2014.6　No.26

三井住友信託銀行

調査月報

SUMITOMO MITSUI
TRUST BANK

時論

アジア新興国を見る多様な視点……1

経済の動き

2014・2015年度の内外経済見通し
～賃金上昇で日銀物価目標は達成できるか～……3
経常収支が映す政情不安下のタイ懸念……13

時論

アジア新興国を見る多様な視点

約 1 年前の米国 FRB バーナンキ議長（当時）による量的緩和策（QE3）縮小の示唆発言以来、動揺が続いてきたアジア新興国の為替市場も落ち着きを取り戻しつつある。各国通貨の対ドルレートの推移を見ると、QE3 縮小示唆直前の水準との比較では、まだ 1 割程度低位にあるが、フラジャル 5 と取り沙汰されたインド、インドネシアも 2 月を底に上向き、フィリピン、タイも概ね横ばい圏内で推移している。実体経済面でも、IMF の世界経済見通し（4 月）によれば、アジア新興国の成長率は 2013 年:6.7%→2014 年:6.8%と、堅調なものとなっている。

アジア新興国（含む中国）の評価・評判は、2000 年代入り直後のバブル的な礼賛と期待から、リーマン・ショックで一部の国が少々冷や水を浴びた後、QE3 縮小示唆後の通貨下落を機に、インフラ整備の遅れ、構造改革の停滞、シャドーバンキングの存在等が大きく問題視されたり、「中所得国の罠」論を持ち出されたりで急落したが、最近はこれがやや鎮静化したりと、毀誉褒貶が誠に甚だしい。

今後もアジア新興国にかかる評価・評判のボラティリティは大きかろうが、次の諸点はそう大きく変わるものでも外れるものでもないと押えることができるだろう。

第一は、アジア域外のマネーの動きに翻弄されやすいという意味で、金融面の脆弱性は残存し、中国等一部の国を除けば、通貨のボラティリティも引き続き高いことである。

アジア新興国の世界の名目 GDP に占める割合は 2000 年の 15%から、足元では 25%前後まで高まったが、グローバルマネーフロー（ここではクロスボーダーの証券投資形態のものを指し、直接投資は含まない）の金融仲介という面では、実体経済面ほど存在感も実力も高まっていない。すなわち、グローバルマネーは①直接米国に、②欧州を経由して米国に、③欧州から欧州に向かい、さらに④米国からの還流の多くは欧州に向かっているーという基本的な姿は、リーマン・ショック前後でもさほどの変化は見られない。

アジア新興国は、域内の豊富な貯蓄が投資に向かう金融仲介機能がまだ弱く、域外マネーの変動に対する耐性は強いとは言えない。その主因である欧米とアジア新興国の金融市場の完成度の格差を勘案すると、こうした構造はまだ当分続くと見るのが自然であろう。米国 QE3 の手じまい後、政策金利上げが視野に入り、それに伴い米国長期金利の上昇ピッチが加速した際には、アジア新興国通貨には再度、下落圧力が高まる蓋然性も否定できない。

第二は、上記の問題意識が日本や韓国を含んだアジア地域各国で広く共有されており、その処方箋として、①域内の貯蓄と投資をつなぎ、域外マネーの流出入の影響を抑えることを企図した債券市場の育成、②有事の際の外貨流動性確保のための体制構築ーを柱とする取り組みが、域内挙げて強化・拡充されることである。

具体的には、①については ASEAN+3 における「アジア債券市場育成イニシアティブ（ABMI）」が推進している現地通貨建て債券の発行促進のためのインフラ整備等がある。同債券発行残高は 2000 年末の約 8400 億ドルから 2012 年末には約 6 兆 5000 億ドルへと急拡大した。②についてはチェンマイ・イニシ

ヤティブ（CMI）の拡充であり、資金総額は 1200 億ドルへ拡大し、マルチ化も実現するなど危機対応力を高めてきた。

こうした取り組みは、アジア新興国間で経済発展段階に大きな差があることから、現時点では経済成長ほどのピッチで進捗しているわけではない。しかし域内金融統合と金融資本市場の拡大については、南米・中東・アフリカといった他の新興地域と比較しても、各国並びに官民の連携度合いでは先行していると考えられ、大きな成長ポテンシャルを有していると言えよう。

第三は、アジア新興国においては、富裕層のみならず、中間層・準富裕層が爆発的に増加し、その絶対数も人類史上、空前のものになることである。これは、経済成長率が少々鈍化しようが、「中所得国の罠」に足を引っ張られようが、構造改革が遅れようが、政府部門で汚職と非効率が残ろうが、である。アジア新興国は世界の工場のみならず、世界の消費市場としても著しく拡大し、各国間の貿易関係も「地産地消」「需要と生産の好循環」色が強まり、先進国景気に頼らない域内自律的成長力が高まると考えられる。

これによって金融産業面では、消費者金融、年金・保険・投信など各種運用商品、超富裕層向けコンサルといった個人周りはもちろん、企業の設備・運転資金、インフラ整備等プロジェクトファイナンス資金、販売金融、売掛債権証券化、起債・増資など、企業回りでも多種多様な金融ニーズが高まる。こうした商機拡大を睨んだ各国の民間金融業界の業容拡大は、アジアの域内金融統合、資本市場の発展を後押しするだろう。

上記三点は独立事象ではなく、相互に影響し合う関係にある。第三の点「中間層・準富裕層の爆発的増加」は世界の企業家・投資家のアジア新興国への期待をつなぎ止め、第一の点「金融の脆弱性」を軽減させるかもしれないし、逆に流出入する域外マネーが急増することで「脆弱性」を高めてしまうかもしれない。またそのことは、各国が資本規制への傾斜を強め、第二の点「域内挙げての金融統合」を阻害するかもしれない。しかしそうなっても、第三の点がある限り、直接投資が拡大し、資本市場の未熟を補ってしまうかもしれない。

このように考えると、アジア新興国の先行き見通し、あるいは同地域における事業のリスクの見極めを行う際には、成長率等など主要マクロ指標だけでも、各事業・商品の市場といったミクロ目線だけでも、域内共通及び国別の政策ウォッチングだけでも十分ではなく、絶えず鳥瞰的・中期的・複層的視点からの現状把握と将来像をリバイスして行く必要があるように思う。

今日のアジア新興国への評価のぶれが大きいのは、そのような視点からの知見蓄積がまだ不足していることの表れなのかもしれない。

（調査部長 金木 利公　Kaneki_Toshikimi@smtb.jp）

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

2014･2015 年度の内外経済見通し

～賃金上昇で日銀物価目標は達成できるか～

＜要旨＞

日本の 2014 年 1-3 月期の経済成長率は前期比年率＋5.9%と、消費税率引き上げ前の駆込み需要もあって高成長となった。今後は、駆込み需要の反動減や消費税率引き上げによる実質所得目減りの影響が懸念材料だが、足許の労働需給逼迫を踏まえると、家計所得と消費の増加基調は続くだろう。景気回復持続と企業収益水準の上昇で、設備投資も増えていく。かかる国内経済の好循環に、米国景気回復の恩恵で輸出が勢いを増すことも加わり、2015 年度までの国内景気は回復基調を維持しよう。

消費者物価上昇率は、円安による物価押し上げという一時的要因の剥落によって、2014 年末にかけて前年比＋1%を下回る水準まで鈍化した後、持続的な賃金上昇を反映して 2015 年度にかけて再び高まっていく。但し企業の先行きに対する見方にまだ慎重な部分が残る中、賃金と物価の上昇ペースは緩やかなものに留まるため、消費税率引き上げの影響を除いた消費者物価上昇率は 2015 年度末でも＋1%前半となり、日銀物価目標達成と量的質的金融緩和からの出口が意識されるには至らないと予想する。

1. 2014 年 1-3 月期 GDP 結果

2014 年 1-3 月期 GDP 成長率は、前期比年率＋5.9%と高い成長率となった。需要項目別の動きを見ると、個人消費が前期比年率＋8.5%と、消費税率引き上げ前の駆込み需要で大幅に伸び、これが 1-3 月期の成長率を押し上げた最大の要因である。他の需要項目では、駆込み需要の影響が残る住宅投資は 9 四半期連続で増加した他、設備投資が同＋21.0%もの伸び率になったこともあって、国内民間需要の GDP に対する寄与度は＋7.3%ポイントと大幅なプラスとなった。

外需については、輸出の＋26.3%という伸び率に対して、輸入が駆込み需要の影響もあって＋27.7%とさらに高い伸び率になったため、寄与度は▲1.1%ポイントと足を引っ張ったが、全体としては消費税率引き上げ前の駆込み需要で高成長、という姿であった（図表1）。

