

タイ経済事情：金融政策が景気刺激の主導権を握るのか

～政治不安定化により財政政策が機能不全に陥る中、景気刺激に向けた大胆な金融緩和を志向～

発表日：2008年12月4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)

- 3日、タイ銀行は金融政策委員会を開催し、政策金利を100bp引き下げて2.75%とする決定を行った。同国ではサムック政権の下で補助金によるインフレ対策が実施され、足元ではインフレ率は大幅に低下するなど消費の下支え効果が続いている。しかし、同措置は12月末で期限を迎える上に、2日に憲法裁判所が与党の国民の力などに対して解党命令を行うなど政治的不安定が高まっており、財政措置による景気刺激策を機動的に行う余地が少なく、年明け以降にはインフレ率が再び上振れする懸念が高まっている。こうしたことから、機動的に対応可能な金融政策において大胆な動きに出たものと考えられる。
- しかし、7-9月の実質GDP成長率は前年比+4.0%と減速基調が続いている。補助金政策により個人消費は底堅さが続いたものの、世界経済の減速懸念から輸出は大きく鈍化するなど、成長を牽引してきた外需の勢いが急速に鈍化している。先行きについても、リーマンショック以降の世界経済は後退基調を一層強めていることで外需の鈍化はさらに進むとみられる上、年明け以降は財政措置がなくなることから再び物価が上振れすることで消費の下支え効果も失われ、減速基調がさらに進むものと予想される。
- 10年前のアジア通貨危機以降、同国は外資の積極導入により国際収支の構造的強化を図ってきたが、世界経済の後退によりマイナスの影響を大きく受ける状況に陥っている。さらに、軍事政権下で疲弊した内需も回復が期待されたものの、先行きには下押し圧力が避けられなくなっており、景気の減速感が長引く恐れも出ている。同国へは足元でも海外からの直接投資が底堅く流入しているが、一連の政治不安が顕在化したことで先細りが懸念されるほか、既に流入した中には撤退を検討する動きも出るとみられる。短期的には景気減速感の強まりが避けられない上、長期的には潜在成長率の下押しを通じた競争力の低下に繋がる懸念される。

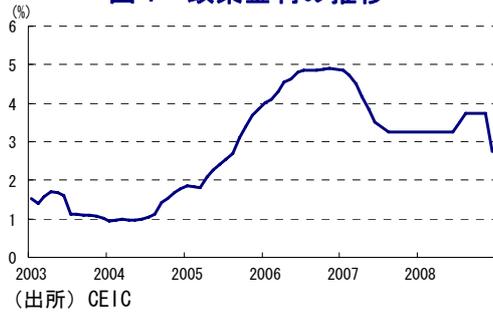
《景気減速感が強まる中にも拘らず政治的混乱から追加の景気刺激策出せず、大幅な金融緩和に踏み切る》

- 3日、タイ銀行は定例の金融政策委員会を開催し、政策金利である1日物レポレートを100bp引き下げ、2.75%とする決定を行った（図1）。世界経済の後退懸念が強まる中、その煽りを受ける形で同国でも景気の減速基調が強まっている。同国政府は、年明け以降の原油や穀物価格の上昇に端を発するインフレの高進によって景気の減速感が高まったのに対し、今年6月には当時のサムック政権が6ヶ月間の時限的措置として補助金による景気浮揚策を実施した。財政拡大による補助金政策によってインフレ率は押し下げられ消費は底堅さを保った一方、金融政策は引き締め姿勢が続いたことで投資は鈍化基調を強めた。さらに、世界経済の減速により輸出に頭打ち感が強まるなど、先行きの景気に下押しの影響が避けられなくなってきた。
- その上、2日には、昨年末に実施された総選挙を巡る不正行為に関連し、憲法裁判所が国民の力（PPP）を含む連立与党の3党に対して解党命令を下し、ソムチャイ首相を含む党幹部に対して向こう5年間の被選挙権の執行停止措置を含む政治活動の禁止を命じた。その結果、ソムチャイ政権は崩壊することとなったが、PPP所属議員らは新党を結成して新政権発足に向けて動き始めているとみられる。今年8月末から守旧派の反政府勢力である民主市民連合（PAD）による反政府行動が断続的に続けられ、首相府が占拠されたほか、先月末にはバンコク国際空港（スワンナプーム空港及びドンムアン空港）が占拠され、一時的に空路が遮断されるなど政治的混乱が日増しに高まっていた。今回の措置を受けて、PADは空港の占拠を解く姿勢を見せ

