

## タイ経済事情：インフレ「第2弾」への警戒で2ヶ月連続の利上げ

～金融当局は独立性確保するも、政治的不安定の高まりから景気減速から失速に至る懸念も～

発表日：2008年8月28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)

- 27日、タイ銀行は金融政策委員会を開催し、足元のインフレへの対応から政策金利を25bp引き上げ3.75%とする決定を行った。先月の同委員会では約2年ぶりの利上げが実施されたものの、インフレ抑制より景気浮揚を志向する政府は様々な形で利上げ阻止に向けた動きを見せるなど、金融当局の独立性が脅かされかねない状況にあった。こうした中、金融当局は国王に政策の正当性を仰ぐ策に出たところ、国王が異例の形で金融当局の政策を支持、政府による財政拡張策への懸念を表したことで利上げが規定路線となるに至った。足元のインフレ率は前年比+9.2%と10年来の高さの上、為替減価が輸入インフレをもたらしコア物価も金融当局の目標を超えるなど、インフレ「第2弾」への警戒も強まっている。
- 足元の同国経済は、インフレの高進と政治的不安定の高まりによるマインド悪化により内需が大幅に鈍化する一方、為替減価による輸出競争力強化と主要輸出財の農産品に対する世界需要の底堅さから外需は堅調に推移している。4-6月期の実質GDPは対前年比+5.3%と減速基調が強まっている。さらに、国際収支面でも政治的不安定を背景に証券投資を中心に資金逃避の動きが強まるなど、為替・株式ともに売り圧力が強まっている。とはいえ、外貨準備は依然潤沢な規模にあることから、直ちに通貨危機を誘発する危険性は極めて低いと言える。
- 先行きのタイ経済は金融当局が中長期を見据えたインフレ抑制の観点から引き締め姿勢を強める一方、政府には短期の景気下支え策が求められるものの、反タクシン派によるデモが活発化する中で当面は有効な策が出されない可能性が高まっており景気減速は避けられない。足元のデモがクーデターの誘発に繋がる可能性は低いとみられる一方、政治的不安定が長期化する場合には財政政策不全により景気失速に陥る懸念が高まると言える。

### 《国王の支持で金融当局は独立性を確保し2ヶ月連続の利上げ断行、今後もインフレタカ派姿勢強める様相》

- 27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日物レポ金利を25bp引き上げ、3.75%とする決定を行った（図1）。同国では先月の同委員会では約2年ぶりの利上げが決定されたが、今回の決定で2ヶ月連続での金利引き上げが実施されることになる。同国では、他の国同様に世界的な原油及び穀物価格の高騰を背景とするコストプッシュ型インフレによる物価上昇圧力が高まっている。しかし、当初は食料品や石油製品などの一部製品を主導とするものであったことから、金融当局は景気減速に繋がる利上げ実施には消極的な姿勢を示すなど、他のアジア新興国が相次いで利上げに動く中で静観の構えを見せ続けてきた（図2）。しかし、足元では食料品やエネルギーを除くコア物価も金融当局が望ましいとするレベル（0～3%）を超える状況に至ったこともあり（図3）、利上げによるインフレタカ派姿勢を強めつつあった。
- 一方で、現政権はタクシン元政権同様、経済成長及び社会保障重視の政策スタンスを有しており、先月には総額460億バーツ（14億ドル）規模の景気浮揚策を発表するなど財政拡張策を示している。先月の金融政策委員会に先立っても、インフレ抑制より景気を優先する姿勢を示すなど利上げに強硬に反対する姿勢を示してきた。そうしたことから、先月の利上げ後には政策委員の半数がスラポン副首相兼財務相に近い委員に変更されたほか、今月に入ってからインフレタカ派姿勢を強める同行のタリサ総裁に対して辞任勧告を示唆するなど、中央銀行の独立性に疑問が呈されかねない状況に陥っていた。今月中旬には、金融当局は足元

