

【フィリピン】底堅く拡大する景気、高まる米新政権の保護主義策への懸念……………1ページ  
【エマージング・マーケット・ウォッチ】……………6ページ

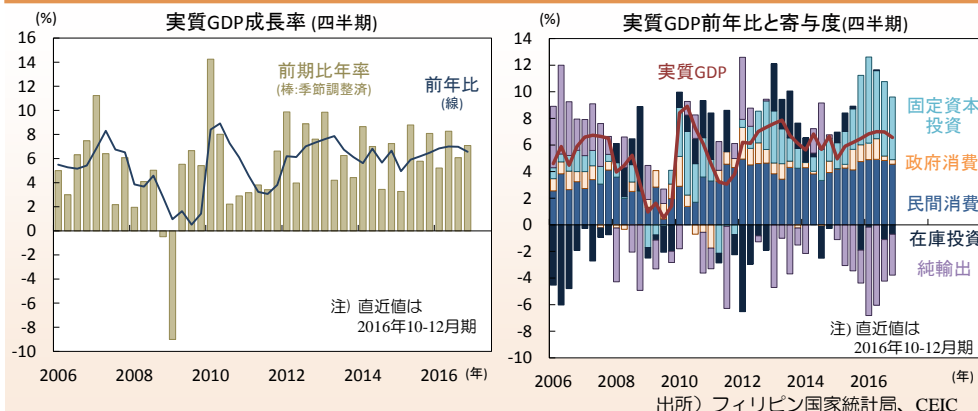
## 【フィリピン】底堅く拡大する景気、高まる米新政権の保護主義策への懸念\*

### ● 選挙による押し上げがはく落する中でも景気は底堅く拡大

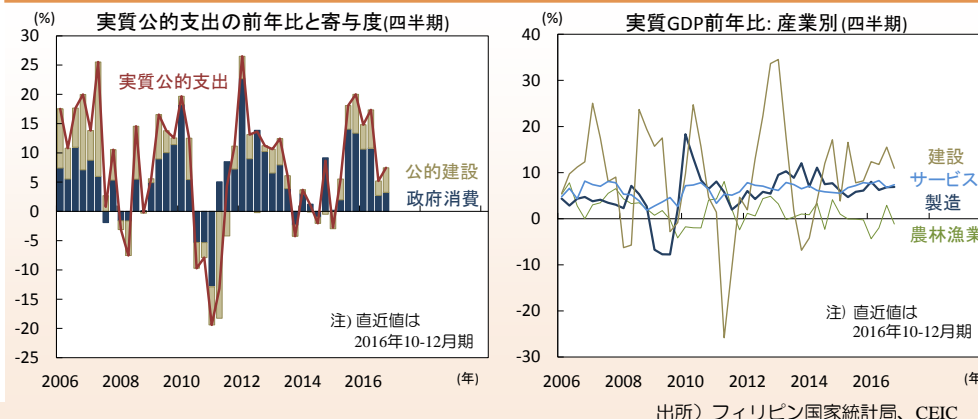
年初よりフィリピン・ペソの軟調さが目立ちます。国内投資の加速による資本財輸入の増加と貿易赤字の拡大や、米トランプ政権の保護主義策によって海外就労者送金や業務プロセス外部委託(BPO)収入が下押しされるとの懸念などが背景とみられます。複数の米BPO企業が同国での拡張投資計画を凍結。政府は米新政権の政策への懸念が主因と指摘しました。今後もペソ相場は低迷を続けるのか。本稿では、足元の景気物価動向を概観した上で(1-3頁)、今後の金融政策の方向性について考察(3頁)。また、現政権が取組む税制構造改革の動きについて概観し(4頁)、大統領の取組む麻薬撲滅運動に関連して生じる諸外国との摩擦(4頁)や米新政権の保護主義策の同国への影響(5頁)について分析した上で、今後のペソ相場について考察します(5頁)。

1月26日、政府は昨年10-12月期の実質GDPが前年比+6.6%と前期の+7.0%より減速したと公表。市場予想(Bloomberg集計の中央値)どおりの成長率でした。季節調整済みの前期比年率は+7.1%と前期の+6.1%から加速しており(図1左)、足元の景気は堅調です。昨年通年の成長率は前年比+6.8%と前年の+5.9%を上回りました。昨年5月の総選挙で大統領選挙にかけて押し上げられた内需は、過去の選挙年と同様に年末にかけて正常化し、10-12月期の成長率を押し下げました。民間消費と固定資本投資の減速に伴って(図1右)、内需(在庫投資を除く)は前年比+9.0%と前期の+10.5%より鈍化しました。民間消費は前年比+6.3%と前期の+7.1%より鈍化。昨年まで5年間平均の+6.2%に近く、政党による選挙関連の支出等で昨年4-6月期に+7.4%まで押し上げられた同消費は正常化しつつあります。食品消費が同+5.7%と前期の+8.3%より鈍化。食品物価の上昇の影響とみられます。政府消費は同+4.0%と前期の+3.1%より加速したものの、上記選挙の行われた4-6月期の+13.5%からは大きく低下。選挙に向けて加速した歳出は政権移行期の7-9月期に鈍化したものの、その後正常化しているとみられます。

