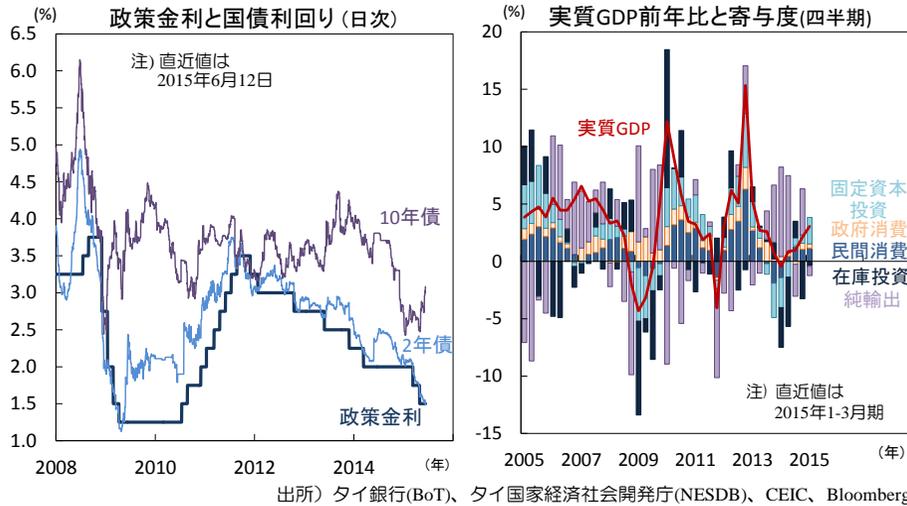


タイ：パーツ相場の下落局面は終わったのか～利下げ休止の背景を読み解く

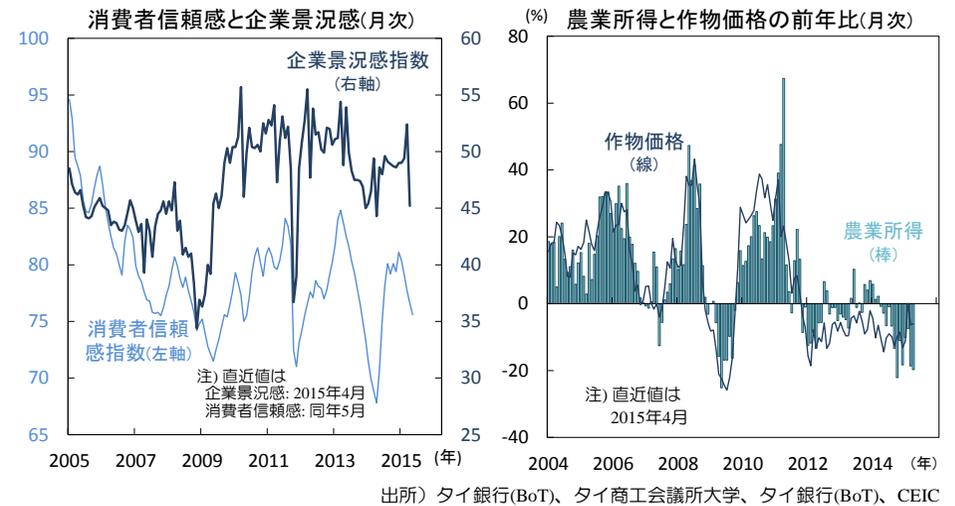
【図1】3-4月の連続利下げを経て、先週10日に利下げを休止(左)



先週10日、タイ銀行(BoT)は政策金利を1.5%で据置き。3月と4月の連続利下げ(2%→1.75%→1.5%)を経て、ひとまず利下げを休止しました(図1左)。Bloomberg集計ではエコノミスト21人中20人が据置きを予想、ほぼ市場予想通りの決定でした。

3月以降2回の利下げを促したのは景気と物価の低迷でした。1-3月期の実質GDPは前年比+3.0%と前期の+2.1%より加速(図1右)。しかし、同伸び率は、クォーター直前の政治混乱の中で景気が急減速した前年同期からの反動で上げられた面が強く、季節調整済みの前期比年率は+1.4%と前期の+4.6%から鈍化するなど足元の回復の勢いは鈍化している模様です。需要側では公的建設投資や来訪者増加に伴うサービス輸出、生産側ではこれを受けて建設、ホテル・レストランなどが加速したものの、財輸出の低迷が成長率を抑えました。民間消費は前年比+2.4%と前期の+2.1%より加速。インフレ率の低下や金融機関による個人ローン貸付基準の緩和などによる家計の購買力の上昇によるとみられます。政府消費は同+2.5%と前期の+3.6%より鈍化しました。

【図2】低迷する消費者信頼感と企業景況感(左)



