

【タイ】クーデター後のパーツ相場上昇の背景と持続性を考える ..... 1ページ  
 【台湾】総合物価が上昇する中、政策金利の据え置きを続ける当局 ..... 6ページ  
 【エマージング・マーケット・ウォッチ】 ..... 9ページ

## 【タイ】クーデター後のパーツ相場上昇の背景と持続性を考える\*

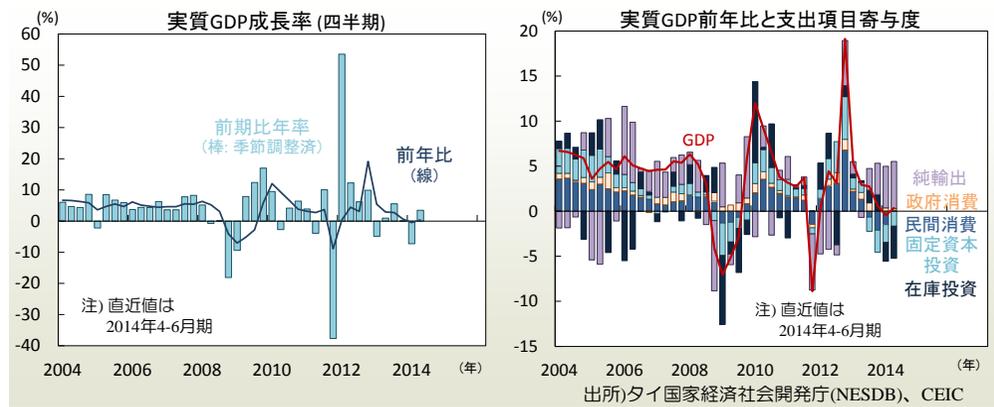
### ● 4-6月期の実質GDPの前期比は反発し、景気後退を回避

タイでは、5月22日のクーデター以降、政治混乱の一時的な収束と景気の回復への期待が高まり、パーツ相場は反発、5月末から7月末までの相場上昇率は他の主要アジア通貨を上回りました。本稿では、同国の景気物価動向を概観するとともに、金融政策の方向性につき考察し、今後の為替相場動向について分析します。

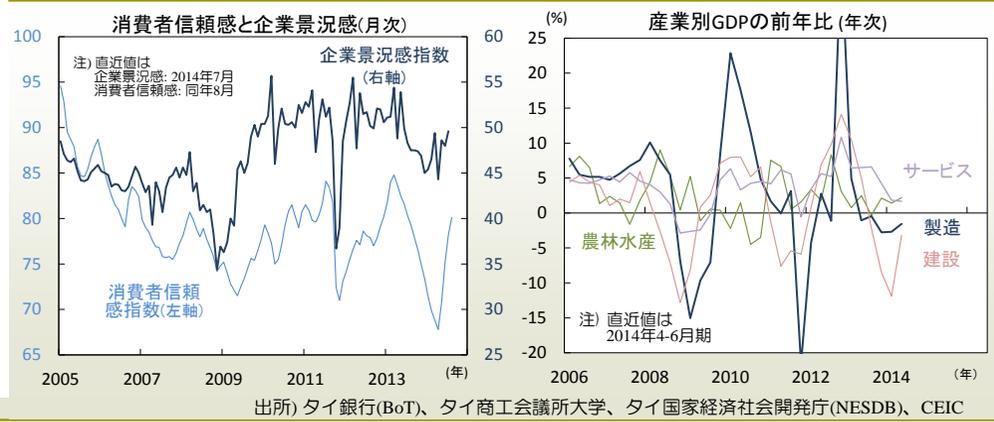
同国では、昨年11月より深刻化した政治対立(本レポート6月号、以下「資料」1頁参照)に伴って、消費者信頼感が悪化し、海外からの来訪者は急減。また、インフラ投資の実行も遅延しました。12月の国会解散とその後の総選挙の無効判決に伴って政策執行能力を失った政府は財政刺激策の導入もできず、また、大型直接投資の認可が停止される事態に至りました。昨年初より政府の財政刺激策が相次いで期限切れとなったことに伴って鈍化していた景気は一層冷え込み、今年1-3月の実質GDPは前年比▲0.5%、前期比年率▲7.3%と急落しました(資料 3-4頁参照)。

しかし、5月のクーデターによる政治混乱の一時的な収束に伴って景気は底を打ったとみられます。8月18日に政府が公表した4-6月期の実質GDPは前年比+0.4%に反発。季節調整済の前期比年率も+3.5%となり、2期連続のマイナス成長を回避しました(図1左)。しかし、在庫投資を除く内需の前年比は▲1.5%と前期の▲3.9%より改善しつつ4期連続のマイナス、成長率を上げた純輸出の寄与(図1右)は輸出の伸びでなく輸入の落込みによるなど、今後の回復速度への不安も残ります。民間消費は前年比+0.2%と前期の▲3.0%より反発し4期ぶりのプラスとなり、前期比年率も+9.1%と前期の▲2.7%より大きく反発しました。クーデターによる政治混乱収束の期待から消費者信頼感が改善したこと(図2左)、暫定政権が米担保融資制度にかかわる未払い金を農家に支払い、LPガスや軽油の価格を低く抑えたことも、同消費の改善に貢献したとみられます。一方、政府消費は前年比+1.9%と前期の+4.2%より鈍化しました。

【図1】 輸入減少による純輸出の寄与も成長率の回復に貢献(右)



【図2】 クーデター直後より大きく改善した消費者信頼感(左)



## ● 来訪者の低迷でサービス輸出が大きく悪化

4-6月期の固定資本投資は同▲6.9%と前期の▲9.3%より改善し、前期比年率は+10.7%と4期ぶりにプラスになりました。公的建設は前年比▲0.3%と前期の▲14.3%より大きく改善。鉄道を中心とするインフラ投資の進展に伴って、国有企業の建設投資が同+9.0%伸びました。民間投資は前年比▲7.0%と前期の▲7.4%に続き不振でした。民間建設が同▲5.2%と前期の▲7.8%より改善(住宅建設のマイナス幅が減少)するも、民間設備投資は同▲7.5%と前期の▲7.3%よりやや悪化、設備稼働率が低下を続ける中で、企業は投資に慎重な模様です。在庫投資の寄与度は▲3.6%ポイントと前期の▲2.1%ポイントよりマイナス幅が拡大、企業の売上見通しの悪化も背景とみられます。

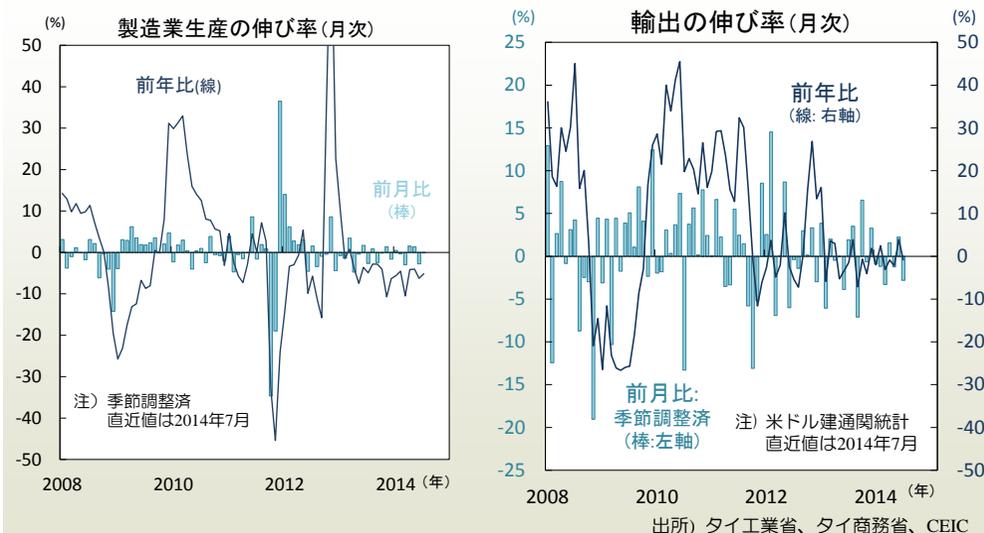
外需では、総輸出が前年比▲0.7%と前期の▲0.5%に次ぐマイナスに。財輸出は+1.5%と前期の+0.8%に続き小幅な伸びを維持したものの、来訪者数の低迷などでサービス輸出が同▲8.4%と前期の▲4.4%より悪化しました。総輸入は同▲9.2%と前期の▲8.6%より悪化し3期連続のマイナスに。内需が勢いを欠く中で、財輸入の伸びが▲10.8%と前期の▲12.0%に次ぐ2桁のマイナスとなった影響です。この結果、純輸出の寄与度は+5.2%ポイントと前期の+4.6%ポイントより上昇しました。

