

## タイ経済事情：物価抑制に向けて「出口戦略」を再開

～景気の減速感は徐々に高まる中、当研究所は見通しを据え置き～

発表日：2010年12月2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）

- 1日、タイ銀行は金融政策決定会合において2回目の利上げを決定、年明け以降3回目の利上げが行われる。同行は10月の前回会合において、利上げによる内外金利差拡大は世界的なカネ余りの中、パーツ高を誘発する可能性があるとして利上げを見送ったものの、市場環境の変化を受けて再利上げに踏み切った。11月の消費者物価は前年比+2.8%、コア物価も同+1.1%と当局のインフレ目標（同+0.5～3.0%）に収まっているが、食料品やエネルギー価格の上昇に加え、為替介入がもたらす過剰流動性により物価上昇圧力が高まっていた。当局はパーツ高抑制に向けて資金流入規制を強化させてきたが、足元ではパーツ高圧力が緩和してきたことから、金融政策の「正常化」に向けて再び舵を切った。
- 7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.9%と前期（同▲2.9%）から減少率は縮小したが、2四半期連続でマイナス成長となっている。個人消費は底堅く推移しているものの、海外経済の減速を受けて輸出は減少し、設備投資にも頭打ち感がみられ、先行きの在庫調整も懸念される。政府は7-9月期のGDP発表を受けて、2010年通年の経済成長率見通しを前年比+7.9%に上方修正したが、この達成には10-12月期の高成長が必要であることから、足元の状況を鑑みれば実現は難しいと思われる。当研究所では先月経済見通しを改定したが、7-9月期のGDP統計を踏まえつつ、2010年の経済成長率見通しを同+7.3%に据え置く。
- 海外経済の影響で輸出数量は頭打ちしているが、商品市況の上昇で輸出額は拡大しており、経常黒字が拡大するなどファンダメンタルズは堅調である。さらに海外資金の流入もあり、外貨準備高は10月末時点で1711億ドルまで積み上がっており、対外信用力は向上している。他方、昨年度は予想以上の景気拡大で歳入が上振れし、財政赤字は大きく縮小したが、10月からの今年度予算では歳出規模は大幅拡大しており、景気に減速感が高まっていることから財政赤字が膨らむ懸念がある。同国政府には、景気対策と財政規律とのバランスに配慮した対応が求められよう。また、先月の憲法裁判決で与党民主党は解党を免れたものの、これについてはタクシン派の反発が予想される。4～5月の武力衝突が生じる可能性は低いものの、引き続き政治情勢は同国経済にとってリスク要因になろう。
- 株式市場では、世界的なカネ余りも背景に上昇基調が続いてきたものの、先月以降は調整している。先行きもカネ余りは続くものの、景気や金融政策の動向を伸長に見極める展開が続くであろう。他方、為替相場も足元ではパーツ安に転じているが、金利に先高感が出ていることもあり、当面は一進一退の展開が予想される。

### 《国際金融市場の環境変化を受け、物価抑制に向けて金融政策の「正常化」を再開》

- 1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日物レポレートを25bp引き上げ2.00%とする決定を行った（図1）。同行は10月の前回会合において、インフレ率が当局の定める目標（0.5～3.0%）に収まっていることに加え、7月からの2回連続の利上げで内外金利差が拡大し、世界的なカネ余りも続く中、再利上げはさらなるパーツ高をもたらすリスクがあることから、政策金利を据え置いていた。先月初めに米国Fedが追加量的緩和（QE2）を決定し、金融市場に最大6000億ドルの資金が追加供給されることになったほか、日本でも金融緩和が強化されており、世界的にカネ余り状態が加速している。他方、アイルランドの債務問題を契機とする欧州不安の再燃により海外投資家のリスク回避姿勢が高まっており、先月中旬より少なからずの新興国で資金流出の動きが現れるなど、マネーフローの状況は変化しつつあった。

