

【タイ】年初来のパーツ相場上昇の持続性を考える……………1ページ
【エマージング・マーケット・ウォッチ】……………7ページ

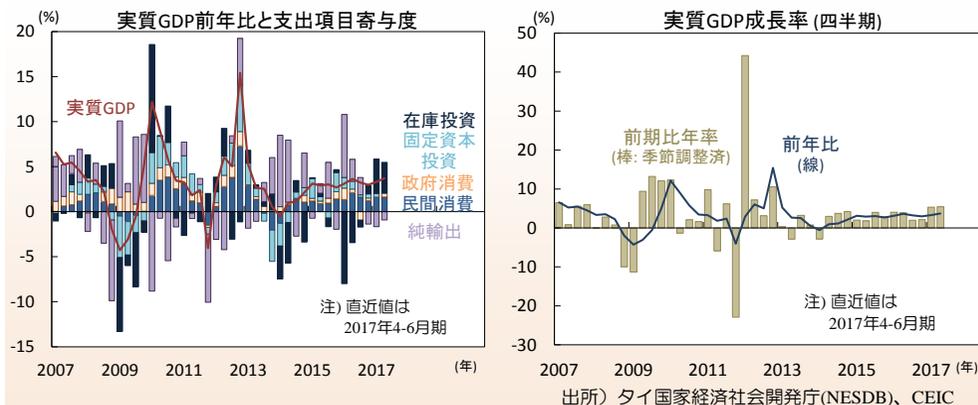
【タイ】年初来のパーツ相場上昇の持続性を考える*

● 市場予想以上に加速した4-6月期のGDP成長率

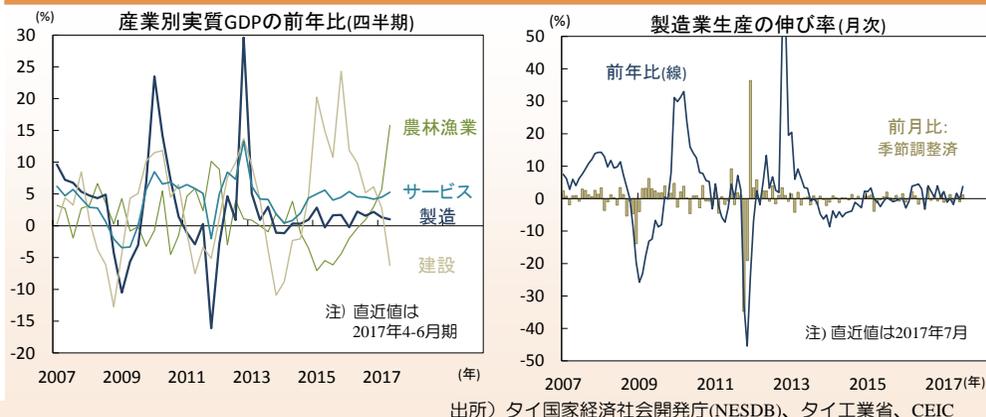
年初より主要アジア通貨の多くを上回る上昇を続けてきたタイ・パーツに変調の兆しが見えます。8月下旬、7月の貿易収支が27ヵ月ぶりの赤字に転じたことが公表されると、同通貨は下落。4-6月期のGDP成長率が予想以上に加速し今年後半からはインフラ投資の増加も見込まれる中で資本財輸入の増加によって経常収支が悪化するという連想が浮上したことで、中央銀行による通貨高抑制措置への警戒感が高まったことなどが背景とみられます。年初来の相場上昇は今後も持続するのか。本稿では、パーツ相場の動向について考察します。まず、景気物価の状況を概観した上で(1-4頁)、金融政策の動向について分析し(4-5頁)、足元の貿易収支と経常収支の動向について整理を行った後に(5頁)、今後のパーツ相場の方向性について考察します(6頁)。

8月21日、政府は4-6月期の実質GDPが前年比+3.7%と前期の+3.3%より加速し、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+3.2%を上回ったことを公表。季節調整済みの前期比年率は+5.4%と前期の+5.3%に続き好調でした(図1)。需要側では、公的建設の落込みで固定資本投資が鈍化したものの、民間消費が底堅く伸び政府消費も加速したため、内需(在庫投資を除く)は同+2.3%と前期と同率でした。世界景気の拡大と来訪者数の増加に伴って財サービス輸出が伸びたため純輸出の寄与度のマイナス幅も縮小し、GDP成長率を上げました。民間消費は前年比+3.0%と前期の+3.2%よりやや鈍化。収穫量の増加に伴う農業所得の伸びや家計向け貸付の伸びに支えられ耐久財消費が堅調であったものの、非耐久財と準耐久財の消費が鈍化しました。政府消費は同+2.7%と前期の+0.3%より加速。健康保険関連の移転支出が大きく伸びました。固定資本投資は同+0.4%と前期の+1.7%より鈍化。民間投資が同+3.2%と前期の▲1.1%より反発し4期ぶりにプラスの伸びとなったものの、公的投資が同▲7.0%と前期の+9.7%より反落。公的建設が同▲12.8%と前期の+8.5%より急減速した影響です。

【図1】4-6月期の実質GDPの前年比は+3.7%と約4年ぶりの水準まで上昇



【図2】急伸した農林漁業生産と堅調に加速したサービス部門生産(左)