【図1】10-12月期の民間消費や固定資本投資は前期より鈍化(右)



【図2】農林漁業が反落したものの、製造業とサービス部門は加速(右)



## ● インフラ投資等の伸びに伴って公的建設投資が加速

固定資本投資は同+18.7%と前期の+23.8%より鈍化しつつ好調でした。建設投資が同+9.5%と前期の+16.8%より鈍化する一方、設備投資は+26.2%と前期の+30.3%より鈍化しつつ好調。特殊機械や陸運関連の投資が減速したものの、一般機械や空運関連の投資が加速しました。建設投資では、住宅投資の減速を受けて民間建設が同+6.0%と前期の+16.1%より鈍化したものの、公的建設が+23.0%と前期の+20.1%より加速。新政権の下でインフラ投資の実行が進んでいる模様です。外需では、総輸出が同+10.4%と前期の+8.8%より加速。サービス輸出が同+13.6%と前期の+14.3%より鈍化したものの、財輸出が+9.6%と前期の+7.8%より加速しました。総輸入も同+15.0%と前期の+13.6%より加速。この結果、純輸出の寄与度は▲3.1%ポイントと前期と同水準でした。

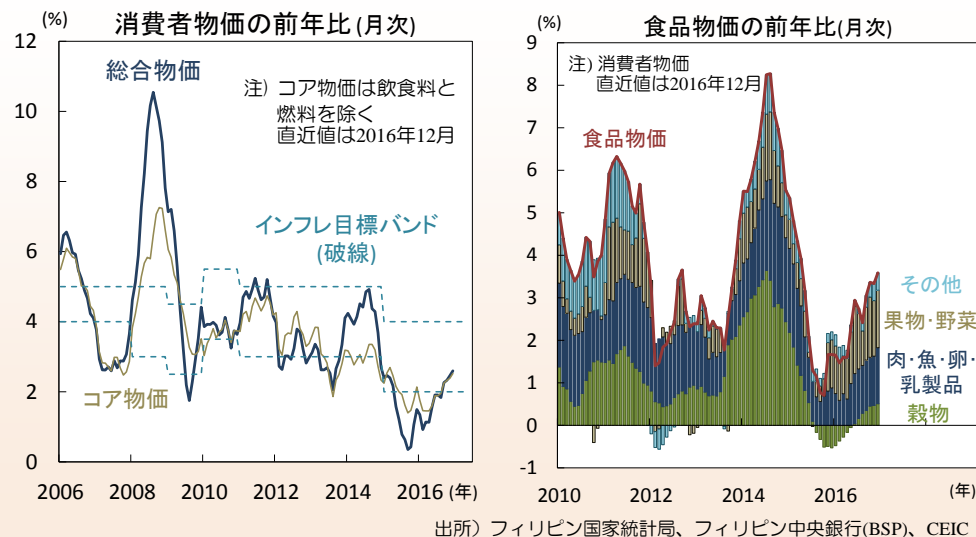
生産側では、農林漁業が反落し建設業が鈍化したものの、製造業とサービス部門が加速しました(図2右)。農林漁業は同▲1.1%と前期の+2.9%より反落。10月と12月に襲来した大型台風の被害などの影響です。コメが同▲3.6%と前期の+16.3%より反落し、サトウキビが▲15.0%と前期の▲46.4%より下げ幅を縮小しつつ2期連続のマイナスとなり、トウモロコシも同▲0.1%と前期の+10.5%より反落しました。

## ● 今年も底堅い内需にけん引され+6%台半ばの成長率が

鉱業は前年比▲0.5%と前期の▲2.6%より下げ幅が縮小。石油ガスが同▲8.0%と前期の▲2.0%より悪化し銅や金の下げ幅も拡大したものの、建設需要の伸びから岩石・粘土・砂利採取が同+8.3%と前期の+1.5%より加速しました。製造業は同+6.9%と前期の+6.8%よりやや加速。卑金属、化学、オフィス機器などが鈍化したものの、加工食品、精製燃料、通信機器、繊維などが加速しました。建設業は同+11.0%と前期の+15.5%より鈍化。民間住宅投資の減速によります。公益は同+8.9%と前期の+9.5%より鈍化。電力が減速しました。サービス部門は同+7.4%と前期の+6.8%より加速しました。金融が鈍化する一方で、政府消費の伸びを受けて公共サービス等が加速し、通信や陸運にけん引されて運輸・倉庫・通信も伸張。卸売・小売や宿泊・飲食等も加速しました。

