

## タイ、民需の弱さが足かせとなり「3%成長」の目標実現は遠のく

～パーツ高や世界経済の不透明感、家計部門の過剰債務など重石になる材料は山積～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 西濱 徹 (Tel: 03-5221-4522)

### (要旨)

- 世界経済は減速感を強めるなか、ASEAN 域内で産業集積が進み、中国を中心とするサプライチェーンに組み込まれてきたタイは苦しい状況に直面する。国際金融市場の活況を背景とするパーツ高が外需の重石となり、民政移管後の政権樹立の遅延は政策支援の後退に繋がった。よって、中銀は利下げやパーツ高阻止に向けた取り組みを強化するが、利下げ余地の低下や効果の限界が意識されるなかで難しい対応が続く。
- こうしたなか、7-9月の実質 GDP 成長率は前期比年率+0.45%と4四半期ぶりの低水準となり、中期的な基調も鈍化するなど頭打ちしている。輸出に底打ち感がうかがえるほか、予算進捗は政府消費や固定資本投資を押し上げ、インフレ鈍化による家計消費の底堅さはみられる一方、企業部門の設備投資の弱さが景気の足を引っ張った。家計部門の過剰債務も住宅投資の低迷に繋がるなど、民間投資は総じて弱含んでいる。
- 政府は今年の成長率目標を「3%」として景気刺激策を打っているが、9月までの累計ベースで2.5%に留まるなど、5年ぶりの3%割れは必至である。政府は米中摩擦の「漁夫の利」を得るべく政策対応を強化してきたが、タイ経済を取り巻く環境を勘案すればその実現は極めて厳しく、隘路に嵌りつつある可能性もある。

このところの世界経済を巡っては、昨年来の米中摩擦の激化や、保護主義姿勢の広がりなどを受けて世界貿易が萎縮の度合いを強めるなど、景気の足かせとなり得る動きが顕在化しており、先行きについては一段の減速に繋がる可能性が懸念されている。また、中国の景気減速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てきたアジア新興国域内の貿易萎縮を招き、機械関連を中心にASEAN域内で最も集積が進むタイでは、経済の外需依存度の相対的な高さも相俟って輸出鈍化が景気の足かせとなる動きが顕著になっている。そして、同国では今年3月に民政移管に向けた議会下院（人民代表院）総選挙が実施され、7月にプラユット政権が民政移管後も継続することが決定したものの、政権樹立に時間を要するなど政策的な景気下支えの取り組みが遅れたことも景気の足かせになることが懸念された。さらに、政権発足後も与党連合内から離反の動きが相次いだ結果（詳細は8月19日付レポート「[タイ・プラユット政権、民政移管1ヶ月で早くも困難に直面の様相](#)」をご参照下さい）、現時点においては議会下院における与党連立の議席数は252と過半数（251議席）をわずかに1議席上回る『綱渡り状態』にあるなど、政権基盤は極めて厳しい状況に直面している。他方、上述

図1 パーツ相場(対ドル)の推移



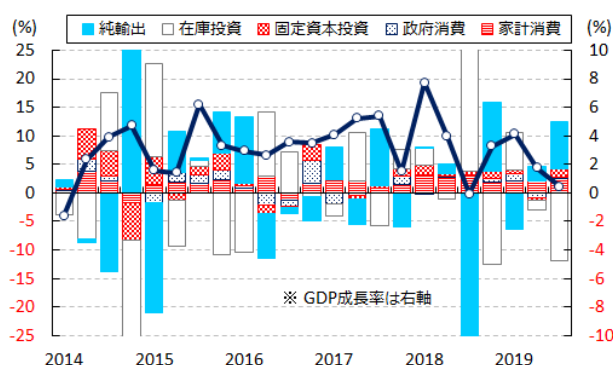
(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

