

Contents

【フィリピン】恵まれた経済環境下の底堅いペソ相場は今後も継続するのか .....	1ページ
【台湾】緩慢なペースに留まる景気回復 .....	6ページ
【エマージング・マーケット・ウォッチ】 .....	9ページ

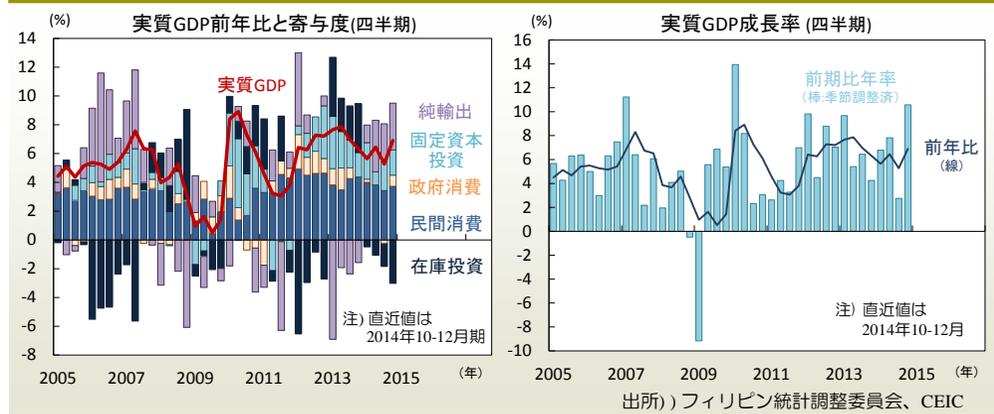
## 【フィリピン】恵まれた経済環境下の底堅いペソ相場は今後も継続するのか\*

### ● 堅調な景気と落ち着いた物価と底堅い通貨

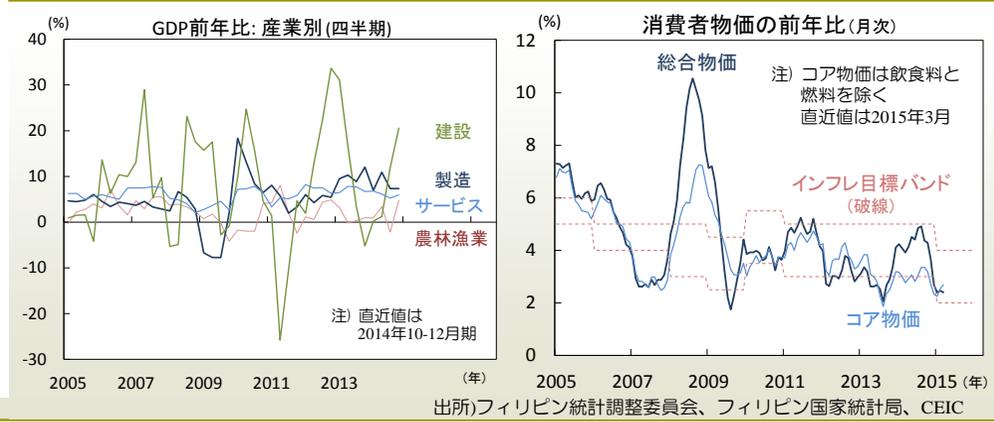
フィリピン経済の堅調ぶりが目立ちます。底堅い内需にけん引され景気は力強い拡大を続けています。燃料価格の低下にも助けられ消費者物価は落ち着いており、中央銀行は昨年9月の利上げ以降、政策金利を据置き。年初から多くの新興国が景気下支えのための利下げを行う中、同国の中央銀行がこうした動きに追随する様子はありません。また、内需が底堅く伸びる中でも輸入増加による経常収支悪化の兆しは見られません。こうした恵まれた環境の下、通貨ペソは、年初よりしばしば米ドル高が進んだ中でも堅調に推移しています。本稿では、同国の景気、物価、対外収支、金融政策の動向を概観するとともに、今後の為替相場の見通しについて考察します。

昨年7-9月期に鈍化した景気は10-12月期に素早く回復(図1)。司法判断などに伴って減速を余儀なくされていた政府歳出が急回復したことが主因です。2013年後半より政府資金の不正流用疑惑が相次いで浮上する中、同国の最高裁判所は、同年11月に優先開発支援基金(PDAF)を違憲と判断。PDAFは政府予算から議員に割当てられる資金で、不正流用の対象となったものでした。同裁判所は、同時に大統領が裁量権を持っていた複数の基金の一部についても違憲と判断。更に、2014年7月には、現政権が2011年より用いてきた歳出促進計画(DAP)も違憲と判断しました。DAPは、前年度までの予算未消化分の財政資金の用途を大統領府の自由裁量で決める制度であり、現政権は、同制度を用いてインフラ投資等を促進。官僚組織は歳出執行に対して従来以上に慎重になりました。政府の歳出は、2013年の10-12月期より昨年7-9月期にかけて急速に減速(図3左)。歳出の減少に伴って財政赤字幅は縮小し(図3右)、中央政府の2014年度の中央政府財政赤字のGDP比は0.6%と、前年の1.4%、前々年の2.4%を大きく下回りました(図4左)。昨年度の中央政府歳出のGDP比は15.7%と前年度の16.3%を下回り、景気を下押しすることになりました。

【図1】10-12月期の実質GDP成長率は、7-9月期より大きく反発



【図2】景気拡大が続く中でも低位で推移する消費者物価伸び率(右)



## ● 急減した政府歳出の回復を図った政府

しかし、政府は急減した歳出を回復させるべく、素早く動きました。最高裁判所が問題視した歳出項目や所管官庁の間の流用を不要とするために2015年度予算を再編成するとともに、DAPの違憲判決にも対応。過年度の予算未消化額225億ペソの歳出を可能にするために同額の補正予算を編成しました。

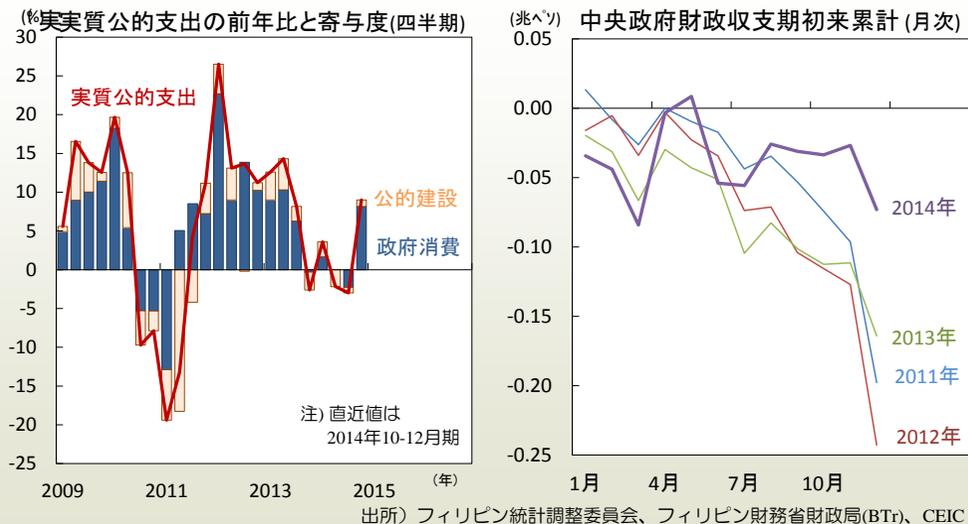
政府の努力が実り、10-12月期には政府支出が大きく回復し、減速しかかった景気を再加速させました。10-12月期の実質GDPは前年比+6.9%と前期の+5.3%より加速。季節調整済みの前期比年率は+10.6%と前期の+2.7%を大きく上回っており、足元の景気拡大の勢いは極めて強い模様です。2014年通年の成長率は+6.1%と、前年の+7.2%を下回りつつ堅調なものとなりました。10-12月期のGDPの需要側では、政府消費が急回復し公的建設投資も反転、底堅い民間建設投資や輸出などとともにGDP成長率を押し上げました。政府消費は前年比+9.8%と前期の▲2.6%より急反発し、実質GDPの前年比への寄与度は+0.8%ポイントと前期の▲0.3%ポイントから大きく改善。公務員給与とその他経常歳出とともに伸びが加速しており、条件付現金給付(CCT)も増加、台風被害地域の復興支援の加速を意図した政府の取組みによるとみられます。

