

【タイ】パーツは新興国通貨への下落圧力に抗い、今後も上昇を続けるのか……………1ページ
【アジア・マーケット・ウォッチ】……………7ページ

【タイ】パーツは新興国通貨への下落圧力に抗い、今後も上昇を続けるのか*

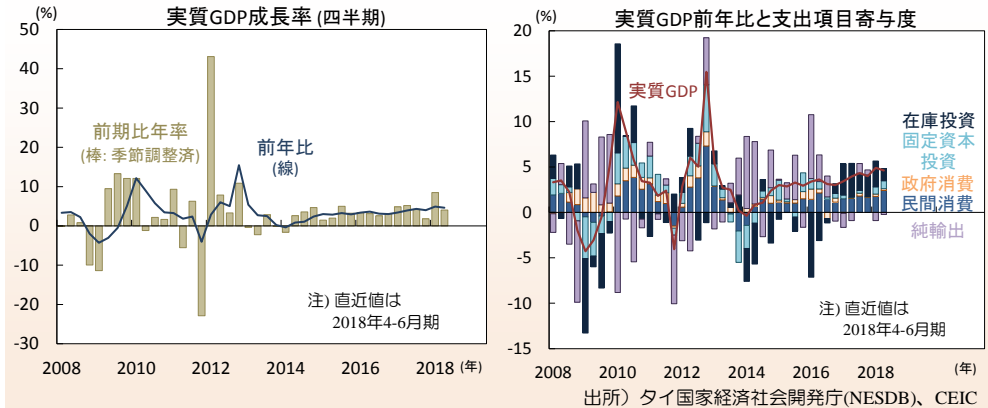
●トルコ等の通貨危機が深刻化する中でも堅調なパーツ

タイ・パーツ相場が堅調です。8月上旬よりトルコやアルゼンチンの通貨危機が深刻化するとともに新興国通貨の多くが下落する中でも、同通貨は底堅く推移。多額の経常黒字と外貨準備など対外収支の強さ、限定的な証券投資受入額によるリスク感応度の低さ、底堅い景気回復を受けて金融緩和の解除に向かう中央銀行の姿勢等が同通貨を支えているとみられます。国際金融市場が安定度を欠く中で、パーツは今後も堅調に推移するのか。本稿では同通貨の見通しについて考察します。まず、足元で底堅さを増す景気(1-3頁)やこうした中でも落ち着いた消費者物価の状況を概観し(4頁)、近い将来の利上げの可能性など金融政策の動向について分析した上で(4-6頁)、足元の対外収支の状況と今後のパーツ相場の動向について考察します(6頁)。

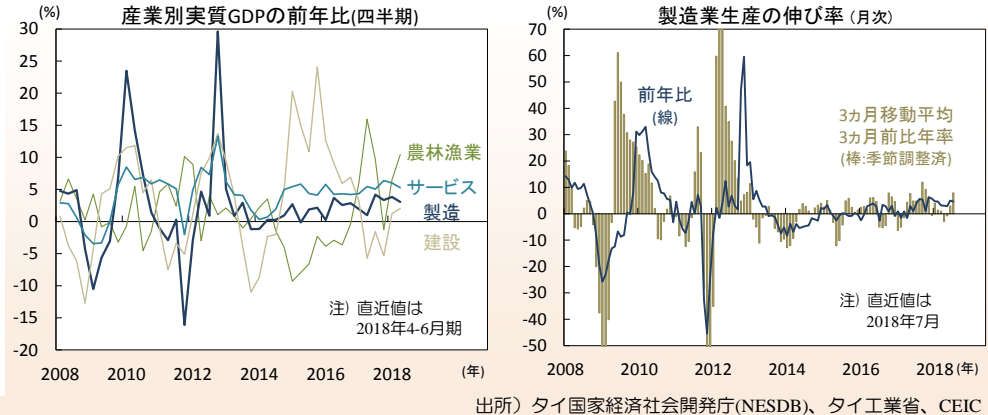
8月20日、タイ政府は4-6月期の実質GDPが前年比+4.6%と前期の+4.9%より減速しつつ(図1左)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+4.4%を上回ったことを公表。季節調整済みの前期比年率は+4.1%と前期の+8.5%を下回りました(図1左)。

需要側では内外需が加速。主に在庫投資に押上げられた前期に比べて成長のすそ野が広がり、景気は力強さを増しています。民間消費と固定資本投資の加速に伴って内需(在庫投資を除く)の寄与度は+3.5ポイント(pt)と前期の+2.8%ptを上回り、純輸出も同▲0.2%ptと前期の▲0.9%ptより下げ幅が縮小。在庫投資の低下(前期:+2.8%pt→今期:+1.3%pt)による影響の相当部分を相殺しました(図1右)。民間消費は前年比+4.5%と前期の+3.7%より加速しました。自動車購入(実質)は同+15.3%と前期の+6.9%より急伸。2011-12年の自動車初回購入者向け減税措置の対象となった自動車の転売制限期間が満了し、乗用車新モデルが投入される中で、同販売が押上げられた模様です。また、運輸、通信、酒類の購入も加速。農業生産の拡大に伴う農業所得の伸び(図3右)や雇用環境の改善などが背景とみられます(図4左)。

【図1】民間消費や固定資本投資にけん引され景気は堅調に拡大(右)



【図2】農林漁業と建設業が加速した一方、製造業はやや鈍化(左)