のように実体経済を取り巻く環境は厳しさを増しているにも拘らず、国際金融市場では年明け以降の米FRB（連邦準備制度理事会）による『ハト派』転換などを背景に世界的に株価は過去最高値圏で推移するなど活況を呈する対照的な状況が続いており、より高い収益を求める一部のマネーが新興国に回帰する動きもみられる。この結果、タイ経済を巡る状況は厳しいものの、経常黒字国であるなど経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の堅牢さを材料に資金流入が活発化しており、通貨パーツ相場は高止まりして価格競争力の低下を招き、それに伴い輸出や観光客数の足かせとなる悪循環に見舞われている。こうしたことから、中銀はパーツ高圧力の回避と景気下支えを目指し、今年8月に4年4ヶ月ぶりとなる利下げに踏み切った。その後もパーツ高阻止に向けた対策強化に動く姿勢を示しているものの、パーツ高圧力が収まらない展開が続き、今月初旬の定例会合でも追加利下げを実施し、政策金利の水準は世界金融危機直後以来の低水準となるなど、金融緩和の度合いを強めている（詳細は6日付レポート「[タイ中銀、「ホットマネー」によるパーツ高の憂鬱は続くか](#)」をご参照下さい）。さらに、中銀はパーツ高圧力の抑制に向けて外資規制緩和も併せて発表したものの、国際金融市場が引き続き活況を呈するなかでパーツ高圧力が弱まる兆しはみられないなど、政策金利が極めて低水準となるなど追加利下げの効果が限定的となるなかで難しい対応が迫られる状況が続いてきた。

なお、政府や中銀は年明け以降、今年通年の経済成長率見通しを度々下方修正するとともに、政府は8月に総額3160億パーツ（GDP比1.9%）規模の景気刺激策を発表したほか、先月末には総額58億パーツ規模の追加対策を発表して『3%成長』の達成を目指す方針を明らかにしている。ただし、上述

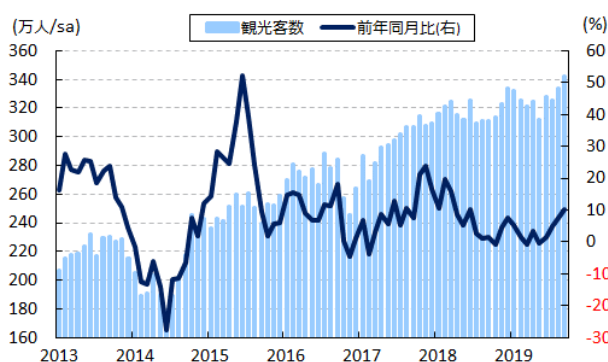
のように世界経済を巡る状況は着実に悪化傾向を強めている上、パーツの対ドル相場は足下で6年強ぶりとなる高水準で推移して財・サービスの両面で輸出の足かせとなり得るなど、タイ経済については悪材料が山積する状況が続いている。こうしたなか、7-9月の実質GDP成長率は前年同期比+2.4%と前期（同+2.3%）からわずかに伸びが加速したものの、前期比年率ベースでは+0.45%と前期（同+1.75%）から一段と拡大ペースが鈍化して4四半期ぶりの低水準となったほか、中期的な基調も鈍化傾向を強めるなど頭打ちの様相を強めている。分野別では、予算進捗や景気刺激策の実施などを受けた公共投資の進展などを背景に建設部門の生産が押し上げられているほか、国際商品市況の底堅い動きなどを反映して鉱業部門の生産も堅調に推移するなど景気の下支えに繋がる動きはみられる。さらに、国際金融市場の活況を受けた資金流入の動きを受けて、金融関連をはじめとするサービス業の生産にも

