

【タイ】外需主導の景気回復が続く中で、堅調な上昇を続けるパーツ相場……………1ページ  
【エマージング・マーケット・ウォッチ】……………6ページ

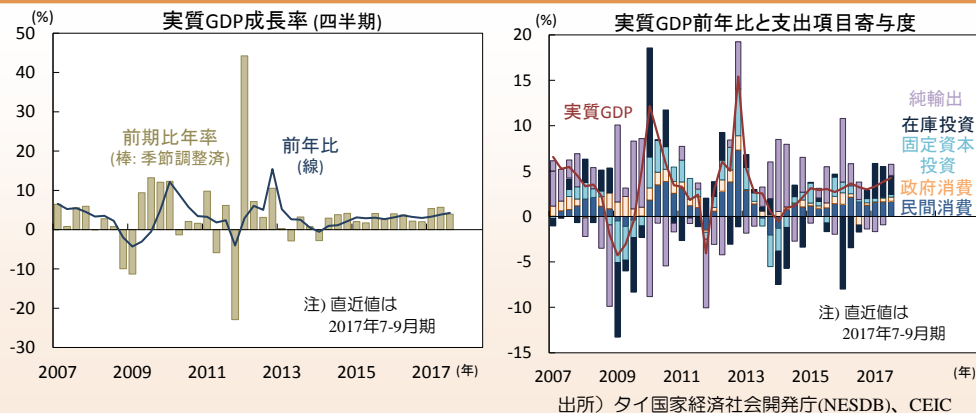
## 【タイ】外需主導の景気回復が続く中で、堅調な上昇を続けるパーツ相場\*

### ● 7-9月期のGDP成長率は4年半ぶりに+4%を超過

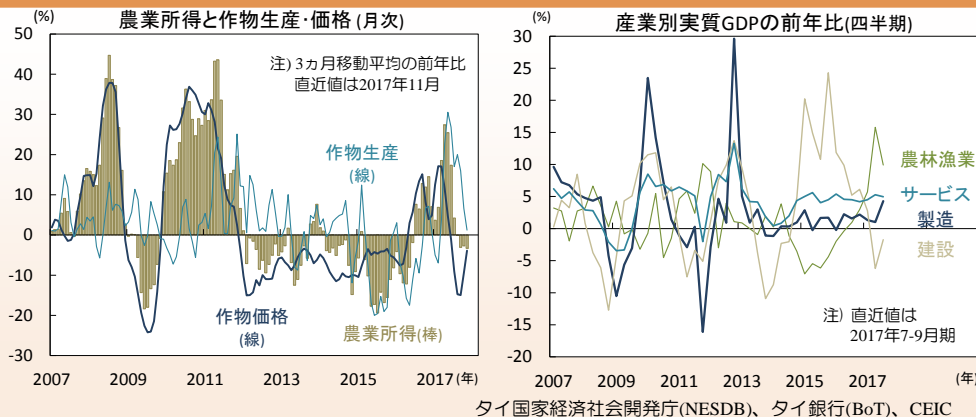
タイ・パーツ相場が堅調に上昇を続けています。同通貨の対米ドル相場上昇率は、昨年も今年もマレーシア・リングギに次ぐ主要アジア通貨2位を維持。同国が計上する多額の経常黒字などが背景です。一方、景気は外需にけん引されて緩やかに加速。7-9月期の実質GDP成長率は4年半ぶりに+4%を超過し、今後も底堅い景気の拡大が予想されます。景気の回復が続く中でも、これまでのパーツ高基調は持続するのか。本稿では、同国経済の現状を分析しつつ、パーツ相場の動向について考察します。まず、足元の景気状況(1-3頁)と物価動向を概観した上で(4頁)、金融政策動向について考察(4頁)。そして、近年のパーツ高の原因である多額の経常黒字が生じる背景について分析し、中央銀行による為替市場介入動向について概観した上で、今後のパーツ相場の動向について考察します(5頁)。