出所) タイ国家経済社会開発庁(NESDB)、タイ工業省、CEIC

● サービス輸出が鈍化した一方で財輸出の伸びが加速

4-6月期の実質政府消費は同+1.4%と前期の+1.9%より減速。公務員給与や社会給付の伸びが鈍化しました。固定資本投資は同+3.6%と前期の+3.4%より加速しました。住宅建設の鈍化に伴って民間建設が同+2.8%と前期の+3.4%を下回った一方、公的建設が同+1.5%と前期の▲0.1%より反発。国有企業の建設投資が高い伸びを保ち、政府の建設投資の下げ幅が縮小した影響です。民間設備投資は同+3.3%と前期の+3.1%より加速。運輸機器投資の伸びが上昇し、国内機械販売の伸びも加速しました。

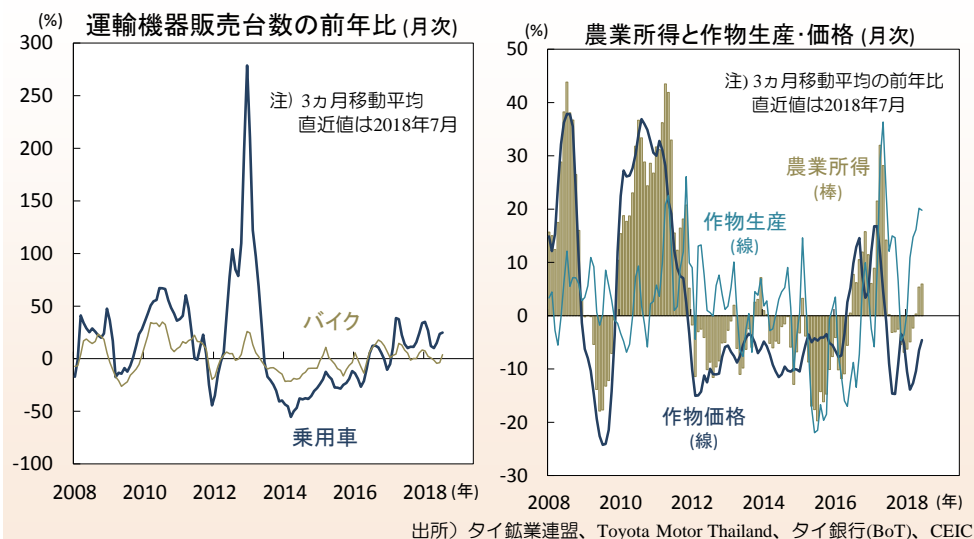
外需では、総輸出が同+6.4%と前期の+6.0%より加速しました。サービス輸出が同+3.1%と前期の+9.5%より減速した一方、財輸出が+7.4%と前期の+4.7%より加速。コメやエビなど農林漁業関連輸出が鈍化したものの、世界的な電子需要の伸びを背景に、ハード・ディスク・ドライブ(HDD)等の電子部品が伸び、自動車、金属、化学、石油化学等の伸びも加速しました。サービス輸出の減速は、主に来訪者数の鈍化によります。来訪者数は同+9.1%と前期の+15.4%より減速(図4右)、前年の急伸からの反動と、欧州・中東からの来訪者数減少の影響です。総輸入は同+7.5%と前期の+8.7%より鈍化。この結果、純輸出の寄与度は▲0.2%ptと前期の▲0.9%ptより下げ幅を縮めました。

● 天候改善に伴って農林漁業が加速し、建設業も堅調

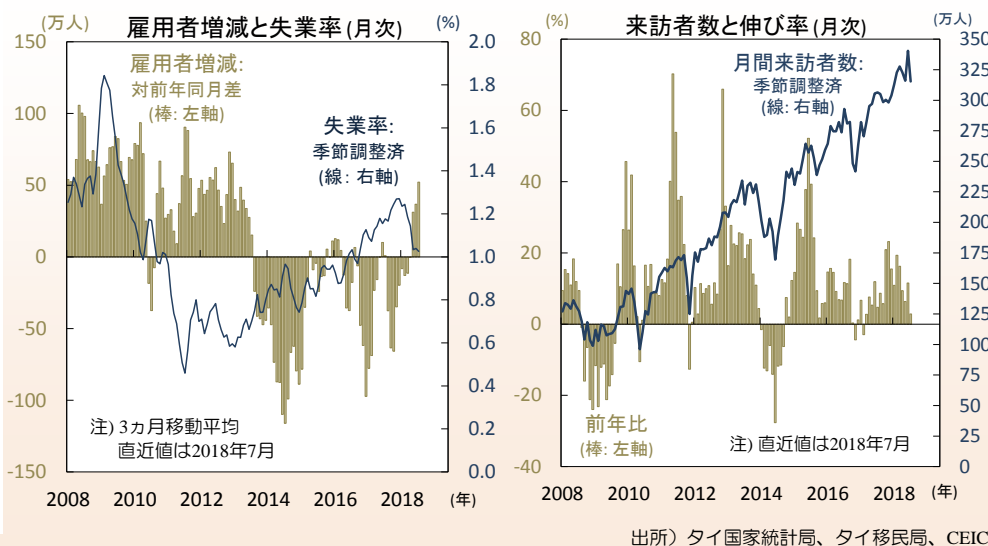
生産側では、観光関連を中心にサービス部門が鈍化し製造業も減速したものの、天候の改善を背景に農林漁業が力強く加速し、建設業も堅調に拡大しました(図2左)。