の金融政策の正当性についてプミポン国王の意見を仰ぐという策に出たところ、国王から異例の形で金融当局による政策運営を称え、一方で政府による財政拡張策がインフレを増大させることへの懸念を表明するコメントが出されるに至った。こうした流れにより、今回の利上げは一転して規定路線に換わったと言える。

- 同国のインフレ率は、直近の7月時点で対前年同月比+9.2%と過去10年で最も高い伸びを示している。とりわけ、インフレが高進するきっかけは世界的な原油及び穀物価格の高騰に伴う食料品及びエネルギー価格の上昇にあったものの、年明け以降はインフレによる景気後退懸念に加えて政治的な不安定さを嫌気した流れから通貨バーツが市場で売られ、為替減価基調が強まった(図5)。為替減価は輸出依存度の高い同国にとって輸出競争力の強化に繋がる一方、エネルギーを輸入に依存する状況では輸入物価の押し上げに繋がり、輸入インフレを通じた全体的な物価上昇に寄与することとなる。こうしたことから、同国ではインフレが一般的な物価上昇に転換する「インフレ第2弾」への警戒が強まっていた。

図1 政策金利の推移

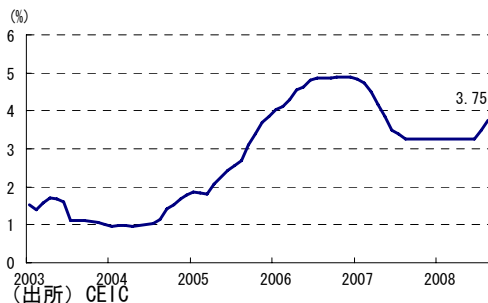


図2 ASEAN諸国の政策金利の推移

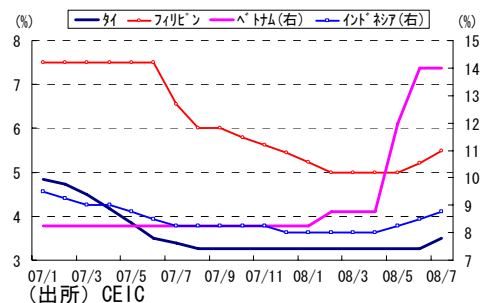


図3 消費者物価の推移(前年比)

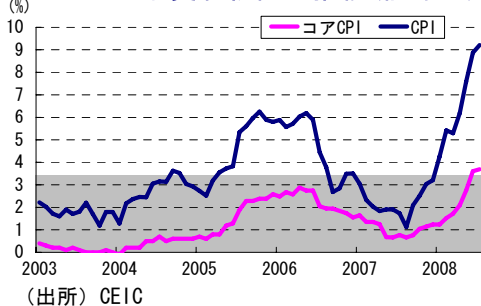


図4 消費者物価の推移(前年比)

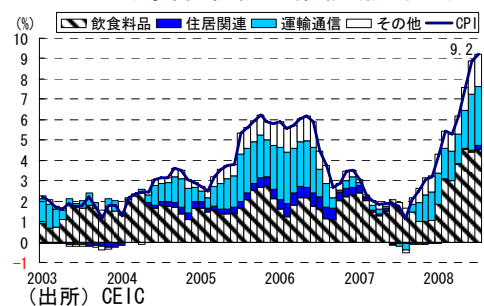


図5 為替相場の推移



#### 《足元のタイ経済はインフレによるマインド悪化で内需は大きく鈍化、外需への依存度が高まる傾向続く》

- 25日に4-6月期の実質GDPが公表され、対前年同期比+5.3%と前期(同+6.1%)から大きく減速した(図6)。足元におけるインフレ圧力の高まりにより、昨年末に現政権が発足したことで財政拡大への期待から一時的に回復した消費者マインドも足元では再び低下基調を強めている(図7)。その結果、足元では個人消費に伸び悩みがみられるほか(図8)、民間部門での投資意欲も鈍化基調が強まるなど(図9)、内需が大きく押し下げられた。その一方で、年明け以降に通貨バーツが減価基調を強めたことで輸出競争力の