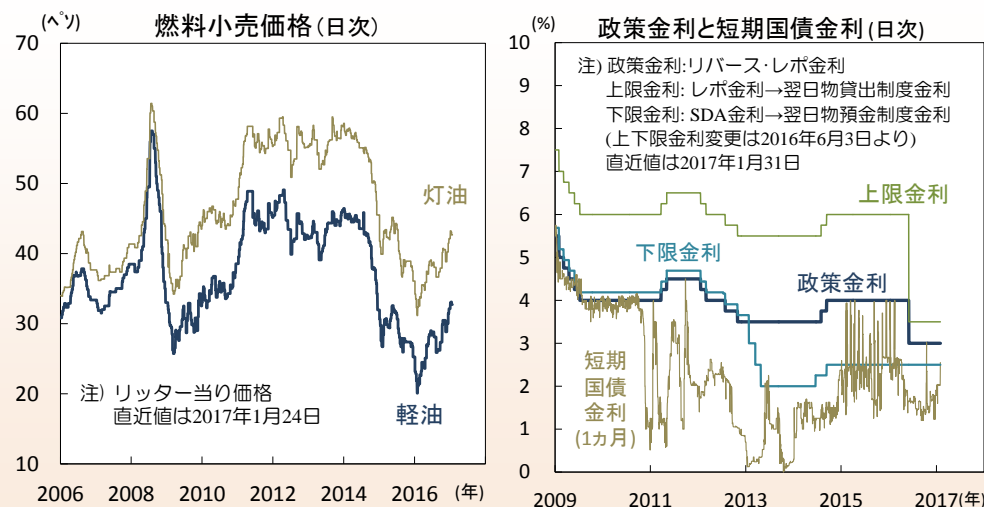
今年は昨年の選挙関連の押上げからの反動が生じるものの、底堅い内需が景気をけん引するでしょう。インフラ投資関連の支出は足元で拡大しています。教育や保健関連の政府歳出や現金給付の恩恵が低所得家計に及び、社会保障制度(SSS)年金の給付額の引上げや軍人と公務員の給与引上げも家計消費を支えるでしょう。今年通年の成長率は+6%台半ばと、昨年の+6.8%を下回りつつ堅調なものとなると予想されます。

【図3】消費者物価は総合物価とコア物価ともに緩やかに上昇(左)



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】上昇する燃料小売価格(左)、据置かれる政策金利(右)



出所) フィリピン・エネルギー省、フィリピン中央銀行(BSP)、CEIC、Bloomberg

## ● 消費者物価は、燃料税引上げ等で今後更に上昇か

2015年初より低位で安定していた物価は足元で上昇しています。12月の総合消費者物価は前年比+2.6%と前月の+2.5%より上昇。昨年2月の+0.9%を上回りました(図3左)。

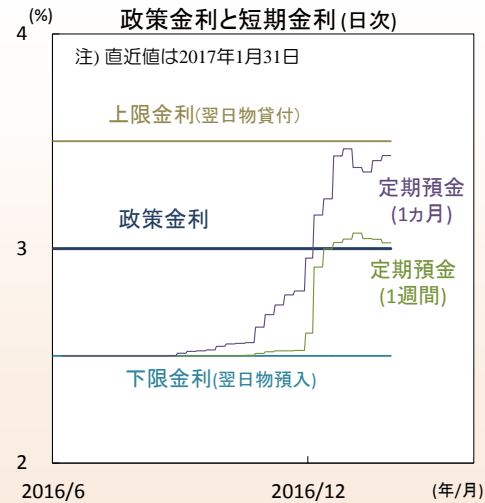
食品が同+3.6%と前月の+3.3%より上昇し(図3右)、総合物価を押し上げ。コメが同+1.6%と前月の+1.4%より上昇し、野菜も同+11.5%と前月の+11.0%より上昇、クリスマス後に襲来した大型台風の影響です。台風被害による食品物価の押し上げは1月に更に大きくなる見込みです。食品以外では、運輸燃料が同+2.6%と前月の+1.7%より上昇。ペソ安進行と国際燃料価格の上昇に伴って燃料の輸入価格と国内小売価格が上昇した影響です(図4左)。コア物価は同+2.5%と前月の+2.4%より上昇。同物価は昨年4月の+1.5%で底を打ち上昇を続けています。底堅い消費の伸びを受けて衣服・履物、家具・内装、保健、娯楽・教養等の伸びが加速しました。ペソ安と燃料価格の上昇に伴って、総合物価の前年比は春先にかけて+3%弱まで上昇し、景気拡大に伴ってコア物価も上昇を続けるとみられます。その後の物価の軌道は、現政権による税制改革の一環として行われる燃料税と自動車税の引上げに左右されるでしょう。燃料税の引上げが行われた場合、総合物価の前年比は+3%台後半まで上昇する可能性が高いと考えられます。

## ● 中央銀行は今年半ばより政策金利の引上げに着手か

物価が緩やかに上昇する中でも、当局は政策金利の据置きを続けています。12月22日、フィリピン中央銀行(BSP)は政策金利を3%で据置き。Bloomberg集計でエコノミスト18人全員が予想したとおりの決定で、据置きは2014年9月以降18回連続です(図4右)。

