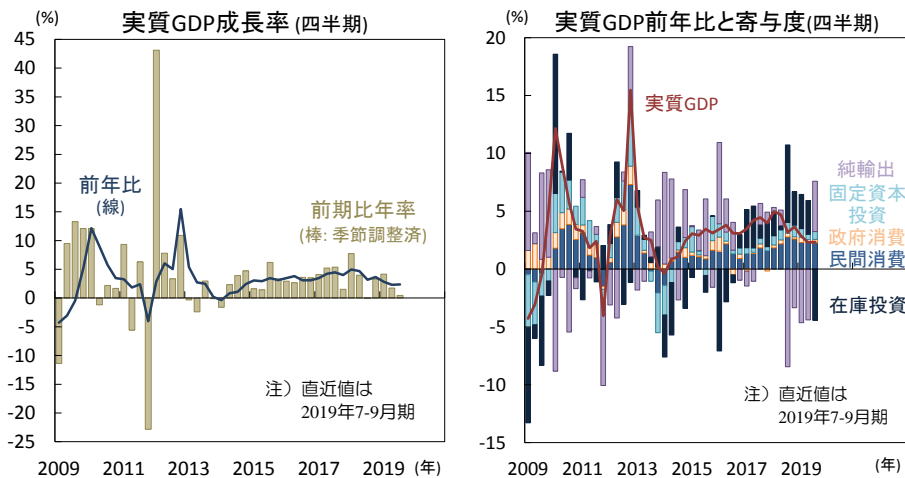


## タイ: 低迷する景気の下、今年2回目の利下げで政策金利は史上最低水準に

【図1】 実質GDPの前期比年率はゼロ近くまで低下(左)

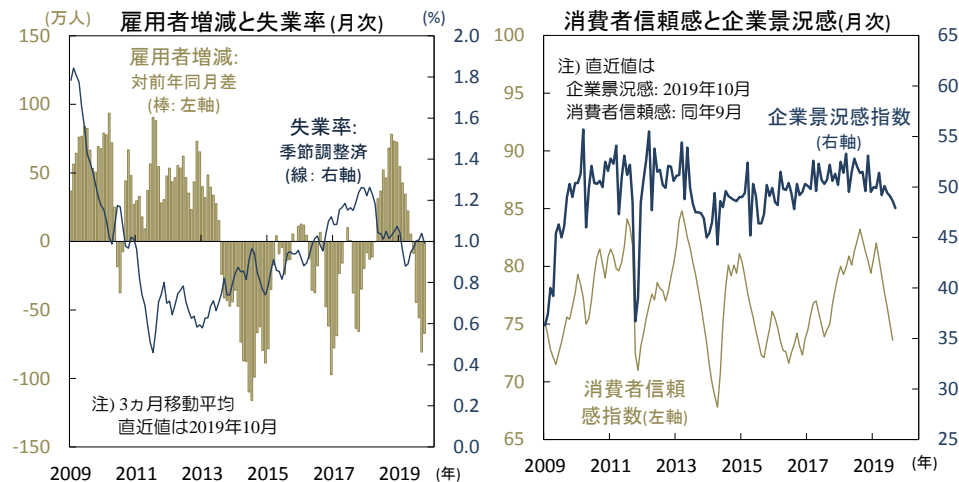


出所) タイ国家経済社会開発庁(NESDB)、CEIC

タイの景気が低迷しています。先週18日公表の7-9月期の実質GDPは前年比+2.4%と前期の+2.3%とほぼ変わらず、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+2.7%を下回りました。前期比年率は+0.4%と前期の+1.8%から減速、ほぼゼロ成長でした(図1左)。

需要側では、固定資本投資の回復とともに内需(在庫投資を除く)の寄与度が+3.3ポイント(pt)と前期の+3.0ptより回復し、純輸出も+4.3ptと前期の▲4.4ptより大きく反発したものの、在庫投資が▲4.4ptと前期の+2.9ptより急落し成長率を抑制(図1右)。前年同期に輸出が急落した際に意図せざる在庫の増加が生じたことからの反動(ベース効果)に加え、金価格が上昇するとともに国内の金の在庫を輸出する動きが加速し在庫を下げました。一見すると変動の大きい在庫投資の落込みによる一時的な景気鈍化に見えるものの、金輸出の急伸が財輸出をかさ上げし純輸出の寄与度を押し上げた面も強い模様。一時的な金輸出の動きの影響を除けば、「総輸出の鈍化に伴って製造業生産が落込み、成長率が押下げられた」というのが実態とみられます。

