

【タイ】景気低迷下のパーツ高は持続可能か～市場の予想外の利下げの背景を探る 1ページ

【アジア・マーケット・ウォッチ】 7ページ

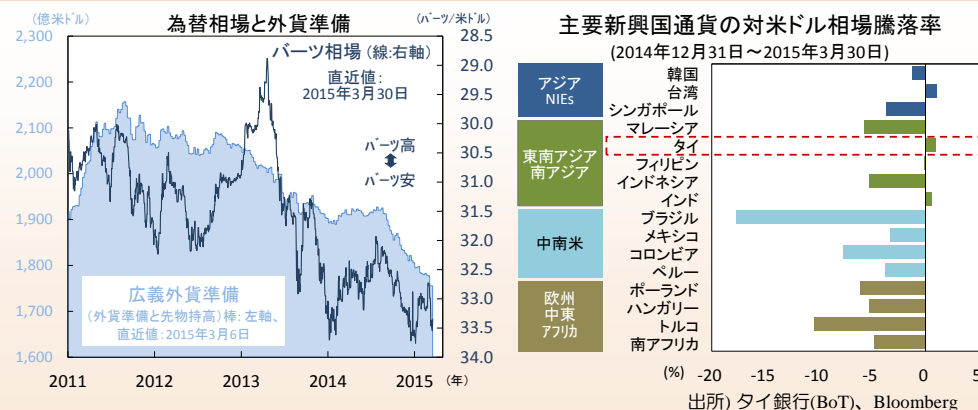
【タイ】景気低迷下のパーツ高は持続可能か～市場の予想外の利下げの背景を探る*

● 米ドル高基調の下でも底堅さの目立つパーツ相場

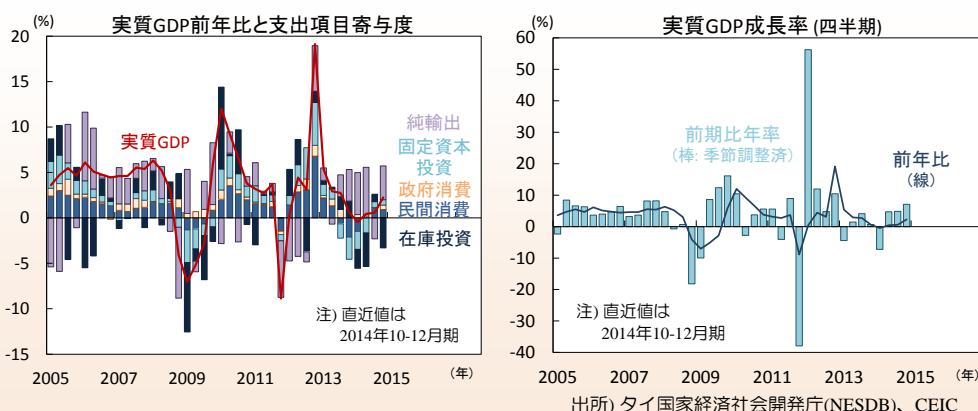
タイ・パーツ相場の堅調さが目立ちます。同相場は、年初より3月30日にかけて対米ドル(以下「ドル」)で1.0%上昇(図1)。米国による年内の利上げ開始の可能性が意識され、ドル高基調が続く中でも、その底堅さが目立ちました。一方、同国では景気の回復が遅れており、主要貿易相手国の景気減速の影響から輸出の伸びも不振です。タイ銀行(BoT)は、3月11日に市場の予想外の利下げを行い、景気下支えを図っています。本稿では、国内景気や輸出が低迷する中でのパーツ高は今後も持続するのかについて考察します。まず、足元の景気物価動向につき概観し、内需の回復が遅れている背景について記述(1-3頁)。次に、貿易収支と経常収支の動向について分析し(3-4頁)、足元で進む両収支の改善の背景を探ります。さらに、市場の予想外の利下げの背景を探り、市場参加者の一部の間で浮上した「パーツ高を懸念する政府の圧力の下で行われた利下げ」という観測の妥当性を検証します(4-5頁)。最後に、景気低迷下のパーツ高が今後も持続し得るのかについて考察します(5頁)。

同国では、10-12月期の経済成長率が市場予想以上に反発したものの、民間消費の伸びが鈍化するなど、今後の回復の持続性には疑問が残ります。同期の実質GDPは前年比+2.3%と前期の+0.6%より反発し、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+2.0%を超過。季節調整済みの前期比年率は+7.1%と前期の+4.8%より加速しました(図1右)。民間消費は前年比+1.9%と前期の+2.2%より鈍化し、前期比年率は▲2.3%と反落。耐久財消費が低迷しました。高い家計債務の水準(図3左)と低い家計向け融資の伸び、米や天然ゴムなど農産物価格の低迷による農業所得の落込み(図3右)が消費を下押ししました。燃料価格の低下に伴う購買力の改善も生じたものの、一部の非耐久財消費を小幅に押し上げるに留まったとみられます。政府消費は前年比+5.5%と前期の+0.4%より反発。前年度(～2014年9月)の繰越予算777億パーツの執行などによります。

