

【フィリピン】連続利上げは低迷するペソ相場の反転をもたらすのか	1ページ
【ロシア】経常黒字と原油高がサポート要因、4月の追加制裁による影響は限定的	6ページ
【エマージング・マーケット・ウォッチ】	8ページ

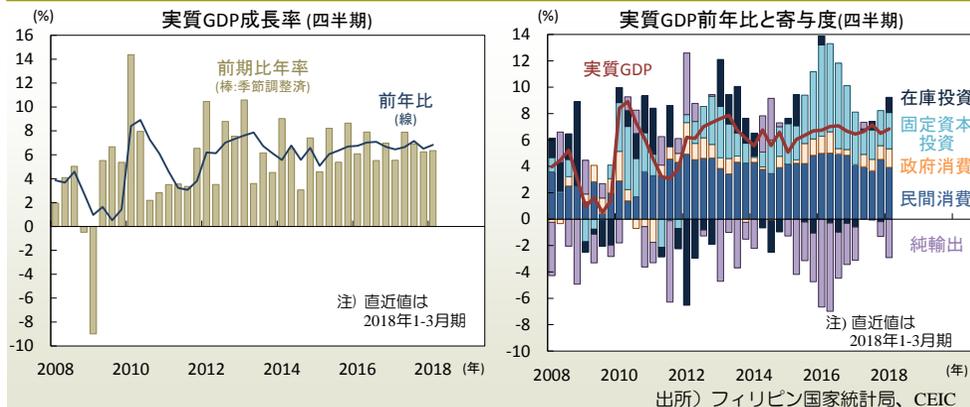
【フィリピン】連続利上げは低迷するペソ相場の反転をもたらすのか*

● 好調な内需にけん引され景気は堅調に拡大

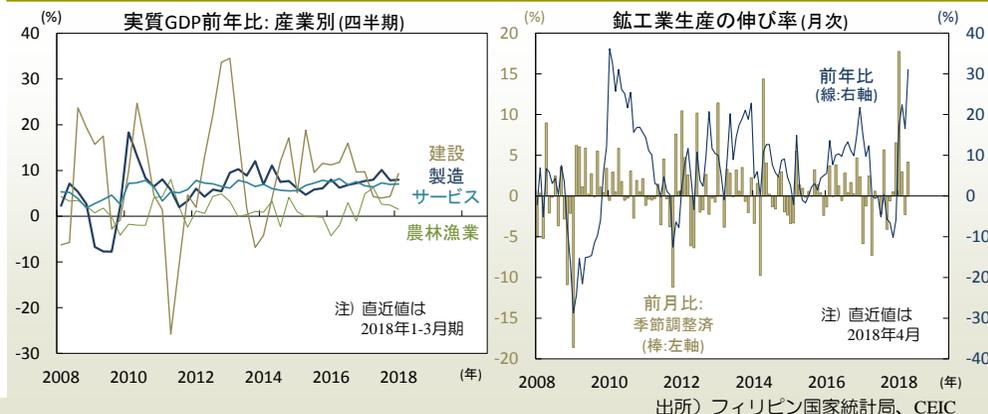
フィリピン中央銀行(BSP)がタカ派色を強めています。同行は5月と6月に連続利上げを行いインフレへの強い警戒感を表明。「物価抑制で後手に回っている」という汚名を返上しようとしているようにも見えます。また、同行はペソ安を警戒し投機的な動きを批判。利上げに慎重でペソ安の進行に寛容というこれまでの態度は一変しました。BSPによる上記の姿勢がこれまで約2年半続いたペソ安の背景の一つであったことに疑いはなく、今後のペソ相場への影響は無視できません。本稿ではBSPの変化がペソ相場の反転につながるのかについて考察します。まず、景気物価動向を概観し(1-3頁)、中央銀行の姿勢の変化について整理を行った上で(3-4頁)、同国の国際収支構造を検証しつつ今後のペソ相場の動向について考察します(4-5頁)。

景気は堅調に拡大しています。5月10日、政府は1-3月期の実質GDPが前年比+6.8%と前期の+6.5%より加速し、市場予想(Bloomberg集計の中央値)どおりの伸びとなったことを公表。季節調整済みの前期比年率も+6.3%と前期の+6.2%より上昇しました(図1左)。需要側では、増税の影響で民間消費が鈍化した一方で政府消費が加速し固定資本投資も堅調に拡大したため、内需(在庫投資を除く)の寄与度は+8.1%ポイント(pt)と前期の+8.2%ptと同水準の高い伸びでした。在庫投資は同+1.2%ptと前期の▲0.2%ptより反発して純輸出の落込みの影響を吸収し、成長率を押し上げました(図1右)。民間消費は前年比+5.6%と前期の+6.2%より鈍化しました。酒・タバコが同▲10.5%と前期の▲5.7%より下げ幅を広げ、住居・水道・電気・燃料も同+7.8%と前期の+10.2%より低下。食品や飲食・宿泊も鈍化しました。税制改革に伴う増税(タバコ、燃料、自動車、加糖飲料等が対象)の影響です。政府消費は同+13.6%と前期の+12.2%より上昇。政府歳入が堅調に伸びるとともに(図3左)、政府は経常歳出の実行を加速させています。固定資本投資は前年比+8.9%と前期の+9.4%を下回りつつ好調でした。

【図1】好調な固定資本投資や政府消費の伸びが経済成長率を押し上げ(右)



【図2】建設業が加速し、製造業やサービス部門も堅調に拡大(右)



● 建設投資が急伸し設備投資も堅調に拡大

1-3月期の実質建設投資は前年比+10.1%と前期の+5.7%より急伸し、設備投資も同+8.4%と前期の+11.2%を下回りつつ堅調に拡大。運輸機器への投資が鈍化した一方、一般機械や通信機器が急伸し特殊機械も好調な伸びを維持しました。外需では、総輸出が同+6.2%と前期の+20.6%より鈍化。事業プロセス外部委託(BPO)収入等にけん引されサービス輸出が同+17.9%と前期の+14.5%より加速したものの、財輸出が+2.9%と前期の+22.2%より急減速しました。総輸入も同+9.3%と前期の+18.1%より鈍化。この結果、純輸出の寄与度は▲2.9%ptと前期の▲1.1%ptより下げ幅を広げました(図1右)。