農林漁業は同+10.4%と前期の+6.5%より加速。天候改善に伴ってコメ、サトウキビ、トウモロコシ、油やし等の収穫が伸びました。鉱業は同▲0.3%と前期の▲0.9%より下げ幅が縮小。天然ガス生産の回復によります。製造業は同+3.1%と前期の+3.8%より鈍化しました。電子部品、小型車、加工食品などが加速した一方、中・大型車、バイク、精製燃料、化学が減速。タバコ税引上げの影響でタバコの伸びも落込みました。建設業は同+2.0%と前期の+1.2%より加速。民間商業施設や、政府公社による住宅供給・配電・発電・複線鉄道関連の建設の伸びが背景です。公益は同+1.8%と前期の+2.1%より鈍化。家計向け電力が加速したものの、企業向けが減速した影響です。サービス部門は同+5.3%と前期の+6.0%より鈍化。堅調な家計消費を背景に卸売・小売が同+7.2%と前期の+7.0%を上回り、貸付の伸び(図5左)と利ざや拡大に伴って金融も同+5.5%と前期の+3.6%を上回った一方、来訪者数の鈍化に伴って観光関連部門が低迷。宿泊・飲食は同+9.4%と前期の+12.8%より鈍化し、空運も同+10.5%と前期の+12.7%を下回りました。

【図3】加速する乗用車販売の伸び(左)、プラスに転じた農業所得の伸び(右)



【図4】改善する雇用環境(左)、海外からの来訪者数は足元で鈍化(右)



● 7月の民間消費は耐久財等を中心に加速

7月以降も、景気は底堅い拡大を続けています。生産側では、7月の製造業生産が前年比+4.6%と前月の+5.0%を下回りつつ堅調に拡大しました。加工食品が落込み電器が鈍化したものの、自動車が同+12.0%と前月の+10.1%より加速し、半導体、ゴム、化学、石油など幅広い品目が加速。家計消費や輸出の伸びが背景です。

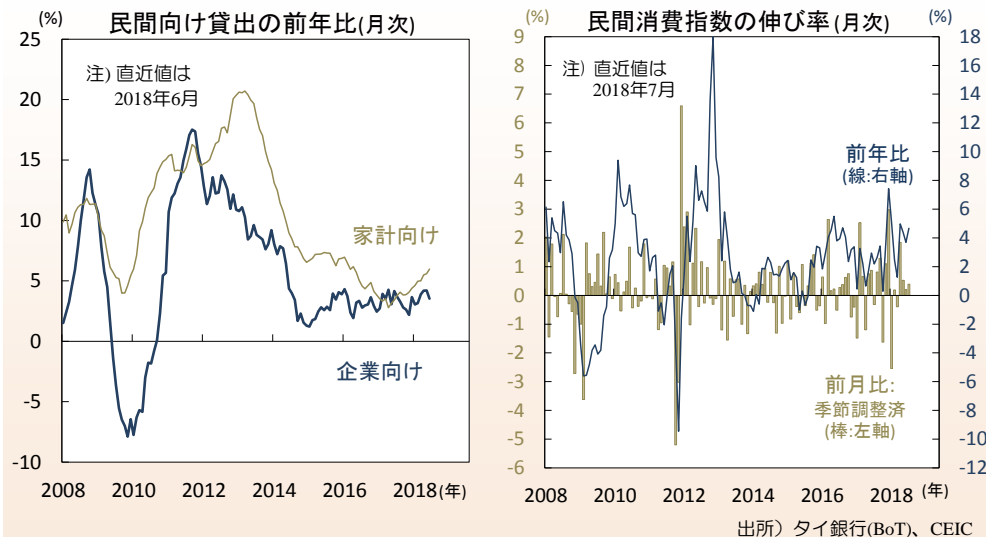
需要側では、民間投資がやや鈍化した一方で民間消費が加速しました。7月の民間消費は前年比+4.7%と前月の+3.7%を超過(図5右)。サービス消費が鈍化したものの、耐久財消費が同+11.5%と前月の+10.7%を上回りました。稲作農家等の農業所得の伸びや雇用環境と消費者信頼感の改善が背景です。一方、民間投資は前年比+2.7%と前月の+5.1%より鈍化(図6左)。運輸機器投資や建材販売が加速したものの、資本財輸入や建設許可面積が落込みました。外需では、輸出(国際収支)が同+8.3%と前月の+10.0%を下回りつつ堅調に伸びた一方、来訪者数が同+2.8%と前月の+11.6%より鈍化(図4右)。地域別では中国が同▲0.9%(前月:+18.1%)と反落し、ロシアが▲10.8%(同:▲16.2%)と落込みが継続。前者はブーケットでのボート事故(後述)、後者はFIFAワールドカップ開催期間中の海外旅行の先送りやルーブル安の進展などが背景とみられます。