昨年11月20日、タイ政府は7-9月期の実質GDPが前年比+4.3%と前期の+3.8%より加速し、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+3.9%を上回ったことを公表。季節調整済みの前期比年率は+4.0%と前期の+5.7%を下回りつつ堅調に拡大しました(図1左)。成長率の加速は、財輸出の力強い伸びにより。需要側では、純輸出の寄与度が+1.2%ポイント(pt)と前期の▲0.9%ptより反発し、民間消費や民間設備投資の伸びに伴って内需(在庫投資を除く)の寄与度も+2.4%ptと前期の+2.1%ptより上昇。在庫投資の寄与度の低下(前期:+3.3%pt→今期:+2.1%pt)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+3.1%と前期の+3.0%より加速。作物価格の下落による農業所得の悪化(図2左)が農村部家計の消費を下押ししたものの、非農業部門の所得の緩やかな伸び(図3左)や、物価(図7左)と金利水準の低迷や、家計向け融資の回復などが都市部家計の消費を支えました。政府消費も同+2.8%と前期の+2.7%より加速。公務員給与が鈍化した一方、移転支出や財サービス購入等が加速しました。

【図1】財輸出の伸びに伴う純輸出の改善がGDP成長率を押し上げ(右)



【図2】悪化する農業所得(左)、輸出の伸びに伴って製造業生産が加速(右)



タイ国家経済社会開発庁(NESDB)、タイ銀行(BoT)、CEIC

## ● 世界景気の拡大に伴って財輸出と製造業生産が加速

固定資本投資は同+1.2%と前期の+0.4%より加速。建設投資が同▲1.8%と前期の▲6.0%より下げ幅が縮小し、民間設備投資も同+4.3%と前期の+3.2%より加速し、総投資を押し上げました。外需では、総輸出が同+7.4%と前期の+6.0%より加速しました。来訪者数の鈍化に伴ってサービス輸出が同+4.9%と前期の+8.8%を下回ったものの、財輸出が同+8.1%と前期の+5.2%より急伸。世界景気の拡大に伴って通信機器等の輸出が高い伸びを保ち、ゴム製品、化学、自動車部品等の伸びも加速しました。総輸入は同+6.7%と前期の+8.2%より鈍化。この結果、純輸出の寄与度は+1.2%ptと前期の▲0.9%ptより反発しました。

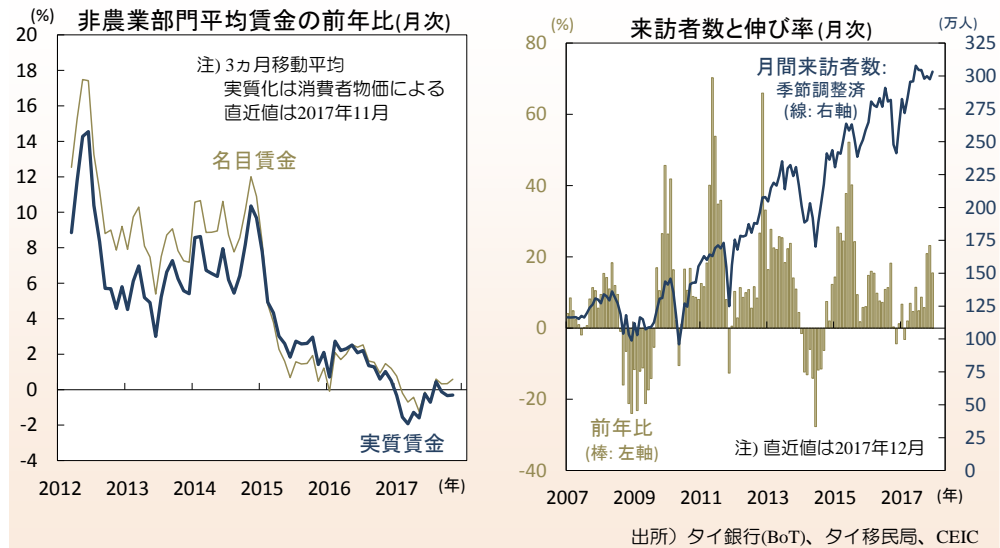
生産側では、来訪者数の鈍化(図3右、前年比は4-6月期:+7.6%、7-9月期:+6.4%)に伴ってサービス部門が減速した一方、財輸出の伸びに伴って製造業が加速しました(図2右)。農林漁業は同+9.9%と前期の+15.8%を下回りつつ好調でした。天候条件改善に伴って、米、キャッサバ、トウモロコシ、天然ゴム等の生産が堅調に伸びました。もっとも、豊作による供給量の増加に伴って作物価格が下落したため農業生産のデフレ率は同▲4.2%と低迷。農業所得を下げました。

