

タイ、不運の連続が景気下振れに繋がるも「推進力」には乏しい

～内外需を取り巻く環境は不透明ななか、公共投資の行方に左右される展開へ～ 発表日：2017年2月23日(木)

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)

- 足下の世界経済は先進国を中心に拡大が続くなか、金融市場も活況を呈するなど全般的に改善の動きが強まっている。こうした動きは輸出依存度の高いアジア新興国にプラスに寄与し、輸出の底入れが進んでいる。ただし、先行きは米国トランプ政権による「保護主義」姿勢による影響が懸念される上、米中関係の行方は間接的にアジア新興国の輸出に玉突き的に下押し圧力となる可能性もあるなど不透明感がくすぶる。
 - ASEAN諸国は軒並み外需をけん引役に景気拡大基調を強めたが、タイは様相が異なる。前国王薨去に抛る「白肅」などが個人消費を下押ししたほか、中国向け「セロドルツアー」摘発強化でサービス輸出が鈍化したことも景気の足を引っ張った。その一方、足下のタイ経済はソムキット副首相主導による公共投資拡充策の動向が景気を左右する展開が続いており、こうした傾向は今後も強まっていくことが予想される。
 - 先行きを巡っても原油相場底入れに伴うインフレ圧力のほか、家計の過剰債務が個人消費の重石となる懸念がある。外需についても米国向け輸出の半分以上を機械製品が占めるなか、トランプ政権の動向に振り回される可能性は残る。観光関連で底打ち期待はあるが、引き続き公共投資頼みの状況は続くであろう。今年のタイ経済についても潜在成長率を大きく下回る水準で推移する可能性は高まっていると見込む。
- このところの世界経済は先進国を中心に堅調な景気拡大を続けるなか、中国経済がインフラを中心とする公共投資の進展を理由に減速懸念が後退していることも相俟って、製造業をてこに底入れが進む展開が続いている。さらに、中国における公共投資の拡充は世界的な資源需要を押し上げているほか、昨年末のOPEC（石油輸出国機構）による減産合意も相俟って国際商品市況も底入れしており、長期に亘る商品市況の低迷が重石となってきた資源国景気にも改善の動きが広がっている。このように世界経済は循環的に改善が進むなか、国際金融市場においては米国トランプ政権の政策実現による景気押し上げ期待も相俟って「トランプラリー」とも呼べる動きが続いている一方、米ドル高懸念が一服していることも追い風に新興国の株価も上昇基調を強める動きがみられる（詳細は17日付レポート「[新興国にも「トランプラリー」の波か?](#)」をご参照下さい）。しかしながら、こうした金融市場の動きは必ずしも米国トランプ政権による政策期待のみによるものではなく、実体経済の底入れなどファンダメンタルズの改善を反映したものとみられることは、足下における金融市場の活況が「空騒ぎ」の類ではないとの見方に繋がっているとみられる。世界経済の底打ち期待の高まりは世界的な貿易取引の活発化の形で顕在化しており、輸出依存度が高い上に世界経済の下支え役となることが期待されるASEAN（東南アジア諸国連合）をはじめとするアジア新興国においても域内外を巡る貿易取引が拡大する動きが顕著になっている。上述したように、アジア新興国のなかには輸出依存度が相対的に高い国が少なくないことを勘案すれば、世界的な貿易量の拡大に

図1 世界の株価動向(先進国・新興国)の推移



(出所) Thomson Reuters より第一生命経済研究所作成

伴う世界経済の回復は景気の追い風になることが期待されることは、足下においてASEANをはじめとするアジアの株式市場の活況にも少なからず影響を与えていると見込まれる。なお、米国トランプ政権が「保護主義」的な通商政策を志向していることは、輸出全体に占める米国向けの割合が高いといった相対的に対米依存度の高い国々を中心に輸出に悪影響を与える懸念はくすぶる。しかしながら、ASEAN諸国などにおける米国向け輸出についても一部の工業国を除けば、

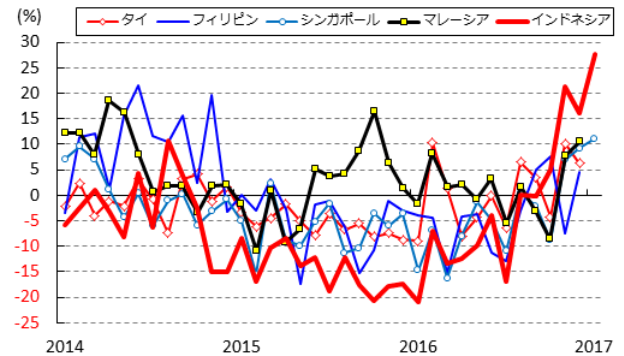
その多くを服飾や靴といった軽工業品が占めることを勘案すれば、米国が「国境税」などを課すことでこれらの輸入を抑制して米国内におけるこれらの生産を拡大させるとは考えにくい。他方、ASEAN諸国などは近年中国を中心とするサプライチェーンに組み込まれるなど中国経済との連動性を強めてきたことから、米中関係を巡る不透明感が間接的に輸出に悪影響を与える可能性はくすぶる。その意味では先行きのASEAN経済にとっては、米中関係の行方が外需の動向の鍵を握ることになると判断出来よう。