● 底堅い内外需にけん引され今年は+4%台半ばの成長率が

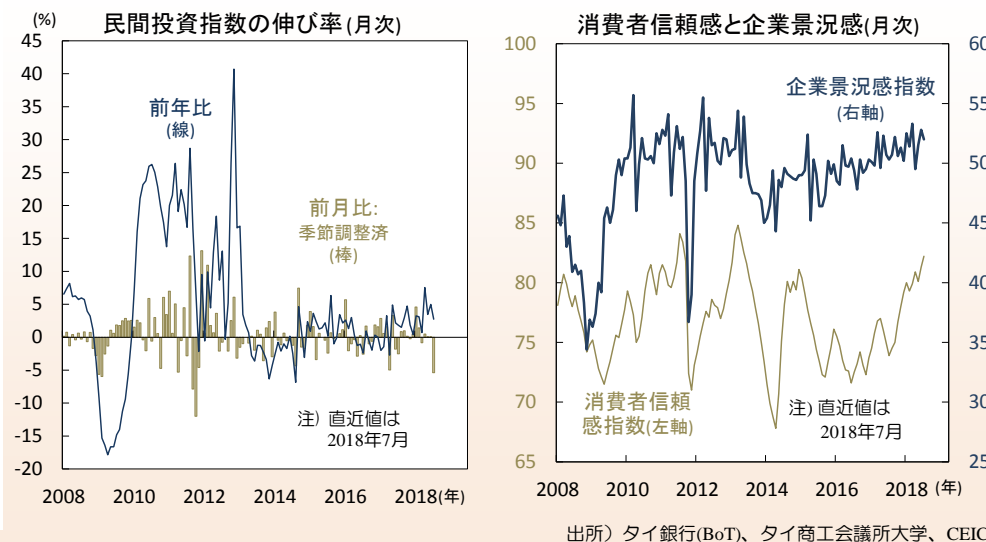
今年後半も堅調な景気拡大が続くでしょう。降雨量の増加に伴って灌がい用貯水量は増加しています。7月初より北部と東北部で発生している洪水被害が大きく拡大しない限り、年後半も農業生産の堅調な伸びが続き、農業所得を押し上げるとみられます。生産活動の拡大とともに雇用も伸びており(図4左)、農業部門の雇用者は7月まで7カ月連続、製造業部門は同5カ月連続で前年比プラスの伸びとなりました。

農業所得の改善、低インフレと低金利、政府による低所得家計向け現金給付、改善する消費者信頼感に支えられ(図6右)、家計消費は年後半も底堅く拡大する見込みです。インフラ投資の進展と政府の資本歳出の加速に伴って公的投資が伸び、設備稼働率の上昇を受けて民間部門の設備投資も加速するでしょう。7月初のブーケット島沖合でのボート転覆事故では中国人観光客40人超が犠牲に。同国からの来訪者数の減少に伴って7-9月期のサービス輸出が押下げられるものの、観光シーズンの年末年始までに来訪者数は回復するとみられます。景気は年後半も堅調に拡大するものの、昨年後半の景気加速からの反動(ベース効果)によって前年比の伸びは今年前半の+4.8%より低下するでしょう。今年通年の成長率は+4.5%前後と、昨年の+3.9%を上回ると予想されます。

【図5】家計向け貸出が伸び(左)、民間消費の伸び率も上昇(右)



【図6】民間投資は足元でやや鈍化(左)、消費者信頼感は改善(右)



● 総合消費者物価上昇率は約4年ぶりの水準に上昇

景気回復が続く中、物価は緩やかに上昇しています。8月の総合消費者物価は前年比+1.6%と、前月実績と市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+1.5%を上回り、約4年ぶりの水準に上昇(図7左)。コア物価と燃料物価が鈍化した一方、食品物価が上昇しました。

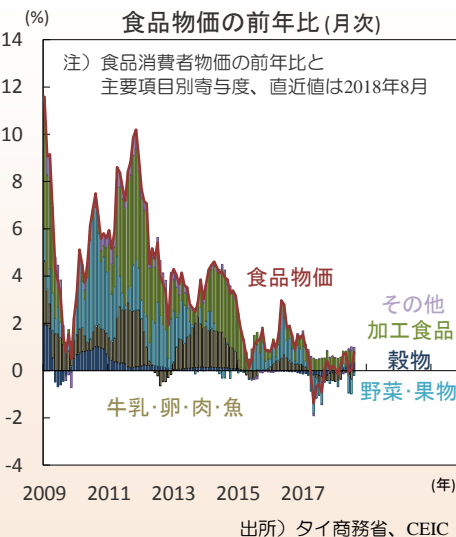
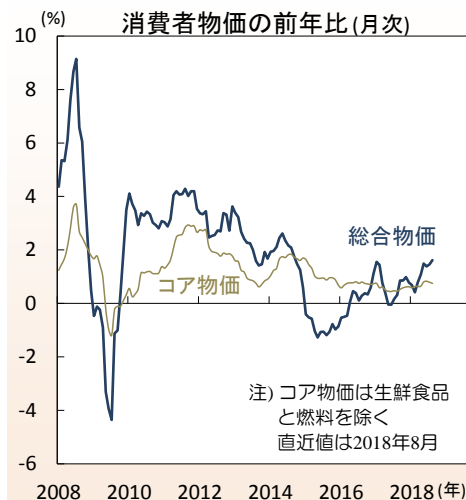
食品は同+0.8%と前月の+0.0%より上昇し(図7右)、総合物価を押し上げました。生鮮野菜が同+0.6%と前月の▲5.3%から反発、コメも+5.4%と前月の+4.7%より加速し、卵や肉類の下げ幅も縮小。生鮮食品価格の上昇は局地的な洪水被害によるとみられます。燃料価格は同+9.1%と前月の+10.2%より鈍化。国際燃料価格の上昇などを背景に前月比(季節調整前)は+0.7%と前月の+0.5%より加速しており、前年比の低下は主に前年同月の伸び(前月比+1.7%)からの反動(ベース効果)によります。生鮮食品と燃料を除くコア物価は前年比+0.7%と前月の+0.8%よりやや低下しました。衣類・履物が小幅に鈍化し、住居関連、教育・娯楽も横ばいで推移、景気回復が続く中でも需要側からの物価上昇圧力は見られません。雇用の改善が続く中でも労働市場に弛みが残ること等が背景とみられます。今後は、昨年9月半ばの物品税引上げからの反動が物価の上昇を抑え、今年通年の総合消費者物価上昇率は+1.2%前後と昨年の+0.7%を上回ると予想されます。

