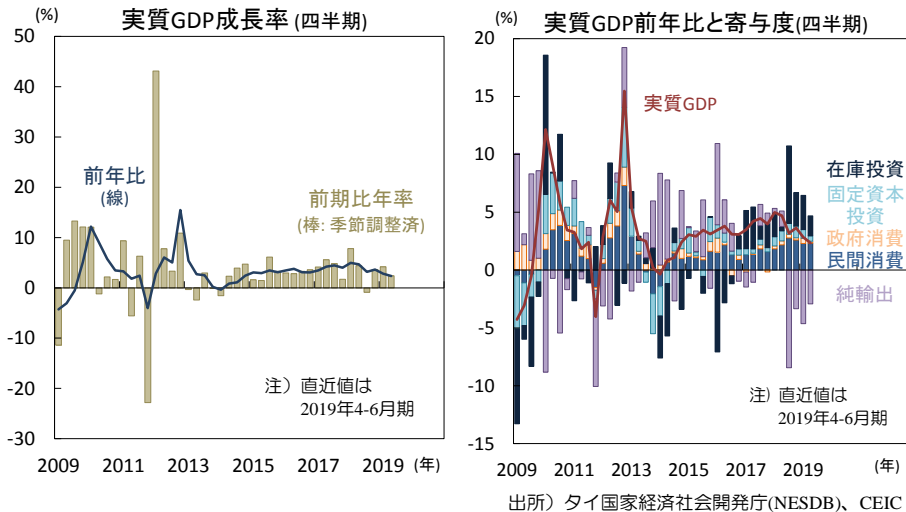


## タイ:約5年ぶりの水準まで低迷した経済成長率は追加利下げを促すのか

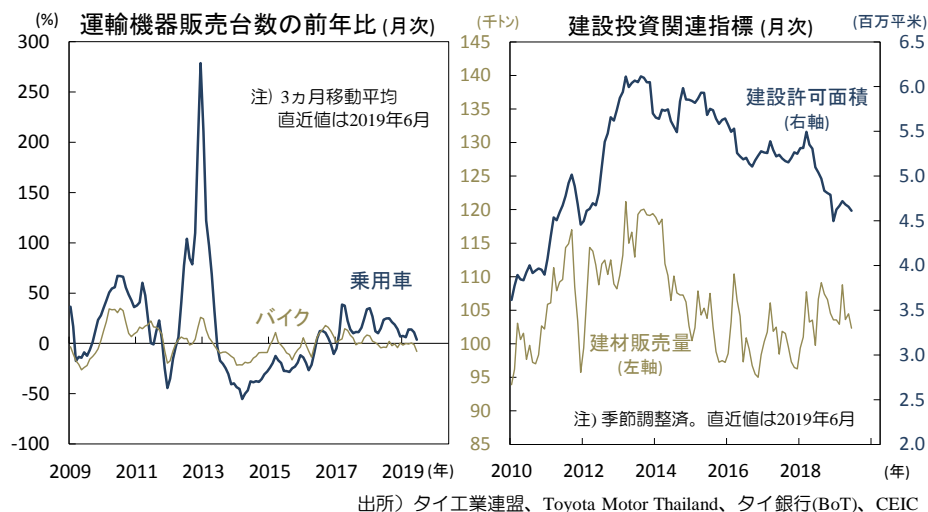
【図1】固定資本投資など内需の低迷も景気を下押し(右)



先週19日、タイ政府は4-6月期の実質GDPが前年比+2.3%と前期の+2.8%より減速して約5年ぶりの水準に低下し、節調整済みの前期比年率も+2.4%と前期の+4.2%から鈍化したことを公表(図1左)。前年比は市場予想(Bloomberg集計の中央値)どおりでした。

昨年の景気拡大をけん引した輸出と来訪者と自動車販売の伸びが低迷し、景気を押下げています。需要側では、内需と外需ともに減速。輸入の低迷に伴って純輸出の寄与度が▲2.9%ポイント(pt)と前期の▲4.6%ptより下げ幅を縮めたものの、固定資本投資や政府の経常歳出の鈍化に伴って内需(在庫投資を除く)が同+3.0%ptと前期の+3.5%ptより低下し、在庫投資も+1.7%ptと前期の+2.9%ptを下回り成長率を押下げました(図1右)。民間消費は前年比+4.4%と前期の+4.9%より鈍化しつつ堅調でした。自動車を中心に耐久財消費が鈍化したものの(図2左)、食品や衣服・履物等の非耐久財の消費が拡大。政府による低所得家計向けの社会保障給付や銀行による個人融資の伸びが消費を支えました。政府消費は同+1.1%と前期の+3.4%より減速しました。

