

タイ・パーツ相場と実体経済・政治の奇妙な動き

～ファンダメンタルズと外部環境は底堅さを促す一方、政治の動きには要警戒～

発表日：2016年8月3日(水)

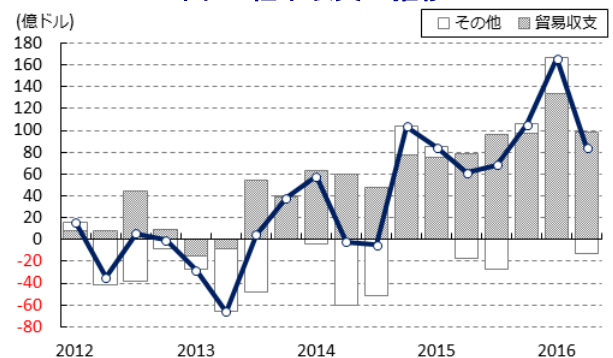
第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

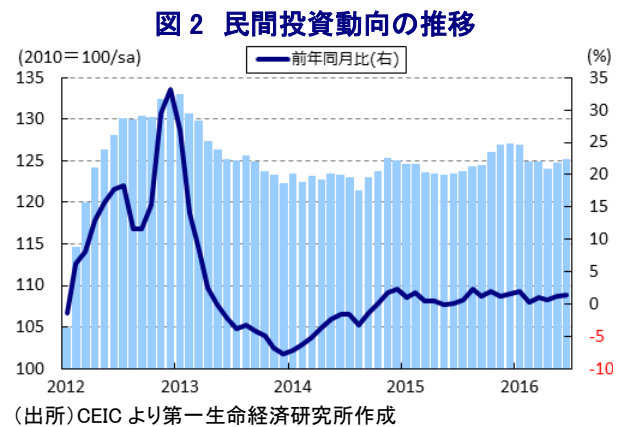
- 足下の国際金融市場は主要国による流動性供給策などを背景に落ち着きを取り戻すなか、リスクマネーの動きが再び活発化している。足下で経常黒字が拡大するなどファンダメンタルズが改善するタイでも、資金流入がパーツ相場の底堅さに繋がっている。他方、外需を巡る不透明感がくすぶるなかで企業の設備投資意欲も戻らないなど実体経済は勢いを欠くなか、先行きの景気にも公共投資頼みの様相を呈している。
 - 経済以上に政治は混迷の度合いを強めている。暫定政権による民政移管プロセスが進むなか、昨年否決された憲法草案が起草し直された結果、今月7日に国民投票が行われる。ただ、その内容は軍の政治関与を強く残す強権的なものであり、二大政党が揃って反対の姿勢を示すなど否決される可能性が高い。そうなれば暫定政権の退陣を求める国民運動が広がることで、2013年のデモ以上の混乱に陥る可能性もあろう。
 - 実体経済のみならず政治も混迷しているにも拘らず、国際金融市場が落ち着きを取り戻すなかでファンダメンタルズの改善が続くタイには資金流入が活発化してパーツ相場は底堅く推移している。政府内には中銀に追加利下げを求める圧力がくすぶる一方、過剰債務問題は決定を留まらせる。パーツ相場は外部環境に左右される形で底堅さが続く可能性はあるが、政治混乱を契機に急落するリスクにも晒されている。
- 足下の国際金融市場を巡っては、英国のEU（欧州連合）離脱決定による不透明感を払拭すべく、主要国による市場安定化に向けた流動性供給策などに加え、市場の懸案事項となってきた米国の利上げ実施の後ずれ観測もあり、ひと頃に比べて落ち着きを取り戻している。折しも金融市場に供給されたマネーの量はかつてない水準にあるなか、日本や欧州におけるマイナス金利政策などの影響で主要国では軒並み金利水準が低下、ないし埋没するなど投資家の収益環境が大きく損なわれており、より高い収益を求める「リスクマネー」の動きが再び活発化している。こうした動きはアジアをはじめとする新興国への資金流入を促しており、多くの新興国通貨が米ドルに対して堅調な推移をみせるなど、一時懸念された新興国からの資金流出懸念は後退している。特に、原油安の長期化などに伴う貿易収支の改善などを背景に経常黒字幅が拡大基調を強めるなど対外収支の改善が続くタイでは、昨年来の国際金融市場の動揺に伴い通貨パーツ相場が大きく下落した反動も重なり、足下において底堅い展開が続いている。しかしながら、足下のタイ経済はASEAN（東南アジア諸国連合）内でも構造的に輸出依存度が相対的に高く、中国経済の減速がアジア域内経済の重石となるなか、依然輸出は勢いに乏しい展開となるなど厳しい状況が続いている。他方、過去2年以上に亘る原油安の長期化に伴い交易条件は大幅に改善しており、国民所得の向上が期待されるほか、原油安によるインフレ圧力の後退は家計部門を中心に実質購買力の押し上げに繋がっている。同国では2011年末に発生したチャオプラヤ川流域での大洪水の後に、時のインラック政権が実施した景気刺激策の影響で自動車を