- 11月の消費者物価は前年同月比+2.8%と前月と同じ伸びになったが（図2）、前月比は+0.2%と前月（同+0.0%）から上昇している。他方、コア物価も前年同月比+1.1%と前月と同じ伸びに留まっているものの、依然としてともに当局のインフレ目標の範囲内に収まっており、物価上昇は差し迫った問題とはなっていない。農産物価格の上昇で食料品価格に上昇圧力が高まり、原油市況の高止まりでエネルギー価格にも上昇圧力が掛かってきたが、政府の補助金政策による公共料金やエネルギー料金の引き下げによって物価が抑えられてきた。さらに、過去数ヶ月のパーツ高により（図3）、輸入物価が抑えられてきたことも物価安定に寄与してきたが、パーツ高による輸出競争力低下を嫌った当局がパーツ売りによる為替介入を行った結果、マネーサプライが大幅に拡大してきたことから（図4）、先行きにおける物価上昇が懸念されてきた。
- 同国政府は9月、資本流入抑制の観点から企業による対外投資規制を緩和し、タイ国内の銀行口座の外貨建口座残高の上限を50万ドルに引き上げ、輸出業者が海外で保有可能な外貨の上限を2万ドルから5万ドルに引き上げてきた。さらに、10月には外国人投資家による債券投資について、キャピタルゲインと利息収入に15%の源泉課税の適用を決定した。しかし、先月中旬より外国人投資家のリスク回避姿勢の高まりで同国でも資金流出に転じ、パーツ高圧力は幾分緩和していた。さらに、当局は先行きの景気について、内需をけん引役に拡大が続くとみており、それに伴ってコア物価にも上昇圧力が高まるとしている。こうしたことを背景に、当局は「超緩和的」な金融政策の必要性は低下しているとの見方を示した。当局は10月の前回会合の際には、現状は「政策金利の正常化の途上」にあるとして、先行きの利上げを否定していなかったが、今後とも予防的な利上げが行われる可能性は高まっている。

図1 政策金利の推移

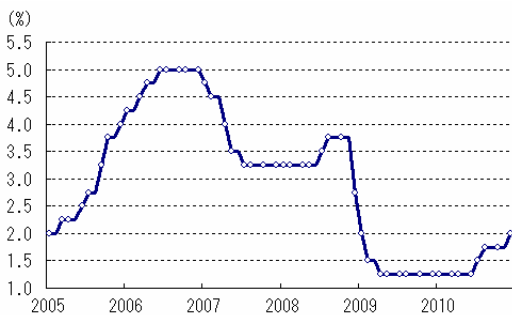


図3 為替相場の推移



図2 消費者物価の推移(前年比)

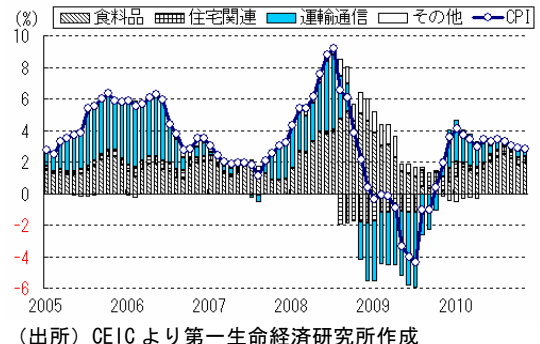
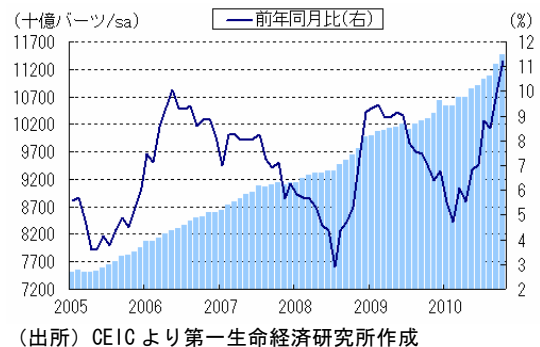


図4 マネーサプライの推移



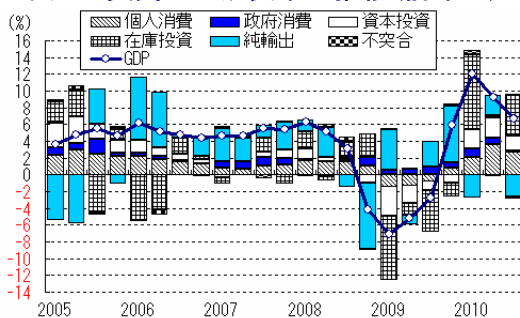
### 《輸出減少で調整圧力が高まるも内需は底堅い。調整は煽ると見込まれ、今年の成長率見通しは据え置く》