## ● 来訪者数の鈍化に伴ってサービス部門はやや減速

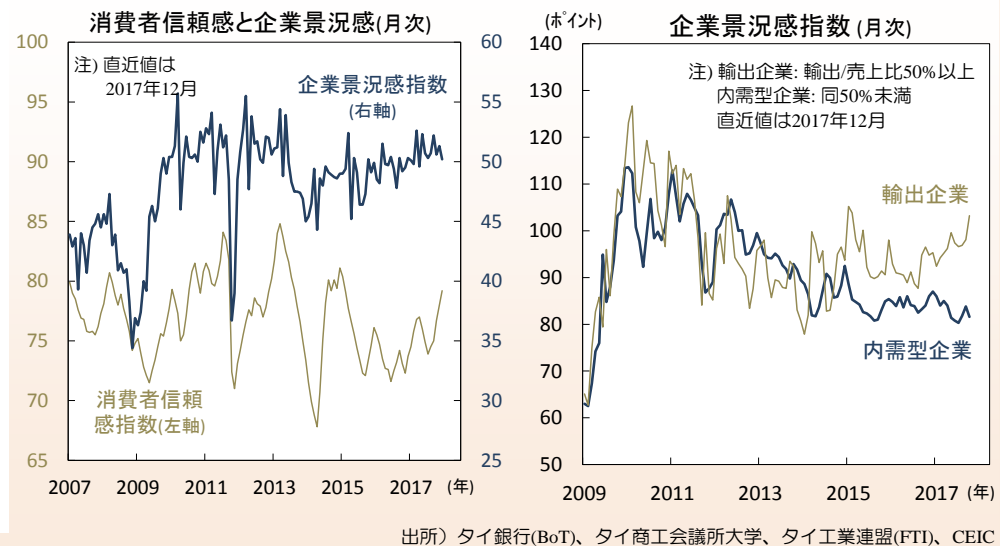
7-9月期の実質鉱業生産は同▲8.4%と前期の▲7.6%より下げ幅が拡大。主要ガス田からの天然ガス生産の落込みが主因です。製造業は同+4.3%と前期の+1.0%より力強く加速。輸出の伸びに伴って、自動車、電子、食品、化学など幅広い分野の生産が加速しており、特に軽工業は+5.4%と前期の+0.2%から急伸しました。公益は同+3.5%と前期の▲1.4%から反発しました。電力が同+4.4%と前期の▲1.3%より反発。家計や中小企業の電力消費が反発し、大企業の伸びも加速した影響です。建設業は同▲1.7%と前期の▲6.2%より下げ幅が縮小。大型プロジェクトの一巡から公的建設が落込み、住宅や工業施設建設も低迷を続けたものの、民間商業施設の建設が堅調でした。

サービス部門は同+5.0%と前期の+5.3%よりやや鈍化しました。底堅い民間消費等を背景に卸売・小売が同+6.4%と前期の+6.0%から加速し、不動産等も同+4.2%と前期の+4.1%を小幅に上回ったものの、来訪者数の鈍化等に伴って宿泊・飲食が同+6.7%と前期の+7.5%を下回り、運輸も同+8.6%と前期の+8.9%より鈍化。空運、海運、陸運の全ての伸びが前期を下回りました。金融サービスも同+4.8%と前期の+5.1%より鈍化。家計向け貸出が伸びた一方で企業向け貸出が鈍化し、預貸利ざやも縮小しました。

【図3】非農業部門所得に底打ちの兆し(左)、高水準の来訪者数(右)



【図4】回復する消費者信頼感(左)、輸出企業の景況感が改善(右)



## ● 11月は生産、消費、投資ともに前月より改善

10月以降の月次景気指標も緩やかな景気拡大の継続を示しています。11月の製造業生産は前年比+4.2%と前月の▲0.3%より反発(図5左)。好調な輸出や民間耐久消費の伸びを受けて、自動車、ゴム・プラスチック、ハード・ディスク・ドライブ(HDD)、食品、建材など多くの部門の生産が加速しました。同月の民間消費も同+1.9%と前月の+1.1%より加速(図5右)。非耐久財の伸びは勢いを欠いたものの、自動車等を中心に耐久財が同+11.0%と前月の+0.6%より急伸びしました。同月の民間投資も同+1.5%と前月の+1.4%よりやや加速(図6左)。建材販売など建設投資関連指標が小幅に改善するとともに、商用車販売が同+12.5%と前月の+6.1%より急伸びしました。投資の緩やかな伸びとともに設備稼働率も上昇し、63.1%と前月の60.1%を上回りました。