図1 経常収支の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

はじめとする耐久消費財への需要が先食いされた影響により、その後は長期に亘り個人消費が低迷する状況が続いてきた。なお、足下ではその影響が一巡している上、上述のように個人消費を取り巻く環境が改善していることも重なり、個人消費を巡る動向にもようやく底離れが進みつつある様子がうかがえる。その一方、企業部門を中心とする設備投資の動きは、個人消費同様に洪水被害からの復興を追い風にした需要先食いの影響は収束しているにも拘らず、外需の弱さが重石となって過去数年に



- 亘り勢いを欠く展開が続いている。さらに、同国ではインラック政権下で導入された最低賃金制度の影響で地方においては実質的に大幅な賃上げが行われた結果、周辺国に比べて労働コスト面で競争力が大きく低下する事態に陥っている。同国政府は昨年末、足下の景気減速を理由に最低賃金の引き上げを暫定的に停止することを発表した。足下では海外からの直接投資の承認額も急速に低下しており、企業の設備投資が伸び悩む一因になっている。こうした状況を打破すべく、政府は昨年8月の内閣改造においてタクシン元政権下で副首相や財務相などを歴任したソムキット氏を経済担当副首相に任命し、インフラ投資の拡充などを通じて内需振興と輸出拡大、そして外資誘致に積極的に取り組む姿勢をみせている。ただし、ソムキット副首相が掲げる経済政策のなかには、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」を誘発させるなど周辺国との軋轢を生じさせかねないなど、昨年末に発足した「ASEAN共同体」の理念と真っ向から反するものも見受けられる。国際金融市場においては、高い経済成長が期待されるASEANへの注目は依然高いとみられるが、タイのように「人口ボーナス」期を終えた国では労働力の確保が難しくなるなど海外資金の呼び込みは難しくなっている。その意味では、周辺国を加えた地域全体として経済の魅力を高める取り組みが必要になっている。
- 経済以上に厳しいのは、長年に亘って混乱状態が続いている政治であろう。同国では2014年5月のクーデターを経て誕生した暫定政権（プラユット政権）の下で民政移管に向けた取り組みが進められており、暫定憲法下で設置された国家立法会議（臨時議会）主導で民政移管の「一里塚」となる新憲法の制定に向けた動きが前進している。ただし、昨年に憲法起草委員会が発表した新憲法草案を巡っては、緊急事態に際して治安維持を目的に軍が立法府や行政府を上回る権限の行使が可能となる実態的な権限強化が盛り込まれたことで国内外からの反発が高まり、新憲法草案の承認を行う国家改革評議会（NRC）が同案を否決したことで新憲法の制定は振り出しに戻った（詳細は昨年9月7日付レポート「[タイ、政治も経済も「視界不良」](#)」をご参照ください）。なお、NRCによる新憲法草案の否決を受け、新たに任命された憲法起草委員会が新たな憲法草案を起草し直したが、基本的には新たな委員の多くが暫定政権の息が掛かる人物となっている上、実態的には暫定政権の延命に繋がっていると考えられる。その後、今年1月末に憲法起草委員会が新たな憲法草案を公表してNRCでの承認を経た後、今年3月末には最終草案が公表されるとともに、同案に対する国民投票が今年7日に実施されることが決定した。新たな憲法草案においては、首相を国会議員から選出するとの規定が撤廃される一方、各政党が公表する候補者から下院議員が選出する上、向こう5ヶ年は実質的に軍の影響が強い上院も投票に加わるなど実質的に軍から首相を送り込むことが可能になるほか、上院に対する公選制を全廃して軍や警察、学者、財界人などに限定すること、非常事態に際しては憲法裁判所長官が強力な権限を有する委員会を招集出来るなどの規定が盛り込まれている。（なお、国民投票における質問事項は①新たな憲法草案への賛否、

