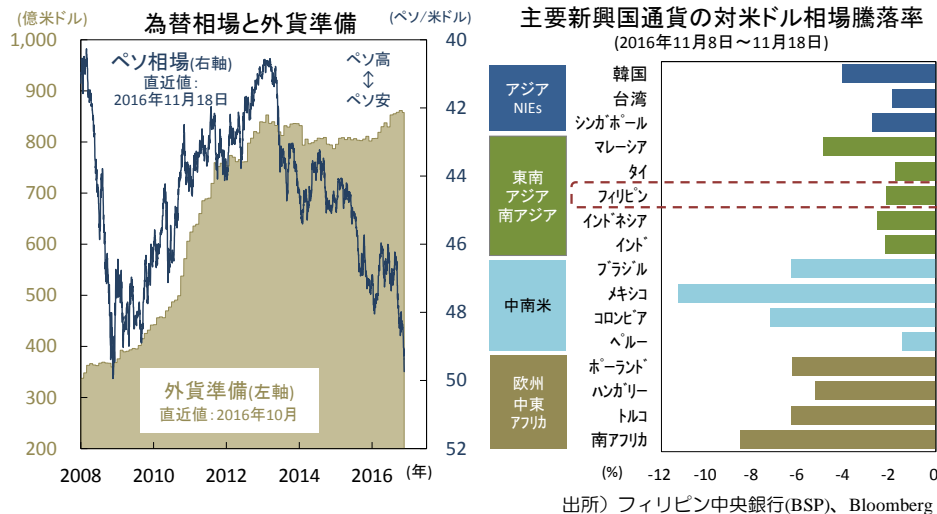


## フィリピン: 堅調に拡大する景気、米大統領選挙ショックへの耐久力を見せたペソ相場

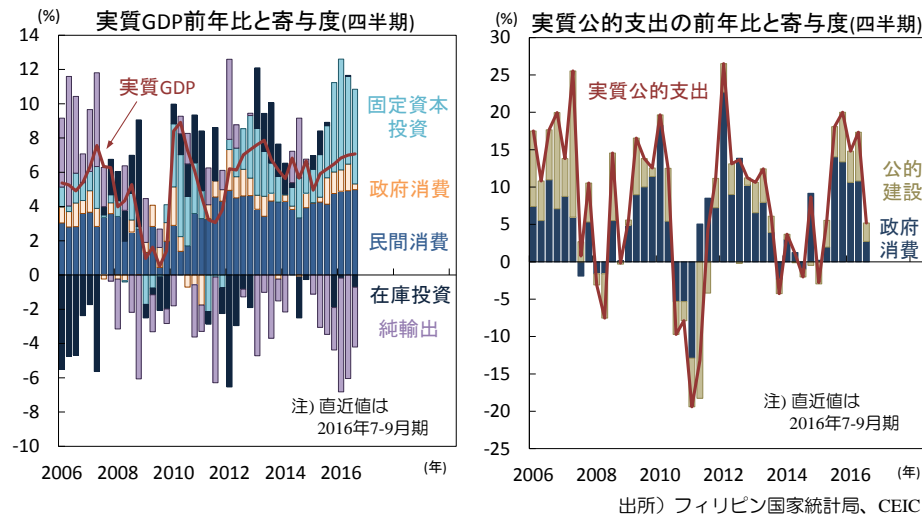
【図1】米大統領選挙直後の安定感の目立ったフィリピン・ペソ相場



フィリピン・ペソが堅調です。米大統領選挙が行われた今月8日より先週18日にかけて、同通貨は対米ドルで▲2.4%下落。メキシコ(▲11.2%)、南ア(▲8.6%)を大きく下回り、域内でもマレーシア(▲4.9%)、韓国(▲4.1%)の下落率を下回りました(図1)。

