

【タイ】中央銀行の通貨高警戒感が高まる中、パーツ相場の上昇率は今後鈍化するのか……………	1ページ
【エマージング・マーケット・ウォッチ】……………	7ページ

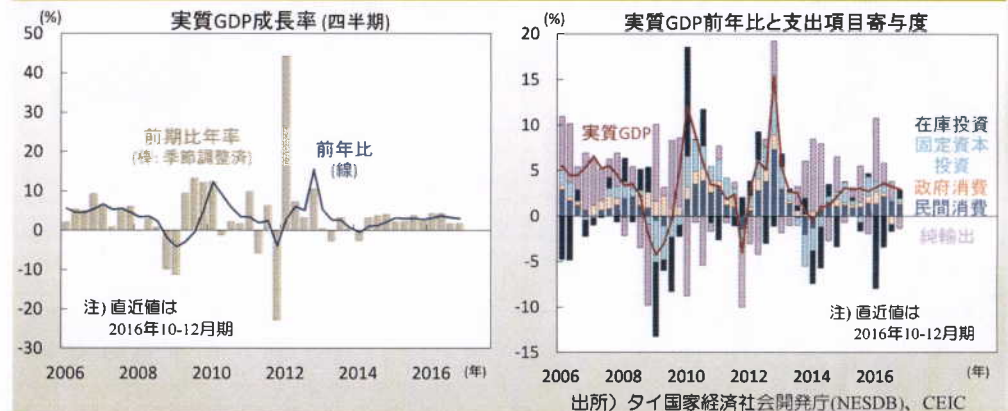
## 【タイ】中央銀行の通貨高警戒感が高まる中、パーツ相場の上昇率は今後鈍化するのか\*

### ● 緩やかに拡大しつつも勢いを欠く足元の景気

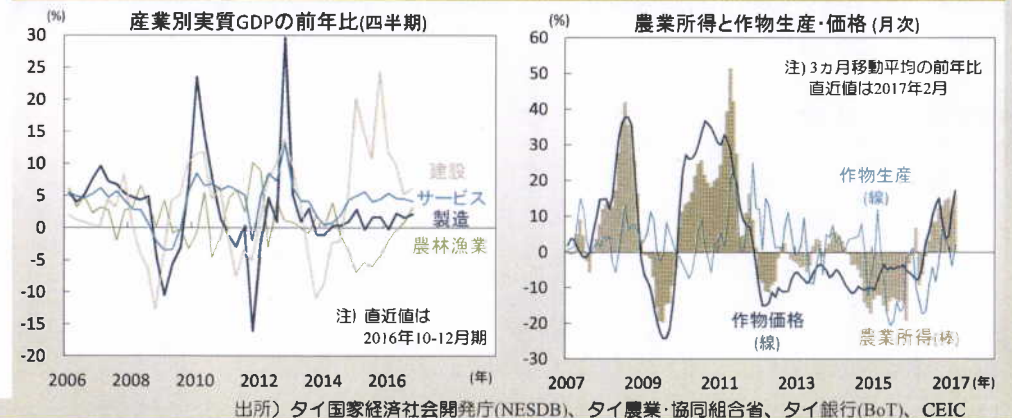
年初よりタイ・パーツ相場が堅調です。多額の経常黒字や相対的に低水準の証券投資額がリスク感応度を抑制。昨年10月の前国王の逝去後に混乱なく王位が継承され政治リスクが低下したことも同通貨の支援要因です。一方、中央銀行は自国通貨高への警戒感を高め、市場介入を積極化しています。パーツ相場は今後も堅調さを保つのか。本稿では、同国の経済状況や為替相場動向について考察します。まず、景気物価の動向を概観した上で(1-4頁)、金融政策動向について分析(4-5頁)。中央銀行がIMFスタッフによる利下げ勧告を退けた背景を探ります。そして、中央銀行の市場介入の積極化等によって今後パーツ相場の上昇率が鈍化するかについて考察します。