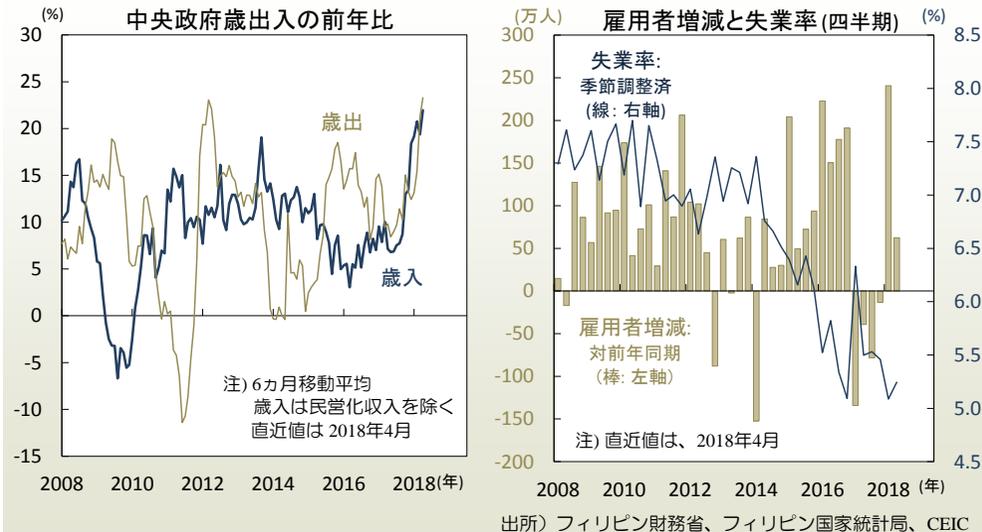
生産側では、農林漁業や鉱業が鈍化する一方で建設業が加速し、製造業とサービス部門も堅調に拡大しました(図2左)。農林漁業は同+2.4%と前期の+3.0%より鈍化。コメが伸びたもののキャッサバ等が落込み、漁業も不振でした。鉱業は同+4.5%と前期の+5.4%より鈍化。ニッケルや金の落込みによります。製造業は同+8.0%と前期の+7.9%に続く堅調な伸び。家計消費の不振から加工食品が勢いを欠き、自動車販売の低迷で運輸機器も▲6.3%と前期の+0.1%から反落したものの、好調な国内投資を背景に機械設備が+7.9%と堅調に伸び、通信機器等も+22.4%と前月の+15.5%より加速しました。

● 今年も+6%台後半の好調な経済成長率を達成か

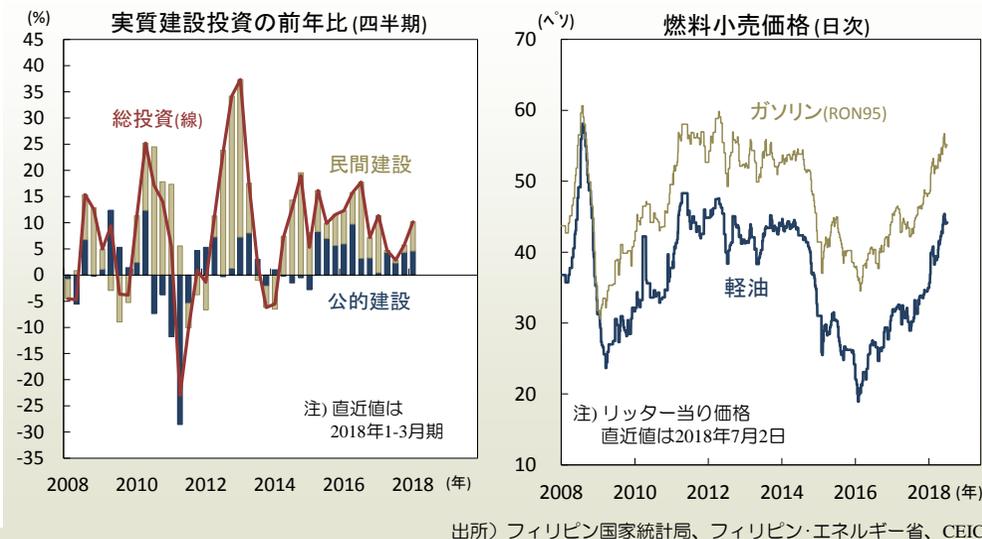
建設業は同+9.3%と前期の+4.3%より力強く加速。民間建設が同+6.8%と前期の+1.7%より加速し、公的建設も+25.1%と前期の+21.1%より上昇しました。公益は同+6.0%と前期の+5.5%より上昇。産業用電力が伸びました。サービス部門は同+7.0%と前期の+6.9%よりやや加速。家計消費の不振で流通等が同+6.1%と前期の+8.7%より鈍化し、飲食・宿泊も+6.1%と前期の+8.9%を下回ったものの、政府歳出の拡大を受けて公共サービス等が+13.2%と前期の+8.5%より加速。また、貸付の堅調な伸びなどをを受けて金融が同+7.6%と前期の+5.2%を上回り、運輸・倉庫・通信も堅調に伸びました。

1-3月期の民間消費の鈍化は、増税前の駆け込み消費の反動によります。物価上昇が家計の購買力を抑えるものの、好調な雇用市場(図3右)や公務員給与の引上げに支えられ同消費は緩やかに回復するでしょう。昨年軟調であった民間建設投資は足元で回復(図4左)、インフラ投資の加速が民間投資を抑制(クラウドアウト)するという懸念は杞憂でした。今後はインフラ投資の伸びと民間建設投資の回復が総投資をけん引するでしょう。昨年半ばの景気加速からの反動(ベース効果)による下押しを内需の拡大が相殺し、今年通年の成長率は+6.6%前後と昨年の+6.7%に続く好調なものとなると予想されます。

【図3】政府の歳出入の伸びが加速(左)、足元で改善する雇用環境(右)



【図4】民間建設投資が回復(左)、燃料小売価格は足元で上昇(右)



● インフレ率は3ヵ月連続で中央銀行の目標上限を突破

景気が堅調に拡大するとともに、足元では消費者物価が上昇しています。税制改革に伴う増税に加え、強い内需や燃料小売価格の上昇(図4右:ペソ安と国際燃料価格の上昇による)などが背景です。5月の総合消費者物価(2012年基準)は前年比+4.6%と前月の+4.5%より加速。昨年7月に同+2.4%まで下落した後に上昇を続けており、3ヵ月連続でフィリピン中央銀行(BSP)の物価目標バンド(+2~4%)の上限を超えました(図5左)。食品が同+5.7%と前月の+5.9%より低下したものの、燃料価格の上昇を受けて運輸が+6.2%と前月の+4.9%より上昇。また、食品と燃料を除くコア物価(2006年基準)は同+5.0%と前月と同率で高止まっており、需要側からの物価上昇圧力は強い模様です。

