

【タイ】景気低迷下の追加利下げ期待と多額の経常黒字の下でのパーツ相場動向を考える1ページ
【アジア・マーケット・ウォッチ】6ページ

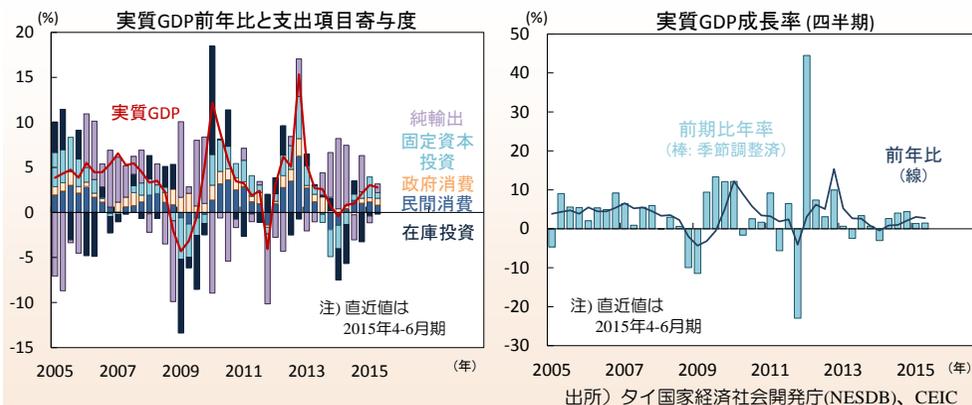
【タイ】景気低迷下の追加利下げ期待と多額の経常黒字の下でのパーツ相場動向を考える*

● 内需の低迷で前期より鈍化した4-6月期のGDP成長率

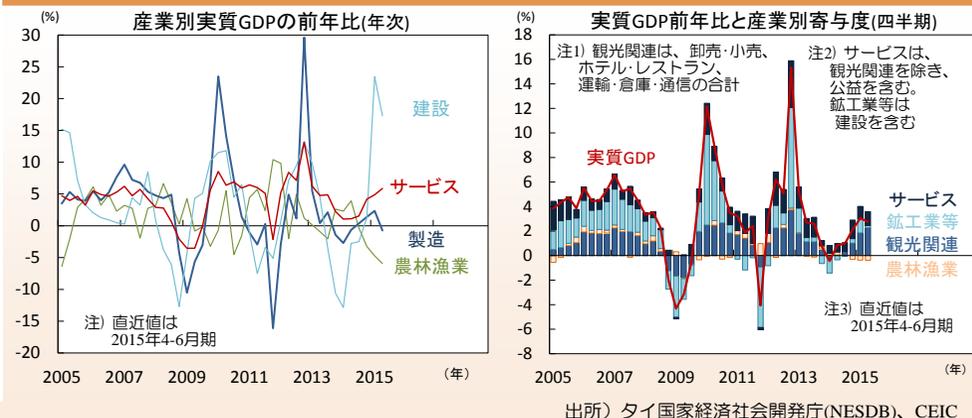
タイの政治経済を巡る不透明感が増えています。8月17日にバンコク繁華街で爆破テロが発生。既に容疑者が逮捕されるなど捜査は進展しているものの、内需の低迷に伴い海外からの来訪者への依存度を高める経済が一時的に下押しされることは不可避でしょう。今後、民政復帰に向けて恒久憲法制定のための国民投票と総選挙が見込まれるものの、これらが混乱なく行われるかは定かではありません。内閣改造直後の9月初に政府は総額1,360億バーツの財政刺激策を公表し、農村部を中心に内需の押し上げを図るものの、景気回復の足取りは重いものとなりそうです。本稿では同国の景気物価状況や金融政策動向を概観し、パーツ相場の動向について考察します。

8月17日にタイ政府が発表した4-6月期の実質GDPは前年比+2.8%と前期の+3.0%より鈍化し、季節調整済の前期比年率は+1.5%と前期の+1.4%とほぼ水準と不振でした(図1)。内需(在庫投資を除く)は前年比+2.3%と前期の+4.7%より鈍化。家計と企業の信頼感が低下する中で民間消費が鈍化し設備投資の伸びは落込み、外需の低迷で財輸出の伸びも落込みました。景気を支えているのは来訪者増加によるサービス輸出と政府支出のみとなり、早期の力強い景気回復は望めそうにありません。民間消費は前年比+1.5%と前期の+2.4%より減速。米や天然ゴムなどの価格低下で農業所得は鈍化し(図3左)、金融機関の貸付態度も厳格化する中で(図3右)消費者信頼感が悪化(図4左)、家計は自動車など耐久財消費を抑えました。政府消費は前年比+4.6%と前期の+3.3%より加速。公務員給与や財サービス購入が伸びました。固定資本投資は+2.5%と前期の+10.7%より急減速しました。民間投資は同▲3.4%と前期の+3.6%より反落。外需の鈍化による設備稼働率の低下を受けて設備投資が減速しました。公的投資は同+24.7%と前期の+37.8%より低下しつつ高位。国有企業の建設投資が大型着工の一巡で落ち込むも、政府建設と国有企業の設備投資が高い伸びを維持しました。