## ● 民間消費や固定資本投資も堅調な伸びを持続

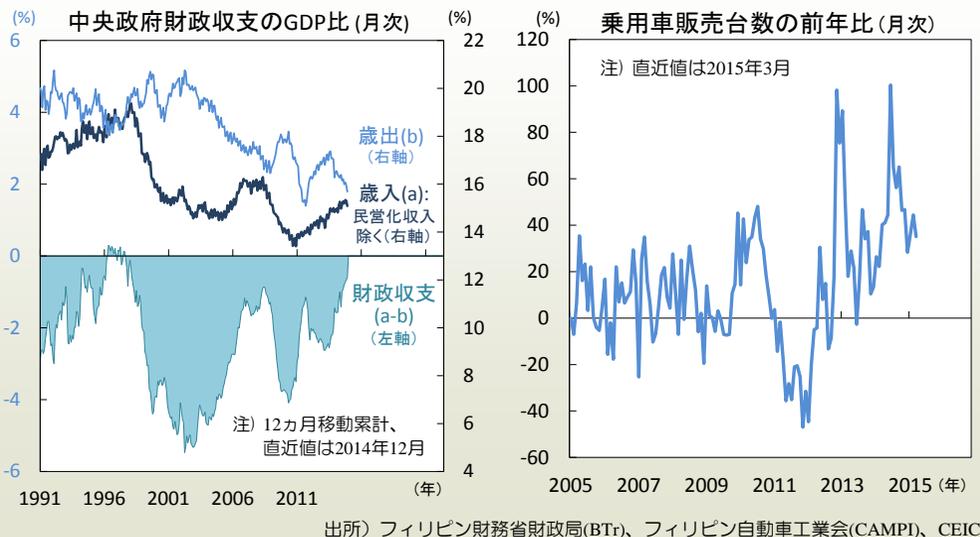
10-12月期の実質民間消費は前年比+5.1%と前期の+5.0%よりやや加速。食品や衣服・履物など基礎的消費の伸びが緩やかに回復、例年より長いクリスマス休暇などが背景とみられます。固定資本投資は同+8.1%と前期の+10.5%より鈍化しつつ堅調。前年同期の急伸からの反動で設備投資が同▲0.6%と前期の+8.1%より反落したものの、建設投資が同+21.9%と前期の+13.2%より加速しました。民間建設投資が同+25.7%と前期の+16.8%より加速し、公的建設投資も+5.1%と前期の▲6.6%から反転しています。在庫投資はGDP比+1.5%となったものの、前年同期の急伸からの反動によって、その寄与度は▲3.0%ポイントと前期の▲1.6%ポイントよりマイナス幅が拡大しました。

外需では、総輸出が同+15.5%と前期の+9.9%より加速しました。財輸出は同+15.9%と前期の+9.7%より加速。世界的な電子需要の循環的な回復を受けて電子製品輸出が+25.4%と急伸し、輸出総額を押し上げました。サービス輸出も同14.1%と前期の+10.8%より加速。コールセンターなど「その他サービス」に加え、保険、旅行、運輸など幅広い項目の伸びが加速しました。総輸入は同+5.3%と前期の+5.1%よりやや加速。この結果、純輸出の寄与度は+3.3%ポイントと前期の+2.5%ポイントより改善しました。

### 【図3】7-9月期まで低迷していた公的支出が10-12月期に急反発（左）



### 【図4】消費者信頼感が改善する中、自動車販売台数も高い伸び（右）



## ● 堅調な伸びを見せる製造業やサービス部門

生産側を見ると、農林漁業が前年比+4.8%と前期の▲2.2%から反発(図2左)。7月に上陸した大型台風被害の影響が一巡し、米やトウモロコシの生産が伸びました。鉱業は同▲3.2%と前期の+5.2%より反落。石油ガスの生産が回復したものの、銅など金属の生産が落ち込みました。製造業は+7.3%と前期と同率の好調な伸び。衣服、通信機器、機械設備等が落ち込んだものの、輸出の伸びを背景に電子・電器の伸びが加速しました。建設業は+20.5%と前期の+11.9%より急加速。民間建設投資の急伸によります。サービス部門は同+6.0%と前期の+5.3%より加速。政府消費の急回復で公共サービス等が同+10.9%と前期の▲2.9%から急反発し、不動産等も+8.3%と前期の+6.2%より加速、運輸・倉庫・通信も+6.3%と前期の+5.3%より加速しました。

1月以降の月次の景気指標も堅調です。3月乗用車販売台数の前年比は+35.1%と前月の+44.4%を下回りつつ高い伸びを維持(図4右)。燃料や米の価格の低下による購買力の改善や期待インフレ率の低下もあり、消費者信頼感は改善。1-3月期の消費者期待指数は前期の水準を大きく上回りました(図5左)。2月の消費財輸入も、前年比+12.2%と前月の+3.9%より急伸、耐久財と非耐久財とも+10%台の高い伸びとなりました。

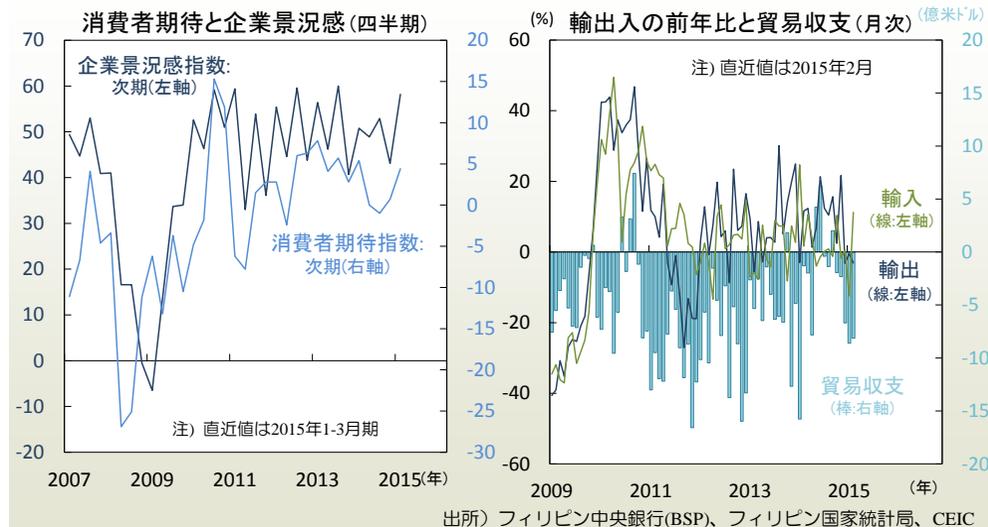
## ● 力強い内需を背景に大きく伸びた2月の輸入

2月の貿易統計では、外需の不振で輸出が低迷する一方で堅調な内需を背景に輸入が急伸。2月の輸出は前年比▲3.1%と前月の▲0.5%よりマイナス幅が拡大。マイナスは3カ月連続です。輸入は同+11.2%と前月の▲12.4%より反転。この結果、貿易収支は▲8.1億米ドル(以下「ドル」と前月の▲8.6億ドルと大きく変わりませんでした(図5右)。