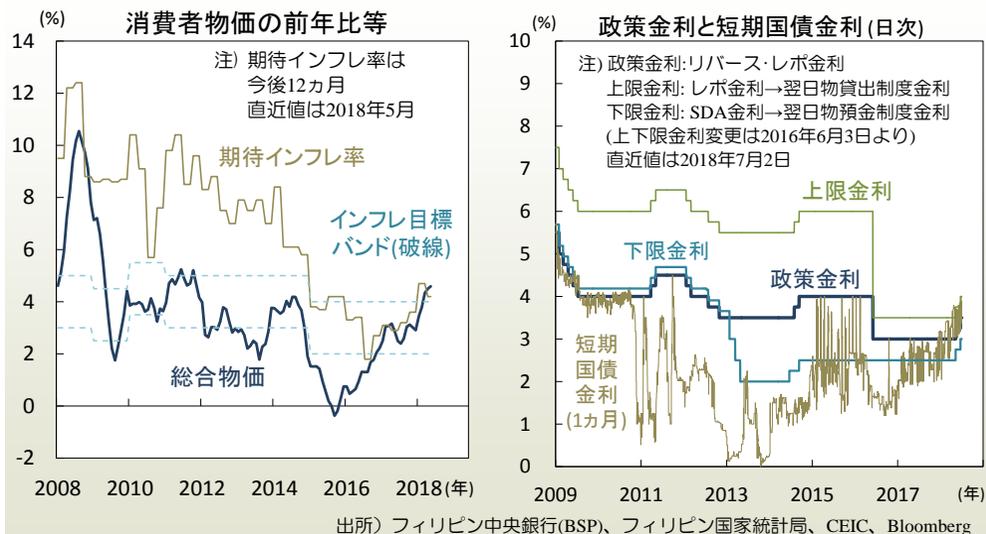
物価が加速する中で、BSPは政策金利の引上げに着手しました。5月10日、BSPは政策金利を3%から3.25%に引上げ。同金利の変更は2014年9月以来でした(図5右)。続く6月20日の会合でも、政策金利を3.25%から3.5%に引上げ。2回連続の利上げは物価抑制に向けた強い意思を反映したものでしょう。これまで景気が拡大を続け物価が上昇する中でも金利据置きを続けてきたため、市場参加者はBSPが「物価抑制で後手に回っている」と批判。同行はこうした汚名の返上も図りたかったものと考えられます。

● 物価の上昇やペソ相場の変動への警戒感を表明

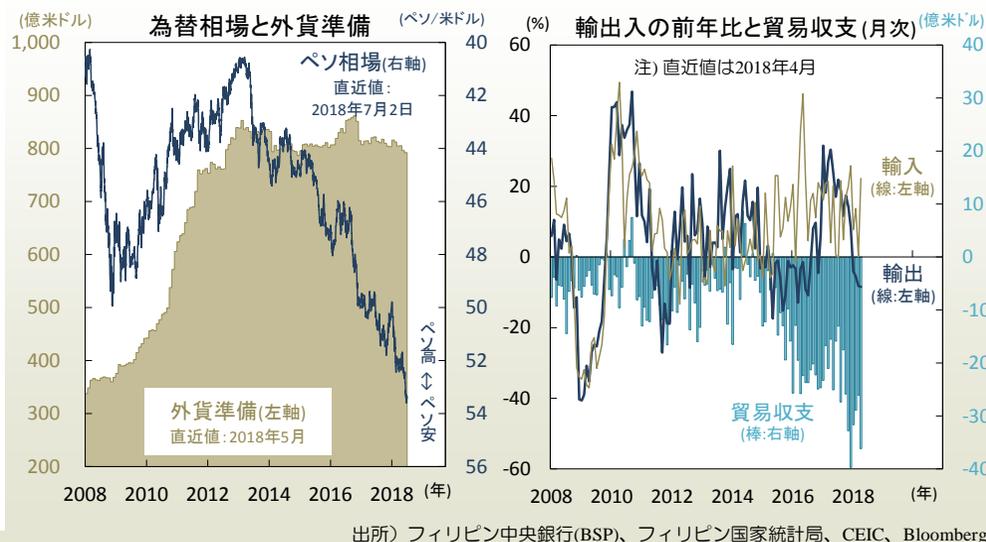
6月の政策声明は、利上げを開始した前回5月のものに比べ、インフレへのより強い警戒感を示しました。声明は、足元で期待インフレ率が上昇し最低賃金の引上げや申請中の公共交通料金の引上げ(燃料価格上昇に伴うもの)などの二次波及の可能性が高まっているため、追加利上げを行ったと説明。物価見通しを下方修正したものの(2018年:+4.6%→+4.5%、2019年:+3.4%→+3.3%)、足元ではコア物価が上昇しており上記の見直しには上振れリスクがあると指摘し、堅調な内需の下で国際原油価格上昇等の国内物価への影響は強くなるであろうとしました。

声明はペソ相場の変動にも言及しました。国際資源価格が上昇し先進国が金融政策を正常化する中で経済の安定を保つには、「更なる政策」が必要と記述。インフレに影響を与えるペソ相場の過度な変動等を警戒し、物価と金融の安定に必要な政策を取れるように備えることとしました。前回声明の「緩やかな政策金利調整の余地がある」という一文は削除。必要があれば連続利上げも辞さない姿勢を示唆したものと考えられます。BSPは、期待インフレの抑制やペソの安定化と輸入インフレの抑制等も意識し、次回8月9日または9月27日の会合で政策金利を3.75%に引上げる可能性が高いでしょう。

【図5】目標上限を突破した物価(左)、中央銀行は2回連続の利上げ(右)



【図6】低迷するペソ相場(左)、輸入の加速とともに拡大する貿易赤字(右)



● 年初来のペソ相場はアジア通貨ではインドに次ぐ下落率

通貨ペソは年初より7月2日までに対米ドルで6.6%下落と(図6左)、主要アジア通貨でインド(▲7.2%)に次ぐ下落率。(a)赤字に転じた経常収支(図7)、(b)安定的な資本流入源の乏しさ、(c)物価抑制で後手に回るBSP、(d)BSPによるペソ安の容認等が背景でした。

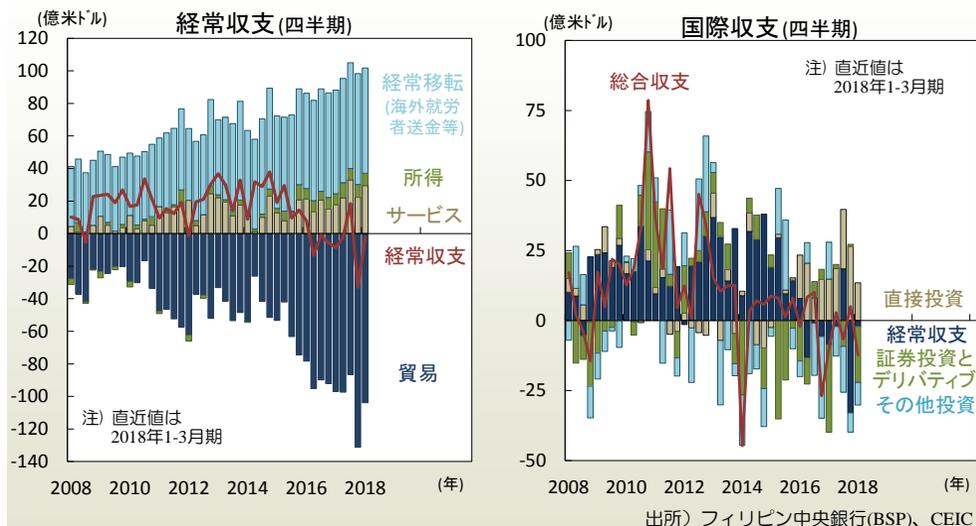
しかし、2回連続の利上げと、経済状況次第では今後の連続利上げも辞さないBSPの姿勢によって、上記(c)の懸念はほぼ解消。また、今回のペソ安への警戒感を見る限り、上記(d)も変化した模様です。これまでBSPがペソ安を容認してきたのは、(1)外貨建て海外就労者送金の購買力の押上げ、(2)コールセンター等BPO産業の輸出競争力の維持、(3)通貨の割高感の解消などを目指したためとみられます(図8左)。経常赤字の拡大に伴う通貨下落が緩やかな速度で進み物価が落ち着いていたことも、ペソ安を容認しやすい背景でした。しかし、こうした環境は変化し、BSPはペソ安を警戒し始めました。コア物価と期待インフレ率の上昇に伴って、ペソ安による輸入インフレの影響は無視できなくなりました。また、BSPはペソ売りの動きも警戒。エスペリャBSP総裁は、今回の政策会合後の会見で、投機的なペソ売りが行われている可能性があるとして指摘し、市場の秩序を守るためには全ての手段を使うと強い言葉でこれを非難しました。

