



タイ経済事情：政治経済両面の不安定さが景気を下押す可能性

～弱含む内需に世界経済の減速から外需にも下押し圧力が掛かるも、政治は答えを出せない情勢～

発表日：2008年10月9日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

（要旨）

- 8日、タイ銀行は金融政策委員会を開催し、政策金利を3.75%に据え置く決定を行った。サマック前政権の下で実施されたインフレ抑制策が奏功し、インフレ率が8月以降鈍化していることが影響したとみられる。なお、9月のインフレ率は前年比+6.0%と7月半ばをピークに原油価格が調整している影響を受けて鈍化している。ただし、足元ではインフレと経常収支の悪化というファンダメンタルズの悪化に加え、米国発の世界金融不安から外国人投資家を中心に通貨バツに売り圧力が強まっており、輸入物価の上振れによるインフレ圧力が残存しており、当面は据え置き姿勢が継続されると予想される。
- 同国は約2年に亘る軍事政権の下で海外からの投資誘致を積極的に展開し、一方で有効な内需振興策を打てず成長に占める外需依存度を大きく高めるようになった。昨年末の総選挙を経て誕生した前サマック政権により内需振興への期待が高まったものの、政権誕生後は反タクシン派との対立が激化する中で政治的な不安定さが高まっており、足元でも反政府団体との対立は解消していない。当面はこうした政治的不透明感が払拭出来ないことも、外国人投資家による売り圧力に繋がると考えられる。
- 先行きのタイ経済は、為替減価を通じたインフレ圧力が払拭出来ないこと、経常収支の悪化がさらなる為替の下押し圧力となり、インフレを助長しかねない悪循環に陥る可能性が高く、内需がさらに押し下げられるであろう。さらに、底堅さを保ってきた外需も世界金融不安を発端に世界経済が減速基調を強める中で下押しされ、内外需双方の減速から景気も減速の度合いを強めると予想される。

《インフレ抑制策が奏功してインフレは鈍化するも為替減価で上振れ懸念が燦る中、政策金利を据え置き》

- 8日、タイ銀行は金融政策委員会を開催し、政策金利である1日物レポレートに3.75%に据え置く決定を行った（図1）。タイでは、原油や穀物の国際価格が大幅に上昇したことをきっかけに、年明け以降はインフレ率が大きく上振れしたことで、7月の同委員会において約2年ぶりの利上げが実施されたほか、8月の前回の委員会においても2ヶ月連続での利上げが実施された。しかし、7月半ばをピークに原油価格は足元で調整が続いている上、米国発の世界的な金融不安が深刻化する中で同国の景気も減速基調が強まっていること、さらに、サマック前政権が決定した6ヶ月間限定のインフレ抑制策が8月から実施され、8月以降のインフレ率が抑制されたことで、今回の委員会では金利を据え置く決定がなされたと考えられる。
- 直近の9月の消費者物価は、対前年同月比+6.0%と前月（同+6.4%）から伸びが鈍化している（図2）。対前月比では+0.2%と前月（同▲3.0%）から若干加速しているものの、8月から6ヶ月間の時限措置で実施されている総額460億バツのインフレ対策（混合燃料の消費税減免、低所得者向けの公共料金無料化、ガス料金の据え置き、交通料金引き下げなど）が実施されたことで、8月以降インフレは大きく押し下げられている。ただし、最大のウェイトを占める食料品は主食のコメ価格の下落幅が小さく（図3）、高止まりしていることでインフレが高止まりしている。さらに、食料品とエネルギーを除いたコア物価は、9月は対前年同月比+2.6%と前月（同+2.7%）から減速し、金融当局が掲げるインフレターゲット（0～3%）に収まっている（図4）。こうしたことも、今回の金利据え置き決定を後押し材料となったと考えられる。
- 昨春の米国サブプライムローン問題発覚以降、外国人投資家を中心にリスク許容度が大きく低下しており、