- その一方で足下のASEAN諸国の景気動向をみると、全体としては上述のように輸出の拡大基調が強まっていることを追い風に景気の底入れを示唆する動きがみられるものの、タイについては周辺国に比べて「取り残されている」展開が続いている。タイの10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率ベースで+1.69%と前期

(同+1.70%)からわずかに減速しており、シンガポール(同+12.29%)やフィリピン(同+7.08%)のみならず、インドネシア(同+5.79%(当研究所試算))やマレーシア(同+5.73%)に比べても低水準に留まっている。なお、こうした背景には昨年末にかけてタイが直面していた「特殊事情」が大きく影響していた可能性には注意が必要である。というのも、タイでは昨年10月にプミポン前国王(ラーマ9世)が薨去したことで、その前から経済活動を巡って「自粛ムード」

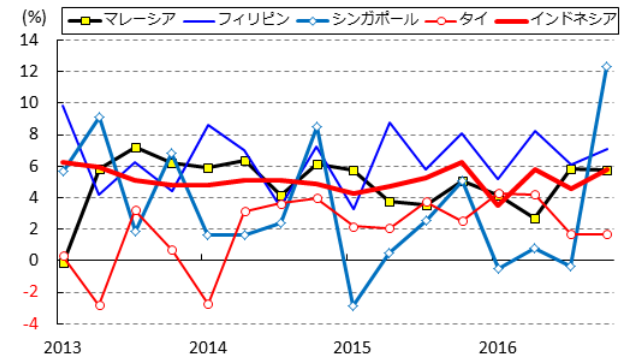
が高まっていたことで個人消費に下押し圧力が掛かる展開となっていた上、その後も「服喪期間」が続いたことで娯楽関連を中心に経済活動が抑制されたことが景気の下押し圧力になった可能性がある。他方、上述のように昨年末にかけて輸出額の伸びが加速していることに伴い、財輸出については拡大基調が強まるなど景気の押し上げに繋がったとみられるものの、サービス輸出が大幅に減少したことが外需全体の下押し圧力となっており、実際のところ外需についても景気をけん引する状況とはなっていない。しかし、サービス輸出が大幅に減少した背景には、同国内において中国人を対象に大量に行われた違法行為である「ゼロドルツアー(旅行代金を無料にする代わりにタイ滞在中に高額消費をさせることを目的

図2 ASEAN諸国の輸出額(前年比)の推移



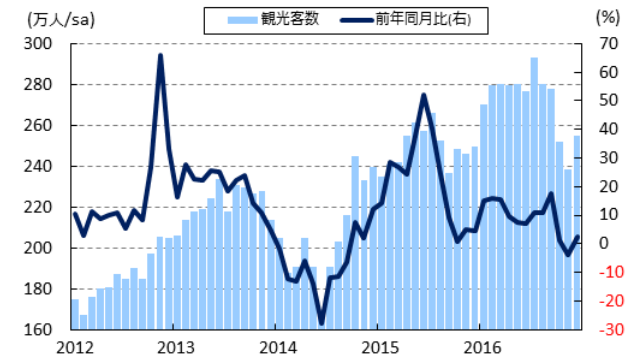
(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

図3 ASEAN諸国の実質GDP成長率の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成、前期比年率ベース