景気は、政治不安が深刻化した2013年末より2014年半ばにかけて減速した後、底を打って回復。現在も拡大を続けているものの、その速度は緩慢です。10-12月期の実質GDPは前年比+3.0%と前期の+3.2%より減速(図1左)。季節調整済みの前期比年率は+1.7%と前期と変わらず、勢いに欠けました。2016年通年の成長率は+3.2%と前年の+2.9%を上回りました。10-12月期の需要側では、サービス輸出や民間消費の鈍化を、公的支出(政府消費と公的投資)の伸びがカバー(図1右)。内需(在庫投資を除く)は同+2.2%と前期の+1.0%より加速しました。民間消費は前年比+2.5%と前期の+3.0%より鈍化。降雨量の回復で農作物の収穫量と農業所得が改善したものの(図2右)、昨年末にかけての燃料小売価格の上昇(図3左)や10月のプミポン前国王の逝去と服喪入り等に伴って11月にかけて消費者信頼感が悪化し(図3右)、消費の伸びを抑えました。政府消費は同+1.5%と前期の▲5.2%より反転。10月の新年度入りに伴って政府の経常歳出が加速しました。固定資本投資は同+1.8%と前期の+1.0%より加速しました。民間投資が▲0.4%と前期の▲0.8%より下げ幅が縮小するとともに、公的投資も+8.6%と前期の+5.8%より加速。公的建設が同+11.7%と前期の+10.2%より上昇しました。

【図1】10-12月期にはサービス輸出や民間消費が鈍化し景気を下押し(右)



【図2】加速する農林漁業と製造業(左)、上昇する農業所得の伸び(右)



## ● 来訪者数の鈍化に伴って実質サービス輸出が減速

外需では、総輸出が同+1.1%と前期の+1.4%より鈍化しました。輸出相手国の景気回復に伴って財輸出が同+1.4%と前期の▲0.4%より反発したものの、サービス輸出が同+0.4%と前期の+7.7%より鈍化。海外からの来訪者数の伸びの減速によります。来訪者数は同+1.1%と前期の+17.7%より大きく鈍化。買物等を強制する悪質な格安ツアー（「ゼロ・ドル・ツアー」）の取締りによって中国からの来訪者が同▲20.7%と前期の+14.5%より反落した影響です。総輸入も同+3.4%と前期の▲1.1%より反発。この結果、純輸出の寄与度は▲1.4%ポイントと前期の+1.9%ポイントより反落しました(図1右)。

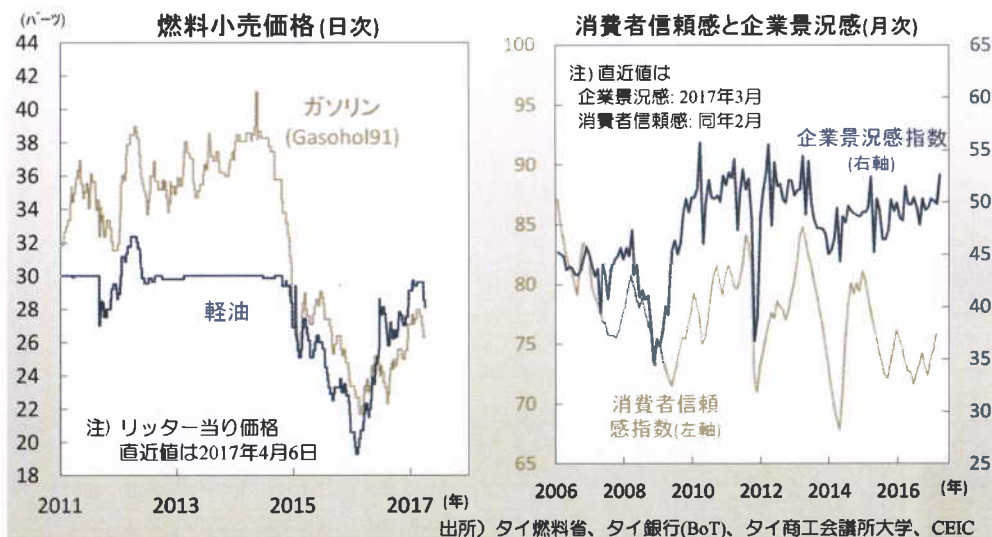
生産側では、輸出の回復や天候条件の改善に伴って製造業や農林漁業が加速した一方、来訪者数の鈍化でサービス部門が減速(図2左)。農林漁業は同+3.2%と前期の+0.9%より加速。雨不足の解消でコメ、油やし、野菜等の生産が回復しました。鉱業は同▲5.6%と前期の▲0.9%より悪化。原油生産が落込みました。公益は同+1.8%と前期の+4.9%より鈍化。住宅と中小企業向け電力が減速しました。製造業は前年比+2.1%と前期の+1.6%より加速。国内消費の鈍化で加工食品や自動車が減速するも、公的建設にけん引され卑金属が伸び、輸出の加速で電子や機械(特に空調)などが好調でした。