リスク資産としてここ数年に亘り投資資金が流入してきた新興国から資金流出が起こり始めている。特に、9月の米大手証券の破綻以降は米国発の世界的な金融不安が深刻化する中、インフレと経常収支の悪化といったファンダメンタルズの悪化、8月末から続いている政情不安を材料に外国人投資家による通貨、株式に対する売り圧力が強まっている。通貨バートの減価は輸出競争力の相対的強化に繋がる一方、輸入物価の押し上げを通じてインフレの上振れ材料となるなど、インフレ圧力は依然として熾っている。したがって、金融市場の混乱が続くとみられる中では、当面のところは金利の据え置き姿勢が継続すると予想される。

図1 政策金利の推移

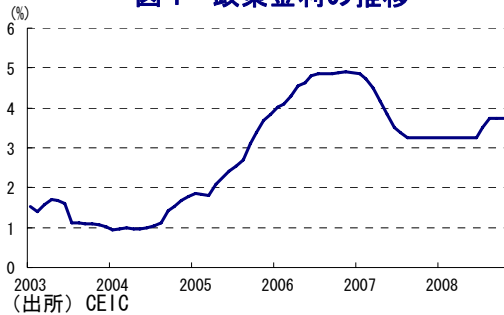


図2 消費者物価の推移(前年比)

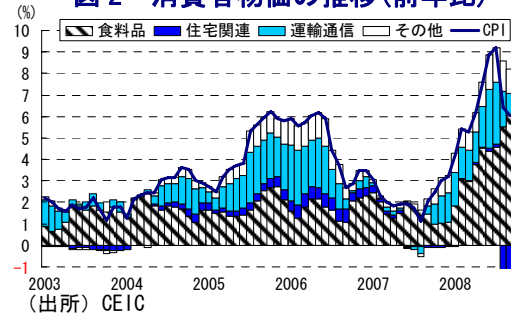


図3 コメ国際価格の推移(タイ穀物取引所)

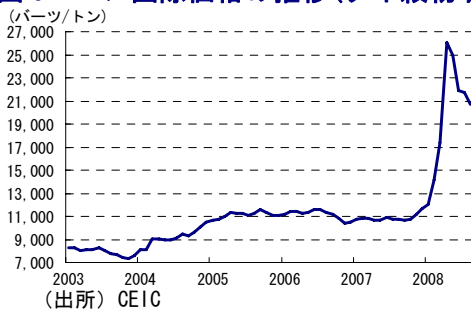
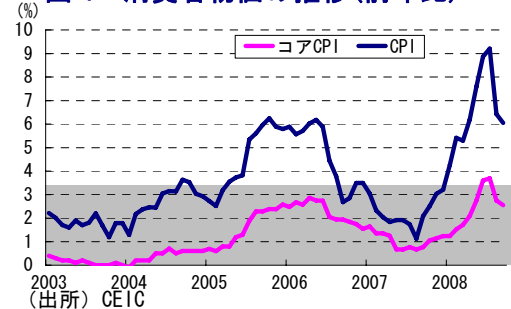


図4 消費者物価の推移(前年比)



《インフレにより内需に下押し圧力が掛かる中、政治的不安定から有効策もなく減速基調が強まっている》

- 昨年末に実施された総選挙の結果、2年ぶりの文民政権が誕生したことで経済活性化が期待されてきたタイ経済は、年明け以降のインフレ高進が続く中で足元では減速基調が強まっている。4-6月期の実質GDP成長率は対前年同期比+5.3%と前期(同+6.1%)から大幅に伸びが鈍化している(図5)。サマック前政権の誕生により、タクシン元政権時代に行われた財政拡張路線への回帰が期待されたことで一時は上昇した消費者信頼感、インフレ圧力が強まるに従って一転して悪化基調を強めており(図6)、結果としてGDPの太宗を占める個人消費の伸びは足元で鈍化基調が強まっている(図7)。さらに、昨年後半以降に回帰の兆しが出始めていた民間投資についても、足元では金融引き締めによる金利高の影響から再び鈍化基調が強まっており(図8)、内需の下押し材料となっている。一方で、通貨バートに売り圧力が掛かっていることで減価が進んだことは、輸出の相対的競争力の強化に繋がったことに加えて、主要輸出財であるコメやゴムなどの一次産品に対する需要が底堅く推移していることで経済成長に対する外需依存度が高まっている。
- サマック前政権の誕生当初は、バラ撒き政策と揶揄されつつも財政出動により社会保障を重視したタクシン元政権に政策的に近いことで、軍事政権の下で疲弊した内需に勢いが戻るとみられたものの、その後はインフレが内需に暗い影を落としている。また、サマック政権の後ろ盾である与党の国民の力(PPP)は、タクシン元首相が率いた旧愛国党の流れを汲んでいることで、政権誕生当初から反タクシン派との対立が続いていた。そうした流れは、8月に反政府団体の民主主義市民連合(PAD)が首相府を占拠して以降は激化の一途を辿っており、9月には首相在任中のテレビ出演が憲法規定に抵触するとしてサマック元首相が失職、後任にはPPP副党首のソムチャイ氏が就任したものの、資産報告内容に違憲性があるとして失職の可能性が取