【図1】民間消費と投資が減速するとともに鈍化する景気(左)



【図2】製造業等が減速し(左)、観光関連サービスへの依存度が上昇(右)



● 製造業が落ち込む一方、来訪者増加でサービス部門が堅調

外需では、総輸出が同+1.0%と前期と変わりませんでした。財輸出は同▲4.0%と前期の▲2.5%より悪化。外需の鈍化に伴って、自動車、電器、金属、化学/石油化学などの輸出が落ち込んだ影響です。一方、サービス輸出は来訪者数の増加を受けて、同+25.1%と前期の+14.6%より加速し、財輸出の落ち込みをカバーしました。総輸入は同▲0.3%と前期の+2.3%から反落。民間消費と企業の生産活動の減速に伴って、消費財と中間財の輸入が鈍化しました。輸入の低迷の結果、純輸出の寄与度は+1.0ポイントと前期の▲0.8ポイントより改善しました(図1左)。

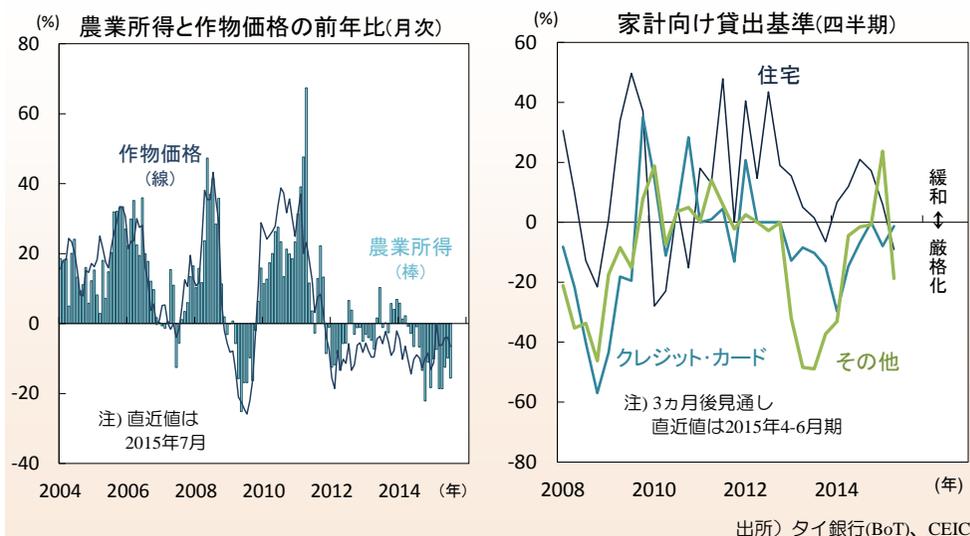
生産側では、製造業と農林漁業の伸びが落ち込んだ一方(図2左)、来訪者増加の恩恵(図4右)でサービス部門が加速しました。農林漁業は同▲5.9%と前期の▲4.7%より落ち込み幅が拡大。干ばつの影響で、米、ゴム、トウモロコシ、果物などの生産が減少しました。鉱業も同▲3.9%と前期の▲1.0%より落ち込み幅が拡大。原油とガス生産の落ち込みによります。製造業は同▲0.7%と前期の+2.3%より反落。外需の低迷に伴って繊維等が落ち込み、内外需の低迷で自動車や電子機器等が鈍化、大手自動車メーカーによるトラックの新モデル導入前の生産調整の影響もみられました。

● 輸入や民間消費などの景気指標は7月も軟調

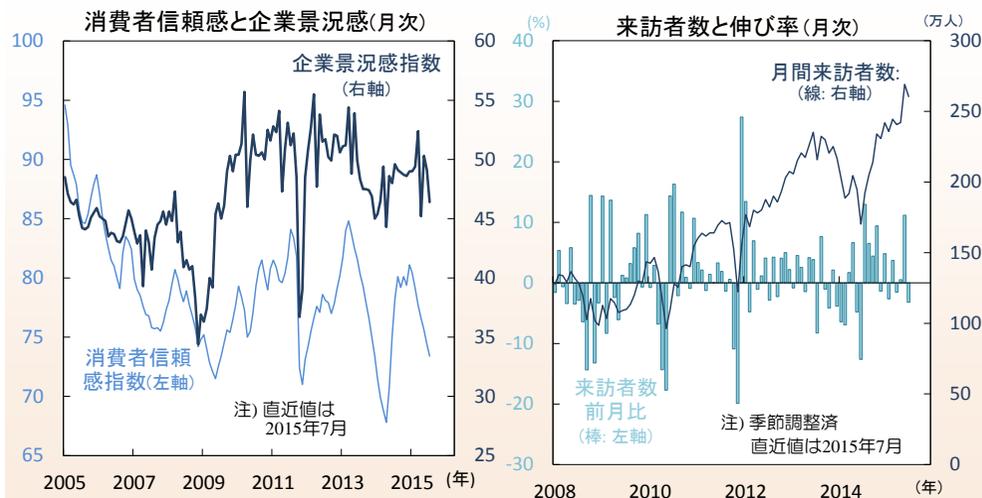
4-6月期の建設業の生産は同+17.3%と前期の+23.4%より低下しつつ高い伸びでした。鈍化しつつ底堅い政府建設投資が背景です。サービス部門は同+5.9%と前期の+4.9%より加速。民間消費の鈍化を受けて卸売・小売がやや減速したものの、来訪者数の増加を受けて、ホテル・レストランや運輸(特に空運)が加速しました。観光関連サービスの寄与度は+2.3ポイントと大きく、今期の成長率+2.8%の太宗を占めます(図2右)。