## ● 改善する電子部門と低迷する自動車部門

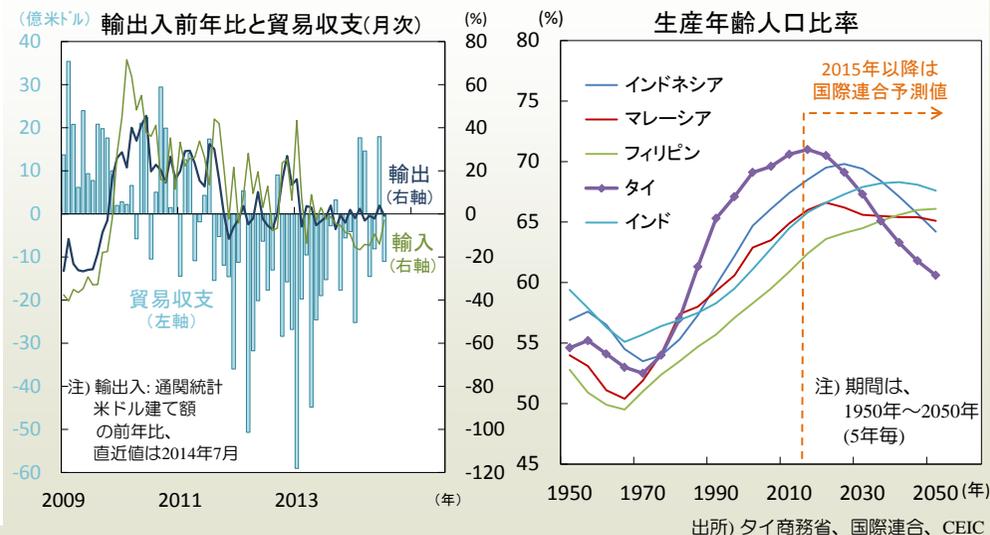
生産側に目を転じると、製造業の一部が財輸出の緩やかな回復の恩恵を受けて改善した一方、来訪者数の落込みの影響からサービス部門の一部の低迷が深刻化するなど、部門ごとに明暗が分かれました。

農林漁業は前年比+2.2%と前期の+1.4%より加速(図2右)。耕地拡大によるパーム油生産の増加、米とトウモロコシの収穫増、エビの早死症候群(EMS)の拡大鈍化による水産生産の落込みの緩和などが背景です。鉱業は同▲1.7%と前期の▲1.5%よりやや悪化し4期連続のマイナスに。石油ガス生産の低迷によります。製造業は同▲1.6%と前期の▲2.7%より改善しつつ5期連続のマイナスに。財輸出の回復でコンピュータ/部品などが緩やかに改善した一方、内需低迷で自動車生産の不振が継続。前政権による自動車初回購入者への優遇措置による需要先食いからの反動の影響が継続している模様です。公益部門は同+3.4%と前期の▲3.1%より反発。電力生産の回復によります。建設業は同▲3.2%と前期の▲11.9%より改善、公的建設投資の回復の影響です。サービス部門は同+1.7%と前期の+1.8%に続き低い伸び。金融や運輸・倉庫・通信が底堅く伸びた一方、来訪者数の低迷を受けホテル・レストランの落ち込み幅が拡大しました。

## 【図3】7月は製造業生産と輸出とも前月比がマイナスに



## 【図4】他の東南・南アジア諸国に比べ高齢化の進展の早いタイ(右)



## ● 力強さを欠く7月の製造業生産

4-6月期のGDPは前期より反発したものの、7月以降の景気指標を見る限り、力強い回復の持続は期待できません。7月の製造業生産は前年比▲5.2%と前月の▲6.3%より改善しつつ16か月連続のマイナスに。前月比も▲0.1%と前月の▲2.8%に続くマイナスの伸びとなりました(図3左)。業種ごとの前年比を見ると、外需の回復を受けて電子部門が緩やかに反発し、卑金属も大きく伸長。しかし、その他部門の殆どはマイナスの伸びであり、とりわけ国内販売が不振な自動車の落込みの大きさが目立ちました。

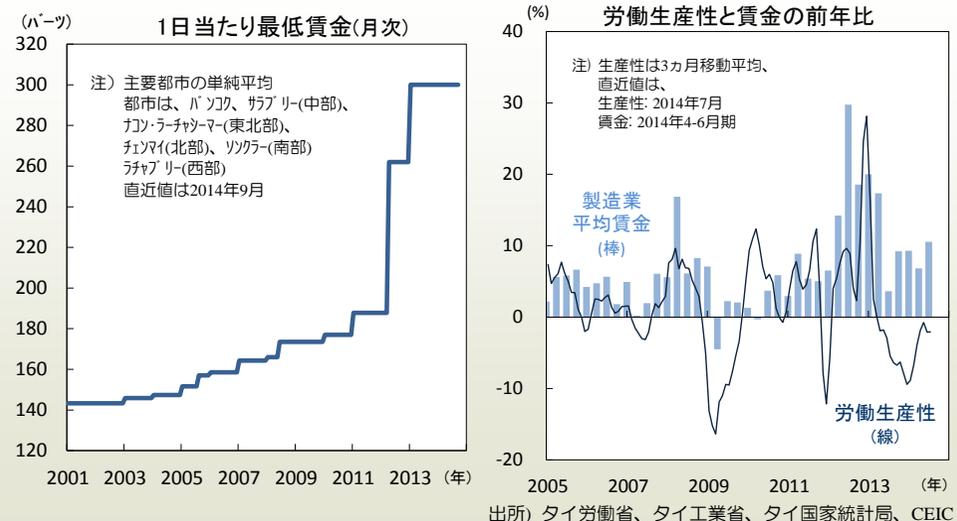
輸出の動きもさえません。8月27日に公表された通関統計では、7月の輸出(米ドル建て)は前年比▲0.9%と前月の+3.9%から反落しました(図3右)。自動車が前年比+9.3%と前月の+2.6%から急伸し、加工食品等も+3.7%と前月の▲3.1%から反発した一方、電子は同▲1.5%と前月の+1.9%から反落し、電器も同▲0.1%と3か月連続のマイナスに、金属・鉄鋼も同▲4.5%と前月の▲2.0%よりマイナス幅が拡大しました。輸出先では、米国、日本、欧州向けがプラスの伸びとなる一方、東南アジアや豪州向けが2桁台のマイナスとなりました。主要先進国の景気回復の恩恵を、主要な輸出先であるアジア太平洋地域向け輸出の低迷が打ち消した模様です。

