



## フィリピン：消費ストーリー

アシュナ・ヤラシ・シャ、CFA  
新興国株式  
ポートフォリオ・マネジャー

2024年5月

「**実際、ショッピングモールの経営者によると、モール全体を合計すると1日平均330万人が訪れるようで、また別のモールの経営者によれば、エルメスとルイ・ヴィトンが最も混むそうです。」**

先日のフィリピン出張では、メトロマニラ（マニラ首都圏）のボニファシオ・グローバル・シティを視察しました。タイムズスクエアの様であり、フィリピンで消費主義が花開いているのを実感しました。

2022年以降、インフレ上昇と金利高が重しとなっているにもかかわらず、消費は力強く、目を見張るものがあります。人口の59%は30歳以下<sup>1</sup>、失業率は直近10年間でみても低水準の3.1%<sup>2</sup>、急増するBPO（ビジネス・プロセス・アウトソーシング）収益、海外で就労するフィリピン人からの多額の送金、こうなると至る道筋は決まっていると言えるでしょう。実際にマニラでレストランを予約するのは、ほぼ不可能です。今年後半にはゴードン・ラムゼイ（ロンドンの三ツ星シェフ）がレストランを開店することで盛り上がっていたことも、興味深いものでした。

視察したショッピングモールや開発エリアでも、渴望するような消費欲がみられました。現地の知人によると、海外で就労するフィリピン人は帰国し、高級レストラン、高級住宅、ヴァンクリーフ&アーペルといった貴金属などの憧れの品々にお金を使うのが大好きだそうです。実際、ショッピングモールの経営者によると、モール全体を合計すると1日平均330万人が訪れるようで、また別のモールの経営者によれば、エルメスとルイ・ヴィトンが最も混むそうです。フィリピンのペットの飼育率が、アジアでトップクラスなのも、消費主義の隆盛を示唆しています！

しかし、課題がないわけではありません。フィリピンは一時期、新興国株の寵児でしたが、最近では、海外からの投資資金の流出、双子の赤字の拡大、厳しすぎたロック・ダウン政策、世界中から非難をあびたドゥテルテ前大統領の影響などにより、人気は低迷しています。

フィリピンは、社会主義的とも言われた前政権を経て、マルコス大統領の下でより安定してきています。前任者と比較して、マルコス大統領は、海外からの直接投資を推進し、欧米との関係修復を図り、官民パートナーシップ（PPP）を通じたインフラ投資の推進に、より力を入れています。

1. Philippines Statistics Authority, December 2022, based on 2020 census.

2. Jobless rate in the Philippines fell to two-decade low of 3.1% - Manila Standard.



彩鮮やかな最新のファッション・ショップ



マニラ最大のショッピングモール、パサイ開発プロジェクト

そうしたプロジェクトに、マニラ湾沿いの360ヘクタールを埋め立て開発するものがあります。また最近、マルコス政権は、フィリピンの主要空港であるニノイ・アキノ国際空港を改修し民営化する意向を示しました。これは観光セクターにとって追い風となりそうです。入国審査の行列や海外で就労する人からの需要の高さを踏まえると、空港の改修は急務です。

