

# Economic Monitor

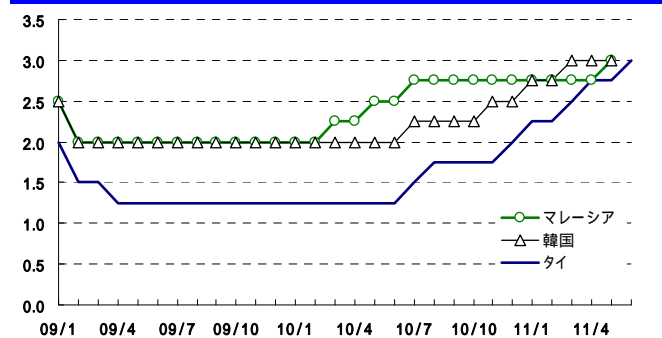
## 堅調な景気拡大によりインフレ圧力高まるタイ経済

タイ中銀は5回連続の利上げを行った。食料品やエネルギー価格の上昇が他の商品に波及し、インフレ圧力が高まっているためである。景気は、1~3月期の成長率が加速するなど、堅調な拡大を続けており、労働需給はタイト化している。東日本大震災の影響により4~6月期の成長テンポは一時的に鈍化する可能性があるが、景気の拡大基調は維持されよう。ただし、利上げの継続により年後半の成長率は抑制され、2011年の成長率は4%程度へ減速する見込みである。

### タイ中銀が5回連続の利上げ

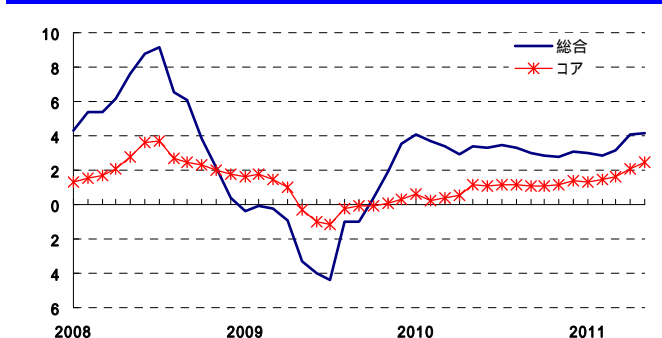
6月1日、タイ中央銀行は政策金利である翌日物レポレートに0.25%Pt引き上げ、3.00%とした。利上げは2010年12月以降、5回連続である。また、金融危機後では2010年7月以降、7回目の利上げとなり、アジア新興国の中ではインドの8回に次いで利上げの回数が多く、利上げペースの速さが顕著である。ただし、利上げ後の政策金利は韓国やマレーシアと同水準であり、回数の多さは金融危機後に政策金利を1.25%まで引き下げたことによる部分が大きい(韓国、マレーシアは2.00%までの引き下げにとどめた)。

政策金利の推移(%)



(出所)CEIC

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC

### エネルギー価格などの上昇波及でコア・インフレ率が上昇

利上げの背景は、インフレ圧力の高まりである。5月の消費者物価は、総合で前年同月比4.2%まで伸びが高まった(4月は4.0%)。飲食料品価格の伸びは鈍化したものの(4月前年同月比8.6%→5月8.4%)、交通通信(2.4%→2.9%)や住居関連(0.6%→0.9%)、被服履物(0.3%→0.6%)など、幅広い分野で伸びが高まった。このため、生鮮食品およびエネルギー価格を除いたコアは3月の前年同月比1.6%から4月に2.1%、5月には2.5%と伸びが急速に高まり、タイ中銀の目標レンジである0.5~3.0%の上限に近づきつつある。なお、タイ中銀は、コア・インフレ率をターゲットとしている。

最近のコア・インフレ率の高まりは、食料品やエネルギー価格の上昇が他の商品価格へ波及していることが主因である。特に飲食料品のうち加工食品の価格上昇(4月前年同月比6.1%→5月8.0%)がコア・インフレ率を押し上げている。また、以下に詳述する通り、労働需給の逼迫を受けて賃金が上昇している。堅調な需要拡大の下で、こうしたコストの上昇が最終製品価格へ転嫁されやすい状況にあることも、インフレ圧力を高める一因であろう。