【図1】米ドル高基調の中、他の新興国通貨に比べ底堅いパーツ相場(右)



【図2】景気は回復しつつあるも、民間消費などの勢いは弱い(左)



● 民間投資が緩やかに回復するも公的投資は低迷

10-12月期の実質固定資本投資は+3.2%と前期の+2.9%よりやや改善。前年同期の急落からの反動(前年低ベース効果)に支えられた面も大きいとみられます。民間投資が同+4.1%と緩やかに加速、バンコクと近郊を中心に住宅や商業施設の建設投資が伸びた影響です。一方、公的投資は▲0.3%と6期連続のマイナスとなりました。公的部門の建設投資は加速したものの設備投資が減速、国有企業による投資の鈍化の影響です。在庫投資の寄与度は▲3.3%ポイントと前期の+0.8%ポイントより悪化しました。

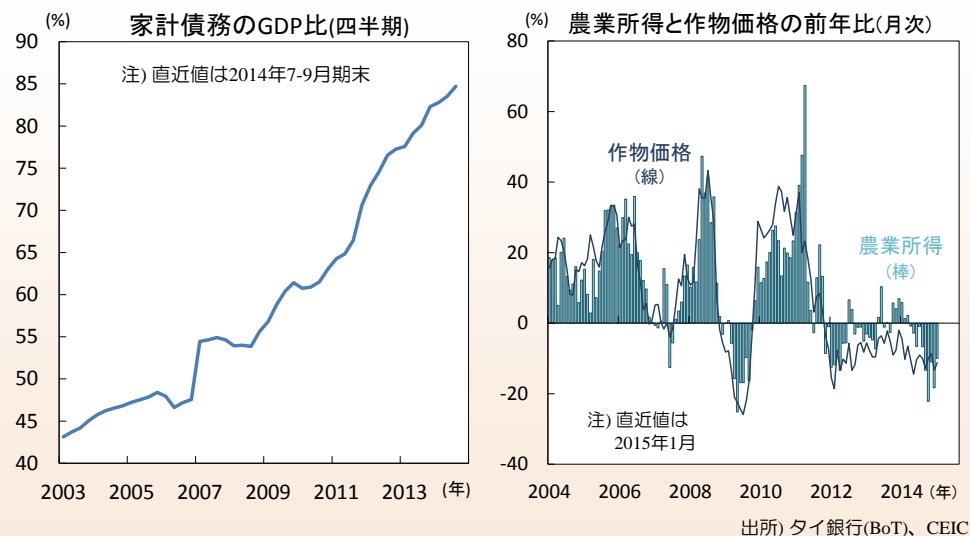
外需では、総輸出が同+4.9%と前期の▲3.8%より反発し4期ぶりのプラスに。財輸出が同+2.8%と前期の▲1.4%より緩やかに回復した影響です。電子・電器、自動車、砂糖、米、海産物等が伸びをけん引しました。サービス輸出も同+11.4%と前期の▲11.7%より急回復。一昨年末より低迷していた海外からの来訪者数が、治安状況の改善などを背景に回復していることが背景で(図4左)、中国等アジアからの来訪者数の増加が顕著です。総輸入は同▲0.3%と前期の▲1.1%よりマイナス幅が縮小。資本財や原油の輸入が低迷したものの、電子部品等の中間財や消費財の輸入が回復しました。この結果、純輸出の寄与度は同+3.7%ポイントと前期の▲2.3%ポイントから反転しました。

● 回復しつつも勢いに欠ける10-12月期の製造業生産

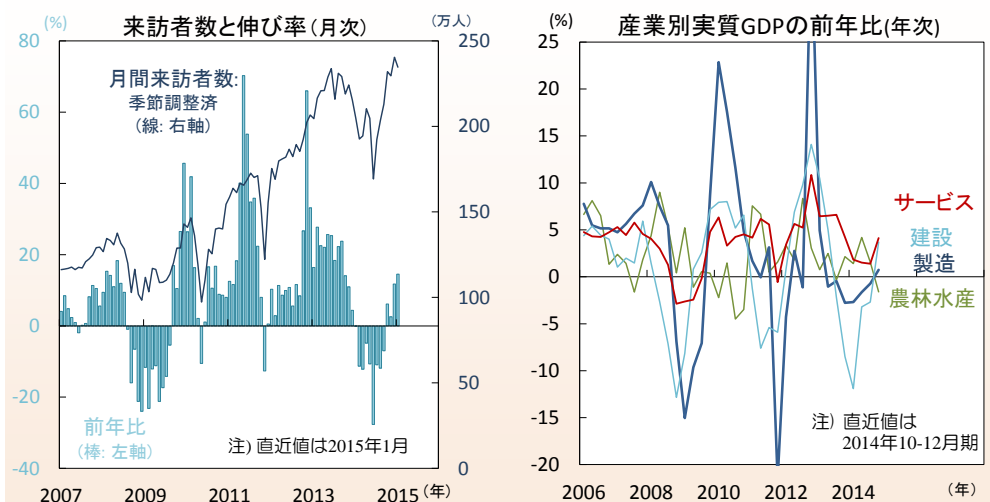
生産側では、農林漁業が前年比▲1.6%と前期の+1.6%から反落(図4右)。エビの早死症候群(EMS)拡散の収束に伴って漁業が回復し、米、キャッサバ、サトウキビ等の生産も堅調だったものの、南部の大雨や北部と東部の水不足などを受けてパーム油、天然ゴム、パイナップルの生産が落込みました。鉱業は同+0.8%と前期の▲0.8%より反発。天然ガスの増産によります。製造業は+0.7%と前期の▲0.7%より反転。輸出の回復に伴って、衣服、電子機器、石油化学等が伸びました。建設業は+3.7%と前期の▲2.7%より反発。民間建設投資の伸びが背景です。サービス部門は同+4.1%と前期の+1.4%より加速。来訪者数の増加を受けホテル・レストランが+3.6%と前期の▲4.6%より反転、政府消費の回復で、公共サービス等が+8.1%と前期の+1.1%より急伸びしました。

