

|  |      |
|--|------|
| 【フィリピン】インフレ警戒度を増す中央銀行の姿勢は今後もペソ相場を支えるのか | 1ページ |
| 【韓国】民間消費の低迷などにより、鈍る景気回復の勢い             | 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】インフレ警戒度を増す中央銀行の姿勢は今後もペソ相場を支えるのか\*

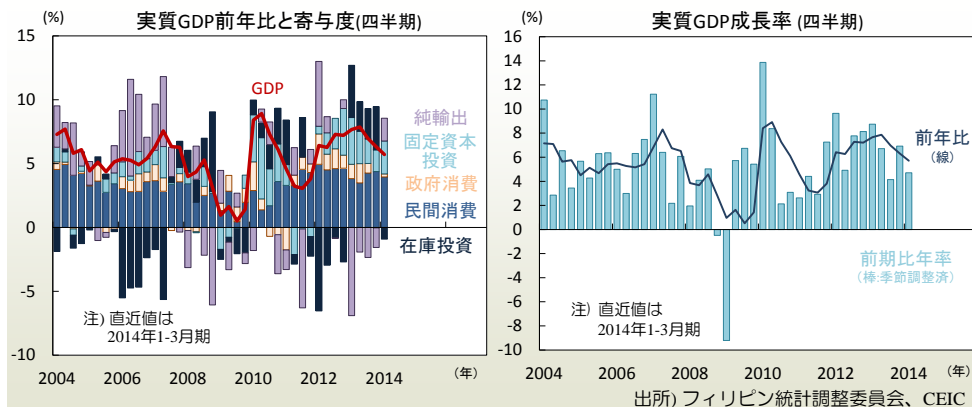
### ● 昨年+7%成長を達成した経済も足元でやや鈍化

昨年、主要アジア諸国では中国に次ぐ+7.2%の成長率を達成したフィリピン経済も足元で鈍化。また、消費者物価が上昇を続ける中、中央銀行は3年ぶりの利上げに踏み切りました。本稿では、同国の景気物価状況を概観するとともに、4月以降堅調なペソ相場の背景を分析し、今後の相場動向について考察します。

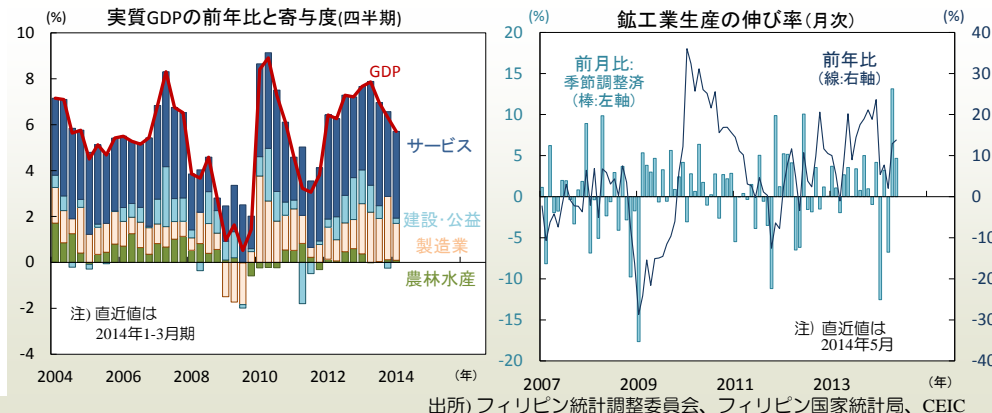
5月29日に政府が公表した1-3月期の実質GDPは前年比+5.7%と前期の+6.3%より鈍化し(図1左)、市場予想(Bloomberg集計中央値)の+6.4%を大きく下回りました。また、前期比年率(季節調整済)は+4.7%と前期の+6.9%より鈍化しています(図1右)。予想外の減速は、需要面では在庫の取崩し、生産面では製造業の鈍化などによります。しかし、民間消費や設備投資は堅調に伸びており、内需の勢いは強いとみられます。

民間消費は前年比+5.8%と前期の+5.9%に続き堅調。衣服など非耐久財と自動車など耐久財とも底堅く、海外就労者送金の安定した伸びや緩和的な金融環境が背景とみられます。政府消費は前年比+2.0%と前期の▲0.4%から反発。固定資本投資は前年比+11.2%と前期の+8.0%から加速しました。建設投資が同▲0.9%と前期の▲4.3%よりマイナス幅が縮小。公的部門の建設は同+22.3%と前期の▲12.6%から急反発、台風被害地域の復旧投資などによる模様です。民間建設は同▲6.0%と前期の▲2.2%より悪化、前年同期の高い伸びからの反動です。設備投資等は同+21.6%と前期の+23.2%に続き高い伸び。一般産業用機械や空運部門の投資が急伸びしました。在庫投資はマイナスとなり、寄与度は▲0.9%ポイントと前期の+3.4%ポイントから反落しました。外需では、1-3月期の総輸出は前年比+12.6%と前期の+3.2%より加速。財輸出が同+14.2%と前期の+6.2%より加速し、サービス輸出が同+6.8%と前期の▲6.7%より反発しました。総輸入も同+8.0%と前期の6.4%より加速。総輸出の加速の結果、純輸出の寄与度は+1.8%ポイントと前期の▲1.5%ポイントから反転しました。

【図1】前期よりやや鈍化した1-3月期の実質GDP成長率



【図2】4-5月の鉱工業生産は、堅調な伸び(右)



## ● 1-3月に減速した鉱工業部門も4-5月には反発

生産側では、製造業が同+6.8%と前期の+12.0%より減速。輸出の伸びを受けて繊維・衣服、オフィス機器、家具などが加速した一方、化学が減速し卑金属等も鈍化しました。建設業は前年比+0.9%と前期の▲5.2%より反発、公的部門が支えました。堅調な内需を受けて、サービス部門は前年比+6.8%と前期の+6.7%に続く底堅い伸びでした。5月の鉱工業生産は、前年比+13.8%と前月の+12.9%に続く2桁台の伸び(図2右)。1-3月期に同+4.3%に鈍化した同生産は、4月より反発している模様です。一方、5月の輸出(名目米ドル建て)は前年比+6.9%と前月の+1.3%より反発したものの(図3左)、4-5月の前年比は+4.3%と1-3月の同+6.9%を下回るなど、輸出の勢いは4月以降鈍化しています。

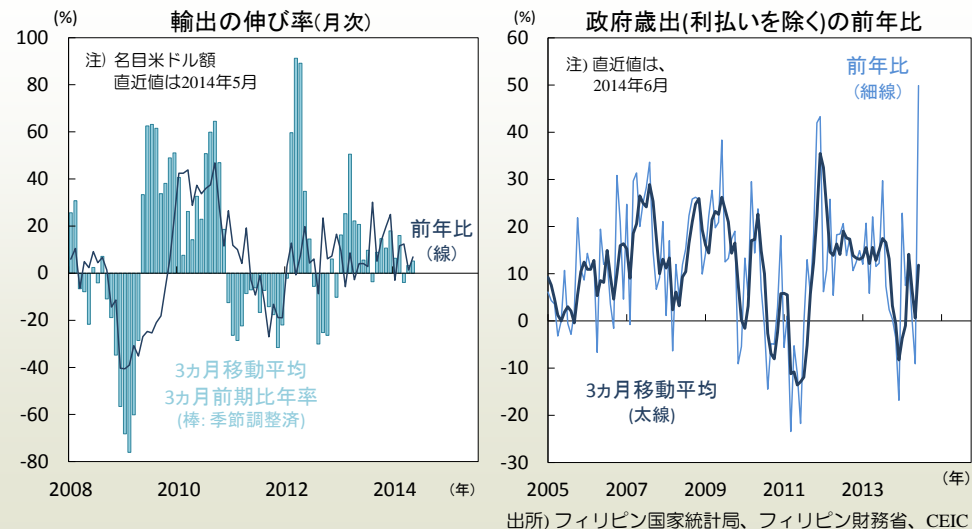
また、4-5月に政府歳出の伸びが鈍化したことを契機に、同支出の減速による景気の下押しも懸念され始めた模様です。同国では、昨年5月の中間選挙における与党連合の上院での圧勝を受けて、大統領の求心力の向上や経済改革の進展も期待されました。しかし、同年7月には、国会議員に支給される優先開発支援資金(PDAF: 通称ポーク・パレル資金)の複数の議員による不正流用が発覚。PDAF廃止を求める市民のデモが頻発するとともに政権の支持率は低下、議会での経済改革法案の審議も滞り始めました。

