

バートのパラドクス：強い通貨、弱い資本の“謎”を読み解く

Dai Kadomae, CFA, CPA

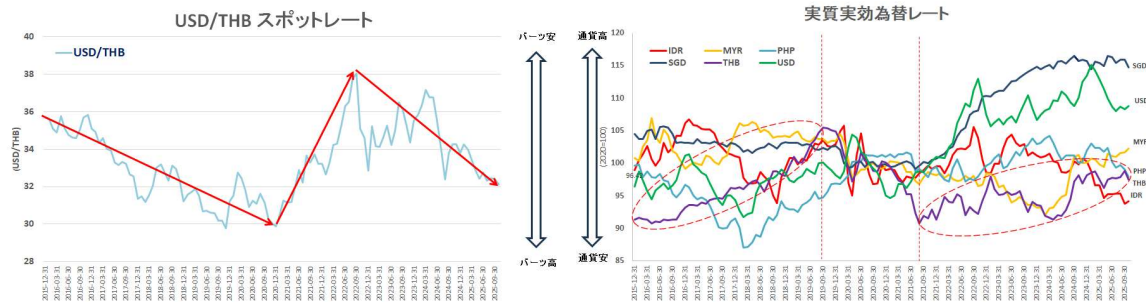
2025 年も早いものでもう師走、タイも乾季に入りいよいよハイシーズンを迎えているが、世界経済は今年 4 月のトランプ関税を皮切りに米中の経済覇権争いの激化や保護主義の台頭、マルチラテラリズムの弱体化、国際紛争を背景とするグローバルサプライチェーンの再編が急速に進行し、不安定な状況が続いている。この中で China+1 として経済成長を維持してきた ASEAN にも大きな戦略転換が迫られている。とりわけ、GDP のそれぞれ約 65%、10% 近くを占める輸出、観光収入といった外需に大きく依存するタイ経済の先行きは政情不安の高まりとともに益々不透明な状況にある。現政権は国民の足下の経済不安に対する緩和策を優先しつつも、周辺の ASEAN 新興国と比較して見劣りする生産性や設備投資の停滞、また少子高齢化の進展といった構造的な課題に対処するビジョンや方向性を打ち出せていない。

このような状況を反映するタイバート（THB）の動きを見ると 2025 年は対米ドルで THB が 10% 以上も上昇、年初から本稿執筆時点まで対ドルで 32~34 バートのレンジを行き来している。12 月に入ってから対ドルで 32 バートを割り込む局面もあり、タイ工業連盟（FTI）はこの状況が続けば輸出セクターや観光業に悪影響を与えるとして懸念を表明している。同連盟はタイ製造業セクターの競争力維持の観点から 34~35 バートを適正水準としているが、問題はベトナム・ドンやインドネシア・ルピア等が対ドルで下落しているのとは対照的にバート高が際立つ点だ。

本稿では、弊社 GARYO FINANCE が独自に構築する ASEAN 各国の国際収支データや金融統計データを用いつつ、タイに進出する本邦企業および関係者が注視するバートの動向やその背後に潜む構造的な要因を俯瞰してみたい。

1. バートの真の実力—名目の強さと実効レートギャップ

過去 10 年のスパンで見ると 2022 年 9 月末に対ドルで 38 バートを超える水準までバート安となった局面もあったが、2024 年 4 月以降はバート高がじわじわと進行した。この展開は昨今のバートの安全資産としての一面を示すとも考えられるが、一方で国際競争力をよりの確に反映する実質実効レート（主要通貨に対する相対的な通貨の値動きを各国との貿易量やインフレ率の差異で調整した指標）で見たバートの価値は過去 1 年ではあまり変化しておらず、ASEAN の他の国と比べても特段高いわけではない。このことは名目のバート高が必ずしも輸出競争力の低下とイコールではなく、家計債務の増大（GDP の約 9 割）による購買力の弱まり、国内 e-commerce プラットフォーム等で大量に出回る安価な中国製品の存在といった要因が国内のインフレ率を抑制し、結果として実質実効レートの上昇を抑える方向に作用していると考えられる。従って、バートの「強さ」は投資家目線で見た安全資産通貨としてのバート需要が作り出した「見かけの強さ」に過ぎず、タイの実体経済を反映したバートの真の価値からは乖離している可能性がある。