BSPの声明は、堅調な家計消費と政府歳出の増加と十分な流動性の下で内需は今後も堅調だろうと指摘。昨年BSPの目標(+2.4%)を下回った物価は燃料価格の上昇や景気の拡大とともに上昇し、今年は上記目標に向かうと予測。「目標の中央値(+3%)に向かう」との以前の文言を修正したのは、総合消費者物価の上昇率予想を上方修正したためでしょう(2017年:+3.0%→+3.3%、2018年:+2.9%→+3.0%)。声明は、前回と同様に物価上昇のリスクを指摘。電力料金の引上げや政府の税制改革(燃料税等の引上げ)による物価上昇の可能性を挙げました。BSPは、今後も物価と生産の動向を注視するとして、政策の方向性を明示せず。しかし、今後物価上昇が見込まれる中、年内に緩和的な政策の修正に向けた利上げを始める可能性が高いでしょう。BSPの資金吸収手段である定期預金入札の金利は足元で上昇しています(図5左)。BSPは景気物価動向をにらみつつ、今年半ばより年末にかけて累計0.5%ポイントの利上げを行うと予想されます。

【図5】中央銀行による定期預金の入札金利は足元で上昇中(左)



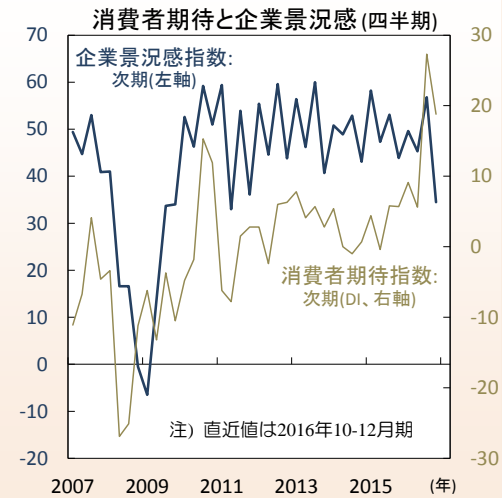
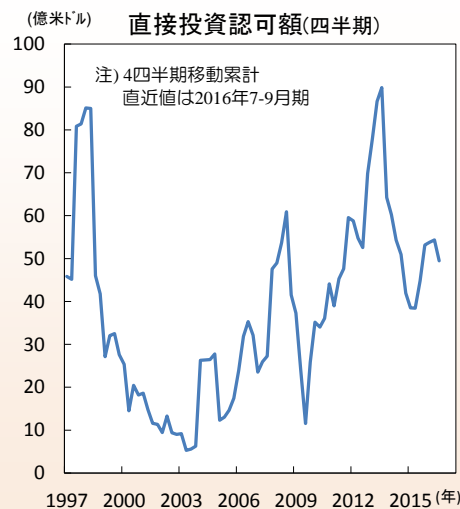
税制改革案の効果試算(単位: 億ペソ)

導入措置	増・減収
個人所得税の引下げ(*1)	▲ 1,379
不動産/贈与税率の引下げ	▲ 17
付加価値税(VAT)の控除対象の縮小(*2)	925
自動車税引上げ	314
燃料税引上げ(*3)	1,209
その他増収	574
増・減収額累計	1,626
(上記のGDP比)	(0.9%)

(\*1) 税率区分(tax bracket)の簡素化と税率の引下げ  
 (\*2) 特別法による控除の廃止(高齢者と身体障害者向けを除く)、農協以外の協同組合、低コスト住宅、賃貸住宅、送電事業、国内配送事業、ボイスカウト等への控除の廃止や、輸出業者向けVAT免除基準の厳格化等  
 (\*3) リッター当りの税額(ペソ)は下記の通り引上げ  
 軽油等: 0 (現在)→3 (2017年後半)→5 (2018年)  
 → 6 (2019年)→6.24 (2020年)  
 ガソリン等: 4.35 (現在)→7 (2017年後半)→9 (2018年)  
 → 10 (2019年)→10.4 (2020年)

出所) フィリピン財務省、フィリピン中央銀行(BSP)、Bloomberg

【図6】鈍化する直接投資認可額(左)、悪化する企業の景況感(右)



出所) フィリピン国家統計局、フィリピン中央銀行(BSP)、CEIC

## ● 税制構造の改善に取り組む政府の経済チーム

1月18日、政府は国会に税制改革法案を提出。政権が就任前に掲げた税制構造の改善に向けた取組みを一歩進めました。法案は5項目からなり、減税措置(個人所得税率と不動産/贈与税率の引下げ)と増税措置(付加価値税:VATの控除対象の縮小と自動車/燃料税の引上げ)によって、2018年時点で1,626億ペソ(GDP比0.9%)のネット増収を見込みます(図5右)。同増収はインフラ投資等に充当される見込みです。政府は昨年9月に同改革の関連法案を提出したものの議会の反対に遭遇しました。今回の法案では、当時強く批判された項目を修正。当初案で廃止する予定であった高齢者と身体障害者向けのVAT控除を残し、燃料税等の引上げを一括ではなく漸進的に行うとしています。