7月の月次景気指標も軟調です。内需の低迷に伴って輸入の伸びが減速。通関統計によると、7月の輸入は同▲12.7%と前月の▲0.2%より落ち込み幅が拡大しました(図5左)。原油安の影響で燃料が同▲29.7%と大幅に落ち込んだことに加え、国内投資の低迷に伴って資本財の輸入が▲23.7%と急減しました。一方、輸出は前年比▲3.6%と前月の▲7.9%より落ち込み幅が縮小。農産物の輸出の落ち込みが拡大したものの、自動車や電器がプラスに転じ、電子の落ち込み幅が縮小しました。この結果、貿易収支は+7.7億米ドルと前月の+1.5億米ドル、前年同月の▲11.0億米ドルより改善しました。7月の民間消費者は前年比▲2.1%と前月の▲0.1%より落ち込み幅が拡大し、前月比も▲1.1%と反落(図5右)。消費者信頼感が悪化する中で、耐久財消費の落ち込み幅が拡大しています。

【図3】農産物価格の低迷と干ばつ被害で鈍化する農業所得(左)



【図4】悪化する消費者信頼感と企業景況感(左)、増加する来訪者数(右)



出所) タイ銀行(BoT)、タイ商工会議所大学、タイ移民局、CEIC

● 輸出部門の生産が鈍化し、民間投資の前月比も低迷

7月の製造業生産には持直しの兆しも見られるものの、主に一時的な要因によるとみられます。同生産は前年比▲5.3%と前月の▲7.7%より落込み幅が縮小し、前月比は+2.6%と反転(図6左)。トラックの新モデル導入前の生産調整が終了した自動車が前年比+6.1%と4か月ぶりにプラスに転じ、ビール製造による新製品導入前の増産、化学製品大手による在庫増し等の一時的な押し上げ効果も加わりました。しかし、外需の低迷を背景に輸出企業部門(輸出/売上高比率60%超)が同▲18.5%と前月の▲15.4%より落込み幅が拡大、電子などの落込みが目立ちます。上記の一時的な生産の押し上げ効果は今後はく落する見込みであり、今後の先行きには不安が残ります。

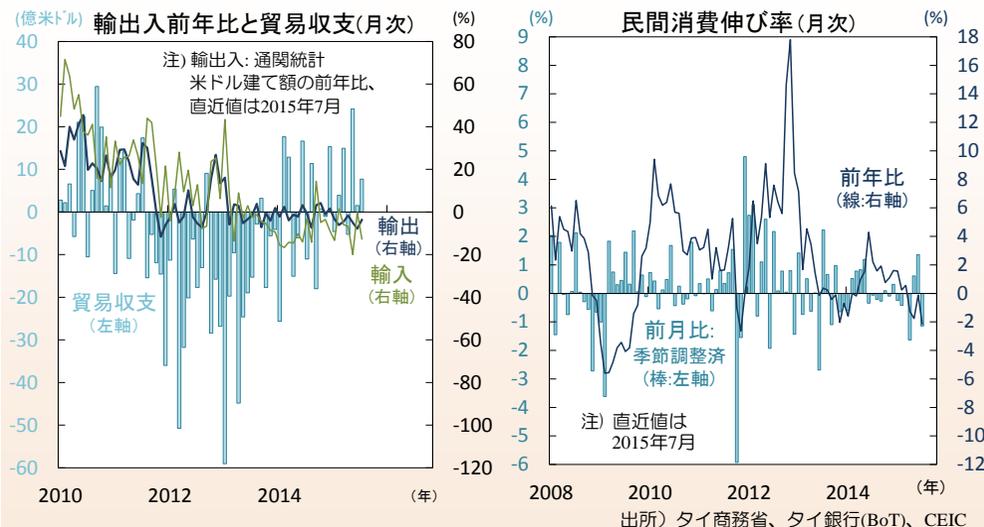
7月の民間投資は前年比+0.5%と前月の+0.4%よりやや改善するも、前月比は▲0.1%と7ヶ月連続のマイナスに(図6右)。不動産建設の鈍化に伴って建材販売が反落し、企業の設備投資の低迷から資本財輸入の落込み幅も拡大。設備投資の伸びは、トラックの新モデルを導入した自動車部門など一部に限られる模様です。7月の企業景況感は、6月より悪化(図4左)。設備稼働率は半導体、自動車、化学などで反転するもハードディスク、電器、繊維等では低下しており、企業の設備投資意欲は弱い模様です。