ているものの、元 PPP 所属議員らによる新政権樹立の動き如何では、再び政治的対立が高まる可能性がある。

- 時限的に実施されている補助金政策が今月末に失効した後は、足元では資源価格が大きく低下していることで以前ほどではないものの、再度の物価上昇が避けられない。さらに、上述のような政治的な混乱から、景気の減速感が強まっているにも拘らず、財政による景気刺激策を展開出来ない状況にあり、現状のままでは景気の停滞を座して待つような状況にあったことが、今回の利下げに踏み切る背景にあったものと考えられる。しかしながら、金融緩和それ自体の景気刺激効果は他のアジア新興国の状況が示すように限定的であり、政治的混乱がさらに長期化するような事態となれば、さらなる景気減速は避けられないと考えられる。

図1 政策金利の推移



《景気刺激・インフレ抑制策で消費に下支えが入るも、外需の悪化で景気は減速基調をさらに強めている》

- 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、対前年同期比+4.0%と前期（同+5.3%）から大きく鈍化した（図 2）。今年 6 月から 6 ヶ月間の時限措置として実施されている補助金による景気刺激・インフレ抑制策により、個人消費の伸びは前年比+2.6%と前期（同+2.5%）から若干加速するなどの押し上げ効果が見られた。その一方、世界経済の減速感が強まっていることで輸出が同+8.2%と前期（同+9.1%）から伸びが鈍化したうえ、個人消費の押し上げに比例する形で輸入が同+10.5%と前期（同+6.9%）から大幅に上昇したことから成長率に占める外需の寄与が大きく低下した。先行きについては、10-12 月期については上記の景気刺激・インフレ抑制策の期間中であることから内需は底堅く推移するとみられるものの、9 月のリーマンショック以降は世界経済全体が急速に後退懸念を強めている中で輸出環境のさらなる悪化は避けられず、景気の減速感はいまだ以上に強まっていくとみられる。
- 年明け直後は、原油や穀物などの商品市況が急上昇したことでインフレ率が急騰し、7 月には前年比+9.2%とアジア通貨危機直後に並ぶ高水準に達した。しかし、足元では商品市況がピークアウトを迎えて大幅に下落していること、さらに、6 月からの時限措置による補助金政策で公共料金を中心に価格が引き下げられていることが影響し、直近 11 月の消費者物価は対前年同月比+2.2%まで低下している（図 2）。先行きについては、足元で実施されている補助金政策が 12 月末で期限を迎えること、依然として食料品価格は高止まりが続いていることから、年明け以降は再びインフレ率が上振れする可能性が高い。その上、政治的な混乱から再び補助金政策などによるインフレ抑制策が打ち出された場合においても、その実施が円滑になされるかは疑問が高まっている。こうした状況下で今回の大幅利下げによる金融緩和が行われたことで、金融当局は物価の動向を注視しつつ流動性供給量の適切な調整を行うことが求められる。
- このようにインフレ率が大きく鈍化したことで民間消費支出には一時的に勢いが戻ったものの、足元では世界金融危機によりリスク許容度の低下した海外の投資家が資金逃避を進めたことで金融市場を巡る環境が悪化したこともあり、消費の伸びは頭打ちを迎えている（図 4）。さらに、これまで金融当局がインフレ再燃への警戒感から引き締め姿勢を堅持してきたことで金利が高止まりしたことから、民間投資は足元で大きく減速基調を強めている（図 5）。こうしたことから、昨年末に実施された総選挙を経て、親タクシン派のサ