出所) タイ国家経済社会開発庁(NESDB)、タイ工業省、CEIC

● 民間の建設投資と設備投資がともにプラスの伸びに

4-6月期の民間建設投資はバンコク市内の高級マンションや病院、ホテル等にけん引され+3.1%と前期の▲4.5%から反転。民間設備投資も、オフィス機器、工業用機械、運輸機器等の伸びに伴って同+3.2%と前期の▲0.3%より反発しました。在庫投資の寄与度は+3.3%ポイントと、前期の+3.8%ポイントに続き高水準。外需では、総輸出が同+6.0%と前期の+2.7%より加速しました。財輸出は+5.2%と前期の+2.6%より加速。中東向けを中心に自動車が増加したものの、農産物、電子・電器、金属、石油化学、精製燃料などの伸びが加速しました。サービス輸出も来訪者数の増加を背景に同+8.8%と前期の+3.2%より伸びました。総輸入も同+8.2%と前期の+6.1%より加速し、純輸出の寄与度は▲0.9%ポイントと前期の▲1.7%ポイントより押し下げ幅が縮小しました(図1左)。

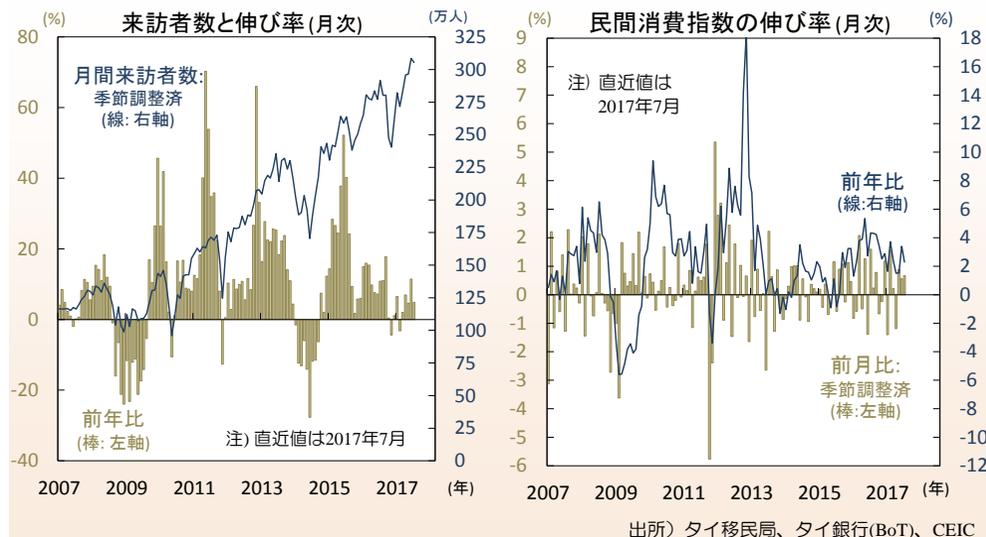
生産側では、公的支出の減速に伴って建設が落ち込み製造業も鈍化したものの、天候条件の改善によって農林漁業が加速し、来訪者数増加に支えられサービス部門も加速しました(図2左)。農林漁業は同+15.8%と前期の+5.7%より急加速しました。降雨量の回復に伴って、米、油やし、サトウキビ、キャッサバなどの生産が拡大。雨不足による前年同期の落ち込みからの反動(ベース効果)も加わり、今期の伸びを押し上げました。

● 来訪者数の増加に伴ってサービス部門の生産が加速

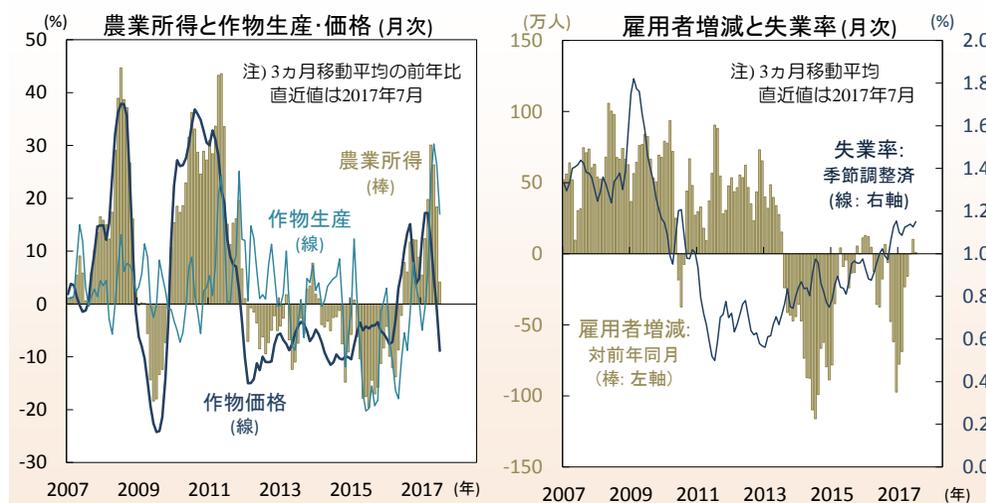
製造業は同+1.0%と前期の+1.3%より鈍化。加工食品、精製燃料、ゴム製品などが加速したものの、乗用車の輸出需要の鈍化等を受けて資本財生産が同+2.0%と前期の+4.4%より鈍化しました。鉱業は同▲7.6%と前期の▲5.6%より下げ幅が拡大。主要油田の産油量の落ち込みによります。公益は同▲1.4%と前期の+1.9%より反落。消費量の鈍化に伴って電力生産が落ち込みました。建設業は同▲6.2%と前期の+2.8%より反落。マイナスの伸びは約3年ぶりです。民間建設が反発し、国有企業の建設(住宅、高速道路、バンコク市内の高架鉄道等)も加速したものの、政府の建設投資支出が急落し総生産を押し下げました。サービス部門は同+5.3%と前期の+4.5%より加速しました。海外からの来訪者数の増加(図3左)に伴って卸売・小売が+6.0%(前期:+5.9%)、宿泊・飲食が+7.5%(同:+5.3%)、運輸・倉庫・通信が+8.6%(同:+5.4%)と加速。とりわけ、旅客数の増加に伴って空運が+15.6%(同:+10.0%)と大きく伸びました。また、銀行の貸付・預金量の伸びに伴って、金融も+5.1%と前期の+4.6%より加速しました。