● 民間需要が低迷する中で景気回復速度は緩慢か

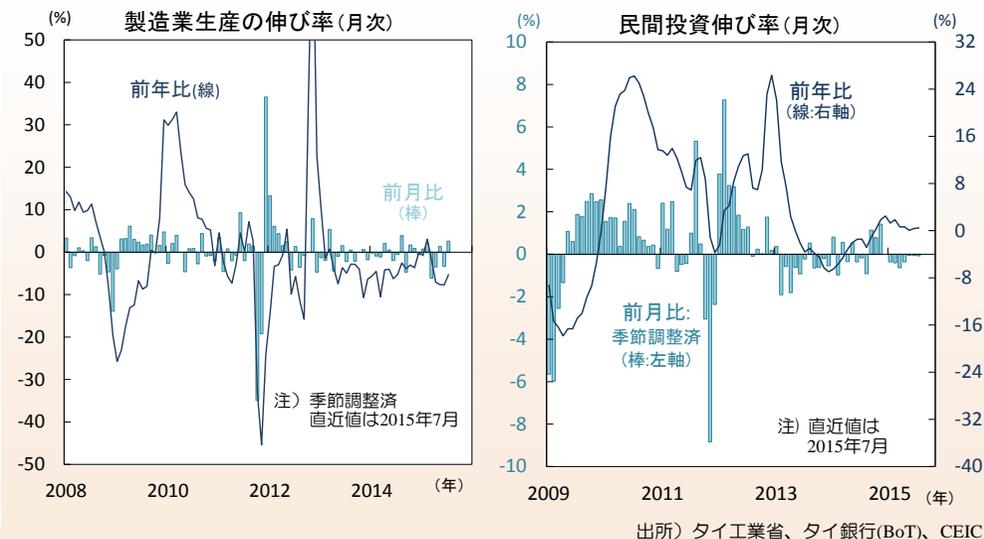
干ばつ被害で農業所得が低迷しており、消費者信頼感は今後も悪化する見込みです。高水準の家計債務という重石も加わり、民間消費は容易には回復しないでしょう。外需産業を中心に設備稼働率も低く(図7左)、設備投資の早期回復も望み薄です。外需の低迷も続く中、今年通年の成長率は+2%台後半と、昨年の+0.9%の低成長からの反動が生じる中でも低水準にとどまると予想されます。8月の爆破テロ事件の捜査は進展しているものの、もし、更なる事件の発生を許した場合、観光シーズンの10-12月期の来訪者数が減少、数少ないけん引役を失った景気が一層鈍化するリスクが残ります。

景気が勢いを欠く中、消費者物価はマイナスの伸びが続いています。8月の総合消費者物価は前年比▲1.2%と前月の▲1.0%より落込み幅が拡大。マイナスは8か月連続です(図7右)。食品物価の上昇を燃料物価の下落が相殺しました。食品は同+1.3%と前月の+1.1%より上昇(図8左)、干ばつによる被害に伴って野菜・果物が同+8.5%と前月の+7.8%より上昇した影響です。燃料は同▲17.0%と前月の▲15.6%より低下。ガソリン・軽油等が前月比(季節調整前)▲6.1%引下げられた影響です。内需が勢いを欠く中で、コア物価は同+0.9%と前月と同率の低水準の低いものでした。

【図5】 低迷する輸出入の伸び(左)、落ち込む民間消費の伸び(右)



【図6】 民間投資の前月比は7ヵ月連続でマイナスに(右)



● 中央銀行は今後の追加利下げの可能性を排除せず

景気と物価の低迷が続く中で、当局は政策金利を低位に据置いています。8月5日、タイ銀行(BoT)は、政策金利を1.5%で据置くことを決定。3-4月の連続利下げ(2%→1.75%→1.5%)を経て、据置きは2回連続となります(図8右)。BoTの声明は、中国景気の減速と干ばつの影響で景気の下ブレ・リスクが増したと指摘。来訪者数の増加や政府投資支出の拡大が景気を支えているものの、輸出価格の低迷と中国などアジア諸国の需要の弱さを背景に輸出は当初予測した以上に縮小しているとしました。