【図2】 悪化する雇用環境(左)と低下する消費者信頼感(右)



出所) タイ国家統計局、タイ銀行(BoT)、タイ商工会議所大学、CEIC

民間消費は前年比+4.2%と前期の+4.6%より鈍化しました。自動車購入が同▲2.6%と前期の+2.7%より落込み、食品や、衣服・履物など非耐久財の消費も鈍化。農業所得の改善や消費者物価の低下に伴う購買力の改善などの追い風はあれど、雇用環境と消費者信頼感の悪化(図2)が重しとなりました。政府消費は同+1.8%と前期の+1.1%より加速。社会保障給付が落込んだ一方、財サービス購入が加速しました。固定資本投資は同+2.8%と前期の+1.9%より加速しました。バンコクと地方都市の住宅建設の低迷を受けて民間建設が+0.0%と前期の+0.9%より鈍化した一方、公的建設は同+5.1%と前期の+5.8%を下回りつつ堅調。国有企業の建設投資が好調で、国際空港の拡張、水供給の改善、バンコク地下鉄オレンジ線の建設等が総投資を押し上げました。民間設備は同+3.1%と前期の+2.4%より加速。鉄道車両や船舶など運輸機器の購入が伸びた影響です。

外需では、総輸出が同▲1.0%と前期の▲7.9%より下げ幅を縮小。海外からの来訪者数が増加し、サービス輸出が同▲3.2%と前期の▲14.7%より下げ幅を縮小しました。

## ● 輸出の低迷に伴って製造業生産の下げ幅が拡大

財輸出も同▲0.3%と前期の▲5.8%より下げ幅を縮めたものの、主に金価格の上昇に伴う金輸出の急増によります(図3右)。総輸入は同▲6.8%と前期の▲2.6%より下げ幅を広げました。財輸入が同▲7.7%と前期の▲3.4%より下げ幅を拡大。電子部門生産の低迷に伴って集積回路(IC)や電子部品など中間財が落込み、資本財や燃料も鈍化しました。この結果、純輸出の寄与度は+4.3%ptと前期の▲4.4%pt反発しました。

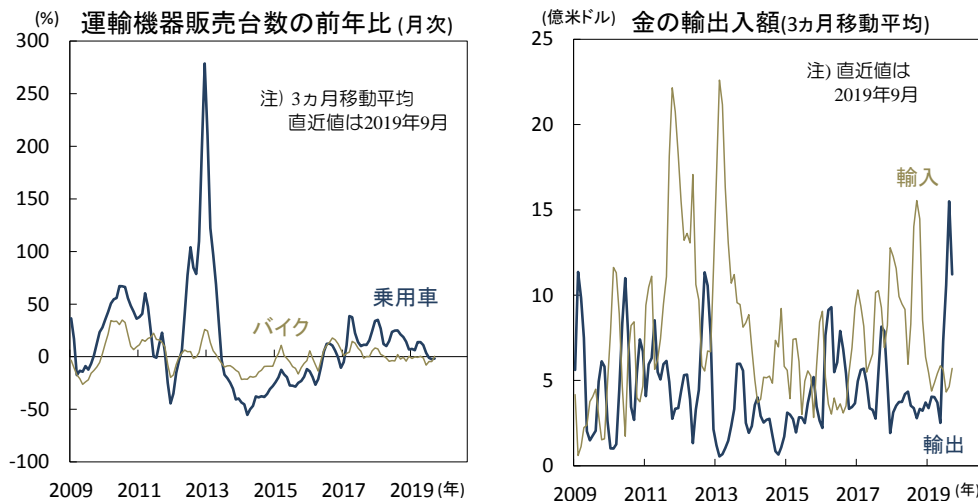
生産側では、来訪者数の増加からサービス部門が加速し農林漁業も反発したものの、輸出の低迷に悩む製造業が下げ幅を広げました(図4左)。農林漁業は同+1.5%と前期の▲1.3%より反発。天候不順に伴う東部の洪水と水不足からコメやトウモロコシが鈍化したものの、野菜、天然ゴム、油やしの生産が拡大しました。鉱業は同+8.6%と前期の+6.3%より加速。天然ガスと原油生産が拡大した影響です。製造業は同▲1.5%と前期の▲0.2%より下げ幅が拡大。食品や革製品や家具など軽工業が加速した一方、原材料や資本財の下げ幅が拡大しました。外需の低迷からコンピュータ・部品や機械・設備が鈍化し、乗用車・商用車販売の落込みで運輸機器も低迷。川下部門の需要や外需の鈍化から、卑金属、精製燃料、ゴム・プラスチック製品も減速しました。