相対的な強化に繋がった上、同国の主要輸出品であるコメやゴムなどの農産品に対する世界需要が高く、輸出が底堅く推移した一方、国内需要の鈍化で輸入は大きく減速し、純輸出の寄与度が大幅に上昇した。

- 同国経済は 2006 年に軍事クーデターが発生して以降、バラ撒き政策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緊縮財政に政策転換が図られた影響で、それまで力強く推移してきた個人消費を中心とする内需が大きく減退することとなった。一方で、輸出関連産業に対する投資を優遇させてきたことで、昨年の成長率は前年比+4.8%と堅調な成長を遂げたが、外需の寄与度（同+2.9%）が内需の寄与度（同+1.8%）を大きく上回る状況となっていた。現政権の誕生で内需回帰に向けた動きを強めようとした矢先、インフレ圧力が強まったことで内需に下押し圧力が強まっている上、外需も世界的な景気減速懸念が強まる中で先行きに不透明感が強まっており、同国は景気減速に向かう可能性が強まっていると言える。

図 6 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

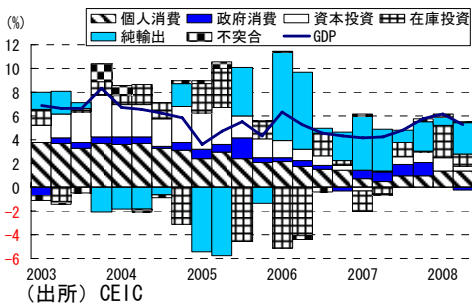


図 7 消費者信頼感指数の推移

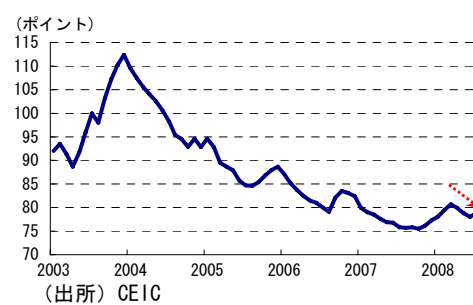


図 8 民間消費指数の推移(前年比)

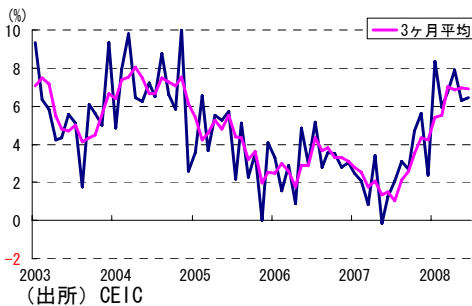
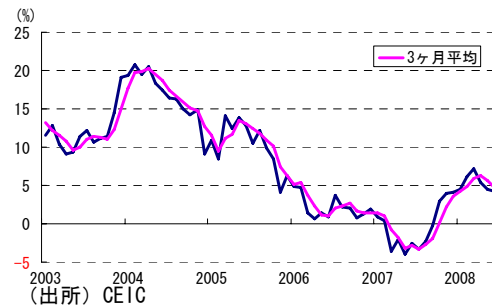


図 9 民間投資指数の推移(前年比)