図2 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3 来訪者数の推移



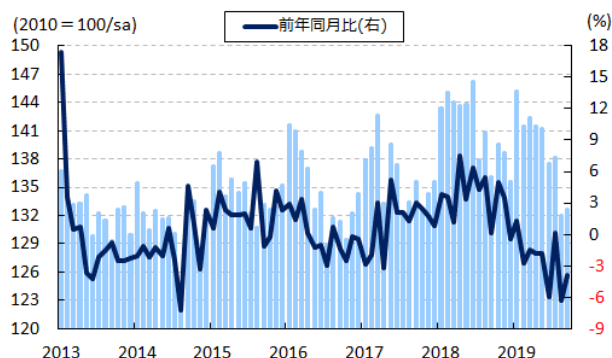
(出所)CEICより第一生命経済研究所作成、季調値は当社試算

押し上げ圧力が掛かるなどの動きもみられた。その一方、異常気象などの影響で堅調な動きをみせてきた農林漁業関連の生産に一転して下押し圧力が掛かっているほか、ASEAN域内貿易の萎縮の動きなどを反映して製造業の生産は前期比年率ベースでは3四半期連続のマイナス成長となるなど、主力産業の弱さが景気の足かせになっている。なお、パーツ高圧力を受けて調整が続いた来訪者数は足下で底打ちの兆しが出るなどサービス輸出に底打ちの動きがみられるほか、足下

のパーツ高が重石となる状況は続いているものの、財輸出も力強さを欠くも拡大傾向が続くなど景気を下支えする展開が続いている。また、予算進捗の動きや景気刺激策の発動などを受けて政府消費は拡大に転じているほか、公共投資の拡大の動きは固定資本投資を押し上げており、足下のインフレ鈍化を受けた家計部門における実質購買力の押し上げの動きは家計消費を下支えするなど、幅広く内需も底堅い動きをみせている。他方、世界経済の不透明感などを背景とする景気の先行き不安を受けて企業部門の設備投資意欲は依然弱含む展開が続いているほか、家計部門が抱える過剰債務が重石となる形で住宅投資も低調に推移するなど、民間部門による固定資本投資は力強さを欠いている。結果、民間部門による需要の弱さを反映して輸入は減少傾向で推移したことで、純輸出の成長率寄与度は前期比年率ベースでプラス幅を拡大させる一方、生産の弱さを反映して在庫投資は2四半期連続となるマイナスで推移し、足下ではマイナス幅が拡大するなど在庫調整が進んでいる様子もうかがえる。よって、先行きについては在庫復元の動きが景気下支えに繋がると期待される一方、世界経済の行方に対する不透明感の高さや企業部門を中心とする設備投資意欲の弱さを勘案すれば、そうした期待が具現化する可能性は低いと見込まれる。

9月末までの累計ベースの経済成長率は前年比+2.5%と政府目標（3%）には遠く及ばない状況にある上、パーツ高など外需に対する下押し圧力がくすぶっていることを勘案すれば、今年通年の経済成長率は5年ぶりに3%を下回る水準となる可能性は極めて高いと判断出来る。なお、政府は同国を米中摩擦による生産拠点移管の動きを追い風に『漁夫の利』を得るべく、政府主導による経済政策（『タイランド4.0』）を通じたインフラ投資の拡充や東部経済回廊の開発などを通じて誘致拡大に取り組む姿勢をみせているものの、現時点においては世界経済の減速懸念や政治を巡る不透明感などがその思惑を上回っているのが実情と言える。ASEAN域内における製造業を中心とする産業の集積度合いなどを勘案すれば、一義的にみれば同国が生鮮拠点として魅力が高いのは間違いない一方、近年の少子高齢化の進展に伴い若年労働力の確保が徐々に難しくなっている上、近年の最低賃金の大幅上昇などコスト競争力の低下に加え、パーツ高の長期化はそうした魅力を失わせる一因になっているとみられる。さらに、足下ではアジア太平洋域内で相対的高水準にあるなど過剰状態にある家計債務は家計消費の足かせとなり得るほか、利下げ実施による景気下支え効果の低下に繋がっており、内需主導による景気浮揚の道筋を描きにくくさせている。その意味ではタイ経済はいよいよ『隘路』に嵌りつつある。 以上

図4 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

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。