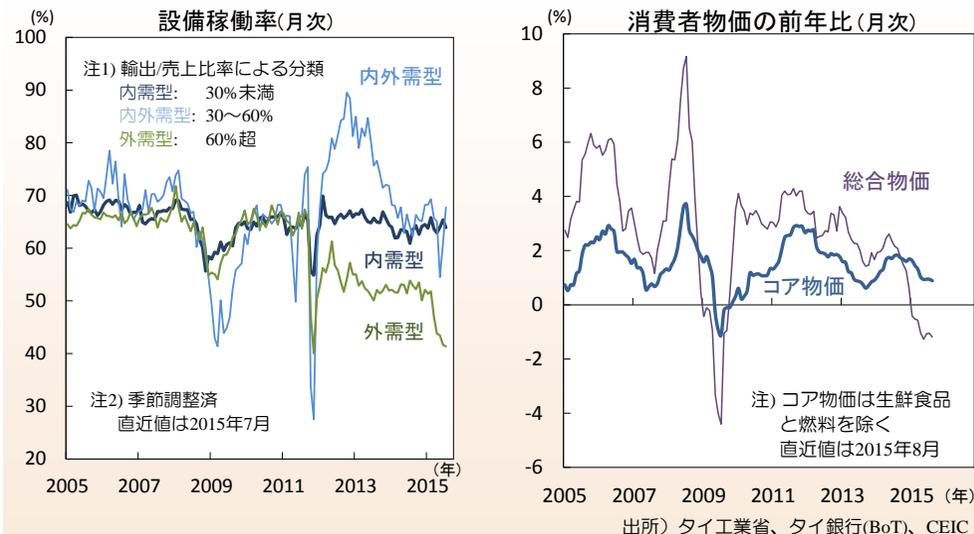
また、BoTの声明は、需要側の圧力が限定的で国際原油価格の回復が遅いため、総合物価の伸びがプラスに転じる時期は遅れるかも知れないと記述。景気と物価の見通しを下方修正するなど、声明は前回よりややハト派的になったと言えます。声明は、前回と同様に、為替相場の方向性は引き続き景気回復を支えていると記述。足元で進むパーツ安が金融環境を緩和させているため、景気と物価の見通しが下振れる中でも今回金利を据置いたことを示唆しました。今後の方向性に関しては、「使用可能な政策手段を適切に活用できるように備える」と記述。「使用可能な政策余地」に言及した前回より控えめな表現ながら、今後の追加利下げの可能性を排除しませんでした。

● 4月半ばまで米ドル高基調の下でも堅調だったパーツ相場

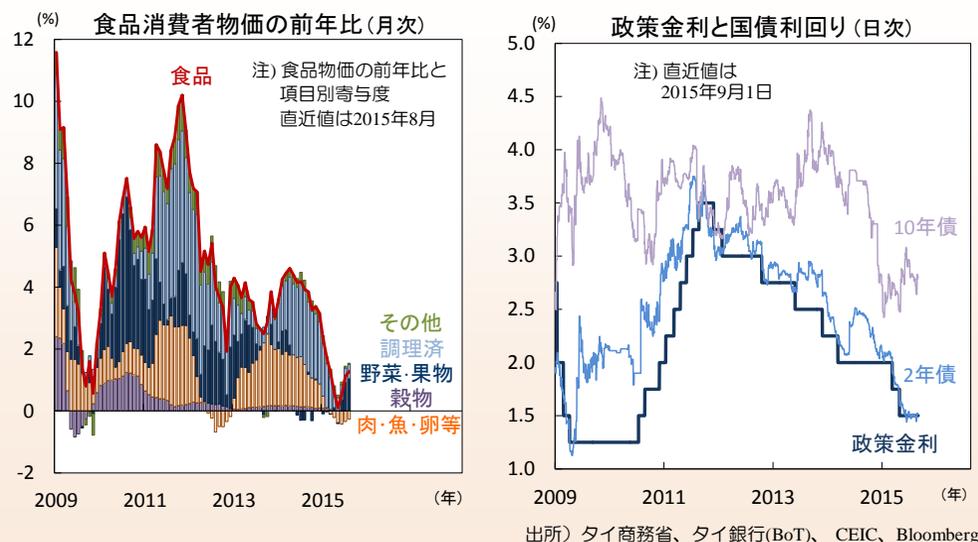
年初より4月半ばまで対米ドル(以下「ドル」)で底堅く推移した通貨パーツも、その後やや軟調に推移しています。当局の姿勢の変化も相場に強く影響したとみられます。

パーツは年初より3月末まで対ドルで+1.0%上昇するなど、年内の米利上げ開始が意識されればドル独歩高の動きが強まる中でも堅調に推移(図9左)。ブラジル(同▲17.7%)やトルコ(同▲10.5%)などの高金利経常赤字国、マレーシア(同▲5.7%)、インドネシア(同▲5.3%)などの通貨とは対照的でした。当時のパーツ相場を支えていたのは、(1)多額の経常黒字、(2)限定的な海外投資家の証券投資残高、(3)為替相場の安定を重視するとともに相対的なパーツ高を容認する中央銀行などであったと考えられます。昨年7-9月期まで2期連続で5億ドルの赤字だった経常収支は、10-12月期より大幅な黒字に転換(図10左)。貿易収支とサービス収支の改善によります。10-12月期の貿易収支は+77億ドルと前年同期の+38億ドルより大きく拡大。原油安に伴う燃料輸入額の縮小や内需の低迷に伴って輸入量の減少が背景です。また、10-12月期のサービス収支も+34億ドルと前年同期の+16億ドルより増加。低迷していた海外からの来訪者が増加し、年末から年始の観光シーズンに同収支の黒字額を押し上げました。

【図7】低下する外需産業の設備稼働率(左)、低迷する消費者物価(右)



