

公的部門に依存せざるを得ないタイ経済

～民間部門の需要は依然回復力に乏しいが、家計債務の動向には要注意～

発表日：2016年2月24日(水)

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)

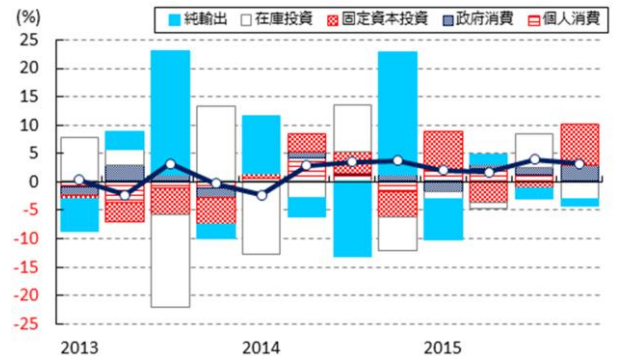
- 中国の景気減速は「中国依存度」の高い国々に悪影響を与えるなか、タイでは実質輸出が過去1年近く前年を下回る伸びが続くなど厳しい状況に直面している。2011年の大洪水後の景気対策による需要「先喰い」の影響は薄れつつあるほか、原油安による物価下落は内需を下支えすると期待されたが、個人消費は依然弱い。企業の設備投資も低調ななか、足下の景気は政府による景気刺激策に下支えされている。当面は昨年の内閣改造で就任したソムキット副首相主導による景気下支え策に大きく依存する展開が続くであろう。
- 2014年のクーデター後に発足した暫定政権は政治・経済の両面で改革を進める姿勢をみせるが、双方ともに明確な成果は出ていない。こうした状況を打破すべく、政府はかつてタクシン政権下で「デュアル・トラック・ポリシー」を主導したソムキット氏を起用したと考えられる。ソムキット氏は短期的な景気下支えに加え、中長期的な潜在成長力向上へインフラ拡充を進める方針を示すなどの動きもある。他方、近隣窮乏化策ともみられる政策を志向するなど、ASEAN共同体の動きと逆行する動きには要注意である。
- 足下では民間需要が依然として力強さを欠き、しばらくは政府主導の景気下支えに依存せざるを得ないなかで財政悪化が進む懸念はあるが、公的債務残高は管理可能な水準に留まる。さらに、アジア通貨危機を教訓とした外貨準備の積み上げにより対外債務とのバランスも良く、通貨危機が懸念されるリスクは極めて低い。他方、民政移管プロセスは大幅な後ろ倒しが避けられないため、国内外からの批判が少なくない軍事政権の長期化が規定路線となることで再び政治不安が高まることには警戒が必要と言えよう。
- 景気の回復感が乏しいなか、インフレ率のマイナス長期化を理由に市場では追加金融緩和観測がくすぶるが、家計部門の債務が比較的過大ななかで利下げによる需要押し上げ効果には疑問が多い。他方、中銀内には年明け以降のパーツ高（ドル安）基調を早くも警戒する動きもあるなど、さらなるパーツ高には為替介入も辞さない可能性はある。ただし、足下の景気動向はパーツを積極的に買う動きには繋がりにくいと思われ、先行きについてもしばらくパーツ相場は上値の重い展開になりやすいと予想される。

《民間需要の回復感が乏しいなか、当面の景気は政府主導による景気下支えに大きく依存せざるを得ない展開に》

- 足下の中国経済はかつての高成長から中高速成長に向けた「新常态（ニューノーマル）」への移行を進めているが、こうした動きは輸出依存度が相対的に高く、輸出に占める中国向けの割合が高い、いわゆる「中国依存度」が高い国々を直撃している。実質ベースで輸出がGDP比75%超と輸出依存度が極めて高い上、輸出全体に占める中国及び香港向けの割合が2割弱とASEAN内でも比較的高いタイ経済にとって、足下における中国の景気減速は外需の重石となっている。なお、同国の製造業は自動車産業を中心にアジアのみならず、世界的なサプライチェーンのなかで重要な役割を果たしており、中国の景気動向のみによって外需が左右される訳ではないものの、足下では数量ベースの輸出の伸び率は過去1年近くに亘って前年割れの展開が続くなど厳しい展開が続いている。この背景には、2011年に発生したチャオプラヤ川流域での大洪水により全世界的な生産に悪影響が出たため、リスク分散の観点から同国を含めたサプライチェーンを見直す動きが広がったことが影響したと考えられる。こうした動きは、昨年半ば以降の国際金融市場の動揺に伴い通貨パーツ相場は大き