景気は7月以降も底堅く拡大しています。7月の製造業生産は前年比+3.7%と前月の▲0.3%より反発し、前月比も+1.1%と前月の▲0.9%より反発しました(図2左)。

【図3】 堅調に伸びる来訪者数(左)、足元の民間消費はやや軟調(右)



【図4】 農業所得は7月に悪化(左)、やや軟調な雇用市場(右)



出所) タイ農業・協同組合省、タイ銀行(BoT)、タイ国家統計局(NSO)、CEIC

● 7月の製造業生産は輸出にけん引され堅調

7月の製造業生産の内訳を見ると、好調な輸出などを背景に、電子機器、電器、輸送用機器、加工食品などの伸びが目立ちました。7月の輸出額(米ドル建て通関統計、金を除く)は+15.0%と3か月連続で10%台半ばの伸び。とりわけIoTと自動車向けの集積回路(IC)やテレビ用受像機器などが好調でした。海外からの来訪者数も堅調に増加するなど、財とサービスともに外需は堅調。7月の来訪者数は前年比+4.8%と前月の+11.4%より鈍化したものの(図3左)、イスラム教の断食明け大祭(レバラン)が今年の7月上旬から今年6月下旬に前ずれし、マレーシアやインドネシア等からの来訪者が6月に増加した反動が生じた影響です。6-7月平均の来訪者は同+7.8%と5月の+4.6%より加速しています。中国からの来訪者は7月に+8.4%と、6月の+6.6%や5月の+3.2%より加速。昨年末の悪質ツアーの取締りに伴う同国からの来訪者減少の影響は一巡した模様です。

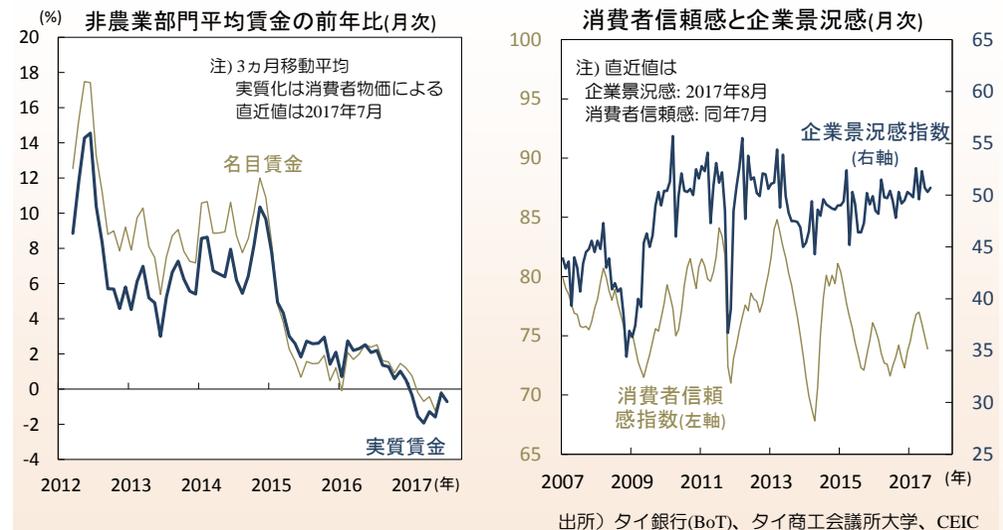
一方、内需はやや勢いを欠きました。7月の民間消費は前年比+2.3%と前月の+3.4%より鈍化(図3右)。二輪車や四輪車などにけん引され耐久財が同+8.2%と堅調であったものの、非耐久財が同+0.3%、準耐久財が同▲1.1%と前月より悪化しました。農業所得(図4左)、雇用・所得環境(図4右、図5左)、消費者信頼感(図5右)の悪化などが背景です。

● 景況感は輸出企業が堅調で内需型企業が不振

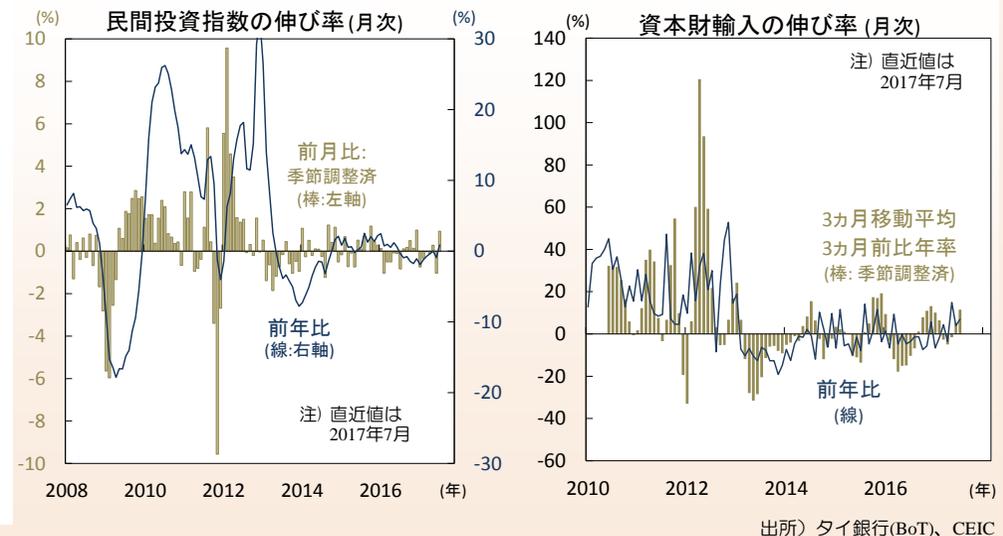
7月の農業所得は前年比▲2.6%と前月の+8.1%より反落。恵まれた降雨量の下で収穫量が+15.4%伸びたものの、作物価格が▲15.6%と反落し同所得を押下げました。米、トウモロコシ、卵、豚肉等の価格下落の影響です。7月の民間投資は前年比+0.9%と前月の▲1.0%より反発しつつ軟調(図6左)。資本財輸入が同+6.8%と加速したものの(図6右)、国内機械販売が▲0.4%(図7左)、セメント売上が同▲0.7%と軟調でした。輸出企業の投資が資本財輸入を上げた一方、内需型企業の投資の低迷が機械販売の伸びを抑えた模様です。輸出企業の景況感が好調な一方、内需型企業は冴えません(図7右)。

