

## タイ経済事情：金融当局が約2年ぶりの金利引き上げ実施

～政府は景気減速懸念から減税実施、先行きは財政・金融政策の歩調を合わせる必要～

発表日：2008年7月17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)

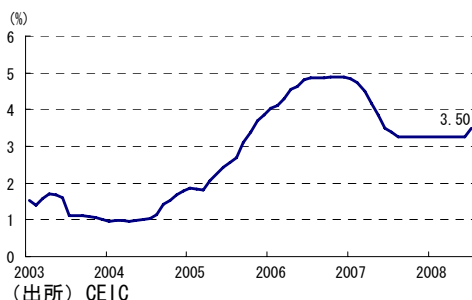
### (要旨)

- 16日、タイ銀行は足元でのインフレ亢進への対応から、政策金利を約1年半ぶりに25bp引き上げ3.50%とする決定を行った。一方で同国政府は、その前日に総額460億バーツ規模の減税を柱とする景気浮揚策を公表しており、金融引き締めと財政緩和が混在する状況に政策姿勢の違いが浮き彫りとなっている。
- 世界的な原油及び穀物価格の上昇を背景にインフレ圧力が強まっており、政策金利は既に実質マイナス化している。そこに、サムック政権誕生による社会保障や公共投資の拡充で国内信用が急拡大し、需要インフレ懸念も高まっていた。しかし、足元では反タクシン派による反政府運動高揚から、政局不安定化の中、政府は景気減速をもたらす引き締め策への舵取りが出来ない状況が続いてきた。
- 景気浮揚策により短期的にはインフレを一定程度抑えることが可能とみられる一方、財政負担や同国経済の外需環境の悪化及び内需の弱さを考えると、景気減速基調は持続するとみられ、通貨バーツは減価が持続するとみられる。そうなれば、輸入物価の押し上げを通じたインフレ輸入をもたらし、スタグフレーション懸念も出て来よう。今回の利上げにより、先行きにさらなる利上げを進める可能性が高まったことを考えると、金融・財政政策とが歩調を合わせて引き締め姿勢を示すことが求められる。

### 《政府と金融当局との政策姿勢の違いが浮き彫りになる中、金融当局は金利引き上げを断行》

- 16日、タイ銀行は金融政策決定会合を開催し、政策金利である1日物レポ金利を25bp引き上げ、3.50%とする決定を行った（図1）。同国で金利の引き上げが実施されるのは2006年4月以来、約2年ぶり。また、昨年7月以降は1年に亘って金利が据え置かれてきた。政府内では、特にスラポン財相を中心として、足元でのインフレ圧力の高まりに対する警戒感を示す一方、インフレ対策として財政出動や所得の拡大による対応を強調する発言が目立つなど、正統的なインフレ対策である金融引き締めの必要性を訴える金融当局との間に、政策に対する姿勢の違いが浮き彫りとなっていた。
- 今回の利上げに先立つ15日、政府は6ヶ月の時限措置として460億バーツ（14億ドル）規模の景気浮揚策を発表。具体的には、エタノール混合燃料向けの消費税を実質的無税化のほか、家計向けのガス料金維持、低所得者層の公共料金無料化等の対策がある。今回の措置では、サムック政権の正当性に対して異議を唱える反タクシン派を中心とした抗議行動により、足元で政治的不安定感が高まったことに配慮したとみられる。なお、今回の減税措置は大規模ではあるものの、個人消費において力を有する中間層に向けた施策ではなく、そうした意味で景気浮揚効果に関しては限定的と言えよう。