【図8】3-4月に連続利下げを行った後、金利を据置く中央銀行(右)



● パーツ相場を支えた経常収支改善と中央銀行の姿勢

昨年5月のクーデター前後の政治不安に伴って、同国への来訪者は一時減少。しかし、治安状況の改善や同年6月の夜間外出禁止令の全面解除などに伴って、来訪者数は徐々に回復しており(図4右)、観光シーズンの11月以降のサービス収支を大きく改善させました。また、政治的なリスクが意識される中、海外証券投資家は同国の株式や債券への投資を抑制。世界的にリスク回避の動きが強まり新興国からの資本流出が加速する局面での流出圧力は、他の主要新興国に比べ限定的であったとみられます。限定的な証券投資流入額ゆえ、国際収支は経常収支動向を強く反映。今年4-6月期まで2期連続で、国際収支(総合収支)は30-40億ドル規模の黒字となりました(図10右)。

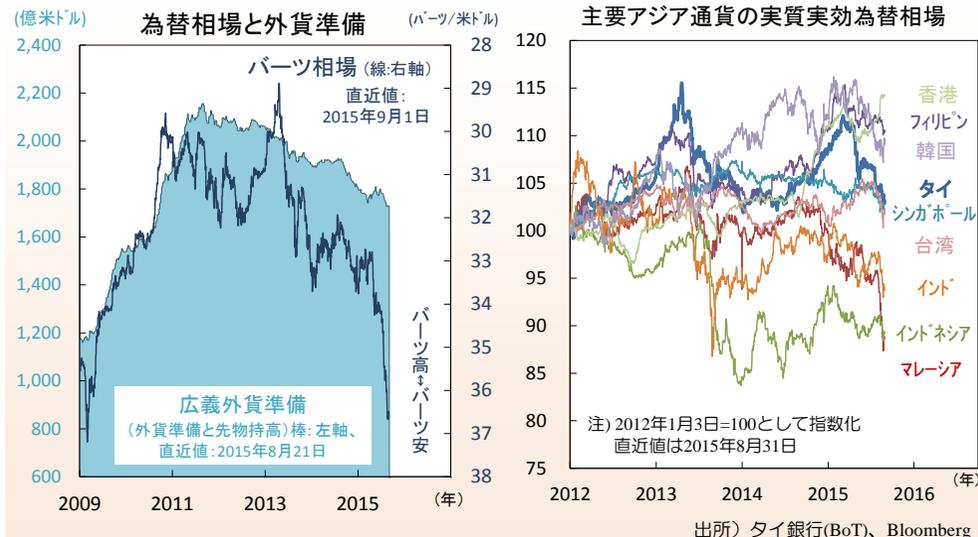
また、タイ銀行(BoT)は為替相場の安定を重視し、国際収支が一時的な赤字となる局面ではドル売り介入を実施。ドル独歩高(ユーロや円の下落)も加わり、外貨準備残高(ドル建て)は3月下旬まで緩やかに減少していました(図9左)。新興国通貨の多くが対ドルで下落する中で、対ドル相場が安定的だったパーツの実質実効相場(REER)は近隣諸国に比べ大きく上昇したものの(図9右)、当時のBoTはこうしたパーツ高の進行を容認していた模様です。しかし、その後、BoTはその姿勢を大きく変化させました。

● 4月末よりパーツ高抑制姿勢に転じた中央銀行

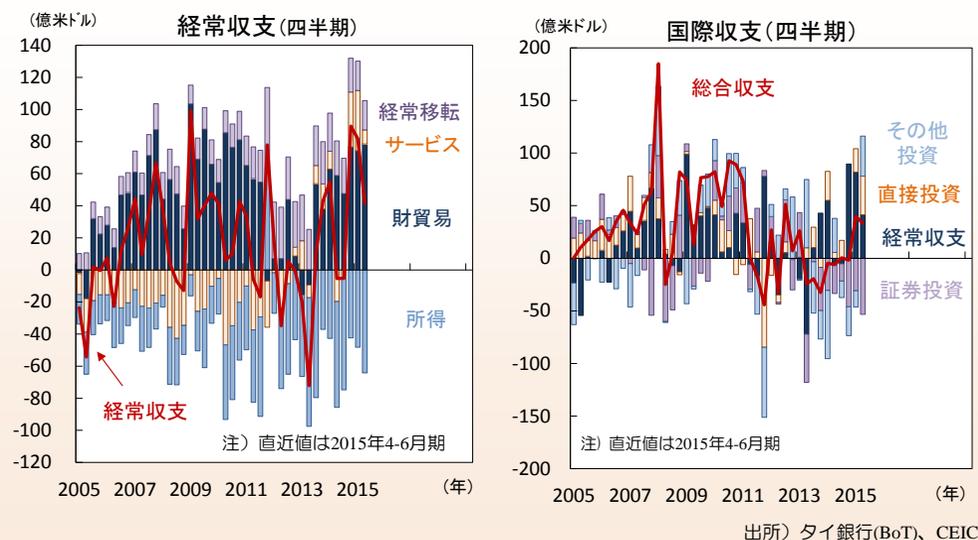
BoTは、3-4月の政策会合で市場の予想外の連続利下げを実施し、4月の声明では、輸出の低迷と景気回復の遅れの原因は最近のパーツ高と指摘。4月の会合直後に居住者による対外投資の規制緩和が行われたこともあり、市場参加者は「BoTがパーツ安促進に舵を切った」と解釈し、パーツ売りを急ぎました。政策会合前日の4月28日から同会合議事録が公表された5月13日にかけてパーツは対ドルで2.6%下落、主要アジア諸国通貨中で最大の下落率でした。また、外貨準備は3月下旬から5月上旬にかけて68億ドル増加(図9左)。ドル買い介入による相場押下げが行われていた様子がうかがえます。