農業所得が悪化し雇用・所得環境も振るわない中で、今後も民間消費の伸びは勢いを欠くでしょう。また、4-6月期には民間設備投資の伸びが4期ぶりプラスとなったものの、回復は輸出企業等に偏っている模様です。低い設備稼働率(図8左)もあり、今後の同投資の伸びは力強さを欠くとみられます。一方、政府は今年後半より補正予算の実行を本格化している模様であり、公的建設投資の伸びは7-9月期より加速するとみられます。今年下期の景気は政府支出と財サービス輸出にけん引されるでしょう。今年通年の実質GDP成長率は+3%台半ばと、昨年の+3.2%を上回ると予想されます。

【図5】 低迷する賃金の伸び(左)、悪化する消費者信頼感(右)



【図6】 足元でやや軟調な民間投資(左)、資本財輸入は回復基調(右)



● 食品物価が下落し、総合物価の伸びを抑制

足元の物価は極めて落ち着いています。8月の総合消費者物価は前年比+0.3%と前月の+0.2%より上昇し、2ヵ月連続でプラスの伸びとなりました(図8右)。食品が▲0.9%と前月の▲0.5%より下げ幅が拡大したものの(図9左)、燃料が同+5.5%と前月の+2.5%より上昇し、食品の落ち込みの影響を和らげました。足元の燃料価格の上昇と前年同月の落ち込みからの反動(ベース効果)が同物価の前年比を押上げました(図9右)。食品のうち生鮮食品は同▲3.3%と前月の▲2.4%と低下。野菜が▲3.9%(前月:▲3.7%)、果物が▲10.6%(同:▲5.5%)と下げ幅が拡大した影響です。降雨量の回復など天候条件の改善に伴う収穫量の増加によります。米も▲3.9%と前月の▲3.3%より下げ幅が拡大。高水準の灌がい貯水量に支えられ乾季作米の収穫量が急増した影響です(図10左)。

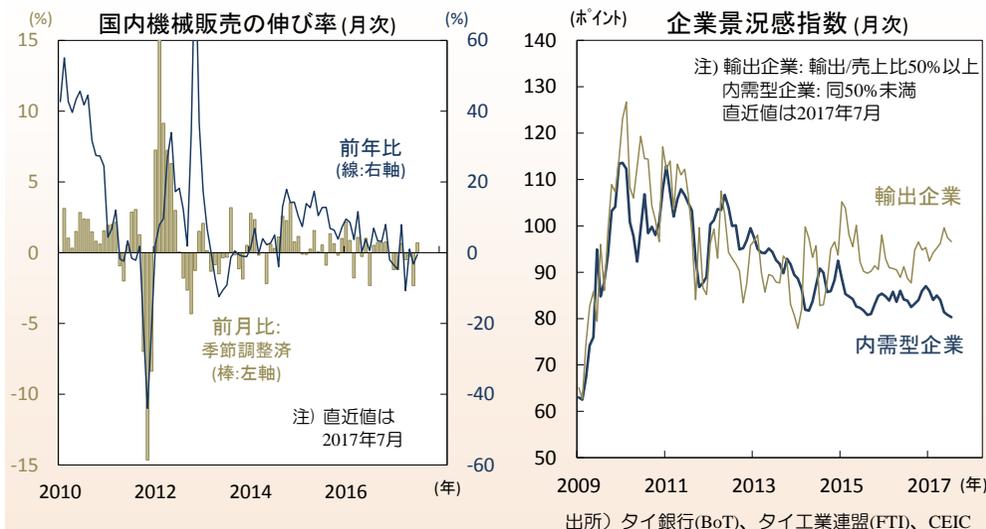
コア物価は同+0.5%と前月と同率。民間消費がやや勢いを欠く中で需要側からの物価上昇圧力は生じづらい模様です。8月の製造業PMIは49.5と前月の49.6よりやや悪化。内需型企業を中心に景況感は弱いとみられます。また、パーツ相場の上昇が投入価格を抑え、製品価格の上昇を抑制しています。総合物価の前年比は今後徐々に上昇するものの、今年通年では+0%代後半、来年は+1%台後半と低位に留まると予想されます。