図1 政策金利の推移



## 《国内でのインフレの亢進が続く中、内需の弱さと外需の環境悪化から景気減速懸念が強まっている》

- 同国経済は、2006年の軍事クーデター以降、それまでバラ撒きと揶揄されつつも、社会保障を重視してきたタクシン政権から大きな政策の転換が図られたことで、力強く推移してきた個人消費を中心とする内需は大きく減退した。その代わりに、同国は輸出産業に対する投資を優遇したことで、ここ数年は輸出主導型の成長を遂げてきた。しかしながら、昨年米国サブプライムローン問題を発端として世界経済の減速感が強まっていることは、即ち同国にとって外需の下押しに直結することから、景気減速懸念が強まっている。ただし、1-3月期の実質GDPは、対前年同期比+6.0%と前期（同+5.7%）から若干加速している（図2）。その内訳を見ると、昨年12月に発足したサマック政権による社会保障の充実や公共事業の拡充により、国民のマインドが改善し個人消費に回復感が生じたことが大きい。
- とはいえ、足元では世界的な原油及び穀物価格の高騰に加えて、年明けには同国の主要輸出品であるコメにも価格の騰勢が伝播、国際価格の上昇に連られる形で国内の食料品価格が上昇し、直近の6月の消費者物価は対前年同月比+8.9%と、1998年に発生したアジア通貨危機以降では一番の伸びを記録し続けている（図3）。足元のインフレ圧力は、当初は国際的な商品市況の高止まりに起因するコストプッシュ型インフレであったものの、金融当局による引き締めまでに時間を要したことで実質金利がマイナス化し、過剰消費や投資を生んだものとみられる。そのことで、足元では物価変動幅の多いエネルギー及び食料品を除いたコア物価も金融当局が望ましいとするレベル（0~3.5%）を超えて、対前年比+3.6%まで上昇している（図4）。
- こうしたインフレ懸念を背景に、通貨バートの対米ドル為替レートは、年明け以降は減価基調が強まっている。輸出振興の観点からは、自国通貨安は輸出競争力の相対的な強化に繋がることから望ましいと考えられる。しかし、昨年までの為替増価基調から一転しての減価に転じたことで、輸入物価の急激な押し上げに繋がっているほか、通貨価値の安定を目的として金融当局による大規模なバート買い（ドル売り）介入を行っていると考えられる。今回の利上げは、通貨価値を高めるシグナルとして受け取られるものとみられるが、依然として実質金利がマイナスであることを考えると、引き締め効果は限定的とみられることから、先行きにおいてはインフレ圧力が残存することで、再び減価基調が強まっていくものとみられる。

図2 実質GDP成長率の推移(前年比)

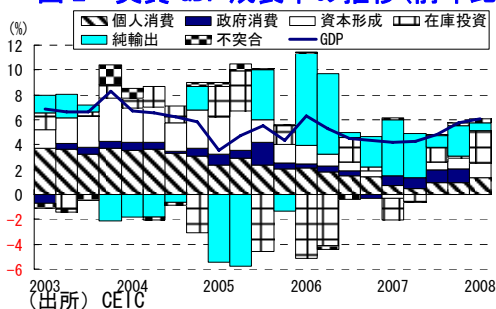


図3 消費者物価の推移(前年比)

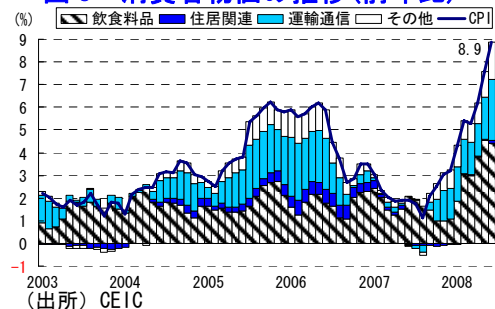


図4 物価動向の推移(CPIとコアCPI)