1-3月期の実質固定資本投資は+10.7%と前期の+3.2%より急加速。民間投資が建設と設備ともやや鈍化したものの、公的建設投資が同+44.2%と前期の+6.5%より急伸びしました。外需では、総輸出が同+1.0%と前期の+4.5%から鈍化しました。来訪者数増加を受けてサービス輸出が加速したものの、財輸出の伸びが反落。中国、日本、欧州の需要の低迷に伴って、農産物や各種工業製品など幅広い品目の伸びが鈍化しました。総輸入は同+2.3%と前期の▲0.7%から反発。財輸入の伸びが反転した影響です。この結果、純輸出の寄与度は▲0.8%ポイントと前期の+4.0%ポイントより反落しました。

生産側では、農林漁業が同▲4.8%と前期の▲3.2%より落込み幅が拡大。昨年末以降の干ばつの影響で、米、天然ゴム、トウモロコシ、パイナップル、油やしなどの生産が落込みました。鉱業は同▲1.1%と前期の▲1.9%より落込み幅が縮小。石油ガス生産の回復によります。製造業は同+2.3%と前期の+1.4%より加速。輸出の鈍化を受けて繊維・衣服等の軽工業が鈍化したものの、化学、電子、自動車・部品などが加速しました。

● 4月以降も勢いに欠ける主要景気指標

1-3月期の建設業の生産は同+25.4%と前期の+1.3%より急伸。公的建設投資の急加速によります。サービス部門は同+4.8%と前期の+4.2%より加速。来訪者増加でホテル・レストランが同+13.5%と前期の+3.3%より急伸、運輸・倉庫・通信も運輸中心に加速しました。また、民間消費の回復を受けて、卸売・小売も緩やかに加速しました。

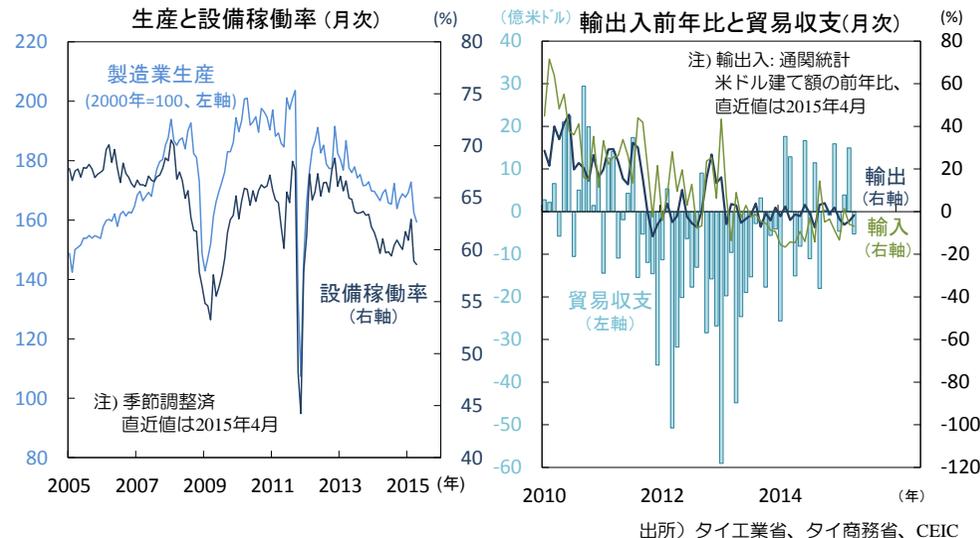
4月の景気指標も勢いに欠けており、景気回復の速度は緩やかな模様です。同月の製造業生産は前年比▲5.3%と前月の▲1.7%より悪化し、前月比も▲2.0%と2カ月連続のマイナスに。輸出の低迷に伴って、外需部門(輸出比率60%超)の生産が前年比▲15.9%と前月の▲7.0%より悪化し、総生産を押下げました。民間消費は前年比▲0.2%と前月の+1.0%から反落し、前月比も▲1.3%と足元で減速。耐久財消費が大きく落込みました。景気の先行きが不透明な中で消費者信頼感は悪化(図2左)、農産物価格の低下と干ばつによる農産生産の低迷で農業所得が落込んだこと等が背景です(図2右)。民間投資は前年比+0.9%と前月の+1.0%より鈍化し、前月比も▲0.3%と4カ月連続でマイナスに。利下げに伴って借入コストは低下しているものの、内需と外需が低迷し設備稼働率も低下する中(図3左)、企業の設備投資意欲は低い模様です。