【図2】鈍化する乗用車販売(左)と悪化する建設関連指標(右)



社会保障給付が同+5.0%と前期と同率であったものの、公務員給与等や財サービス購入が鈍化。3月の総選挙にかけて経常歳出の実行が加速した反動や、選挙後の新政権誕生の遅れによります。固定資本投資は同+2.0%と前期の+3.2%より鈍化しました。公的建設投資が+5.8%と前期の+4.1%より加速したものの、民間建設が同+0.9%と前期の+1.8%より鈍化し、設備投資も同+1.2%と前期の+3.2%より減速。輸出の低迷に伴う生産の鈍化とともに投資が先送りされ、オフィス機器、工業機械設備、業務用車輛への投資が低迷しました。外需では、総輸出が同▲6.1%と前期と同率のマイナスとなりました。財輸出が同▲5.8%、サービス輸出も同▲7.0%と軟調。世界景気の減速や海外からの来訪者の低迷が背景です。総輸入は同▲2.7%と前期の▲0.1%より下げ幅が拡大。この結果、純輸出の寄与度は▲2.9%ptと前期の▲4.6%ptより下げ幅が縮小しました。

生産側では、建設や鉱業が加速したものの、内外需の低迷を受けて製造業とサービス部門が鈍化し、干ばつの影響で農林漁業も低迷して成長率を押下げました(図3左)。

## ● 内外需の減速とともに軽工業や資本財生産がマイナスに

農林漁業生産は前年比▲1.1%と前期の+1.7%より反落。油やしや天然ゴムの生産が加速したものの、干ばつによってコメやサトウキビやパイナップルの収穫量が低下しました。鉱業は同+6.8%と前期の▲0.8%より反発。原油と天然ガス生産の伸びにより。製造業は同▲0.2%と前期の+0.6%より反落。内外需の低迷を受けて幅広い部門が減速しました。軽工業は同+1.0%と前期の+2.2%より鈍化。加工食品や繊維や家具が落ち込みました。原材料は同▲0.4%と前期の▲0.2%より下げ幅が拡大。輸出や国内川下産業需要の低迷を受けて、精製燃料、ゴム・プラスチック製品等が落ち込んだ影響です。資本財も同▲1.3%と前期の▲0.1%より下げ幅が拡大。輸出の低迷からコンピュータ・部品、機械設備等が落ち込みました。建設業は同+3.4%と前期の+3.0%より加速しました。バンコクと近郊の住宅建設を中心に民間建設が鈍化したものの、公的建設が加速。運輸省による道路と橋梁の建設や、国有企業による建設がけん引役でした。

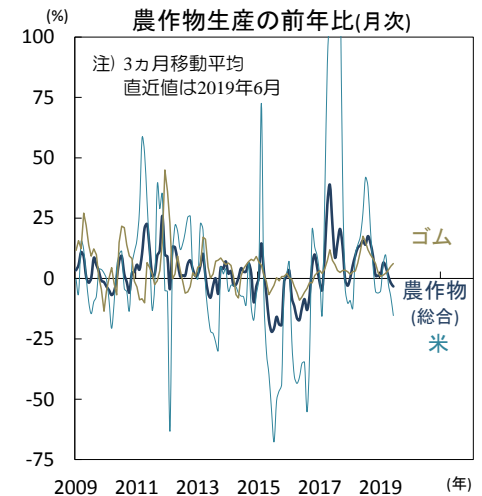
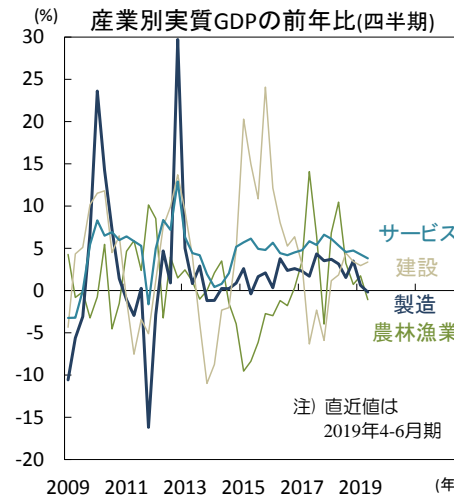
公益は同+7.3%と前期の+5.4%より加速。家計向けと企業向けともに電力消費量が伸びた影響です。サービス部門は同+3.8%と前期の+4.3%より鈍化。情報通信など一部の部門が加速したものの、その他多くの部門が鈍化しました。

