

【タイ】緩慢な景気回復と拡大する経常黒字の下で、軟調さの目立つパーツ相場……………1ページ
【アジア・マーケット・ウォッチ】……………6ページ

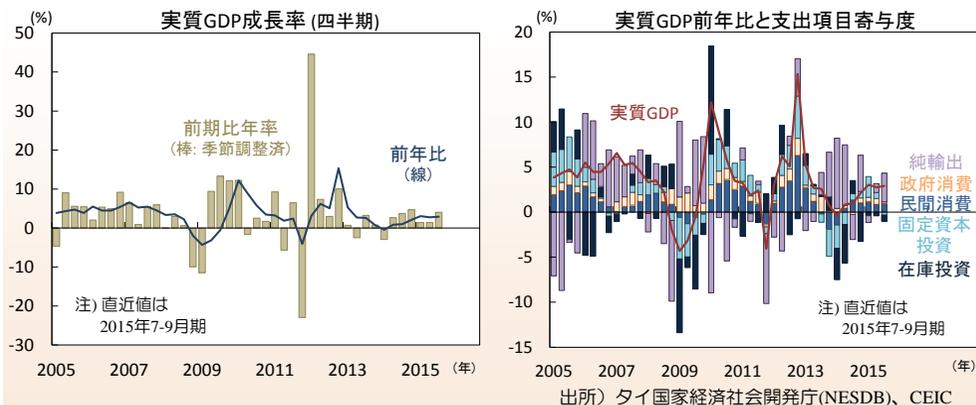
【タイ】緩慢な景気回復と拡大する経常黒字の下で、軟調さの目立つパーツ相場*

● 7-9月期のGDPは加速するも、民間投資等の内需は低迷

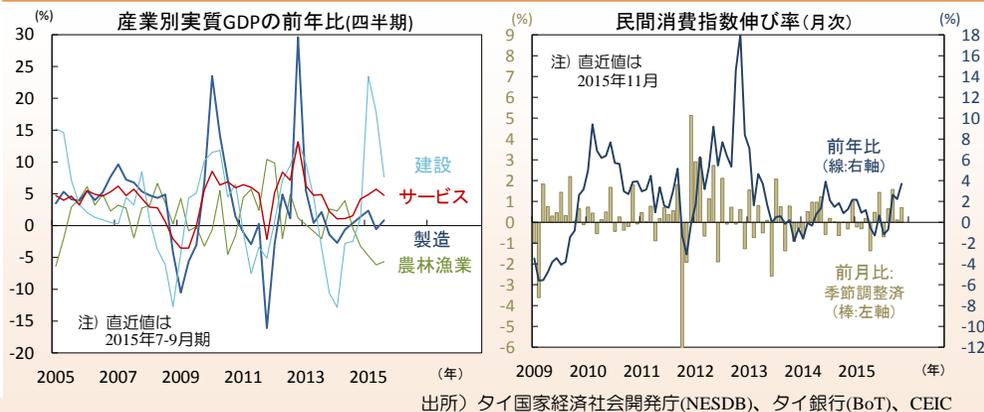
昨年初に堅調振りが目立ったパーツ相場が、足元でやや軟調です。同国では民間消費に緩やかな回復の兆しが見られ、昨年3-4月に連続利下げを行った中央銀行もその後は政策金利を据置いています。また、内需低迷に伴う輸入の落込みによって経常黒字は拡大を続けています。従来、経常黒字の拡大局面で底堅く推移してきた同通貨に何か起こっているのか。本稿では、同通貨の動向について考察します。まず、足元の景気(1-3頁)と物価状況(4頁)について概観した上で、今後の金融政策の方向性について考察し(4頁)、次に、国際収支状況の変化とその背景について分析した上で(4頁)、パーツ相場の今後の動向について考察します(5頁)。