● 中央銀行の姿勢は変化した国際収支の弱さは不変

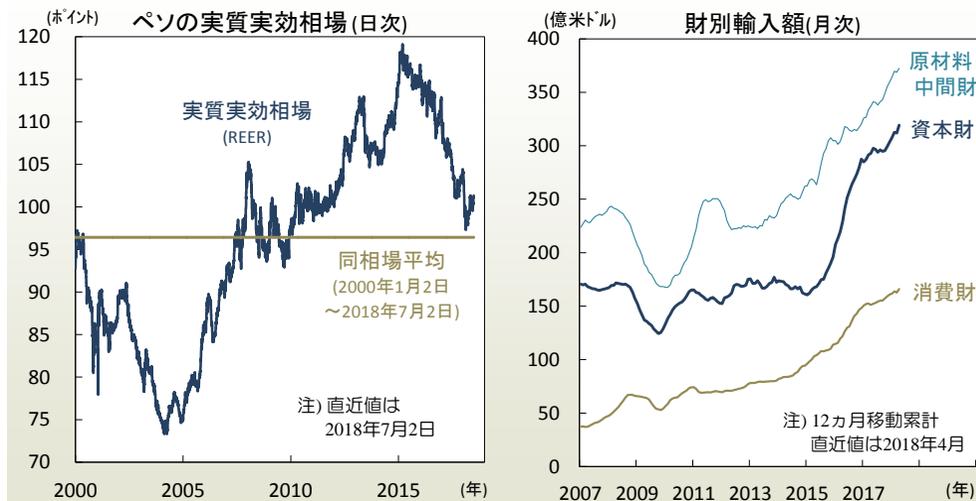
加えて、ここ数年の相場低迷に伴って実質実効相場は低下(図8左)。ペソの割高感は解消しつつあり、BSPがペソ安を選好する理由はなくなったと考えられます。

一方、(a)赤字に転じた経常収支や(b)安定的な資本流入源の乏しさという構造的な弱みは大きく変化していません。1-3月期の経常赤字は2億ドルとGDP比0.3%に相当し、前年同期の1.2%より低下。貿易赤字が104億ドルと前年同期の97億ドルより拡大したものの、サービス黒字が30億ドルと同18億ドルより拡大し、経常移転収支の黒字も65億ドルと同64億ドルより小幅に拡大しました(図7左)。輸出が前年比+7.0%と堅調に伸びたものの、輸入も同+7.1%と伸び、貿易赤字を押し上げ。好調な投資に伴う資本財輸入の伸びが背景です(図8右)。サービス黒字の拡大は、BPO収入の好調な伸びや旅行収支の改善によります(図9左)。BPO収入等からなる「その他サービス」黒字は30億ドルと前年同期の25億ドルより拡大した一方、旅行収支赤字は8億ドルと同14億より縮小。同収支の支払いは29億ドルと同28億ドルより拡大したものの、受取が21億ドルと14億ドルより急伸した影響です(図9右)。1-3月期の海外からの来訪者数は203万人と前年比+16.2%拡大。中国からの来訪者数の急伸が総来訪者の伸びを押し上げています(図10左)。

【図7】貿易赤字が拡大し経常収支が赤字に(左)、国際収支も赤字基調(右)



【図8】ペソ相場の割高感はほぼ解消(左)、近年急伸する資本財輸入(右)



● 今後も貿易赤字が拡大し、経常赤字を押し上げか

しかし、1-3月期に縮小した経常赤字は、4月以降は貿易赤字の増加とともに再び拡大する見込みです。4月の貿易赤字は36億ドルと前年同月の16億ドルから急拡大(図6右)。輸出が前年比▲8.5%と前月の▲8.2%より下げ幅が拡大する一方、輸入が同+22.2%と前月の+0.1%から急伸し赤字を押し上げました。低迷するペソ相場が輸出を押し上げ輸入を抑制する兆しは見えません。輸出は電器・電子が同+5.5%と堅調に伸びた一方でその他が同▲22.7%と低迷し、輸入は幅広い品目の伸びが加速。とりわけ資本財輸入は同+29.3%と急伸、政府によるインフラ投資の加速が同輸入を押し上げています。また、燃料輸入も同+27.1%と高水準。国際原油価格の上昇が、燃料輸入依存度の高い同国の貿易収支を悪化させています。消費財輸入も同+29.9%と前月の▲7.6%より反発。1-3月期に増税の影響で鈍化した家計消費は今後回復し、同輸入を押し上げるでしょう。

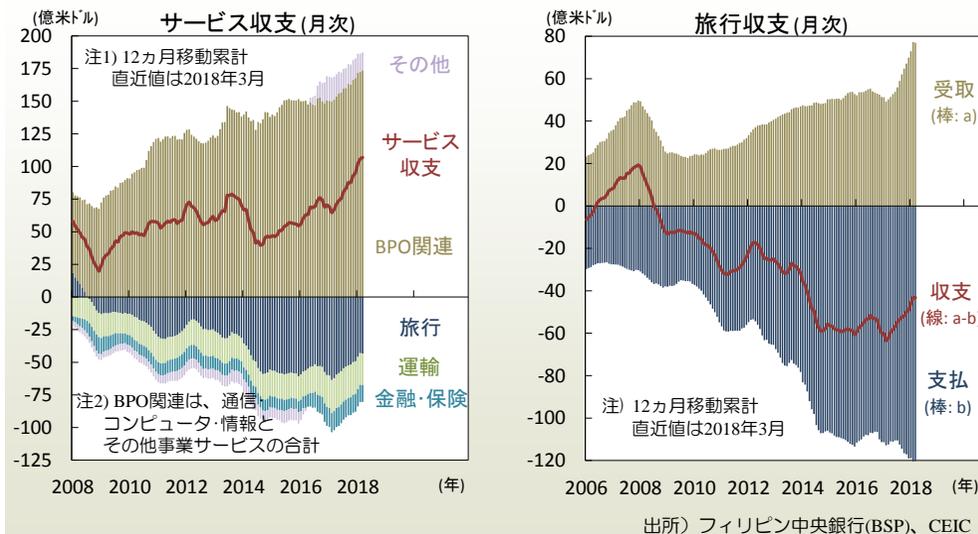
経常収支が悪化する一方、安定的な資本流入源はみつきりません。2017年の直接投資収支は+81億ドルと前年の+59億ドルより拡大(図7右)。しかし、海外親会社からの投資は貸付が中心です(図10右)。同貸付は為替ヘッジされることが多く、ヘッジされないことの多い出資(株式取得)に比べ、ペソ相場の押し上げ効果は限定的と考えられます。