り沙汰されるなど、新政権は発足早々から不安定な船出となっている。さらに、今月 6 日からは反政府勢力が国会を包囲したことで強攻策に出た警察隊と衝突するなど、事態は混迷の度合いを増しており、こうした政治的な不安定さを嫌気する外国人投資家を中心に、同国市場には売り圧力が強まっている。

- 内需の鈍化により景気減速基調が強まっている中、景気の下支え要因となってきた外需についても、世界的な金融不安から世界経済の減速が懸念される中で、先行きは下押し圧力が強まっていくとみられ、内需・外需双方とも鈍化する可能性が高まっている。こうした中、足元の政治情勢は政権基盤の不安定さから決定的な施策を打ち出すことが出来ない状況にあり、先行きの景気は減速の度合いが進むことが懸念される。

図 5 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

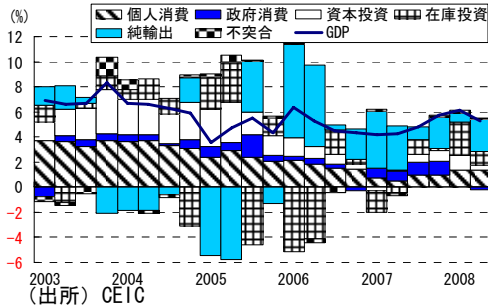


図 6 消費者信頼感指数の推移

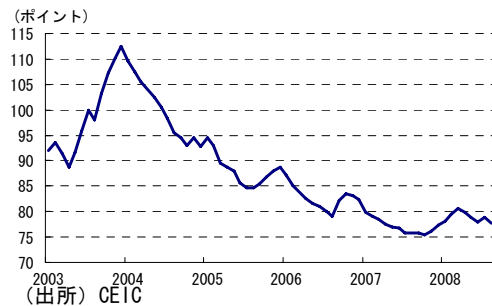


図 7 民間消費指数の推移(前年比)

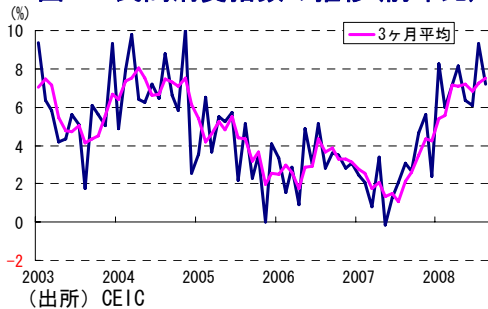
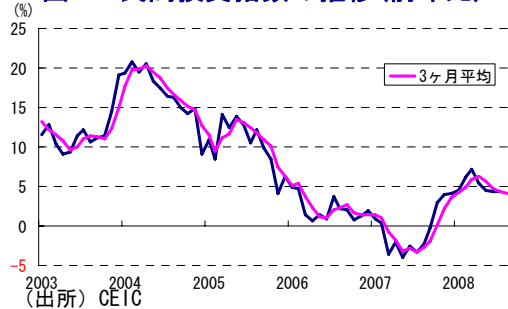


図 8 民間投資指数の推移(前年比)