マック政権が誕生したことで、バラ撒き政策により個人消費を中心とする内需に再び勢いが戻ると期待されたものの、足元ではその勢いに再び頭打ち感が強まっており、政治的混乱から財政を伴う形での景気刺激策が打たれにくい状況では先行きの景気についても減速基調が強まっていくものと考えられる。

図2 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

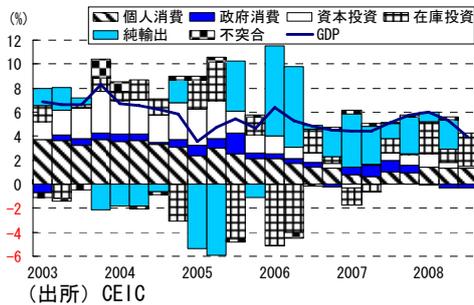


図3 消費者物価の推移(前年比)

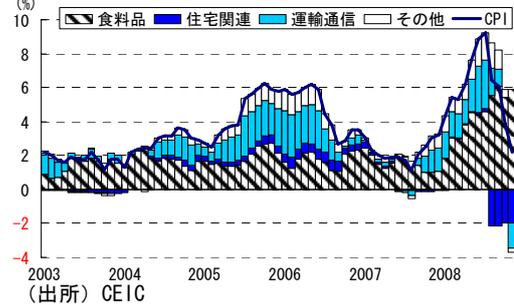


図4 民間消費指数の推移(前年比)

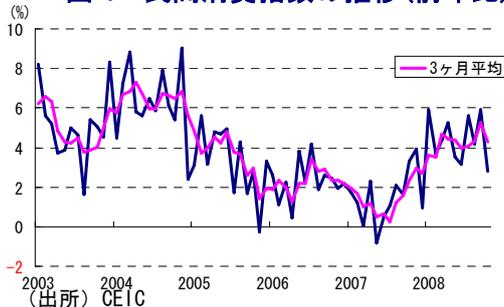


図5 民間投資指数の推移(前年比)



《経済の外需依存度高く世界経済の後退懸念で環境は悪化も、直ちに外貨準備に問題が生じる可能性は低い》

- 同国は輸出が対 GDP 比で 7 割を超えるなど経済の輸出依存度が高いが、足元の交易環境は世界金融危機を発端とする世界経済の後退懸念が高まっていることで急速に悪化している。10 月の輸出は対前年同月比 +4.7% と前月 (同 +19.5%) から大きく鈍化し、金融危機による資金逃避が通貨バツ安をもたらしているにも拘らず、それ以上に輸出環境そのものが急速に悪化しているのを示す格好となった。その一方で、同月の輸入は、商品市況が足元で大きく低下していることも影響して同 +23.5% と前月 (同 +38.6%) からは鈍化したものの、補助金政策によって個人消費が下支えされている影響から高止まりが続いている。こうしたことから貿易収支は年明け以降は赤字基調を強めている (図 6)。先行きについては、輸出環境のさらなる悪化が懸念されるものの、内需の下押しが避けられないことで輸入も鈍化が進むとみられるものの、双方で弱含み基調が強まることで貿易収支も昨年までの黒字基調とは様相が異なる展開が続くものと予想される。
- その結果、過去数年に亘って黒字基調が続いてきた経常収支は、足元に来て急速に赤字に転落し、さらに赤字幅も拡大する傾向にある (図 7)。1997~98 年に発生したアジア通貨危機以降、同国は経常赤字という外貨の寡少さをもたらした構造的脆弱性を克服すべく、輸入代替産業や輸出志向産業の誘致を積極的に行い、とりわけ自動車産業については「アジアのデトロイト」を標榜するなど、国際収支構造の強化に努めてきた。こうしたこともあり、直接投資については足元においても依然として底堅い流入が続いているものの、米国サブプライムローン問題をきっかけに世界的な金融不安が高まるようになると、外国人投資家のリスク許容度は大きく低下するようになり、経常赤字と高インフレ懸念というファンダメンタルズの悪化を材料に、足元では証券投資はネットで流出する状況となっている (図 8)。証券投資資金の流出は、同国の主要株式相場である SET 指数の急激な低下 (図 9) や通貨バツの急速な減価 (図 10) の形となって表れている。また、PAD による反政府デモ行動の過激化は政治的不安定を連想させ、ポジション解消の動きをさらに加速させた。
- 過去数年については、直接投資を中心とする海外からの旺盛な投資資金の流入を背景として、外貨準備の動