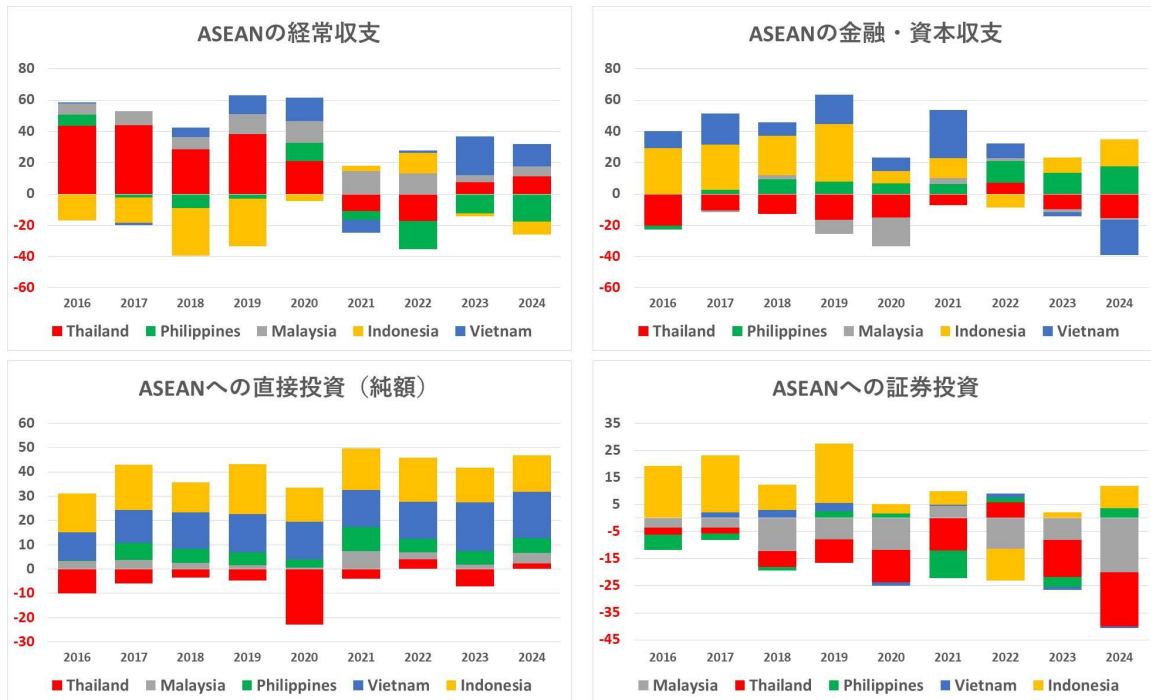
(出所) BIS 公表データより GARYO FINANCE 作成 (www.garyofinance.com/en)

このパーツの実質実効レートだが、コロナ禍を境に構造変化を遂げている。コロナ禍までは経常収支の黒字と外貨準備高の積み上がりを背景に **ASEAN** の中では最大の上昇率を記録したが、コロナ禍以降は観光収入の落ち込みや資本流出が重なって急速に下落、**2021** 年夏からは再び上昇基調にある。これとは対照的に **ASEAN** 周辺国のインドネシア・ルピアやフィリピン・ペソ、マレーシア・リンギは下落基調かほぼ横ばい、シンガポール・ドルは上昇の一途を辿っている。

また、弊社分析では過去 **10** 年の実質実効レートで見たタイパーツは **ASEAN** の他の通貨と比較して米ドルと安定した逆相関の傾向を示しており、リスクオフ時に売られ難い安全資産としての一面を持っている。タイパーツは本来、長期ではインドネシア・ルピアに近い「高ボラティリティ通貨」だったが、足元ではボラティリティが低下し、歴史的にはリスク通貨だったパーツが安全通貨のように買われる状況となっている。この名目と実質で見たパーツの **2** 面性が後述するタイからの資本流出と深い関係を持っている。

2. タイの国際収支と資本流出－ASEAN 比較から見える脆弱な資本構造

前章ではパーツの動きを時系列ならびに周辺国の通貨の動きと比較したが、今度はタイを含めた **ASEAN** の国際収支統計を用いつつ、為替レートの動向を反映する国際資本の流れを見てみたい。タイは **ASEAN** の主要国ではあるが、海外投資家は **ASEAN** を 1 つの経済ブロックとして捉える可能性があるため、タイに向かう海外資金の構造変化を分析する際には **ASEAN** 周辺国との対比を時系列で見る視点が欠かせない。



（出所）ASEAN 各国の中央銀行データ、IMF 統計より GARYO FINANCE 作成 (www.garyofinance.com/en)

結論から言えば、タイは ASEAN の中で「名目ベースの通貨価値は強いが資本フローの構造は弱い」という矛盾を抱える。これは国際収支を以下の項目に分解して比較すると明確になる。