7-9月期の実質GDPは前年比+2.9%と前期の+2.8%より加速し、前期比年率も+4.0%と前期の+1.4%より加速しました(図1左)。一見、堅調な景気拡大に見えるものの、需要項目を見ると、民間投資の落込みなどによって内需(在庫投資を除く)の前年比が+0.8%と前期の+2.3%より減速。内需の落込みカバーした純輸出の伸びは、輸出の拡大ではなく内需低迷に伴う財輸入の落込みによります。民間消費は前年比+1.7%と前期の+1.6%に続き低調で、非耐久財とサービス消費が伸びたものの耐久財消費の伸びはマイナスとなりました。農業所得の落込み、高水準の家計債務、消費者信頼感の悪化などが背景です。政府消費は同+1.0%と前期の+3.8%より減速。公務員給与等が伸びたものの財サービス購入が減速しました。固定資本投資は同▲1.2%と前期の+2.7%より反落。公的投資が同+15.9%と前期の+24.7%より減速しつつ2桁台の伸びだったものの、民間投資が同▲6.6%と前期の▲3.2%より落込み幅が拡大しました。公的建設の高い伸びは、政府による治水や陸運建設、国有企業による高速道路や送電施設建設などによります。民間建設は住宅投資の低迷などで同▲0.3%となり、民間設備投資は内外需の低迷や設備稼働率の低下などから同▲8.5%落込みました。

【図1】景気回復はやや加速したものの、固定資本投資などは軟調(右)



【図2】足元で底打ちの兆しも見え始めた民間消費(右)



● サービス輸出の伸びと財輸入の低迷で純輸出が改善

外需では、総輸出が同+1.8%と前期の+1.0%より加速。財輸出が同▲1.9%となった一方、サービス輸出が同+17.5%伸張、8月のバンコク爆破テロで来訪者数が減少するも前年比では依然高い伸びとなったことが背景です。総輸入は同▲2.4%と前期の▲0.4%から落込み幅が拡大、内需の低迷で財輸入が同▲3.3%となった影響です。この結果、純輸出の寄与度は+3.2%ポイントと前期の+1.0%ポイントより改善しました(図1右)。

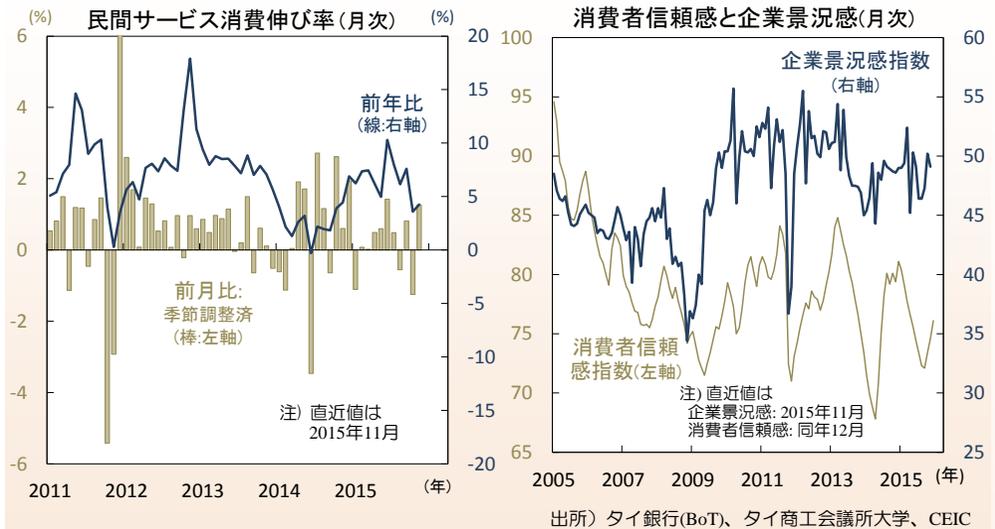
生産側では、建設業が減速しつつ堅調に伸びた一方、製造業の伸びが反転しつつも低調で、サービス部門も鈍化しました(図2左)。農林漁業は同▲5.7%と前期の▲6.2%より落込み幅が縮小しつつ低迷。雨不足に伴う米、トウモロコシ、油ヤシ等の不作によります。鉱業は同+0.9%と前期の▲3.0%より反発。石油ガス生産の回復によります。製造業は前年比+0.8%と前期の▲0.6%より反転しました。外需の低迷でテレビ・ラジオや電子機器等が落込んだ一方、燃料等の生産が加速。また、主要商用車のモデル変更の完了に伴って、前期にマイナスとなった運輸機器の生産も反転しました。建設業は同+7.7%と前期の+17.8%より減速。民間住宅投資の落込みみや公的投資の減速によります。サービス部門は同+4.8%と前期の+5.7%より鈍化しました。