同通貨のショック耐久力の背景には、(1)外需依存度の低さと内需主導の力強い経済成長、(2)限定的な証券投資流入額等があったとみられます。上記選挙後の新興国通貨の下落は、(a)トランプ次期米大統領による保護主義的な貿易政策への懸念、(b)米国長期金利の上昇(利回り曲線のスティープ化)等によります。米新政権による減税や大規模インフラ投資など拡張的な財政政策が物価上昇や国債増発につながるとの連想から、米10年国債利回りは今月8日の1.856%から先週18日の2.356%まで上昇。新興国の自国通貨建て債券からの資本流出を促し、新興国通貨を押し下げました。また、米景気回復によって従来生じてきた対米輸出の増加が保護主義的な措置によって抑制されるとの懸念も、対米輸出依存度の高い韓国や台湾等の通貨を下押ししていると考えられます。

【図2】総選挙後の公的支出の鈍化を堅調な民需の伸びがカバー



フィリピンでは内需にけん引された景気拡大が続いています。先週17日、政府は7-9月期の実質GDPが前年比+7.1%と前期の+7.0%より加速し、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+6.7%を超過したことを公表。今年前半に総選挙関連の支出で押し上げられた景気が7-9月期より鈍化するという市場の予想を裏切り、内需の強さを印象付けました。

需要側では、民間部門の消費や建設投資が力強く伸び、選挙後の公的需要の鈍化をカバー(図2)。内需(在庫投資を除く)は前年比+10.6%と前期の+11.7%より鈍化しつつ4期連続で2桁の伸びとなり、外需による下押し圧力を相殺しました。民間消費は前年比+7.3%と前期の+7.4%より鈍化しつつ好調でした。教養・娯楽、宿泊・飲食、家具・内装など裁量の消費が鈍化。実質ペソ建ての送金額の鈍化(図3左、7-9月期:+5.3%、4-6月期:+9.2%)等が背景です。一方、食品が同+8.4%と前期の+7.4%から加速するなど基礎的消費は堅調でした。堅調な国内雇用環境(図3右)、コールセンター等事業プロセス外部委託(BPO)の伸び、天候状況の改善に伴う農業生産の回復等が背景とみられます。

## ● 政府消費や公的建設は鈍化、民間建設は伸張

7-9月期の政府消費は前年比+3.1%と前期の+13.5%より大きく減速。前期の総選挙に伴う歳出の加速からの反動や政権交代に伴う歳出の鈍化が背景とみられます。固定資本投資は同+23.5%と前期の+24.6%より鈍化しつつ高い伸びを維持。政権交代直後の不透明感の中でも、民間部門の投資が勢いを保ちました。建設投資は同+16.8%と前期の+15.4%を超過。公的建設が同+20.1%と前期の+33.2%より鈍化したものの、民間建設が同+16.2%と前期の8.0%より加速しました。設備投資等は同+29.6%と前期の+36.2%より鈍化しつつ高い伸びを維持。運輸機器投資などが加速しました。外需では、総輸出が同+8.8%と前期の+10.0%より鈍化。電子部品等にけん引され財輸出が+7.8%と前期の+7.2%より加速したものの、サービス輸出が同+14.2%と前期の+19.5%より鈍化しました。総輸入も同+14.2%と前期の+23.2%より鈍化。この結果、純輸出の寄与度は▲3.5%ポイントと前期の▲6.0%ポイントより押し下げ幅が縮小しました。