● 金利を据置きつつ金融緩和解除の議論を開始

落ち着いた物価の下、タイ銀行(BoT)は政策金利を低位に据置いています。8月8日、BoTは政策金利を1.5%で維持。金利据置きは2015年6月以来26回連続です(図8右)

BoTの声明は、景気は内外需にけん引され勢いを増しており、総合物価も予想通り上昇する見込みであると記述。現在の金融環境は緩和的で経済成長を支援しているとしました。金融システムは安定的だが、低金利の長期化に伴う利回り追求の動きがリスクの過小評価をもたらす懸念があると指摘。住宅融資の貸出競争、特定地域での高級マンションの過剰供給、家計債務水準の上昇、中小企業の返済能力の低下等を注視するとしました。金融政策は引続き緩和的であるべきとして、金利据置きを6対1で決定。1人の委員は、(a)景気は十分に強い、(b)金融緩和の長期化は家計や企業によるリスクの過小評価につながる、(c)将来の政策余地を創出する必要がある等の理由から、1.75%の利上げを主張しました。声明の内容は従来と大きく変わらず、利上げ票1票も前回と同様でした。議事録によれば、BoTは前回6月20日の会合より金融政策正常化の条件について議論を開始。市場参加者は年末までの利上げ開始の可能性を意識しつつも、8月の声明を見る限りBoTは特に利上げを急いでいないという印象を持ちました。

【図7】消費者物価インフレ率は低位ながら足元で緩やかに上昇(左)



【図8】上昇する燃料小売物価(左)、3年以上に渡り政策金利を据置き(右)



● 予想以上の4-6月期GDPを受けて早期利上げ観測が浮上

しかし、予想を上回る4-6月期GDP統計(1-2頁)が公表されると、事態は一転。BoT総裁は、上記統計が公表された8月20日に記者会見で金融政策に言及し、(a)景気回復に伴って極端に緩和的な金融政策の必要性は低下した、(b)世界的な金融政策の方向性(金融緩和の解除)には抗えない、(c)将来金利を上げても極端に緩和的な現行政策が緩和的になるだけと発言。次回9月19日の会合では経済見通しの見直しが行われる予定であり、ここで成長率見通しの上方修正と利上げが行われるとの見方が浮上しました。

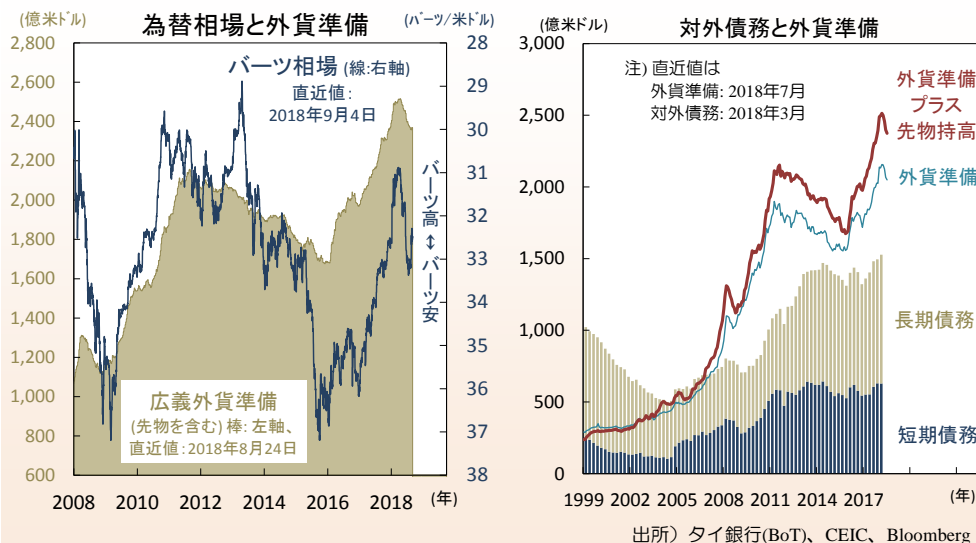
また、同総裁は、8月29日に証券取引所で同国の金融政策について講演。低金利が長期化する中で目立ち始めた直近の利回り追求の動きとして、賃貸用不動産取得のための住宅融資の拡大、住宅融資の貸出競争が激化する中で担保掛目比率の上昇、2-3軒目の不動産購入のための住宅融資における不良債権比率の上昇などを列挙しました。また、金融リスクを抑えるためにはマクロ健全性規制を用いるべきとも言われるが、新興国での同規制の有効性は定かでない指摘し、同規制は金融政策に代わるものではなく政策を補完するものであるべきという総裁個人の意見を表明。金融リスクの抑制のためにも現在の緩和的な金融政策を正常化が必要という考えを示唆しました。