図表1　日本の GDP 成長率と需要項目別の寄与度

（前期比年率、%）

	2013年 1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	2014年 1-3月期		
	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	伸び率	寄与度	
G D P	4.9	3.5	1.3	0.3	5.9	＋ 5.9	
個人消費	4.2	2.9	0.9	1.5	8.5	＋ 5.1	内需寄与度 ＋6.9%ポイント うち民需＋7.3P 公需▲0.4P
民間住宅	7.2	3.2	13.9	18.2	12.9	＋ 0.4	
設備投資	▲ 7.6	4.1	2.9	5.8	21.0	＋ 2.7	
民間在庫（年率兆円）	▲ 2.2	▲ 3.6	▲ 3.0	▲ 3.3	▲ 4.3	▲ 0.8	
政府支出	3.5	2.7	0.8	1.1	0.5	＋ 0.1	
公共投資	19.3	28.3	30.4	4.8	▲ 9.4	▲ 0.5	
財・サービス輸出	18.1	12.1	▲ 2.6	1.8	26.3	＋ 3.9	外需寄与度 ▲1.1%ポイント
財・サービス輸入	4.6	7.3	10.1	15.5	27.7	▲ 5.0	

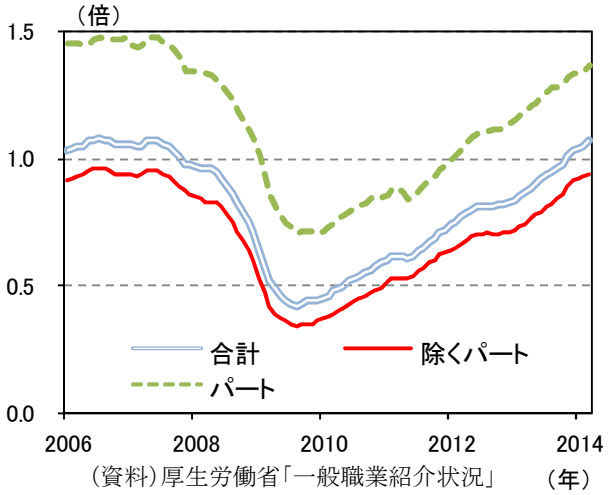
（資料）内閣府「国民経済計算速報」

2. 2015 年度までの内外景気見通し

(1)個人消費を巡る環境と先行き

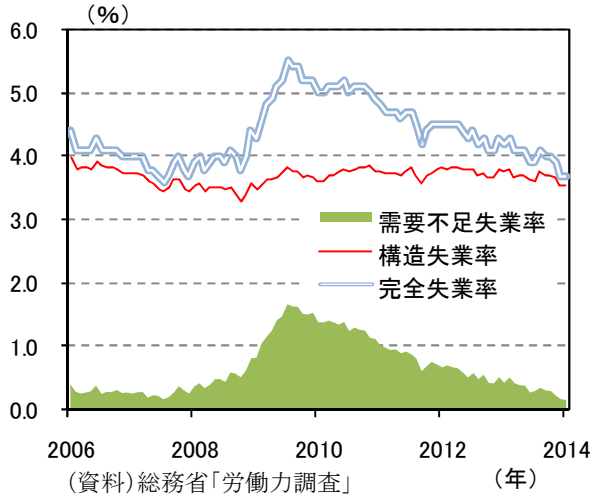
今後の懸念材料の一つは消費税率引き上げの影響、より具体的には駆込み需要の反動減と、税率引き上げによる家計実質所得目減りによってこの先の消費が減少トレンドに入る可能性であろう。この点については、家計所得の回復が続くことで、実質消費は実質所得目減り分だけ下方シフトはしても、反動減による落ち込みの後、消費は増勢を取り戻すと見ている。2014 年 3 月の有効求人倍率は 1.07 倍まで上昇し、パート労働者の倍率が 1.36 倍と先行して上昇している他、失業率は 3.6%と、3%台半ばと見られる構造失業率[1]に近づいている(図表2, 3)。

図表2　従業上の地位別有効求人倍率



(資料)厚生労働省「一般職業紹介状況」

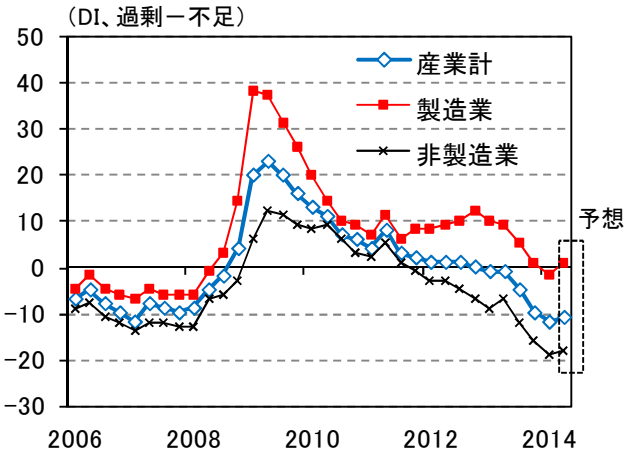
図表3　失業率の内訳推移



(資料)総務省「労働力調査」

企業部門が非製造業中心に明らかな人手不足の状態にあることに鑑みれば、雇用者はこの先も非製造業中心に増えていくだろう(図表4)。この結果、2015 年度にかけて失業率は3%台前半に低下していくと見込む。完全雇用の水準に近づいたことで、ここからの失業率低下ペースは鈍くなり、失業者プールは労働力の供給源になりにくくなるものの、40～50 歳前後の女性を中心とする非労働力人口が労働市場に参入してくることで、2015 年度までの雇用者増加が実現するだろう。

図表4　日銀短観　雇用判断DIの推移

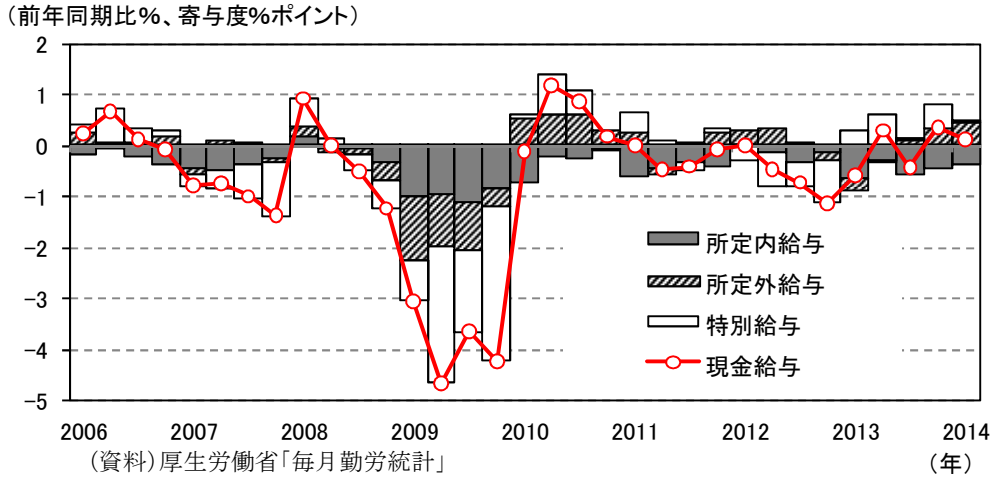


(資料)日本銀行「短観」

[1] 欠員と失業が等しく、需要不足による失業がない状態の失業率のこと。

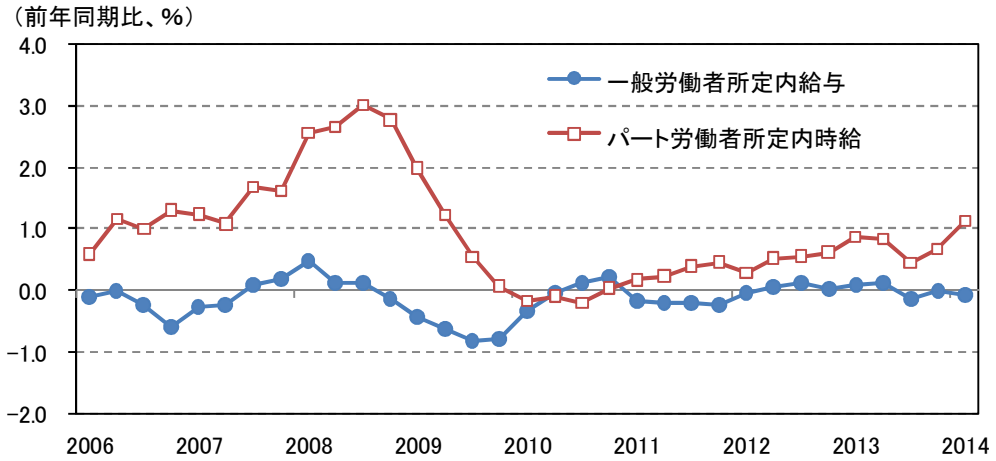
SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