②下院が実施する首相選出投票について、最初の5年間は上院も加わることを新憲法に明記するか否か、の2点とされる) 新たな憲法草案についても基本的には民政移管後も非常時を口実に軍が強権姿勢を維持することが可能と読むことが出来るため、昨年のNRCによる草案否決は草案の中身そのものの問題というより、あくまで暫定政権の延命が主眼にあったと考えられよう。なお、新たな憲法草案に対しては『タクシン派(タイ貢献党)』及び『反タクシン派(民主党)』の2大政党がともに「民主的でない」との理由で反対する姿勢を表明しており、農村部で圧倒的支持を受ける貢献党と都市部を中心に富裕層や中間層からの人気が高い民主党支持者を併せると、国民の半数以上が反対に投票する可能性が高まっている。暫定政権は仮に新たな憲法草案が国民投票で否決された場合でも、来年中の総選挙実施を通じて民政移管を実現させるとの考えを示しているが、否決された場合には再度憲法を起草し直す必要があるなど民政移管プロセスの後ろ倒しは避けられない。なお、暫定政権は国民投票に際して「憲法草案に対する歪曲した情報を広めた者」を対象に最長10年の禁固刑を科すなど言論統制を強化しており、否決されればプラユット暫定首相の辞任を求める抗議活動が起こることも予想される。そうなれば、クーデターのきっかけとなった2013年から翌年にかけて発生した『反タクシン派』によるデモをきっかけにした『タクシン派』との間の衝突以上の事態となる可能性も懸念されよう。

- このように足下の景気は勢いを欠く展開が続いている上、政治を巡る情勢はこれまで以上に混乱が予想されるなど厳しい状況にあるにも拘らず、国際金融市場の落ち着きを受け、ファンダメンタルズの改善が続くタイへの資金流入が活発化するという奇妙な展開となっている。なお、景気の先行きに対する不透明感がくすぶっている上、原油安によるインフレ圧力の後退なども重なり、直近のインフレ率はゼロ近傍で推移するなどディスインフレ状態に直面しており、昨年4月の利下げ以降政策金利は過去最低水準で推移しているにも拘らず、実質金利は依然として高止まりしていることも海外資金の流入が促される一因になっている可能性がある。さらに、足下においては世界的な需給のダブつきを理由に原油相場が調整模様を強める動きをみせており、これに伴ってインフレ率が再びマイナスに転じるなど下落基調を強める可能性も考えられ、そうなれば経常黒字の拡大と実質金利の高止まりが海外資金を引き寄せる展開も予想される。中銀は過去数回の金融政策委員会において、外的要因が同国経済に与える影響を見極める姿勢をみせるとともに、政策金利を据え置いており、3日の定例会合においても同様の決定を行っている。実のところ、同行が金利据え置きを維持する背景には、同国の家計部門が抱える債務が上述のチャオプラヤ川流域で発生した大洪水後の復興を目指した経済対策以降急速に拡大しており、今年3月末時点でGDP比8割超の水準に達する過剰状態にあることへの警戒も影響している。また、家計部門が抱える債務が過剰状態にあるなか、中銀内には追加的な利下げによる個人消費などへの押し上げ効果は限定的との見方もあり、金融市場においては実質金利の高止まりに繋がるとみられている可能性もある。このように考えると、当面のパーツ相場については国際金融市場など外部環境の影響を受けやすい地合いが続くと見込まれるなか、ファンダメンタルズの改善は底堅さに繋がる可能性はある一方、週末の新しい憲法草案を巡る国民投票の結果やその後の政治混乱によっては急落するリスクをはらむ難しい状況にあると判断出来よう。

図3 パーツ相場(対ドル、円)の推移



以 上