## ● 輸出構造の悪化も近年の輸出低迷の一因か

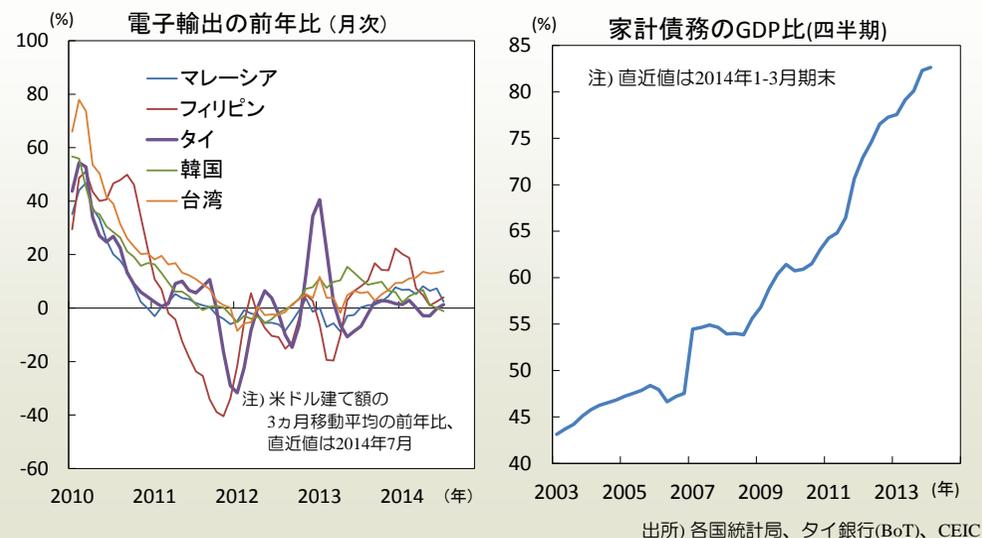
7月の輸入は、前年比▲2.9%と前月の▲14.0%より改善。変動の大きい商用航空機の上ブレによるとみられます。同項目を除くと資本財輸入の伸びはマイナス。とりわけ一般機械やコンピュータ・部品などは大幅なマイナスとなっており、弱い民間投資需要が背景とみられます。自動車・部品も前年比▲23.8%と低迷が継続、国内自動車販売の低迷が背景です。貿易収支は▲11億ドルと前月の+18億ドルから反落しました(図4左)。

7月の輸出の落込みは、変動の大きい金輸出の反落など、一時的な要因にもよります。しかし、近年の同国の輸出の伸びは近隣諸国を下回っており、中期的な輸出競争力の低下も懸念されます。2011年の洪水被害以降、海外企業の一部は、電子部品や自動車部品の製造拠点を徐々に近隣諸国に移転している模様です。東南アジア諸国の中でも高齢化進展の速い同国では(図4右)、既に一部の部門で労働力不足が顕在化。前政権による最低賃金の引上げも(図5左)、生産性を上回る賃金上昇をもたらしました(図5右)。また、電子輸出の伸びは、昨年半ばより近隣諸国に劣後(図6左)。同国の電子部門はハード・ディスク・ドライブ(HDD)等の比重が高く、スマートフォンやタブレット端末の普及に伴う構造的な需要減少の影響も受けっているとみられます。

## 【図5】最低賃金の大幅引上げ(左)、近年生産性を上回る賃金の上昇(右)



## 【図6】他のアジア諸国に比べ、近年さえない電子輸出の伸び(左)



## ● 年後半も緩やかな景気回復を見込む

今年後半の経済は、インフラ投資の伸びや民間消費の回復に支えられるでしょう。クーデター直後より、政治混乱に伴い停滞していたインフラ投資を再加速させる動きが強まり、バンコクの旅客鉄道(紫線、青線、緑線)、北部高速鉄道、水路改善事業、天然ガス輸送設備などの投資が進展しています。なお、暫定政権の作成した来年度予算案(～2015年9月)は、公共投資など資本歳出を抑え、財政赤字のGDP比を1.8%と前年度の2.0%以下に抑制。インフラ投資は中央政府の支出ではなく、国有企業が調達した資金を中心に実施される模様です。一方、民間消費に関しては、家計部門が高水準の負債を抱えていること(図6右)、農産物価格の低迷によって足元で農業所得も鈍化していることを考慮すると(図7左)、回復の速度は緩やかなものに留まるとみられます。

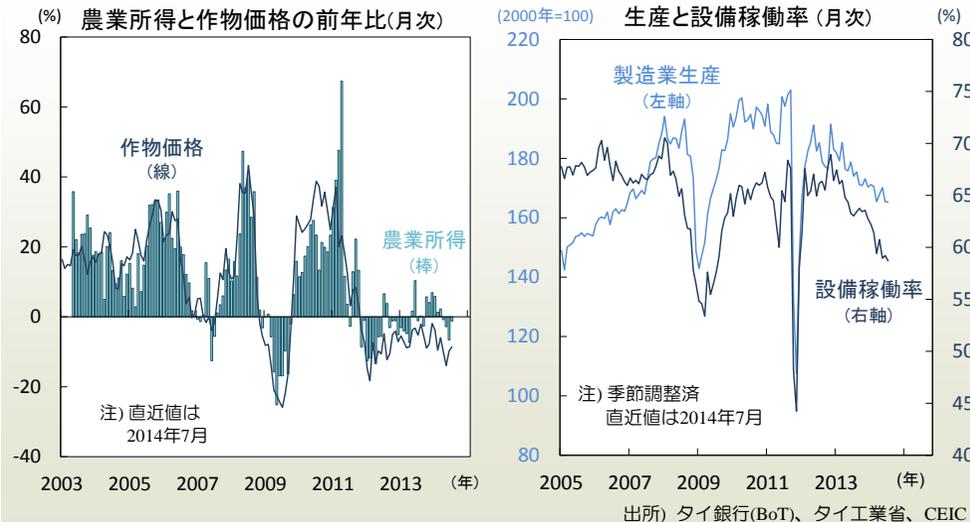
輸出企業を中心に設備稼働率が低迷する中で企業の投資意欲は低いとみられ(図7右)、民間部門の設備投資の回復には時間がかかりそうです。また、輸出部門が構造的な弱さを抱える中で、輸出の伸びは今後も緩慢なものに留まるでしょう。今年通年の成長率は+1%台前半と昨年の+2.9%を下回り、今年の減速からの反動が生じる来年通年でも+4%前後と、景気回復の速度は緩慢なものとなると予想されます。

## ● 落ち着いた物価の下で政策金利据置きを続ける中央銀行

景気回復の速度が緩慢な中、足元の物価上昇圧力は限定的です。8月の総合消費者物価は前年比+2.1%と前月の2.2%より低下しました(図8左)。食品物価が前年比+3.9%と前月の+4.2%を下回り総合物価を押し下げました。野菜・果物が前月に続きマイナスの伸びとなり、肉や魚の価格も鈍化した影響です。燃料物価も同+2.9%と前月の+3.1%より鈍化、軍事政権によるガソリン物品税引下げの影響とみられます。政府(商務省)による生活必需品価格の監視も、物価上昇の速度を抑えていると思われます。コア物価の前年比は+1.8%と前月と変わらず。景気の低迷が続き設備稼働率が低下するなど産出ギャップが拡大する中で、需要側からの物価上昇圧力は限定的とみられます。