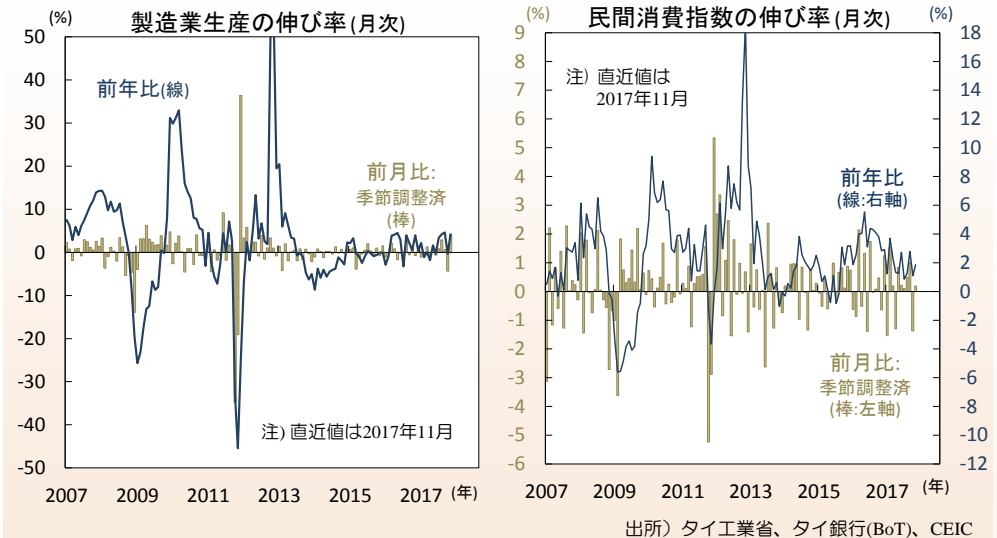
12月の通関統計輸出(米ドル建て)は同+8.6%と前月の+13.4%より鈍化(図6右)。自動車が同+13.6%、電子が+17.5%と好調に伸びたものの、農産物が+6.6%と鈍化しました。輸入は同+16.6%と前月の+13.7%より加速。もっとも、石油が+29.7%、金が+77.3%と急伸び総輸入を押し上げており、資本財輸入の伸びは同+7.3%に留まりました。工業機械や電機の伸びは小幅なマイナスとなるなど設備投資の本格回復の兆しは見えません。

## ● 輸出の伸びの継続が企業設備投資を後押しか

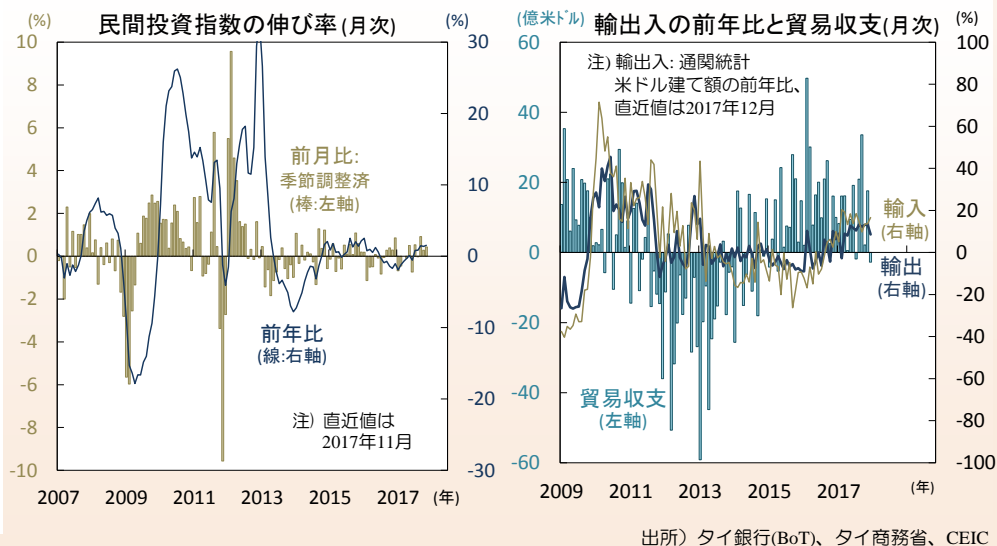
世界景気の拡大に伴う財輸出の伸びは、今後も同国の景気を支えるでしょう。今年初より輸出が伸び始める中、一部の企業は当初は在庫の取崩しで輸出需要の増加に対応。しかし、輸出の伸びが加速するとともに7-9月期以降は増産の動きが広まっており、今後も製造業生産は堅調に拡大するとみられます。また、増産に伴って製造業部門の多くで設備稼働率が上昇。過剰設備の存在ゆえに長らく低迷してきた民間設備投資は7-9月期より加速しており、今後も緩やかな伸びが期待されます。