## ● 政府歳出の落込みによる景気下押しは起こるのか

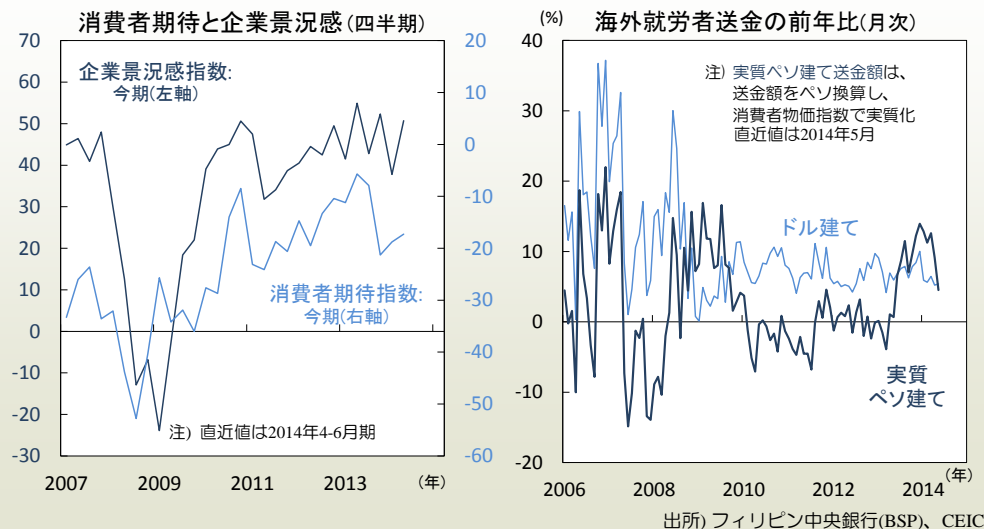
今年7月初には、最高裁判所が現政権が2011年より用いてきた歳出促進計画(DAP)を違憲と判断。DAPは、前年度までの財政剰余金の用途を大統領府の自由裁量で決める制度で、現政権は同制度を用いてインフラ投資等を促進してきました。4-5月には政府の歳出の伸びも鈍化。5月の中央政府歳出(利払いを除く)が前年比▲9.1%となり、1-5月の財政収支が+85億ペソと異例の黒字になりました(前年度は▲428億ペソの赤字)。市場参加者の一部は、DAPの合憲性が問われる中で政府が歳出を抑制したのではないかと考え、DAPの違憲判決を受けて一層の歳出抑制が起こる事態も懸念し始めました。

しかし、6月の上記支出は前年比+49.9%と急反発(図3右)。歳出の内訳は未公表ながら、経常歳出の実行が加速した模様です。この結果、4-6月期と同歳出の伸びは+11.8%と1-3月期の+14.1%に続く2桁の伸びとなり、政府支出の急落による景気下押しは、当面、回避された模様です。7月28日に行われた施政方針演説で、アキノ大統領は2.6兆ペソの2015年度予算案に加え、2014年度の補正予算案を提出すると表明。従来DAPによって行っていた台風被災地の復興復旧投資や各種のインフラ投資支出を、今後は補正予算でカバーするための動きとみられます。

【図3】4-5月に低迷した政府歳出の伸びは、6月に急伸(右)



【図4】実質ペソ建てでの送金額は鈍化しつつも依然堅調な伸び(右)



## ● 年後半にかけて緩やかな回復が見込まれる景気

PDAFやDAPなど国会議員や大統領による裁量的な歳出が批判を浴び相次いで違憲判断が下される中で、政府の歳出は一時的な減速を余儀なくされたものの、今後は補正予算の編成などを通じて緩やかに回復するでしょう。年後半にかけて、被災地の復旧投資の本格化とインフラ投資の加速、民間企業の設備投資の回復などによって、固定資本投資も高い伸びを続けるとみられます。また、企業の景況感は改善しており(図4左)、在庫の積み増しも進むと予想されます。ペソ相場とインフレ率の上昇に伴って実質ペソ建て送金額の伸びは年初より鈍化しているものの、5月時点で前年比+4.5%と依然堅調な水準です(図4右)。4-6月期以降も、民間消費は底堅く拡大するでしょう。1-3月期に一時的に鈍化した景気は、底堅い内需に支えられ緩やかに回復し、今年通年のGDP成長率は+6%台前半と昨年の+7.2%を下回りつつ堅調なものとなる見通しです。

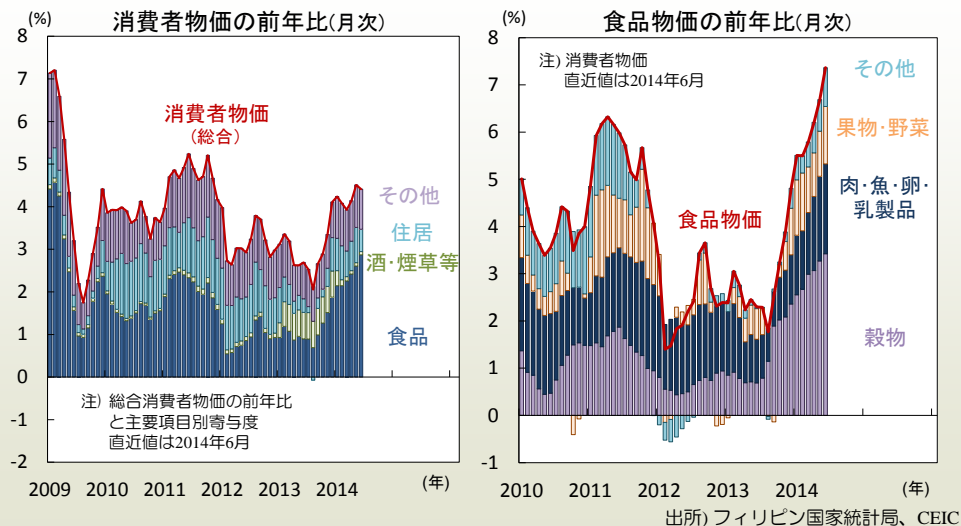
足元の物価の伸びはやや鈍化したものの、物価圧力は強い模様です。6月の総合消費者物価は前年比+4.4%と前月の+4.5%よりやや低下(図5左)。物価指数の22.5%を占める住居・光熱・水道等が前年比+2.3%と前月の+3.7%より低下し、総合物価を押下げました。また、コア物価は前年比+2.8%と前月の+3.1%より低下しました。