## ● 来訪者数の増加に伴ってサービス部門の生産が加速

建設業は同+2.7%と前期の+3.4%より鈍化。民間住宅建設の低迷によります。サービス部門は同+3.8%と前期の+3.5%より加速しました。卸売・小売や情報通信等が鈍化した一方、海外からの来訪者数が同+7.2%と前期の+1.4%を大きく上回ったことを受けて(図4右)、関連部門が加速。飲食・宿泊が+6.6%と前期の+3.7%より加速し、空運や陸運の伸び率も上昇しました。また、金融・保険も+3.8%と前期の+1.8%より上昇。ノンバンクによるクレジットカード貸付の伸び等が背景です。

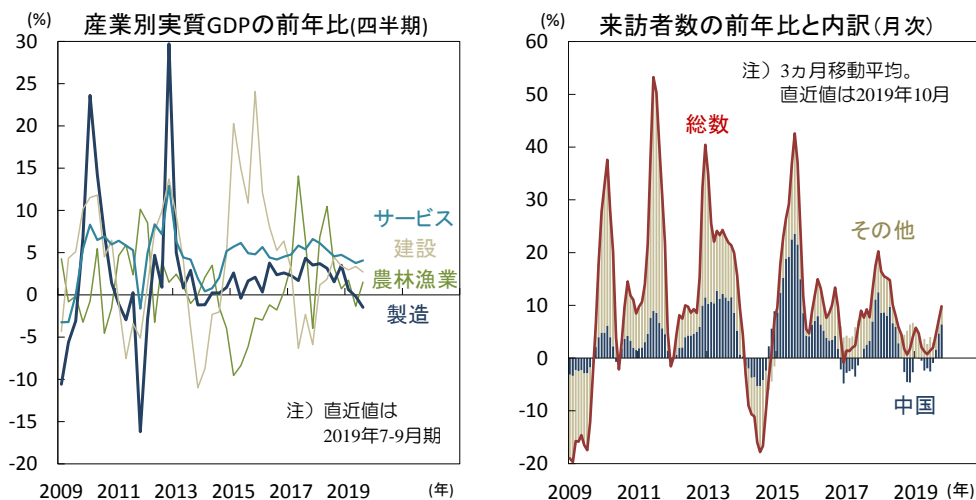
低迷する外需、悪化する雇用環境、政治的な不透明感などの重しから、今後の景気回復は緩やかなものに留まるでしょう。家計消費は、昨前半の自動車販売の急伸からの反動や雇用の悪化等によって下押しされる見込み。しかし、農業所得の改善や消費者物価の低迷に伴う購買力の改善が、こうした下押し圧力を和らげるでしょう。作物生産と農産物価格の底打ちに伴って、農業所得の伸びは反発しています(図5左)。また、政府は農業所得保険制度を11月より再導入。主要作物の最低価格を設け、市場価格がこれを下回れば差額を給付します。コメ農家35万世帯と天然ゴム農家140万世帯が対象で、給付総額は前者が940億バーツ、後者が240億バーツとなる見込みです。