● 民間消費関連を中心に足元の景気指標の一部は改善

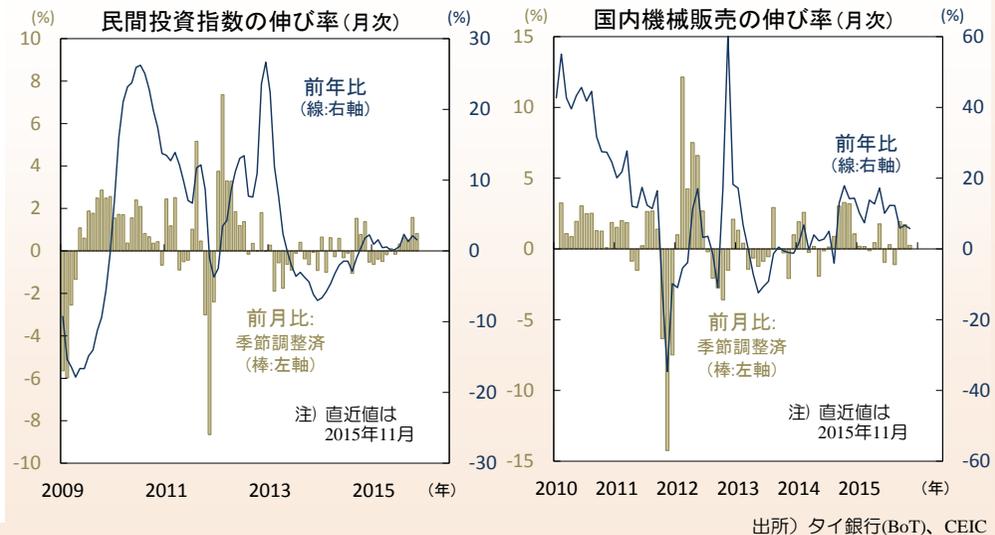
来訪者数の伸びの減速に伴ってホテル・レストランや運輸・通信(特に空運と陸運)などが前期より鈍化し、貸出基準の厳格化などによって銀行部門の融資の伸びが減速。この結果、サービス部門の生産が下押しされました。

10月以降の月次の景気指標には、民間消費関連を中心に一部改善の兆しも見えます。しかし、全般的な基調は引き続きやや軟調であり、景気回復の速度は依然として緩やかなものに留まっているとみられます。11月の民間消費指数は前年比+3.7%と前月の+2.2%を上回り、季節調整済の前月比も+0.7%と前月の+0.1%より加速(図2右)。内訳を見ると、サービス消費が前年比+4.3%と前月の+3.6%より改善し(図3左)、非耐久財も同+6.0%と前月の+3.2%より加速、また、耐久財も同▲1.4%と前月の▲7.2%より落込み幅が大きく縮小しました。もっとも、耐久財は、2016年初からの自動車増税(CO2排出量ベースの新税導入)前の駆け込み自動車購入の影響も大きいとみられます。足元では、雨不足による不作等に伴って農業所得が低迷を続けているものの、消費者信頼感には11月まで2ヵ月連続で改善しています(図3右)。物価の低下に伴う都市部家計の購買力の改善が背景とみられ、今後も民間消費の緩やかな拡大を支えると予想されます。

【図3】 緩やかに改善するサービス消費の伸び(左)と消費者信頼感(右)



【図4】 足元で鈍化する民間投資(左)と国内機械販売の伸び(右)



● 鈍化する民間投資と勢いに欠ける製造業生産の伸び

一方、11月の民間投資指数は同+1.6%と前月の+2.1%より鈍化し、季節調整済の前月比も+0.8%と前期の+1.6%より鈍化しました(図4左)。資本財輸入や商用車販売等が改善したものの、国内機械販売等が低迷し(図4右)、総合指数を押下げました。