● 外需の低迷に伴って輸出は4カ月連続のマイナスの伸び

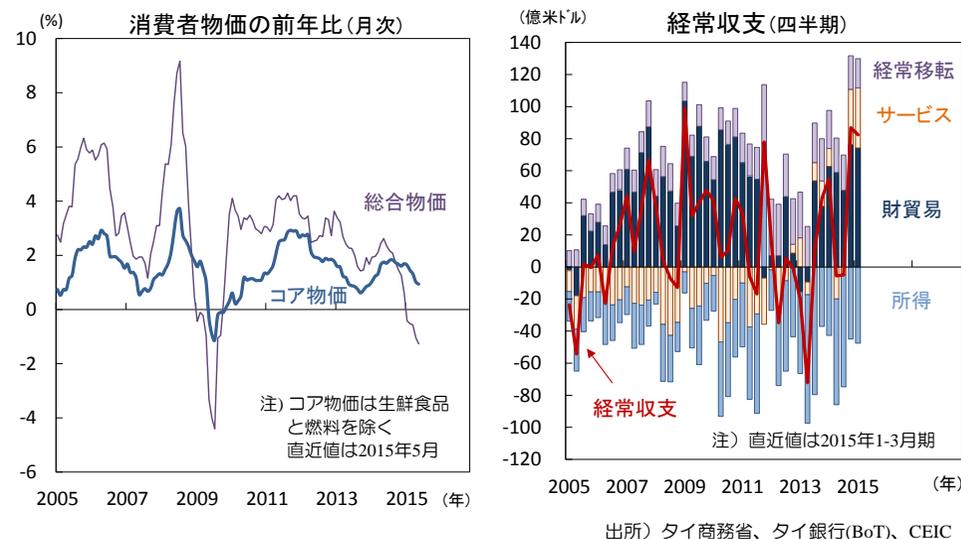
外需も勢いを欠きます。4月の輸出(通関統計)は前年比▲1.7%と前月の▲4.4%より改善しつつ4カ月連続のマイナスに(図3右)。輸出先別では米国が堅調に伸び中国も緩やかに改善したものの、東南アジア、日本、欧州がマイナスの伸びとなりました。品目別では、電子、自動車・部品などの伸びが加速した一方、農産物、加工食品、電器、石油化学、機械・設備等の伸びが鈍化しました。輸入は前年比▲6.8%と前月の▲5.9%より悪化。消費財と原材料・中間財の伸びがマイナスとなり、資本財は反発するも低位に留まりました。一方、4月の来訪者数は前年比+18.3%と前月の+25.5%より低下しつつ底堅く、前月比も+1.8%と堅調。中国やマレーシアからの来訪者増加によります。

早期の外需の回復が期待できない中、今後は、1-3月期より加速し始めた公的建設投資が景気を支えるでしょう。しかし、高水準の家計債務、低迷する農業所得などの下で家計消費の回復は遅れる見通しです。また、外需低迷に伴って設備稼働率が低下する中で企業の設備投資も低迷を続けるとみられます。景気回復の速度は今後も緩やかなものに留まり、今年通年のGDP成長率は、昨年の+0.9%の低成長からの反動が生じるにもかかわらず、+3%台前半に留まると予想されます。

【図3】 低迷する製造業生産と低下する設備稼働率(左)



【図4】 原油安や内需鈍化による輸入の低迷で貿易黒字が拡大(右)



3月まで底堅く推移したパーツはその後対米ドルで下落

消費者物価は鈍化を続けています。5月の総合消費者物価は前年比▲1.3%と前月の▲1.0%より下げ幅が拡大、マイナスは5ヵ月連続です(図4左)。食品が同+0.1%と前月の+0.6%より鈍化し、燃料も同▲14.4%と前月の▲14.2%より下げ幅が拡大。生鮮食品と燃料を除くコア物価は同+0.9%と前月の+1.0%より鈍化しました。