向を示す総合収支は黒字基調が続いてきたものの、年明け以降は証券投資の流出によって赤字に転落する状況に陥った（図 11）。ただし、政治的な不安定さが増しているにも拘らず、直接投資が引き続き堅調さを保ったことで足元では再び黒字に転化しており、10 月末時点における外貨準備高は約 1,032 億ドルと、月平均輸入額の 7 ヶ月相当に積み上がっている（図 12）。PPP の解党命令により政治的不安定さが増すことで、先行きは再び通貨バースに売り圧力が強まるとみられ、金融当局は為替安定化のためにバース買い（ドル売り）介入を行うとみられるものの、アジア通貨危機の頃と比較すると外貨準備の規模はまったく異なっている上、為替レートもフロート制に移行していることで、急激な振れ以外に為替介入を行う可能性がないこともあり、外貨準備に直ぐに懸念が生じる事態に陥る可能性は極めて低いと言える。

図 6 輸出入の推移(前年比)

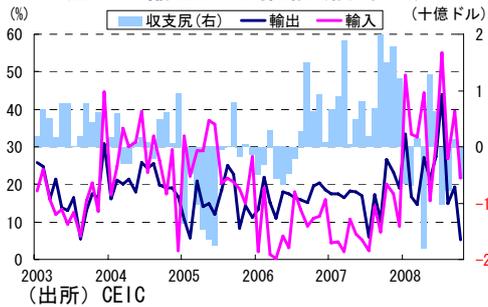


図 7 経常収支の推移

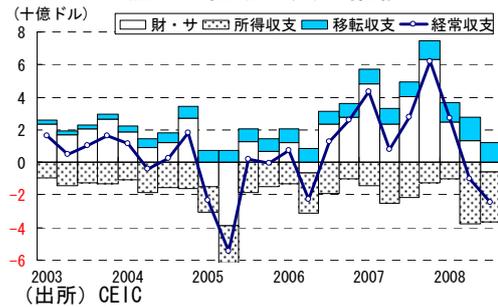


図 8 投資流入額の推移

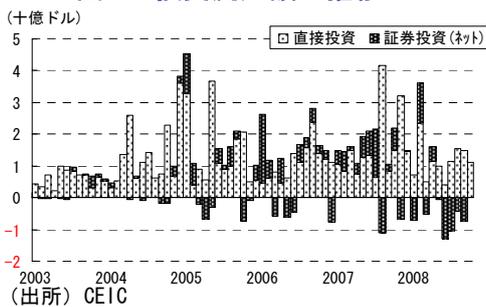


図 9 株式相場の推移 (SET 指数)



図 10 為替相場の推移



図 11 国際収支の推移

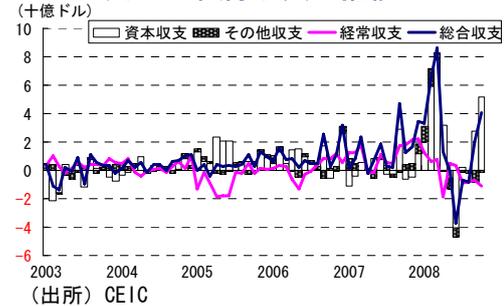
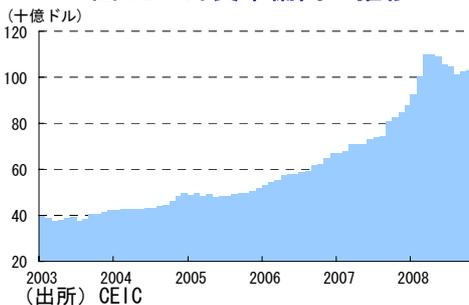