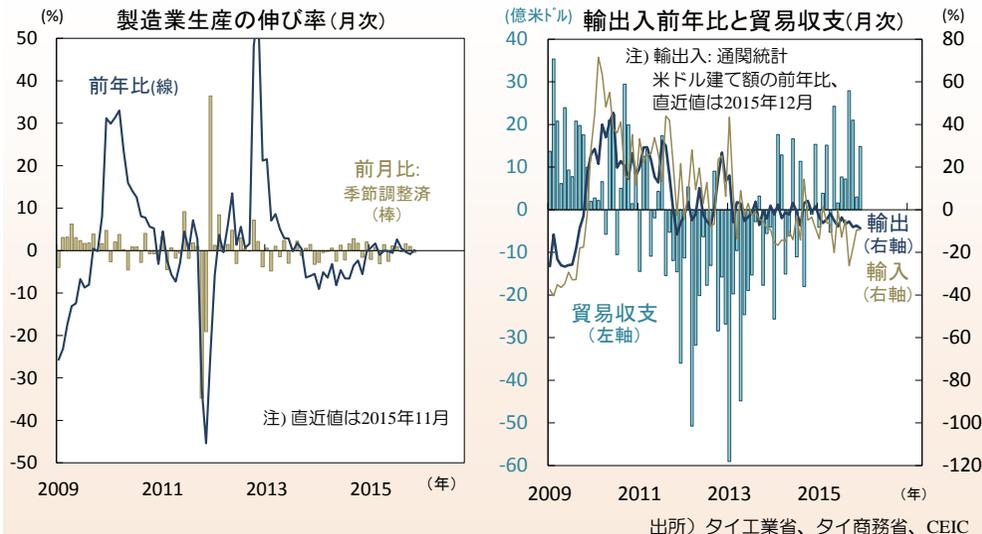
11月の製造業生産は前年比+0.1%と前月の▲0.8%より反転するも勢いに欠け、季節調整済の前月比も▲0.4%と不振です(図5左)。増税前の駆け込み需要から運輸機器が堅調であったものの、外需の低迷を受けて電子・電器や繊維・衣服等が落込みました。通関統計による12月の輸出(米ドル建て)は前年比▲8.7%と、前月の▲7.4%より落込み幅が拡大(図5右)。主要輸出先である中国や東南アジアの景気低迷が総輸出の伸びを押下げました。外需の低迷に伴って電子・電器、衣服・履物等の伸びが落込み、一次産品価格の低迷の影響から、農産物や精製燃料の落込み幅も拡大しました。財輸出が低迷し、低水準の設備稼働率を背景に設備投資も勢いを欠く中で、来訪者の増加によるサービス輸出の伸びと政府支出の拡大が景気を支えています。11月の来訪者数(季節調整前)は255万人に上り、前年比+5.1%と前月の+1.0%を超過(図6左)。中国人観光客数の増加などによって、9月のバンコク爆破テロ直後に減少した来訪者数は回復しつつあります。

● 外需低迷と民間投資回復の遅れで景気回復速度は緩慢か

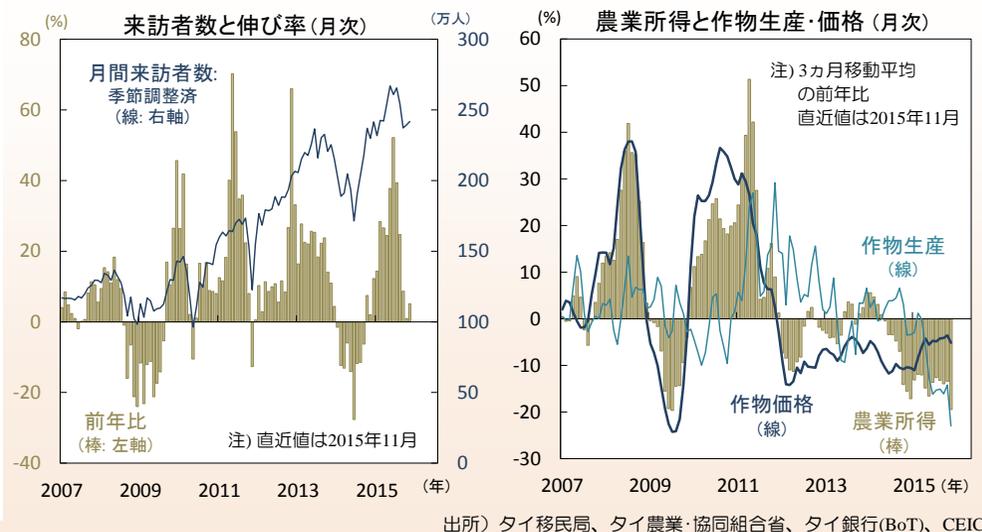
また、11月の中央政府歳出(名目ベース建て)の前年比+は17.0%と、前月の+10.8%を上回りました。経常歳出と資本歳出ともに伸びが加速しており、後者に関しては運輸や灌がい関連の投資支出が伸びをけん引しています。