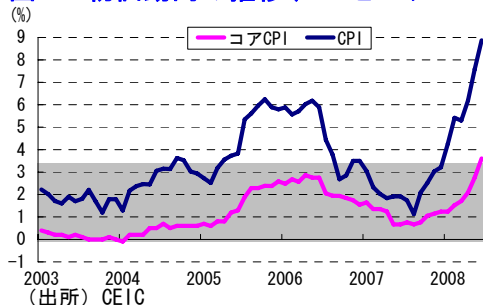


図5 為替相場の推移



- 同国では軍事クーデターの後、内需が鈍化した一方で輸出振興を図ってきたことから、貿易収支は黒字基調で進んできた。しかし、サマック政権による内需浮揚政策が出されて以降、足元では輸入の伸びが輸出を上回る状況となったことで貿易収支は赤字に転じている（図 7）。しかしながら、底堅い海外からの労働者送金等により経常収支は基本的に黒字で推移しており（図 8）、その結果、外貨準備もアジア通貨危機の当時からは桁違いの規模にあり、6 月末時点で 1,057 億ドルに達している（図 9）。
- アジア通貨危機後、同国は製造業の輸出基地として、特に自動車では「アジアのデトロイト」を目指すことを旗印に投資誘致を行ってきた。そうしたことから、直接投資の流入は依然として堅調に推移している一方、証券投資については出入りが激しい状況が続いており、足元では政治的な不安定やインフレ亢進による景気減速懸念が高まっていることもあり、証券投資については流出が先行する地合いが続いており（図 10）、先行きもそうした動きが続くものとみられる。その結果、先行きも同国の主要株式指標（SET 指数）は弱含みの展開が続くものとみられる（図 11）。

図 7 輸出入の推移(前年比)

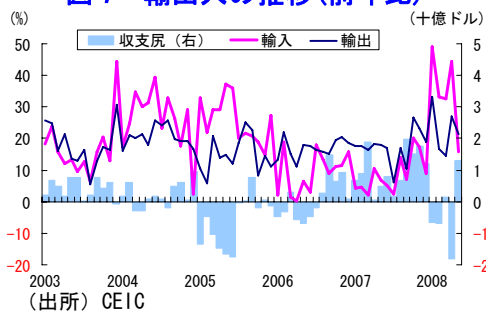


図 8 経常収支の推移

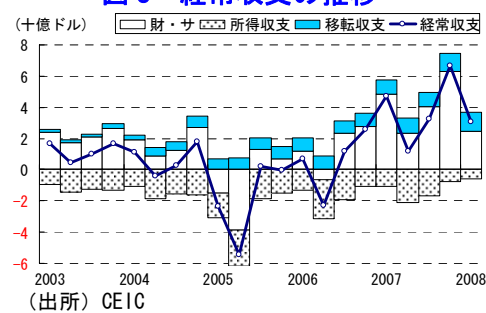


図 9 外貨準備高の推移

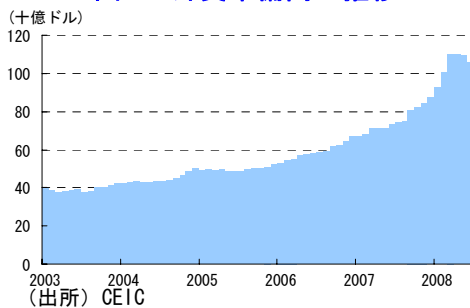


図 10 投資流入額の推移

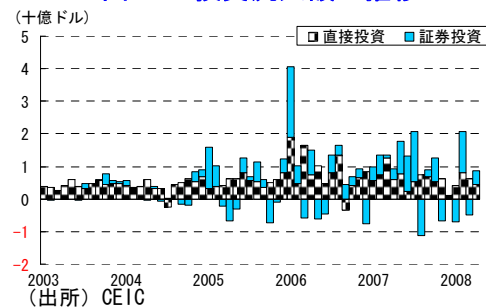


図 11 株式相場の推移(SET 指数)



### 《先行きは政府による財政拡大でインフレが残存し、スタグフレーションに向かう可能性に注意が必要》

- 先行きの同国経済を巡っては、足元でのインフレ圧力の亢進により消費者のマインドが大きく悪化基調を辿っていることもあり（図 12）、今回の金利引き上げによって家計のマインドがさらに悪化することになれば、個人消費の下押しを通じた景気減速に至る可能性が考えられよう。一方、同国内ではマネーの伸びはここ数年大きく鈍化基調を歩んできた一方、昨年末のサマック政権が誕生して以降は