需要不足による失業者が減少する中では、賃金上昇圧力も徐々に強まっていく。常用雇用者一人当たりの平均賃金において、所定内給与がまだ前年比マイナスで推移している理由としては、労働者に占めるパートタイム労働者の割合上昇で一人あたりの平均賃金が抑制されていることが大きい（図表5）。パート労働者のみの時間当たり所定内給与は前年比プラス幅を拡大させており、有効求人倍率に表れているパート労働力需給の逼迫を映じた動きとなっている。現在と同程度に労働需給が逼迫していた 2008 年と比べるとパート労働者時給の上昇率は明らかに低く、一般労働者の所定内給与伸び率も前年比＋0.5％前後まで上昇した 2008 年より低い（図表6）。但し 2008 年は直後にリーマン･ショックによって急激な景気悪化に見舞われたのに対して、今局面ではこの先も景気回復が見込まれるため、正社員･パート双方の賃金はこの先増加していくだろう。



（資料）厚生労働省「毎月勤労統計」

図表6　一般労働者･パート労働者別の賃金



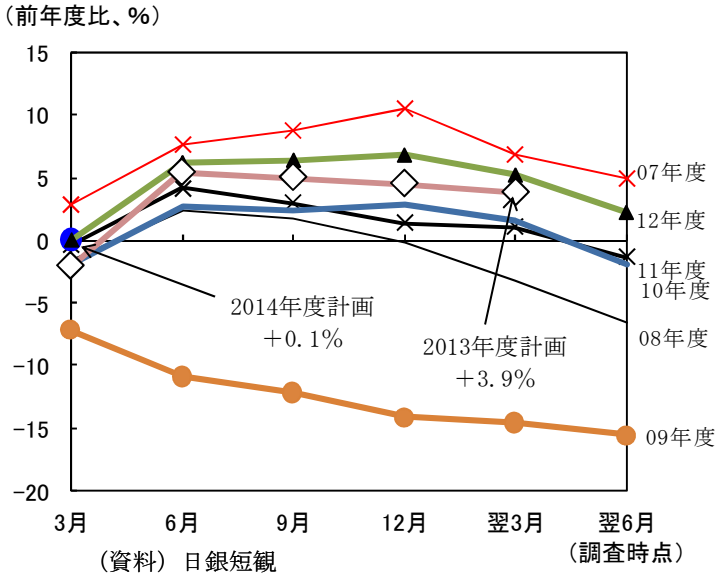
（資料）厚生労働省「毎月勤労統計」

かくして、2015 年度までの家計所得は雇用者数･一人当たり賃金の双方で増加していく。そして景気と所得環境の持続的な回復は消費マインドと消費性向を押し上げ、これらが消費を支える要因となる。2014 年 4 月と 2015 年 10 月の消費税率引き上げの際には、駆込み需要とその反動減、および税率引き上げ分の実質所得目減りで実質消費の下方シフトは起こるものの、増勢そのものは維持されるだろう。

(2)設備投資の先行き

1-3 月期 GDP における設備投資は前期比年率＋21.0%と非常に高い伸び率となったが、日銀短観の 2013 年度設備投資計画(大企業)が徐々に下方修正されていることは、企業の投資姿勢になお慎重な部分が残っていることを示す材料であり、年率 2 割という高い伸びがこのまま維持されるとは考えにくい。ただ、2012 年秋に始まった景気回復期間が 1 年半を超え、かつ企業収益が過去最高水準を更新していることに鑑みれば、この先国内企業の投資姿勢は徐々に前向きになり、設備投資は増加基調を辿ると見るのが自然であろう。3 月時点における日銀短観の 2014 年度設備投資計画は前年比＋0.1%と、過去数年と比べて遜色ない伸び率となっていることから、緩やかながらも増加していくことが期待できる(図表7)。増加ペースが緩やかなものに留まることで、回復の動きは持続的なものになる。2014 年度通期の設備投資は＋4.8%、2015 年度に入っても個人消費の伸びと輸出の緩やかな回復を受けて増加は続き、年度平均で＋1.9%を見込む。

図表７　日銀短観設備投資計画の修正パターン



(資料) 日銀短観

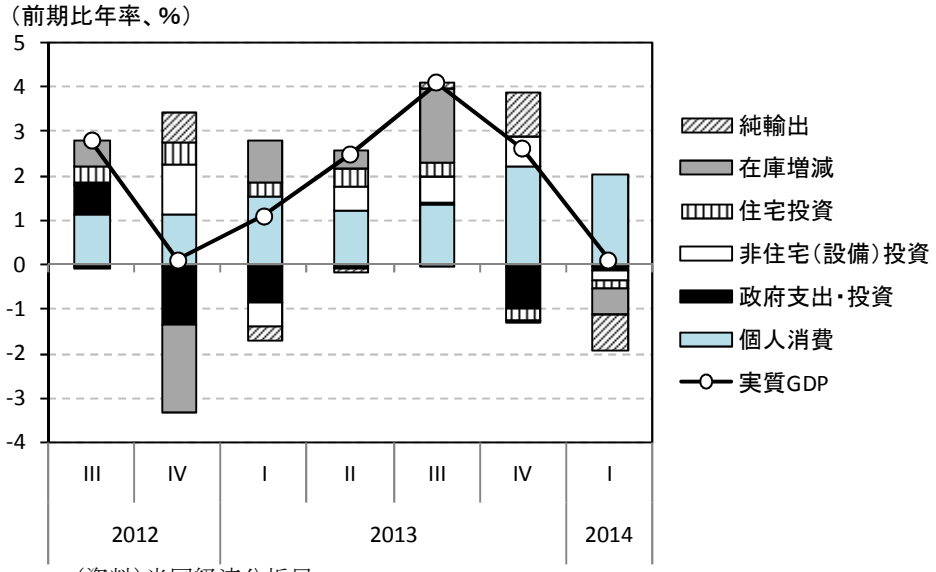
(3)海外需要環境

2014 年 1-3 月期 GDP における財･サービス輸出は前期比年率で＋26.3%と高い伸びになったが、通関統計など他の輸出関連統計を見る限り、実態はこれよりも弱く、1-3 月期はまだ横ばいの範囲内と判断すべきであろう。輸出回復の遅れの理由としては、①世界経済の拡大ペースが鈍いことや、②円安が進む中でも輸出価格をあまり引き下げなかったという輸出企業の価格決定行動、そして③情報通信機械部門中心とする国内生産能力の削減－などが指摘できるが、この先は①の要因、すなわち世界景気回復により、日本からの輸出は増加していくと見ている。

その中心となるのが米国である。米国景気に関しては、寒波の影響などで 2014 年に入ってからしばらくは弱い経済指標も散見された。しかし、雇用情勢の回復が続いていることに加えて、家計負債返済進捗･住宅･株価上昇といった家計バランスシートの改善にも支えられて、個人消費の GDP に対する寄与度は 2013 年 10-12 月期以降2%に達している(図表8)。設備投資は 1－3 月

期に前期比マイナスに転じるなどまだ安定した増加局面には入っていないが、消費の順調な伸びが続けば、企業収益や余剰資金がかなり高水準になっていることを見ても、この先米国企業の設備投資は増加していくと見る。そして債務上限問題など、米国財政の問題に起因する政府部門支出のマイナスが解消していることも、今後の米国経済成長にとって重要なプラス材料である。2014 年後半には米国経済成長率は年率＋3%に達し、以降その成長ペースを維持すると予想する。

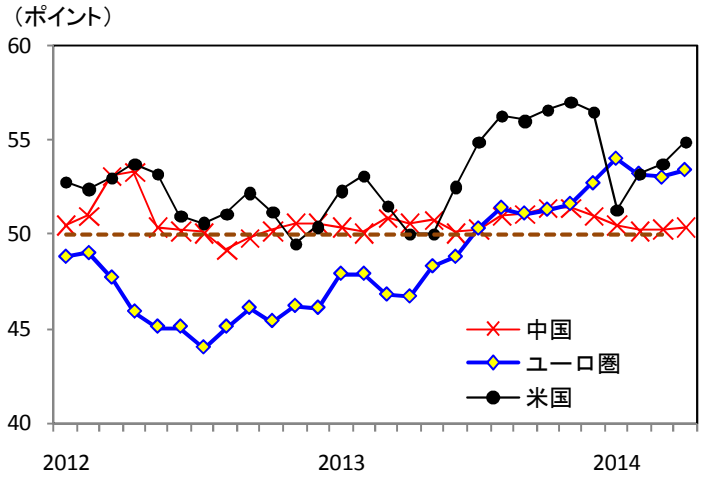
図表８　米国実質経済成長率の項目別寄与度



（資料）米国経済分析局

かかる米国経済の動きは、ようやく景気回復期に入ったユーロ圏や、景気減速した状態が続いている中国をはじめとするアジア経済にもプラス材料になる（図表9）。国によって米国との貿易パイプの太さに差があるため、米国の景気回復から受ける恩恵の大きさやタイミングに差は出るだろうが、世界経済全体としては米国に牽引されて回復していく。2014 年度以降は、日本からの輸出も増加局面に入っていくだろう。年度平均の実質輸出伸び率は 2014 年度が＋6.7%、2015 年度が＋5.2%と、8～10%強の増加率が続いていた 2000 年代前半には及ばないものの明確なプラスとなり、2015 年度にかけての国内景気を支える重要な柱の一つになるだろう。