● 中銀総裁は8月末の講演で利上げの地ならしを実施

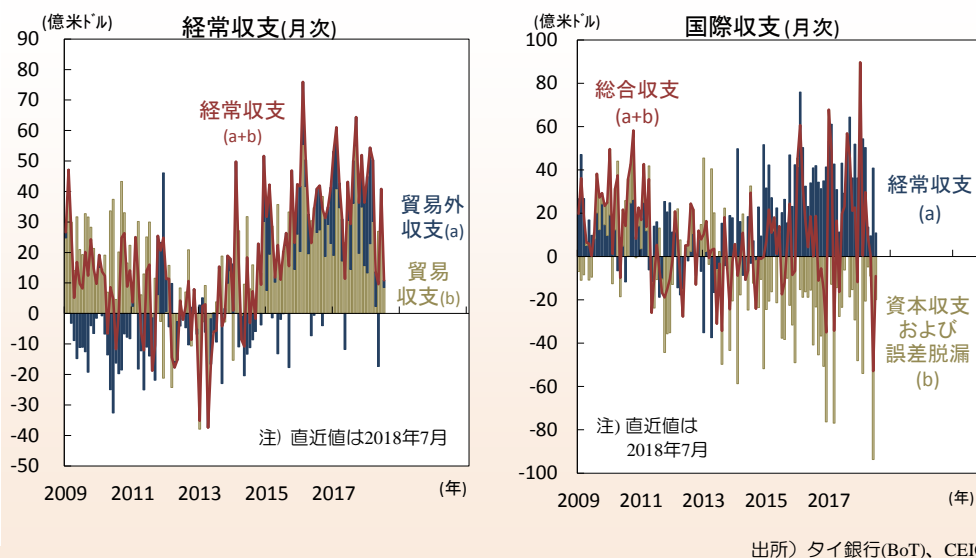
同総裁は、過去の歴史を見る限り長期に渡る景気拡大は資産バブルと金融市場の調整と景気後退を招きがちだが、予見された漸進的な金融政策の調整(利上げ)はこうしたリスクを抑えられると指摘。現在の政策金利(1.5%)は景気回復を支えるために史上最低(1.25%)に近い水準にあり、再び経済が悪化した際の政策余地(追加利下げ余地)に乏しいとも述べました。利上げに向けた地ならしにも見える上記の講演の原稿は、BoTスタッフの協力も得ながら周到に練り上げられたものであると考えられます。

一方、講演当日に行われた取材(Bloomberg)では、同総裁は慎重なコメントに終始しました。足元の景気は堅調だが米国の貿易政策など不透明な要因もあり、次回の政策会合では足元のデータを精査の上で判断すると説明。また、同国は対外収支が強いため、(自国通貨の急落に見舞われるアルゼンチンやトルコ等)一部の新興国のように緊急の利上げが必要なわけではないとも指摘しました。足元のパーツ高に関しては、パーツが他の新興国通貨に対して上昇するなど安全通貨として海外投資家に買われている面があり、この点は歓迎できないとコメント。また、(通貨高を期待する海外投資家が好んで投資する)パーツ建て短期債への資本流入を注視しているとも述べました。

【図9】 パーツは8月半ば以降反発(左)、強固な対外バランスシート(右)



【図10】 多額の経常黒字(左)、6-7月は資本流出で国際収支赤字に(右)



●トルコ等の通貨が急落中でも底堅く上昇するパーツ

パーツは、トルコ・リラ急落の前日の8月9日より同月末にかけて対米ドルで+1.4%上昇と(図9左)、主要新興国通貨で最大の騰落率。トルコ(▲15.1%)、南アフリカ(▲6.7%)、ブラジル(▲6.3%)等の通貨とは対照的です。BoTは近い将来の利上げが一層の資本流入とパーツ高を招くことを警戒しているものの、低金利の長期化による金融システム不安定化も従来より問題視しており、景気回復が勢いを増す現在が金利引上げに最適と考えている模様です。BoTは早ければ9月19日、遅くとも12月19日の会合で政策金利を1.75%に引上げ、その後は追加利上げの要否を慎重に見極めようとする予想されます。

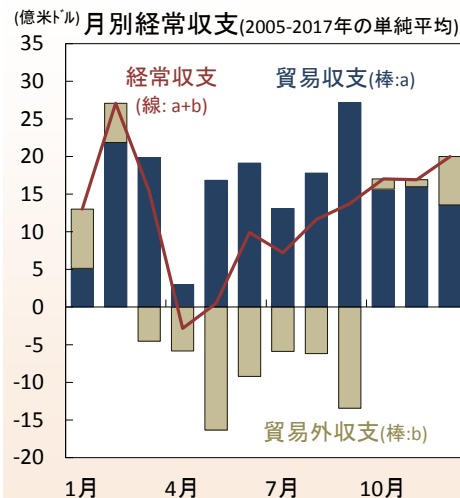
パーツは、米10年債利回りと米ドルが上昇を始めた4月18日より軟調となり、7月19日にかけて対米ドルで▲6.4%下落(図9左)、主要アジア通貨では中国人民元の▲7.3%に次ぐ下落率。多額の経常赤字等(図10)からリスク感応度の低い同通貨は、国際金融市場の変動が増す中で外国人に幅広く買われたものの、上記の期間には買い持高の解消が加速した模様です。米中貿易摩擦の激化と人民元安の進行に伴って対中貿易依存度の高い同国への懸念が高まり、同国の経常収支の季節的な悪化(対外配当支払いの増加と来訪者数の減少等による)の時期と重なったこと等が背景と考えられます(図11)。

