含む)は51億米ドル増加(図6右)。海外就労者送金の伸びが不安定となる中、BSPは同送金の購買力を押下げるペソ高を警戒、資本流入局面では介入で相場上昇を抑えている模様です。選挙後の相場上昇を経て、ペソ相場の上昇率はアジア通貨平均並みに低下すると予想されます。(入村)

【図5】大統領選挙前に下落し、同選挙後に反発したペソ相場



【図6】高水準の経常黒字(左)、ペソ上昇局面で増加した外貨準備(右)



留意事項

◎投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としているため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。したがって、投資者のみなさまの投資元金が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。運用により信託財産に生じた損益はすべて投資者のみなさまに帰属します。

投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をよくご覧ください。

◎投資信託に係る費用について

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

■購入時（ファンドによっては換金時）に直接ご負担いただく費用

- ・購入時（換金時）手数料 ... **上限 3.24%（税込）**

※一部のファンドについては、購入時（換金時）手数料額（**上限 37,800円（税込）**）を定めているものがあります。

■購入時・換金時に直接ご負担いただく費用

- ・信託財産留保額 ... ファンドにより変動するものがあるため、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

- ・運用管理費用（信託報酬） ... **上限年3.348%（税込）**

※一部のファンドについては、運用実績に応じて成功報酬をご負担いただく場合があります。

■その他の費用・手数料

上記以外に保有期間等にに応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等でご確認ください。

※その他の費用・手数料については、運用状況等により変動するものであり、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

お客さまにご負担いただく費用の合計額もしくはその上限額またはこれらの計算方法は、購入金額や保有期間等にに応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、三菱UFJ国際投信が運用するすべての公募投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をご覧ください。

各資産のリスク

◎株式の投資に係る価格変動リスク

株式への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、株式の価格は個々の企業の活動や業績、市場・経済の状況等を反映して変動するため、株式の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

◎公社債の投資に係る価格変動リスク

公社債への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、公社債の価格は市場金利の変動等を受けて変動するため、公社債の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

◎信用リスク

信用リスクとは、有価証券等の発行者や取引先等の経営・財務状況が悪化した場合またはそれが予想された場合もしくはこれらに関する外部評価の悪化があった場合等に、当該有価証券等の価格が下落することやその価値がなくなること、または利払いや償還金の支払いが滞る等の債務が不履行となること等をいいます。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

◎流動性リスク

有価証券等を売却あるいは取得しようとする際に、市場に十分な需要や供給がない場合や取引規制等により十分な流動性の下での取引を行えない場合または取引が不可能となる場合、市場実勢から期待される価格より不利な価格での取引となる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

国内株式・国内債券への投資は上記のリスクを伴います。海外株式・海外債券への投資は上記リスクに加えて以下の為替変動リスクを伴います。

◎為替変動リスク

海外の株式や公社債、REIT、オルタナティブ資産は外貨建資産ですので、為替変動の影響を受けます。そのため、為替相場が円高方向に進んだ場合には、投資元金を割り込むことがあります。

新興国への投資は上記リスクに加えて以下のカントリーリスクを伴います。

◎カントリーリスク

新興国への投資は、先進国への投資を行う場合に比べ、投資対象国におけるクーデターや重大な政治体制の変更、資産凍結を含む重大な規制の導入、政府のデフォルト等の発生による影響を受けることにより、市場・信用・流動性の各リスクが大きくなる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込む可能性が高まる場合があります。

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。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。銀行等の登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の補償の対象ではありません。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が行います。
- 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国際投信経済調査部の見解です。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。
- 投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認くださいのうえ、ご自身でご判断ください。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。



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