10-12月期の実質GDPは市場予想以上の伸びとなったものの、1月以降の月次の景気指標には弱さが目立ちます。1月の製造業生産は前年比▲1.3%と前期の▲0.1%よりマイナス幅が拡大、マイナスは22ヵ月連続です(図5左)。11-12月に伸びた輸出の前年比も1月より反落し、製造業生産を押し下げました。自動車生産の伸びが同+0.1%と18ヵ月ぶりにプラスに転じたものの、電子・電器等の輸出部門の生産が落ち込みました。

【図3】農産物価格の低迷に伴って落ち込む農業所得の伸び(右)



【図4】治安状況の安定化などを受けて来訪者数が回復(左)



● 民間消費の回復が遅れ、2015年の景気回復は緩慢か

1月の民間消費は前月比+0.2%と前月の▲0.2%より反転しつつ低い伸びに留まりました(図5右)。耐久財消費の落ち込みが緩和したものの、非耐久財と準耐久財の伸びが鈍化した影響です。1月の民間投資は前月比0.0%と前月と変わらず(図6左)、前年比は▲0.2%と前月の0.0%よりやや悪化しました。建設許可面積が拡大した一方、建材購入や資本財輸入が鈍化しました。

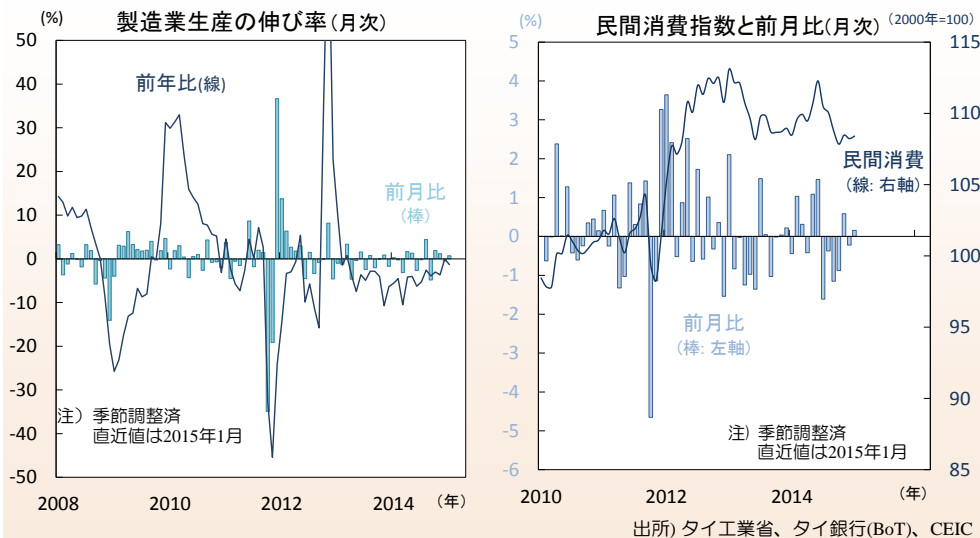
今後も、高い家計債務水準と低い消費者信頼感、米や天然ゴム価格の低迷に伴う農業所得の不振などが重石となり、家計消費の回復は緩慢なものに留まるでしょう。政府支出は伸び始めたものの、政府が汚職抑制のため執行手続きを厳格化する中、急速な伸びは期待できません。民間部門の設備投資は、政治状況の安定化に伴う企業部門の信頼感の改善や投資委員会(BoI)による投資認可の再開などに伴って回復が見込まれるものの、外需の回復速度の緩さと設備稼働率の低さが重石となる見通しです。外需では、貿易相手国の景気回復の遅れから財輸出の伸びが引き続き伸び悩む一方で、来訪者数の増加がサービス輸出の伸びを支える見通しです。今年通年の成長率は、昨年の+0.7%の低成長からの反動が生じるにもかかわらず、+3%台後半に留まる見通しです。