まず、主要項目である経常収支だが、タイは大幅な経常黒字が過去 10 年にわたり続いている。これは輸出セクターや観光収入の増加を示す一方で、国内の設備投資が貯蓄に比べて慢性的に不足している構造を意味する。こうした投資機会の不足はミクロな企業行動にも表れており、例えば弊社 GARYO FINANCE がフォローしているタイの主要行や時価総額上位銘柄のアンニュアルレポートをつぶさに分析すると、主要な上場企業は M&A による海外展開を成長戦略の軸に据えつつ、低い株価純資産倍率（PBR）を改善するべく自社株買いや配当を増やす傾向にある。

次に金融・資本収支や証券投資、海外からの直接投資のデータを見るとタイから資本が大幅に流出していることが伺える。弊社の分析では、2016～2024 年の金融・資本収支および証券投資は累計 1,700 億ドル以上の純流出となった。さらに直接投資でも 500 億ドル以上が流出し、タイは ASEAN で唯一かつ最大の資本流出国となっている。

過去 10 年にわたるタイの国際収支の状況を見ると、コロナ前までは経常黒字が資本流出を補う形で外貨準備高は積み上がっていたが、この資金フローの構造はコロナ以降に反転した。特に、証券投資からの流出額が急増している点がタイ資本市場のパフォーマンス低下を反映している。また、コロナ以降のもう一つの構造変化として、「その他投資」に分類される国外貸付の急増（海外子会社への資金供給など）、貿易に関わる運転資金の改善といった動きも確認できる。

こうした ASEAN レベルでの資金フローの変化は、グローバルでの地政学的リスク上昇を背景とする ASEAN の戦略的な立ち位置、そしてタイ自身の構造変化を通じて、パーツ相場に影響を与える可能性があるため、今後も引き続き注視していく必要がある。

以上のように、タイは「強い通貨・脆弱な資本」という一見すると矛盾した国際収支構造を抱えているが、それならばなぜ資本流出が続く一方でパーツの価値が下がりにくくなっているのだろうか。この背景を考察する際に鍵となるのが金価格や外貨準備、内外金利差といった「安全資産としてのパーツ」を支える要因である。次章では、これらのメカニズムを分析し、パーツが他のASEAN通貨と異なる動きを見せる背景を読み解いてみたい。

3. 安全資産としてのパーツー金価格・外貨準備・内外金利差の力学

今年に入ってから続く名目ベースのパーツ高は、為替市場だけでなく産業界・金融当局・政府関係者の間でも大きな議論を呼んでいる。タイの輸出産業からは 34~35 パーツが競争力維持の観点から望ましいという声上がる一方、観光業界や政策当局の間ではその背景にタイ特有の資金フローの影響が作用しているのではないかという憶測が飛び交っている。本章では、この「強い」パーツの裏側にある3つの要因を直近の統計データから考えてみたい。

(1) 金価格および金輸出

まず注目すべきは金価格とパーツの関係である。パーツ建ての金価格は、
 $\text{THB 建て金価格} = \text{USD 建て金価格} \times \text{USD/THB}$

で決まるため、単純に考えるとパーツ高（USD/THB の低下）になれば THB 建ての金価格は下落する傾向にある。しかし、2024~2025 年にかけては以下の要因が重なり合った。

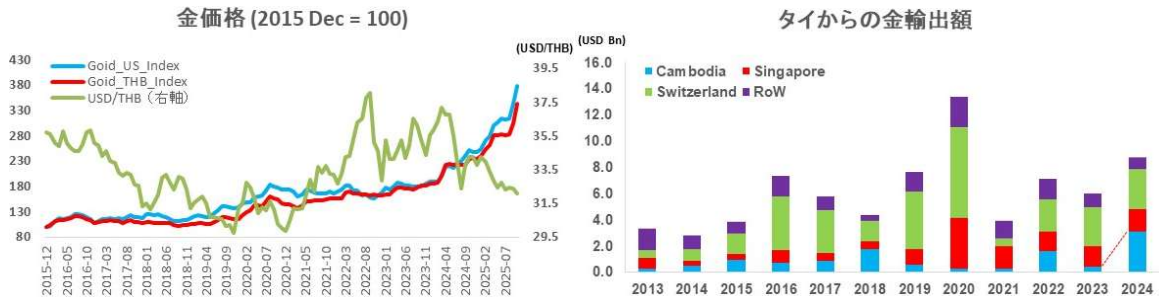
- USD 建て金価格が過去最高水準に上昇
- パーツは名目・実質ともに強含み
- THB 建て金価格は下落せずに高止まり