## ● 食品物価高騰などによって高まる物価圧力

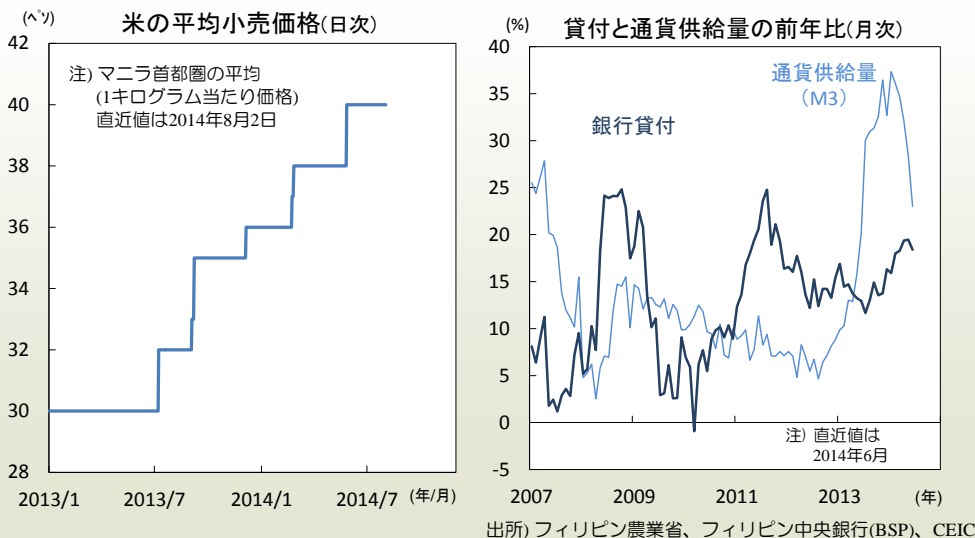
一方、消費者物価指数の39.0%を占める食品物価は、6月に前年比+7.4%と前月の+6.7%より上昇(図5右)。米が+13.6%と前月の+12.9%より上昇、野菜も同+12.5%と前月の+8.4%から上昇し、食品物価を押し上げました。政府が米の密輸と違法な貯蔵の取締りを強化したため近年米の在庫量は低下しており、昨年11月の大型台風による作物被害の影響も加わったため、首都圏の米価格は上昇を続けています(図6左)。政府はベトナムからの米の輸入と市中への放出によって同物価の抑制を図っているものの、今のところ目立った効果は現れていません。また、猛暑や雨不足に伴う不作のために、生育サイクルの短い野菜の価格も上昇を続けている模様です。

加工食品物価の前年比が+10.3%と前月の+9.1%より上昇するなど、生鮮食品物価の上昇の波及も進行。6月半ばのマニラで公共運賃上げが行われ今後この二次波及も進むとみられます。猛暑と雨不足で上昇した野菜物価も当面高止まるでしょう。6月の銀行貸付の前年比は+18.4%と前月の+19.5%より鈍化しつつ高い伸びでした(図6右)。内需の勢いが依然強い中、6月に一時的に鈍化した消費者物価の前年比は、今後8-9月にかけて再び+4%台後半から+5%程度まで上昇する可能性が高いとされます。

## 【図5】総合消費者物価はやや鈍化するも(左)、食品物価は上昇(右)



## 【図6】食品物価上昇の一因は、コメ価格の高騰(左)



## ● 緩和的な金融政策の正常化を進める中央銀行

7月31日、フィリピン中央銀行(BSP)は、政策金利(リバース・レポ金利)を3.5%から3.75%に引上げ(図7左)。Bloomberg集計では、エコノミスト19人中14人が同利上げを予想しており、ほぼ市場予想通りの決定でした。BSPは、3月と5月に預金準備率の引上げ(18%→19%→20%)、6月に資金吸収手段である特別預金勘定(SDA)金利の引上げ(2%→2.25%)を行うなど、緩和的な金融環境の正常化に着手。今回、約3年ぶりに政策金利の引上げを行いました。BSPの声明は、利上げは物価圧力とインフレ期待上昇の兆しに対する予防的な対応と説明。予想されるインフレ率が来年のインフレ目標+2~4%の上限近くまで上昇しており、「目標達成がリスクに晒され得る」と、従来の声明にはなかった強い警戒感を表明しました。また、高止まる食品物価や変動の大きい国際原油価格などに言及しつつ、インフレ見直しには上ブレリスクがあると指摘しました。

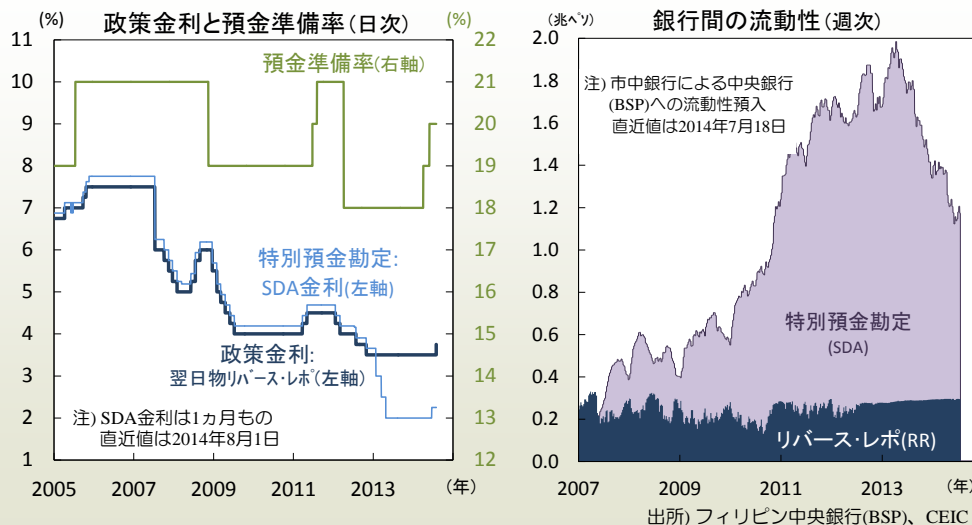
同国では昨年半ばより通貨供給量の伸びが加速し、銀行貸付の伸びも昨年末より加速(図6右)。BSPは、昨年5月に銀行の信託勘定や信託基金によるSDAへの預入を禁止、その後、漸的に預入金を退出させました。この資金が銀行預金に流入し通貨供給量の伸びを押し上げ、また銀行貸付の伸びを促したとみられます。

## ● 期待インフレ抑制のため、今後も追加利上げを実施か

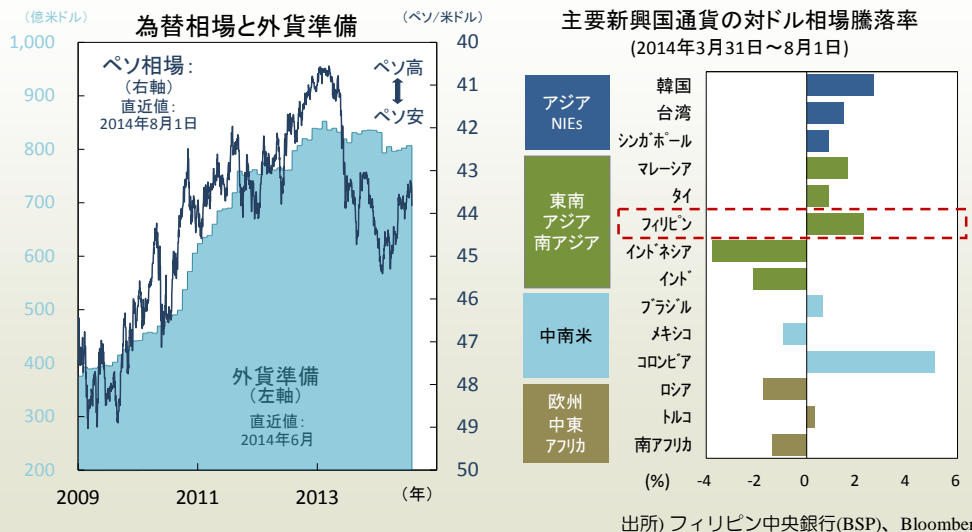
BSPは、通貨供給量と銀行貸付の高い伸びが景気の過熱や不動産など資産価格の高騰などにつながることを警戒、今年3月と5月に預金準備率を1%ポイントずつ引上げ、銀行間の流動性の吸収を図りました。また、6月のSDA金利の引上げは、銀行間の資金市場金利を上げるためのものと考えられます。BSPは、主にリバース・レポ(政策金利を適用)とSDAによって資金吸収を行っています。前者はBSPが保有する担保国債の量が限られるため残高が少なく、資金吸収額の多くは無担保のSDAによります(図7右)。BSPは、従来政策金利と同水準であったSDA金利を昨年初より漸進的に引下げたため(図7左)、銀行間の短期資金市場金利は政策金利よりSDAに近い水準に低下しました。7月にBSPがSDA金利でなく政策金利を引上げたのは、シグナル効果の強い同金利を引上げることを通じて期待インフレ率の上昇を抑え、足元の食品物価等の高騰が一般物価に波及することを防ぐことを目指したためと思われる。

足もとの物価圧力は強く、物価と期待インフレ率抑制のためには更なる金利の引上げが必要でしょう。BSPは、今後も景気物価動向を注視しつつ、年末までにSDA金利と政策金利を最低0.25%ポイントずつ引上げると予想されます。