● 当局の方針転換で、ペソはアジア最弱通貨の地位を返上か

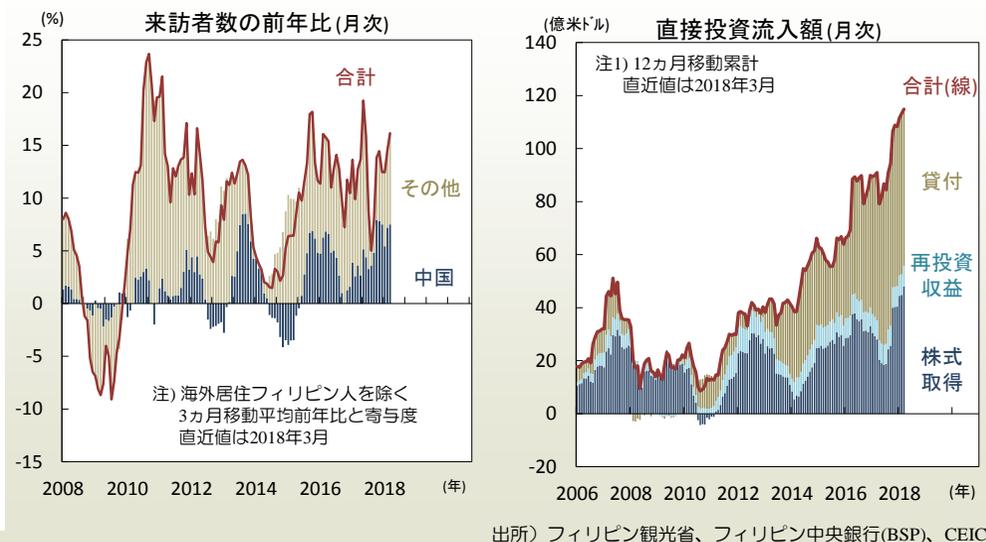
また、証券投資収支は2017年に▲38億ドルと前年の▲14億ドルより赤字が拡大。その他投資収支も▲21億ドルと2年連続の赤字となりました。同国の株式市場からは資本流出が続いており、債券投資資本の流入も限定的です。同国のペソ建て国債は、税制上の問題や流動性の低さゆえに海外資本の受け皿とはなっておらず、代表的な新興国債券指数(JPM-GBI-EM等)にも未採用。ペソ・リンクのドル建て債(グローバル・ペソ債)のみ一部の指数に採用されているものの残高は僅かです。この点で、前記指数に採用され安定的な債券投資資本流入があるインドネシアやマレーシアとは対照的です。

前述の通り、BSPは5-6月の政策会合で従来の姿勢を改め、従来の利上げ先送りとペソ安容認から、物価抑制に向けた連続利上げとペソ安への警戒へと方向を転換しました。これに伴って従来のペソ安の原動力の一部は消失し、ペソは主要アジア通貨最弱の地位を返上したと考えられます。もっとも、内需主導の力強い景気拡大に伴う輸入の増加や国際燃料価格の高止まりに伴う燃料輸入額の増加ゆえ、経常赤字は拡大を続ける見込みです。安定的な資本流入源の不在という構造ゆえに国際収支は引き続き赤字基調となり、ペソ相場は、当面方向感なくもみ合う展開が予想されます。(入村)

【図9】 拡大するBPO関連収支(左)、旅行収支の赤字は足元で縮小(右)



【図10】 海外からの来訪者数が増加(左)、直接投資は親会社貸付中心(右)



【ロシア】 経常黒字と原油高がサポート要因、4月の追加制裁による影響は限定的

● サッカーW杯が観光関連消費にプラス寄与

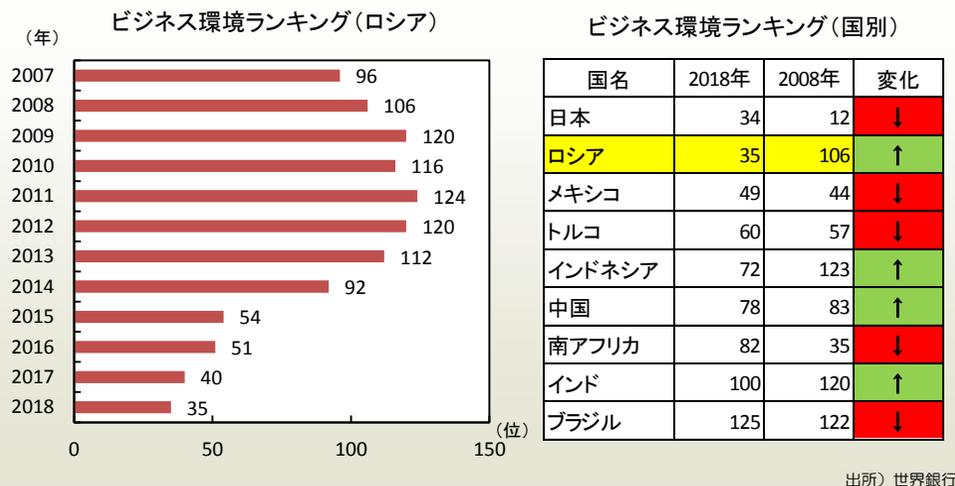
サッカーワールドカップが盛り上がりを見せていますが、開催国ロシアは通貨の面でも注目に値します。4月以降に新興国通貨が売られる中で、注目された経済指標は経常収支でした。大幅な経常赤字を抱えるアルゼンチンやトルコが下落し、その他の多くの新興国も経常赤字国となるなかで、ロシアは経常黒字国です。また6月のOPEC総会で原油増産が警戒されていましたが、予想を下回る増産に留まったことにより、原油価格は上昇。産油国のロシアにとって、原油市況の回復も追い風となっています。リスク要因としては欧米諸国からの経済制裁が懸念されていますが、7月16日に米露首脳会談が開催される予定で、関係改善が進むことが期待されています。本稿では、このような期待が高まるロシアについて、改善するビジネス環境、景気物価動向、関係性が高い原油市況、金融政策の方向性、経済制裁と影響について考察します。