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、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、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。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

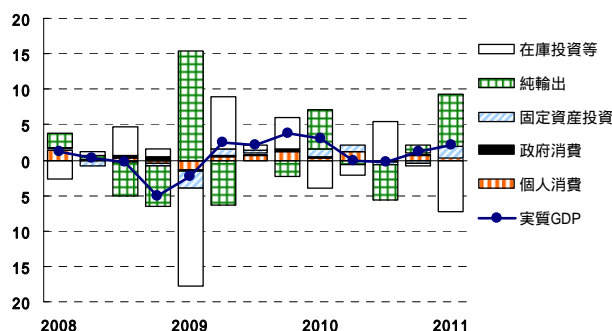
## 2011年1～3月期は成長加速

5月23日に発表された2011年1～3月の実質GDPは前期比2.0%（年率8.4%）となり、2010年10～12月期の1.3%（5.2%）から伸びが加速した。個人消費は伸びこそ鈍化したものの堅調な拡大を維持し（10～12月期前期比1.2%→1～3月期0.6%）、固定資産投資が3四半期ぶりに増加に転じる（▲2.2%→8.2%）など国内需要が好調なほか、輸出も大幅に伸びを高め（1.5%→13.0%、当社試算）成長率を大きく押し上げた。

## 賃金の上昇が個人消費拡大の追い風に

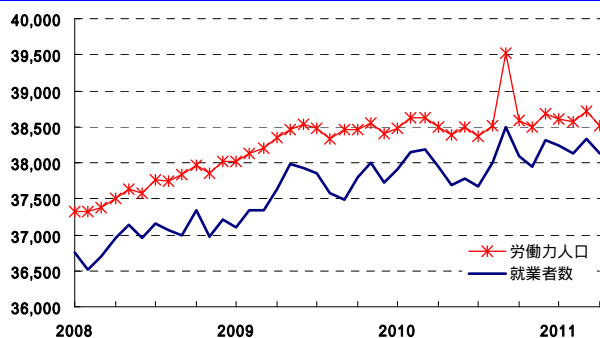
個人消費の拡大を支えているのは、雇用・所得環境の改善である。2011年1～3月期の就業者数は、当社試算の季節調整値で前期比0.3%と3四半期連続の増加を記録した。4月は前月比▲0.5%、1～3月期比でも▲0.3%と減少したものの、失業率が当社試算の季節調整値で1～3月期平均の0.8%から4月には0.7%まで低下していることから、就業者数の減少は労働力の供給制約によるものである可能性が高い。実際に労働力人口は、2009年半ば以降、一進一退で推移しており、2011年に入り1～3月期は前期比0.1%の微増にとどまった後、4月は前月比▲0.5%と落ち込んでいる。また、失業率の上昇が示す通り労働需給は逼迫傾向にあり、これを受けて民間部門の平均賃金は2010年10～12月期の前年同期比7.7%から2011年1～3月期には8.6%まで伸びが高まっている。

実質GDP成長率の推移(前期比、%)



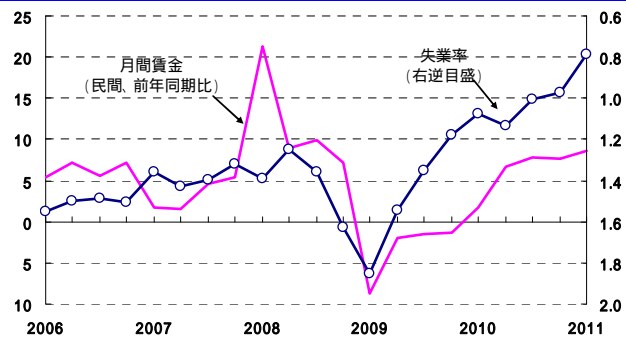
(出所)CEIC

労働力人口と就業者数の推移(季節調整値、千人)