【図7】インフレ圧力高まる中、3年ぶりの利上げに踏み切った中央銀行(左)



【図8】3月末より堅調に推移するペソの対米ドル相場



## ● 1-3月に低迷したペソ相場は4月より上昇

通貨ペソは、年初より3月末まで対米ドルで0.9%下落するなどやや不振であったものの(図8左)、その後8月1日にかけて同+2.3%上昇。主要アジア通貨では韓国ウォンに次ぐ上昇率でした(図8右)。1-3月期の相場の不振は、多額の証券投資資本の流出(主に債券投資資本)に伴うものでした(図9)。この時期の資本流出は、米国の金融緩和縮小の前倒しや中国の景気減速に関する懸念、アルゼンチンの通貨急落を契機にした世界的な新興国通貨売りの動きなどに伴うものとみられます。もっとも、年初より1月末にかけて通貨が急落したトルコや南アフリカは大幅な経常赤字を計上しており、大幅な経常黒字基調のフィリピンからも多額の資本流出が生じたのは、一見、過剰反応にも見えます。しかし、当時、BSPは物価圧力が高まる中でも低金利を維持しており、同行に対する投資家の信認の低下も資本流出を促す一因となったと思われる。

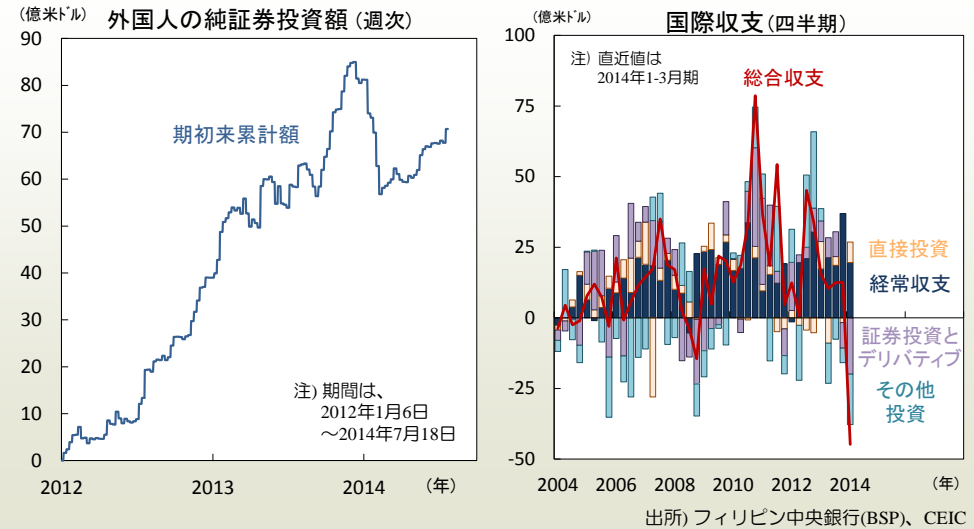
従来に比ベインフレ警戒的となったBSPの姿勢は、当面、ペソ相場を支えるでしょう。ペソ相場が底を打ち反転した時期は、BSPが預金準備率の引上げを開始した3月末と重なっており、米国の早期利上げ懸念の後退に伴う世界的なリスク選好度の回復に加えて、中央銀行の姿勢の変化も相場を支え始めたと考えられます。

## ● 中央銀行のインフレ警戒姿勢もペソ相場を下支えか

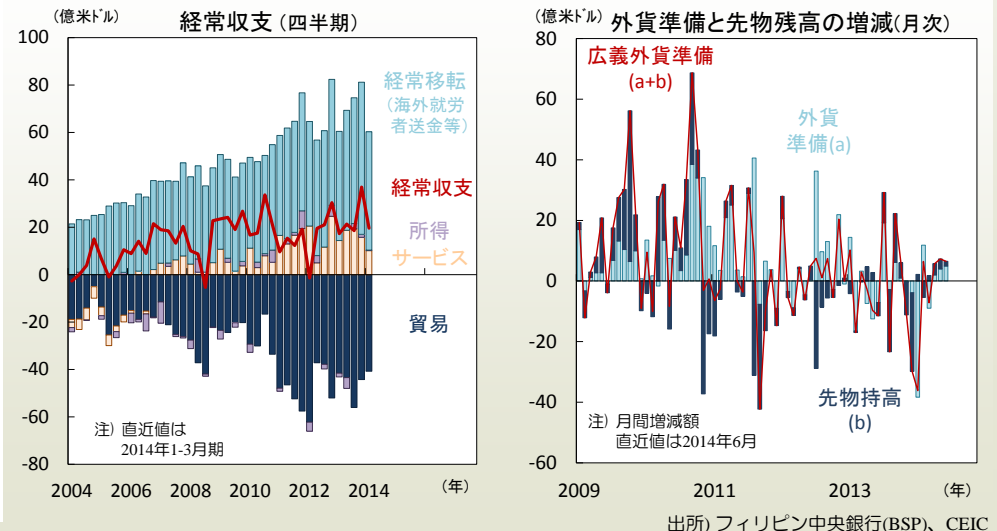
同国は、海外就労者からの送金やコールセンター等の事業プロセス外部委託(BPO)収入など安定した外貨収入を持ち、経常収支は大幅な黒字基調です(図10左)。来年の米国利上げ開始を意識して今年末より新興国から再び資本流出が生じたとしても、影響は比較的小さいでしょう。堅調な経済成長見通し、安定的な経常黒字、インフレ警戒的な中央銀行を持つ同国の通貨には、上昇圧力が加わりやすいと考えられます。

BSPは、従来、海外就労者送金の購買力やBPO産業の輸出競争力を損ねるペソ高には警戒的でした。ペソ高が進行する局面ではドル買い介入によって相場上昇の速度を抑える姿も目立ち、昨年7月と9月には外貨準備の純額(先物を含む)が月間に22-29億ドル増加するなど多額の介入を行った様子が見えます(図10右)。しかし、ペソ相場が他のアジア通貨を上回る速度で上昇した今年4-6月の上記準備増加額は月間6-7億ドルに留まるなど、介入の規模は今年初より縮小している模様です。BPO産業で競合するインドのルピー相場が昨年8月末より大きく上昇したこと、物価圧力が高まる中で輸入物価を抑制する緩やかなペソ高に従来より寛容になったことなどが背景にあると考えられます。当面、ペソ相場は底堅く推移すると予想されます。(入村)

【図9】年初より証券投資資本が流出し(左) 1-3月期は国際収支赤字に(右)



【図10】中央銀行によるドル買い介入の規模は足元で縮小か(右)





## 【韓国】民間消費の低迷などにより、鈍る景気回復の勢い

民間消費の低迷などにより、足もとで韓国の景気回復の勢いが鈍っています。物価の低位安定が続くなか、今年中、金融当局は追加利下げを行うとしても1回程度にとどまり、以後は金利を据置く可能性が高いでしょう。

### ● 勢いが鈍る景気回復

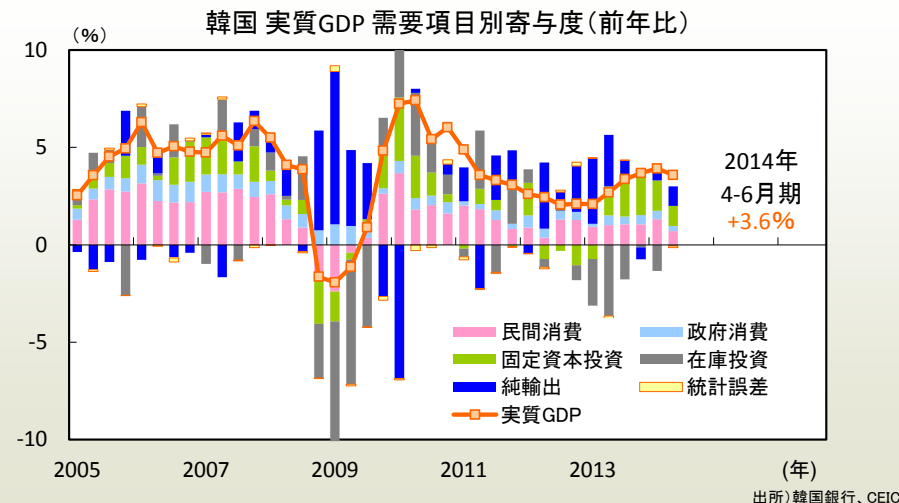
世界景気の回復が進むなか、外需依存度の高い韓国経済の2014年4-6月期実質GDP成長率（速報値）は前年比+3.6%、前期比+0.6%（季節調整済み）と、いずれも前期より鈍化しました（図1）。需要項目別では、海外需要の増加を背景に輸出の回復が続くものの、4月に発生した旅客船の沈没事故などによる消費の自粛ムードが広がり、民間消費が前年比+1.5%と、1-3月期の同+2.5%より大きく落ち込みました。また、固定資本投資と政府支出もそれぞれ、同+3.4%、+1.8%と落ち込みました。