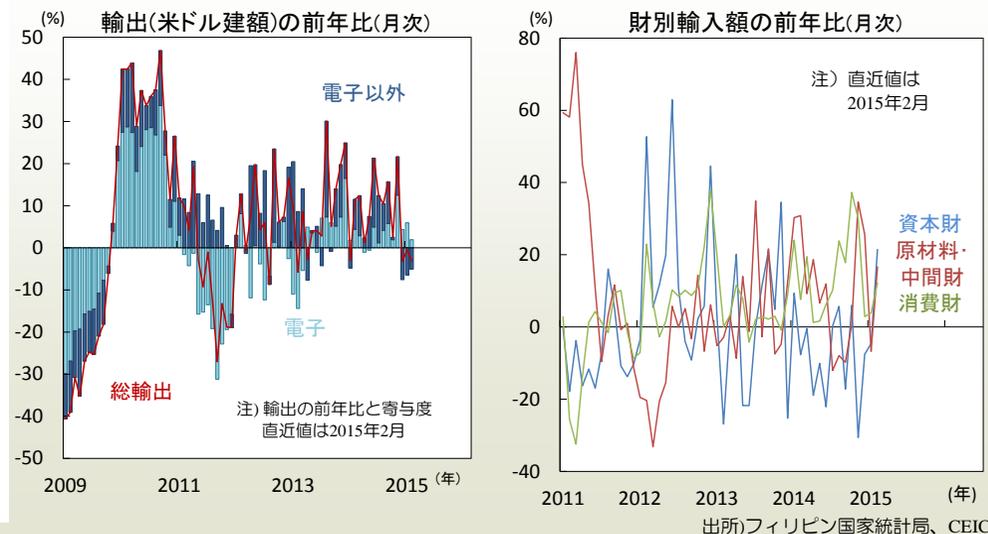
輸出は、地域別では米国向けが堅調に伸びたものの、最大の輸出先であるアジア向けが低迷、欧州向けも不振でした。品目別では、電子製品が前年比+4.8%と前月の+14.6%より鈍化しつつプラスの伸びを維持した一方、電子以外が同▲8.4%と前月の▲10.8%に次ぐ大幅なマイナスに。自動車部品(点火用配線)や衣服が堅調に伸びたものの、機械、運輸機器、家具、金属、食品等の伸びがマイナスとなりました。

輸入の内訳を見ると、昨年後半より進んだ原油安を背景に石油の輸入が前年比▲18.7%と低迷する一方、その他品目の輸入が急伸しており、資本財は同+21.5%の伸び(図6右)。企業の設備投資などを背景にオフィス機器や通信機器が伸びました。また、電子も同+42.4%と急伸。電子輸出が底堅く伸びる中、更なる輸出の伸びを見越した企業が電子部品在庫の積増しを始めたものとみられます。

## 【図5】 堅調な内需などを背景に、輸入の伸びが急伸(右)



## 【図6】 電子輸出はプラスで推移する一方、その他の輸出の伸びはマイナス(左)



## ● 足元でやや鈍化する海外就労者送金の伸び

民間消費を支えてきた海外就労者送金については、足元で緩やかな鈍化の兆しも見られます。2月の海外就労者送金は18.8億ドルと前年比+4.2%の伸びで、前月の同+0.5%より反発したものの、昨年通年の+5.9%を下回りました(図7左)。

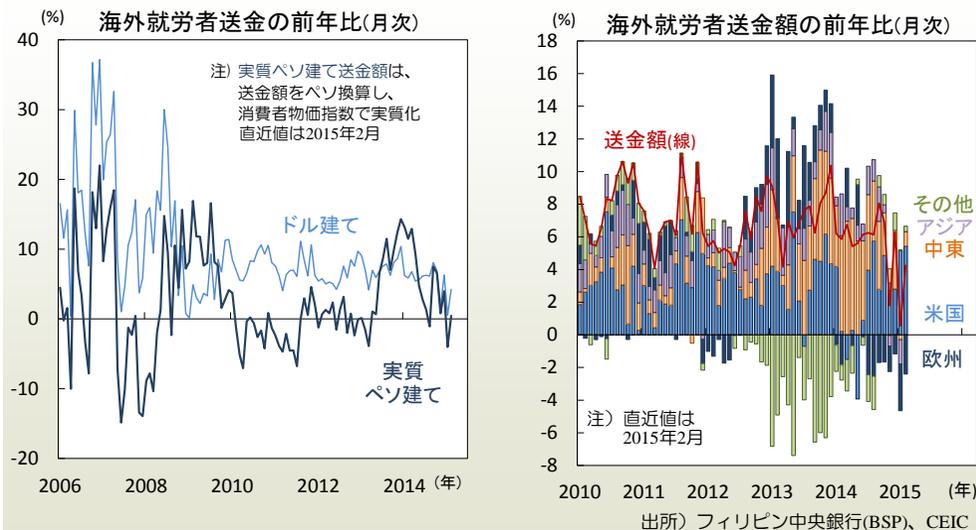
前年初には大型台風被害を受け送金額が増加、1-2月の前年比がその反動で押下げられた面もあるものの、為替市場でのユーロ安の影響等も無視できないとみられます。地域別では、送金額の46%(2014年実績)を占める北米からの送金が前年比+11.5%と前月の+10.0%に次ぐ2桁の伸びとなった一方、それぞれ15%を占めるアジアと欧州からの送金が低迷(図7右)。アジアは同+0.1%と前月の▲9.7%より反発しつつ低調でした。欧州は同▲14.5%と前月の▲16.1%に続く2桁台のマイナス。マイナスの伸びは9カ月連続です。対ドルでのユーロ相場下落がドル建ての送金額を押下げているとみられます。また、送金額の22%を占める中東からの送金額は、同+4.0%と前月の▲1.4%より反発しつつ、昨年2桁台の伸びからは大きく鈍化。原油価格の低迷の影響が顕在化しつつあるとみられます。ペソの対ドル相場は極めて安定しており、ユーロ等の対ドル相場下落によって、同送金の購買力も緩やかに低下しているとみられます(図7左)。

## ● 内需に牽引され昨年以上の拡大が予想される今年の景気

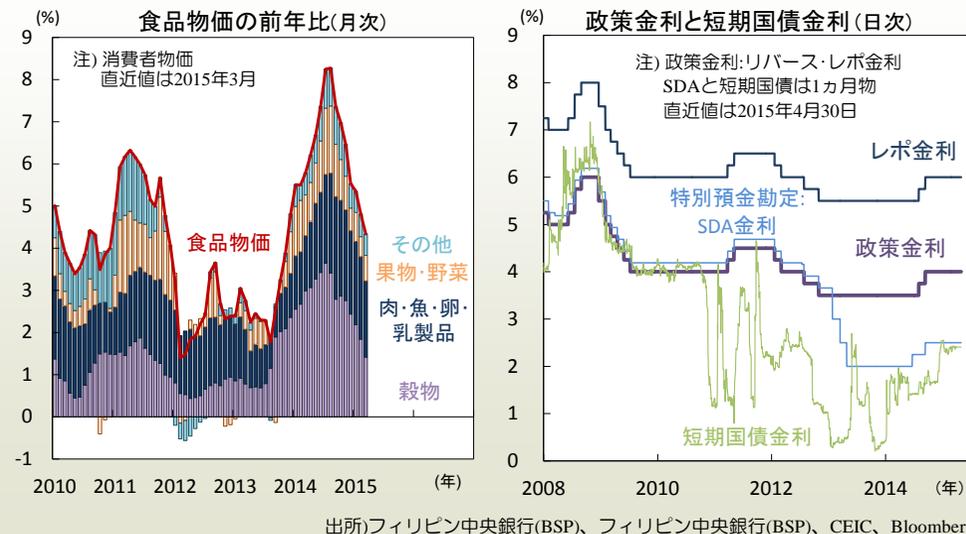
外需の低迷等の逆風もあるものの、民間消費、政府支出、民間投資などの内需の底堅い伸びに伴って景気は今後も堅調な拡大を続ける見込みです。