前述の通り、足元では消費者信頼感の回復とともに民間消費が回復しています。しかし、農産物価格の低迷や干ばつによる収穫量の減少で農業所得は低迷しており(図6右)、多額の家計債務も重石となっています。民間消費の回復は緩やかなものに留まるでしょう。内外需の低迷に伴って設備稼働率は低下しており、企業部門の設備投資意欲を下押ししています。当面、政府によるインフラ投資などの資本歳出が内需のけん引役とならざるを得ないでしょう。外需に関しては、中国や東南アジアなど主要輸出先の景気低迷は当面続き、財輸出も容易に回復しないとみられます。また、7-9月期まで4期連続で2桁台であった実質サービス輸出の前年比は一昨年の政治混乱と来訪者減少からの反動(ベース効果)であり、同効果は10-12月期よりはく落する見通しです。昨年通年の成長率は+2%台半ばと前年の+0.9%より反発したとみられるものの、今年通年の成長率は+3%前後と、景気回復の速度は緩慢なものとなると予想されます。

【図5】外需の低迷などを背景に低調な製造業生産(左)と輸出の伸び(右)



【図6】8月のバンコク爆破テロ後の落込みから回復しつつある来訪者数(左)



出所) タイ移民局、タイ農業・協同組合省、タイ銀行(BoT)、CEIC

● 12ヵ月連続で下落する物価と金利を据置く中央銀行

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の前年比は▲0.9%と前月の▲1.0%とほぼ変わらず、12ヵ月連続のマイナスとなりました(図7左)。国際価格の低迷などを受けて燃料物価の前年比が▲13.4%と大幅なマイナスとなり、総合物価の上昇を妨げました。コア物価は同+0.7%と前月の+0.9%より鈍化しました。

タイ銀行(BoT)は、12月16日の政策会で政策金利を1.5%で据置くことを決定、据置きは6月以降5回連続です(図7右)。声明は、公的支出の加速、非裁量的消費の拡大、中国からの来訪者数の回復などに伴って、景気は緩やかに回復していると指摘しました。一方で、財輸出が低迷しており、今後も中国などアジア諸国の景気減速に伴う輸出鈍化のリスクがあると記述。また、前回と同様に、現状の金融環境と為替相場は景気回復を支えているとしました。景気回復が勢いを欠き、総合消費者物価の前年比のマイナスが続く中でも、BoTは当面追加利下げは行わず、財政刺激策や為替市場でのパーツ安が景気を支えることを期待している模様です。足元では原油安の一層の進展に伴う物価上昇の遅れなども予想されるものの、予想外の景気鈍化などが見られない限り、BoTは今年末まで政策金利を維持しつつ景気の回復を待つと予想されます。