2013年後半から、対円・対米ドルでウォン高が進むなか、韓国企業は輸出単価の引き下げなどで対応してきました。そのため、輸出全体は底堅く推移し、6月には479億ドル、前年比+2.2%となりました（図2）。米国向けの輸出は引き続き好調で、4ヵ月連続でプラス成長が維持されました。一方、最大の取引先である中国向け輸出は前年比▲1.1%と、2ヵ月連続で減少し、欧州向けの輸出は回復の勢いも持続せず、同▲0.5%（5月：+26.8%）となりました。品目別では、主力輸出品のうち、電子類など、自動車以外のほぼ全ての項目は緩やかに回復しており、景気循環に影響されやすい造船も6月に前年比+5.8%と、回復が進んでいます。しかし、ウォン高圧力などを背景に、4-6月の海外からの受注累積額は127兆ウォンとなり、2009-13年の平均値の約9割にとどまるなどから（図3左）、今後、輸出回復の勢いは鈍化すると予想されます。

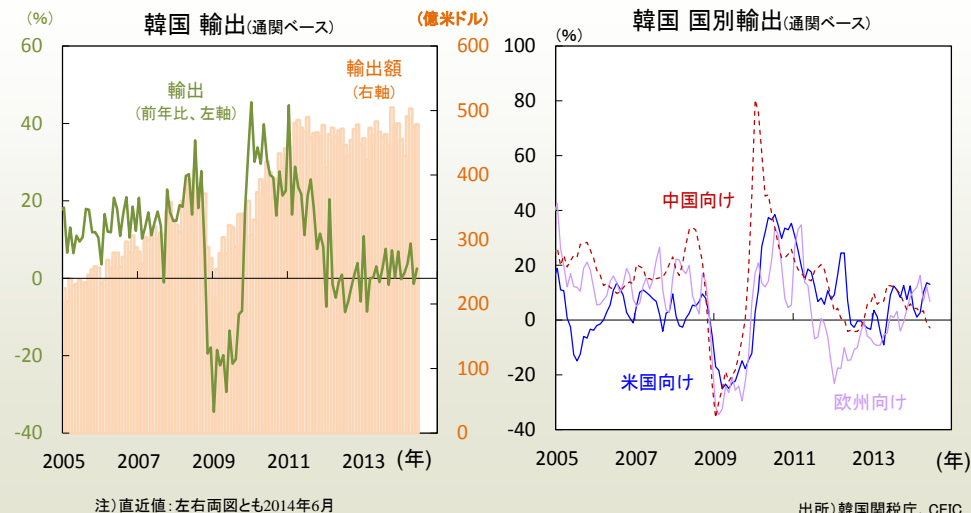
足もとの輸出回復などを背景に、鉱工業生産は6月に前年比+0.6%と、5月の同▲2.1%から改善しました（図3右）。企業の景況感指数（BSI、見通し）も7月に97.1と、昨年後半からの上昇傾向を維持しています。また、製造業の平均設備稼働率は6月に76.7%（季節調整済み）と、昨年の平均値水準（76.2%）を超える水準で推移しています。

一方、景気の鈍化に伴い、失業率は年初から上昇し、6月に3.6%と（2013年平均：3.1%）高止まっています。また、就業者の純増数は前年同期比で約1割増の40万人となったものの、昨年7月以来の低水準となりました（図4）。今後、非正規雇用を含む雇用の多様化が進み、雇用環境の改善が期待されます。

【図1】1-3月期より鈍化する実質GDP成長



【図2】堅調に推移する韓国の輸出



一方、低調な民間消費などのテコ入れを狙い、韓国政府は7月24日、11.7兆ウォンの追加財政支出を含む総合景気対策を発表しました。企業に対する優遇税制（詳細は8月中に発表）や中低所得層の住宅購入支援などに財政資金が投入されるほか、韓国産業銀行などの政府系金融機関などが中小企業への債務保証などの金融支援を行なう予定です。また、低迷が続く不動産市場の活性化策として、住宅の担保掛目（LTV）と住宅ローンの年間返済額の年収比率（DTI）を地域、金融機関の種別などとは関係なく、一律にそれぞれ70%、60%に引き上げるとしています。

今後、景気対策効果の浸透などにより、民間消費の拡大が期待され、韓国経済は年末にかけて内・外需ともに回復を続ける見通しです。

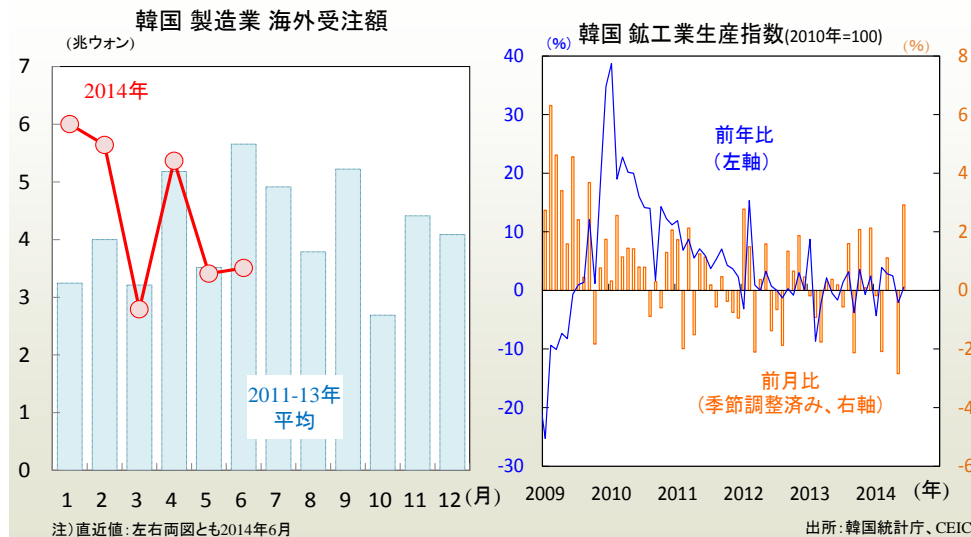
## ● 足もとで高まりつつある利下げ懸念

7月の総合消費者物価は6月とほぼ同じく、前年比+1.6%と、依然として政府の2013-15年度のインフレ目標（+2.5%～3.5%）の下限を下回っています。農産物の供給増やウォン高に伴うエネルギー輸入価格の低下は、総合物価の低位安定に寄与しています。また、燃料と生鮮食品を除いたコア物価も7月に同+2.2%と、安定的に推移しています（図5）。一方、生産者物価も企業活動の回復などを反映し、6月に前年比+0.1%（5月：同0.0%）と、小幅ながらも21ヵ月ぶりにプラスに転じました。今後、景気対策の効果浸透に加え、生産者物価の上昇も次第に総合物価に波及するため、2014年末にかけて、総合物価は+2%台前半まで上昇していくと見られます。