● 燃料価格低下などで総合消費者物価の伸びがマイナスに

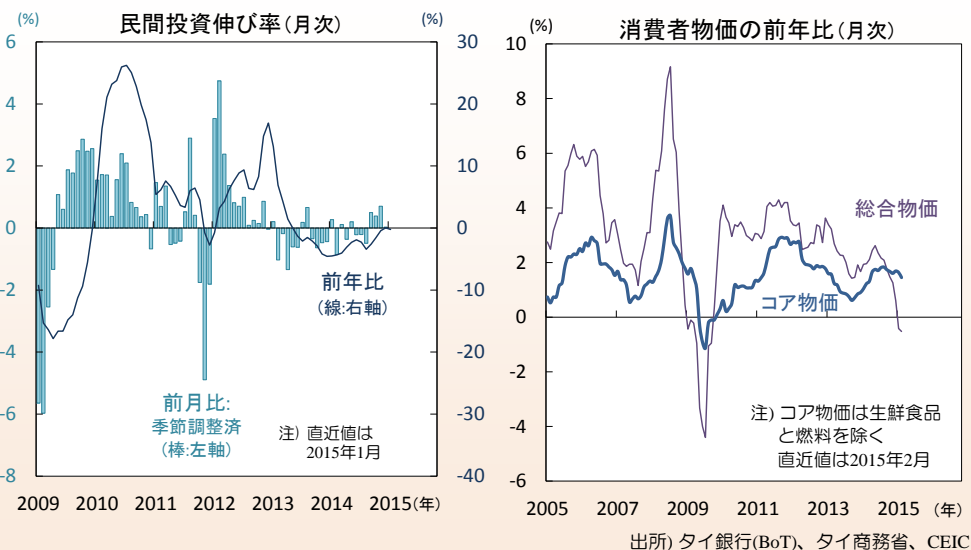
内需の弱さや国際燃料物価の低迷などを背景に、消費者物価は低下しています。3月2日公表の2月の総合消費者物価は前年比▲0.5%と前月の▲0.4%に続くマイナスの伸びとなりました(図6右)。食品物価が同+1.7%と前月の+2.3%より低下(図7左)、燃料物価も同▲12.9%と前月の▲13.9%に次ぐ大幅なマイナスとなり、総合物価を押下げました。米、肉、卵・乳製品、野菜など幅広い食品の価格が前月より下落し、食品物価の上昇を抑えています。燃料と生鮮食品を除くコア物価は、同+1.4%と前月の+1.6%より鈍化。内需が勢いを欠く中で、需要側からの物価上昇圧力は弱い模様です。

国内景気が勢いを欠く中、貿易収支と経常収支は改善を続けています。10-12月期の経常黒字は98億ドルと(図7右)、GDP比10.4%に相当。2014年通年では同3.8%と前年の▲0.6%より大きく反転しました。輸入の落ち込みに伴って、国際収支ベースの貿易黒字が拡大していること、海外からの来訪者数の増加に伴って、サービス収支の黒字が拡大していることが背景です。1月の来訪者数(季節調整前)は265万人と前年比+14.5%増加(図4左)。一昨年末の政治混乱と昨年5月のクーデターなどに伴って減少した来訪者は、その後の治安状況の改善や夜間外出禁止令の解除などに伴って回復しています。

【図5】低迷する製造業生産(左)と民間消費(右)



【図6】2ヵ月連続でマイナスとなった総合消費者物価の伸び(右)



● 燃料価格と内需の低迷によって押し上げられる貿易黒字

2月の通関統計では貿易収支が+3.9億ドルと、前月の▲4.6億ドルより反転。輸出が前年比▲6.1%と前月の▲3.5%よりマイナス幅が拡大する一方、輸入は同+1.5%と前月の▲13.3%より反転しました(図8左)。輸入を本船渡し価格(fob)で計上する国際収支統計の貿易収支では、1月の+14億ドルまで12ヵ月連続の黒字です。2月の燃料輸入は前年比▲36.3%と5ヵ月連続でマイナス2桁台の伸びとなり、総輸入の伸びを7.7%ポイント押し下げ。国際燃料価格の低迷が背景です。消費財の輸入が前年比+31.6%と大きく伸びた一方、国内投資の低迷を背景に資本財は同+3.9%と低い伸びに留まりました。輸出では、電子・電器、自動車、鉄鋼・建材などがプラスの伸びとなった一方、ゴム、石油、プラスチックなど一次産品関連輸出が落込み、総輸出額を下押ししました。輸出先別では米国向けが同+5.4%とプラスの伸びを保つも、中国、日本、東南アジア、欧州向けがそれぞれ▲15.1%、▲11.7%、▲8.4%、▲4.6%とマイナスの伸びになりました。