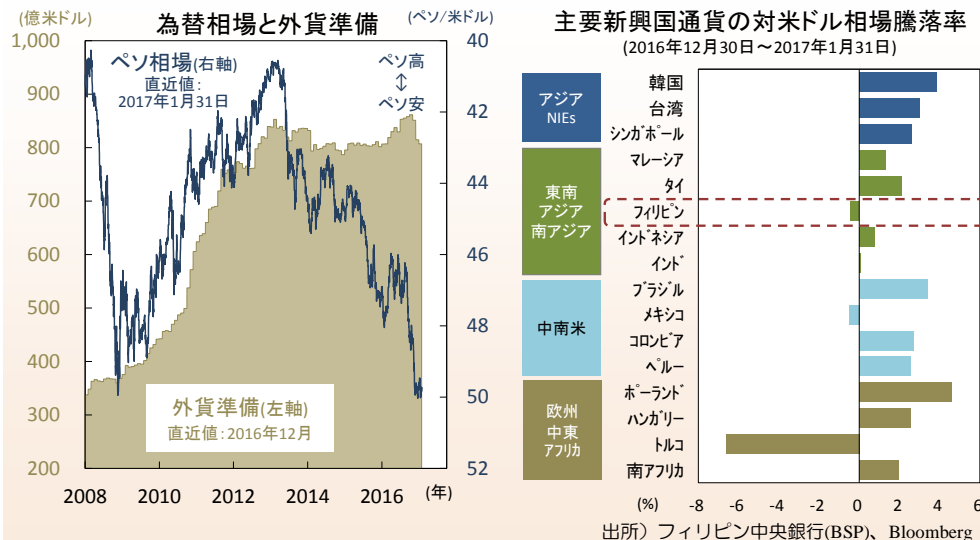
法案が政府が望むとおり今年前半に可決された場合、自動車/燃料税の引上げは今年半ばから、個人所得減税等は来年初より実行される見込みです。増税による燃料や自動車販売の落込みは、個人所得減税による消費の押上げによって相殺されるでしょう。一方、前述の通り燃料税の引上げに伴って総合消費者物価の前年比は+3%台後半と、BSPの目標(+2-4%)の上限に近づく予想されます。財政の健全さを損ねることなく減税やインフラ投資の拡充を行い得るのかは、今回の法案の成立にかかっています。

## ● 麻薬撲滅運動を巡る諸外国との摩擦は継続

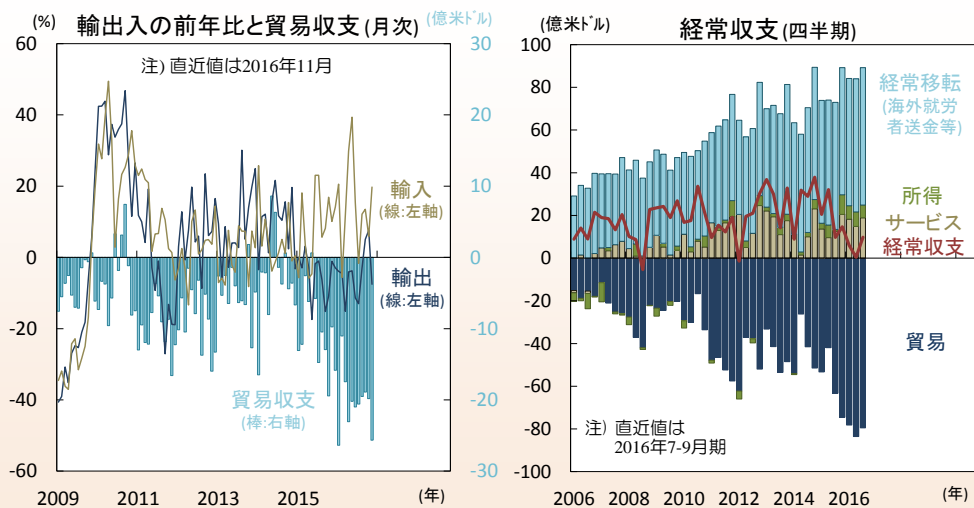
次の中間選挙は2019年5月とまだ時間があり、多くの議員がドゥテルテ大統領の政策綱領に賛同していることは支援材料です。しかし、9月の当初案に対する批判が示すとおり、少なからぬ議員に大衆迎撃的な姿勢が目立つのも事実。市民の抵抗が大きい燃料税率の引上げの引上げ幅が圧縮され、ネット増収額が減少する可能性も否定できません。財務相が率いる経済チームが議員や関係者を説得できるかに注目が集まります。

大統領の取組む麻薬撲滅運動を巡る諸外国との摩擦は継続。昨年10月に麻薬取締り担当の現役警察官が韓国人実業家の誘拐と身代金請求と殺害に関与したことが発覚。大統領は取締部隊を解散しました。韓国商工会議所は、同国からの投資や来訪者への影響について警告、米国商工会議所も治安の悪化が米投資家にとって最大の懸念と指摘しました。大統領は麻薬撲滅運動を継続するとし、必要なら戒厳令の発令も辞さないとい半ばに発言。こうした不規則な発言が海外投資家の懸念を高めている面も否めません。大統領の就任以来、海外直接投資の承認額が減少(図6左)。コールセンター等の業務プロセス外部委託(BPO)分野(「管理・支援サービス」)の投資承認額は、昨年7-9月期に4,829億ドルと、前期の1兆3,376億ドルや前年同期の7,803億ドルを下回りました。

【図7】年初来ペソ相場は軟調に推移し、トルコやメキシコに次ぐ下落率(右)