## ● 2月の製造業生産と民間投資はマイナスの伸びに

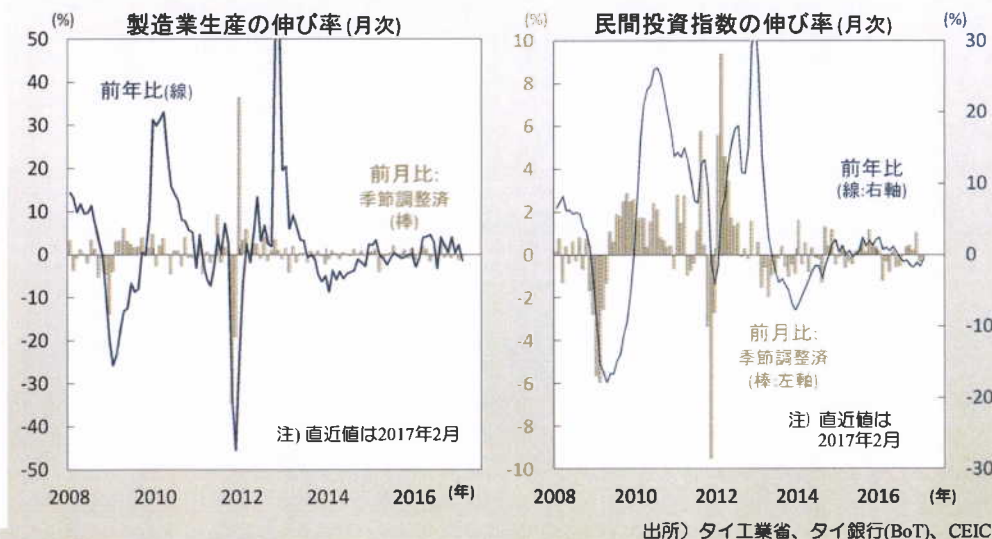
10-12月期の建設業の実質生産は同+6.1%と前期の+5.2%より加速しました。民間の工業・商業設備建設の下げ幅が拡大したものの、国有企業等による建設投資が拡大。住宅、治水、発電、配電関連の建設投資が伸びました。サービス部門は同+4.2%と前期の+4.5%より鈍化。政策金融機関が低所得農家に対する融資を伸ばしたことに伴って金融が加速し、政府の経常歳出の反転に伴って公共サービス等も反発したものの、海外からの来訪者数の鈍化に伴って飲食・宿泊や空運が減速しました。

1月以降も景気は拡大を続けているものの、勢いに欠けます。2月の製造業生産は前年比▲1.5%と前月の+2.2%より反落。前月比も▲0.2%と前月の▲1.2%に続きマイナスとなりました(図4左)。精製燃料が▲9.2%と前月の+0.4%より急落、精製施設の整備に伴う生産量の落込みによります。自動車は前年比▲9.0%と前月の+0.6%から反落し、機械が▲10.2%と前月の▲5.4%から下げ幅が拡大、ゴム・製品も▲7.0%と前月の▲1.3%より悪化しました。2月の民間投資は前年比▲0.5%と前月の▲1.6%より下げ幅を縮小しつつ8ヵ月連続でマイナスとなり、前月比も▲0.1%と前月の▲0.3%に続くマイナスに(図4右)。セメントや建材販売の落込みなど建設投資関連指標の悪化が目立ちました。

【図3】燃料小売価格は3月半ばにかけて上昇した後に反落(左)



【図4】製造業生産と民間投資とも、2月の伸びはマイナスに



## ● 耐久財消費にけん引され2月の民間消費が加速

2月の商用車販売は前年比+6.3%と前月の+4.8%より加速し、乗用車販売も同+49.8%と前月の+23.5%より急加速。5年前の自動車初回購入者への税制優遇措置に伴う転売規制期間が終了した影響とみられます。一方、実質資本財輸入は同▲1.8%と前月の▲6.6%に次ぐマイナスとなり、国内機械売上も同▲2.5%と前月の▲0.3%より下げ幅が拡大。輸出の回復にもかかわらず、民間設備投資は低迷を続けています。2月の民間消費は前年比+4.0%と前月の+2.2%から加速し、前月比も+1.4%と前月の▲0.6%より反転。自動車などにけん引され、耐久財消費が前年比+17.0%と前月の+3.8%より急伸した影響です(図5)。足元では農業所得が改善するとともに(図2右)、消費者信頼感も改善しています(図3右)。もっとも、天然ゴム価格が上昇したもののコメ価格等は低迷(図6左)。農業所得の改善はゴム農家等に偏っているとみられます。非耐久財消費の前年比が▲2.3%と前月の▲1.0%から悪化するなど、消費の回復の裾野は広くありません。