● 落ち着いた物価の下で金利の据置きを続ける中央銀行

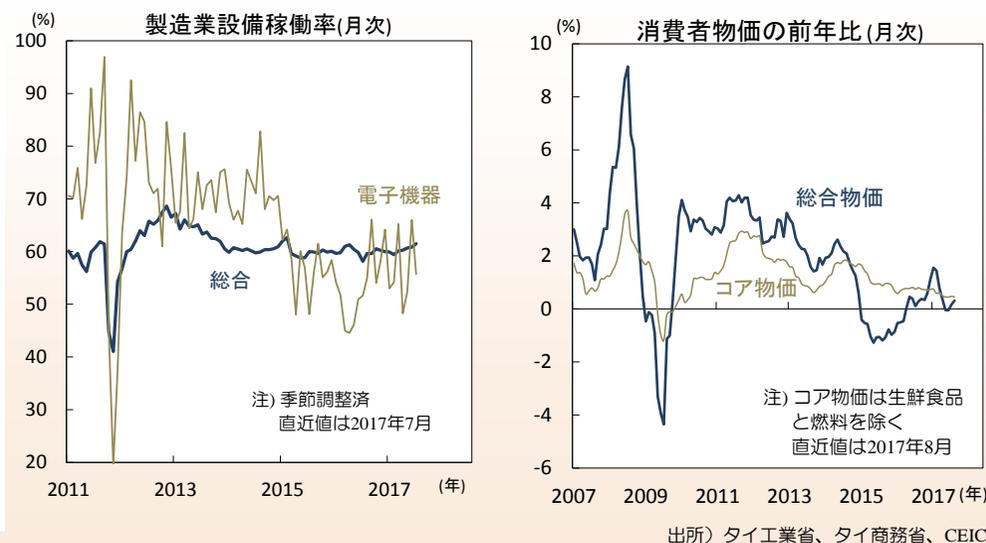
物価が低位で推移する中、タイ銀行(BoT)は政策金利を据置いています。8月16日、BoTは政策会合で同金利を1.5%で維持。据置きは2015年6月以来18回連続です(図10右)。

BoTの声明は、輸出の伸びに伴って景気の見通しが改善しており、内需も十分に裾野が広がらないものの緩やかに拡大しているとしました。総合物価の上昇速度は予想より低いが、主に豊作による生鮮食品価格の下落など供給側の要因によるものであると指摘。需要側からの物価上昇圧力は弱いものの、今年後半には供給要因の影響の低下や内需の拡大に伴って総合物価は緩やかに上昇するだろうとしました。金融環境に関しては、前回と同様、低金利が続く中での利回り追求の動きがリスクの過小評価につながる可能性や足元の中小企業の債務返済能力の低下に言及。通貨パーツについては、近隣諸国通貨を上回る相場上昇が企業部門に影響を与える可能性があるとして記述し、「通貨の上昇は近隣諸国並み」とした前回より強い警戒感を表明しました。なお、パーツ高の要因は「米ドルへの信認の低下とタイの強い対外収支」とであると説明。投機的な資本流入等への言及はありませんでした。声明は、為替市場の動向を注意深く監視すると記述。「短期的な資金流入を監視する」とした前回とは異なる表現を用いました。

【図7】低迷する国内機械販売(左)と悪化する内需型企業の景況感(右)



【図8】低水準の設備稼働率(左)、消費者物価の伸びは極めて低位(右)



● 中央銀行は来年末近くまで政策金利を据置きか

BoTの政策声明は、外需にけん引されて成長見通しが改善する中で、金融政策は引き続き緩和的であるべきと指摘。景気の拡大と金融面の安定を維持するべく、「使用可能な政策手段を用いることができるよう備える」と、前回と同様の文言で声明を締めくくりました。景気回復の速度が緩慢で物価が低位で推移する中、BoTは今後の政策金利を据置き景気の回復を促すでしょう。その後、景気の回復を確認しつつ、来年末にかけて利上げの機会を探ると予想されます。家計債務の増加など金融面の懸念については、9月初より適用されるクレジット・カード規制(与信上限の抑制)などのマクロ健全性規制の強化によって抑制を図る方針であると考えられます。

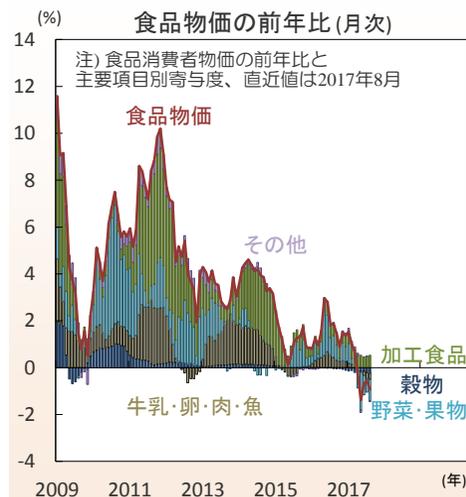
年初より上昇してきたパーツ相場は、8月下旬よりやや軟調です(図9左)。8月23日、政府は7月の貿易収支(通関統計)が▲1.9億米ドルと27ヵ月ぶりの赤字に転じたことを公表(図9右)。その直後よりパーツが下落、対ドルで前日比▲0.3%と多くの新興国通貨が上昇する中で軟調さが目立ちました。パーツ高を懸念するBoTによる介入等への警戒感も浮上。また、前週21日公表の4-6月期の実質GDPが前期より加速し、今後は内需とともに輸入が伸び貿易収支が悪化するとの連想も働いたと考えられます。