- 先月発表された7-9月期の実質GDP成長率は、前年同期比+6.7%と前期（同+9.2%）から伸びが鈍化した（図5）。前期比年率ベースでは▲0.9%となり、前期も同▲2.9%に下方修正されたため（修正前は同+0.6%）2四半期連続のマイナス成長となったものの、マイナス幅は縮小している。同国経済は輸出依存度が高く、足元では中国経済に減速感が出ているほか、先進国経済も低調であることから、輸出が前期比マイナスとなったことが影響している（図6）。他方、内需の底堅さを反映して輸入は前期比プラスを維持し、純

輸出は前年比・前期比とも成長率寄与度がマイナスとなるなど、外需の落ち込みが成長率を押し下げた。

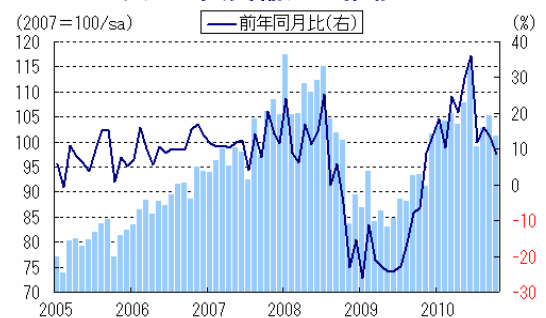
- 内需については、7月以降の利上げにも拘らず依然として緩和状態が続いており、個人消費は前期比プラスを維持しているものの、足元では減速感が高まりつつある（図7）。また、外需の落ち込みにより企業は設備投資意欲を低下させており、投資にも頭打ち感が出るなど（図8）、これまで景気を下支えしてきた内需に調整色がみられる。なお、前期は政情不安の深刻化が一部企業の生産活動に悪影響を与えたものの、総じて出荷が好調に推移したため、結果的に在庫調整が進んだ側面があった。他方、今期については政情安定で生産が拡大したにも拘らず（図9）、出荷に頭打ち感が出ていることから、結果的に在庫が重くなりつつある（図10）。こうしたことから、先行きについては在庫調整圧力が高まり、生産に下押し圧力が掛かる可能性もあろう。
- なお、政府は7-9月期のGDP発表に際して、2010年の経済成長率見通しを前年比+7.9%に上方修正している（旧予想は同+6.5~7.5%）。しかし、この政府見通しを達成するためには、10-12月期の実質GDP成長率が前期比年率ベースで+5.2~6.7%程度の高成長となる必要がある。実際には、中国など海外経済に不透明感があることや、在庫調整圧力が高まっていることを鑑みれば、政府の見通しは少々楽観的と思われ、その実現性は疑問である。当研究所では、先月の経済見通しの改定において、2010年通年の経済成長率を前年比+7.3%としているが、7-9月期のGDP発表にあたり4-6月期の実質GDP成長率が下方修正されていることを踏まえれば、これを特に見直す必要はないと考える。

**図5 実質GDP成長率の推移(前年比)**



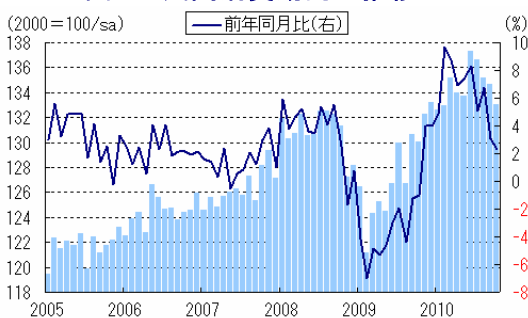
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

**図6 実質輸出の推移**



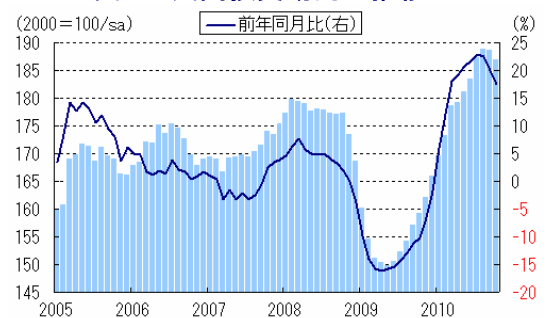
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