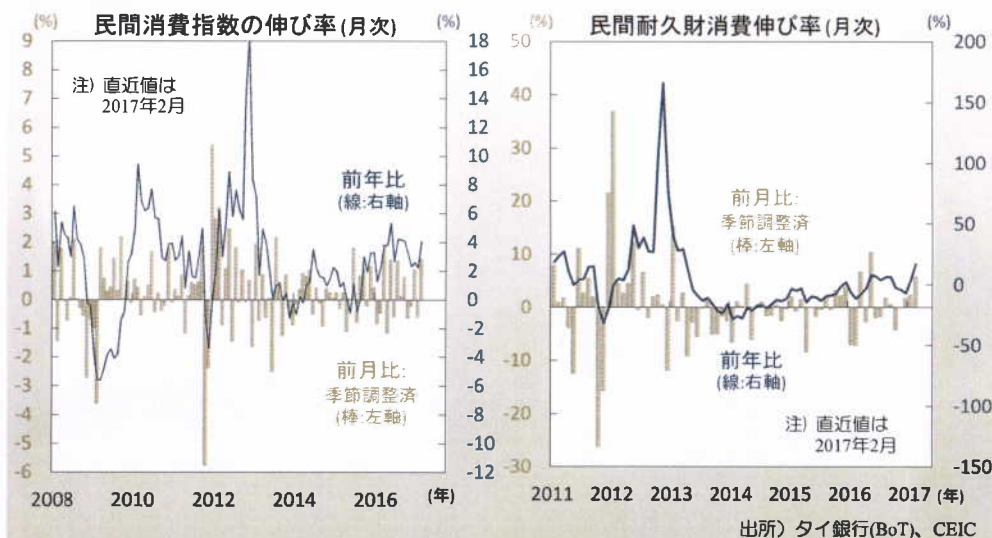
一方、外需は改善を続けています。近年景気のけん引役であった海外からの来訪者は昨年末に急減速したものの、足元で緩やかに回復しており、世界景気の回復に伴ってこれまで低迷を続けてきた財輸出の伸びも加速しています。

## ● 昨年末に落込んだ来訪者数は今年1-2月に回復

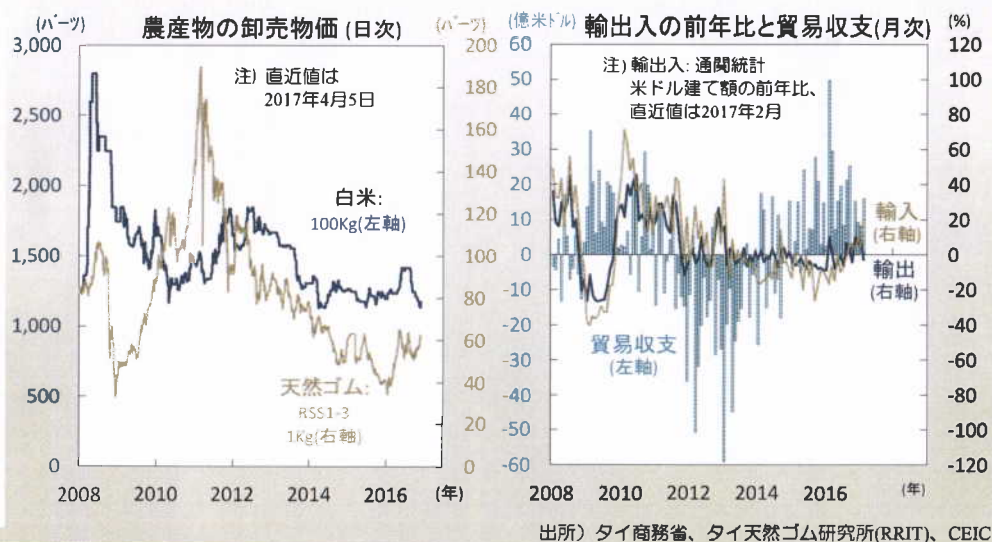
2月の財輸出(米ドル建て通関統計)は前年比▲2.8%と前月の+8.8%より反落したものの(図6右)、変動の大きい金の輸出が前年同月に急伸した反動という特殊要因によります。金を除く2月の輸出は同+4.2%と前月の+6.6%より鈍化しつつ底堅く、プラスの伸びは4カ月連続(図7左)。電機・電子、加工食品、化学製品などが堅調に伸びました。輸出先では、中国、北東アジア、インドシナ諸国など向けが好調に伸び、米国や欧州向けも底堅く拡大。世界景気の回復の恩恵は同国にも及び始めている模様です。