9月17日、タイ銀行(BoT)は政策金利を2%で据置くことを決定(図8右)。据置きは4月以降4回連続、Bloomberg集計でエコノミスト21人全員が予想した通りの決定でした。BoTの声明は、民間部門の信頼感が改善し民間と公的部門の支出が内需を支えていると、内需に関して楽観的な見通しを示し、海外からの来訪者も、正常なトレンドに向けてゆっくりと回復を始めたこととしました。一方、財輸出に関しては、供給側の制約(労働力不足等)と低い農産物価格が輸出に影響を与えていると慎重な見方を提示しました。

【図7】作物価格下落で低迷する農業所得(左)、低下する設備稼働率(右)



【図8】物価圧力が限定的な中で(左)、4回連続で政策金利を据置き(右)



## ● 政策金利は当面据置きで、利上げ開始は来年半ば以降か

BoTの金融政策声明は、インフレは引き続き安定的としました。同声明は、現状レベルの金融緩和は、景気回復の初期段階にある経済にとって未だに必要なものであり、金融の安定性をリスクにさらさないと記述、足元の景気回復を支えるために政策金利を低位で据置いたことを示唆しました。景気回復の速度が緩やかな中、BoTは、景気回復を支えるため当面は政策金利を据置くとみられます。現在の低金利の修正は、景気回復に伴う産出ギャップの縮小を待って行われるとみられ、BoTは、来年半ばにかけて金利の正常化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。

タイ・パーツは、5月末から7月末にかけて+2.0%と、主要アジア通貨最大の対米ドル相場上昇率を記録(図9左)。クーデターによる政治混乱収束の期待から、海外投資家の債券投資資本が流入した影響です(図9右)。また、経常収支の安定化も通貨を支えたとみられます。2011年に+2.6%であった経常収支のGDP比は、洪水被害の復旧・復興投資や政府の内需刺激策に伴う輸入の増加で2013年6月までの12カ月間に▲1.5%に悪化(図10左)。その後、内需刺激策の期限切れや政治混乱に伴う景気悪化から輸入が急減したため同収支は改善し、2014年7月までの12カ月間に+3.2%となりました。

## ● 6-7月に急伸したパーツ相場も今後は上昇率が鈍化か

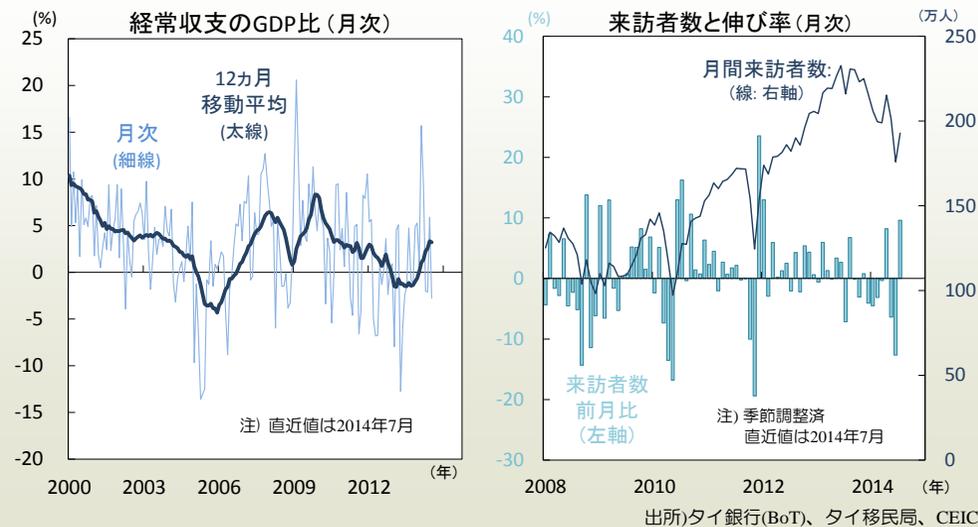
今年1-6月期のサービス収支は▲3.5億ドルと前年同期の+10.2億ドルより悪化。来訪者数の減少に伴って、旅行収支受取額が180.0億ドルと前年同期より29.3億ドル減少した影響が大きかった模様です。しかし、減少基調が続いた季節調整済みの来訪者数は7月に反発(図10右)。クーデター後の治安状況の改善、6月中旬の夜間外出禁止令の全面解除、平年より降雨量が少なく快適な気候などが背景とみられます。未だに残る戒厳令の下で早期の急回復は期待できないものの、観光シーズンの年末年始にかけて緩やかな来訪者の増加が続けばサービス収支の改善につながるでしょう。一方、インフラ投資に伴う資本財輸入などで貿易収支は今後徐々に悪化するため、経常収支の改善は大きく進まず、今年通年の同収支のGDP比は+2%半ばとなると予想されます。

資本収支に関しては、政治状況の安定化や緩やかな景気回復が証券投資資本の流入を促すと予想されます。しかし、昨年末以降の政治混乱に伴う債券と為替市場における同国資産保有の抑制(アンダーウェイト)は今年5-7月の資本流入でほぼ解消されたとみられます。今後は、パーツを近隣諸国通貨以上に押し上げる原動力は乏しく、同相場の騰落率はアジア通貨平均並みのものとなることが予想されます。(入村)

【図9】6-7月に近隣通貨を上回る上昇を見せたパーツ相場(左)



【図10】足元で改善基調の経常収支(左)、来訪者数も底打ちの兆し(右)





## 【台湾】総合物価が上昇する中、政策金利の据え置きを続ける当局

足もとの輸出の持ち直しなどに伴って、台湾経済は順調に回復し、総合物価も高まっています。一方、インフレ圧力が限定的な中、景気の下支えのために、中央銀行は当面、政策金利をしばらく据え置くと思われます。

### ● 順調に回復する経済

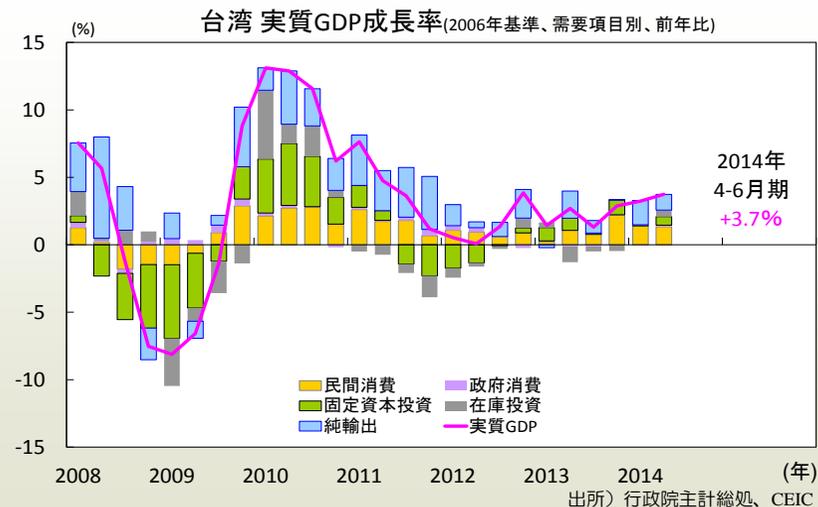
外需の持ち直しなどに支えられ、台湾の実質GDP成長率は4-6月に前年比+3.7%（確定値）と、2012年10-12月期以来の高水準となりました。需要項目を見ると、総輸出は前年比+4.4%と、好調さが維持されたほか、政府消費と固定資本投資はそれぞれ同+3.7%、+1.0%と、1-3月期より伸び率が加速しました。民間消費も1-3月期と同じく、同+2.5%と堅調に推移しています（図1）。また、景気の一致/先行指数も7月にそれぞれ106.3、104.9と、昨年からの回復が続いています。

iPhone6等のスマートフォン部品の輸出好調にけん引され、8月の輸出は281億米ドル（通関ベース、再輸出含む）、前年比+9.6%と、過去2番目の高水準となりました（図2左）。ユーロ圏を含むほぼ全ての輸出先向けは堅調に推移し、日本向けも8月に同+17.8%と、前月の同▲2.0%より大幅なプラスに転じました。輸出品目別では、ハイテク関連の部品のほか、化学材料など幅広い業種で回復が見られます。