プーチン大統領の独裁体制、スパイ暗殺疑惑など、旧態依然とした体制とみられがちですが、世界銀行が行うビジネス環境ランキングは着実に上昇しています（図1左）。同ランキングを2015年までに50位以内、2018年までに20位以内を目指す大統領令が2012年5月に出され、環境整備が進みました。2018年版では目標は達成できなかったものの、他の主要新興国を上回り、日本の34位に次ぐ、35位の結果でした（図1右）。ビジネス環境の改善が、直接投資の流入に寄与することが期待されます。

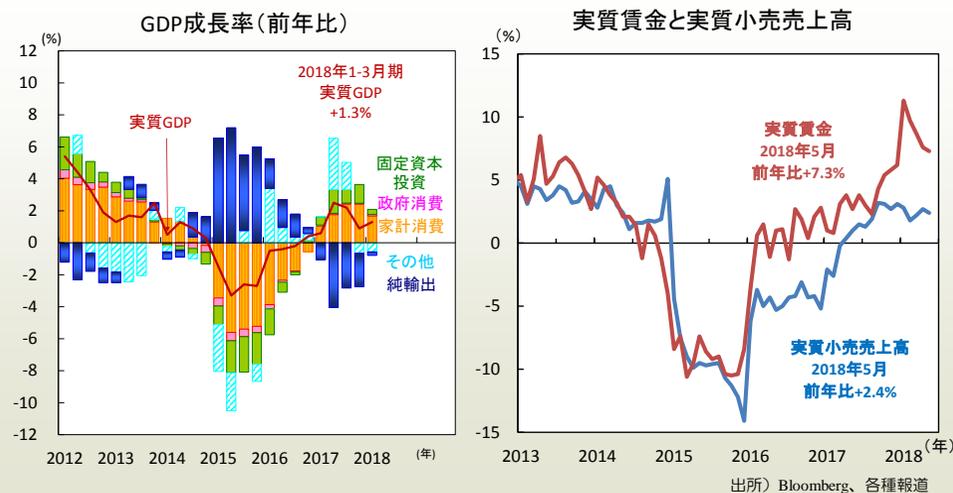
2018年1-3月期のGDP成長率は前年比+1.3%と加速しました（図2左）。需要項目別をみると、純輸出のマイナスが縮小（輸出は加速し、輸入が鈍化）、家計消費が引き続きプラス寄与しています。実質賃金の上昇が続いていること（図2右）、4-6月期はワールドカップによる観光関連消費の押し上げ効果（ロシア中銀のナビウリナ総裁は0.1-0.2%のプラス寄与と発言）もあること等から、引き続き堅調な見込みです。

原油市況は、WTI原油が73ドル、ブレント原油が78ドルと高値で推移し（7月2日時点）、産油国のロシアにプラス寄与しています。足元の原油高は、6月のOPEC総会で警戒された原油の増産が、予想を下回ったことが背景です。今回の総会では、経済危機や制裁などによりベネズエラなどが原油生産を減らしていることから、全体の減産量が協調減産開始時に決定した量を上回っているため、この減産分を他のOPEC諸国で増産することが決められました。次回OPEC総会の11月まで原油需給が緩む懸念は限定的で、原油は高値で推移し、ロシア経済に寄与するとみています。

【図1】 世界銀行のビジネス環境ランキングでロシアは日本に迫る



【図2】 GDP成長は堅調、実質賃金の伸びが家計消費を支える



● 中銀は6月の会合で利下げ打ち止めを示唆

ロシア中銀は6月15日の会合で政策金利を7.25%で据え置きました（図3左）。2018年3月に利下げ（7.50→7.25%）を行った後は、2会合連続で政策金利は据え置かれています。今会合の声明文では、現状の政策金利は中立金利（物価を加速も減速もさせない金利水準）に近いとの見方を示し、利下げの打ち止めを示唆しました。

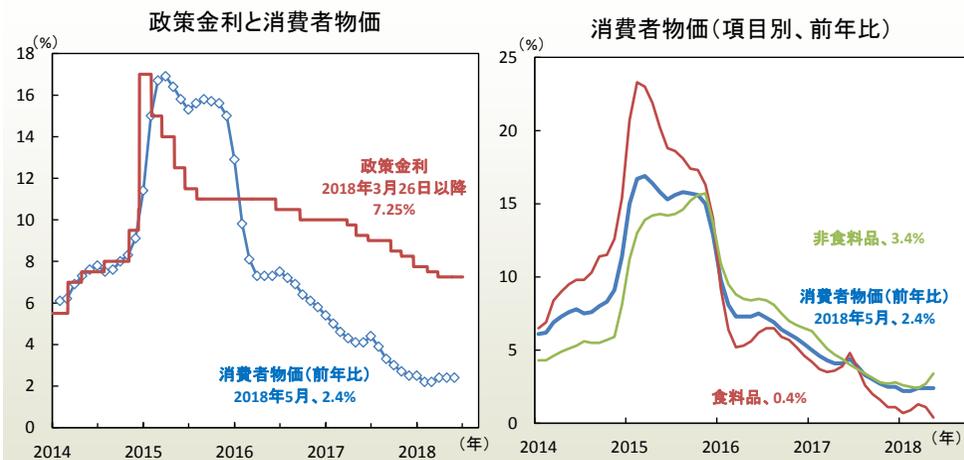
中銀の景気物価見通しは、GDP成長率が概ね潜在成長率並みの1.5-2.0%となり、インフレ率は中銀目標（4%）を上回るとの予想が示されました。5月のインフレ率は前年比+2.4%と前回から横ばいでしたが、内訳では食料品が低下（同+1.1→0.4%）、非食料品が上昇（同2.7→3.4%）しています。食料品の物価が低下したのは供給が増えたことが背景で、家計や企業のインフレ期待は原油高もあり小幅上昇しています。また今会合の前日（6月14日）に決定されたVAT（付加価値税）の引き上げ（2019年より、18→20%）が物価を1%押し上げる（中銀試算）との見通しもあり、今後は利上げ観測にも注意が必要です。中銀の物価見通しは2018年が3.5-4.0%、2019年が4.0-4.5%（中銀目標を上回る）、2020年初頭に4.0%へ戻る見込みです。また4月の通貨安による物価押し上げ効果が見られないと言及しており、政策金利は据え置かれるとみています。

● 米国の制裁でロシア国債売買が禁止される可能性は低い

経常黒字、原油高が通貨ルーブルにプラス寄与する一方で、外交関係がマイナス要因です。4月6日に米財務省は、ウクライナおよびシリア情勢への関与、米国を含む諸外国へのサイバー攻撃などを理由に、ロシア政府関係者および新興財閥（計26個人と15団体）を対象に追加制裁を発動しました。制裁を受けた週明け4月9日の取引では、株式指数MOEXロシア（前日比▲8%）、通貨ルーブル（同▲4%、対米ドル）が下落し、10年債利回りも同0.25%上昇しました（債券価格は下落、図4左）。またアルミニウム大手UCルサルが制裁対象となったことから、商品市況でも影響がみられました。