海外からの来訪者数も、昨年末の落込みから回復しつつあります。2月の来訪者数は299万人で前年比▲3.2%と前月の+6.5%より反落(図7右)。中国からの来訪者数が同▲17.5%と前月の+5.5%から急落しました。中国の春節の前すれ(2016年:2月上旬、2017年:1月末)によって同国からの来訪者が増加する時期が1月に前倒しとなった反動です。1-2月平均の来訪者数は、中国からが▲6.9%と、12月の▲16.0%と11月の▲29.7%より下げ幅が縮小し、総来訪者数も同+1.6%と12月の+1.1%より加速するなど、春節の影響を除くと両数値とも改善。前述のゼロ・ドル・ツアーの取締りに伴って昨年10-12月期に急減した中国からの来訪者数は、年初より緩やかに回復している模様です。

【図5】自動車など耐久財消費の伸びにけん引され民間消費が加速(左)



【図6】天然ゴム価格が上昇する一方でコメの価格は下落(左)



## ● 政府支出等にけん引され緩やかな景気拡大が継続か

プミボン前国王の逝去と服喪入りに伴う影響は今後徐々に和らぎ、農業所得の改善に伴って民間消費は緩やかに回復するでしょう。景気刺激のため、政府は1,900億バーツの補正予算を計上。入札を終えたインフラ投資の着工が進む中、政府消費と公的投資は底堅く伸びるとみられます。格安ツアーの取締りに伴って鈍化した海外からの来訪者数の伸びは今後も緩やかに回復し、世界景気の回復に伴って財輸出の伸びも続くでしょう。しかし、設備稼働率の低さなどから民間設備投資は引き続き勢いを欠くとみられます。インフラ投資による民間投資の誘発効果も過去2年間の実績を見る限り大きな期待はできないと考えられます。民間消費と政府支出が景気をけん引するものの、今年通年の成長率は+3%台前半と昨年並みの緩やかな拡大に留まると予想されます。

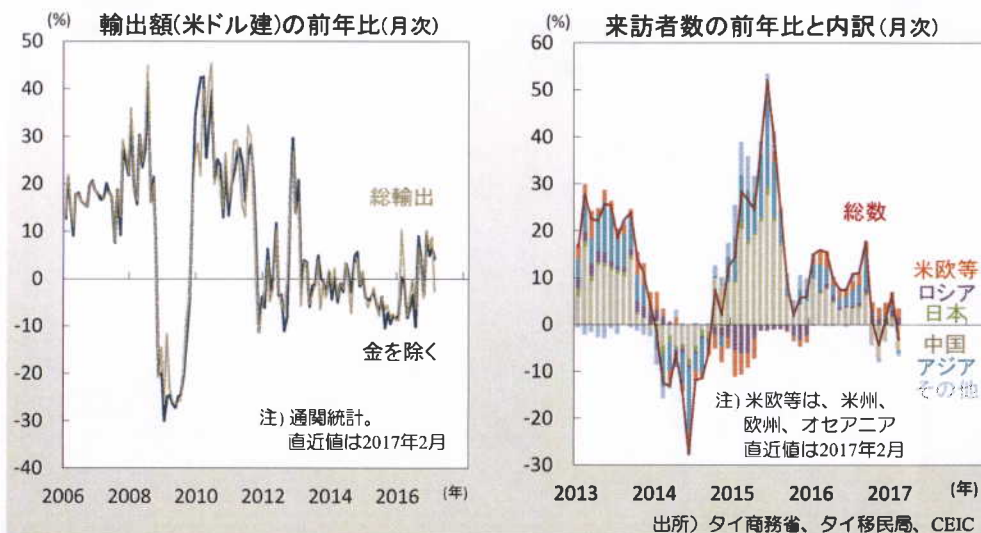
物価は低位で推移しています。3月の総合消費者物価は前年比+0.8%と前月の+1.4%より低下。1月に+1.6%まで上昇した後、2カ月連続で鈍化しました(図8左)。生鮮食品が同▲0.6%と前月の+0.6%より反落し総合物価を押下げました。降雨量が回復し収穫量が増加したことに伴って野菜が同▲2.9%と前月の▲0.2%より下げ幅が拡大したことに加え、穀物、肉類、卵等多くの品目の下げ幅が拡大した影響です。