く下落し、足下のパーツ相場は実効ベースでも約2年ぶりの低水準に低下するなど価格競争力が向上しているにも拘らず輸出が伸び悩んでいる一因となっている。さらに、内需を巡っては上記の大洪水後に当時のインラック政権が実施した大規模景気対策に伴い、自動車をはじめとする耐久消費財需要が大きく「先喰い」された影響で、その後の個人消費は長期に亘って低迷する展開が続いてきた。足下では需要先喰いの影響が徐々に薄れつつあるほか、原油をはじめとする国際商品市況の低迷長期化で物価上昇圧力が後退していることで家計部門の実質購買力が押し上げられている。結果、長期に亘って底這いの展開が続いてきた個人消費に足下では底離れの動きが出ているほか、消費の底入れに呼応する形で低迷が続いた企業の設備投資にも底打ち感が出る動きもみられ、景気は最悪期を過ぎつつある様子がうかがえる。しかしながら、昨年の経済成長率は前年比+2.82%と前期（同+0.82%）から加速したものの、2000年代を通じてコンスタントに5%を上回る成長を実現してきたことに鑑みれば力強さに乏しい。なお、10-12月期に限れば前期比年率+3.20%と前期（同+3.96%）から減速しているものの、昨年前半は2四半期連続で2%未満の低い成長に留まったことを勘案すれば、景気は徐々に上向いていると言える。とはいえ、その内容をみる限りは自立的な景気回復とはいいがたい展開をみせている。昨年のインフレ率は1年を通じてマイナスで推移するなど原油をはじめとする国際商品市況の低迷を追い風にインフレ圧力は後退したにも拘らず、個人消費は前期比で減少に転じるなど力強さを取り戻せていない。また、中国をはじめとする海外経済の減速が重石となる形で輸出は鈍化基調が続いているほか、昨年8月に首都バンコクで発生したテロの影響で外国人来訪者数に調整圧力が掛かったことでサービス輸出も鈍化していることも重なり、2四半期連続で外需の成長率寄与度がマイナスで推移していることも景気の足を引っ張っている。なお、昨年後半にかけては政府による景気刺激策をはじめとする歳出拡大が本格化しており、これに伴う政府消費の拡大は景気の下支えに繋がっている。さらに、昨年は10年ぶりの大干ばつにより農業生産に悪影響が出ているため、9月に農村を対象とする無利子融資の拡充や中小企業向けの低利子融資の拡充など「渇水対策」を名目にした大規模景気刺激策を発表しており、これも景気を下支えしている。また、昨年8月の内閣改造で経済担当副首相に就任したソムキット氏の下でインフラ投資計画の促進が図られていることも、公共投資の押し上げに繋がっていると考えられる。ただし、足下の景気動向は民間需要には力強さがみられない一方、公的需要に大きく依存する傾向が強まっており、自立的な景気拡大に向けた回復軌道への道のりには程遠い状況にあると判断出来る。

図1 実質 GDP 成長率(前期比年率)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 消費者信頼感指数の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

《暫定政権は経済的成果を求めてソムキット副首相を起用。かつての「デュアル・トラック・ポリシー」を髣髴とさせる展開》

- 2014年のクーデターを経て誕生した事実上の軍事政権であるプラユット暫定政権は、政治面では憲法改正とその後の民政移管に向けた取り組みを進める一方、経済面では長期に亘る景気低迷からの脱却を図るべく取り