公的建設投資は7-9月期まで2期連続で前年比マイナスと軟調。緊急景気対策による水資源や道路の整備計画が一巡したこと、昨年度予算による投資計画の一部が大雨と洪水被害の影響で遅れたことなどが背景です。10月以降の新年度予算の資本歳出額は、政府が前年比+21.8%、国有企業が同+45.7%と大きく積み増されており、10月以降の公的建設投資の伸びを押し上げるとみられます。民間消費は、農業所得の低迷や高水準の家計債務等に下押しされるものの、10月末にプミボン前国王の服喪期間が終了したことによって緩やかに回復するでしょう。今年通年のGDP成長率は+3.9%前後と昨年の+3.2%を上回り、来年も+3%台後半の堅調な景気拡大が予想されます。

【図5】11月には製造業生産(左)と民間消費(右)ともに伸びが加速



【図6】民間投資は緩やかに拡大(左)、輸出の伸びは12月にやや鈍化(右)





## ● 12月の総合消費者物価上昇率は+1%台割れ

足元の物価は極めて落ち着いています。12月の総合消費者物価は前年比+0.8%と前月の+1.0%より鈍化(図7左)。燃料が同+4.1%と前月の+7.0%より低下し、総合物価を押下げました。燃料の前月比(季節調整前)は▲0.4%とほぼ横ばいであり、前年比の上昇は前年同月の物価上昇からの反動(ベース効果)によります。生鮮食品は前年比▲0.9%と前月の▲1.2%より下げ幅を狭めつつ10ヵ月連続のマイナスの伸びでした。天候条件の改善による豊作で多くの農産物の価格が下落。コメは同▲1.8%と前月の▲1.9%と同水準の落込みとなり、果物と肉類も下げ幅を拡大しました。コア物価は同+0.6%と前月と同率でした。加工食品がやや上昇したものの、衣服・履物の下げ幅が拡大し、住居関連の伸びも横ばいで推移。内需の伸びが勢いを欠く中で、需要側からの物価押し上げ圧力の兆しは見えません。2017年通年の総合物価上昇率は+0.7%と前年の+0.2%より上昇したものの、3年連続でタイ銀行(BoT)の目標の+1~4%を下回りました。

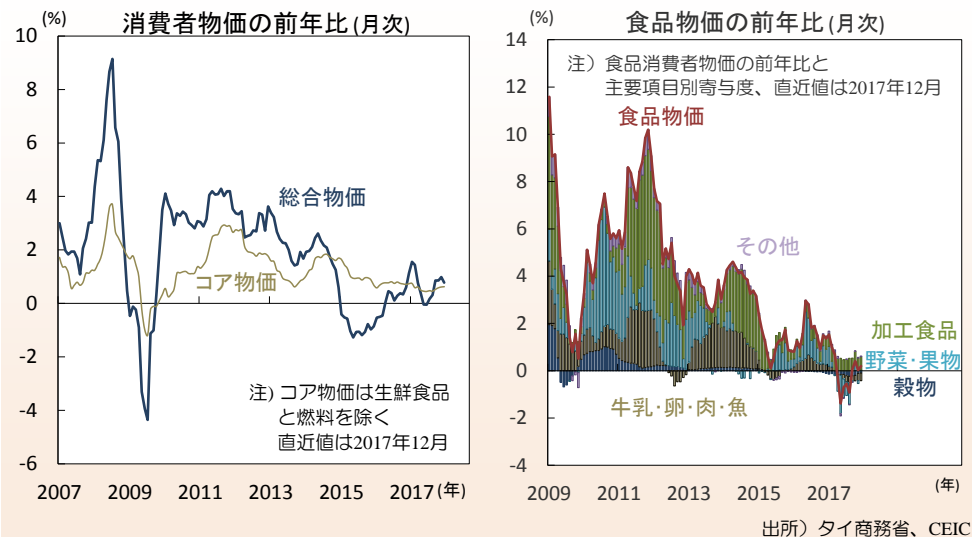
生鮮食品物価の前年比は一昨年の価格上昇からの反動(ベース効果)で押下げられてきたものの、今年初より同効果ははく落します。国際燃料物価上昇の波及も加わり、今年通年の総合物価の上昇率は+1%台前半と4年ぶりに+1%を上回ると予想されます。