## ● 海外からの来訪者数の低迷がサービス部門を下押し

サービス部門の鈍化は、海外からの来訪者数の低迷等によります。来訪者数は同+1.1%と前期の+1.8%より鈍化(図4左)。近年急伸してきた中国からの来訪者は同▲8.2%と前期の▲1.7%より下げ幅が拡大、中国景気の悪化やパーツ高の影響とみられます。来訪者による実質消費支出は同▲1.9%と4期連続のマイナスとなりました。これに伴って、宿泊・飲食は同+3.7%と前期の+4.9%より鈍化し、卸売・小売も同+5.9%と前期の+6.8%を下回り、運輸・倉庫も同+2.5%と前期の+3.5%より低下。特に空運が同+1.5%と前期の+1.9%を下回るなど不振でした。また、当局による住宅融資の担保掛目(LTV)規制の強化も一部の部門を下押ししました。不動産は同+3.1%と前期の+4.7%を下回り、住宅融資の低迷に伴って金融も同+1.8%と前期の+2.0%より鈍化。金融は、自動車販売の落ち込みによる自動車融資低迷の影響も受けました。

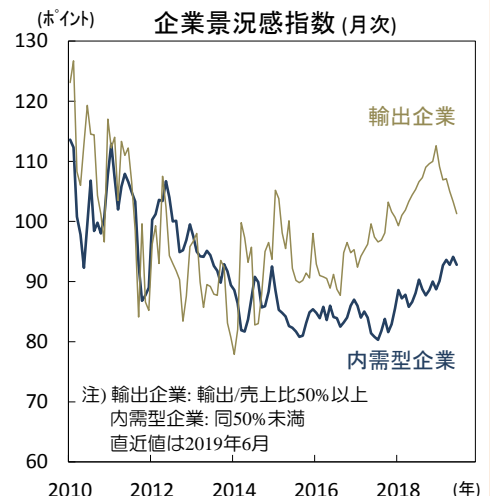
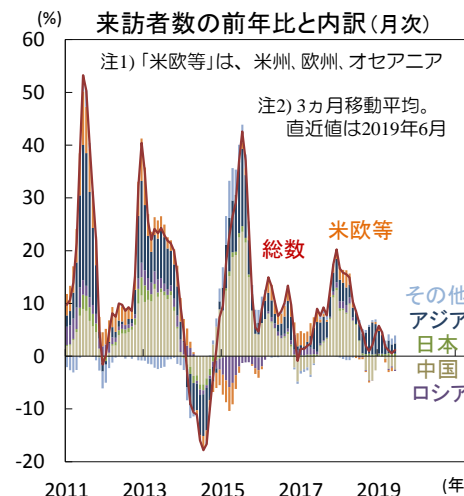
景気の低迷が明らかとなる中、政府は8月20日に財政刺激策を閣議決定。総額3,160億パーツとGDPの1.9%に相当します。3月の総選挙後の組閣の遅れを受けて、来年度予算(2019年10月～)の成立時期は来年初までずれ込む見込み。予算成立の遅れと政府歳出の急減による景気下押し圧力は、上記の刺激策によって和らげられるでしょう。

## 【図3】 製造業は4年ぶりのマイナスに(左)、落ち込むコメの収穫量(右)



出所) タイ国家経済社会開発庁(NESDB)、タイ農業・協同組合相省(MOAC)、CEIC

## 【図4】 来訪者数が低迷(左)、輸出企業の景況感が悪化(右)



出所) タイ移民局、タイ工業連盟、CEIC

## ● 今後も輸出の低迷や干ばつの悪化が景気を下押しか

前述の財政刺激策は、GDP比2%近くと一見巨額であるものの、財政資金の新規投入は500億バーツ(GDP比0.3%)程度で、低所得家計や稲作農家向けの現金給付や国内旅行への補助金等に充てられます。その他500億バーツは社会保障支出を重複して計上したものであり、残り2,160億バーツは債務保証や金利減免措置と、政策銀行や国有銀行による低利融資です。刺激策の一部は需要の先食いにつながり、低利融資は既存融資の借換えに使用される見込み。政府は刺激策によるGDP成長率押し上げ効果を+0.5ptと試算するものの、実際の押し上げ効果はこれを下回ると予想されます。