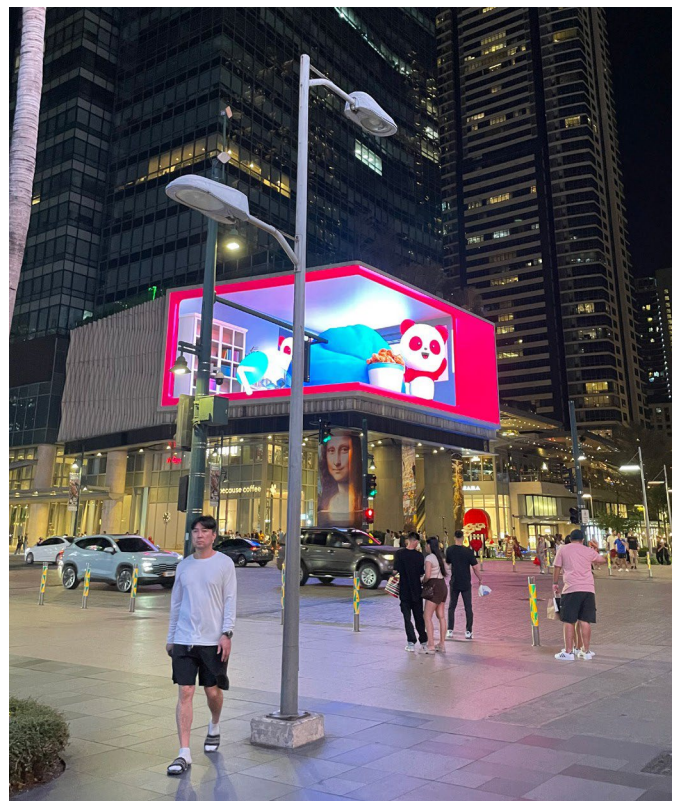
一方で、今回の視察中に、マルコス大統領が憲法改正を目指して国民投票を行おうとしたことが引き金となった反対デモ<sup>3</sup>が起り、政治の不安定さを目の当たりにしました。政府は、憲法改正の目的を、海外投資を呼び込み経済を更に開放することとしていますが、一番の争点は、改正により大統領の任期も改正される可能性があることです。大統領の父親が、独裁者で横領を重ねたことを考えると理想的ではありません。

新興国株式チームとしては、海外からの投資が今後も継続的に拡大していくにはまだ課題があるとみています。現時点で、フィリピンの電気料金は、近隣諸国の中で最も高い水準です。近隣諸国のように海外資金の呼び水となる大型の製造業を発展させるためには、かなり大きなハードルです。長期的には、AIとLLM（大規模言語モデル）の急速な増加が、フィリピンにとって大きな脅威となりうると引き続き見えています。BPOセクターはGDPの約8%を占め、約150万人のフィリピン人雇用を生み出しています<sup>4</sup>。長期的には、フィリピンが競争力を維持し、さらなる投資を促進するためには、BPO就労者のスキルアップが必要となるでしょう。

フィリピンのコングロマリットの大きな特徴は同族経営で、これは明らかに外国からの資本投資に対する障害となっています。「同族コングロマリット」とその子会社は、フィリピン証券取引所の時価総額の67%を占めます<sup>5</sup>。2013年から2023年にIPOを実施した企業群を見ると、それらの上場時の時価総額の50%は、大規模な同族コングロマリットが所有するものです<sup>6</sup>。強力な財務体質を武器に、同族コングロマリットはフィリピン全土に投資し、事業を拡大し続け、それは今も続いています。

**「フィリピンのコングロマリットの大きな特徴は同族経営で、これは明らかに外国からの資本投資に対する障害となっています。」**

フィリピン市場は長年、割高で投資妙味が薄い市場でした。しかし、バリュエーションは切り下がりました。MSCIフィリピン・インデックスは現在、1年先の予想PERが11倍で取引されており、ここ10年で最も低い水準となっています。フィリピンは、長期的に見て投資妙味のある国だと思われませんが、構造的課題を考慮すると、国内消費や金融化といったテーマの恩恵を受けられるセクターを選別して投資することが必要だと思われれます。



マニラのボニファシオ・グローバル・シティ

3. Constitutional amendments, commonly referred to as 'Cha-Cha' for 'charter change'.

4. Philippine BPO Statistics 2023 | Magellan Solutions (magellan-solutions.com).

5,6. Cross Connections: Philippines, UBS, February 2024.

執筆者

アシュナ・ヤラシ・シャ、CFA

ポートフォリオ・マネジャー



RBCブルーベいの新興国株式チームのポートフォリオ・マネジャーで、今現在は南アフリカ、東南アジアを担当。新興国株式プロダクトのスペシャリストとして2017年に当社に入社。同社以前は、大手グローバル金融機関でアジア太平洋地域を担当する株式営業に従事。その間、欧州、欧州・中東・アフリカ（EMEA）地域の金融商品開発も務めた。金融業界には2012年より従事。



RBC BlueBay  
Asset Management

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号  
一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management（UK） Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではありません。またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management（RBC GAM）は、カナダロイヤル銀行（RBC）の資産マネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント（US） Inc.（RBC GAM-US）、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。RBC Global Asset Management（UK） Limited、およびRBC Global Asset Management（Asia） Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management（UK） Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はおお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータルリターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬 (上限)	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬 (上限)	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断し情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容をお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上