**図7 民間消費動向の推移**



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

**図8 民間投資動向の推移**



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図9 鉱工業生産と設備稼働率の推移

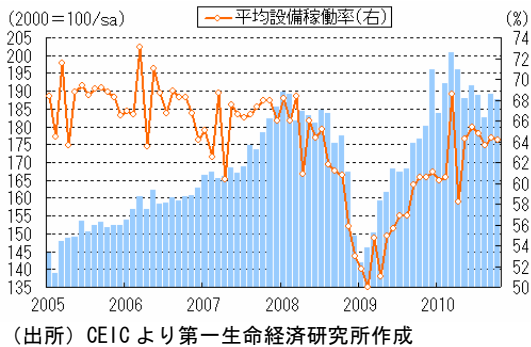
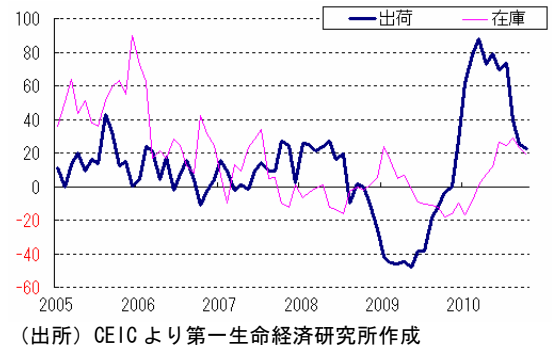


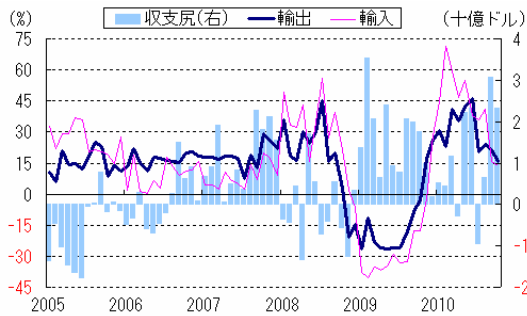
図10 自動車部門の在庫・出荷動向の推移



### 《対外信用力は向上しているものの、拡張的な財政に懸念もあり、景気対策とのバランスが求められる》

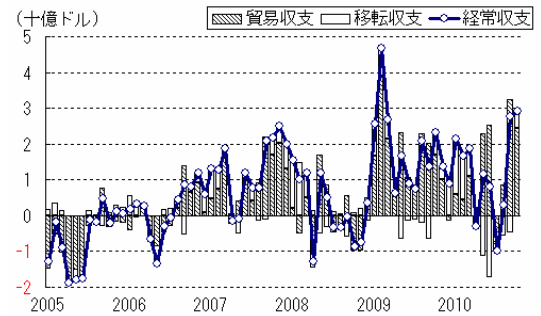
- 足元では海外経済の減速により輸出数量は頭打ちしているものの、国際商品市況の上昇に伴いコメなどの輸出額は上昇するなど、輸出額は順調に拡大している。内需の堅調を背景に輸入は増加しているものの、過去数ヶ月貿易黒字は拡大しており（図11）、それに伴う経常黒字の増加は対外信用力の向上要因となっている（図12）。こうしたファンダメンタルズの強さは、世界的なカネ余りの中で海外資金を惹き付ける要因となり、さらに為替介入による外貨資産の購入もあったことから、10月末時点の外貨準備高は1711億ドルまで積み上がっている（図13）。同国は1997～98年に発生したアジア通貨危機の震源地のひとつになったが、その後は順調に外貨準備を積み上げ、海外資金の動向に対する耐性を高めてきた。足元では、海外資金の巻き戻しを懸念する声はあるものの、往時のように危機的状況となる可能性は極めて小さい。
- 他方、10月から始まった2010-11年度予算は、歳出規模が前年比+21.8%の2.07兆バーツと引き続き拡張型となっており、財政赤字は昨年度当初予算の▲3500億バーツを大きく上回る▲4200億バーツとなる見通しとなっている。なお、今年の経済成長率は昨年度の予算前提の成長率（前年比+3.5～4.5%）から大幅に上振れる見込みであるため、昨年度の財政赤字は当初見通しを大きく下回っている。しかし、来年は今年の高成長からは鈍化すると見込まれ、国営企業などを通じた予算外の景気対策も予定されていることを鑑みれば、公的債務が膨れ上がることが懸念される。9月末時点の公的債務残高はGDP比46.8%と新興国の平均的な水準であるものの（図15）、財政負担のバランスが求められよう。
- なお、2005年の総選挙で与党民主党が政党交付金を不正使用していたとして、選挙管理委員会が憲法裁判所に解党を求める提訴を行っていた件について、憲法裁は先月訴えを棄却する決定を行い、民主党の解党やアピシット首相などは公民権停止措置を免れた。しかし、憲法裁は2007年に、タクシン元首相が設立したタイ愛国党が2006年の総選挙（後に無効とされている）で不正があったとして同党に解党を求めていることから、タクシン派が「法の二重基準」として反発を強める可能性が高まっている。政府は、依然として首都バンコクなど大都市部の非常事態宣言を解除しておらず、4～5月に発生したような武力衝突が生じる可能性は低いであろう。しかし、国王の高齢問題などにより、王室による調停能力が疑問視されている状況を鑑みれば、事態が真に解決する可能性は低く、政治対立問題は長く尾を引くことになろう。