● 資本収支赤字が経常黒字を上回り国際収支が赤字に

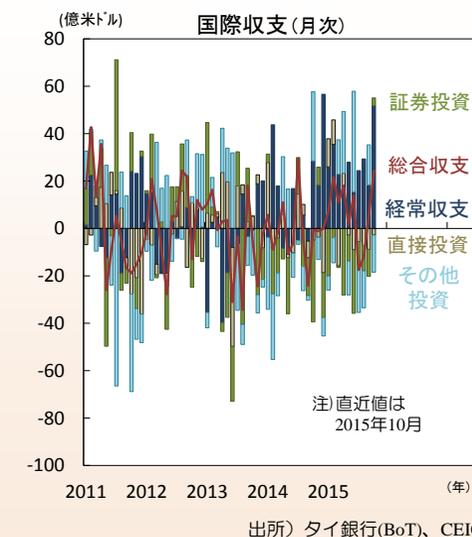
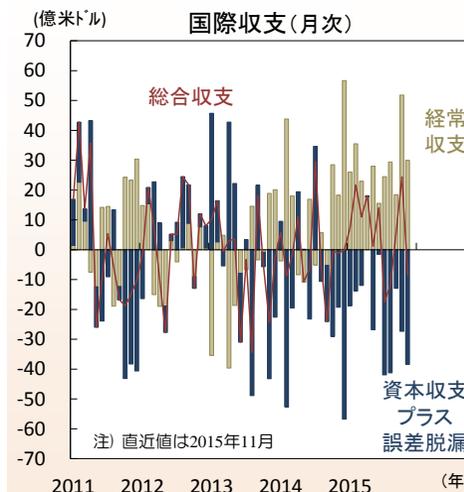
国際収支を見ると、内需の低迷による輸入の落込みに伴って経常黒字が拡大する一方、資本収支の赤字も拡大し、11月の国際収支は▲8億ドルと前月の+24億ドルより反落。経常収支が+30億ドルとなった一方、資本収支(および誤差脱漏)が▲38億ドルと前月の▲27億ドルより落込み幅が拡大した影響です(図8左)。10月まで公表済みの資本収支内訳を見ると、直接投資が10月まで6ヵ月連続で小幅な(3.9億ドルの)赤字となり、証券投資も9月まで10ヵ月連続の赤字に。また、銀行経由のその他投資は10月に▲16億ドルと前月の+17億ドルから反落、7-10月累計で▲34.2億ドルとなりました(図8右)。

証券投資収支の内訳を見ると、内外投資家による株式と債券投資の全てが赤字基調(図9左)。外国人による保有株式の売却が最大の赤字要因でした。国内投資家による対外投資の増加は、パーツ安容認の姿勢を強めるBoTが対外投資の自由化を進めていることも一因とみられます。直接投資収支の赤字化は、海外からの投資流入が鈍化する一方、対外投資が緩やかに拡大したことに伴います(図9右)。人口動態の悪化に伴って潜在成長力が低下し投資先としての同国の魅力が低下してきたことも、内外の投資家の行動に影響を与え、同収支を悪化させた可能性が高いと思われます。

【図7】12ヵ月連続でマイナスとなった消費者物価の前年比(左)



【図8】輸入低迷で経常黒字が拡大するとともに資本収支赤字も拡大



● 昨年3月以降は軟調さの目立つパーツ相場

通貨パーツは、昨年初より同年3月末までに対ドルで1.1%上昇するなど、新興国通貨の多くが下落する中でも底堅く推移しました。しかし、それ以降、今年1月28日にかけて同9.2%下落するなど軟調さが目立ちます(図10)。パーツ相場が堅調だった昨年初には、それまで政治混乱に伴って減少していた来訪者がクーデター後の政治状況の安定化とともに回復し、サービス収支の改善に伴って経常黒字が拡大していました。当時、米国の利上げ開始などが意識され新興国通貨の多くが軟調であったものの、経常収支の改善に支えられるパーツは堅調であり、BoTはパーツが他のアジア通貨に対して上昇することを容認していました。しかし、BoTは昨年3月と4月に市場の予想外の連続利下げ(2%→1.75%→1.5%)を行うとともに、4月末には居住者による対外投資規制の緩和を実施。対外資本流出によるパーツ安促進に舵を切ったとみられます。

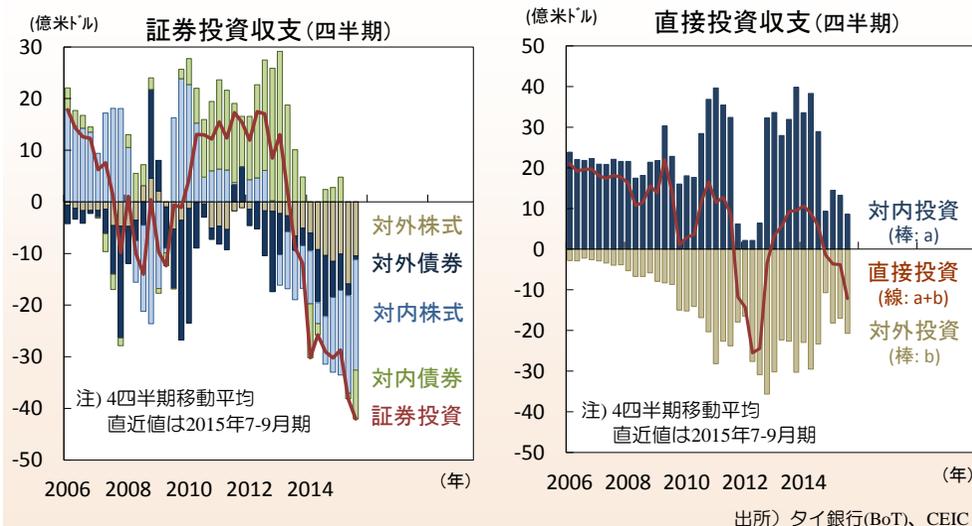
BoTの姿勢の変化を受けて、国内企業の間にはパーツの先安感が広まり、輸出代金のパーツへの交換が控えられ、先物ドル売りヘッジが行われな一方、積極的にドル買いヘッジが行われている模様です。居住者による海外証券投資の加速の背景には、対外投資規制の緩和に加え、上記のパーツ先安感もあるとみられます。