つまり、パーツ高によるパーツ建て金価格の下押し圧力はドル建て金価格の急騰によって相殺され、「高い金価格×強いパーツ」が同時に成立する状況となった。この環境はパーツ高による金の仕入れコスト（THB 建て）を押し下げる一方で、ドル建ての金価格高騰による販売価格を押し上げるため、金加工・輸出ビジネスの採算性を改善しやすい。それだけでなく、金価格の上昇局面で発生しやすい投機的な資金フローが為替需給を押し上げるという構図も生みやすい。

さらに、タイからの金輸出の構造変化も実需面でのパーツ高の背景として挙げられる。コロナ禍以降に落ち込んだタイの金輸出は過去 3 年で増加（特にカンボジア向けが急増）しており、パーツ相場を安定させる力が働いていると考えられる。

通常は米ドルで決済される金輸出が短期的に増えれば、輸出業者によるパーツ転換で実需買いが増える。そこに金市場特有の投機的なフローが重なることで、金価格の上昇とパーツ高が同時に進むという市場心理が形成されやすい。結果として、こうした実需と投機が混在した資金フローが足下のパーツ相場の底型さを部分的に支えている可能性がある。

金はアジアの投資家にとって安全通貨の代替として扱われる側面があり、金価格の上昇は安全資産としてのパーツ需要とも重なりやすいと考えられよう。

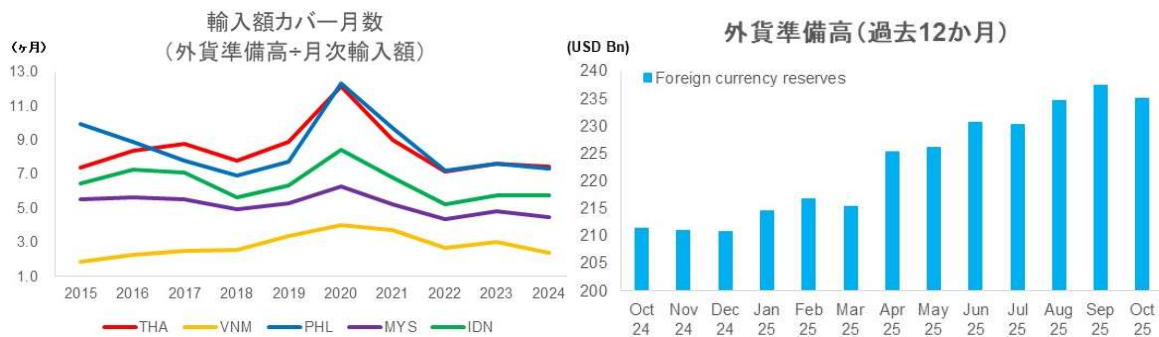


(出所) World Gold Council および UN Comtrade Database より GARYO FINANCE 作成 (www.garyofinance.com/en)

(2) 外貨準備高

次に外貨準備高 (Foreign Reserves) を見てみよう。

タイの外貨準備は長年 ASEAN でトップクラスであり、輸入額の 7 か月以上を十分カバーできる高水準を近年は維持している。この「厚い外貨バッファー」は、為替市場のショック時において国内金融の安定性に一定程度寄与する役割を果たす。



(出所) World Bank, Bank of Thailand の公表データより GARYO FINANCE 作成 (www.garyofinance.com/en)

2020 年前後に OPEC 減産、観光収入の喪失、経常収支の一時的な赤字でタイの外貨準備高は横ばいになる時期があったが、輸入月数で見ると ASEAN の中で最も高い信用力を示している。

この積み上がっていく外貨準備高のバッファーが市場参加者にとっては他の通貨よりも「パーツは急落し難い」という信認に繋がり、今回のようなパーツ高の要因となっている可能性がある。

(3) 内外金利差の拡大とパーツの“落ちにくさ”

為替レートを左右する要因として常に注目される内外金利差にも目を転じると、2022 年から米国 10 年国債利回りが上昇した一方で、タイの政策金利は景気低迷を背景に 2023 年 9 月以降は据え置かれる構図が続いた。その結果、「米国とタイの金利差」は現在 250bps 以上開いている。教科書的な説明では米国との金利差が開けばパーツは下落しやすいのだが、実際には名目ベースでパーツ高基調である。また弊社分析では、米長期金利とパーツの間には一定の相関が確認されるものの、その関係は強固かつ安定的とは言えない。この予測が難しいパーツの動きは、金輸出・金価格高騰によるパーツ需要の高まり、外貨準備の厚み、ドル建て対外債務の低さ、そして ASEAN 資本流入の構図変化といった複合要因がダイナミックに作用し合い、それらが内外金利差の拡大や財政悪化の懸念といったパーツ安の誘因を相殺している結果なのかもしれない。