## ● 中央銀行は2015年半ばより政策金利を据置き

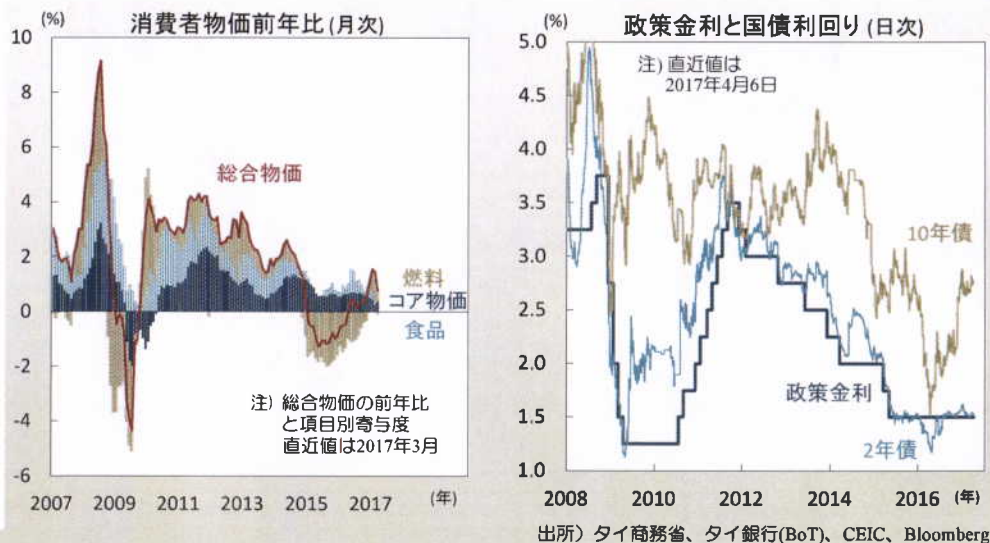
一方、加工食品は同+1.6%と前月の+1.3%より上昇しました。燃料は+4.0%と前月の+9.1%より鈍化し、総合物価を押下げ。国際燃料価格の下落とパーツ相場の上昇などを背景に、足元では燃料小売価格が低下しています(図3左)。コア物価は同+0.6%と前月と同率でした。タバコ・酒類が同+0.5%と前月の+3.8%より鈍化し、コア物価の伸びを抑制。前年の物品税引上げによる押上げからの反動(ベース効果)によります。タバコ・酒類を除くコア物価は同+0.6%と低位ながら前月の+0.5%より上昇しました。

物価が低位で推移する中、中央銀行は金利を据置いています。3月29日、タイ銀行(BoT)は政策金利を1.5%で据置き。据置きは2015年6月以降15回連続(図8右)。Bloomberg集計でエコノミスト24人全員が予想した通りの決定でした。BoTの声明は、景気は予想以上の早さで拡大し総合物価も緩やかな上昇が見込まれるものの、外部要因による下押しリスクも多いと指摘。緩和的な金融環境を保ち景気拡大の継続を促すために金利を据置いたと、据置きの理由を説明しました。景気に関しては、従来からのけん引役である海外からの来訪者や公的支出に加え、財輸出も明確に回復し見通しを改善させたと記述。民間消費と民間投資も緩やかに回復していると指摘しました。

【図7】金を除く輸出は堅調な伸び(左)、来訪者数は10-11月に急減(右)



【図8】低位で推移する消費者物価(左)、金利を据置く中央銀行(右)



### ● 中央銀行は緩やかな景気の拡大と物価の上昇を予想

BoTは、今年の経済成長率予想を+3.4%と従来の+3.2%から引上げ、来年の予想を+3.6%と公表、昨年実績の+3.2%から緩やかな回復が続くことを見込んでいます。声明は、景気を下押しする可能性のある対外的なリスクとして、米国の経済と貿易政策の動向、中国の金融部門の安定性、欧州の政治状況、欧州の銀行部門(の健全性にかかわる不透明感)などを挙げました。声明は、総合物価は今後徐々に上昇し、足元で低下しているコア物価も緩やかに上昇するだろうとしました。BoTは、今年の総合物価上昇率の予想を+1.2%と従来の+1.5%より引下げ、来年の予想を+1.9%と公表。同物価は昨年実績の+0.2%より緩やかな上昇を続けるという見通しを示しました。