主要通貨に対するドル高の進行とペソの対ドル相場の安定を背景に、海外就労者送金による民間消費の押し上げ効果は昨年より穏やかなものとなる見込みです。しかし、雇用状況と消費者信頼感が改善する中、同消費の伸びは昨年並みの堅調なものとなるでしょう。10-12月期に急反発した政府消費は今後も堅調に伸び、公的建設投資の伸びも加速するでしょう。昨年7-9月期までの低迷からの反動が大きい上、補正予算の成立が昨年12月へとずれ込んだため、同予算執行によって今年上期の政府支出は一層押し上げられる見通しです。住宅投資は引き続き好調さを保ち、官民協働型(PPP)インフラ投資の進展に伴って企業部門の投資も加速するとみられます。輸出に関しては、電子部門が堅調さを保つものの、電子以外の部門は主要輸出相手国の景気減速の影響から引き続き牙を欠くと予想されます。一方、堅調な内需の伸びを背景に輸入は高い伸びを続けるため、純輸出の経済成長率への寄与度はマイナスに転じるとみられます。今年通年の成長率は+6%台半ばと、昨年の+6.1%を上回る堅調なものとなると予想されます。

## 【図7】米ドル高の影響もあり、欧州からの就労者送金額は低迷(右)



## 【図8】鈍化する食品物価(左)、4回連続で金利を据置いた中央銀行(右)



## ● 落ち着いた物価の下で金利据置きを続ける中央銀行

堅調な景気拡大が続く中でも物価は落ち着いています。3月の消費者物価は前年比+2.4%と前月の+2.5%よりやや鈍化しました(図2右)。食品物価が同+4.3%と前月の+4.8%より鈍化し総合物価を押下げました。穀物、肉、魚等が下落した影響です(図8左)。燃料は、同▲12.7%と前月の▲14.7%よりマイナス幅が縮小。国際燃料価格の底打ちを受けて、前月比(季節調整前)が+2.7%と8カ月ぶりのプラスとなった影響です。運輸サービスは前年比+3.1%と前月の+3.3%よりやや鈍化しつつ、12月の+0.6%を超過。1月以降の電車賃(MRT/LRT)の引上げが背景です。コア物価は前年比+2.7%と前月の+2.5%よりやや上昇。家賃が同+3.0%と前月の+3.1%とほぼ同水準で高止まり、電力が同▲0.8%と前月の▲4.6%よりマイナス幅が縮小したこと等が背景です。

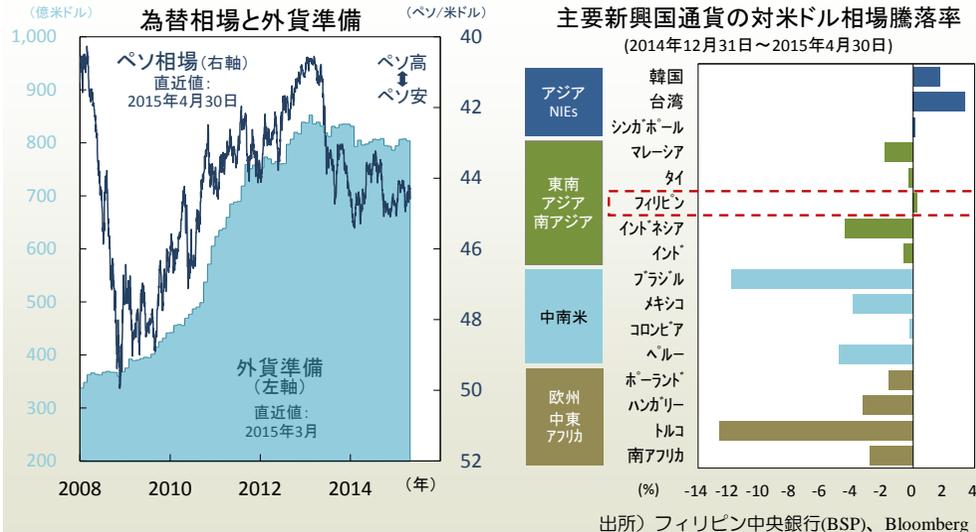
フィリピン中央銀行(BSP)は、3月26日の会合で政策金利を4%で据置きました。昨年9月の利上げ(3.75%→4%)以降、金利据置きは4回連続です(図8右)。BSPの声明は、インフレは管理可能でインフレ期待も落ち着いているとし、景気についても内需の底堅さを指摘。現在の金融政策は適切としました。堅調な景気拡大と落ち着いた物価が続く中、BSPは今後も、年内は政策金利を据置く可能性が高いと予想されます。

## ● ドル高局面での底堅さの目立つペソ相場

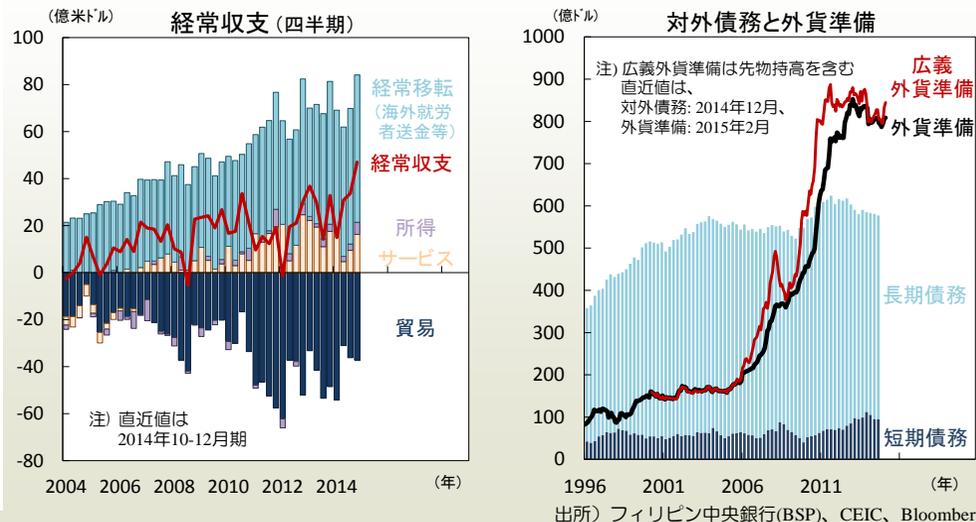
通貨ペソは年初から4月30日にかけて対ドルで0.3%上昇(図9)。1月と3月前半にドル高が進行し多くの新興国通貨の対ドル相場が低迷した中でも堅調に推移しました。

同国では堅調な景気拡大が継続、韓国やタイ等とは異なり景気支援のための利下げは不要でしょう。また、経常黒字は拡大基調(図10左)。外貨準備が総対外債務を上回るなど対外収支は強く(図10右)、短期債務増加と外貨準備減少が懸念されるマレーシア等とは異なり資本流出への抵抗力は強固です。電子以外の輸出の低迷、内需拡大に伴う財輸入の拡大、ドル高に伴う海外就労者送金の下押し等の懸念はあれど、国際燃料価格の低迷による燃料輸入額の下押し、事業プロセス外部委託(BPO)収入などサービス収入の堅調な伸び等を背景に、今後も経常収支は堅調な黒字を維持するでしょう。ペソはリスク感応度が低く、ドル高局面で他通貨より堅調、ドル安局面で軟調となる傾向があります。4月には前月比+0.3%とブラジル(+6.0%)、マレーシア(+3.9%)等に劣後。弱い3月の米雇用統計などから米利上げ開始後ズレ観測が浮上しドル安基調となったことが背景です。しかし、今後、米利上げ開始の時期が近づくとともに相場は再びドル高基調へと転じ、ペソ相場は底堅く推移すると予想されます。(入村)

【図9】年初に米ドル高が進んだ中でも底堅く推移したペソ相場



【図10】拡大基調の経常黒字(左)、強固な対外バランスシート(右)





## 【台湾】緩慢なペースにとどまる景気回復

足もとの輸出低迷などに伴って、台湾経済は1-3月期に前年比+3.5%と、緩慢に回復しています。一方、インフレ圧力が限定的な中、景気の下支えのために、中央銀行は当面、政策金利をしばらく据え置くと思われま