● 政治リスクや国際収支悪化でパーツは今後もやや軟調か

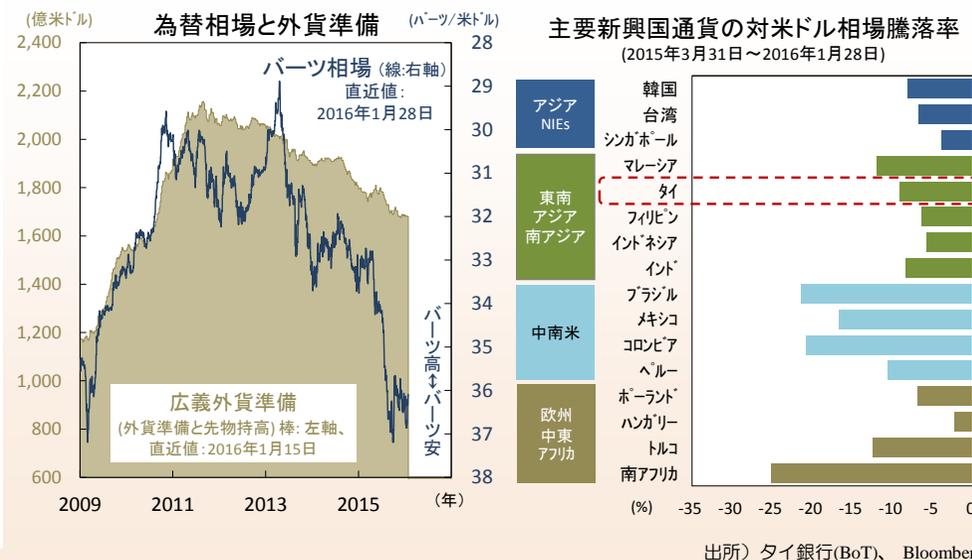
今後は、政治的な不透明性もパーツの上値を重くするでしょう。将来の民政復帰に向けた恒久憲法案は3月までに作成され、8月に国民投票にかけられ、同投票で承認されれば9月には成立する見通しです。2014年のクーデターを主導した軍部等のエリート層の間には、自らに挑む勢力が再び台頭しないよう政党の力を弱めたいとの意向が強い模様です。憲法草案の内容次第では、政治的な対立が顕在化し国民投票における否決の可能性も高まるとみられます。また、今年末には、クーデターで失脚したインラック前政権によるコメ担保融資制度(事実上のコメの高値買取制度)の違法性にかかわる司法判断が下る見通しであり、政治的な緊張が高まるリスクが残ります。

相対的に金利水準の低いパーツは米ドルとの金利差に反応しやすく、米利上げの継続も重石となるでしょう。また、政府はインフラ投資の加速を通じて景気を支えようと努めており、今後は資本財輸入の増加に伴う経常黒字の縮小も予想されます。直接投資や証券投資が流出基調となる中で、経常黒字の縮小は通貨を下押しするとみられます。BoTが利下げよりも財政刺激策とパーツ安による景気下支えを重視する中で、パーツ相場は今後もやや軟調に推移する可能性が高いと考えられます。(入村)

【図9】赤字基調に転じた証券投資収支(左)と直接投資収支(右)