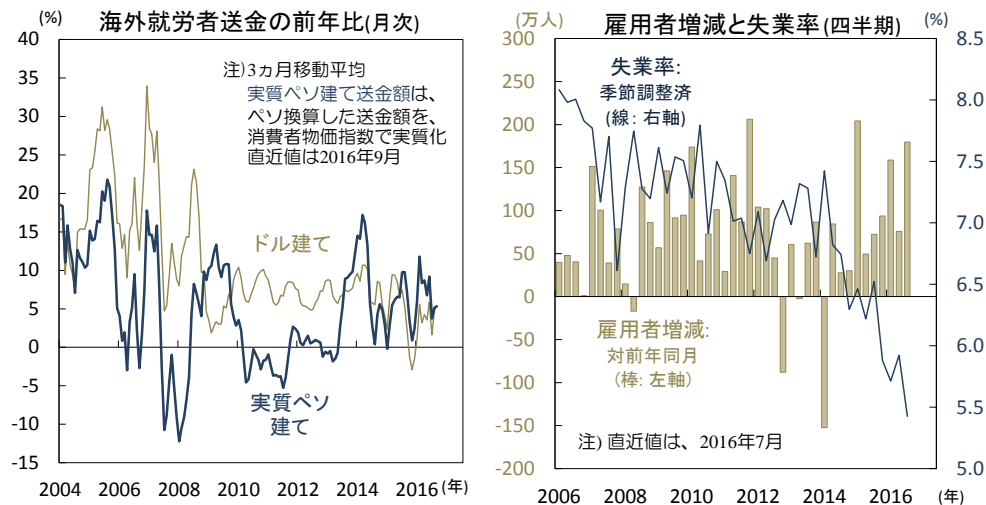
生産側では、前期までの選挙関連支出のはく落などからサービス部門が鈍化したものの、民間消費と財輸出の伸びに伴って製造業の伸びが加速。天候条件の改善に伴って農林水産業の伸びが反発し、民間建設の伸びとともに建設業が加速しました。

## ● サービス部門が鈍化する中、製造業と建設業が加速

農林漁業は同+2.9%と前期の▲2.0%より反発。エルニーニョ現象の終息とともに米が同+16.3%と前期の▲6.1%より反発シトウモロコシも反発しました。鉱業は同▲0.4%と前期の▲7.6%より落込み幅が縮小。石油ガスや銅が反落したもののニッケルの落込み幅が縮小しました。製造業は同+6.9%と前期の+6.2%より加速。食品が同+9.6%と前期の+9.7%に続く高い伸びを保ち、卑金属、精製燃料、化学、家具、オフィス機器など幅広い部門の伸びが加速しました。建設業は同+15.5%と前期の+11.8%より加速。民間建設の伸びにより。公益は同+9.5%と前期の+10.0%より鈍化しつつ堅調。製造業生産の加速や堅調な民間電力消費に伴って電力が同+10.1%と底堅い伸びを維持しました。サービス部門は同+6.9%と前期の+8.3%より鈍化。年前半の選挙関連支出がはく落した影響とみられます。運輸・倉庫や金融が加速したものの、卸売・小売、通信、宿泊・飲食、公共サービス、不動産等幅広い部門が鈍化しました。

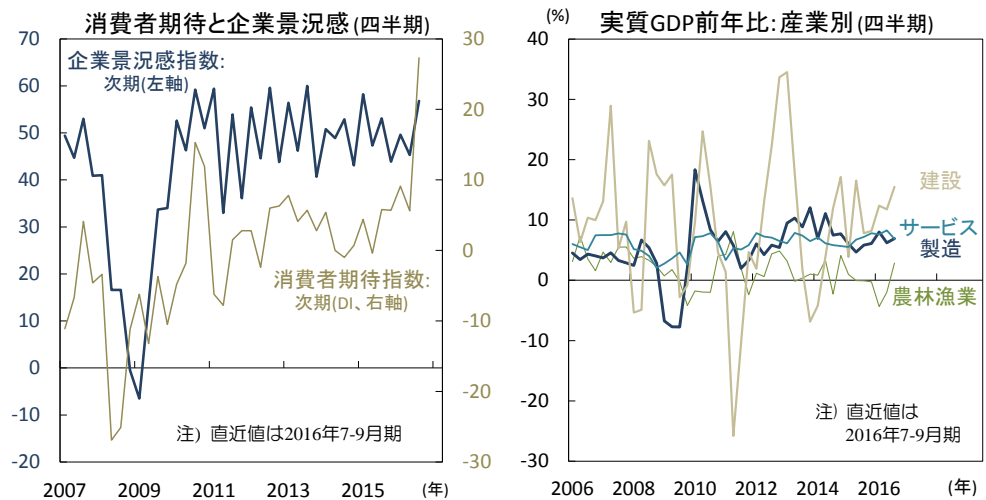
現在、複数の政府高官ポストが未指名であるなど政権移行に時間がかかっており、10-12月期の政府歳出も鈍化を続けるでしょう。一方、民間消費は落ち着いた物価(特に米価)による購買力や良好な雇用環境に支えられて堅調な伸びを続けるとみられます。