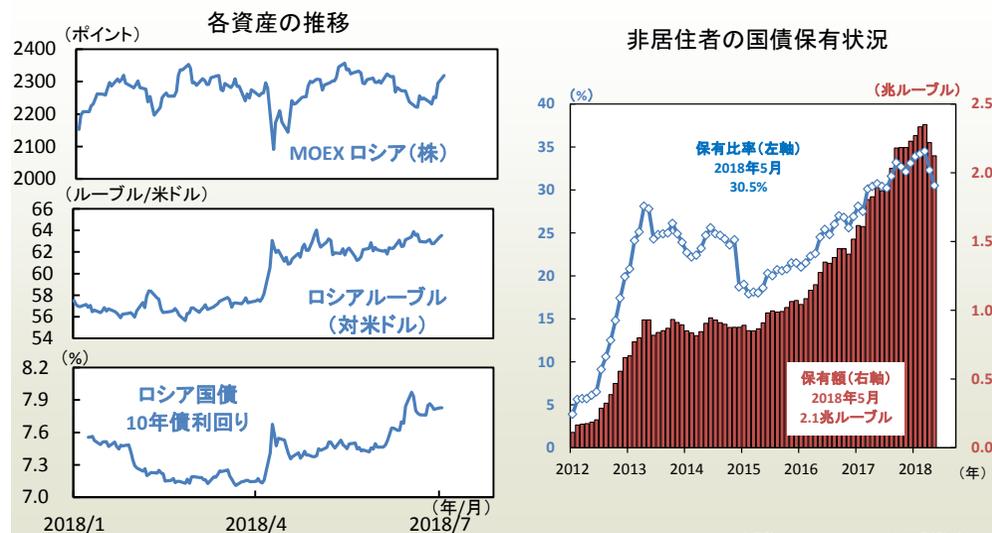
制裁直後の市場の反応は大きかったものの、株式は4月中に下落分を回復、年初来リターンは9.93%と堅調です（7月2日時点）。2014年3月にロシアがクリミアに侵攻以降、経済制裁は続いており、制裁に対する耐性がついています。また一部で警戒されるロシア国債の売買禁止も導入されていません。追加制裁を受け非居住者の国債保有比率は下落したものの依然高水準です（3月34.5→5月30.5%、図4右）。4月11日、ムニニューシン米財務長官は導入による影響を考慮して、発動を否定しています。株式が戻していることから、過度な不安はなく、通貨には割安感もあると考えます。（永峯）

