

タイ 景気回復の遅さに苛立つ暫定政権

～金融政策に負荷。民政移管の道のりが遅れるリスクも～

発表日：2015年4月6日(月)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 昨年5月のクーデターを経て軍政が続くタイだが、その経済は依然回復途上の状況にある。足下では外需主導による景気の底離れは確認されているが、過大な家計債務が重石となり内需は勢いを欠いている。インラック政権下で実施された洪水復興策は家計債務の急増を招き、財政悪化に繋がったため、暫定政権はその対応に追われている。同国発で危機に至るリスクは低いが、景気回復は道半ばの状況が続いている。
- 景気回復の遅れは暫定政権の苛立ちを招いている。中銀に対する利下げ要求が強まるなか、先月には予想外の利下げに踏み切り、今後も追加利下げに動く可能性は高い。発足当初は矢継ぎ早に政治改革を打ち出した暫定政権だが、その後の歩みは遅い。民政移管が一段と遅れる可能性も出ており、海外からの評価悪化に繋がるリスクもある。格差改善などの根本的問題を踏まえた逸早い民政移管の実施が求められる。

《景気は最悪期を脱したが、家計部門の債務負担が消費の足かせとなっており、依然本格回復には「道半ば」の状況》

- 昨年5月末のクーデターを経て事実上の「軍政」状態が続いているタイだが、クーデターの直接的な原因であった政治的混乱は収束したものの、経済面では当初期待されたような状況の改善には至っていない。昨年通年の経済成長率は前年比+0.7%と前年(同+2.9%)から一段と減速しており、年前半における政治的混乱が通年の成長率の足を引っ張る一因になったことは言を待たない。その後誕生したプラユット暫定首相(前陸軍司令官)率いる軍事政権は減税や財政出動による景気刺激策を行っており、年末にかけては景気に底離れの動きが進んでおり、10-12月期については前期比年率+7.1%と高い伸びとなるなど、着実な景気の底離れに繋がっている。中国の景気減速が輸出の足かせとなる状況が続いてきたものの、足下では堅調な米国経済の拡大やASEAN諸国をはじめとする周辺国向け輸出の底入れが進んでいるほか、政府による景気刺激策の効果が徐々に発現していることも景気の底離れを促している。一方、クーデターによる政治的混乱の終結を受けて消費者マインドは急激に改善したものの、個人消費は依然として回復感に乏しい状況が続いているほか、投資についても底這いが長期化するなど、内需は全般的に勢いのない展開が続いている。こうした内需の弱さの一因となっているのは、ここ数年家計部門の債務残高が急拡大しており、その債務負担の拡大が可処分所得の減少を通じて消費や投資の足かせになっていることが挙げられる。特に、2011年に発生したチャオプラヤ川沿岸での大洪水の後に当時のインラック政権は復興を目的に大規模な景気刺激策を実施したが、その際に行われた自動車の買い替え策などは長期間に亘る低金利政策も相俟って家計部門の債務拡大を大きく後押しした。結果、昨年末時点における家計部門の債務残高は10.4兆バーツに達しており、GDP比で

図1 家計部門の債務残高の推移

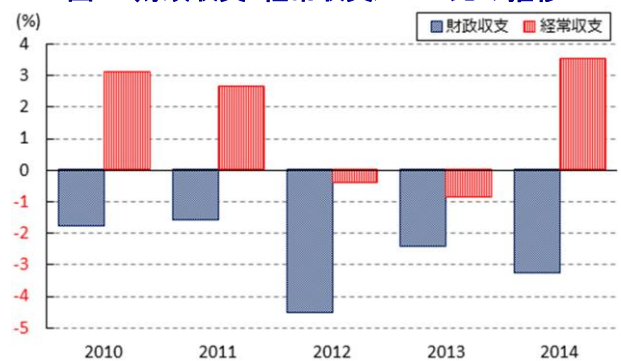


(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

85.9%もの水準となっている。足下では昨年後半以降の原油をはじめとする国際商品市況の調整により、エネルギー資源を海外からの輸入に依存する同国ではインフレ圧力の後退に繋がっており、年明け以降のインフレ

率はマイナスとなるなどディスインフレ基調が鮮明になっている。このこと自体は家計部門の実質購買力の向上を通じて個人消費などの押し上げに繋がると期待される一方、同国はアジア有数の天然ゴム輸出国であるため、市況低迷は同国南部を中心とする産地経済を直撃している。さらに、インラック政権下で実施されたコメ担保融資制度を軍事政権が打ち切ったことで国内のコメ価格は大幅に調整する状況が続いており、結果的にコメ農家などでは所得減圧力が高まったことも個人消費の足かせとなっている。一方、同国の財政を巡ってはここ数年、洪水復興に絡んだ公共投資の拡充などに加え、インラック政権下で実施されたコメ担保融資制度では巨額の損失が計上されるなど急激に財政状況が悪化する事態となっており、暫定政権は財政健全化が急務となるなかで景気対策を実施しにくい状況が続いている。洪水後の輸出低迷に加え、コメ担保融資制度の影響でコメが輸出に回らなくなった影響から 2012 年以降は経常収支が赤字に転じる状況が続いてきたが、輸出に底入れの動きが出ていることや原油安による輸入鈍化などが重なり、昨年は経常収支が黒字に転じるなど対外収支には改善の動きがみられる。こうした環境の変化は、国際金融市場が依然として「カネ余り」の状況にあるなか、政治的安定も相俟って海外資金の流入に繋がると期待される一方、同国経済が本調子とは言えない状況にあることは資金流入を阻害しており、結果的に通貨パーツ相場は一進一退の動きをみせる一因になっている。一昨年以降の国際金融市場の動揺に加え、ここ数年は上述のようにファンダメンタルズ（基礎的条件）が悪化したことも重なり海外資金の流出が進み、外貨準備は減少基調を強めているが、2月末時点でも依然として1569億ドルと1997～98年に発生したアジア通貨危機の頃とは雲泥の差がある。一方、対外債務に占める短期債務の残高は今年1月末時点で567億ドルに留まっており、対外収支面での頑健性は極めて高い。近年は同国においても社債発行などを通じた資金調達が発達しており、外貨建社債の発行額が拡大する動きはみられるものの、これを加味してもアジア通貨危機のように同国発で危機的状況が伝播するリスクは極めて小さい。こうした状況を勘案すれば、同国経済は「最悪期」は脱したと評することが出来るものの、本格回復には依然として時間を要する状況には変わりがないと言えよう。