【図3】 堅調に伸びる雇用と低下を続ける失業率 (右)



出所) フィリピン中央銀行(BSP)、フィリピン国家統計局、CEIC

【図4】 改善する消費者信頼感(左)、好調な製造業の伸び(右)



出所) フィリピン中央銀行(BSP)、フィリピン国家統計局、CEIC

## ● 米新大統領の国内雇用重視姿勢はBPO産業への脅威か

海外就労者送金の伸びは近年趨勢的に鈍化。しかし、ペソは年初より先週18日までに対米ドルで5.2%下落し、同送金の購買力を支えています。米大統領選挙以降は内外の金利が上昇したものの、政府による来年以降のインフラ投資の加速が民間投資を誘発し、金利上昇に伴う民間投資下押しの影響を和らげるでしょう。今年通年の成長率は+7%弱と昨年の+5.9%を上回り、来年も+6%台半ばの好調な成長が予想されます。

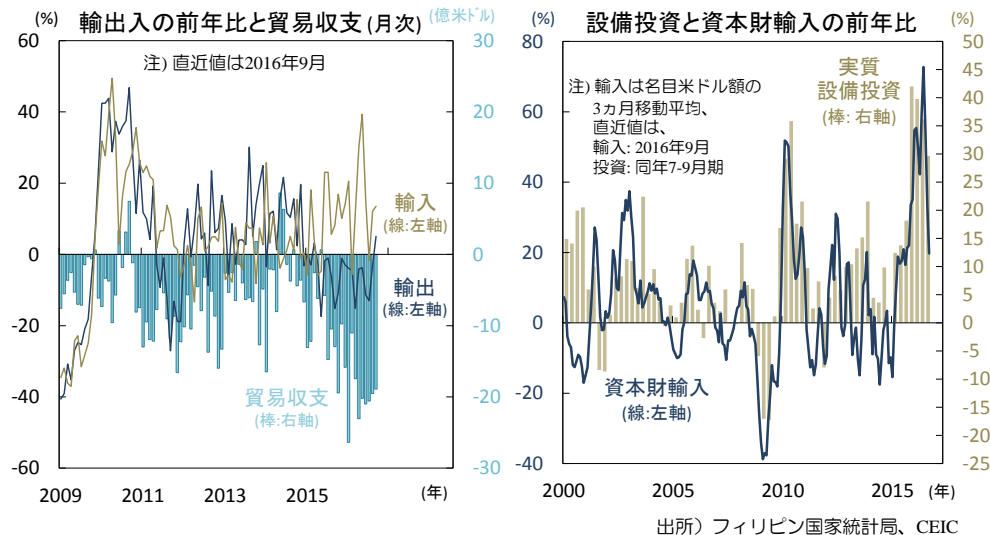
国際燃料価格の低迷による交易条件の改善にもかかわらず、同国の貿易赤字は近年拡大(図5左)。設備投資の加速に伴う資本財輸入の急伸によります(図5右)。海外就労者送金やBPO収入は底堅く伸びているものの、貿易赤字の拡大を相殺するには至らず経常黒字は縮小(図6左)。ペソ相場不安定の源泉の一つが揺らいでいます。また、海外就労者送金の購買力やBPOの輸出競争力などへの配慮から、中央銀行はペソ高に警戒的です(アジア・マーケット・マンスリー10月号 6頁参照)。しかし、米大統領選挙を経て米長期金利が上昇し、米通商政策に関わる不透明感が増しており、主要新興国通貨の見通しは悪化。こうした中で、米金利の上昇や米国による貿易保護的な措置への抵抗力ゆえ、同国通貨の相対的な打たれ強さが発揮される可能性が高いと思われます。