図4 観光客数の推移

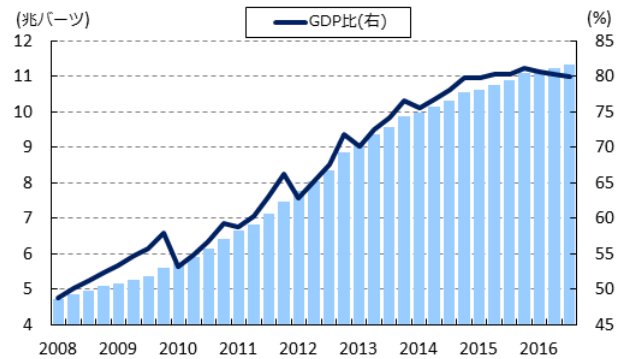


(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

に組まれたツアー)」に対する摘発が相次いだことで中国人旅行客が大幅に減少し、関連産業などに下押し圧力が掛かったことが影響している。タイ経済にとって観光は裾野産業を併せるとGDP比1割超を生み出す一大産業であるなか、折しもプミポン前国王の薨去などに伴い外国人観光客に下押し圧力が掛かりやすかったことも相俟って経済に大きな打撃を与えたことは想像に難くない。なお、「ゼロドルツアー」の摘発などに抛る影響は早くも底打ちする兆候がうかがえるなか、昨年12月にはワチラロンコン国王(ラーマ10世)が即位したことにより(手続に伴い即位日は10月13日に遡及されている)王位継承が滞りなく執り行われたこともあり、先行きの観光客数は緩やかな改善が見込まれる。他方、個人消費や輸出が軒並み低迷したなかで景気の下支え役となったのは公的部門であり、予算執行の滞る展開が続いてきた公共投資が進捗したことで政府消費が押し上げられたほか、固定資本投資も拡大するなど、公共投資の動向が景気の行方を大きく左右する状況となっている。こうした傾向は、現在事実上の軍政状態にあるプラユット政権が一昨年の内閣改造に伴い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、さらに外資誘致に積極的に取り組む姿勢をみせて以降顕著になっている。その意味においては、足下のタイ経済は外需による回復の「芽」が生えつつあったにも拘らず、景気の下押し圧力となる様々な材料が重なったことで景気の勢いが削がれた状況にあると言えよう。

- なお、先行きのタイ経済を巡っては上述に挙げたような景気へのマイナス材料が一巡していることもあり、緩やかな回復を実現する可能性が考えられる。足下では、昨年半ば以降の原油相場底入れの動きなどを反映してインフレ率に上昇圧力が高まる動きがみられるものの、2011年末にチャオプラヤ川流域で発生した大洪水の後、当時のインラック元政権が実施した自動車購入奨励制度(ファーストカーバイヤー制度)から5年経過したことで自動車の買い替え需要が期待されるなか、低金利環境が続いていることは個人消費の追い風になると見込まれる。その一方、インラック元政権下では洪水復興を目的に低利融資などの拡充が図られた結果、家計部門が抱える債務は拡大基調を強めており、昨年9月末時点においてGDP比で8割に達するなど他の新興国と比較して過大な水準となっている。こうした事情は原油安の長期化などに伴う低インフレ状態が続いてきたことに加え、中銀による金融緩和を受けて一昨年春以降2年弱に亘って政策金利は過去最低となる1.50%で据え置かれるなど低金利状態が続いているにも拘らず、個人消費が伸び悩む一因になってきた。したがって、先行きについては原油相場の底入れなどに伴うインフレ率の加速が懸念されることで家計部門にとっては実質購買力の下押しが懸念されるなか、仮に中銀が低金利状態を長期化させる方針を維持した場合においても、そのことが個人消費を大きく押し上げることに繋がるとは見通しにくく、引き続き力強さに乏しい展開が続く可能性は高いと見込まれる。他方、輸出については世界経済の回復が追い風となる形で緩やかな拡大が続く可能性はあるものの、タイの米国向け輸出のうちトランプ政権による通商政策の変更による余波を受けかねない機械製品関連は半分以上を占めていることを勘案すれば、その行方には不透明感が残る。また、中国向け輸出に占める機械製品関連は輸出全体の3分の1強を占めている上、部品なども1割超の水準に達していることから、米中関係の動向が間接的に輸出の足かせとなるリスクもくすぶる。そうなればインラック元政権以降、毎年最低賃金が大幅に引き上げられるなど生産

図5 家計部門が抱える債務残高の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

に伴うインフレ率の加速が懸念されることで家計部門にとっては実質購買力の下押しが懸念されるなか、仮に中銀が低金利状態を長期化させる方針を維持した場合においても、そのことが個人消費を大きく押し上げることに繋がるとは見通しにくく、引き続き力強さに乏しい展開が続く可能性は高いと見込まれる。他方、輸出については世界経済の回復が追い風となる形で緩やかな拡大が続く可能性はあるものの、タイの米国向け輸出のうちトランプ政権による通商政策の変更による余波を受けかねない機械製品関連は半分以上を占めていることを勘案すれば、その行方には不透明感が残る。また、中国向け輸出に占める機械製品関連は輸出全体の3分の1強を占めている上、部品なども1割超の水準に達していることから、米中関係の動向が間接的に輸出の足かせとなるリスクもくすぶる。そうなればインラック元政権以降、毎年最低賃金が大幅に引き上げられるなど生産

コストの上昇が続いている上、生産年齢人口の減少に伴い雇用確保が難しくなるなか、足下ではようやく底打ち感が出てきた設備投資意欲が再び減退することも懸念され、結果として内需主導による景気拡大のハードルが高まることは避けられない。観光関連を巡っては、中国の春節（旧正月）期間中における海外旅行先の人気ランキングにおいて今年はタイが第1位となるなど改善の兆しはみられるものの、「ゼロドルツアー」終了の余波は残る可能性は懸念される。したがって、先行きについても引き続き公共投資の進捗動向が景気を左右する展開が続くと見込まれることで、景気は引き続き勢いの乏しい展開となるものと予想される。昨年通年の経済成長率は前年比+3.2%と前年（同+2.9%）を上回ったものの、依然として「4%台前半」とみられる潜在成長率を下回るなか、政府は今年の成長率見通しを従来の「3～4%」とする見通しを据え置いており、現時点において当研究所は政府見通しの下限（3%）程度に留まるとみている。

以 上