●強固な対外収支や金融緩和解除もパーツを支援か

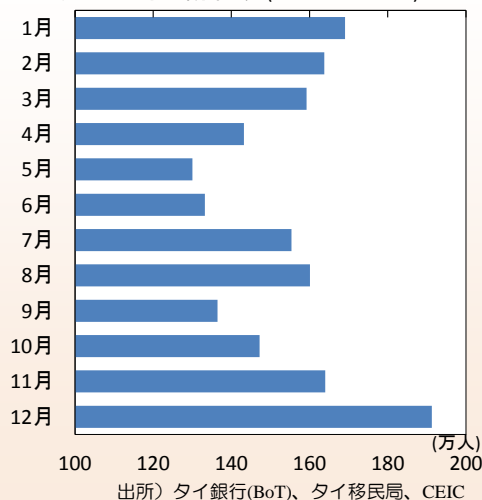
しかし、年後半以降は対外配当支払いの一巡と年末にかけての来訪者増加によるサービス収支の改善に伴って、経常収支は季節的に改善する見込みです(図11)。また、6月上旬より下落を続けた人民元相場も8月半ばより安定化。中国の当局は先物持高に対する準備積立義務や相場基準値算出における「反循環的要因」の再導入などを通じて相場の安定化にひとまず成功しました。8月上旬のトルコ・リラ急落以降、市場参加者は経常赤字や対外債務の大きい新興国通貨を売却。一方、タイは巨額の経常赤字(図10)と対外債務を上回る多額の外貨準備を有するなど、対外収支が強固です。巨大な国内機関投資家の不在ゆえに対外証券投資額は小さく年末にかけて拡大する経常赤字を相殺するに至らないため、国際収支は黒字基調となりパーツ上昇圧力を生むでしょう。

4月下旬から7月半ばにかけての資本流出局面では海外投資家のパーツ買い持高が解消され、相場下落に伴って通貨の割高感も緩和。今後は、予想以上に堅調な景気の回復と金融緩和の解除を目指す中央銀行の姿勢も同通貨を支援すると見込まれます。米欧の中央銀行による金融緩和の解除が進み、対外収支の弱い新興国通貨が下押しされる中、対外収支の強固なタイのパーツは堅調に推移すると予想されます。(入村)

【図11】経常収支は4-6月期にかけて悪化し年末にかけて改善



月別平均来訪者数(2000-17年平均)



【図12】株式投資資本の流出は一巡(左)、債券投資資本は流入基調(右)