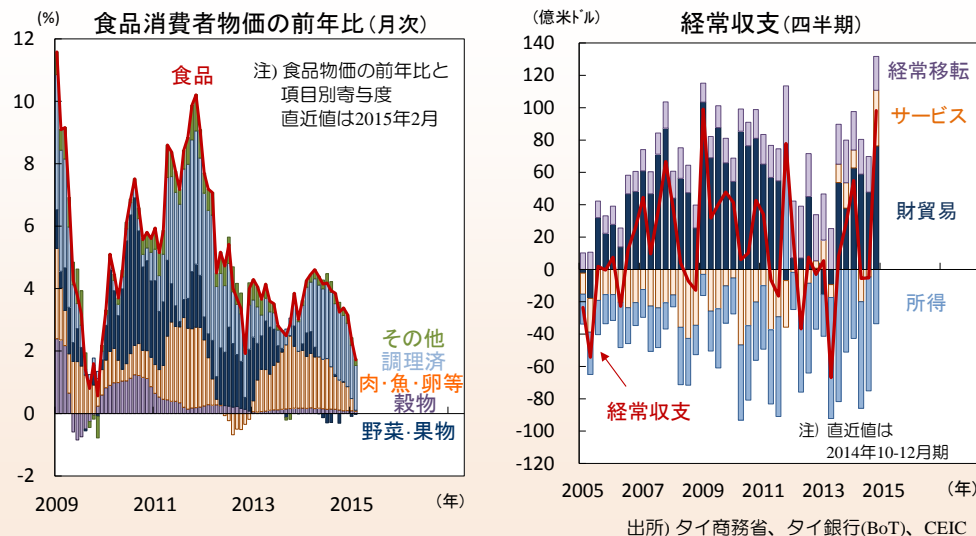
同国の燃料純輸入額は2014年にGDP比9.6%に相当(図8右)。国際燃料価格の低迷に伴う貿易収支改善効果は極めて大きいとみられます。内需の低迷を背景に輸入の伸びも鈍化する中、今年の経常収支のGDP比は+5%台半ばと昨年の+3.8%を上回る見通しです。

● 3月11日、市場の予想外の利下げに踏み切った中央銀行

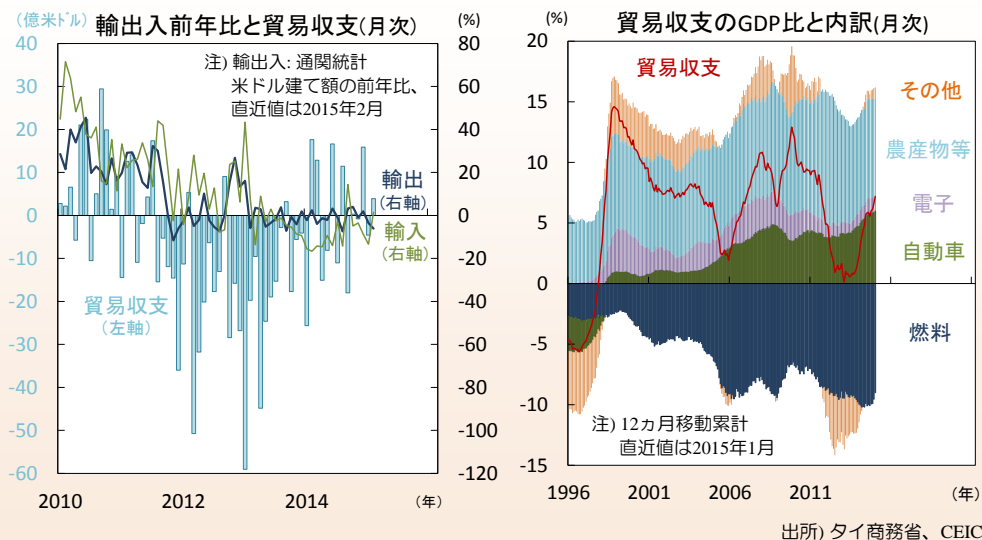
景気が勢いを欠き、消費者物価が落ち込む中、タイ銀行(BoT)は利下げに踏み切りました。3月11日、タイ銀行(BoT)は政策会合で政策金利を2%から1.75%に引下げ(図9左)。利下げは、昨年3月以来1年ぶりです。Bloomberg集計ではエコノミスト22人中16人が政策金利の据置きを予想しており、市場の予想外の利下げでした。

BoTの声明は、信頼感の弱さ等を背景に民間部門の消費と投資は勢いを欠いており、今後の景気の回復は、当初予想していたより遅いものとなろうと記述。BoTは3月20日公表の金融政策報告書で2015年の成長率予想を従来の+4.0%から+3.8%に下方修正しており、民間消費が低迷する中で景気見通しにより慎重になっている模様です。BoTの声明は、輸出に関しても、中国など主要な貿易相手国の景気減速に伴って下ブレ・リスクが高まっていると指摘しました。財政刺激策の実行には時間がかかり、総合消費者物価の伸びもしばらく低位に留まると見込まれる中、追加的な金融緩和によって景気回復を支え、民間部門の信頼感を改善させるべきと、利下げの理由を説明しました。今回の決定は、4対3という僅かな差によるもの。前2会合では、2対5で金利据置きが決まっており、今回、委員2名が利下げ支持に回ったものと思われる。