## ● 政策金利を低位に据置き景気の回復を待つ中央銀行

低インフレが持続する中、タイ銀行(BoT)は政策金利の据置きを続けています。BoTは12月20日の政策会合で政策金利を1.5%で維持。金利据置きは2015年6月以来21回連続です(図8右)。BoTの声明は、経済成長を持続させ時間をかけて物価が目標まで上昇することを促すには、現在の緩和的な政策スタンスが助けになろうと記述。一方、低金利の長期化が利回り追求やリスクの過小評価を促す可能性にも言及し、追加緩和の余地がないとの考えを示唆しました。今回、BoTは2018年のGDP成長率予想を+3.9%と昨年9月時点の+3.8%より上方修正。実質財サービス輸出の伸びも+3.7%と前回の+3.3%より引き上げました。しかし、民間と公的投資の伸びは引下げられており、好調な外需と振るわない内需を想定している模様です。成長率の上方修正に関わらず、総合消費者物価とコア物価の伸びは下方修正(総合:+1.2%→+1.1%、コア:+0.9%→+0.8%)。内需の回復が緩やかな中で物価は容易に上がらないと予想していると思われます。

BoTは、物価が低位で推移する中、今後も政策金利を据置きつつ景気の回復を待つでしょう。その後、景気回復の継続と物価の緩やかな上昇を確認の上、今年末にかけて緩和の解除に向けた利上げ開始の時期を慎重に探ると予想されます。

【図7】消費者物価は総合物価とコア物価ともに低位で推移(左)



【図8】上昇を続けるパーツ相場と増加する外貨準備(右)



## ● 昨年初以降、堅調に推移するパーツ相場

通貨パーツは今年初より1月26日にかけて対米ドルで+3.9%上昇(図8右)。主要アジア通貨ではマレーシアの+4.5%に次ぐ上昇率でした。同通貨は昨年通年でも同+9.9%とマレーシアの+10.9%に次ぐ上昇率を記録。近年堅調さが目立ちます。

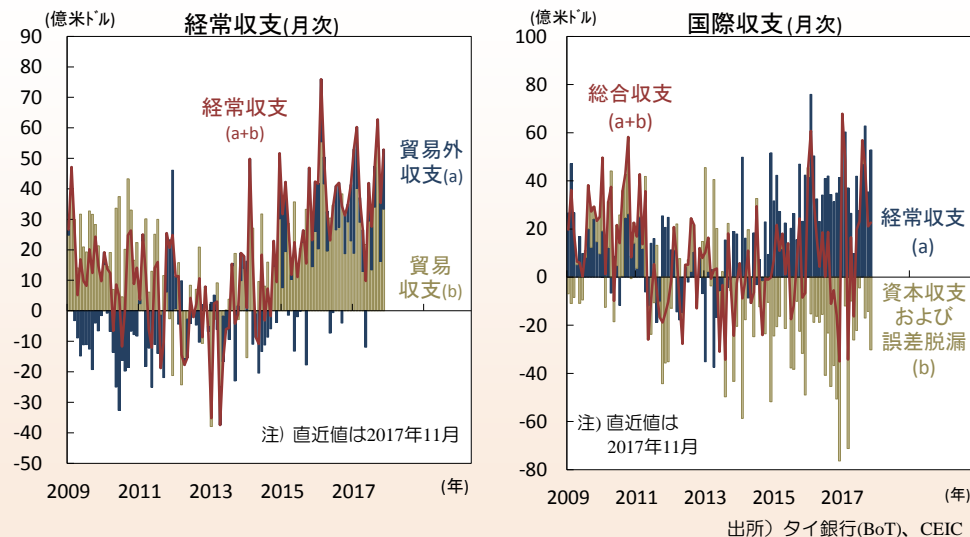
多額の経常黒字が同通貨を支えています。昨年1-11月の経常黒字は454億ドルと前年同期の441億ドルを超過しました(図9)。貿易収支が303億ドルと前年同期の342億ドルを下回ったものの、貿易外収支(サービス、所得、経常移転収支)が151億ドルと前年同期の99億ドルより急増。海外からの来訪者の増加がサービス収支(旅行収支)を改善させ経常黒字を押し上げました(図10左)。一方、資本収支の赤字は経常黒字を相殺するには至っていません。上記期間の資本収支等(誤差脱漏を含む)は、▲183億ドルと前年同期の▲278億ドルより赤字幅が縮小。経常黒字の拡大と資本収支赤字の縮小の結果、総合収支の黒字は271億ドルと前年同期の163億ドルを上回り、パーツ高圧力を生みました。上記期間の証券投資勘定の赤字は14億ドル。同国には、韓国の年金基金やマレーシアの積立基金のような巨大な機関投資家が存在せず対外証券投資を行う主体に乏しいため、対外証券投資額が証券投資流入額を大きく上回ることは少ない模様です。