組みを進めてきたものの、現時点においてはどちらの面についても明確な成果を挙げる事が出来ない状況が続いている。特に、経済面については暫定政権による予算執行能力の低さから公共投資の進捗が大きく遅れる事態が続いてきたことも、景気の足を引っ張る一因になってきたことは否めない。なお、上記の内閣改造で経済担当副首相に就任したソムキット氏はタクシン元政権下で副首相や財務相、商務相を歴任するなどいわゆる「タクシン派」に属し、当時はアジア通貨危機後に景気回復が進まないなかで経済復興を大きく後押しした実績がある。暫定政権首脳は基本的に「タクシン派」に対する反発は強いものの、ソムキット氏はその後「タクシン派」から離脱していることから、暫定政権は同氏の経済政策に対する手腕を買ったと考えられる。同氏は就任早々から上記の通り「渇水対策」を名目とする大規模景気刺激策を実施した上、外資企業の誘致促進に向けてハイテク産業や研究開発に関連する投資を対象に法人税の減免対象期間の延長、早期の投資実施やSEZ（経済特区）向け投資に対する追加的な法人税減免のほか、様々な主要産業を対象に「クラスター化」を通じた産業集積を図るなどの取り組みを示している。特に、「産業クラスター」化については昨年11月のソムキット氏をはじめとする経済閣僚が来日した際にも日本企業に対して盛んに進出を呼び掛けるなど、海外においても積極的に自らが前面に立って投資誘致を図る動きをみせる。こうした一連の取り組みはタクシン元政権下で採られた内需振興と輸出拡大に加え、外資誘致の双方を目指す「デュアル・トラック・ポリシー」政策に準える向きもあるなど、暫定政権が経済面で実績を挙げる事が出来ずにいたなかで景気回復を最優先事項に据えた「現実主義」的な側面も垣間見える。ただし、過去における「デュアル・トラック・ポリシー」は過剰融資などを通じて不良債権化した場合には将来的な財政負担増に繋がるほか、貧困層を中心に家計債務が増大する傾向があるなど貧困対策としての持続可能性が乏しくなるといったリスクを抱えていた。こうしたことから、プラユット暫定政権は上記の対策を通じて短期的に景気を押し上げる一方、中長期的な潜在成長力の向上を図る観点からインフラ投資の拡充と早期化を目指す方針を明らかにしており、昨年末には1000億バーツ規模のインフラファンドの立ち上げが承認されたほか、年明け以降は20の大規模インフラ投資計画を重点化して手続を迅速化させるなどの動きをみせている。インフラ投資の加速化に際しては、インラック元政権下では対外借入の受入に対して消極的な姿勢をみせていたのに対し、プラユット暫定政権はわが国からの支援のみならず、中国主導によるAIIB（アジアインフラ投資銀行）からの融資なども活用する考えをみせている。さらに、来年から対象年度が始まる「第13次国家経済社会開発計画」の策定に着手しており、その中では隣国であるカンボジア、ラオス、ミャンマーの国境地域にSEZを建設するとともに輸送インフラを整備することでインドシナ半島全体の活性化を図る姿勢をみせる。同国は産業集積の高さなどを理由に、昨年末発足したAEC（ASEAN経済共同体）による恩恵を最も享受し得る国の一つと考えられてきたが、長年に亘る政治的混乱に加え、近年の大幅な賃金上昇や少子高齢化に伴う労働力人口の減少などで生産拠点としての魅力が低下するなか、一連の対応は同国が「中所得国の罠」に嵌ることへの懸念払拭に取り組む姿勢を示したものと評価は出来る。他方、隣国の国境近くにSEZを建設する取り組みは、平均年齢が若い周辺国の労働力を吸い上げる「ストロー現象」を誘発することで隣国の経済成長余地を狭めるなど「潰し合い」の格好になるリスクもある。このように考えると、タイが自国を優先する余りに周辺国の窮乏化を招く事態となれば、AECが元々想定した地域全体としての活力向上と真逆の結果となる可能性には注意が必要と言えよう。

《ファンダメンタルズは「危機的状況」が意識される状況にはないが、パーツ相場にとっては上値の重い展開が続こう》

- 足下の景気動向をみる限りでは、依然として家計や企業をはじめとする民間部門における需要は力強さが乏し

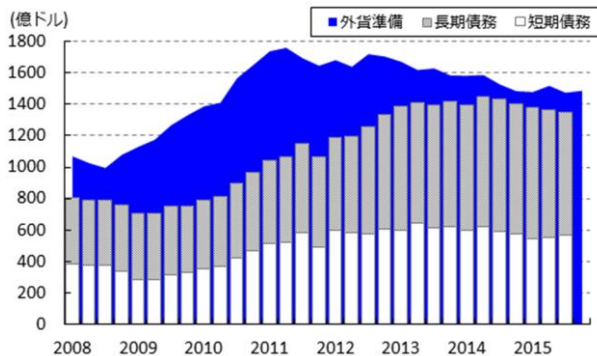
いなか、景気回復を図る上では当面のところは政府主導によるインフラ投資をはじめとする公共投資のほか、歳出拡大を通じた景気下支え策に依存せざるを得ない展開が続くと予想される。過去数代に亘る政権は政治的不安を理由にいわゆる「バラ撒き」政策に奔走するなど、財政への負荷が強まる傾向が続いてきたため、同国では公的債務残高が右肩上がりが増え続ける展開が続いているものの、昨年末時点における公的債務残高はGDP比 44%と他の新興国と比較しても穏当な水準にある上、

短期債務比率や対外債務比率はともに6%弱に留まるなど、公的債務をきっかけに危機的状況に陥る可能性は極めて低い。ただし、上述の一連の「渇水対策」をはじめとする景気支援策はその殆どが財政支出を伴わない形で、且つ対象者への融資などを通じて実施しているが、足下では依然農業を中心に渇水の影響が色濃く残るなか、インラック元政権下で実施されたコメ担保融資制度の廃止に伴う反動も影響してコメ価格は低迷している上、国際商品市況の調整を