### ● 前期よりやや加速した実質GDP成長率

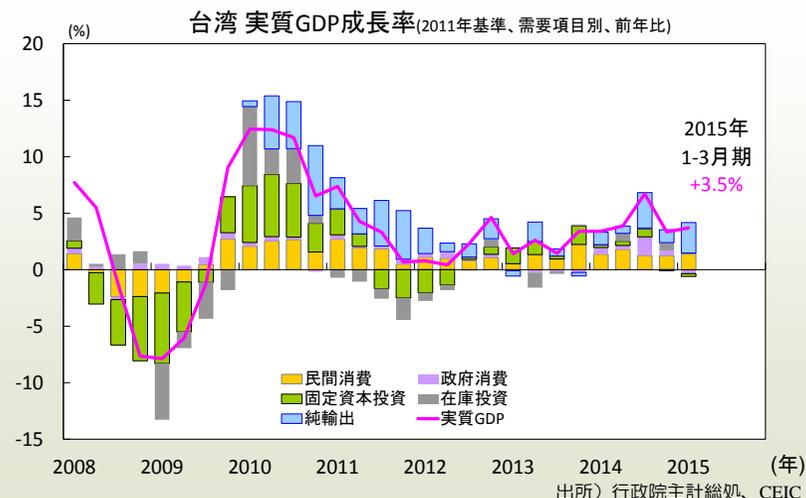
外需の動向に左右されやすい台湾経済は、1-3月期の実質GDP成長率が前年比+3.5%（速報値、昨年10-12月期：同+3.3%）と、緩やかに回復しています。需要項目では、純輸出は輸入額の減少で前年比+48.3%と（10-12月期：同+10.7%）と、急上昇しています。一方、民間消費と固定資本投資はそれぞれ同+2.4%、▲0.2%と鈍化し、政府消費も前年比▲1.4%と、7-9月期の同+3.1%より大幅に鈍化しました（図1）。また、景気の先行指数は3月に107.8と、2カ月連続の落ち込みとなりました。

スマートフォン用部品の輸出は堅調であるものの、原油安による石油製品等の価格下落の影響もあり、3月の輸出額は253億米ドル（通関ベース、再輸出含む）、前年比▲4.2%（3カ月移動平均）と、2カ月連続で伸びが鈍化しています（図2左）。最大の輸出先である中国向け輸出は3月に前年比▲8.8%と低迷が続いており、米国向けも同0.0%と、2月の同+15.1%より大幅に伸びが低下しました。

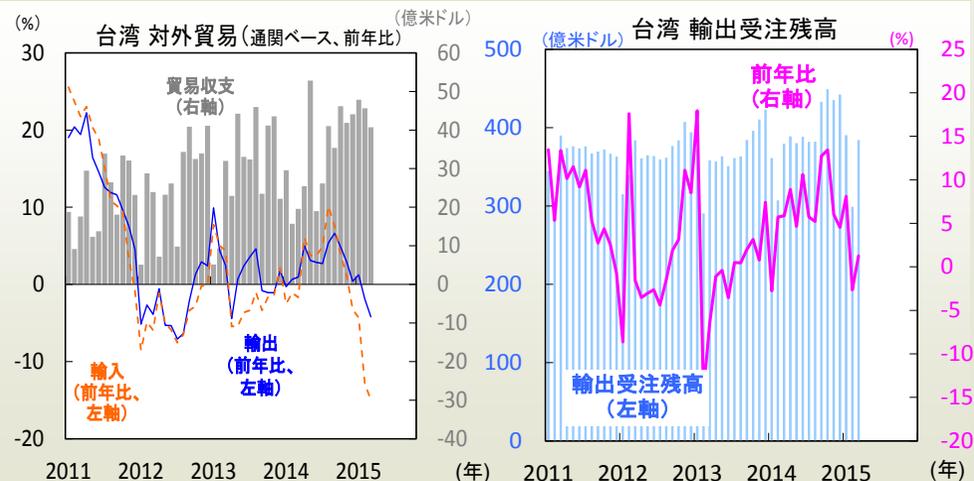
輸出受注も、過去最高額を記録した昨年10月をピークに、下落が続き、3月に384億米ドル、前年比+1.3%（2月：同▲2.7%）にとどまりました（図2右）。受注先別では、中国が同▲3.8%、米国が同+16.7%、欧州が同+9.1%となっています。2015年後半にかけて、米国では穏やかな景気回復が続き、中国の景気底割れリスクも低いと予想されます。そのため、台湾の輸出の穏やかな伸びが持続し、世界景気のリバウンドペースに合わせた改善が続くと予想されます。

一方、鉱工業生産は半導体関連の輸出の回復にけん引され、3月に前年比+6.5%と、2013年春以来の拡大基調を維持しています。半導体受託生産で世界最大手の台湾積体回路製造（TSMC）は1-3月期の決算に前年比で+50%の増収、+65%の増益を達成しています。また、同社はスマートフォン大手のアップル社から新モデルのiPhone6sに搭載される新型プロセッサの約3割を受注した模様であり、今年中に生産ラインの増強が予想されます。今後、電子部品の大手メーカーを中心に、生産拡大の波及効果が期待され、景気回復の下支えとなると思われます。

【図1】前期よりやや加速した実質GDP成長率



【図2】年初来、鈍化が続く対外輸出



堅調な生産の伸びを背景に、足もとでは雇用情勢の改善が続いています。失業率は4月に3.7%（3月：3.7%）と、2001年以来の低水準となり、失業者数は42.8万人で、前年同月差で4.2万人減少（図3）。しかし、原油安に伴って石油関連輸出が落ち込み、景気先行指数が2ヵ月連続で低下するなど、景気先行きへの懸念が完全には払拭されないなか、小売売上高は3月に前年比+1.3%と、2月の同+10.7%より低下しました。自動車販売台数も3月に同▲3.2%と、2ヵ月連続で伸びが鈍化（図4）。今後、米国の中心に海外の景気回復が見込まれ、輸出主導の台湾経済は2015年末にかけて実質GDP成長率が+3%台前半で、昨年の同+3.5%とほぼ同じ水準になる見通しです。

一方、一部の住民が中国の影響力を警戒するなか、昨年11月末に統一地方選で敗れた与党・国民党は来年1月16日の総統選に向けて、支持率の回復を優先に、親中路線の見直す予想されます。中国との自由貿易を巡る一連の法案の国会審議は来年の総統選挙以降に先送りされるでしょう。また、台湾は創設メンバーとして、中国主導のアジアインフラ投資銀行（AIIB）への参加が拒否され、中長期的に海外投資の機会減少につながり、景気拡大の足かせとなる可能性もあります。