図表９　米欧中の製造業 PMI 指数



（資料）Bloomberg

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

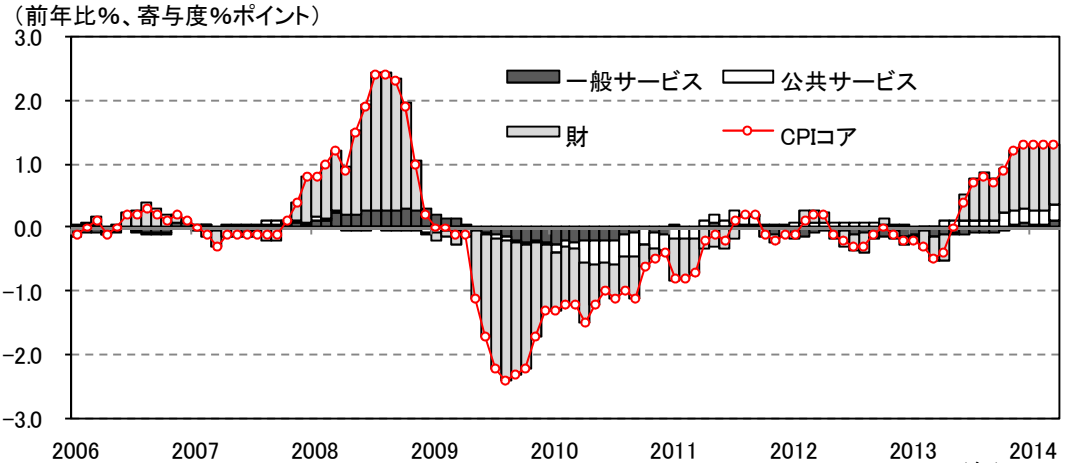
以上、2015 年度までの日本経済見通しをまとめると、国内では家計所得と個人消費、企業収益と設備投資がともに増加するという自律的回復の動きが続くことに加えて、米国を起点として広がっていく海外経済回復による輸出増加というプラス材料もあって、2015 年度まで景気回復基調が続くと見込む。2015 年 10 月の消費税率引き上げも予定通り行われ、それが景気回復の動きを損ねることも避けられよう。

年度平均で見た経済成長率は、2014 年度が消費税率引き上げ後の駆込み需要の反動があっても＋1.0%とプラスを維持し、2015 年度は個人消費・設備投資・輸出の支えによって＋1.2%と、0.5～1%とされる潜在成長率を上回る成長ペースが続くと予想する。

3. 消費者物価の見通し

消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合、以下「CPI コア」）の上昇率は 2014 年 3 月で前年同月比＋1.3%と、4か月連続で横ばいであった（図表 10）。足許の前年比上昇は、2012 年末以来の円安に伴う輸入価格上昇という一時的な要因によるところが大きく、2013 年末から円安進行に歯止めがかかっていることから、この先前年同月比で見る消費者物価上昇率は円安効果剥落によって 0.4～0.5%ポイント程度鈍化していくと見る。既に、輸入物価と企業物価の前年同月比上昇率は、2014 年に入ってから円安効果の一巡で低下し続けており、消費者物価上昇率も 2014 年夏から年末にかけて、前年比で＋1%を下回るところまで鈍化するだろう。

図表 10　消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）の推移



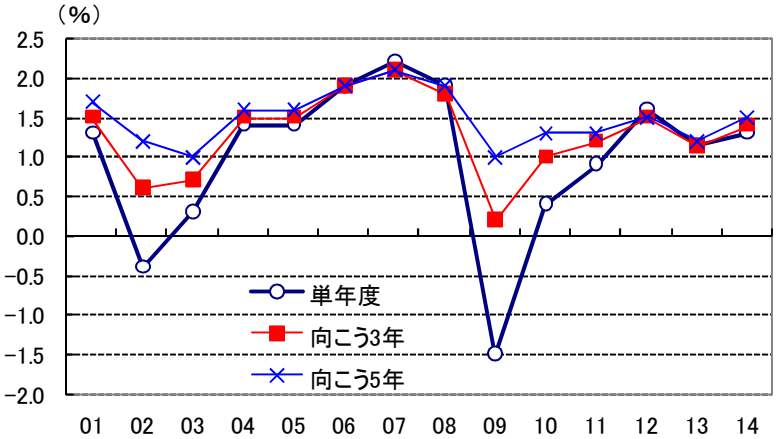
（資料）総務省「消費者物価指数」

円安効果という一時的要因の剥落が物価上昇率を鈍化させる一方で、労働需給逼迫に伴う賃金上昇は、2015 年末までという相対的に長い期間において、サービス価格中心とする消費者物価を押し上げる要因となる（前掲図表6）。この影響は、一旦鈍化した消費者物価上昇率が 2015 年に入ってから再び上昇する形で表れてくるだろう。

直近の国内企業の期待成長率が 2007～2008 年よりも低いことを見る限り、国内企業はまだ人件費増加に対する慎重な姿勢を残していると見られる（次頁図表 11）。これは先行きの売上数量に対して慎重な見方をしている企業がまだ多いことを示唆する材料であり、正社員・パートを問わず賃金上昇ペースはすぐには加速せず、緩やかに高まっていくと予想する。また、消費者物価全

体に占める一般サービス価格（持家の帰属家賃を除く）のウェイトは2割前後と低く、ここ数年間で最も伸び率が高かった2008年前半でもCPIコアに対する寄与度は＋0.3%ポイント程度であった。かかる材料を踏まえると、賃金上昇によるサービス価格中心とする消費者物価に対する押し上げ圧力は、一時的な要因であった円安と異なり持続的なものにはなるが、さほど強くはならないと見られる。

図表 11　国内企業の期待成長率



（資料）内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

景気と賃金の回復が続く中で、消費者の期待インフレ率もある程度上昇していくものの、そのペースは実際の物価上昇率と同じく緩やかなものとなろう。

以上、2015 年度までの消費者物価見通しをまとめると、前年比で見た上昇率は、2014 年度半ばに円安効果の剥落で一旦鈍化した後、2015 年度にかけて上昇していき、同年度末で＋1%台前半と予想する（消費税率引き上げの影響含めば＋2.7%）。日銀が目指す「消費者物価の前年比は、2014 年度から 2016 年度の見通し期間中盤頃に2%程度に達する」という状態には至らないだろう。

4. 金融市場の現状と見通し

（1）長短金利・金融政策

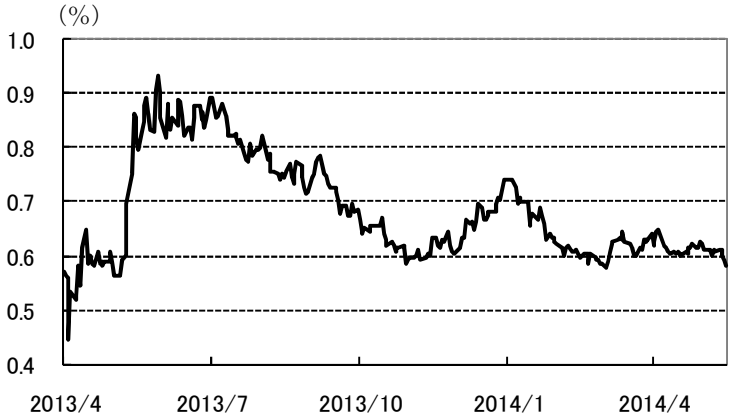
日銀の金融政策を占う上での最初のポイントは、2014 年半ば前後に訪れよう。すなわち、CPI コア上昇率が鈍化するかどうか、そして鈍化した場合の日銀の対応である。既に述べたように、当部は 2014 年度半ば頃から CPI コア上昇率が鈍化すると見ている。この場合、「2年程度（2015 年度内）で消費者物価上昇率＋2%」という物価安定の目標値から一時的に遠ざかるため、金融市場では追加緩和への期待が高まるだろう。この時に日銀が追加緩和に踏み切るかどうかについては、労働需給の逼迫を踏まえると賃金と物価の上昇が見込まれるため、物価安定目標は達成可能という考え方から、物価上昇率が鈍化してもすぐには追加緩和に踏み切らないと予想する。

しかし、その先の持続的な賃金・物価上昇が見込めるとしても、2014 年末になって CPI コアの前年比上昇率が＋1%前後に留まっていると、2015 年度内の消費者物価上昇率＋2%という目標達成の不確実性が高まってくる。日銀が物価安定を実現するまでの期間とした「2年」を重視する見方に立てば、2014 年末頃に追加緩和に踏み切る可能性が高いと考えている。

その後、2015 年度にかけて消費者物価上昇率のプラスは維持され、賃金上昇とともに CPI コア上昇率のプラス幅も高まっていくものの、そのペースは遅いため、2015 年度末までに日銀が目指す CPI コア上昇率＋2%が安定するには至らない。量的･質的金融緩和は 2015 年度末まで継続され、無担保コールレートは現状と同じく 0.1%を下回ったままで推移するだろう。