国内信用の伸びが急激に高まっていることから（図 13）、今回の金利引き上げには信用の急拡大を抑える意図があったものとみられる。ただし、インフレ圧力の高まりにより、民間消費及び投資には先行き伸びの鈍化基調が強まっており（図 14, 15）、世界経済の減速基調が鮮明になりつつある中では、景気の下押しは避けられないものとみられ、今回金融当局が利上げに踏み切ったことで、今後もさらなる利上げを進める可能性は高まったと言える。

- 一方、同国政府は景気を下支えする観点から減税を柱とする景気浮揚策を通じて、短期的なインフレ亢進を抑える効果を狙っているものとみられる。しかし、こうした施策は消費及び投資の過剰感を誘発する可能性がある上、政府部内では、足元の物価上昇に賃金の引き上げで対応させようとの見解もあることから最低賃金の引き上げが検討されており、実現すれば賃金インフレを引き起こしかねない。さらに、こうした政策は財政上、さらに企業業績にとっても下押し懸念を強めることになり、先行きの通貨バートの対米ドル為替レートは減価基調を強めていく可能性が高まろう。そうなった場合、輸出産業にとってはプラスに作用するものとみられる一方、輸入物価の押し上げを通じた国内へのインフレ輸入に繋がる可能性も高まろう。
- 金融政策が長期的観点からの引き締め姿勢を強める一方、財政政策は短期的なインフレ抑制と景気浮揚を目的とした施策を打っていることから、どちらの効果も十分なものは期待出来ないと言えよう。ただし、先行きを考えると、依然として世界的な原油及び穀物価格の騰勢が収まる見通しが低い中、人為的な価格操作により過剰消費を誘発することは、インフレの亢進や国際収支の悪化といったマクロ経済のファンダメンタルズの悪化を引き起こし、中長期的な経済の潜在性を損ねかねない。政府による財政支援については、足元で実施されるような価格の歪みをもたらす形から、低所得者層に対する所得再分配を促す形に転換を図っていくことが求められよう。

図 12 消費者信頼感指数の推移

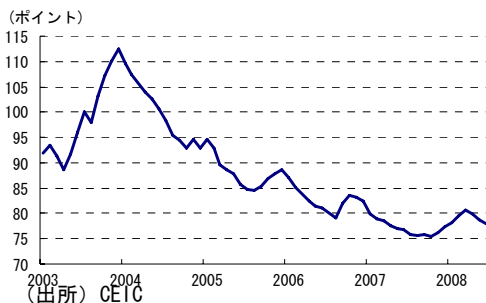


図 13 マネー指標の推移(前年比)

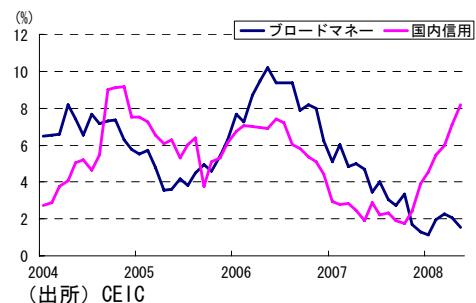


図 14 民間消費指数の推移(前年比)

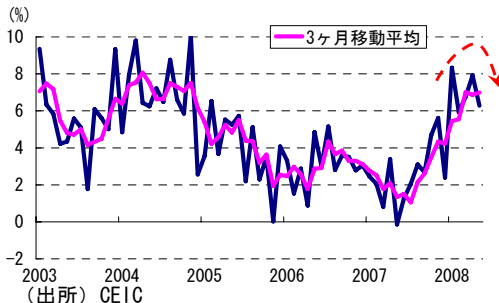


図 15 民間投資指数の推移(前年比)



以上