出所) タイ証券取引所(SET)、タイ債券市場協会(TBMA)、Bloomberg

【アジア・マーケット・ウォッチ】(1) 株価

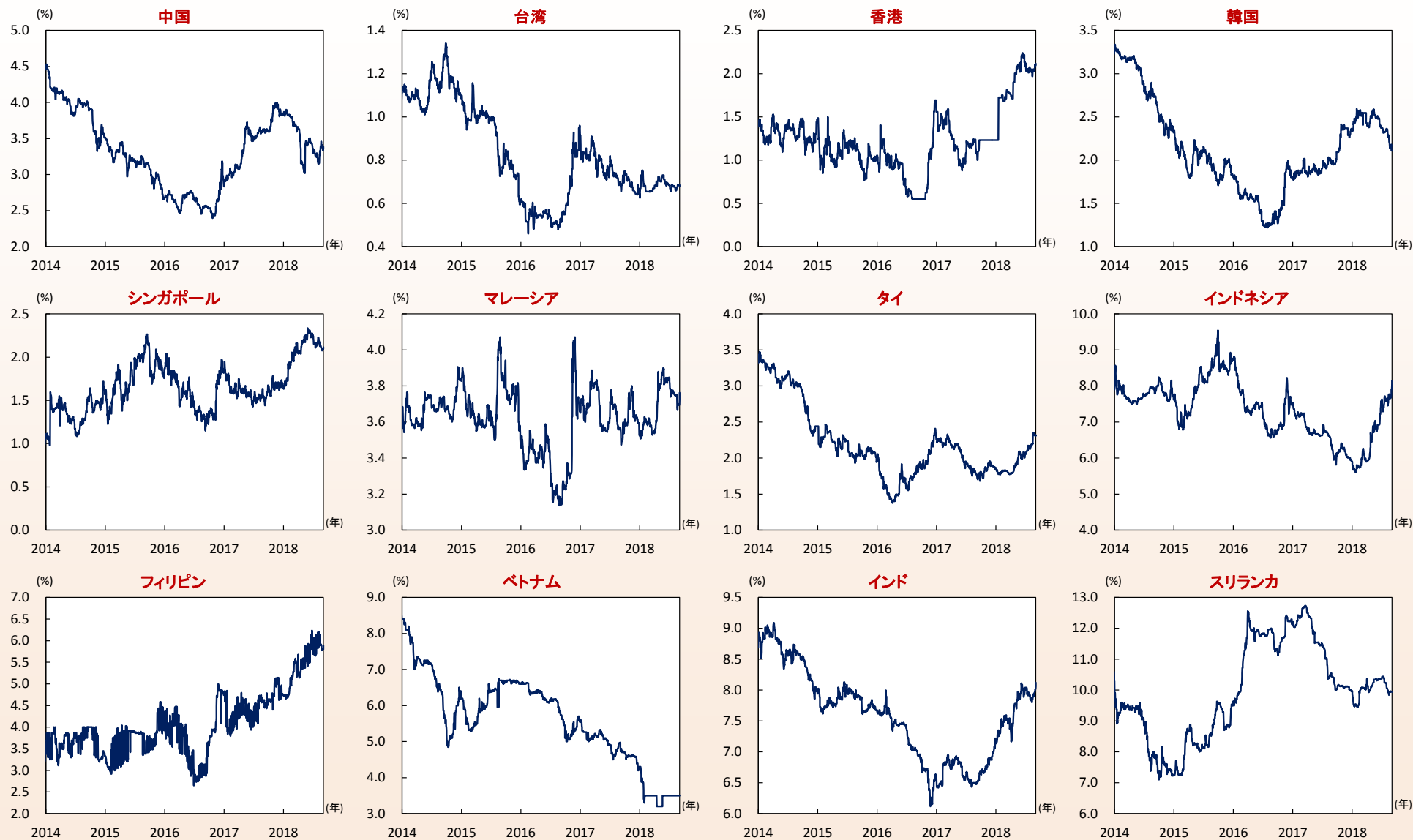


注1) 直近値は、2018年9月3日。

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

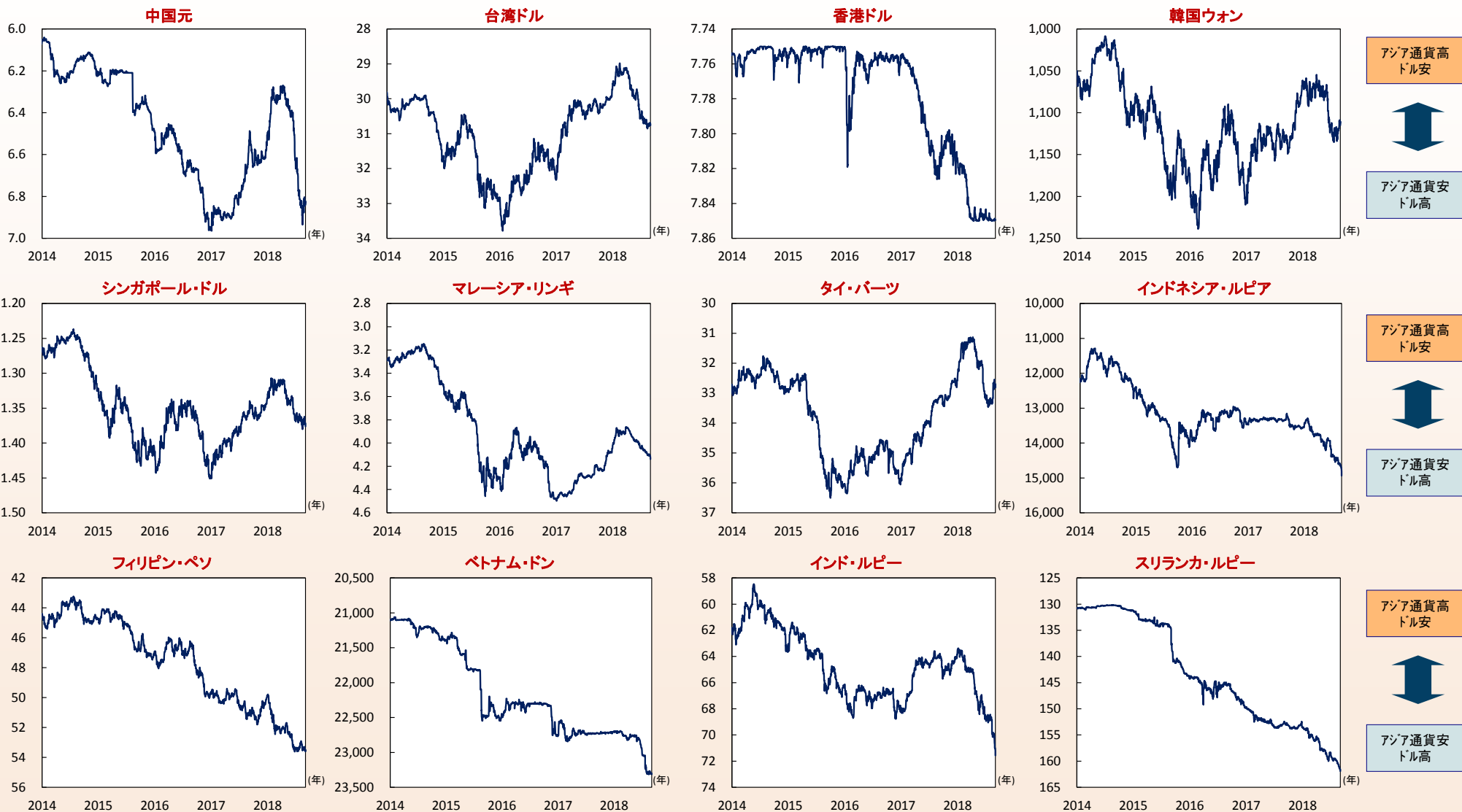
【アジア・マーケット・ウォッチ】(2) 自国通貨建国債利回り



注) すべて5年国債利回り、直近値は、2018年9月3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9月3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9月5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