【図7】燃料輸入価格低下や来訪者数回復などに伴って経常黒字が拡大(右)



【図8】2014年時点でGDPの9.6%に相当する燃料の純輸入額(右)



● 「パーツ高抑制のための利下げ」説は妥当なのか

3月の政策会合で、利下げ提案に対して反対票を投じた3委員は、金利水準は既に景気回復を支えるに十分なほど低いと主張。(追加利下げという)政策余地は、より必要性が高い時や利下げの波及が効果的になった時のために温存すべきと、今回の利下げに反対しました。また、声明は、長期に渡る低金利は高金利資産への投資を促すため潜在的なリスクを注視する必要があるとも記述。高水準の家計債務など懸念する利下げ反対派の考えを反映したものとみられます。

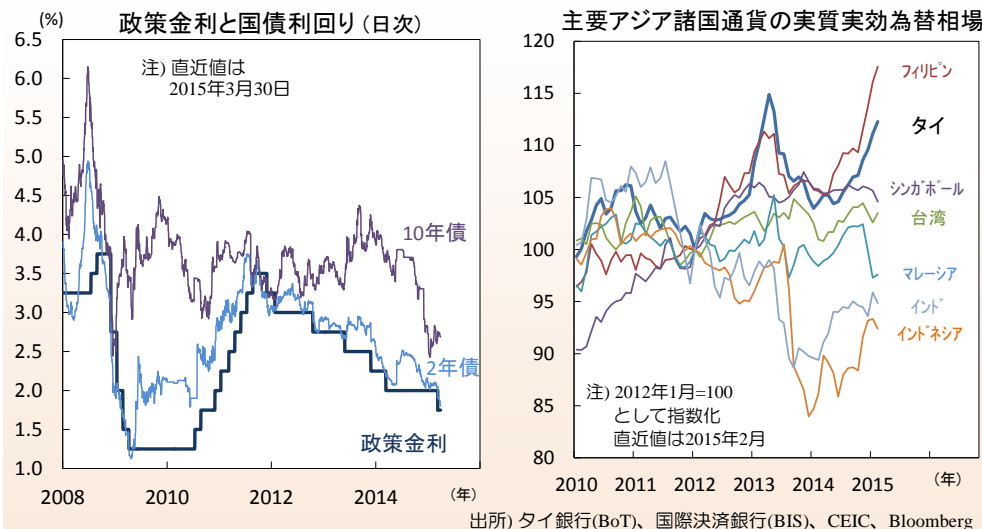
今回の利下げの直後、一部の市場参加者の間では、利下げはパーツ相場抑制も意図したものではないかとの観測も浮上しました。簡潔な声明には為替相場に関する記述が見られないため、3月25日公表の同会合の議事録が注目されました。しかし、同議事録には、パーツ高への懸念は殆ど見られず。パーツは米ドルにも他の貿易相手国通貨に対しても上昇したとしつつ、相場上昇は主に経常黒字や直接投資などの「基礎的な流入」によるものであり、証券投資はほぼ均衡していたと指摘していました。前会合の議事録で議論されていた欧州中銀(ECB)等による金融緩和がタイへの資本流入を促すのではないかとこの点に関しては、「資本流入は目立ったものではなかった」とされました。

● 今後も当面、底堅い動きが予想されるパーツ相場

パーツの実質実効相場(REER)は、近隣諸国通貨の多くを上回って上昇(図9右)。国内では、輸出業者を中心にパーツ高を懸念する声が高まっています。金融市場の一部では、パーツ高を抑制したい政府の意向を受けた政策委員4名が、BoT幹部3名(総裁1名と副総裁2名)の反対を押切って利下げを強行したとの観測も浮上。しかし、今回の議事録公表によって、利下げは主に景気下支えを意図したものであったことが明らかになりました。今回の決定は、政策委員の見解が二分される中での際どいものであり、今後の追加利下げは更なる予想外の景気下ブレの兆候がない限り難しいでしょう。BoTは今後も年末まで政策金利を据置く可能性が高いと考えられます。

前述のとおり、国際燃料価格の低下、弱い内需、来訪者数の増加等を背景に同国の経常黒字は今後も拡大する見込みです。また、総合消費者物価の伸びがマイナスに転じる中、利下げ後も同国の実質政策金利はプラスの水準を維持しています。一昨年末以降の政治混乱もあり、海外投資家による証券投資残高も相対的に小さい中(図10)、米国の利上げ開始に伴って金融市場が動揺しても影響は限定的でしょう。パーツは、今後も当面、他の新興国通貨に比べ安定的に推移すると予想されます。(入村)