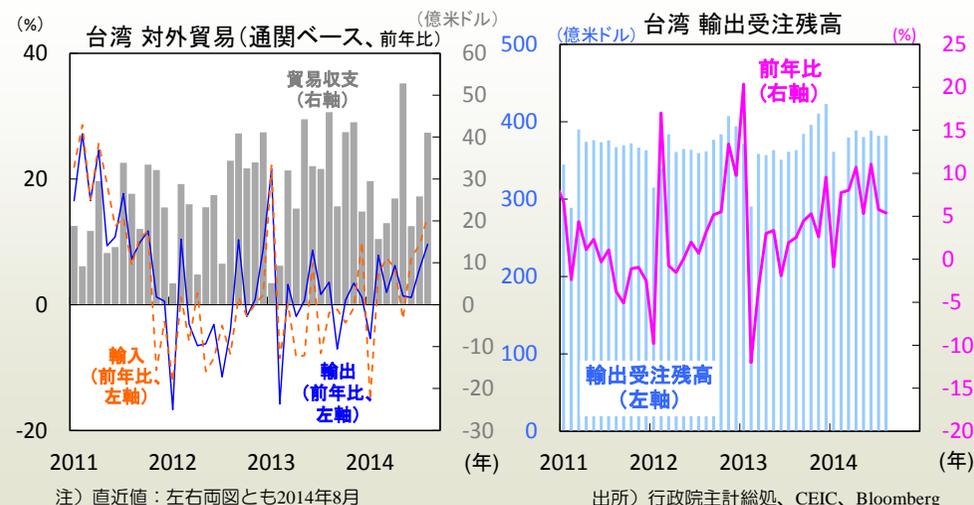
また、輸出受注は通信機器や電子機器を中心に、8月に382億ドルと、前年比+5.2%（7月：同+5.7%、以下、括弧内は7月）と、7か月連続のプラスとなっています（図2右）。地域別では、中国同+3.1%（+9.3%）、米国同+5.3%（+1.5%）、EU同+5.7%（+3.3%）、日本同+7.1%（+2.0%）となっています。2015年前半にかけて、米国を中心とする先進国の安定した需要に支えられ、輸出の回復が見込まれます。

しかし、輸出回復の先行きには懸念も残ります。足もとで最大の貿易相手である中国は景気が緩やかに減速しています。また、これまで当局は輸出拡大のために、環太平洋経済連携協定（TPP）への協議参加を意思表明するなど、他国との自由貿易協定（FTA）の締結を積極的に推進してきました。しかし、中国とのFTAに関しては、一部の住民は中国への過剰な依存や雇用の喪失などを理由に、馬総統が昨年6月に署名した台中間のサービス貿易協定（CATS）に反対しています。同法案の強行採決に反対する大学生らは今年3月に国会議事堂を約3週間占拠し続け、国会審議を妨害する事態に発展しました。一方、中国市場でのライバルでもある韓国は7月3日に、韓中FTAの年内妥結・早期発効を宣言し、同市場への参入に積極的な姿勢を示し

【図1】外需の回復にけん引されて順調に回復する景気



【図2】3月以降、拡大する輸出



た。今後、対中融和政策に関する議論が活発化すると見込まれるものの、今年11月に地方統一選挙を控える現政権は、与党多数の国会の中でもCATSの承認法案を精力的に推進しないでしょう。CATSを巡る判断は2016年初の総選挙後まで先送りされる可能性が高く、当面、輸出拡大の足かせとなると予想されます。

一方、外需の回復などにけん引され、鉱工業生産は8月に前年比+7.0%と、2014年初来の拡大基調が維持されました。半導体受託生産で世界最大手の台湾積体回路製造（TSMC）をはじめ、多くのIT企業が4-6月期に過去最高の増益を達成。企業の活発な採用活動に伴い、8月の失業率は3.9%（季節調整済み、図3）と、5カ月連続で低下しています。また、雇用環境の改善を受け、小売売上高は7月に前年比+5.2%（3カ月移動平均）と、改善が続き、自動車販売台数も8月に同+10.3%と、耐久財の消費が堅調に推移しています（図4）。今後、内外需ともに回復が続くことに伴い、2014年通年のGDP成長率は3%台前半と、昨年の実績値+2.1%を上回る見通しです。

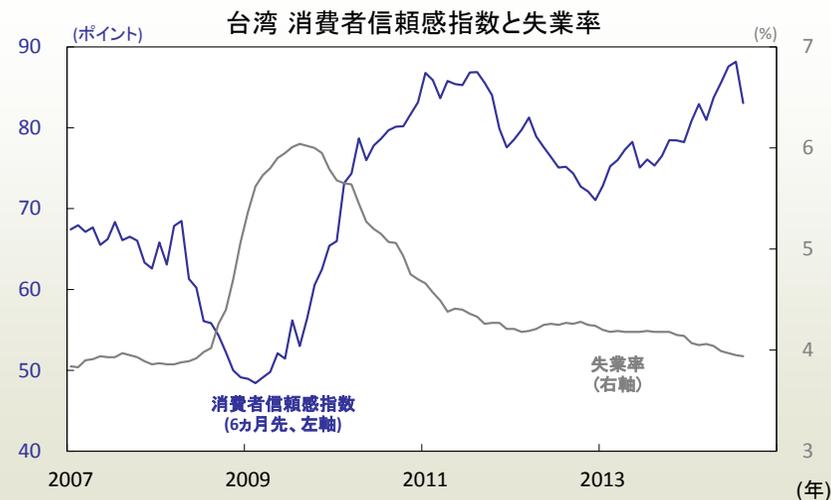
## ● 政策金利を据え置き続ける金融当局

足もとの景気の好転に伴い、総合消費者物価の伸びが上昇し、8月の同物価は前年比+2.1%（7月：同+1.8%）となりました（図5）。天候不順のため、野菜価格が前年比+11.2%（7月：同▲1.5%）と急騰するなど、食料品価格の上昇傾向が続いています。加えて、コア物価（食料品とエネルギーを除く）も同+1.7%（7月：同+1.6%）と、2カ月連続の上昇となりました。一方、9月上旬に台湾の主要メーカーが安価な廃油などを正規品と混ぜた食用油を不正販売していたことが発覚しました。今後、問題の是正に伴って、外食産業を含むサービス価格の上昇が見込まれ、民間需要が回復するなか、総合物価の更なる上昇につながる可能性が高そうです。そのため、2014年通年では総合物価が2%台半ばまで上昇していくと思われます。

中央銀行（CBC）は2011年央にかけて5回にわたり、政策金利である公定歩合を史上最低の1.25%から1.875%に引き上げた後、世界景気の減速などを理由に、2011年9月以降の13国会連続で、同金利を据え置き、景気を支えようとしています。今後、景気の急減速に伴う政策金利の引き下げの可能性は低く、インフレ圧力が緩やかに上昇するなか、CBCは景気浮揚を念頭にしばらく同金利を据え置く見通しです。

9月以降、米国の早期利上げの観測が浮上し、新興国通貨の買い持ちを解消する動きが出るなか、台湾ドルの対米ドル直物相場は年央に比べて、約1.1%の下落となり、足もとの1米ドル=30.3台湾ドル付近で軟調に推移しています（図6、7）。しかし、今後、恒常的な国際収支黒字などに支えられ、同通貨は底堅く推移していく見通しです（図8）。もっとも通貨高圧力が高まる局面では、当局はドル買い介入による上昇ペースの抑制を行う可能性もあるでしょう。（洪）