かかる政策金利環境の見通しを前提にすると、日銀の利上げに対する観測が強まるということによって長期金利が大きく上昇する可能性は低い。但し、緩やかながらも持続的な物価上昇率の高まりと、2014 年後半から景気堅調な米国での長期金利反転上昇する影響を受けて、長期金利は上昇していく。5 月下旬に 0.6%をやや下回っている 10 年国債利回りは、2014 年度末に 0.8%前後、2015 年度末に1%台前半までのペースで上昇していくと見込む（図表 12）。

図表 12　日本の 10 年国債利回りの推移



（資料）Bloomberg

（2）為替レート

①円ドルレート

円ドルレートは、米国連邦準備理事会（FRB）による債券購入措置（QE）の規模縮小が決定された 2013 年末は1ドル＝105 円まで円安が進んだが、その後寒波による一時的な米国景気減速や、イエレン FRB 議長が利上げに対する慎重なスタンスを示す発言を行ったことで円高に戻り、5 月下旬は同 101～102 円前後で推移している（次頁図表 13）。この先は、米国景気の堅調な回復が続き、2014 年内に QE 終了、2015 年末前後と見込まれる利上げに徐々に近づいていくことで、円安基調に戻ると見る。2014 年後半から日本の CPI コア上昇率が鈍化する時に、追加緩和の期待が高まる一方で日銀が追加緩和に踏み切らなかった場合、日銀と金融市場の認識相違によって一時的に円高圧力が強まることも考えられるが、米国景気回復が続いて FRB による利上げが近づいているという認識がなされている限り、トレンドとしての円安は続こう。具体的水準としては、2014 年度末に1ドル＝103～105 円前後、2015 年度末はもう少し円安が進んで同 105～108 円程度を見込む。

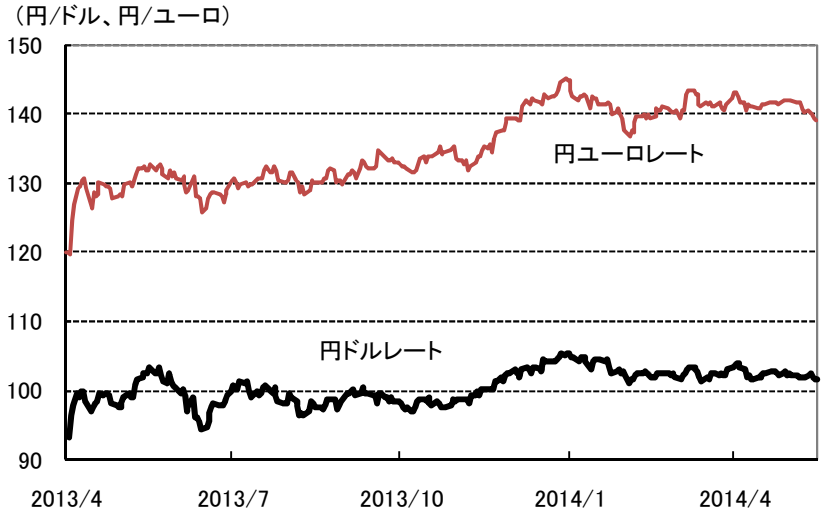
②円ユーロレート

2014 年以降のユーロレートは、対ドルで 1 ユーロ＝1.35～1.40 ドルの間を推移している。同 1.30～1.35 ドルの範囲を推移していた 2013 年後半までと比べると、ユーロ高圧力が強まっていると判断できる。ユーロ圏の景気が持ち直していることや、経常収支が改善していることがその背景にあ

るとみられ、対円でも 2013 年前半の 1 ユーロ＝130 円前後から、足許では同 140 円前後にユーロ高が進んでいる（図表 13）。

今後は、米国経済回復の直接・間接の恩恵を受けて景気の持ち直しが続き、経常収支が再び赤字に振れることもないとすると、ユーロ高圧力が残ることとなるが、多くの国で失業率水準がなお高く経済全体の余剰生産能力が残っているため、ディスインフレ懸念が払しょくされるまでにはまだかなりの時間を要しよう。かかる環境下で欧州中央銀行は、6 月初めにも追加的な金融緩和に踏み切ると見られていることを踏まえると、これ以上大幅にユーロ高が進むシナリオは想定しにくい。2015 年度までのユーロレートは、景気堅調な対ドルでは下落基調、対円では 135～145 円での推移を見込む。

図表 13　円ドルレートと円ユーロレート



（資料）Bloomberg

5. 2015 年度までのメインシナリオからの下振れリスク要因

以上の内外経済・金融市場のメインシナリオから外れるリスク要因として重要なのは、2012 年末から進んだ円安・株高によって改善した家計と企業のマインドが、悪化に転じる可能性であると考えている。

そのきっかけとして考えられるシナリオの一つが、海外経済の成長鈍化である。特に米国景気が減速した場合は、米国金利の低下が円高・株安をもたらし、消費マインド悪化が個人消費の下押し圧力になる。個人消費が減少トレンドに入れば、企業による賃金引き上げも止まり、円高による輸入価格下落もあって再びデフレ状態に戻る可能性が高くなる。「マインド」という不安定な性格を持つものに依った今回の景気回復が抱える脆さと言える。海外経済の下振れは、日本の外需を減らすのみならず、マインド悪化を通じた内需減少と物価下落にもつながる点で、二重・三重の意味でのリスク要因になっている。

経済調査チーム　　花田 普：Hanada_Hiroshi2@smtb.jp
登地 孝行：Toji_Takayuki@smtb.jp

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

総括表　2014・2015年度の内外経済見通し

（作成日：2014年5月23日）

	2014年度		2015年度		2014上	2014下	2015上	2015下
	実額	前年度比%	実額	前年度比%				
＜実質･2000年基準＞								
国内総支出	535.0	1.0	541.5	1.2	0.2	0.7	0.9	-0.1
					1.2	0.9	1.6	0.8
民間最終消費	314.7	-0.5	317.4	0.9	-1.5	0.5	1.0	-0.8
					0.0	-1.0	1.5	0.2
民間住宅投資	15.0	0.7	14.9	-1.1	-2.5	-0.5	2.0	-5.4
					4.8	-3.0	1.4	-3.5
民間設備投資	73.0	4.8	74.4	1.9	2.5	0.6	1.0	1.2
					6.8	2.9	1.6	2.3
民間在庫品増加(実額)	-2.2	寄与度 0.3	-2.1	寄与度 0.0	-2.3	-2.2	-2.3	-2.0
政府最終消費	103.5	0.8	104.2	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
					0.9	0.7	0.6	0.6
公的固定資本形成	23.7	1.1	23.4	-1.2	-0.7	0.9	-0.6	-1.8
					2.4	0.2	0.4	-2.3
財貨･サービス輸出	90.8	6.6	95.4	5.1	4.0	2.0	2.6	3.0
					7.2	6.0	4.6	5.7
財貨･サービス輸入	82.9	6.2	86.1	3.8	1.4	1.5	2.3	1.5
					9.7	2.9	3.8	3.8
内需寄与度	1.2	民需 1.5	1.1	民需 1.1				
外需寄与度	-0.1	公需 -0.3	0.1	公需 0.1				
＜名　目＞								
国内総支出	494.3	2.6	503.0	1.8	1.7	0.8	0.9	0.9
					2.6	2.6	1.7	1.8
ＧＤＰデフレーター	92.4	1.6	92.9	0.5	1.4	1.7	0.1	1.0
企業物価　＊(10年=100)	106.5	4.0	108.6	2.0	3.9	4.1	0.9	3.1
輸出物価　＊(10年=100)	109.8	1.6	112.6	2.6	1.8	1.3	2.3	2.8
輸入物価　＊(10年=100)	127.7	2.2	132.5	3.8	3.2	1.2	3.1	4.5
消費者物価　＊(10年=100)	103.4	3.0	105.3	1.8	3.1	2.8	1.0	2.6
鉱工業生産　＊(10年=100)	103.1	4.2	109.6	6.2	4.8	3.7	6.8	5.7
失業率　(%)	3.5	-0.4	3.3	-0.2	3.5	3.5	3.4	3.3
雇用者数　＊(万人)	5,600	0.7	5,628	0.5	0.7	0.7	0.5	0.5
1人当雇用者報酬伸び率＊(%)	0.2	―	0.5	―	0.2	0.2	0.5	0.5
新設住宅着工戸数（万戸）	89.3	-9.6	87.1	-2.4	86.7	91.5	93.4	80.8
貿易収支　(10億円)	-13,091	―	-12,632	―	-6,251	-6,840	-6,374	-6,259
輸出　＊(10億円)	75,001	7.4	79,928	6.6	7.9	7.0	5.9	7.2
輸入　＊(10億円)	88,091	9.2	92,560	5.1	13.7	5.2	5.3	4.8
第一次所得収支　(10億円)	16,973	―	17,584	―	9,195	7,779	9,494	8,090
経常収支　(10億円)	1,959	―	3,035	―	1,992	-33	2,148	887
ﾏﾈｰｻﾌﾟﾗｲ ＊(M2､兆円)	883.8	3.5	907.5	2.7	3.7	3.3	2.9	2.5
円/ドルレート（円、期中平均）	102.8	―	105.5	―	102.4	103.3	104.8	106.3
輸入原油価格（ﾄﾞﾙ／ﾊﾞﾚﾙ）	109.9	―	114.8	―	107.7	112.0	113.8	115.8
米国実質GDP(10億ドル)	16142.6	2.4	16642.6	3.1	1.6	3.2	3.1	3.0