(出所) FRB および Bank of Thailand の公表データより GARYO FINANCE 作成

4. 企業財務の視点から見たパーツの行方と実務的示唆

ここまで見てきたように、タイパーツは「名目ベースでは強く見えるが、実質実効レートで見るとそれ程強くない」、そして「資本は国外流出しているのに安全資産として買われる側面もある」という、一見すると矛盾した動きを示している。だが、この矛盾はまさにタイ経済の構造そのものを映し出しており、企業の財務戦略や投資判断にも直接的な示唆を与える。為替変動そのものよりも、この「パーツの落ちにくさ」が企業の資本政策にも影響を及ぼすと思われる。

まず、名目ベースでのドル安・パーツ高が進むと輸出企業の製品はドル建ての価格が割高となり、価格競争力が低下する。だが、実質実効レートで見たパーツの競争力は周辺国の通貨ほど改善していない。つまり名目でも実質でもタイパーツは追い風が乏しく、輸出環境は一段と厳しさを増している。この苦境を打開するため、タイ企業はプライシング戦略の見直し、調達コストの圧縮、必要に応じた価格転嫁といった対応を余儀なくされる可能性がある。また、マクロで見た資本流出が続く中で株式市場のバリュエーションも低下し、事業成長に必要なエクイティファイナンスの足を引っ張れば、主要上場企業の資本政策が自社株買いや増配による株主還元の色を強め、資本配分が国内ではなく海外の案件にますます振れていく悪循環に繋がる恐れもある。

国際金融面でも、外貨準備高が積み上がり、米国との長期金利差が拡大すれば本来ならドル高・パーツ安に振れやすい局面となるにもかかわらず、パーツが大きく崩れていない事実はタイパーツが安全資産として一定の需要と信認を維持していることを意味している。しかし、その裏側では、投資機会の不足や資本流出というタイが直面する構造的な課題が未解決のままで残っている。これらは企業の資本コストや投資回収のリスクに影響し、クロスボーダーM&Aの通貨選択や資本調達においても大きな論点になる。

長年にわたり「中所得の罠」から脱していないタイの構造的な問題は、「失われた 30 年」を経験してきた日本経済の課題と重なる。対内直接投資が活性化しない、国内に魅力的な投資案件が多くない、資本効率が悪く PBR が低いといったような点である。タイの政策当局にとっては日本のケースが参考となり、日本にとってもタイから学ぶべき点はあるはずである。

本稿で見てきた「強い通貨・弱い資本フロー」というパーツのパラドックスは、一言で片付けられる単純な話ではない。これは為替・金利・資本フローが複雑に絡み合う「タイ経済の写し鏡」であり、企業にとっては資本予算や投資判断で無視できないムービング・ターゲットである。

最後に今回扱わなかったテーマとして、ASEAN の主要企業や産業別の資本コスト、投下資本収益率、PBR と財務ファンダメンタルズの関係、ディスクロージャーやコーポレートガバナンス

の問題、資本市場の深度といった企業価値に直結する多くの論点が残っている。これらは本稿の議論をさらに発展させるものであり、パーツの動きと企業財務を統合的に把握する視点となる。

パーツの価値はタイに進出する本邦企業や関係者、海外投資家にとって一大テーマである。本寄稿がパーツの動きを単なる為替の話ではなく、企業財務や投資判断、ポートフォリオ戦略にも結びつく「実務的な情報」として捉える一助となれば幸いである。

Dai Kadomae, CFA, CPA, is a Thailand-based ASEAN Capital Strategist and former CFO with over 25 years' experience spanning capital markets, cross-border M&A, investment banking, and financial research across Asia.

門前 太作◎GARYO FINANCE 代表 (<https://www.garyofinance.com/en>) CFA、CPA。慶應大学卒業後、会計事務所 Arthur Andersen 入社。英ケンブリッジ大学にて経営学修士号（ファイナンス専攻）を取得後、Citi および野村證券でクロスボーダーM&A や資本調達のアドバイザー、ASEAN 金融リサーチに従事。その後、インフラ会社で ASEAN・インドにおける水、再生可能エネルギー投資の責任者、上場会社およびスタートアップで CFO を歴任し Nasdaq 上場案件を主導。会社売却後に起業、ASEAN 投資家や上場企業に対する財務コンサルティング、投資家視点で Nikkei Asia、Bangkok Post、Asia Times、The Business Times 等のメディアに論説を寄稿するなど幅広く活動している