図 11 輸出入の推移(前年比)



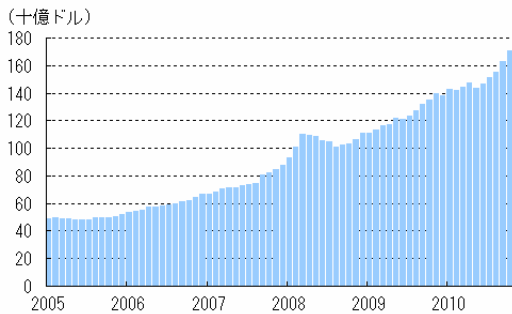
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 12 経常収支の推移



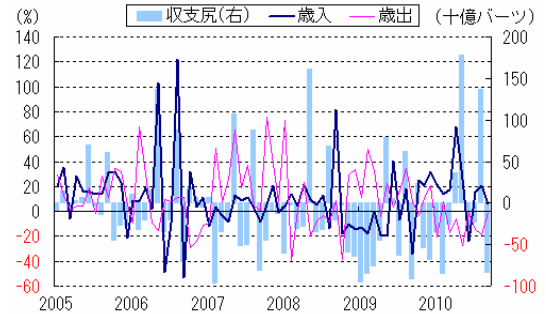
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 13 外貨準備高の推移



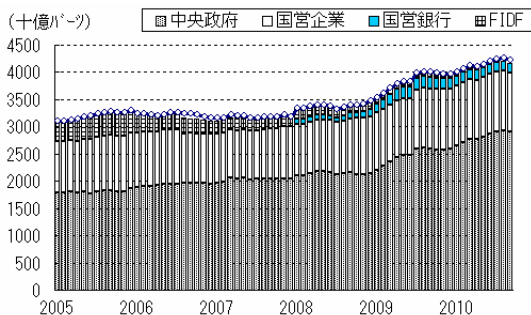
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 14 財政収支の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 15 公的債務残高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

### 《世界的なカネ余りは続くが、景気や先行きの金融政策の不透明感から金融市場では様子見が続くと予想》

- 株式市場では、先進国の追加金融緩和による流動性拡大期待が高まり、9月にはS E T指数が史上最高値を更新するなど上昇基調を強めてきた。11月初旬には1000の大台を突破したものの(図16)、その後はQE2発表による材料出尽くし感や、海外資金の流入抑制策の検討が嫌気されたこと、さらに欧州の債務問題で外国人投資家などのリスク許容度低下もあり、足元では調整している。世界的なカネ余りは当面続くと見込まれるものの、当面は景気の動向や金融政策を慎重に見極める展開が続こう。
- 過去数ヶ月は、持続的にパーツ高が進行してきたが、先月半ばを境にパーツ安に転じている(図17)。今回予想外の利上げがあったことから、金利の先高感が意識されると思われる、一方的にパーツ安が進展するとは考えにくいと思われる。また、政府による外国人投資家による債券投資に対する源泉課税の導入を受け、足元では長期金利が上昇している(図18)。

図 16 株式相場の推移 (SET 指数)



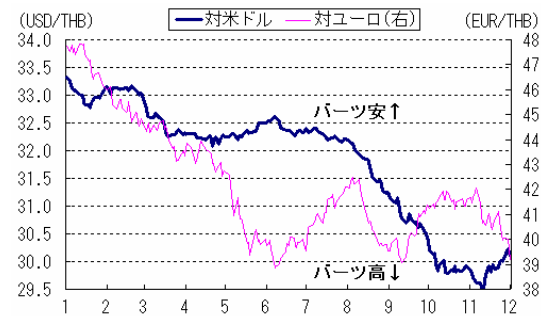
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 18 長期金利の推移 (10 年債利回り)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 17 為替相場の推移 (対米ドル、ユーロ)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以 上