8月29日、BoTは、個人投資家による海外証券投資を解禁する方針を公表。8月11日以降の中国人民元対ドル相場下落などを受けて、パーツ安促進の姿勢を改めて強めたと解釈する市場参加者も少なくない模様です。BoTの追加利下げや介入への警戒感からパーツの上値はやや重くなるでしょう。しかし、爆破テロで一時的な来訪者の落込みがあったとしても経常黒字が大きく減少するには至らず、国際収支は黒字基調を保つとみられます。パーツ相場が他のアジア通貨を上回って大幅に下落する可能性は低く、アジア通貨平均をやや下回る程度の騰落率に留まると予想されます。(入村)

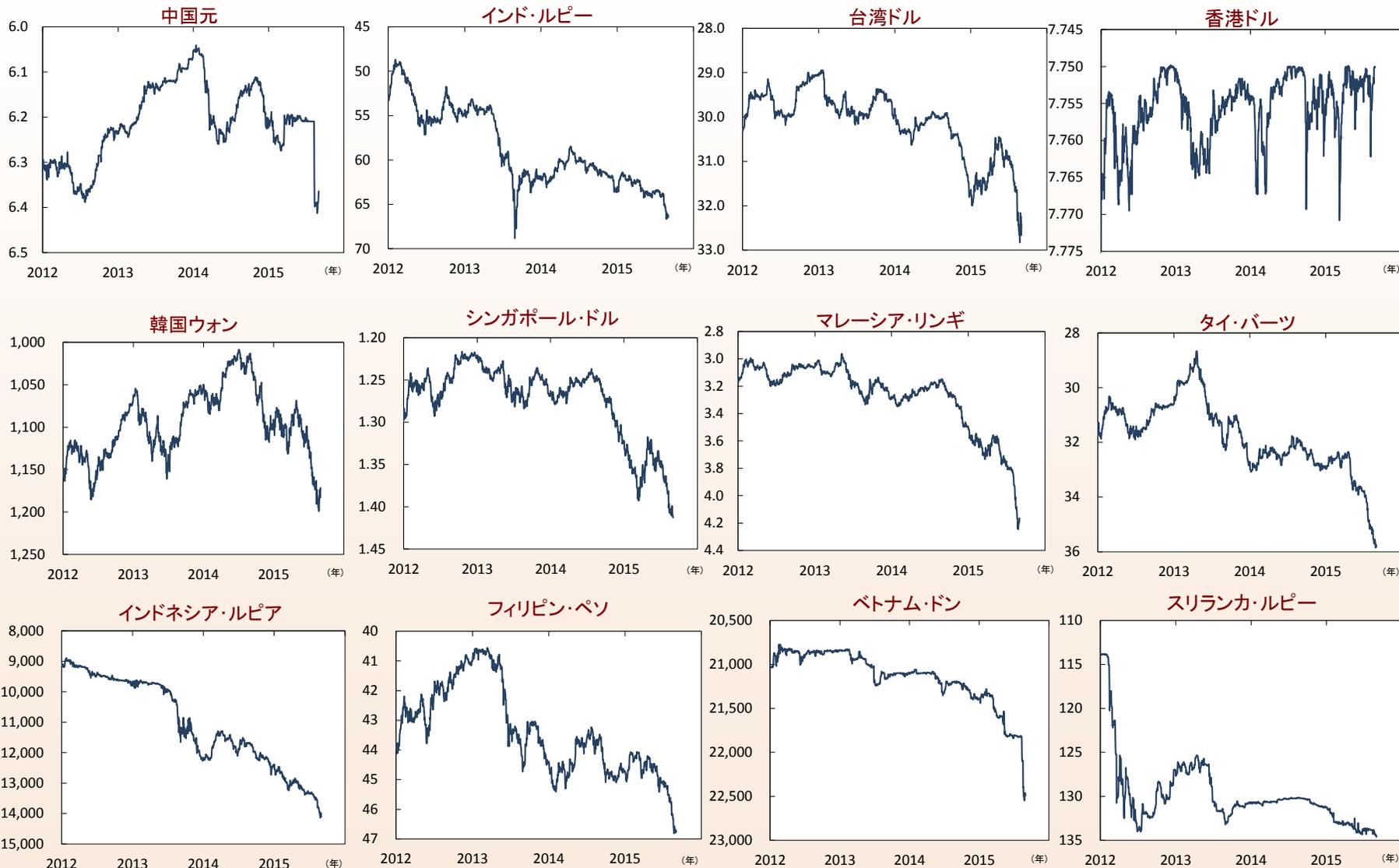
【図9】年初より安定的であったパーツの対米ドル相場は4月以降に下落(左)