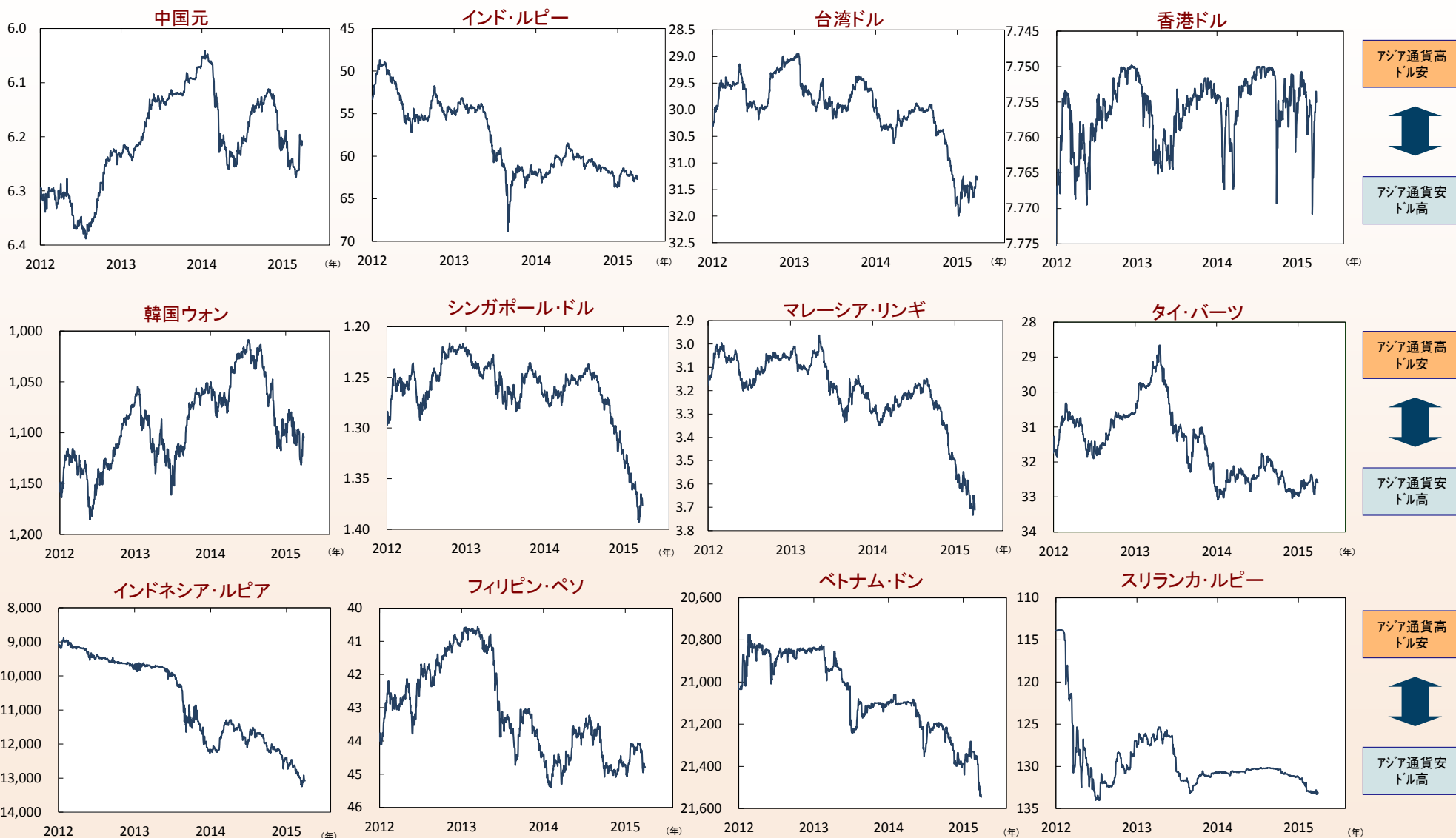
【図9】3月の政策会合で市場の予想外の利下げを決定(左)



【図10】海外投資家による証券投資残高は、比較的低位



【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



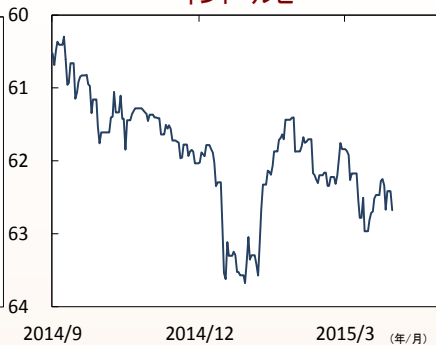
注) 単位は、アジア通貨/米ドル(1米ドル=アジア通貨)、直近値は、2015年3月30日、出所：Bloomberg