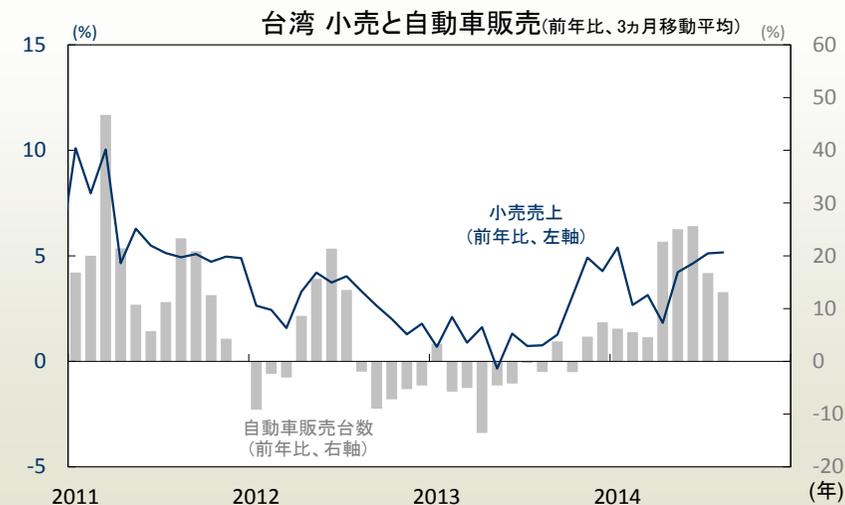
【図3】4%以下に低下する失業率



注）直近値：2014年8月

出所）行政院主計総処、CEIC

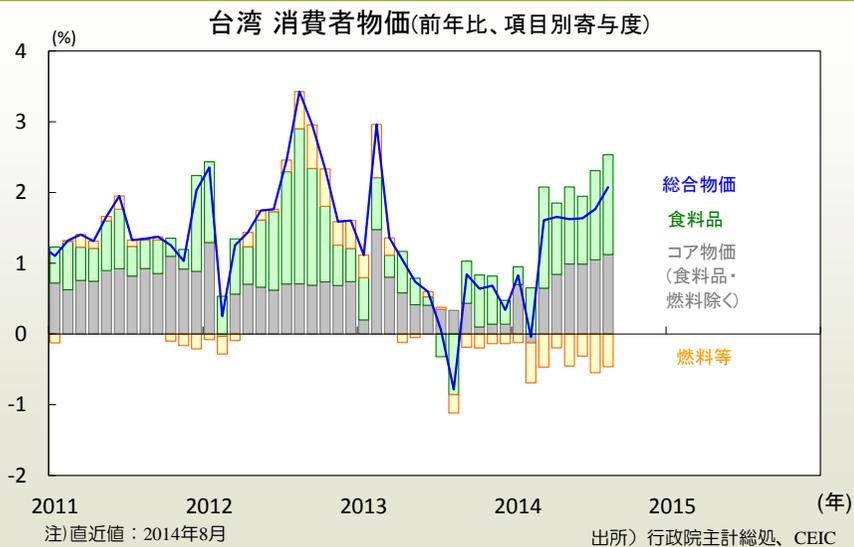
【図4】3月以降、急速に回復した民間消費



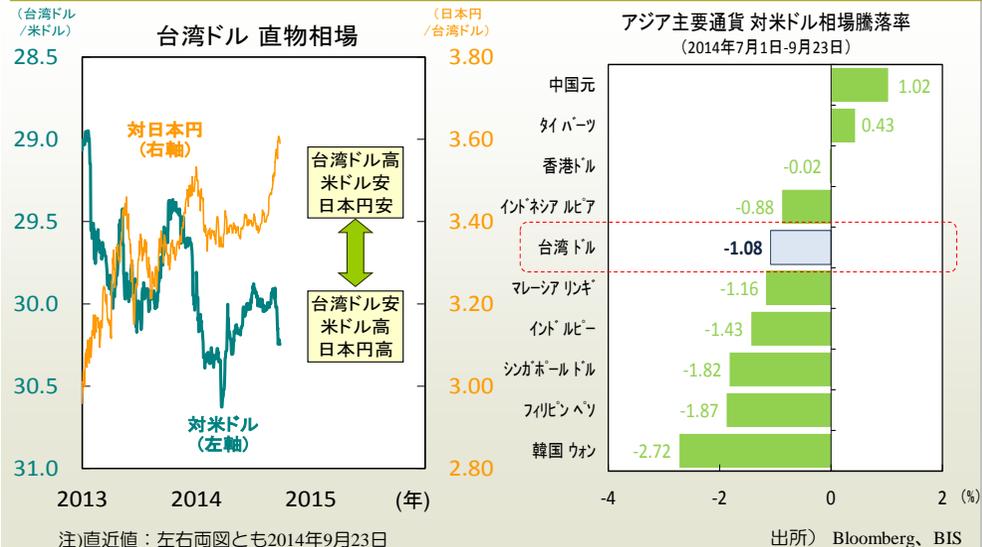
注）直近値：2014年8月

出所）行政院主計総処、CEIC

【図5】伸び続ける総合物価