## ● 政策金利の据え置きを続ける金融当局

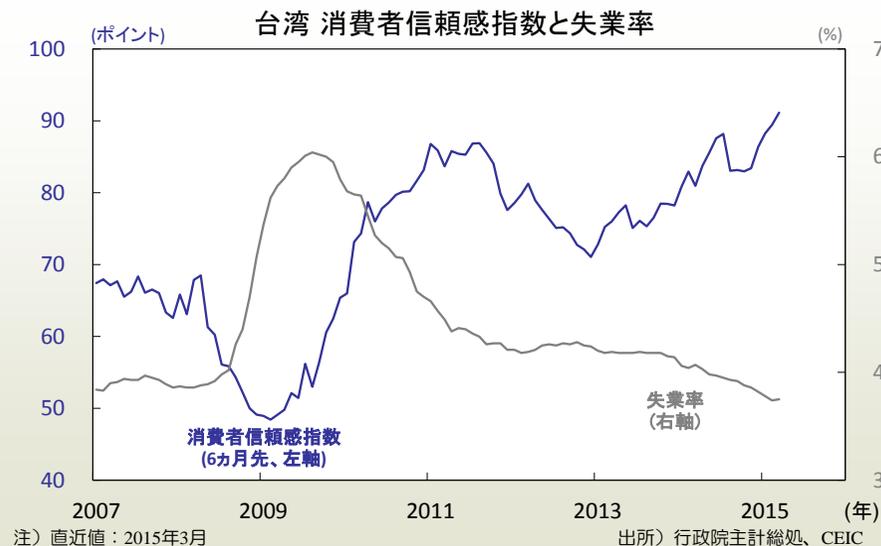
総合消費者物価の伸びは3月に前年比▲0.6%と、3ヵ月連続の前年割れとなりました（図5）。旧正月後の需要減などによる生鮮食品の価格低下を背景に、食料品価格は1月の前年比+4.5%をピークに緩やかに下落し、3月に同+1.4%と、2ヵ月連続の低下となりました。一方、コア物価（食料品とエネルギー除く）は国内需要の弱さを反映し、前年比+1.0%（2月：同+1.8%）と鈍化しています。また、足もとで原油安による影響が続いており、輸入物価と総合物価の低位安定に寄与しています。今後、景気回復の勢いは緩やかにとどまると予想されるなか、2015年通年では総合物価が1%台後半まで緩やかに上昇する見込みです。

中央銀行（CBC）は2011年央にかけて5回にわたり、政策金利である公定歩合を史上最低の1.25%から1.875%に引き上げた後、世界景気の減速などを受けて、2011年9月以降の13会合連続で、同金利を据え置き、景気を支えようとしています。今後、低インフレ傾向が続き、緩やかな景気回復が進むなか、CBCは政策金利の引き下げの可能性は低く、しばらく同金利を据え置く見通しです。

4月初より、米国の早期利上げ観測が後退し、新興国に資金流入が戻り始めるなか、台湾ドルの対米ドル直物相場は年初に比べて約+3.4%と、通貨高が進み、足もとで1米ドル=30.5台湾ドル付近で推移しています（図6、7）。当面、恒常的な経常黒字などを背景に、同通貨への買い圧力が強まるものの、急激な通貨高の局面では市場介入を辞さない当局の姿勢の下で、同通貨の上値余地は限定的でしょう（図8）。2015年にかけて、同通貨は現水準付近で推移していくと考えられます。