【図8】輸入の増加に伴って拡大する貿易赤字(左)と縮小する経常黒字(右)



出所) フィリピン国家統計局、フィリピン中央銀行(BSP)、CEIC

## ● 米トランプ政権の政策によるフィリピンへの影響は

1月下旬、フィリピン経済区庁(PEZA)は複数の米国BPO企業がフィリピンでの拡張投資計画を凍結したと発表。トランプ米大統領による保護主義的な政策への懸念が原因と指摘しました。しかし、前述のとおりBPO分野の直接投資は米大統領選挙前より減速。反米的な発言を繰り返すドゥテルテ大統領の誕生も投資家の心理を悪化させていると思われます。国内企業の景況感も足元で大きく悪化しています(図6右)。

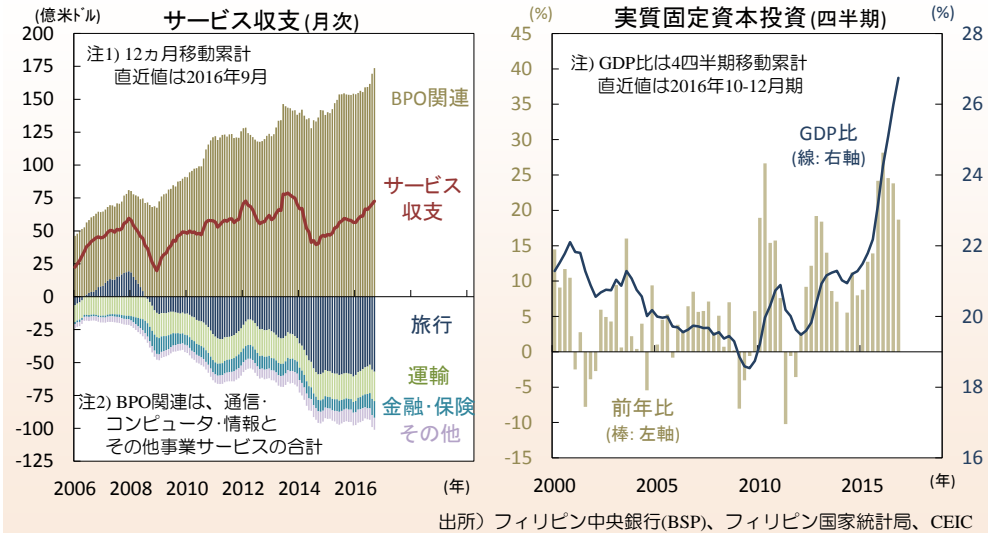
米新政権による保護主義策に関しては、ビザ発給の厳格化など移民抑制策による海外就労者送金の下押し、米国民の雇用優先策に伴うBPO産業への影響などが懸念されています。米大統領が選挙期間中に雇用を海外流出させた企業への徴税強化を示唆したことが背景です。米国からの送金額は2015年時点で総額の32.8%と最大。しかし、米国就労者の多くは永住権を持ち、一時的な就労や不法就労ではありません。技術者就労ビザ(H-1Bビザ)の発給制限や制度の廃止に伴う影響が懸念されるインドのIT技術者等とは異なり、大きな影響は及ばないと予想されます。また、BPO産業への影響もやや誇張されているとみられます。米大統領が重視するのは主に製造業の雇用。また、BPO企業への課税には米議会の承認が必要であり、その実施は容易でないでしょう。

## ● 恵まれた経済環境ながら足元で低迷するペソ相場

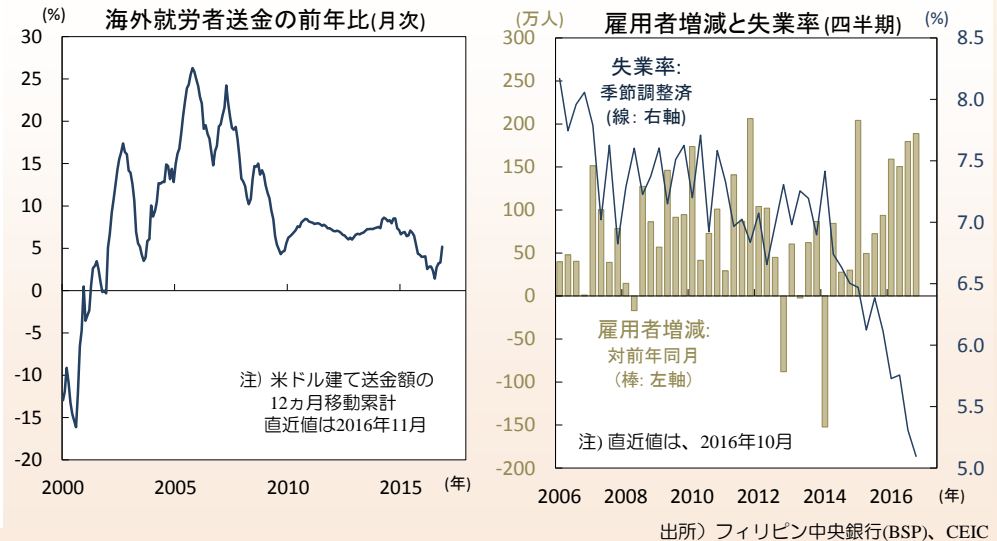
通貨ペソは足元でやや軟調です(図7左)。同通貨は年初より1月31日にかけて▲0.1%下落と、主要新興国でトルコやメキシコに次ぐ下落率でした(図7右)。外国人によるペソ建債の保有比率は6%前後と低位であり(流動性の低さや税制上の問題が背景)、同国の経常収支は黒字。11月の米大統領選挙後の米長期金利の上昇に伴う新興国からの資本流出の影響は軽微とみられていたため、通貨の不振はやや意外なものでした。