【図10】昨年10-12月期より経常黒字が拡大、国際収支は黒字基調に(右)

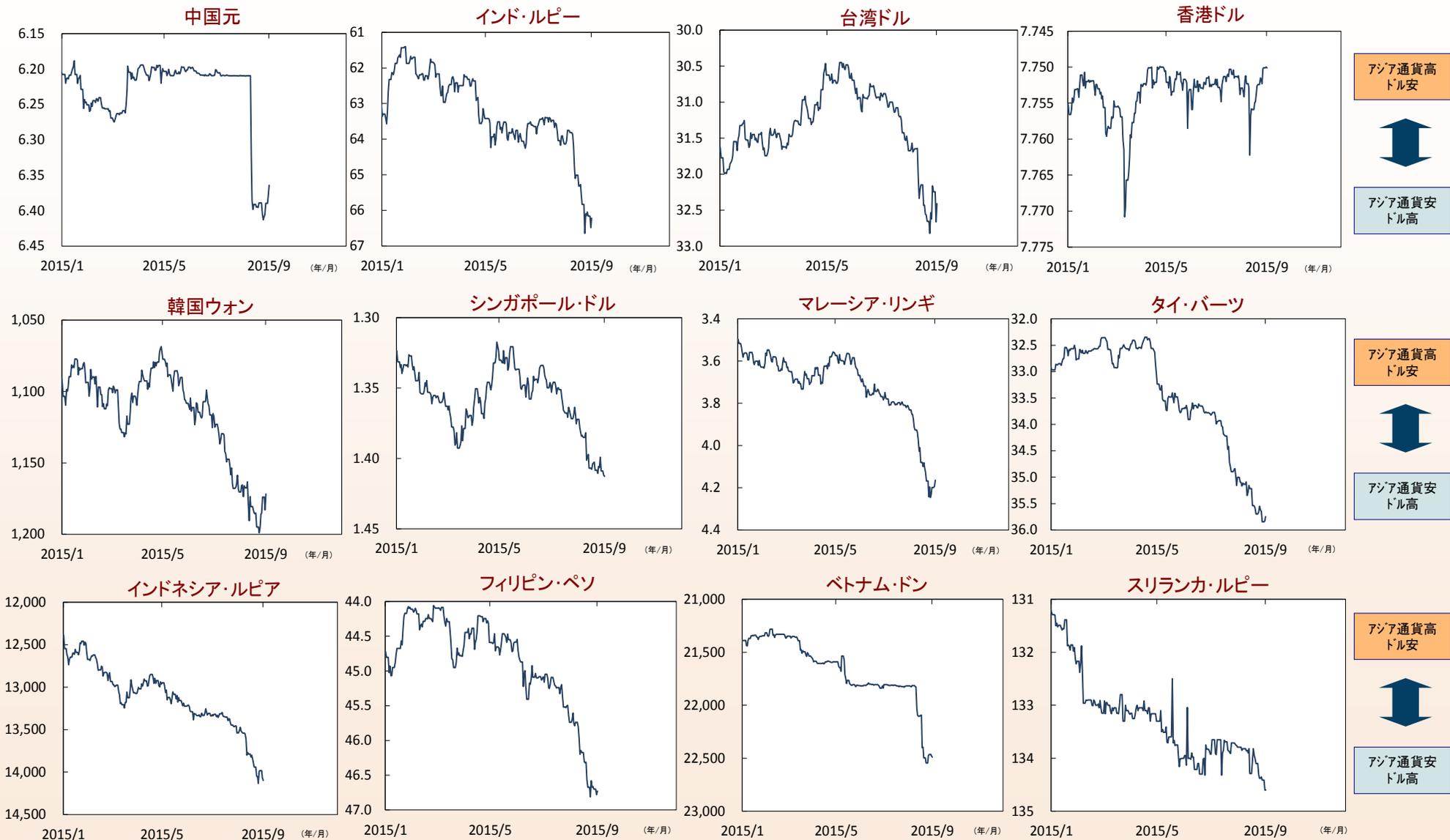


【アジア・マーケット・ウォッチ】アジア通貨の対ドル相場(1)過去3年間



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、2015年9月1日、出所) Bloomberg

【アジア・マーケット・ウォッチ】アジア通貨の対ドル相場(2)過去6か月間



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、2015年9月1日、出所) Bloomberg

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金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、投資元金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、投資元金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、投資元金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、投資元金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、投資元金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、投資元金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、投資元金を割り込む可能性が高まる場合があります。

当資料に關してご留意頂きたい事項

- 当資料は、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。当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、販売会社が申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
- 当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：2015年9月2日）
- 当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。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズ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。



三菱UFJ国際投信

MUFG

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