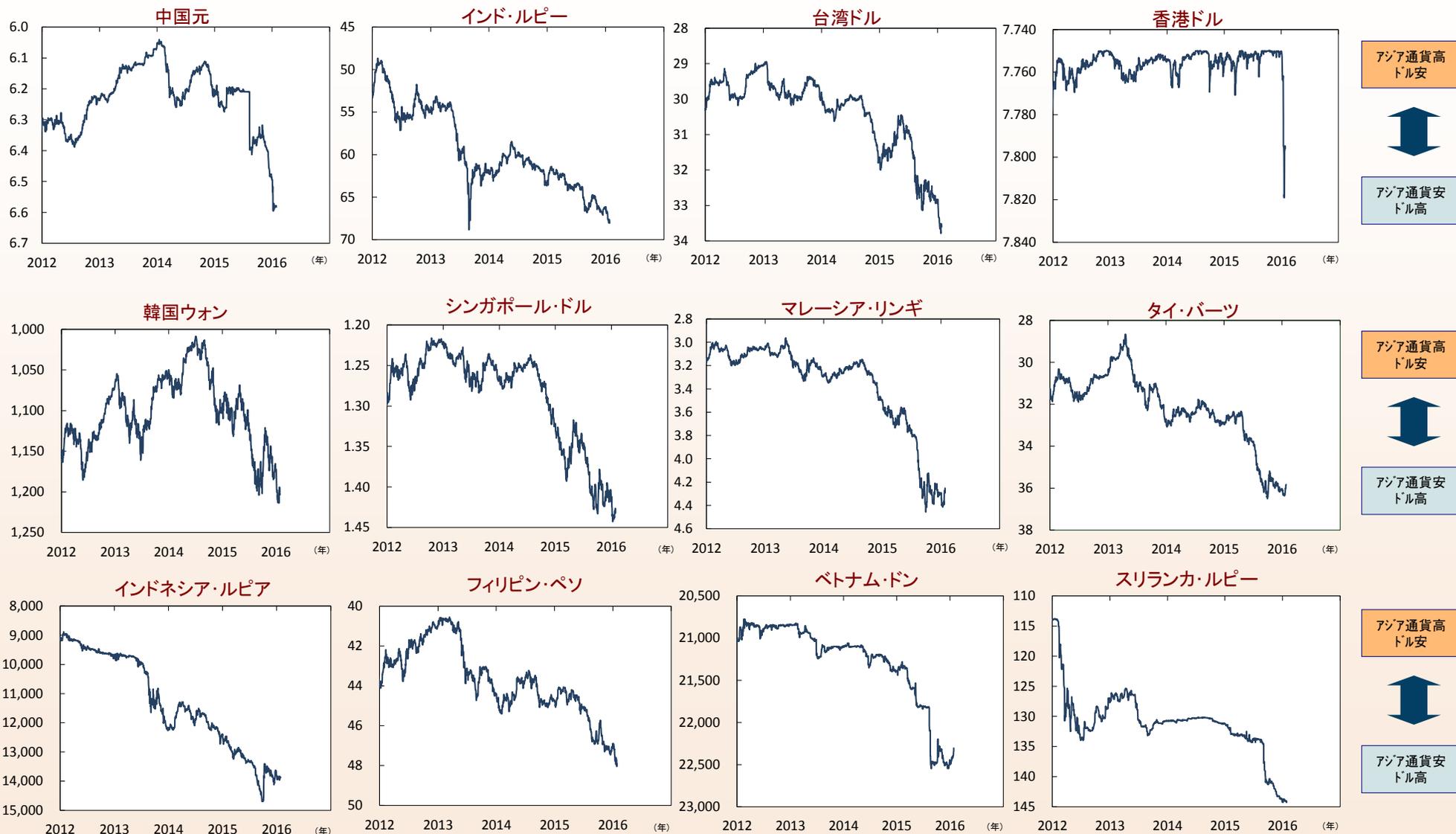


【図10】昨年3月まで堅調だったパーツは、その後やや軟調に推移



出所) タイ銀行(BoT)、Bloomberg

【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、2016年1月28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



アジア通貨高
ドル安



アジア通貨安
ドル高



アジア通貨高
ドル安



アジア通貨安
ドル高



アジア通貨高
ドル安



アジア通貨安
ドル高

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、2016年1月28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をご確認ください。

※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。

当資料に関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、販売会社がお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：2016年1月29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、見通しのない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。
- 当資料に示す意見等は、特に断りのない限り当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

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