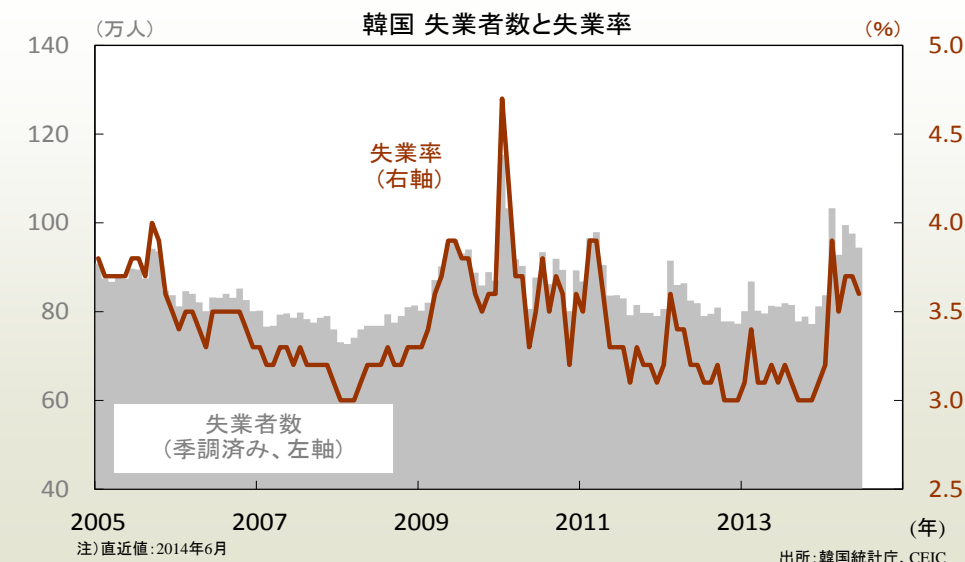
韓国の中央銀行（BOK）は昨年5月に政策金利（7日物レポ金利）を2.75%から2.50%に引き下げた後、今年7月まで14回連続で金利を据え置いてきました（図6）。しかし、7月10日に金融政策決定会合の後の記者会見では、中銀総裁は今回の決定がこれまで13回連続の全会一致とは違い、1人の反対者が出たと明らかにしたうえで、景気の下振れリスクと物価上昇圧力の弱さに言及し、利下げの可能性を連想させる発言をしました。一方、米国を中心に世界景気が順調に回復するなか、拙速な利下げは逆に資金の海外流出につながり、国内の金融不安を招きかねないため、今年中、BOKは追加利下げを行うとしても1回程度にとどめ、以後は金利を据置いて景気対策の効果や世界景気の動向を慎重に見極める可能性が高いでしょう。

韓国ウォンの対米ドル相場は良好な国際収支構造などを背景に、昨年後半から堅調に進んでいます（図7、8）。急速なウォン高に対し、韓国政府は繰り返し為替介入を実施し、通貨高の上昇速度を抑えようとしている模様です。これに対し、米国政府や国際通貨基金（IMF）などから為替市場への介入を最小限にとどめようとする、為替介入の自制を求める圧力が高まっています。そのため、年末にかけて、同国は上記の指摘に慎重に対応し、ウォンの上昇も小幅にとどまる見通しです。（洪）