## ● ペソは今後も他の新興国通貨に比べ底堅く推移か

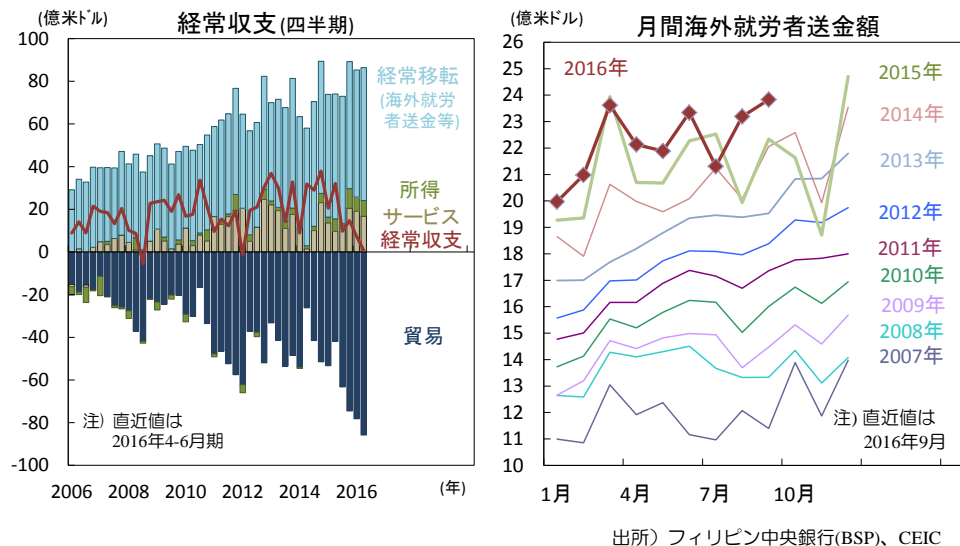
足元では米長期金利の上昇で新興国債からの資本流出が加速。しかし、同国のペソ建て国債の外国人保有比率は6%前後と同30%を超えるマレーシアやインドネシアより低く、通貨下押し圧力は限定的とみられます。一方、米新政権による(a)中国への高関税導入など貿易保護主義的な措置、(b)海外BPOを利用する米企業への増税等が懸念されます。韓国や台湾等と異なり対米輸出や対中国の中間財輸出への依存度が低い同国への(a)の影響は限定的でしょう。しかし、同国のBPO産業は120万人の雇用と年間220億ドルの外貨収入を創出。(b)が導入されれば、収入の7割を米国に依存する同部門への影響は無視できません。もっとも、伝統的に自由貿易を標榜する米議会の共和党とトランプ氏の方針は大きく相違。通商関連では大統領の権限が強いものの、議会承認を要とするBPO関連の増税が実現する可能性は相対的に低いと考えられます。

財貿易への依存度の低さ、内需主導の好調な景気拡大、近隣諸国に比べ限定的な債券投資流入額が同通貨を支え、今後の対ドル相場下落率は他の主要アジア通貨を下回るでしょう。年末のクリスマス休暇にかけて増加する海外就労者送金の季節性も加わり(図4右)、ペソ相場は、当面相対的に底堅く推移すると予想されます。(入村)

【図5】近年拡大する貿易赤字(左)、急伸する資本財輸入(右)



【図6】縮小する経常黒字(左) 海外就労者送金は年末にかけ増加(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本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、投資元本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、投資元本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、投資元本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、投資元本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、投資元本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、投資元本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、投資元本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いただきたい事項

- 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運用を行います。
- 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