## ● 今後も多額の経常黒字がパーツ相場を下支えか

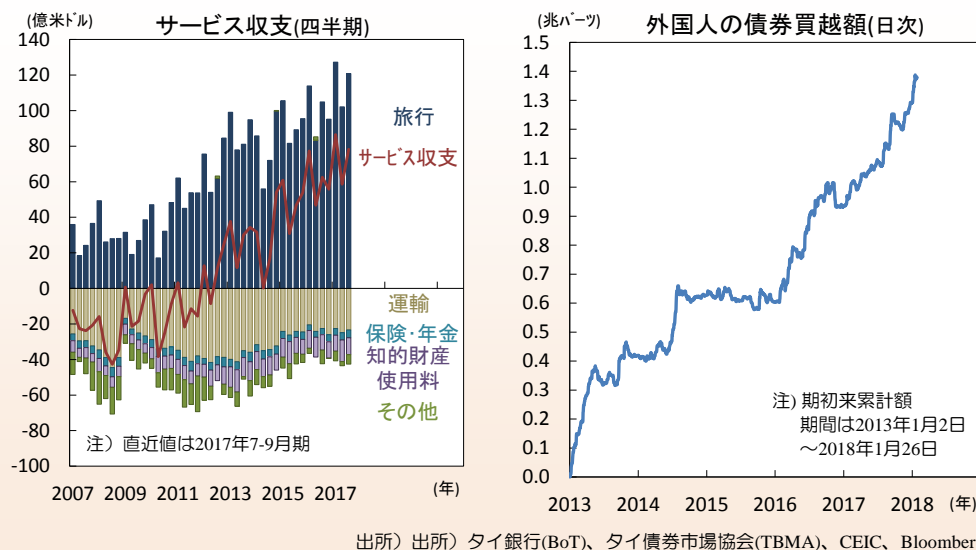
同国の投資信託は対外債券投資を広く行うものの、多くは為替ヘッジ付でありパーツ安圧力を生みません。先物を含む外貨準備は昨年初より今年1月12日にかけて460億ドル増加。BoTは市場介入で相場上昇速度を抑えるものの、相場上昇を止めてはいません。同国の昨年11月まで12カ月間の経常黒字のGDP比は11.4%で、介入に伴う外貨準備の増加額も大きいため、米財務省の定める為替操作国の3条件の内2つに該当。しかし、対米貿易黒字額が上限に届かないため、米財務省の監視リスト入りを免れています。同リスト入りした韓国や台湾が近年市場介入を控える一方、BoTは多額の介入を実施。しかし、2006年の金融市場混乱の反省から当局は資本流入への規制に前向きではなく、多額の経常黒字が続く限り緩やかなパーツ高は継続するでしょう。

昨年初より今年1月26日にかけて、債券市場には179億ドル相当の資本が流入(図10右)。民政復帰に向けた総選挙が今年末までに実施の見込みであるなど政治状況が安定する中で、為替相場上昇を期待した海外資本が短期債券市場に流入している模様です。原油高やインフラ投資に伴う資本財輸入による経常黒字の縮小には時間がかかるとみられ、当面、パーツ相場は堅調な上昇を続けると予想されます。(入村)

【図9】多額の経常黒字ゆえに国際収支の黒字基調が定着(右)



【図10】多額の旅行収支黒字(左)、債券市場に流入する海外資本(右)