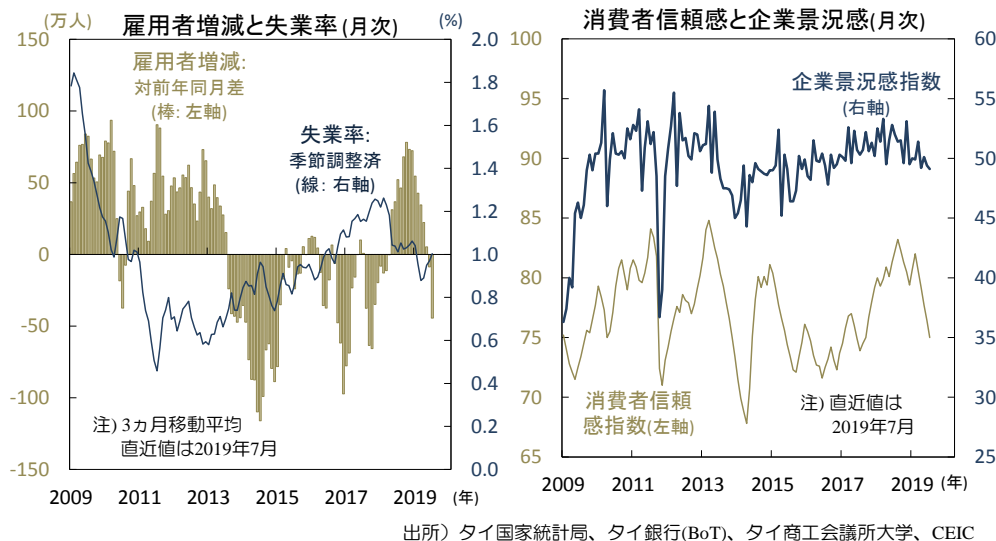
今後も、世界景気の鈍化に伴う輸出の低迷が景気を下押しするでしょう。輸出部門の設備稼働率は低下し、設備投資が低迷。雇用環境の悪化も懸念されます。また、悪化する干ばつも景気を下押しする見込み。雨不足に伴って主要ダム貯水量が低下を続けるなど干ばつは深刻化しています。昨年は年前半に前年比+4.8%まで加速した成長率が年後半には+3.4%に鈍化。観光地でのボート転覆事故から中国人来訪者が急減した影響です。足元の景気は弱いものの、今年後半の成長率は前年の鈍化からの反動(ベース効果)によって押し上げられるため、成長率の底は今年4-6月期となるでしょう。

## ● 予想外の8月利下げを経て、年内に追加利下げを実施か

今年通年の経済成長率は+3.0%前後と昨年の+4.1%より鈍化し、来年も+3.2%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。

景気が鈍化を続ける中、タイ銀行(BoT)は今月7日の会合で政策金利を1.75%から1.5%に引下げ。Bloomberg集計では29社中27社が据置を予想と、予想外の決定でした。利下げは5対2で決定。2名の委員は据置を主張しました。BoTの声明は、今後の景気拡大の速度は前回の見通しを下回り「潜在水準を下回る」であろうと指摘。輸出の落込みが内需に(マイナスの)影響を与え始めたことが背景であるとして。前回と同様に民間投資は今後鈍化するとしつつ、民間消費も今後鈍化すると前回の「拡大を続ける」を修正。輸出部門を中心に雇用と所得が悪化する可能性を指摘しました。声明は、総合消費者物価は物価目標(+1~4%)の下限を下回ると、6月に公表した予想(同下限と同率)の下方修正したことを示唆しました。また、パーツ相場の上昇は経済に影響を与えかねないと懸念を表明。先週21日公表の議事要旨は今回の利下げがパーツ高圧力を幾分和らげるだろうとしました。景気悪化とパーツ高を懸念するBoTは年末までに政策金利を史上最低の1.25%へと引下げ景気の支援を図ると予想されます。(入村)

【図5】悪化する雇用環境(左)と低迷する消費者信頼感(右)



【図6】4年ぶりに利下げを実施(左)、低迷する消費者物価の伸び(右)



### ・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