《ファンダメンタルズの悪化は、世界的な金融不安と相俟って通貨及び株式への売り圧力を後押ししている》

- 対外面では、軍事政権下においては輸出振興策が図られた一方で内需が疲弊したことにより輸入の伸びは鈍化し、過去 2 カ年は貿易収支は黒字基調で推移してきた。しかし、年明け以降は原油価格の上昇ペースが加速したことに加えて、サマック前政権による内需拡大策から輸入の伸びが拡大し、輸出の伸びを上回る状況が続いたことで、足元では貿易収支は赤字基調に転化する状況に至っている（図 9）。こうした影響により、海外からの労働者送金は堅調に推移しているものの、足元では経常収支も赤字に転化しており（図 10）、国際収支は構造的な脆弱性に直面していると考えられる。
- 同国は 1997～98 年に発生したアジア通貨危機の発火点となったことで、その後は東南アジアにおける製造業の輸出拠点となることで国際収支の構造強化に取り組み、特に、自動車産業を中心とする直接投資の誘致を行ったことで「アジアのデトロイト」を標榜した。こうしたことから、直接投資の流入は依然として足元でも堅調な流入が続いているものの、米国発の世界的な金融不安により外国人投資家のリスク許容度が極端に低下している中、リスク資産である同国向けの投資資金は、インフレと経常収支の赤字といったファンダメンタルズの悪化に加えて、政治的な不安定の高まりを材料に引き上げ誘因が強まっており、10 月 7 日時点の外国人投資家による売りこし額は 40.1 億ドルに及んでいる。こうした売り圧力は通貨、株式、債券に強まっており、年明け以降の通貨パーツは減価基調を強めており（図 12）、主要株式指数（SET 指数）は世界的な金融不安の影響もあり、足元で下落基調を強めている（図 13）。
- 旺盛な投資資金の流入を背景に、外貨準備の増減を示す総合収支は過去数年に亘り黒字基調を続けてきたも

の、足元では証券投資の流入が細る中で赤字に転化する状況に陥っている（図 14）。外貨準備はここ数年で大幅に積み上がっており、9 月末時点で 1,038 億ドルと今年の月平均輸入額の 6.8 ヶ月分に達している（図 15）。足元では、通貨バートの急激な減価に対して為替安定化の観点から金融当局はバート買い（ドル売り）介入を行っていると言われ、その影響から外貨準備は減少基調にあるものの、アジア通貨危機の頃と比べると規模は大きくなっており、直ちに外貨準備に問題が起こるような状況に陥る可能性は極めて低いと言える。

図 9 輸出入の推移(前年比)

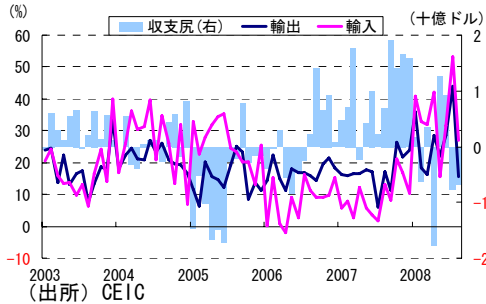


図 10 経常収支の推移

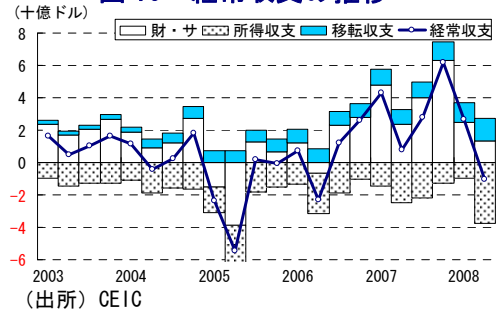


図 11 投資流入額の推移

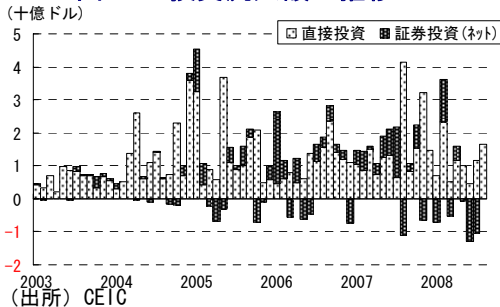


図 12 為替相場の推移



図 13 株式相場の推移 (SET 指数)