（洪）

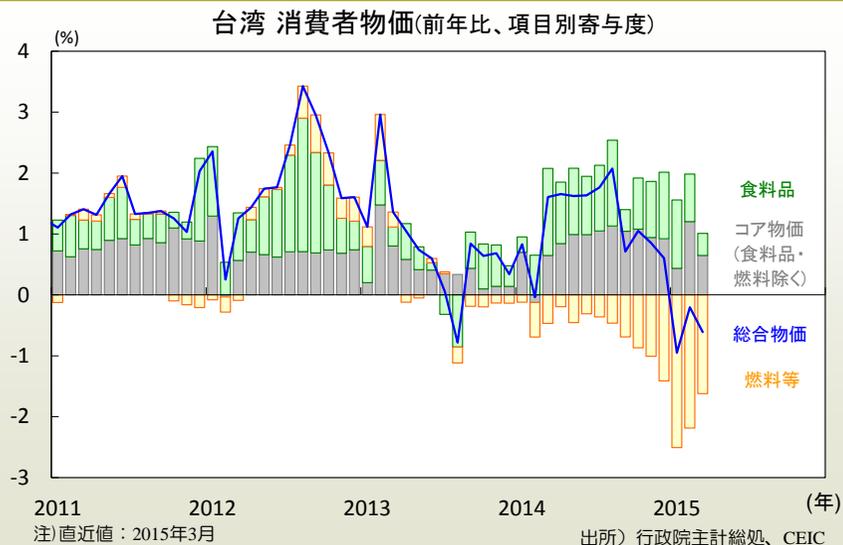
## 【図3】4%以下で安定推移する失業率



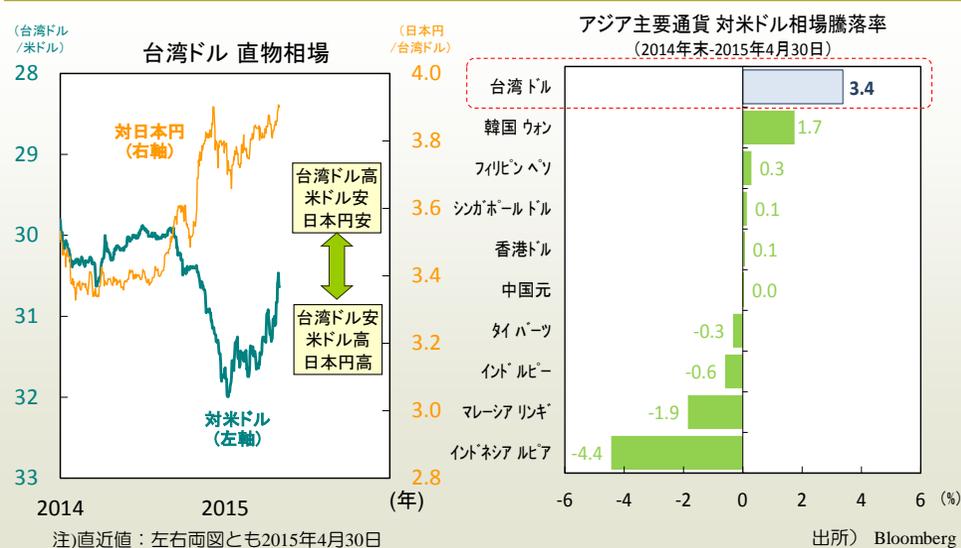
## 【図4】昨年6月以降、急速に冷え込む民間消費



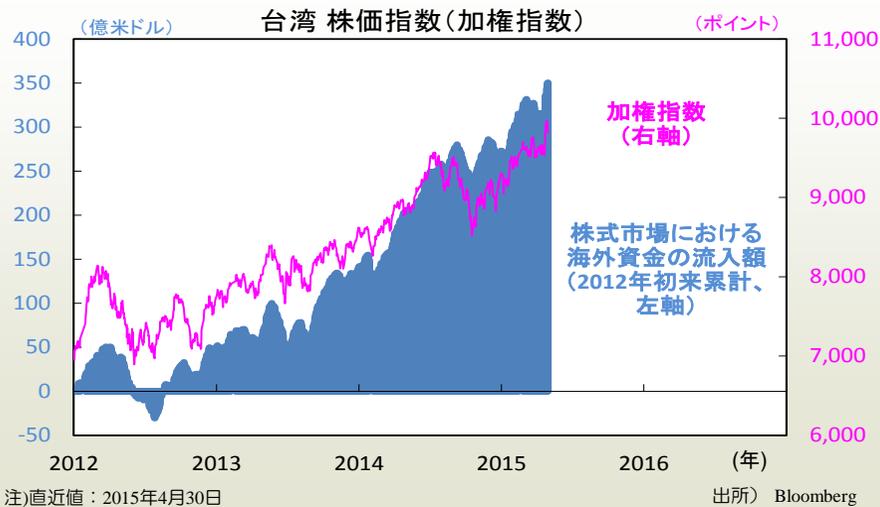
【図5】原油安などの影響で、低下する総合消費者物価



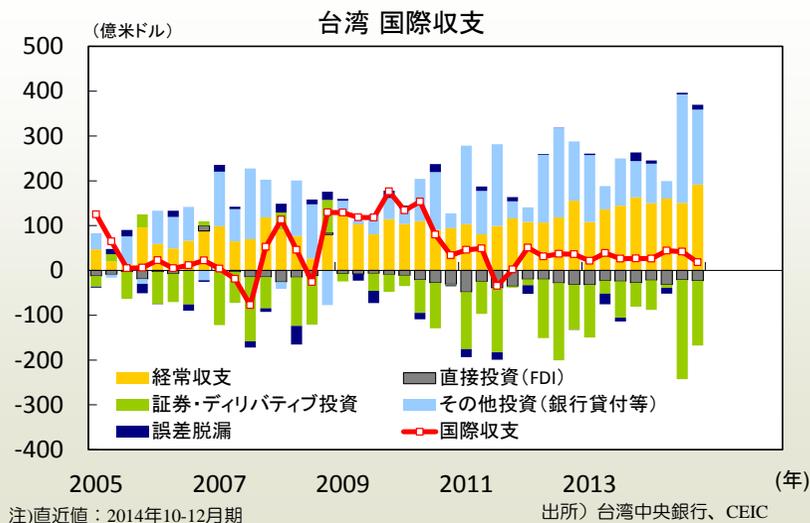
【図6】年初来、対米ドル高に転じる台湾ドル



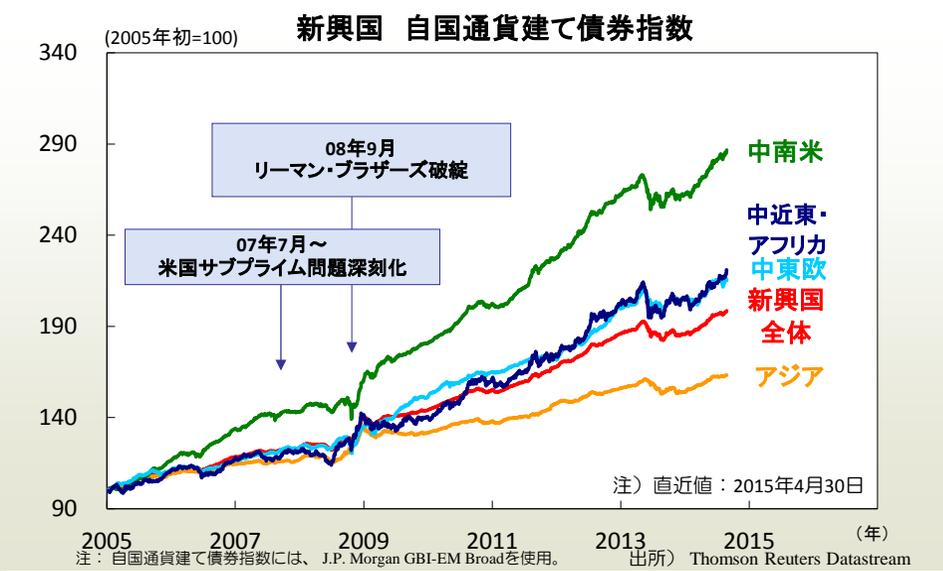
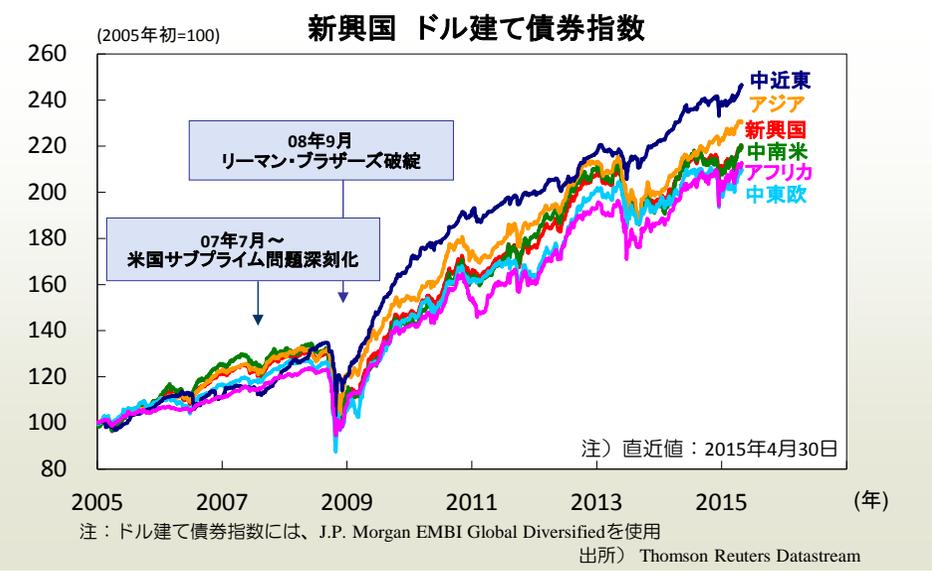
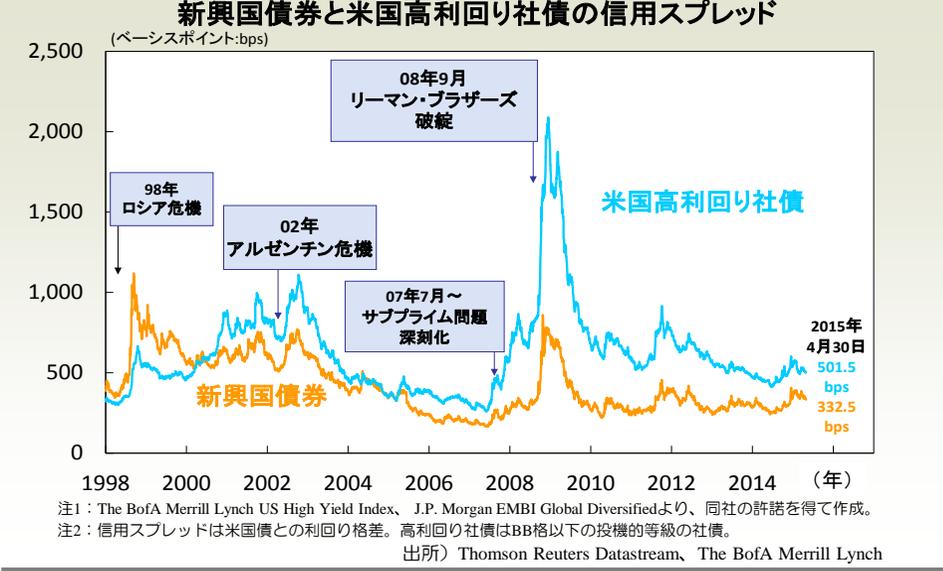
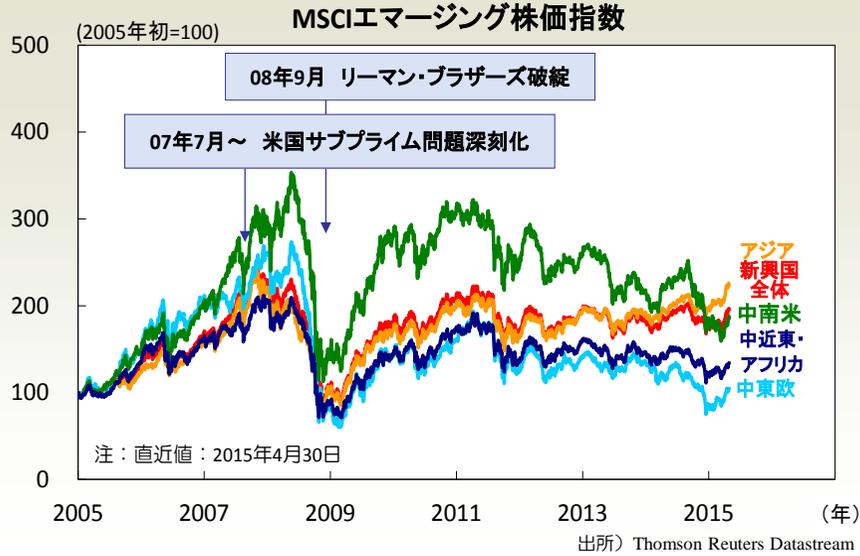
【図7】海外投資家の動向に連動する株式相場