しかし、足元では貿易赤字が拡大し経常黒字は縮小中(図8)。近年の固定資本投資の加速(図9右)に伴って資本財の輸入が増加したことが背景です。今後、インフラ投資が加速するに伴って資本財の輸入は更に伸び、経常黒字を押下げるでしょう。また、経常黒字の源泉であった海外就労者送金の伸びも緩やかに減速(図10左)。近年の送金の伸びを支えた地域的な就労先の分散や就労職種の高高度化(介護士など専門職の増加)は一巡しつつあるとみられます。国内の失業率も持続的に低下(図10右)。BPOや建設部門等での雇用の伸びが背景です。また、前述のとおり、近年急伸するBPO収入(図9左)の見通しもやや不透明です。内需にけん引された底堅い景気拡大など恵まれた環境にもかかわらず、ペソ相場の上値は引き続き重くなると予想されます。(入村)

【図9】近年堅調に伸びてきたBPO収入(左)、上昇する投資率(右)



【図10】緩やかに低下する海外就労者送金の伸び(左)、低下する失業率(右)



## 【アジア・マーケット・ウォッチ】(1) 株価

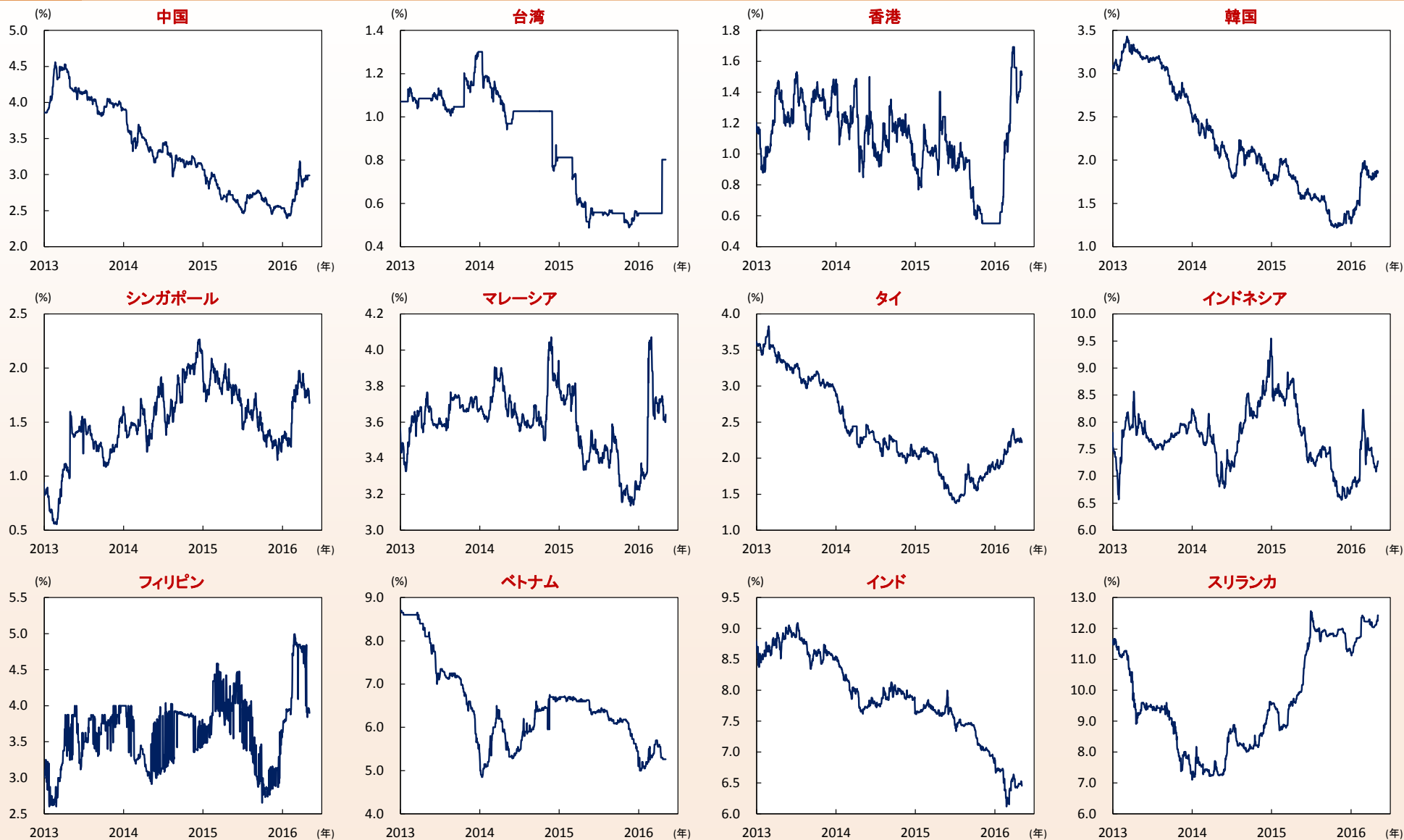


注1) 直近値は、2017年2月2日。

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より当社経済調査部作成

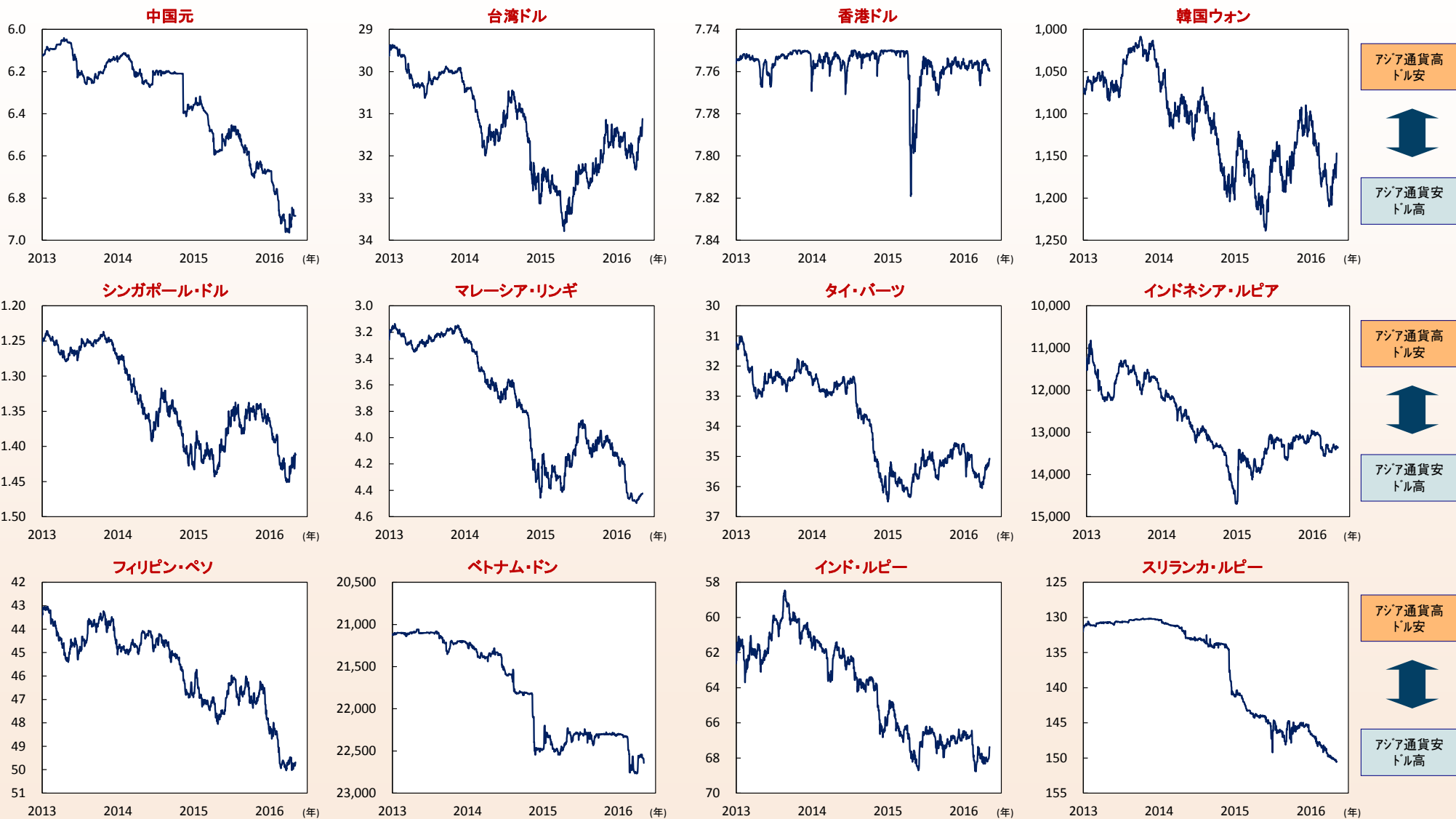
## 【アジア・マーケット・ウォッチ】(2) 自国通貨建国債利回り



注) すべて5年国債利回り、直近値は、2017年2月2日。

出所) Bloombergより当社経済調査部作成

## 【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、2017年2月2日。

出所) Bloombergより当社経済調査部作成



## 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増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を運用いたします。
- 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。（作成基準日：2017年2月3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、見通ししない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。
- クロースド期間のある投資信託は、クロース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。

## 本資料中で使用している指数について

MSCI オールワールド インデックス、MSCIエミテッドマーケット インデックス（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。



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