出所) 出所) タイ銀行(BoT)、タイ債券市場協会(TBMA)、CEIC、Bloomberg

## 【アジア・マーケット・ウォッチ】(1) 株価

(すべて指数)



注1) 直近値は、2018年1月25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

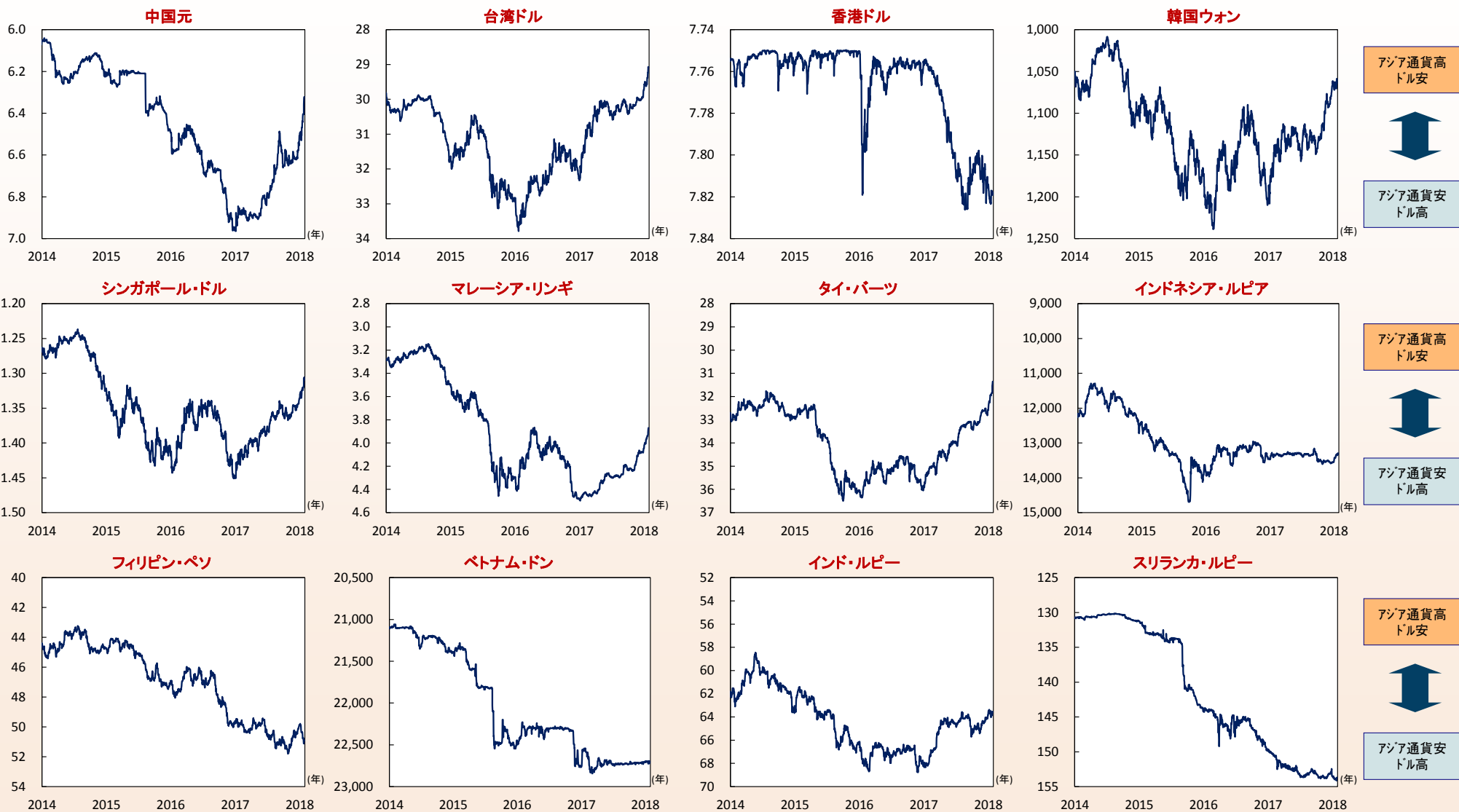
## 【アジア・マーケット・ウォッチ】(2) 自国通貨建国債利回り



注) すべて5年国債利回り、直近値は、2018年1月25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、2018年1月25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: 2018年1月29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