（注）GDP項目の実額の単位は兆円、半期別成長率は上段が季調済前期比、下段は前年同期比。内外需寄与度はGDP前期比に対するもの。
＊印は前年同期比、消費者物価は生鮮食品を除くベース。半期の住宅着工戸数は季調済年率。
米国は暦年ベース、半期別成長率は年率換算。

（期間平均値）

	2014/4-6	7-9	10-12	2015/1-3	4-6	7-9	10-12	2016/1-3
コールレート(無担保･翌日)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
10年国債利回り	0.65	0.68	0.73	0.78	0.85	0.94	1.01	1.09
円ドルレート	102.6	102.3	102.9	103.6	104.4	105.1	105.9	106.6

→予測

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

経常収支が映す政情不安下のタイ懸念

＜要旨＞

タイでは今月に入って政情不安が高まり、この影響で実体経済の悪化も顕著になっている。さらに2012年末から経常収支が赤字に転じており、ここにタイ固有の問題が重なることで、海外投資家から厳しい評価を受ける懸念がある。

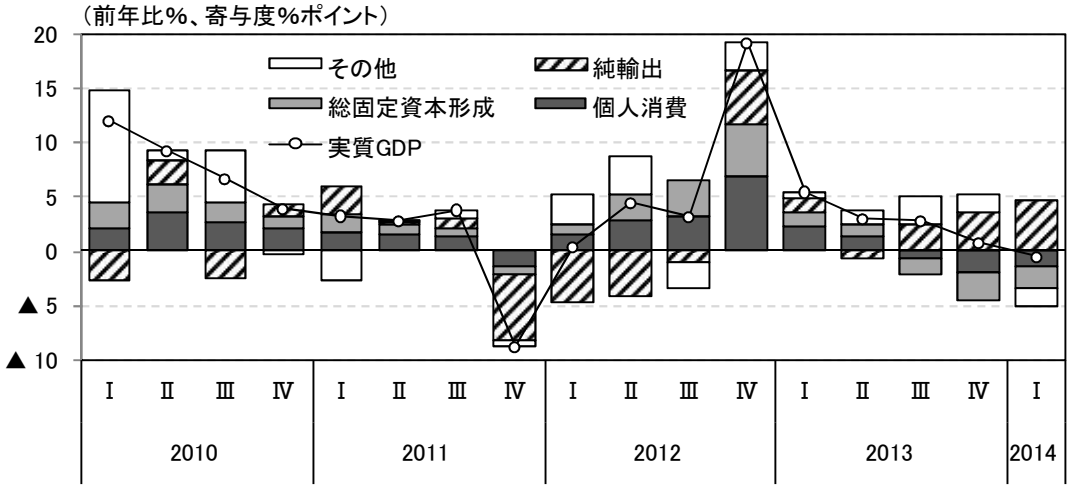
この観点からタイ経常収支の中身をみると、貿易収支は米国の景気回復が今後プラス材料になる一方、中国の景気減速や通貨安による燃料輸入の高止まりによって、かつてほどの黒字幅は期待できない。所得収支も配当金の支払い増加で赤字幅の拡大が続いている。さらに観光客の増加によって2013年から黒字に転じたサービス収支も、政情不安により赤字となろう。これらの組み合わせを考えると、タイの経常収支が赤字に転落する可能性もゼロではなく、国内経済が脆弱で経常赤字が続く新興国が狙い撃ちされたように、タイでも急激な通貨安が発生しやすくなるリスクに留意したい。

1．タイにおける政情不安の高まりと経常収支の動き

昨年後半以降、タイで政情不安が続いている。タクシン元首相の復権に繋がる恩赦法案が議会へ提出されたのをきっかけに首都バンコクで大規模な反政府デモが発生したのが発端である。今年2月に実施された下院総選挙はデモ隊の妨害により無効となった他、今月20日には反政府デモによる治安悪化を理由にタイ全土に戒厳令が発令され、その2日後には軍によるクーデターが宣言されるなど政情はさらに混迷を深めている。

かかる状況下、2014年1-3月期の実質経済成長率は、前年比▲0.6%（前期比年率▲8.2%）と洪水被害が発生した2011年10-12月期以来のマイナスに落ちこんだ（図表1）。内訳を見ても個人消費と総固定資本形成が前年比マイナスとなり、プラスに寄与している純輸出も輸入の減少によるところが大きく、政情不安による影響が実体経済にも及んでいることが確認できる。

図表1 実質GDP成長率の寄与度分解（タイ）

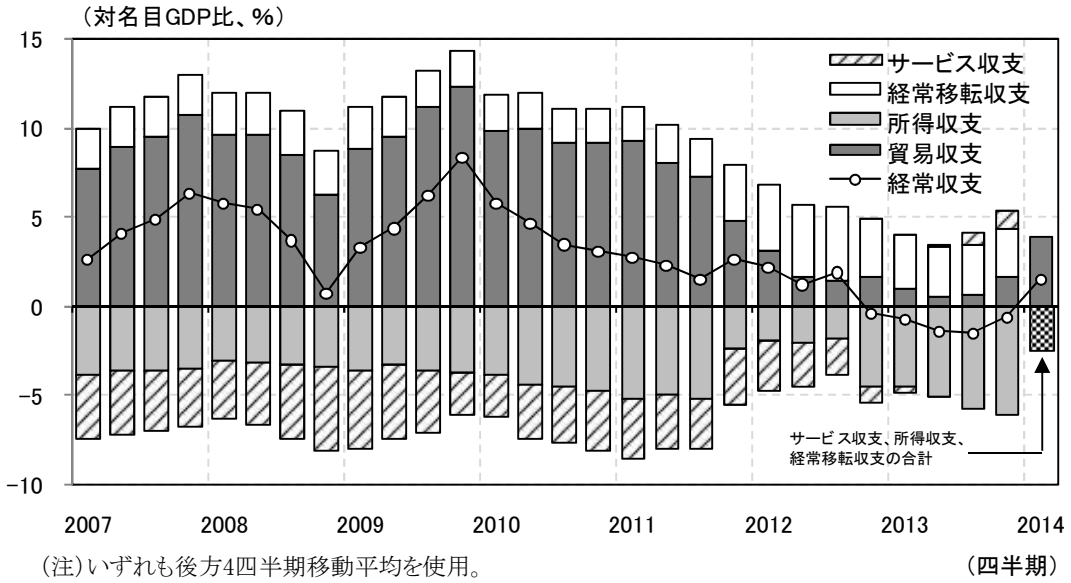


（注）その他には政府消費、在庫品増加などが含まれる。
（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

政情不安とそれによる景気低迷が今後も続き深刻度を増すようであれば、海外投資家からのタイ経済に対する見方が厳しくなり、海外資金の流出や急激な通貨安の懸念が高まりやすくなる。2013年5月に米国での債券購入措置（QE）の規模縮小観測が強まった際も、アジアを中心とする複数の新興国で海外資金の流出懸念が高まり通貨が大幅に下落した。

この時、通貨下落幅が特に大きかったのはブラジルやインドといった慢性的な経常赤字を抱える新興国であり、タイの通貨下落幅はマレーシアなど経常黒字国とさほど変わらなかった。しかしタイの経常収支は2012年10-12月期以降、移動平均でみて5四半期連続の赤字に陥っている（図表2）。足元2014年1-3月期こそ輸入減少による貿易収支の黒字幅拡大で、経常収支は黒字を回復しているものの、今後再びタイの経常収支が赤字に転落することも考えられる。ここに景気低迷や政情不安の深刻化が重なると、QE縮小といった海外要因ではなくタイ固有の要因によって市場から厳しい眼を向けられ、経済金融が大きな打撃を受ける恐れが高まる。そこで本稿ではタイの経常収支の現状と先行きについて、政情不安との関連も含めて見ていきたい。