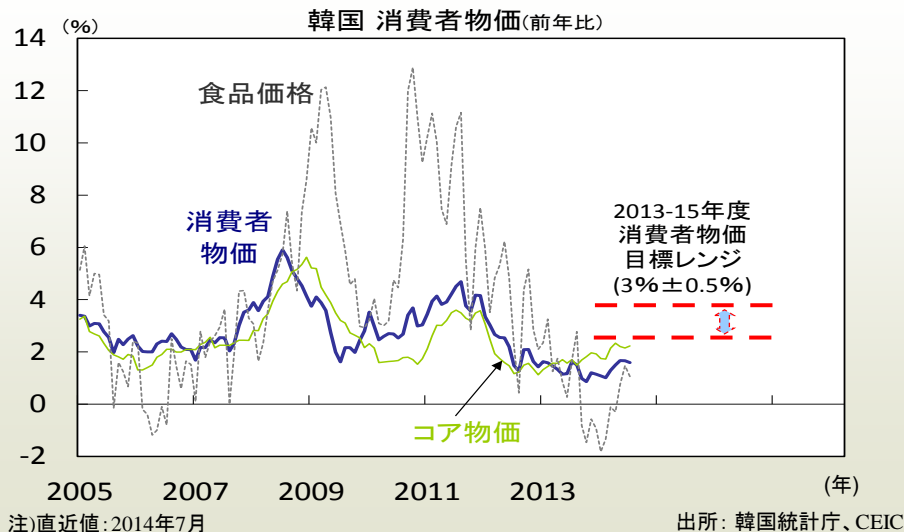
## 【図3】6月の海外受注減の影響を受け、緩やかにとどまる生産の回復



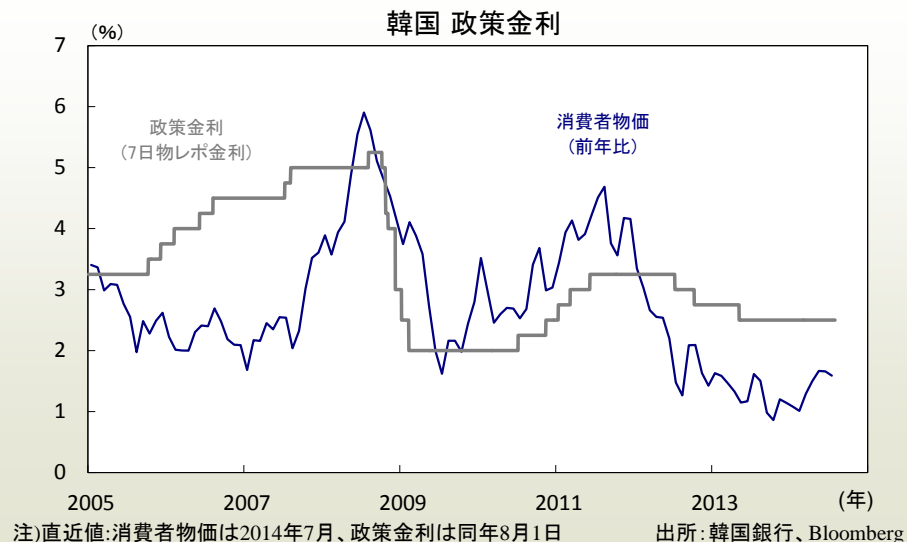
## 【図4】3.6%にとどまる失業率



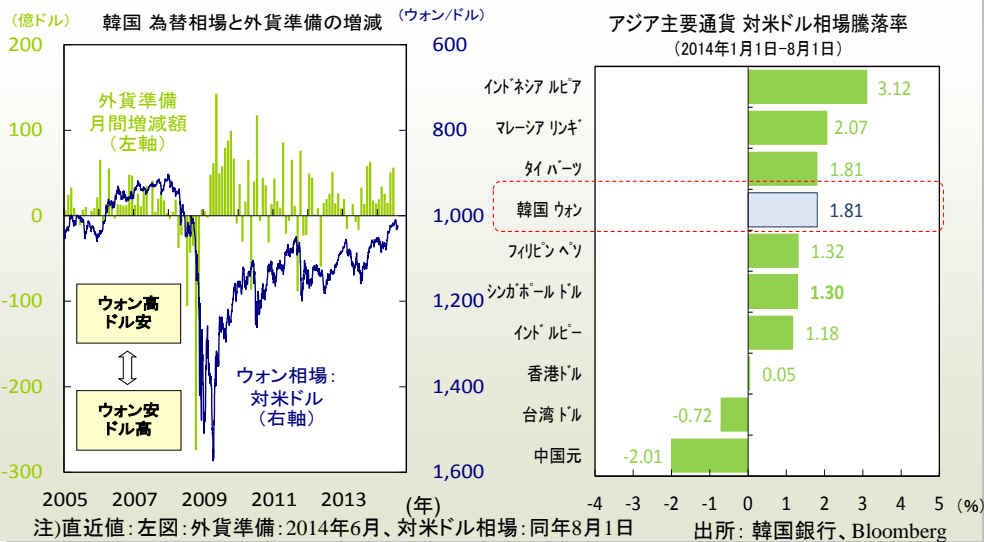
【図5】インフレ目標の下限以下で推移し続ける消費者物価



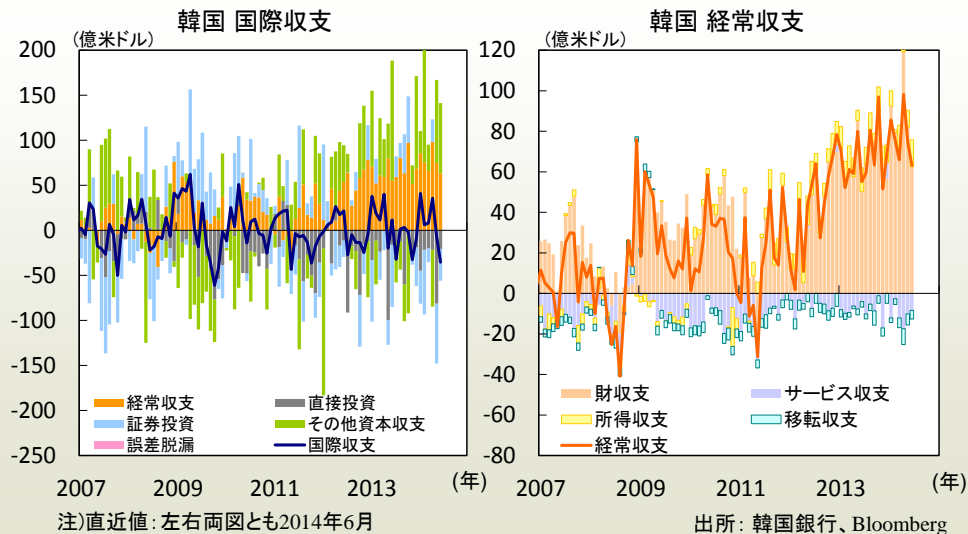
【図6】政策金利を据え置いてきた金融当局



【図7】年初来より、堅調に推移する韓国ウォン

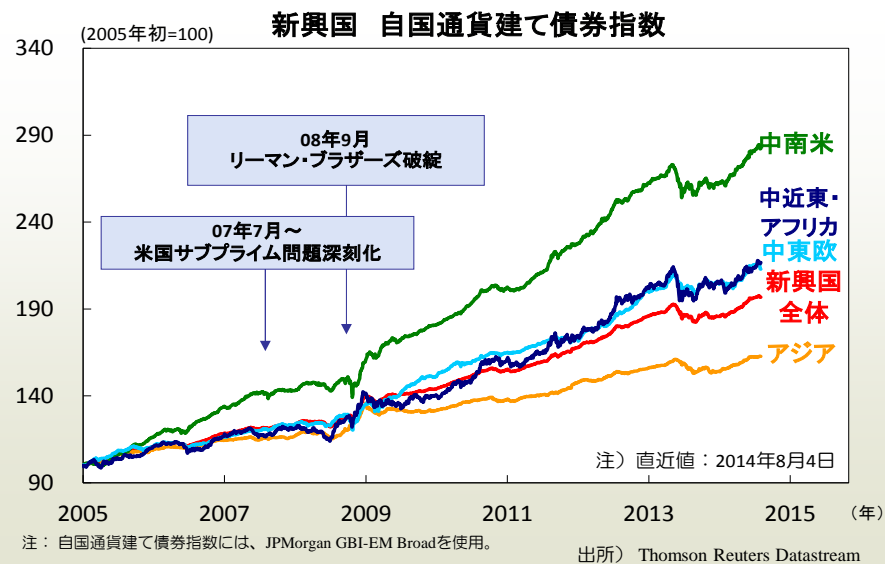
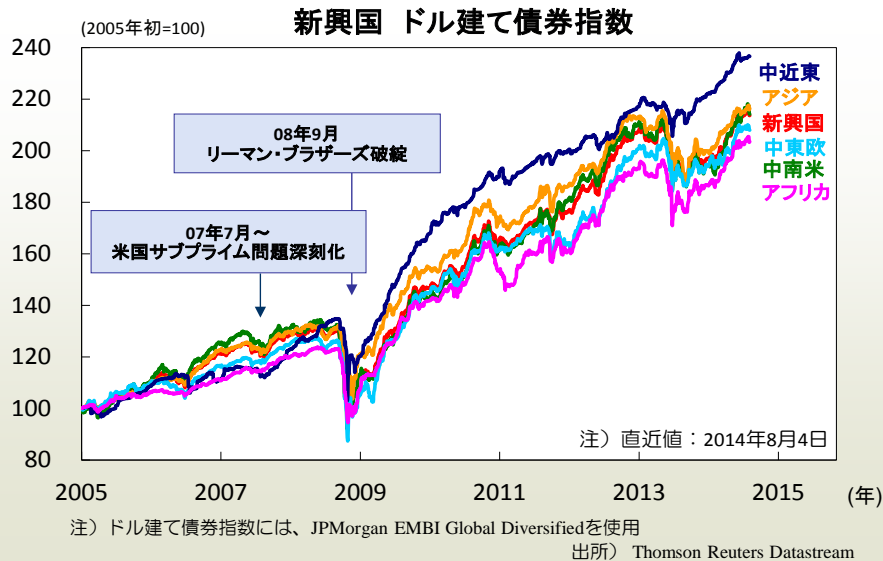
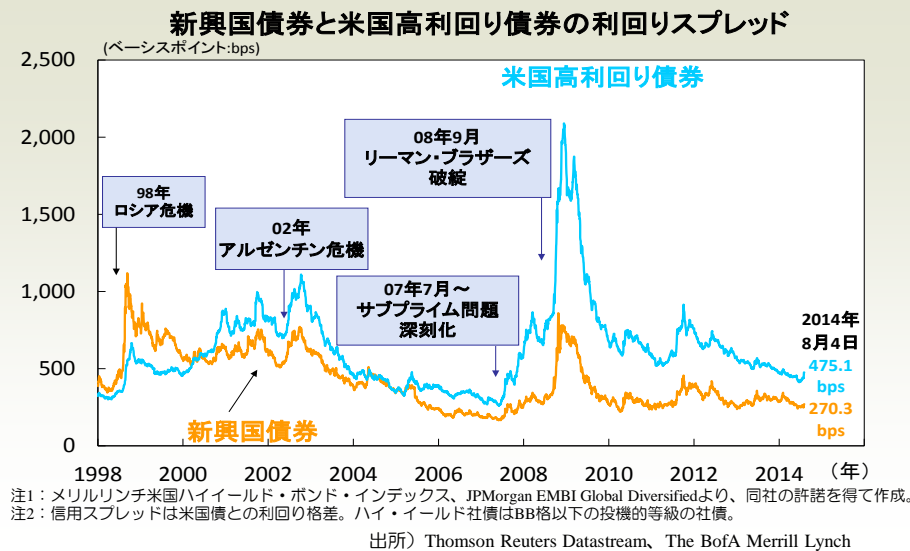
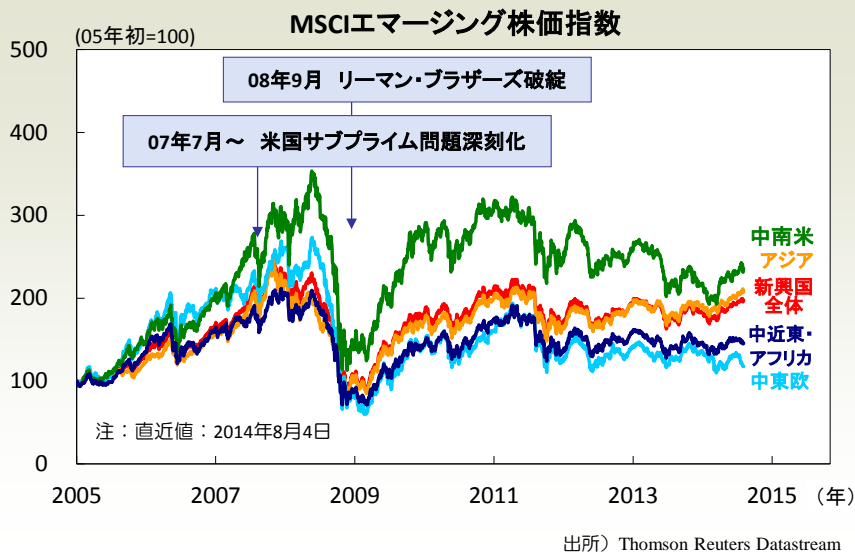