【図8】経常黒字などに支えられる国際収支構造

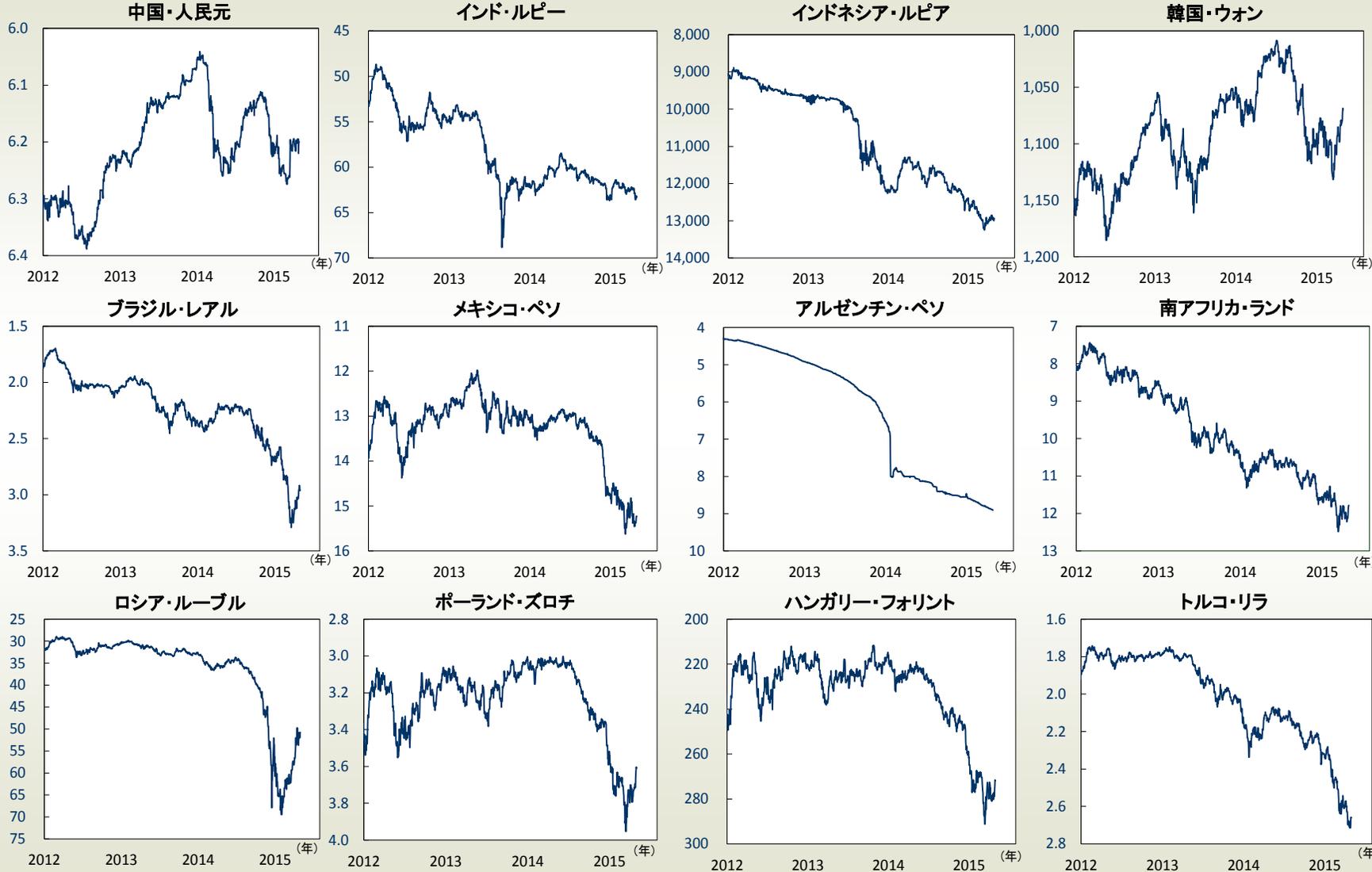


# 【エマージング・マーケット・ウォッチ】①新興国の債券・株・金利スプレッド



# 【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



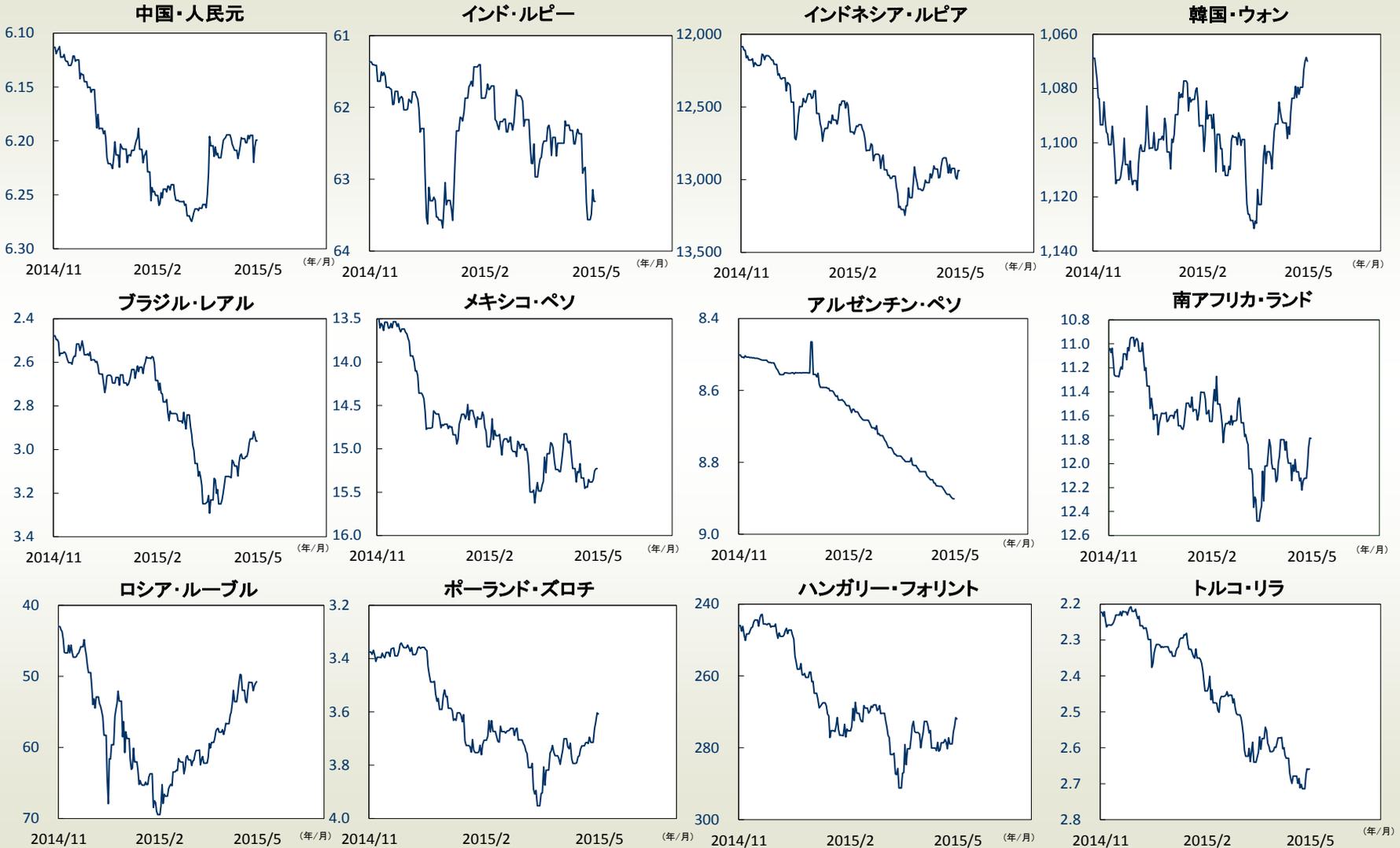
自国通貨安  
米ドル高

注) 直近値は2015年4月30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

注) 直近値は2015年4月30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：2015年5月1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経済調査部の見解です。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およびJ.P. Morgan GBI-EM Broad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のですが、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.。