- 国際収支面では、一昨年の軍事クーデター以降の軍事政権下で輸出振興を図られたことで、貿易収支は過去 2 ヶ年に亘り黒字基調で進んできた（図 10）。しかし、今年初めにサムック政権の誕生以降、タクシン元政権にも似た内需浮揚策が出される中、年明け以降には原油や穀物の国際価格の上昇ペースが加速したこともあり、足元では輸入の伸びが輸出の伸びを上回っている。その結果、貿易収支は年明け以降、黒字と赤字を行き来する不安定な状況が続いている。直近のデータは不明ではあるものの、貿易収支は黒字幅の縮小が続く一方、海外の労働者からの送金は底堅く推移しているとみられ、経常収支は黒字を確保しているとみられる（図 11）。
- かつてアジア通貨危機の発火点となった同国はその後、製造業の輸出拠点となることで国際収支構造の強化に取り組み、特に自動車産業を中心に投資誘致を行い「アジアのデトロイト」を標榜した。そうしたことから直接投資の流入は依然として堅調な推移が見られる一方（図 12）、証券投資は出入りが激しく、足元ではインフレの高進や政治的不安定の高まりを背景に資金逃避が起こっており、8 月 26 日時点での外国人投資家による売り越し額は 30 億ドルを超える。こうしたことから、年明け以降は通貨パーツが減価基調を強めているほか、主要株式指数（SET 指数）も下落基調を強める状況が続いている（図 13）。金融当局は、足元の急激な為替減価に対し、インフレ対策と通貨安定化の観点から大規模な為替介入を行っているともみられ、ここ数年に亘って順調に積み上がってきた外貨準備は足元で減少基調が続いている（図 14）。とはいえ、7

月末時点の外貨準備は1,048億ドルとアジア通貨危機時に比べて3倍以上にある上、輸入支払の7ヶ月分と潤沢な規模を有している。

図10 輸出入の推移(前年比)

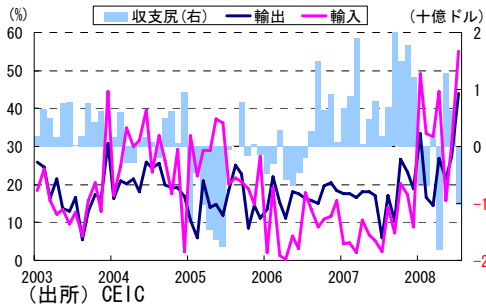


図11 経常収支の推移

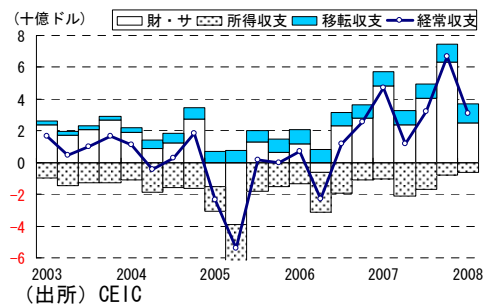


図12 投資流入額の推移

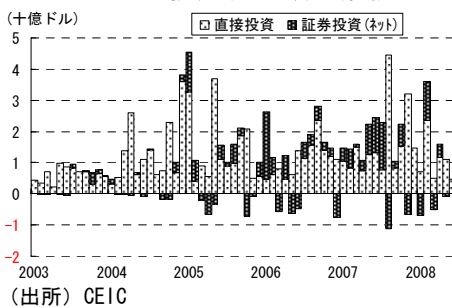
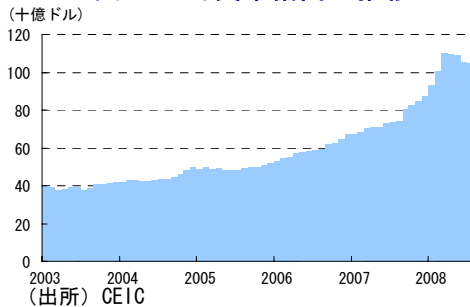


図13 株式相場の推移(SET指数)