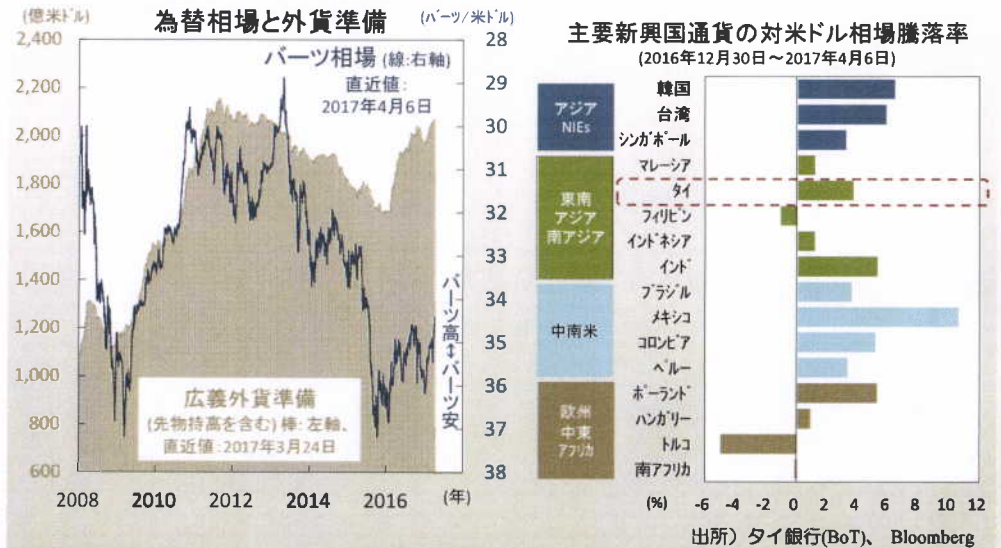
BoTは、中期的な期待インフレ率はBoTの目標(+1.4%)に近いと指摘。利下げが必要とする国際通貨基金(IMF)スタッフによる勧告に対する反論の意図もあると推測されます。IMFスタッフは、経済政策に関わる年次協議(IV条協議)のために、2月半ばより3月初まで同国を訪問し、中央銀行や財務省などの政策当局や民間機関と面談。同スタッフは、3月14日に同訪問に関わる声明を公表し、同国の経済は一部の先進国と同様に「新たな凡庸」(new mediocre、持続的な低成長)現象に悩んでいると指摘しました。

### ● 中央銀行はIMFスタッフによる利下げ勧告を事実上黙殺

同声明は、公共投資は近年伸びているものの民間投資の誘発効果が弱いため、内需が勢いを欠き潜在成長力が低下していると指摘。高水準の家計債務が消費の回復を妨げており、低物価が定着する可能性があるともしました。声明は、「低物価・低成長の罠」に陥るリスクを抑えるために、金融・財政政策による景気刺激とともに経済構造の改革を行うべきと提言。財政刺激と同時に金融緩和を行えば、低インフレが定着するリスクを抑え、実質金利と債務負担が上昇するのを防ぐことができると指摘しました。また、追加利下げに伴って金融面のリスクが高まるとしても、こうしたリスクはマクロ健全性規制の調整や規制体系の変更によって抑えることができるとも指摘。上記リスクを警戒し追加利下げに慎重なBoTの姿勢を暗に批判したものと考えられます。

今回のBoTの声明は、金融システムは安定的であるとしつつ、一部の部門向け貸付の質の低下や、低金利が続く中での利回り追求の動きに対して注意が必要と指摘。従来と同様の指摘を行うことで、引き続き追加利下げは難しいという考えを持っていることを示唆しました。景気の見通しが改善する一方で物価の伸びが緩やかなものに留まるとみられる中、BoTは今年中は政策金利を据置くと予想されます。

【図9】 バーツ相場は年初より底堅く推移し、外貨準備も増加傾向 (左)



【図10】 タイへの証券投資資本流入額は株式、債券ともに相対的に低位