【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

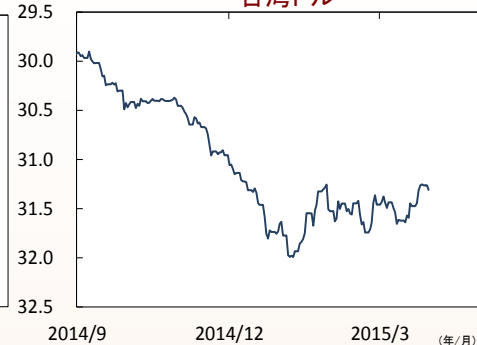
中国元



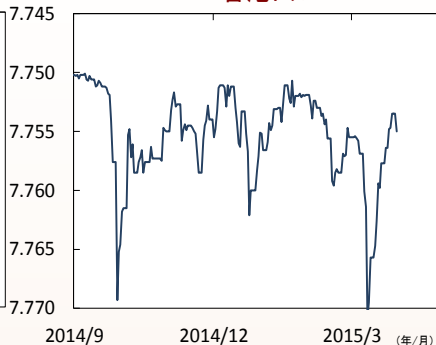
インド・ルピー



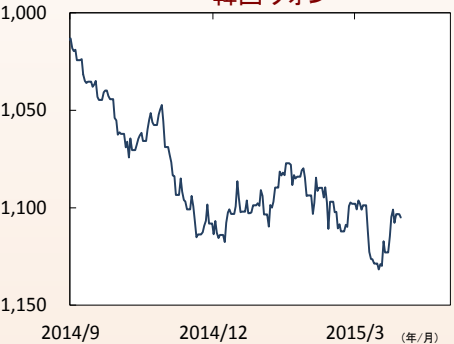
台湾ドル



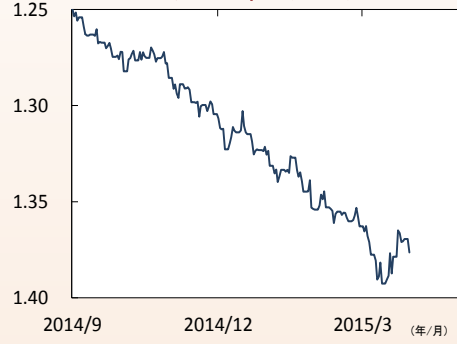
香港ドル

アジア通貨高
ドル安アジア通貨安
ドル高

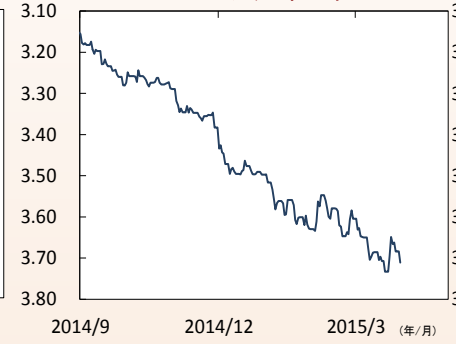
韓国ウォン



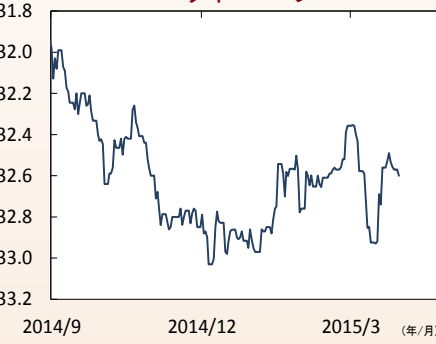
シンガポール・ドル



マレーシア・リンギ



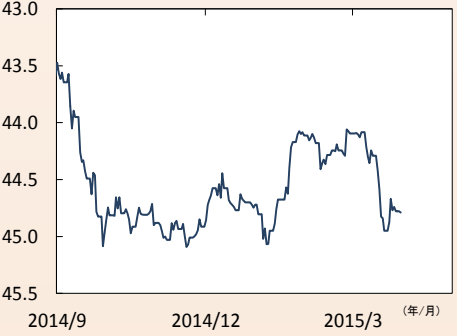
タイ・バーツ

アジア通貨高
ドル安アジア通貨安
ドル高

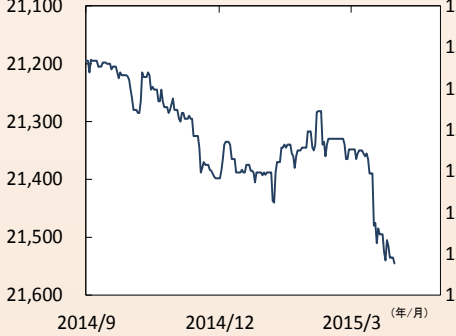
インドネシア・ルピア



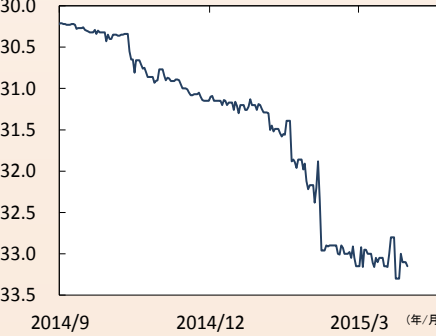
フィリピン・ペソ



ベトナム・ドン



スリランカ・ルピー

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、2015年3月30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・数値等はい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：2015年3月31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経済調査部の見解です。
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。