図2 財政収支・経常収支/GDP 比の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

《景気の本格回復が遅れるなかで暫定政権は「苛立ち」を強めており、民政移管の道のりにも暗雲が立ちつつある模様》

- 暫定政権は、現在草案作りを進めている新憲法の下で行われる総選挙を経て、早ければ来年にも民政移管を進めるべく様々な政治改革を前進させているが、前提となる経済の建て直しが遅々として進んでいないことに「苛立ち」を強めている様子がうかがえる。今月初めにはクーデター以降続いてきた戒厳令が全面解除されるなど、民政移管に向けた取り組みが進む動きがみられる一方、暫定首相に対して強い治安権限を認める暫定憲法の適用を認めるなど実質的には戒厳令と変わらない状況が続いている。さらに、上述のように家計部門の過大な債務が個人消費などの足かせとなっていること、足下のインフレ率がマイナスとなるなどディスインフレ基調が強まっていることを受け、中銀に対して利下げを催促する姿勢を強めてきた。同国の中銀は基本的に独立性が高く、そうした圧力に対しても独立した見解を示す状況が続いてきたが、先月には予想外の利下げに踏み切るなど、政府内からの圧力が極めて強くなっていることが改めて示される格好となった。こうした背景には、上述のように財政面では巨額の景気刺激策を打ち出しにくい状況が続く一方、足下の同国景気は内需の弱

さが足かせとなっているなか、暫定政権に対する信認回復に繋がる景気浮揚を図るべく、一段の金融緩和を後押ししたと考えられる。ただし、家計部門の債務残高はG

D P比 85.9%と極めて高い水準にある状況での金融緩和は債務残高のさらなる積み上がりを招いて脆弱性を一段と高める可能性が考えられる上、利下げ自体の効果も極めて不透明なことを勘案すれば、政府などが想定する景気浮揚効果をもたらすとは見通しにくい。評決に際しては7人いる政策委員のうち4人が利下げを主張した一方、3人は金利の据え置きを主張しており、金融政策については「現状の政策で十分に緩和的であり、緩和余地は外部環境の変化な

どに対応する激変緩和措置として行使すべき」との考えを述べている。ただし、現時点においては利下げ実施が政策委員の中でも「主流派」となっていること、景気に対する見方が弱気に振れていることを勘案すれば、今後も追加的な利下げによる景気刺激を図る可能性は高まっていると判断出来よう。政府は景気浮揚を図るべく予算執行の前倒しを図っており、今後はその効果が徐々に出現すると見込まれるが、それが内需全体を活性化させる可能性は低いとみており、当研究所では2月に発表した直近の経済見通しにおいて今年の経済成長率を+4.0%としているが、足下の状況は予想以上に力強さを欠く展開が続いており、次回の見通し発表（5月）では下方修正が避けられないであろう。なお、暫定政権は昨年7月の暫定憲法の公布直後に暫定議会である「国民立法議会」の発足、プラユット氏が暫定首相を兼務する形で暫定内閣が発足されるなど、民政移管に向けて様々な政治改革案を矢継ぎ早に打ち出していた。しかし、その後は一転して改革のスピードは緩んでいること、足下においても暫定政府による強権発動が可能な状況が続いていることから、外国メディアなどの中には暫定政権に対して批判的な姿勢を強める動きもみられる。とはいえ、一連のクーデターのきっかけとなったのは、「タクシン派」であるインラック政権と「反タクシン派」である野党の間で対立をきっかけに首都バンコクでデモ活動が広がり、政治的にも経済的にも停滞した状況に陥ったことがある。クーデターという行為そのものに対する評価は難しいものの、クーデターを経た暫定政権下での政権運営を経て政治的混乱は収束しており、経済的にも最悪期を脱した点については素直に評価出来よう。タクシン派と反タクシン派の対立の根本的な原因としては、両者の間にある経済格差があり、税制改正などを通じて問題解決が進められるか否かが、民政移管後に誕生する政権が安定出来るかの成否を大きく左右すると考えられる。暫定政権は当初、格差縮小に向けて相続税の導入と土地家屋税の改正などを図る方針を示していたが、先月には景気低迷を理由に導入を見送る考えをみせており、今後の民政移管に向けた動きに暗雲が立ちつつある。すでに暫定政権を巡っては、政権発足当初の約束である「1年」との政権期間が実質的に反故にされており、海外からの反発が高まっているが、民政移管そのものの動きが遅滞すれば状況が一段と厳しくなることも予想される。年末にも発足するASEAN経済共同体を巡っては、同国の域内経済における存在感は極めて高く、工業関連では地域全体のけん引役になることも期待されるだけに、海外からの評価を下げる事態となれば、その地位の相対的な地盤沈下に繋がる可能性も予想される。その意味でも経済の動向に留意は必要だが、着実な民政移管に向けた取り組みを内外に示すことがこれまで以上に求められている。

以上

図3 政策金利の推移