受けて天然ゴム価格も低迷が続くなど農村部の所得環境は厳しい状況にある。今後も商品市況の低迷が長期化する事態となれば、上記の融資制度などが焦げ付いて不良債権化することも予想されるほか、その処理に伴って財政負担が増大すれば公的債務残高の急激な上昇を招く可能性はあるが、喫緊の課題という訳ではない。また、アジア通貨危機を経て同国は外貨準備を積み上げており、足下では国際金融市場の動揺に伴う海外資金の流出により減少しているものの、昨年末時点の外貨準備高は1487億ドルである一方、昨年末時点で民間部門を含めた対外債務残高は昨年9月末時点で1347億ドルに留まり、うち短期債務は566億ドルであることから通貨危機などに陥るリスクも低い。その意味においては、足下における金融市場の動揺が同国に与えている余波は危機的状況を想定しているというよりも、世界経済の減速懸念が強まるなかで景気回復の道筋を描きにくいことが影響していると考えられる。さらに、昨年9月の憲法改正草案が国家改革評議会において否決された結果、民政移管に向けたスケジュールは憲法起草委員会の選り直しから始める必要があるため、新憲法の制定とその後の総選挙を経た民政移管の実現は、早くても来年末以降にずれ込む可能性が高まっている。プラユット暫定政権の経済対策はようやく本格化する兆しが出ているものの、国内外からの批判が高まりやすい軍政状態が長期化することも、海外からの悲観的な見方に繋がっていると思われる。

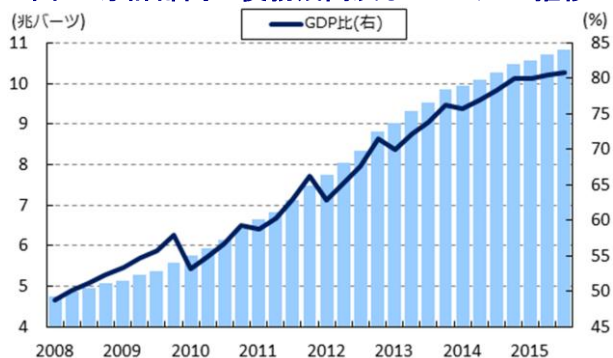
- 足下ではインフレ率がマイナスで推移するなか、市場の一部には経済成長の下振れリスクを意識して中銀が利下げに踏み切るとの見方が根強く残っており、政府内にも中銀に対して利下げを求める動きがあるのも事実とされる。他方、中銀は政策金利を昨年春以降過去最低水準となる1.50%で据え置くなど、緩和的な政策スタンスを維持する姿勢をみせている上、今月3日に開催された直近の金融政策決定会合では、委員から「追加緩和は経済及びインフレに対する見通しをわずかに改善させるに過ぎない」との考えが示されるなど追加利下げの効果に否定的な意見がくすぶる。その背景には、家計部門が抱える債務が過去における景気刺激策などの影響で大きく膨張して直近ではGDP比で8割超の水準に達するなか、さらなる利下げを

図3 対外債務残高と外貨準備高の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 家計部門の債務残高及びGDP比の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

行っても家計部門の債務拡大余力が小さく、その効果は限定的になるとの見方が影響している。足下では債務の拡大ペースは鈍化するなど頭打ちの兆候は出ているとみられるものの、上述の一連の景気刺激策を通じて様々な無金利及び低金利による融資が拡充する動きがみられることを勘案すれば、今後はこのペースが再び加速する可能性は残ると考えられ、その意味でも加速を後押ししかねない追加金融緩和には慎重にならざるを得ないと見込まれる。他方、昨年は米国による利上げ観測などを反映して下落基調を強めた通貨バツの対ドル相場だが、年明け以降は一転して米ドル安圧力が高まっていることを受け、ややバツ高で推移している。直近の会合では、

足下のバツ高について「バツの上昇ペースは他のアジア通貨と比較して速く、名目実効レートの上昇に繋がるなど景気回復の足を引っ張る可能性がある」との認識も示されるなど、金融緩和の長期化を示唆することで市場の思惑によるバツ相場の動揺をけん制する姿勢をみせている。

さらなるバツ高（米ドル安）が進めば、当局はバツ売り（米ドル買い）の為替介入も辞さないと思われる一方、同国の景気動向を勘案すればバツがこれまで以上のペースで買い進められる可能性は決して高くない。よって、先行きのバツ相場については当面のところは上値の重い展開が続くと予想される。

以上

図5 バツ相場(対ドル)の推移