【図3】食料品価格の低下は供給増のため、インフレ期待はやや上昇



出所）ロシア国家統計局

【図4】4月の追加制裁で各資産は下落、株は戻すも通貨は依然安値

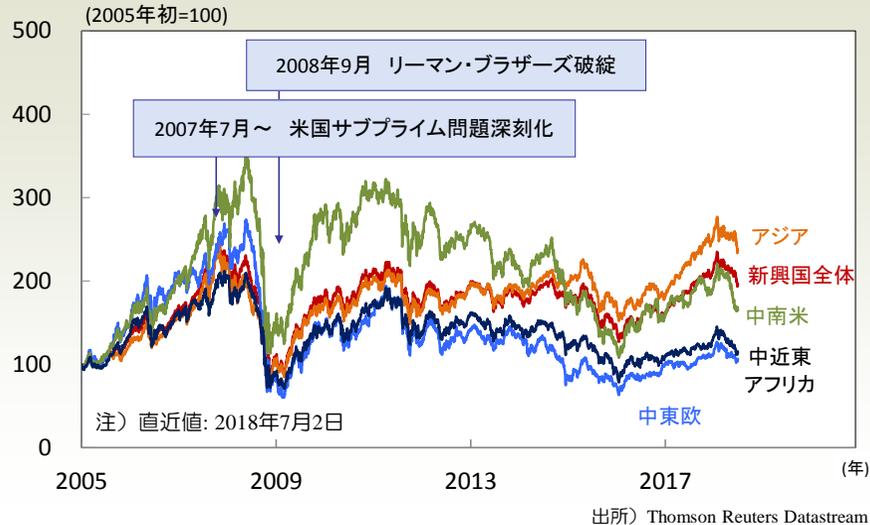


出所）Bloomberg、ロシア財務省

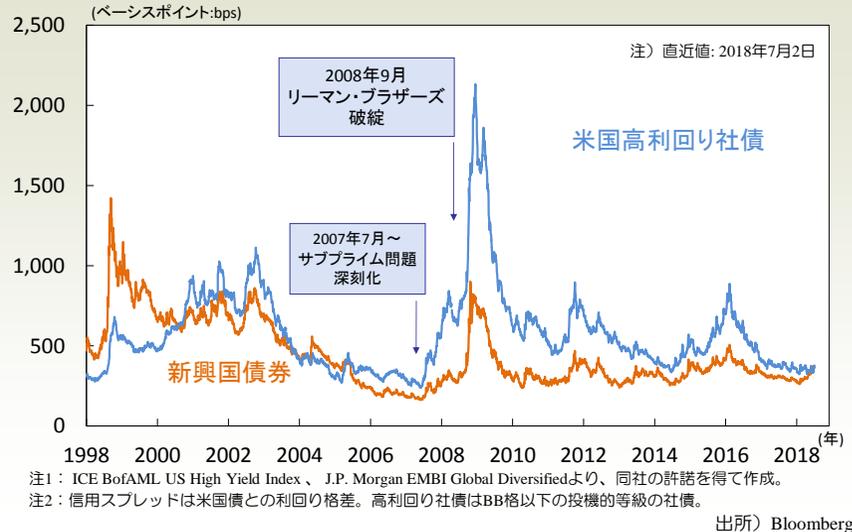
注）左図の直近値は2018年7月2日

【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

MSCIエマージング株価指数



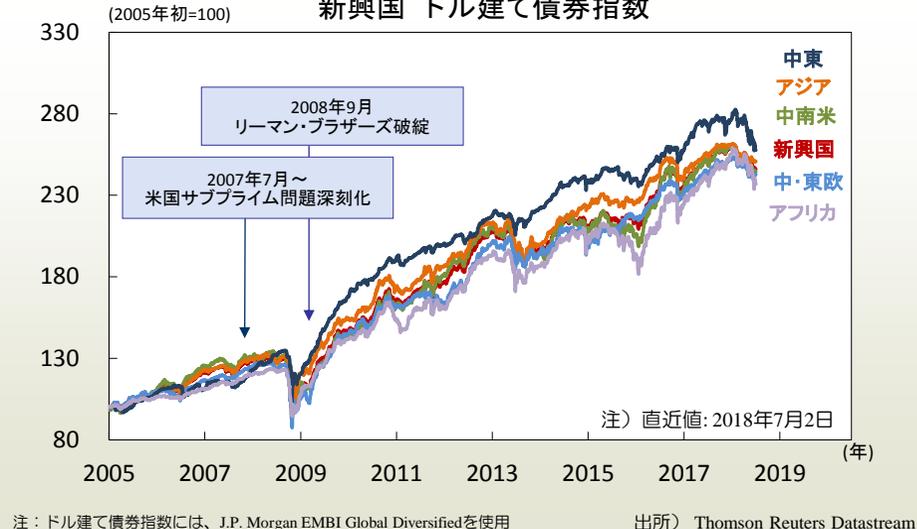
新興国債券と米国高利回り社債の信用スプレッド



新興国 自国通貨建て債券指数

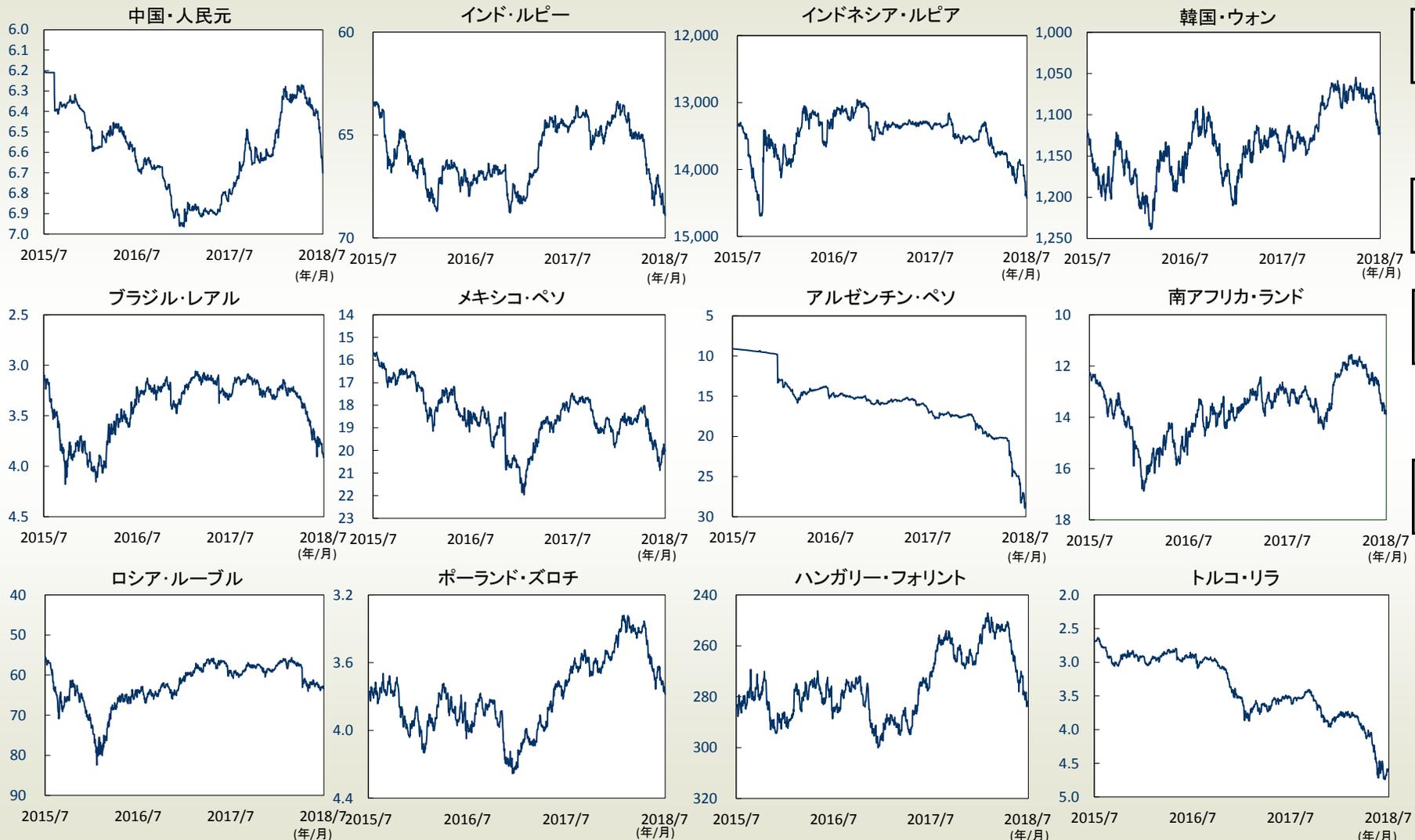


新興国 ドル建て債券指数



【エマーシング・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)

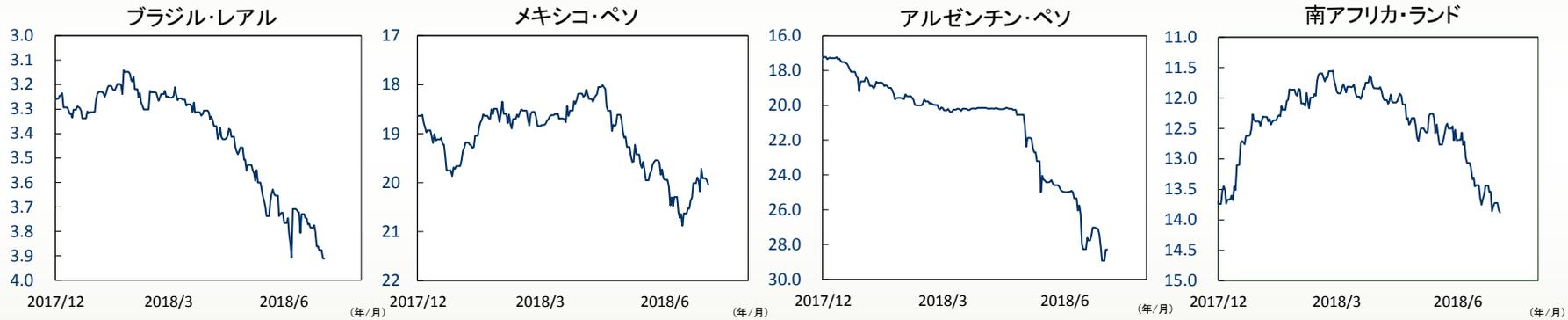
自国通貨高
米ドル安自国通貨安
米ドル高自国通貨高
米ドル安自国通貨安
米ドル高自国通貨高
米ドル安自国通貨安
米ドル高

注) 直近値は2018年7月2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)



注) 直近値は2018年7月2日

出所) Bloomberg

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

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。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。
- 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: 2018年7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・完全性等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・状況または作成時点での見通し・分析であり、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・手数料等を考慮していません。
- 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国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。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。

本資料中で使用している指数について

MSCIエマージングに対する著作権およびその他の知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。

J.P. Morgan EMBI Global DiversifiedおよびJ.P. Morgan GBI-EM Broad：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 2018, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.

ICE BofAML US High Yield Indexに関する知的財産権、その他一切の権利はBofAメリルリンチに帰属します。BofAメリルリンチはICE BofAML US High Yield Indexを参照して行われる当社の事業活動・サービスに関し一切の責任を負いません。

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。



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