● パーツ相場下落のきっかけとなった貿易収支の悪化

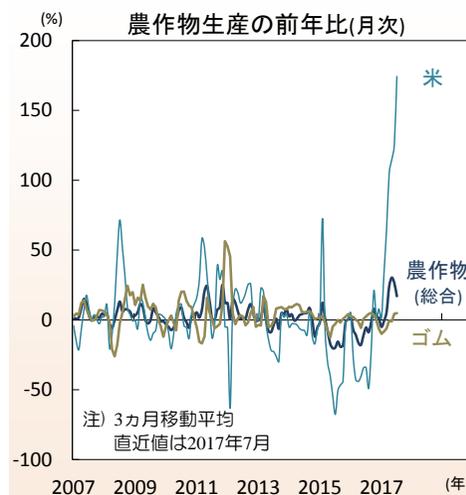
7月の輸出(米ドル建て)は前年比+10.5%と前月の+11.7%より鈍化。輸入は同+18.5%と前月の+13.7%より加速し貿易収支を悪化させました(図11右)。もっとも、輸入は変動の大きい金輸入の増加に押上げられており、同品目を除くと輸入は同+11.4%の伸びに留まり、貿易収支は+10.9億ドルの黒字でした(図12左)。輸出品目では電子(6月: +19.1%→7月: +9.7%)や電器(+12.1%→+6.1%)が鈍化した一方で、自動車・部品(+3.1%→+19.9%)や農産物(+18.3%→+29.5%)が加速。輸出先では米国や欧州向けが加速しました。

もっとも、内需の加速に伴って貿易収支が悪化するとの懸念はやや誇張されているとみられます。4-6月期のGDP成長率の加速(前年比: +3.7%)は、需要側では在庫投資の押上げ(寄与度: +3.3%ポイント)、生産側では天候改善に伴う農林漁業の急伸(前年比: +15.8%)などによるものであり(図1)、一時的な押し上げはく落すれば成長率は7-9月期より+3%台半ば程度まで鈍化するでしょう。4-6月期には民間固定資本投資が前年比+3.2%と4期ぶりにプラスに転じたものの、前述のとおり回復の持続性は定かではありません。今年後半からは政府によるインフラ投資の加速が資本財の輸入を押し上げるものの、財サービス輸出は今後も底堅く伸び、経常黒字の縮小を抑えると予想されます。

【図9】野菜果物価格の低下に伴って食品物価の伸びがマイナスに(左)



【図10】急増した米の収穫量(左)、金利を据置く中央銀行(右)



● 経常黒字拡大と不十分な対外投資がパーツ相場を押し上げ

パーツは年初より8月22日にかけて対米ドルで+7.8%と(図11左)、韓国ウォンの+6.5%を超え、主要アジア通貨で最大の上昇率を記録。経常収支が多額の黒字を計上する一方で海外への資本流出が限定的であるために国際収支が黒字となり(図12右)、通貨高圧力を生みました。1-6月の経常黒字は263億米ドルと、GDPの10.6%に相当。冴えない内需の下で勢いを欠く輸入と堅調な輸出が貿易黒字を押し上げ、来訪者数の増加もサービス収支の黒字を押し上げました。一方、同国には韓国等とは異なり多額の対外証券投資を行う大規模な機関投資家はおらず、BoTによる対外投資の自由化措置等にもかかわらず、経常黒字を相殺する規模の資本流出は生じませんでした。

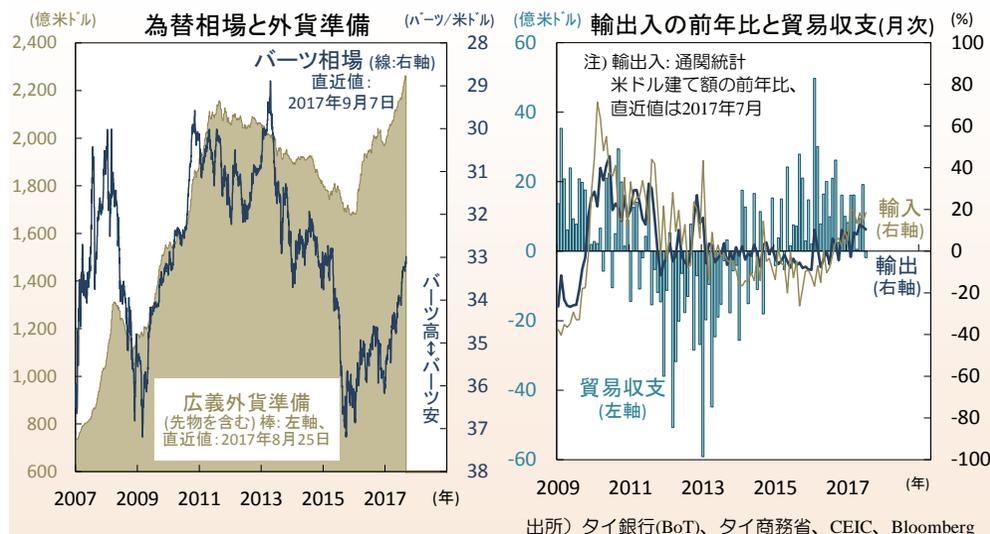
外貨準備(先物を含む)は、8月25日時点で2,261億ドルと年初より285億ドル増加(図11左)。BoTはドル買い介入によって相場上昇の速度を抑えたものの、相場の上昇そのものを止めるには至らなかった模様です。BoTは、ドル買い介入で市場に供給されたパーツ資金を主に中央銀行債券(BoT債)を発行することによって吸収(不胎化)。BoTは国債レポの担保となる国債を多く保有しておらず、為替先物市場の流動性も高くないため、レポや先物市場での取引ではなくBoT債発行を主たる吸収手段としていました。