図 12 外貨準備高の推移



《年明けには物価上振れ懸念の上、内需・外需双方の環境悪化で先行きの景気はさらに悪化の度合いを増す》

- 先行きのタイ経済を占う中で最も重要なのはインフレ動向である。足元では商品市況はピークアウトから大幅な調整期を迎えており、一見コストプッシュ型のインフレ懸念は後退したと考えられる。しかし、同国を含めてアジアの主食であるコメ価格は高止まりするなど、食料品価格に依然としてインフレ懸念がある。さらに、足元で実施されている補助金によるインフレ抑制策は 12 月末で失効を迎える上、政治的なゴタゴタ続きでこうした施策が円滑に延長される可能性は極めて低いと考えられることから、年明け以降には再びインフレ圧力が強まる懸念がある。その上、同国は輸入超過状態に陥っており、足元での通貨パーツの急速な減価は輸入物価の押し上げを通じた新たなインフレ圧力となる懸念がある。今後は、個人消費を中心とする内需は頭打ちから弱含み基調を強めるとみられ、需要インフレ懸念は大きく後退するとみられる。ただし、今回の大幅利下げによる金融緩和が過剰流動性を再燃させる可能性もあり、年明けには物価が上振れする懸念を考慮すると、金融当局には適切な調節を行うことが求められる。
- 9 月のリーマンショック以降、世界の投資家はリスク許容度を大幅に低下させており、新興国への投資には総じて逆流の動きが強まるなど、世界的なマネーフローは一変している。その中で、同国はインフレ率は大きく低下したものの、経常赤字に拡大圧力が掛かっており、さらに年明け以降には再び物価が上振れする懸念があるうえ、PPP の解党命令を受けたその後の動きを巡って PAD との間で再び問題が勃発し、政治的な不安定が増幅される懸念が高いことから、同国には先行きもポジション解消の動きが強まる懸念が高い。したがって、今後も SET 指数や通貨パーツには下押し圧力が強まっていくものと考えられる。
- さらに、今般の政治的なゴタゴタに端を発して、国際空港が反政府組織に占拠されるという事態に至ったことで、短期的には外国人観光客に同国を旅行先から回避する動きが出るものと予想される。ホテル及びレストランといった観光産業は名目 GDP 比で 5%程度に上る一大産業である上、関連産業を含めれば 10%弱に及ぶものとみられる。これらの産業においては当面における停滞は避けられないとみられる上、外貨獲得手段が失われることによる影響も懸念されよう。
- 景気全体については、インフレが再加速する懸念がある一方で大幅利下げという好材料があるものの、個人消費を中心とする内需が弱含んでいるうえ、世界経済の後退懸念から外需はさらに下押し懸念が強まっていることを考えれば、利下げがすぐに投資の向上に結びつくと考えるのは難しい。さらに、8 月末から続いできた PAD による反政府活動と、その後の憲法裁判所による PPP に対する取り扱いをみると、政治的な不安定さが今後も長引く可能性が高まっていると考えられ、ここ数年の同国の成長を支えてきた投資資金の流入を期待することが極めて難しくなっていると言える。さらに、このような形で政権運営が大きくぶれる状態が続けば、足元では依然として底堅く推移している直接投資についても先細りの懸念が出てくるうえ、既に流入しているものの中から流出を決定する懸念も高まってくるとみられる。そうなれば、来年以降の潜在成長率の下押しを通じ、中長期的な同国の成長性が減じられる懸念も強まる。先月当社が公表した同国の中期経済見通しにおいては向こう 3 ヶ年の経済成長率（前年比）について、2008 年は+4.5%、2009 年は+3.5%、2010 年は 4.4%になるとしているが、現在、足元の政治情勢を踏まえた形で下方修正を行うべく見直しを行っている。

以 上