図 14 国際収支の推移

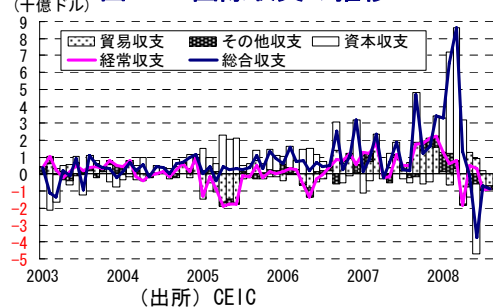
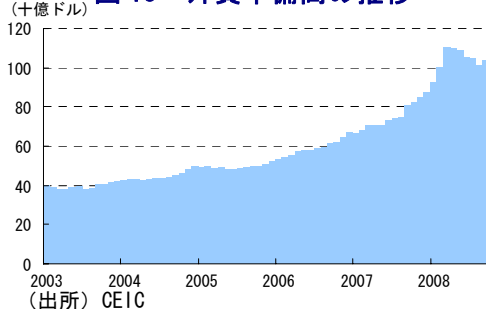


図 15 外貨準備高の推移



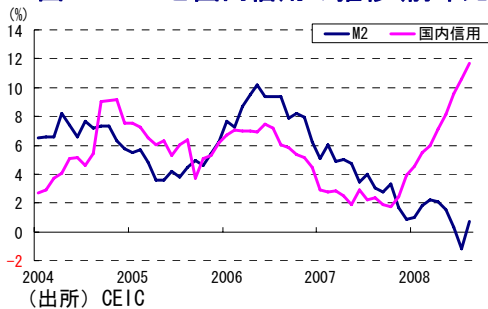
《先行きは内需下押しに加えて、世界経済の減速で外需にも下押し、景気は減速基調をさらに強める見通し》

- 先行きのタイ経済を占う中でポイントとなるのはインフレの見通しである。足元では原油価格は調整色を強

めているものの、米国発の金融不安が強まる中で先行きの見通しは不透明感が強まっている。さらに、最大のインフレ要因となっている食料品価格の上昇は、コメ価格の調整が他の主要作物に比べて市場規模の小ささの問題から調整幅が緩やかに留まっていることもあり、価格の高止まりが続くと考えられる。したがって、インフレは徐々に鈍化していくと考えられるものの、価格の高止まりが続くことで個人消費を中心とする内需への下押し圧力は避けられないであろう。また、金融当局による引き締め姿勢が強められたことで、国内金融市場ではマネーの伸びは鈍化基調を強めている一方、国内信用の伸びは足元で急拡大が続いており（図16）、依然として過剰な信用創造が続いていることで需要インフレに対する懸念が高まっていると言える。したがって、先行きは景気の減速基調が強まるとみられるものの、利下げに踏み切ることが当面難しい状況が続くと考えられる。

- 一方、政府はインフレ抑制と景気を刺激する観点から、7月に総額460億バーツ（14億ドル）規模の6ヶ月限定での補正予算を実施しており、混合燃料向けの消費税免税、家計向けのガス料金据え置き、低所得者向けの公共料金無料化などが柱となっている。しかし、8月には反タクシン派による抗議行動が首都バンコクで始まり、その後には首相府がデモ隊によって占拠されるなど、景気の減速が顕著になる中で機動的な政策運営が出来ない状況に陥った。さらに、サマック元首相は在任中のテレビ出演問題で憲法裁判所が違憲判決を出したことで失職し、その後、PPPのソムチャイ副党首が首相に就任したものの、過去の資産報告内容を巡って違憲となる可能性が出るなど、政治的な不安定は払拭しきれていない。こうしたことから、先行きも世界的な金融不安が混迷の度合いを増すと見られる中で、通貨バーツや株式には外国人投資家を中心とする売り圧力が続くものと予想される。
- このように先行きのタイ経済はインフレ圧力の残存と金利高の共存により内需に下押し圧力が強まっていく上、世界的な金融不安を発端として世界経済も減速していくとみられ、外需にも下押し圧力が強まるものと考えられる。さらに、政治的な不安定さが当面払拭される見通しが低いことから、効果的な景気刺激策が打ち出される可能性は低く、景気減速感はさらに強まっていくものと予想される。なお、当社の8月時点における2008年の経済成長率の見通しは前年比+4.4%になると予測している。

図16 M2と国内信用の推移(前年比)



以 上