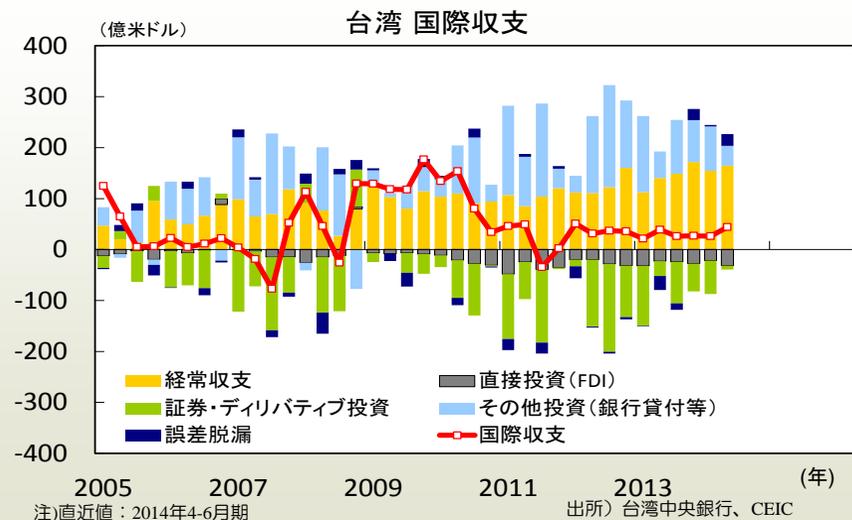
【図6】9月以降、再び対米ドル安に転じる台湾ドル



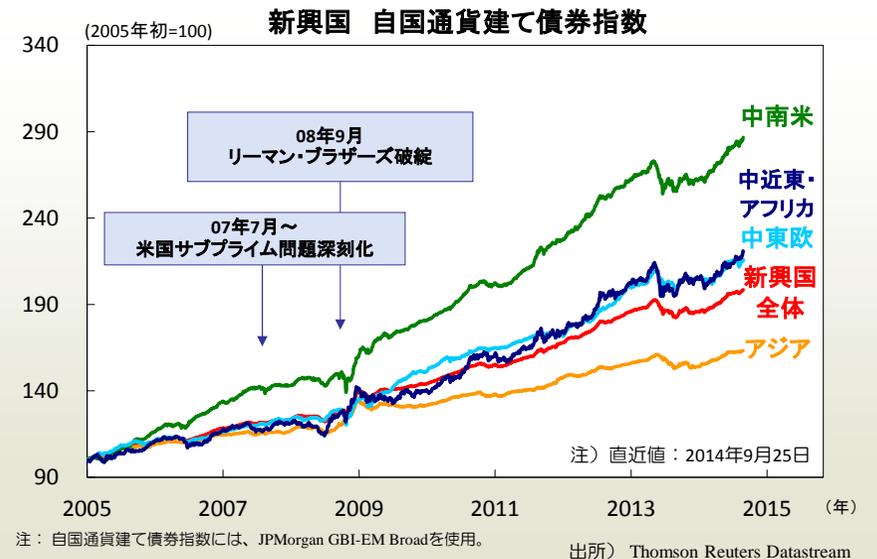
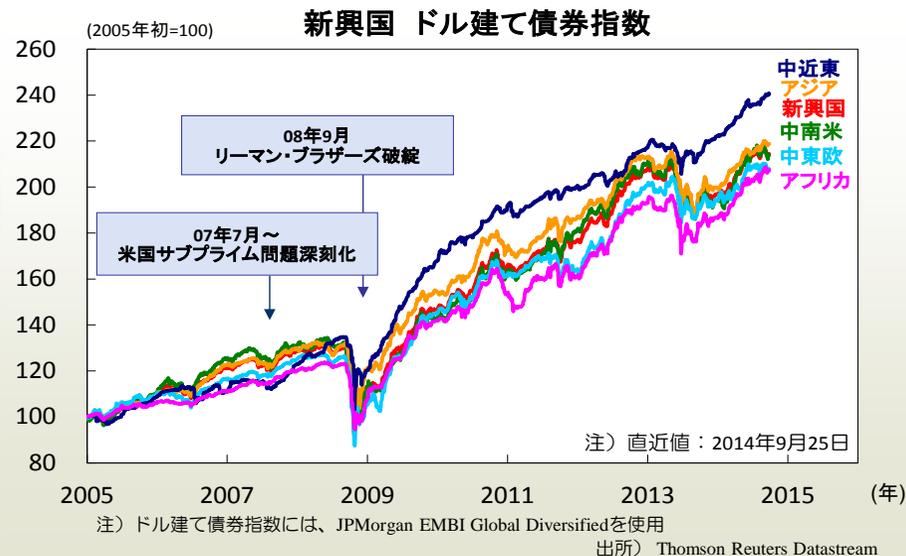
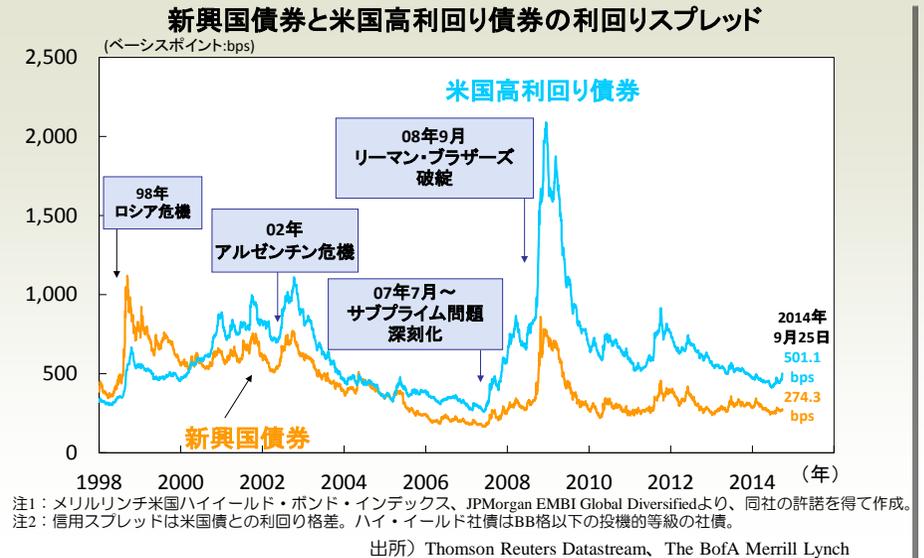
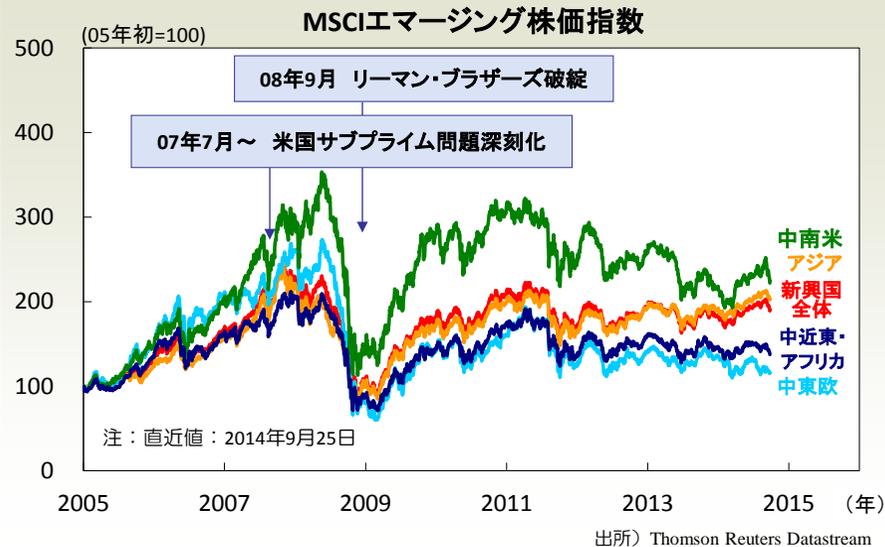
【図7】海外勢の動向に連動しやすい株式相場