図表2 経常収支の内訳



（注）いずれも後方4四半期移動平均を使用。
（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

2. タイ経常収支の内訳

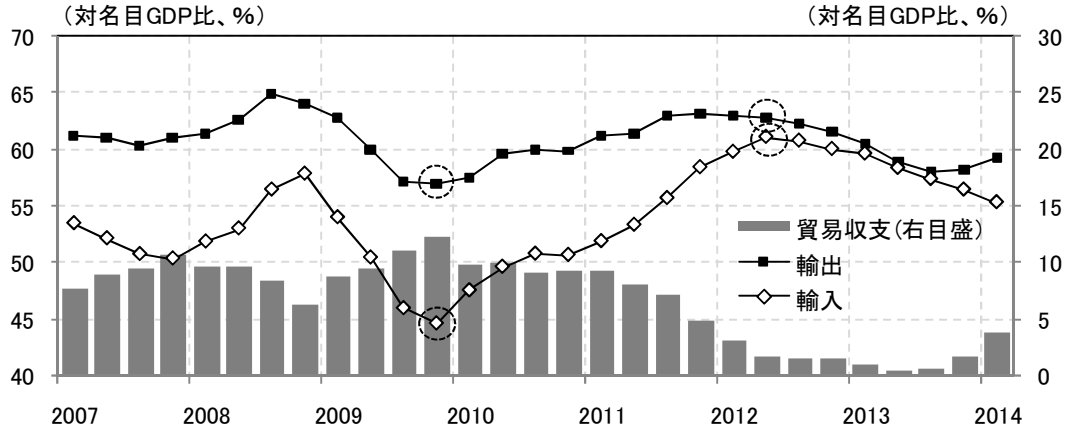
（1）貿易収支

タイの貿易収支はこれまで対名目GDP比で10%近くの黒字を確保し、経常収支全体の黒字に大きく寄与してきた（図表2）。その後2011年後半に発生した洪水被害の影響で貿易黒字は一時ゼロ近傍まで低下し、直近も洪水被害以前の水準にまでは回復していない。

このような貿易収支の黒字幅縮小はどのようにしてもたらされたのだろうか。これを確認するため貿易収支を輸出と輸入のそれぞれに分けてみたのが図表3である。まずリーマン・ショック後とその後の急速な景気減速が続いた2009年10-12月期までは、輸出と輸入の双方が対名目GDP比でほぼ平行に動いていることが分かる。しかしながらその後の回復局面では輸出に比べ輸入の上昇

ピッチが速く、結果として貿易収支の黒字幅は大幅に縮小している。そして輸入がピークを迎える2012年4-6月期を過ぎた辺りから、再び両者は同じように動いている。

図表3 貿易収支の内訳



（注）いずれも後方4四半期移動平均を使用。
（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

ではこのリーマン・ショック後の回復局面から2012年の半ば頃までの間にタイの輸入が急速に伸びたのはなぜだろうか。この間の輸入の動きを財別にみると、資本財と燃料がそれぞれ4%ポイントも伸びてきていることが分かる（図表4）。このうち資本財の輸入増加はリーマン・ショック後の景気刺激策として実施された1兆4000億バーツを超えるインフラ整備や、2011年に発生した洪水被害の復興需要などによる設備投資増加が影響した可能性が高い。

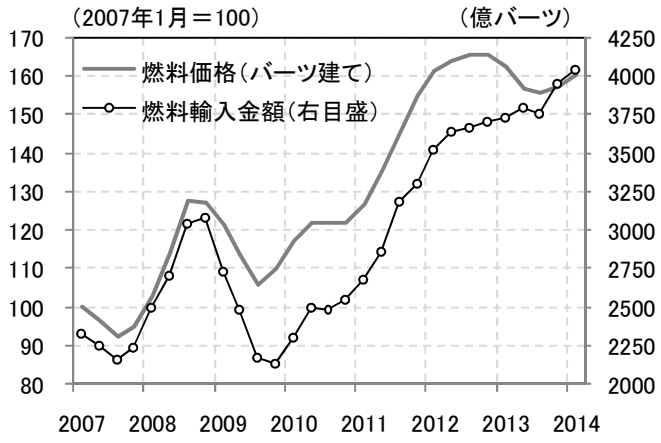
図表4 輸入の内訳

（名目GDP比、%）

		2009年 10-12月期	（変化幅）	2012年 4-6月期
消費財		4.2	(1.0)	5.2
原材料・中間財		31.3	(8.2)	39.5
	燃料	9.4	(4.1)	13.5
	電子部品	7.9	(▲0.4)	7.5
資本財		11.3	(4.0)	15.4
その他		▲ 2.3	(3.2)	1.0
輸入合計		44.6	(16.5)	61.1

（注）その他には国際収支調整分が含まれる。
（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表5 燃料価格と燃料輸入金額



（注）いずれも後方4四半期移動平均を使用。
（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

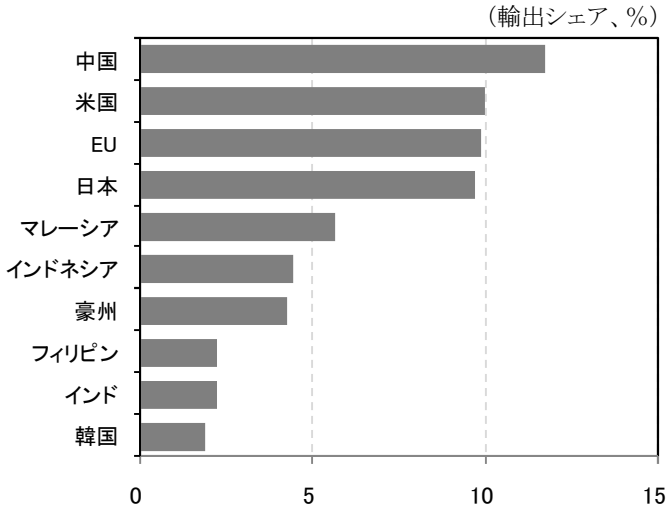
そしてこの間、もう一つ大幅に増加した燃料輸入は、通常であれば燃料価格の上昇によって需要量は幾分抑えられるはずであるが、タイでは燃料補助金等により価格が低く抑えられているため、価格上昇が必ずしも需要量の減少に繋がっていない可能性がある。このためバーツ建て燃料価

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

格の上昇に合わせて輸入金額も増加を続けており（図表 5）、さらにインラック前政権によって実施された、物品税還付による自動車購入促進策がガソリン需要を増大させ燃料輸入をさらに押し上げた可能性も指摘できる。今後の燃料輸入金額は市場価格や為替動向にも左右されるが、最近の政情不安を考慮するとこの先も通貨安により燃料輸入額が増え続ける可能性がある。

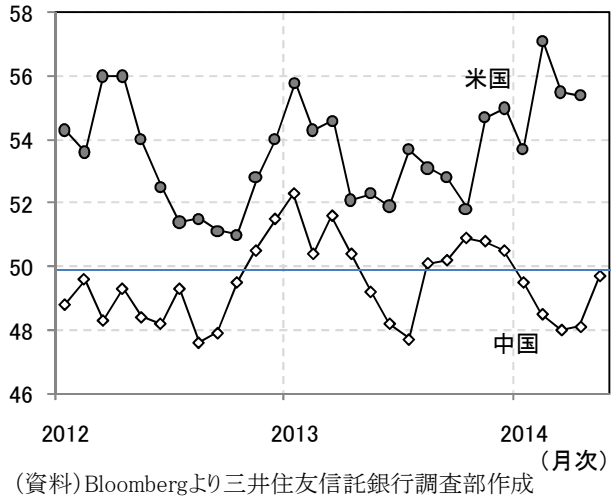
輸出についても輸入と同じ期間で見ると、ASEAN 域内向けや中国向けが拡大した反面、欧州向けや米国向けが伸び悩んだことで全体の伸びも抑えられている。今後は景気が堅調に回復を続けている米国に加えて日本向けの輸出も回復していけば、貿易収支の黒字幅を押し上げる要因となるが、他方で景気減速が続いている中国やインドネシア向けの輸出は弱い動きを続ける可能性がある（図表 6、図表 7）。

図表 6 タイの輸出先シェア（2014 年 1-3 月期）



（注）いずれも後方4四半期移動平均を使用。
（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表 7 製造業 PMI（米国＆中国）



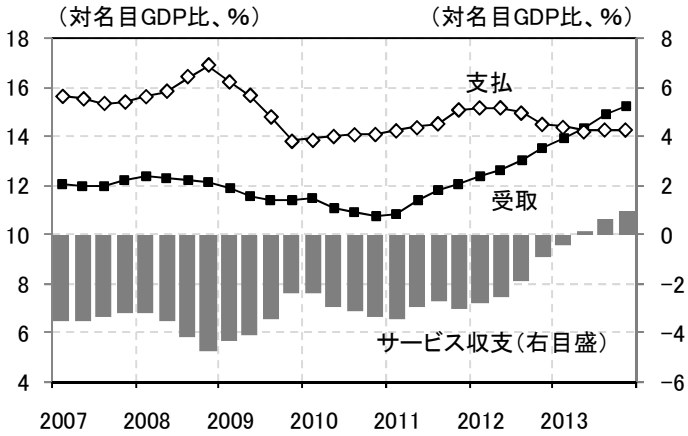
（資料）Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

この先の貿易収支は輸出先の景気次第の面が強く、日米の景気回復を見込むと貿易収支が大幅なマイナスに陥る可能性は低いものの、燃料輸入額の高止まりや輸出先シェアが最も大きい中国やインドネシアを始めとするアジア向け輸出の伸び悩む可能性を考慮すると、2009 年以前のような経常収支の黒字幅を確保することは難しいだろう。