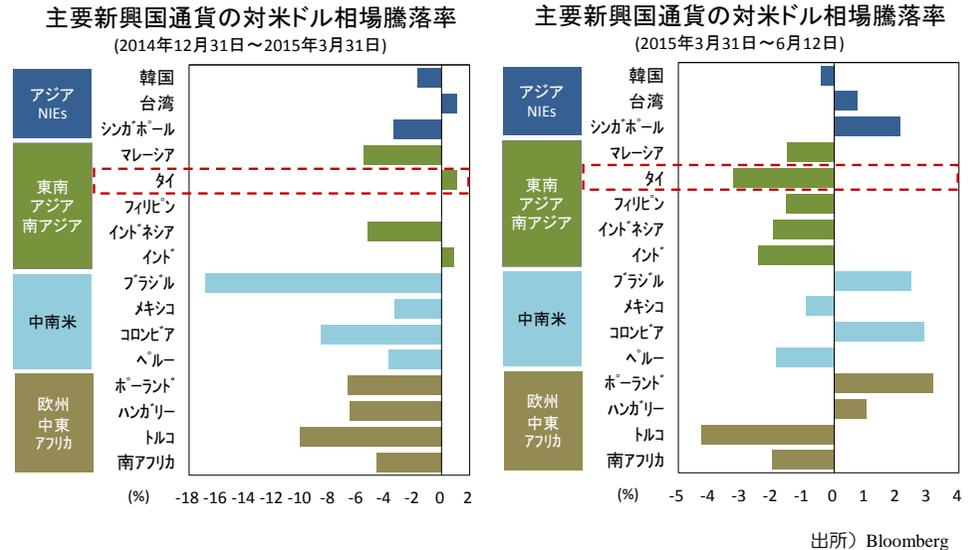
通貨パーツは年初より3月末まで対米ドル(以下「ドル」)で1.1%上昇と、ドル高基調の下でも多くの新興国通貨より底堅く推移したものの(図5左)、その後は先週12日にかけて3.3%下落するなど不振でした(図5右)。3-4月の市場の予想外の連続利下げとBoTによるパーツ相場抑制の姿勢が、同相場下落の背景とみられます。4月29日に2度目の利下げを行った際のBoTの声明は、景気回復を遅らせている輸出低迷の一因は、「最近のパーツ相場上昇」でもあると記述。中国景気の減速や貿易構造の変化のみを挙げている前回までの説明を変更しました。5月13日に公表された同会合の議事録では、利下げ提案の理由として「景気回復を支援できる水準への為替相場の調整」も挙げられており、利下げによるパーツ相場押下げも意図されていたことが明らかになりました。また、利下げの翌日の4月30日、BoTは、資本取引規制の緩和策を発表しました。

中央銀行によるパーツ高けん制の動きはひとまず休止か

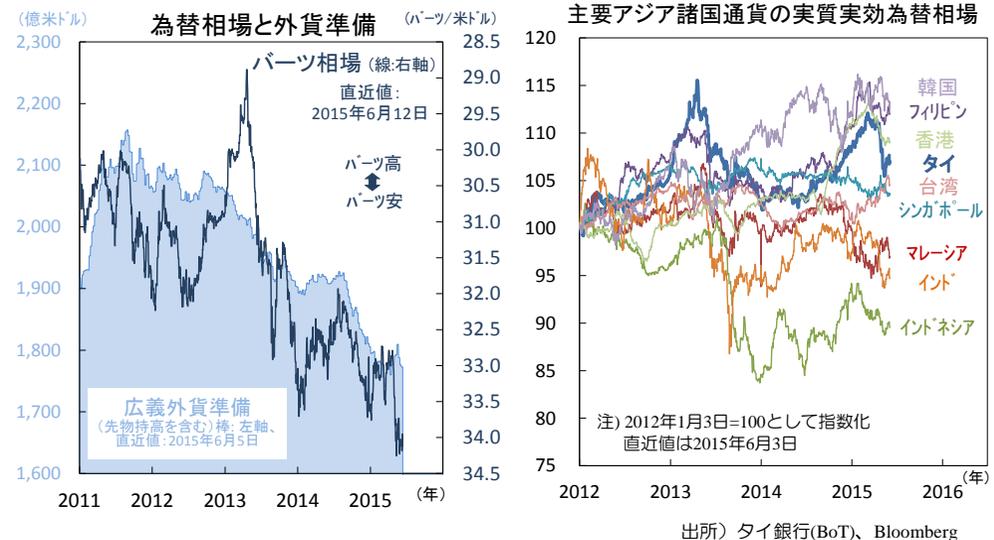
上記の緩和策は、居住者による対外投資(証券・不動産投資、外貨預金等)と非居住者によるパーツ借入に関する規制の緩和や上限額の引上げからなります。BoTは、金融市場の深化を目指すものと説明したものの、市場参加者の多くは、対外投資を促すことで国際収支の黒字を抑制しパーツ高を抑えることが目的と理解した模様です。

利下げ休止を決めた先週10日のBoT声明では、パーツ高が輸出を抑制しているとの前回の記述が消え、「為替動向は景気回復を支え得るようになった」との文言が加わりました。パーツの対ドル相場と実質実効相場下落を受けたものと思われます(図6)。BoTは、当面金利を据置きつつ、累積利下げの効果と景気動向を慎重に見極める構えとみられます。声明の末尾では、今後も経済と金融状況を注視しつつ、「使用可能な政策余地」を使えるよう備えると記述。必要があれば追加利下げを行う考えを示唆しました。原油価格と内需の低迷を背景に、今後も経常黒字(図4右)は高水準で推移するとみられます。しかし、パーツの実効相場の上昇を警戒するBoTによる追加利下げやドル買い介入の可能性が意識される中、持続的なパーツ高は起こりづらいでしょう。同相場は、当面、近隣諸国通貨並みの騰落率となることが予想されます。(入村)

【図5】3月末まで底堅かったパーツ相場(左)も、以降は軟調に(右)



【図6】パーツの対ドル相場も実質実効相場も4月より下落



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。
- 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。