【図8】経常黒字などに支えられる国際収支構造

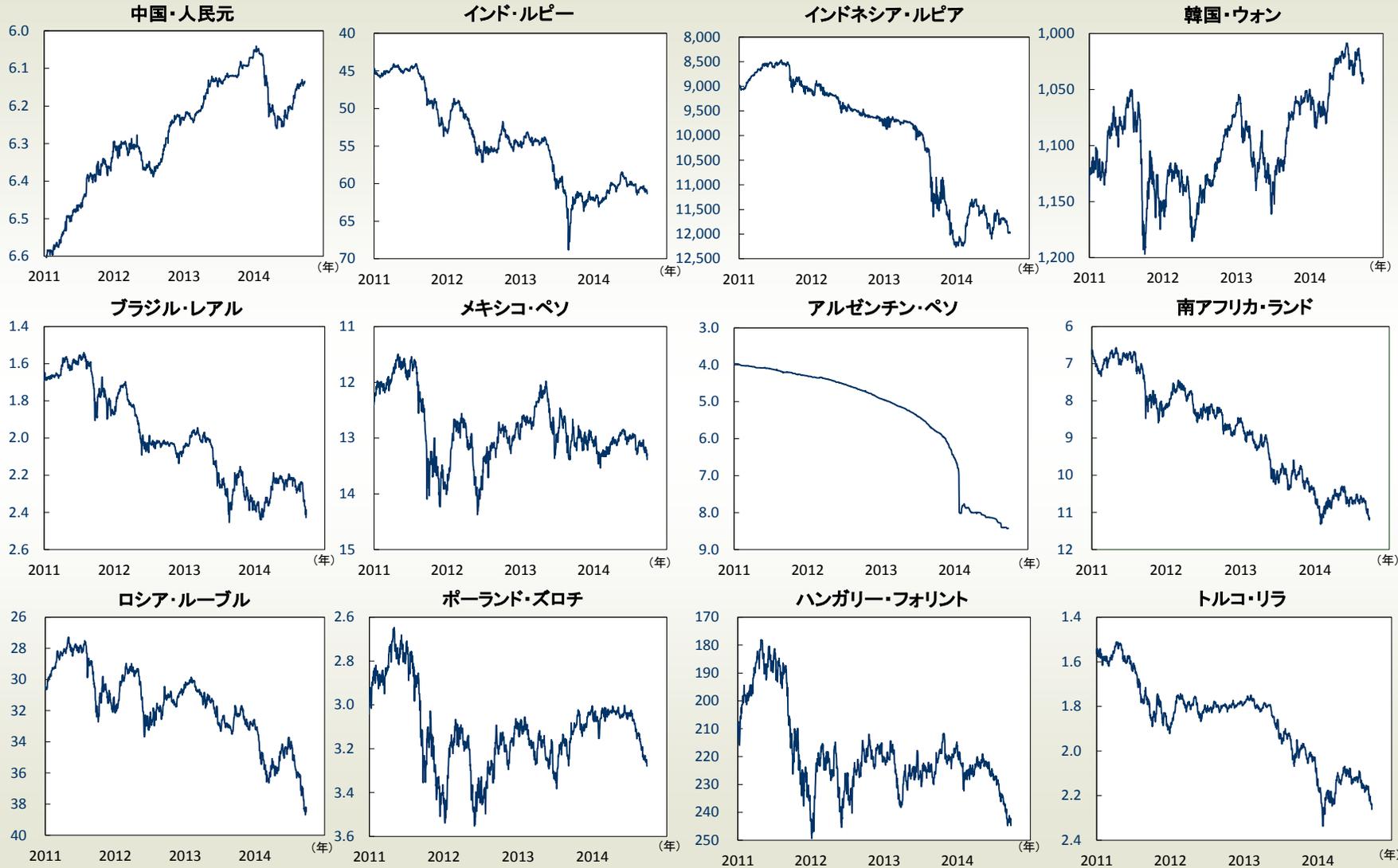


# 【エマージング・マーケット・ウォッチ】①新興国の債券・株・金利スプレッド



【エマージング・マーケット・ウォッチ】②主要新興国通貨の対ドル相場：過去3年間

(自国通貨/1米ドル)



自国通貨高  
米ドル安



自国通貨安  
米ドル高

自国通貨高  
米ドル安



自国通貨安  
米ドル高

自国通貨高  
米ドル安



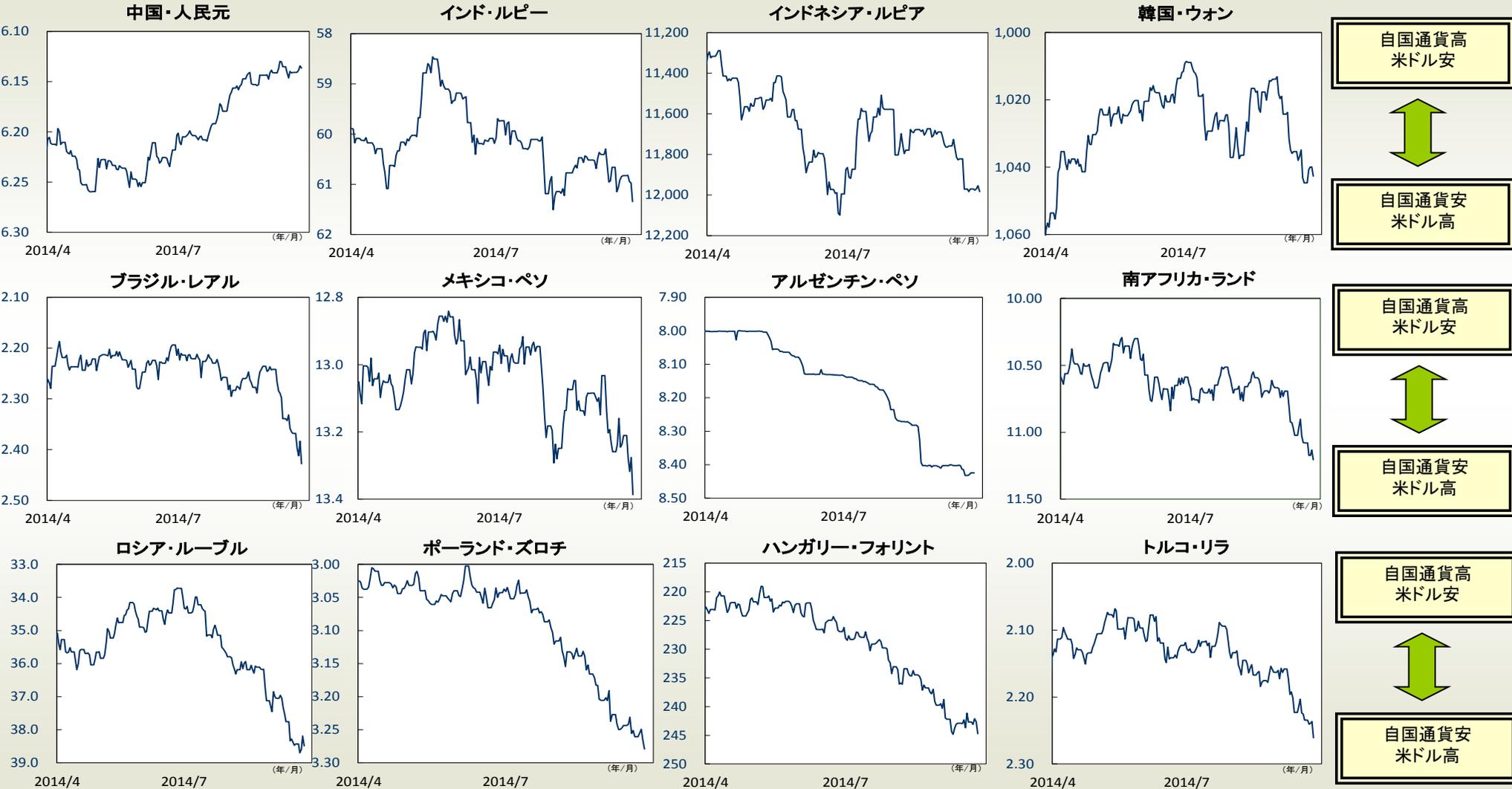
自国通貨安  
米ドル高

注) 直近値は2014年9月25日

出所) Bloomberg

【エマーシング・マーケット・ウォッチ】③主要新興国通貨の対ドル相場：過去6か月間

(自国通貨/1米ドル)



注) 直近値は2014年9月25日

出所) Bloomberg

### 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を目的として、国際投信投資顧問が作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。なお、以下の点にもご留意ください。

- 本資料中のグラフ・数値等はあくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。
- 本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。（作成基準日：2014年9月26日）
- 本資料は信頼できると判断した情報等をもとに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。
- 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国際投信投資顧問投資情報部の見解です。また、国際投信投資顧問が設定・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エマージング（出所：MSCI）：ここに掲載される全ての情報は、信頼の置ける情報源から得たものでありますが、その確実性及び完結性をMSCIは何ら保証するものではありません。またその著作権はMSCIに帰属しており、その許諾なしにコピーを含め電子的、機械的な一切の手段その他あらゆる形態を用い、またはあらゆる情報保存、検索システムを用いて出版物、資料、データ等の全部または一部を複製・頒布・使用等することは禁じられています。

J.P. MORGAN EMBI GLOBAL DIVERSIFIEDについて：情報は、信頼性があると信じられる情報源から取得したのですが、J.P. Morganはその完全性・正確性を保証するものではありません。本指数は許諾を受けて使用しています。J.P. Morganからの書面による事前承認なしに本指数を複製・使用・頒布することは認められていません。Copyright 2014, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.。