## 【図3】 低迷する乗用車販売(左)、足元では金輸出が急伸(右)



出所) タイ工業連盟、Toyota Motor Thailand、タイ商務省、CEIC

## 【図4】 落ち込む製造業生産(左)、底打ちする来訪者数の伸び(右)



出所) タイ国家経済社会開発庁(NESDB)、タイ移民局、CEIC

## ● 今年大きく鈍化したGDP成長率は来年緩やかに回復か

政府歳出の伸びは今後低迷する見込みです。連立政権組閣の遅れ等に伴って、今年度(2019年10月～)予算の成立は来年2月にずれ込む見通し。政府は複数の財政刺激策を導入したものの、予算成立の遅れに伴う政府歳出の低迷をカバーするには至らないとみられます。民間投資については、東部経済回廊(EEC)関連の投資や官民協働型(PPP)インフラ投資が追い風となる見込み。一方、高水準の在庫と低い設備稼働率が製造業の投資を抑え、政治的不透明感による信頼感の悪化も民間投資全般の重しとなるでしょう。先週21日、憲法裁判所は、反軍政を掲げる主要野党(新未来党:FFP)の党首の国会議員資格をはく奪。司法手段を用いた野党の弾圧との見方から支持者の反発を招いています。12月半ば以降には政府の不信任案が提出され、来年初の今年度予算案審議も波乱含み。多数の政党からなる潜在的に不安定な現連立政権は正念場を迎える見込みです。生産側では、低迷する製造業生産の回復には時間がかかるでしょう。7-9月期の在庫減少は金輸出によるものであり、工業製品の在庫は依然高水準です。

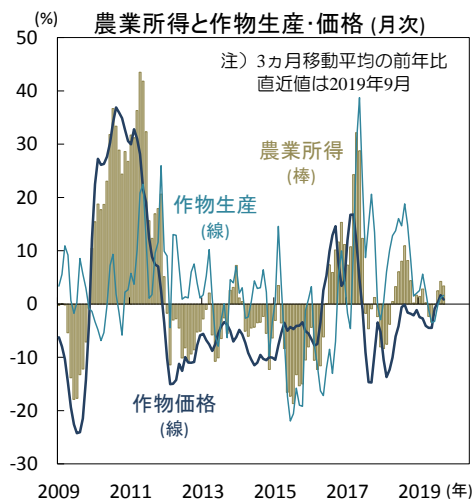
今年10-12月期の成長率は+2.5%前後へと小幅に改善、今年通年では+2.5%と昨年の+4.1%より鈍化した後、来年通年は同+3.0%へと緩やかに回復すると予想されます。

## ● 景気支援に向け今年2回目の利下げを行った中央銀行

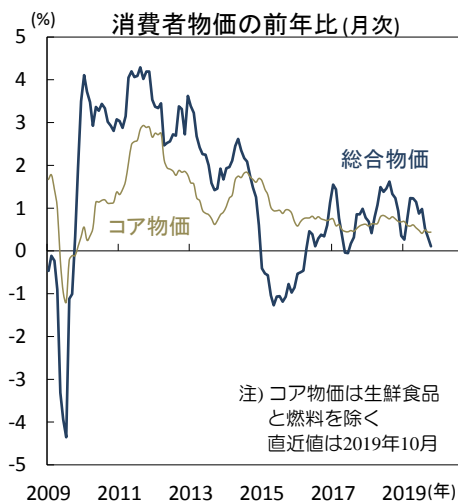
景気が低迷する中、タイ銀行(BoT)は利下げを実施。今月6日に政策金利を1.5%から1.25%と史上最低水準に引下げました(図5右)。今年5月の利下げ時と同様に、5対2で決定。反対者2名は、金利は既に低く追加利下げの効果が限定的な一方で金融リスクを高める恐れがあると反論しました。声明は景気と物価の見通しを下方修正。景気は当初の見込み以上に鈍化し「潜在水準を更に下回るだろう」と記述、総合物価も来年まで目標(+1~4%)下限を下回ると、「来年は目標に向けて上昇」との前の記述を改めました。一方、将来の金融安定性へのリスクに関しては、「特に中小企業向け融資の質に関して」注視が必要との一節を追加。反対票を投じた委員の懸念を反映したものでしょう。また、前回声明の末尾にあった「必要に応じ政策手段を使えるように備える」との一文も削除。今年2回の利下げを経て、ひとまず様子見姿勢に転じた模様です。

BoT幹部は政策金利の下限について「魔法の数字はない」と発言し、史上最低の水準ゆえに追加利下げ余地はないとの市場参加者の見方を否定。BoTは利下げの効果が浸透するのを見極めつつ、来年まで金利を据置くでしょう。しかし、予想以上に景気の回復が遅れた場合、来年前半に追加利下げを検討すると予想されます。(入村)

【図5】農業所得は底打ち(左)、今年2回目の利下げを実施(右)



【図6】総合消費者物価の前年比は10月に+0.1%にまで低下(左)



### ・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。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成した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。
- 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おりません。
- 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。



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