図14 外貨準備高の推移



### 《先行きは金融当局の引き締め姿勢強化の見通し、政権運営が混迷する可能性から景気失速への懸念も》

- 先行きのタイ経済は、金融当局が明確にインフレ抑制に向けた引き締め姿勢を強める意思を示していることを考えると、金利高による景気下押しは避けられないとみられる。一方で、インフレについては足元で原油価格が調整局面を迎えているものの依然として高止まりが続いている(図15)。さらに、ベトナムやマレーシアで早くも石油製品価格の引き下げが行われたほか、インドネシアなど他のアジア新興国でもガソリン価格引き下げ圧力が強まっており、先行きの原油価格の動向は依然不透明な状況が続く。したがって、コストプッシュ型インフレ圧力は原油や穀物の国際価格の動向に大きく依存するものとみられる一方、国内の金融市場ではマネーの伸びは鈍化基調を強めているものの、昨年末以降は国内信用の伸びが急拡大しており(図16)、金融引き締め姿勢を強める要因には利上げによって過剰な信用創造を抑制する狙いがあるものとみられる。ただし、今回の利上げによっても依然として足元の政策金利は実質ベースでマイナスであることに変わりはなく、先行きも引き締め姿勢を強化していくものとみられる。
- 一方で同国政府は景気下支えの観点から、6月には460億バーツ(14億ドル)規模で、混合燃料向け消費税の免税、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を柱とする景気浮揚策が公表されるなど、財政拡張路線を志向している。しかし、プミポン国王からインフレ抑制の観点から財政拡張策へ

の懸念が示されたことで、施策の遂行が極めて難しくなっている。さらに、25日には反ワクチン派による抗議行動が首都バンコクで実施され、デモ隊が首相府や国営テレビ局に侵入するなど、サムック政権による政権運営が極めて困難な情勢に陥っている。一部には軍によるクーデターの可能性が指摘され始めているものの、陸軍司令官をはじめとする軍当局はそうした観測を否定している。こうしたことから、先行きはインフレ圧力の残存と金利高の共存により景気が下押しされる上、政府による効果的な景気下支え策が打ち出される可能性も低く、景気減速基調が強まるとみられる。また、政治的混迷が長期に亘れば景気失速の可能性さえ懸念される。なお、当社の2008年のタイの成長率見通しは対前年比+4.4%としている。

- 金融当局が中長期的視点に立ちインフレ抑制の観点から引き締め姿勢を強めている中、政府には短期的な景気下支えに資する対策が求められるものの、当面は政府が機能不全を起こす可能性が高まっている中、効果的な対策は期待出来ない。ただし、先行きは依然として世界的な原油及び穀物価格の高止まりが持続する可能性が高い中で安易に補助金などを通じた価格操作によって過剰消費を誘発することは、エネルギー輸入国の同国にとって貿易収支の悪化、ひいては国際収支の悪化を招くことになり、さらなる通貨減価などマクロ経済のファンダメンタルズの大きな悪化に繋がる懸念される。足元のインフレがまず生活必需品を中心に高止まりが続くことを鑑みれば、政府は財政支援を行う中でも、価格体系を歪ませない形で所得再分配を促すことにより低所得者層の消費を下支えするような形への転換が求められる。

図 15 原油先物価格の推移 (WTI)

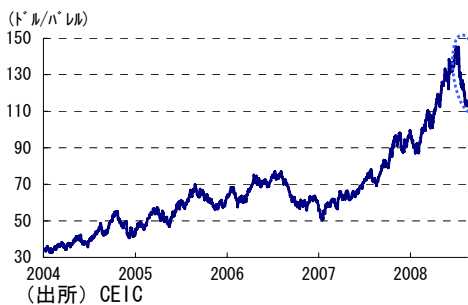
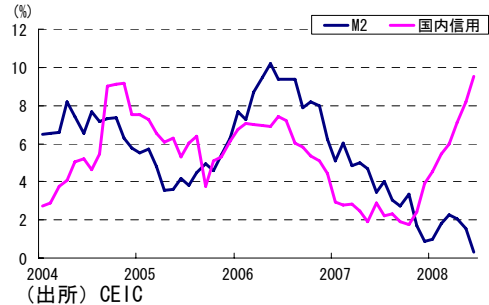


図 16 M2 と国内信用の推移 (前年比)



以上