● 投機的な資金流入への警戒感を強める中央銀行

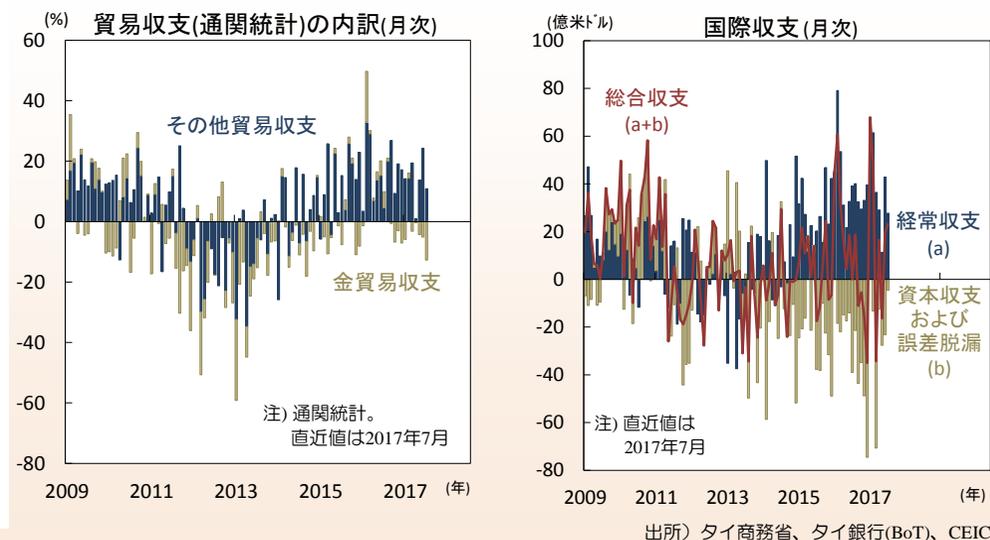
しかし、経常黒字を背景に進行するパーツ高に海外投機筋も着目。元本価格が金利変動の影響を受けづらい短期のBoT債へ投資することを通じて通貨上昇による収益を狙う動きが活発化しました。BoTはこうした投機的な動きを警戒し、BoT債の発行額を抑制。市場の流動性が増し、7月末には1カ月物為替先物金利が約6年半ぶりにマイナスになりました。高水準の家計債務などを懸念するBoTは金融環境が緩和的になりすぎることを警戒。投機資金流入への警戒感から主要な不胎化手段であるBoT債を発行しづらくなったことも、BoTによるドル買い介入能力を制約したとみられます。

BoTが投機的資金の流入を警戒する中、海外投資家の一部には資本取引規制への警戒感も浮上した模様です。しかし、2006年末に短期資金流入によるパーツ高を懸念した当局が強硬な資本流入抑制策(無利子準備積立義務)を導入した際には金融市場が大きく混乱。同規制は歴史的な失策として記憶されており、同様の政策がとられる可能性は低いと考えられます。もっとも、BoTは投機的な動きを警戒し非居住者パーツ預金勘定への資金流入の監視を強化。経常黒字に伴う通貨高圧力は依然強いものの、当局の監視等への警戒感から相場上昇の速度は今後鈍化すると予想されます。(入村)

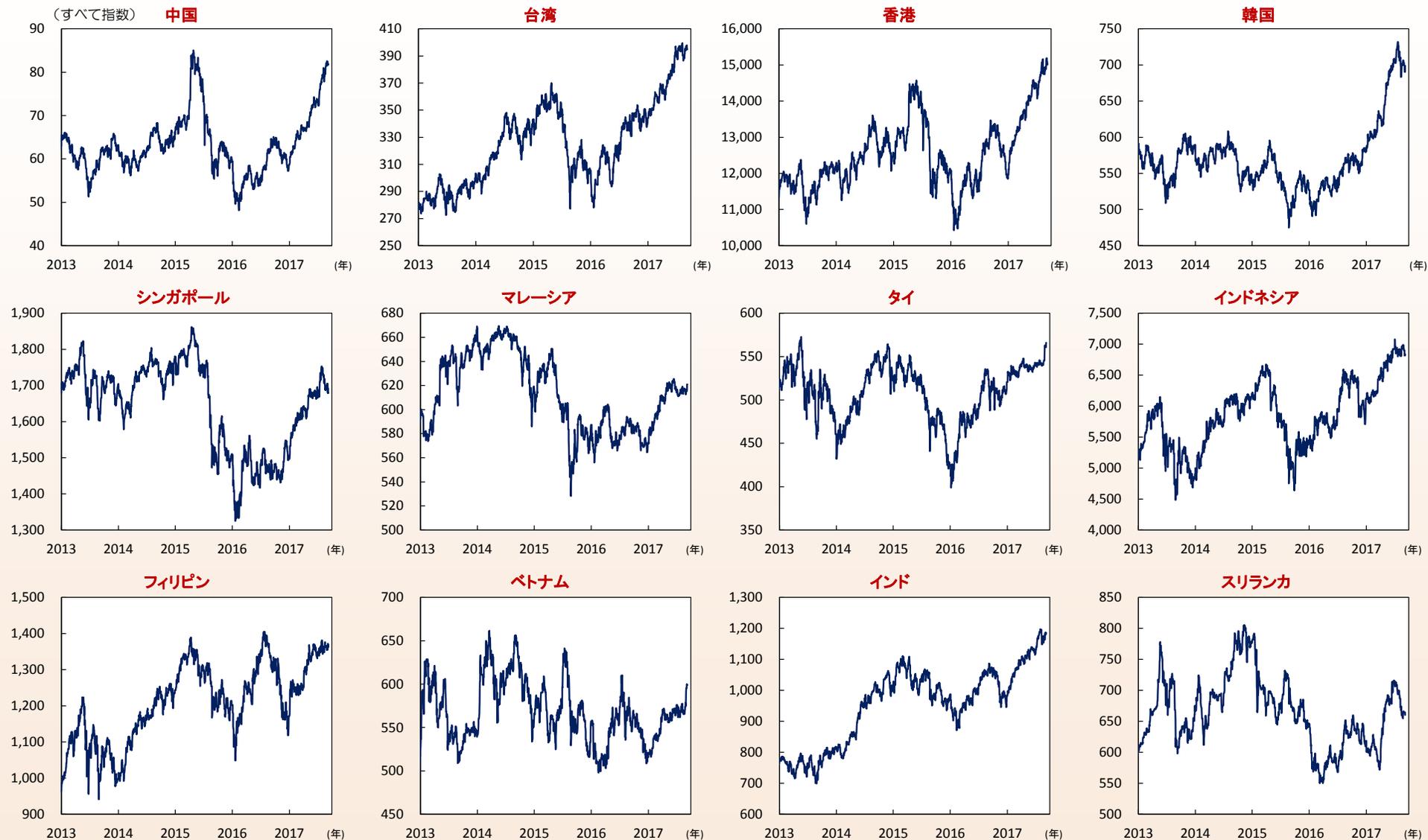
【図11】年初より上昇を続けたパーツ相場(左)、赤字となった貿易収支(右)