【図8】恒常的な経常黒字に支えられる国際収支構造



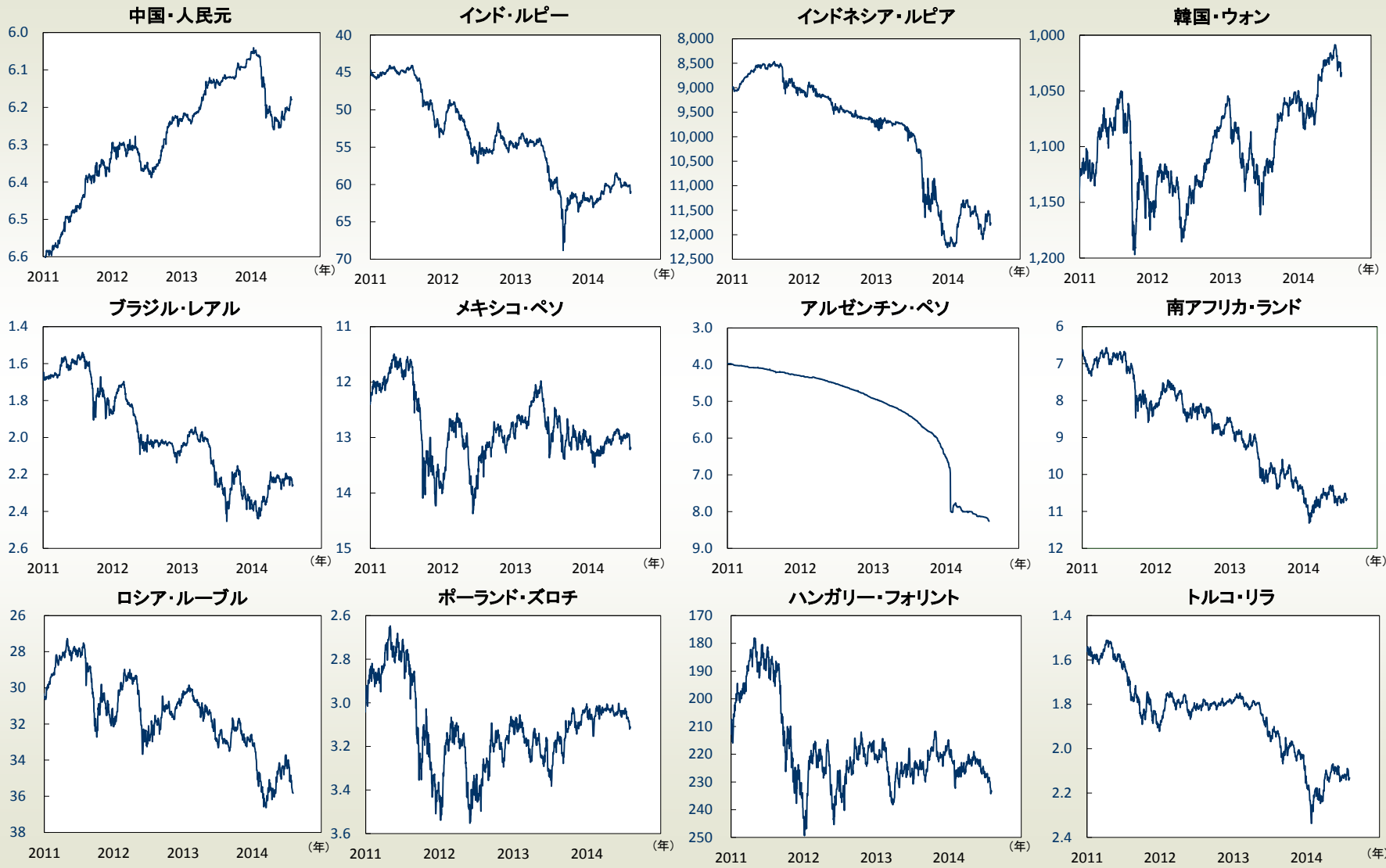


# 【エマージング・マーケット・ウォッチ】①新興国の債券・株・金利スプレッド



# 【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



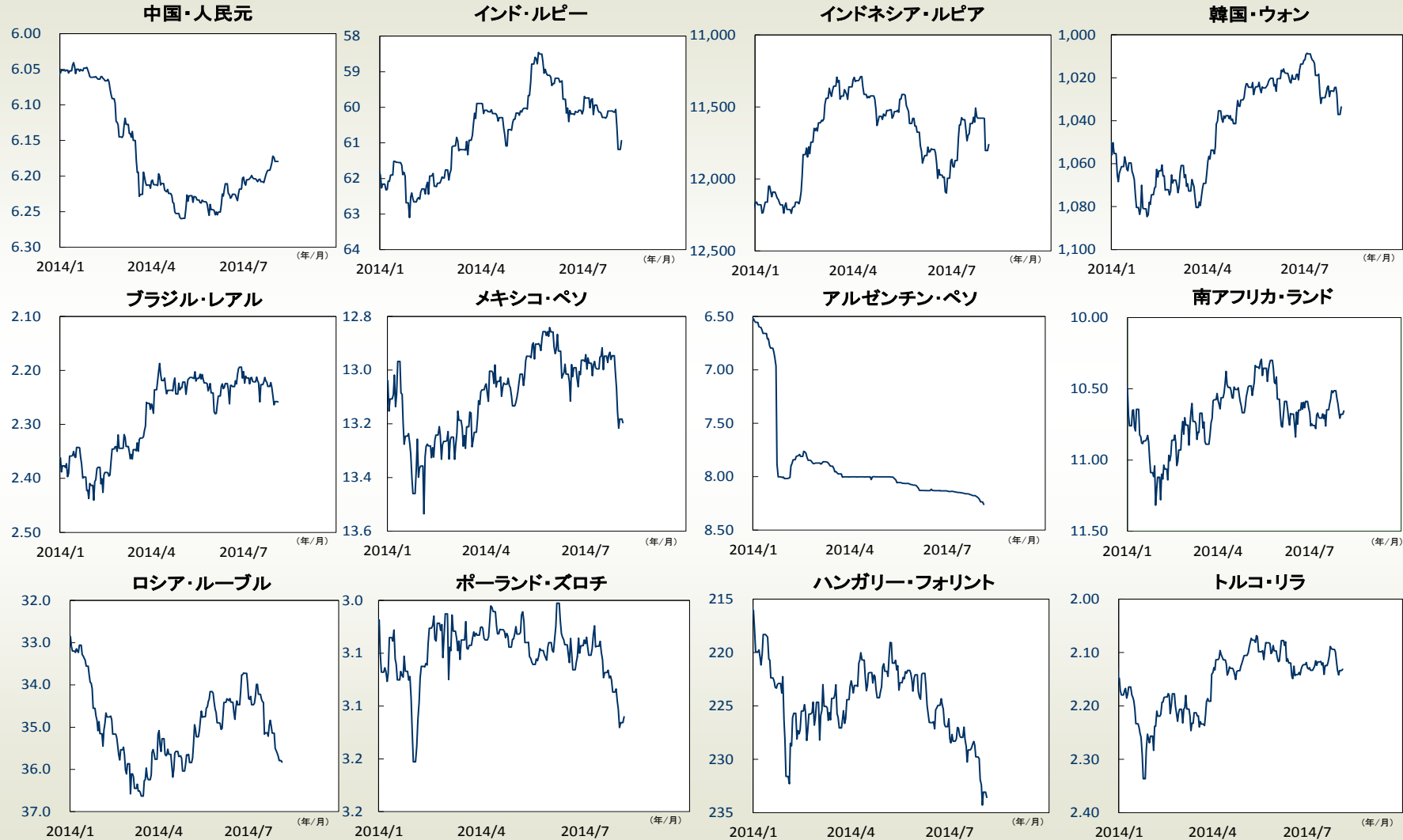
自国通貨安  
米ドル高

注) 直近値は2014年8月4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8月4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8月5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投資情報部の見解です。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 2014, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.

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。