（2）サービス収支

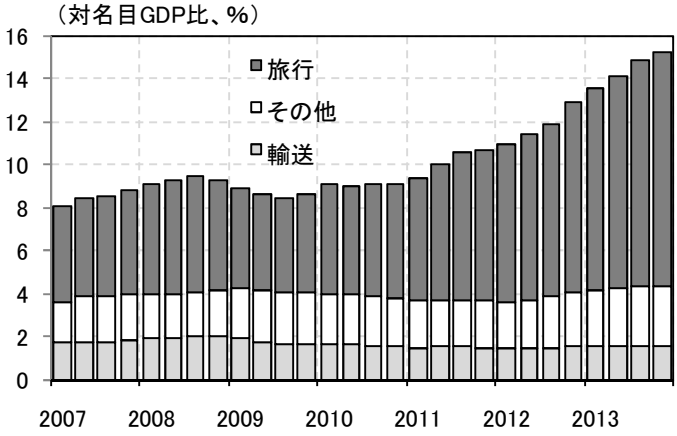
赤字が続いていたサービス収支は 2013 年に入って黒字になり、経常収支に対するプラス要因に転じた。これはサービスの受取が大きく増加したことが主因であり（図表 8）、その中身をみると個人旅行客からの受取額の増加がここ数年著しく、政府による積極的な観光促進策が功を奏しているとみられる（図表 9）。しかしこの先、足元の政情不安が長期化し深刻さを増していくようであれば、タイへの観光客が減少し、再びサービス収支が赤字に戻ることは避け難い。

図表 8 サービス収支



（注）いずれも後方4四半期移動平均を使用。
（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表 9 サービスの受取

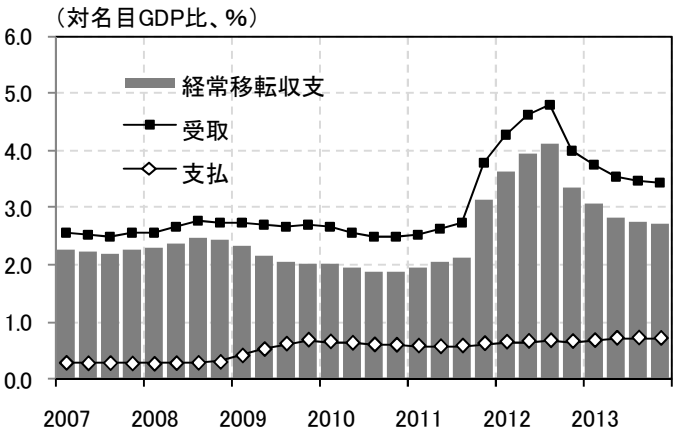


（注）いずれも後方4四半期移動平均を使用。
（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

(3)経常移転収支（第二次所得収支）

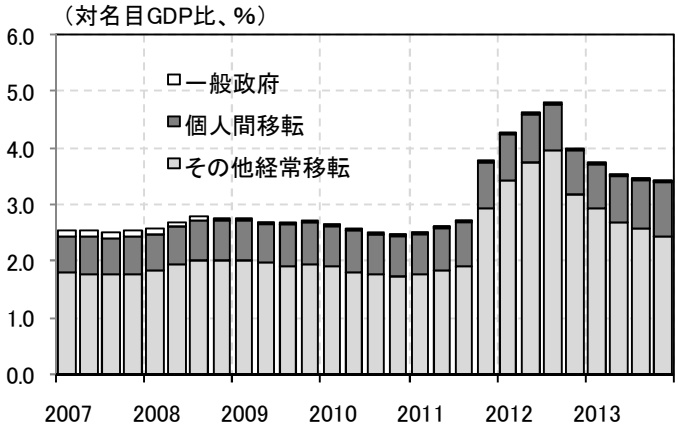
経常移転収支は 2007 年以降、対名目 GDP 比＋2%前後で推移していた（図表 10）。2011 年のタイ洪水を境に受取額が急増し、経常移転収支の黒字幅は同＋4%程度に拡大している。受取の中で大幅に増加しているのはその他経常移転であり、タイの洪水被害に関連する災害援助金や損害保険金の受取が増えたことが背景にあるとみられる（図表 11）。もっとも、その他経常移転の受取増加も一時的なものであり、今後は以前の水準である対名目 GDP 比 GDP＋2%前後まで低下していくことが予想される。

図表 10 経常移転収支



（注）いずれも後方4四半期移動平均を使用。
（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表 11 経常移転の受取



（注）いずれも後方4四半期移動平均を使用。
（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

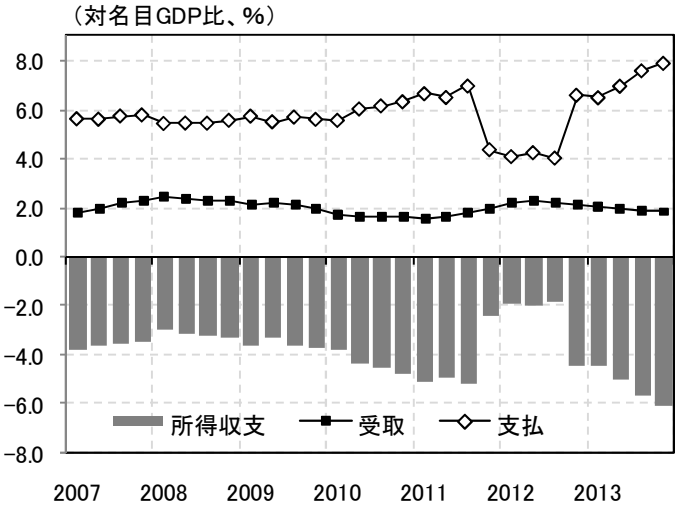
(4)所得収支（第一次所得収支）

ここ数年、目立って赤字が拡大してきたのが所得収支である（図表 12）。これは支払いの増加によるもので、タイ洪水直後に再投資収益が大きく減少した時期を除けば一貫して増え続けていこ

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK

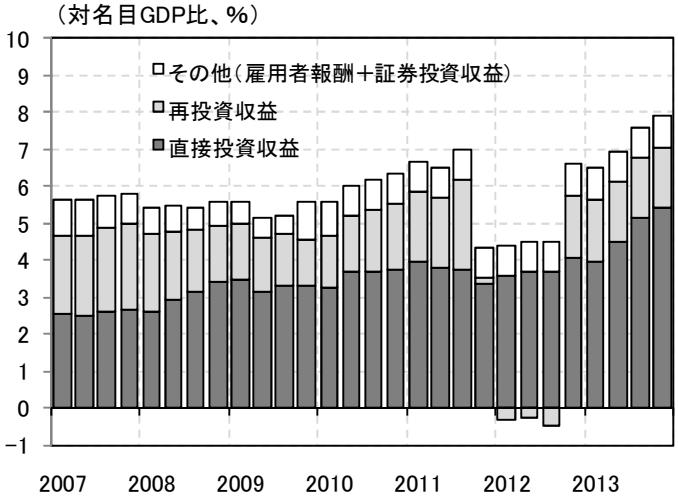
とが分かる（図表 13）。内訳を見ると支払のうち特に増加しているのが、タイに存在する企業が支払う配当金を中心とする直接投資収益であり、タイに進出した海外企業が本社に対して利益を還元しているものと考えられる。日本を中心とした海外からの直接投資に頼ったタイ経済成長のスタイルが短期的に変わるとは考えにくく、したがって海外への配当支払い、ひいては所得収支の赤字拡大は今後も続くとみられる。

図表 12 所得収支の内訳



（注）いずれも後方4四半期移動平均を使用。
（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表 13　所得の支払



（注）いずれも後方4四半期移動平均を使用。
（資料）CEICより三井住友信託銀行調査部作成

3．タイ固有の問題で高まる同国経済の脆弱性

以上のように、タイの経常収支の中身を見ると、貿易収支については日米向けの輸出増加がプラス要因となる一方、中国アジア向けの輸出は伸び悩む可能性もあり、通貨安で燃料輸入が高止まれば大幅な黒字は期待できない。2011 年の洪水以降、受取が拡大した経常移転収支も今後は平時のレベルまで縮小していくと見られる。ここ数年赤字幅が拡大した所得収支も、海外からの直接投資に依存した経済成長を続ける限り、海外への配当流出で赤字幅は拡大していくだろう。そして最近赤字から黒字に転換して経常黒字を支える要因となったサービス収支も、政情不安が長期化・深刻化するようであれば、再び赤字に転じる可能性が高くなる。

これらの組み合わせを考えると、今後のタイ経常収支全体が再び赤字に戻る可能性はゼロではない。1997 年からアジア通貨危機で大きなダメージを受けたタイは、その教訓から十分すぎるほどの外貨準備高を保有していることもあって、再び同じ規模の危機に陥ると見るのは現実的ではない。しかし、経常収支基調の変化に政情不安、実体経済の悪化といった同国固有の問題が重なると、国内経済が脆弱で経常赤字が続く新興国が狙い撃ちされたように、タイでも急激な通貨安が発生しやすくなるリスクには留意が必要である。

（経済調査チーム　鹿庭 雄介：Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp）

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。