【図12】金を除く貿易収支は足元で黒字(左)、高水準の経常黒字(右)



【アジア・マーケット・ウォッチ】(1) 株価



注1) 直近値は、2017年9月7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より当社経済調査室作成

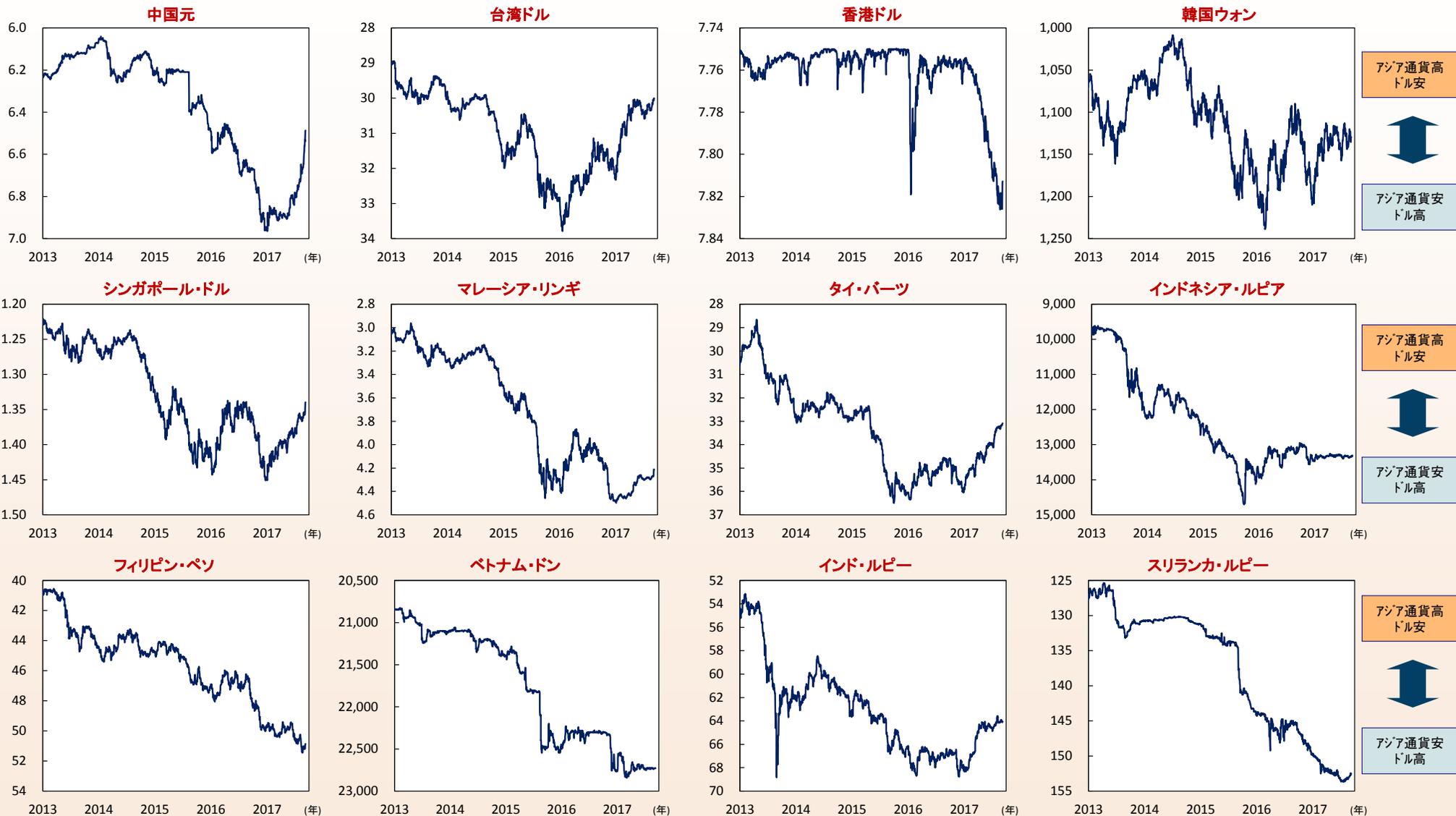
【アジア・マーケット・ウォッチ】(2) 自国通貨建国債利回り



注) すべて5年国債利回り、直近値は、2017年9月7日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【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9月7日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

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。
- 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9月8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 オールカントリー・ワールド インデックス、MSCI エモフィア・マーケット インデックスに対する著作権およびその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。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