(出所)CEIC

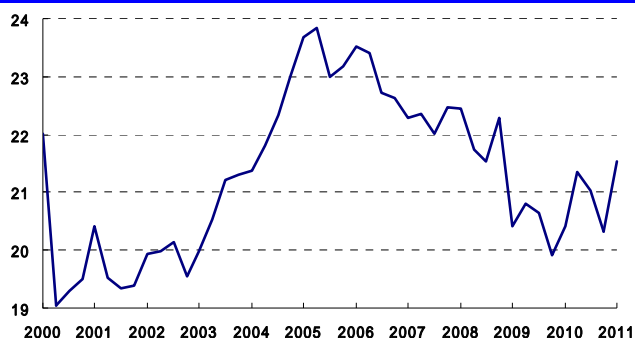
賃金と失業率の推移(前年同期比、季節調整値、%)



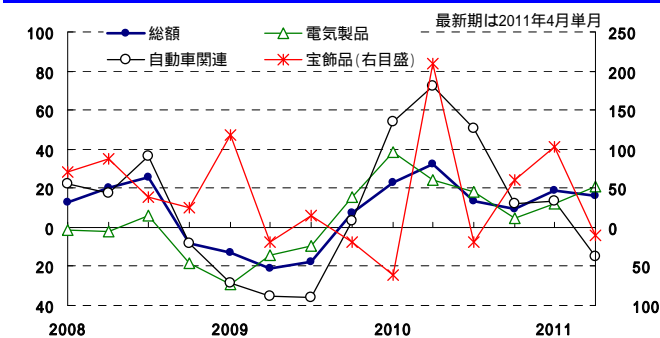
(出所)CEIC

## 固定資産投資は中期的な拡大局面入りの可能性

固定資産投資は、2005年から低下傾向にあった投資比率（GDPに占める固定資産投資の比率）が2010年に入り上昇に転じており、中期的な調整局面から脱した可能性を示唆している。つまり、マクロ的に見れば、2000年代前半から半ばにかけての投資ブームの下で作られた生産設備が更新時期を迎え始めていることを意味している。そのほか、自動車産業においてはアジアの中心的生産拠点として日本をはじめとする海外企業による投資も増加しており、また、労働力不足を背景とする人件費の上昇は省力化投資の拡大につながるとみられる。こうした状況を踏まえると、固定資産投資は今後も拡大を続けると考えてよいだろう。

**投資比率の推移(季節調整値、%)**


(出所)CEIC

**輸出の推移(前年同期比、%)**


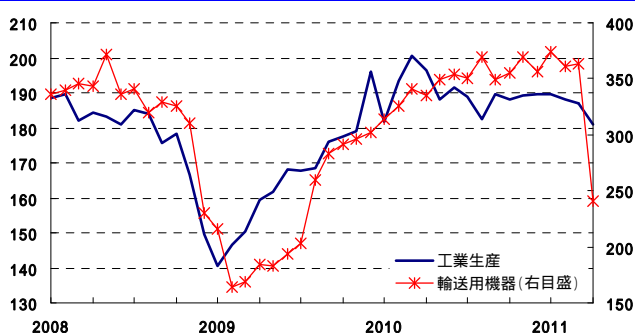
(出所)CEIC

## 東日本大震災は輸出や個人消費を押し下げ

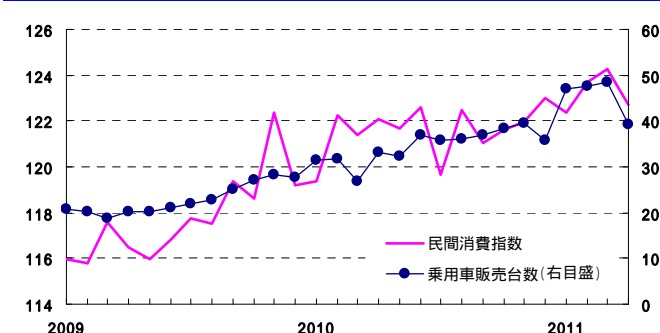
1～3 月期に急速な回復を見せた輸出は、4 月に当社試算の季節調整値(名目ベース)で前月比▲4.4%、1～3 月平均比でも▲0.4%と増勢が一服した。前年同期(月)比で見ても、1～3 月期の 18.0%から 4 月は 16.7%へ鈍化している。商品別で落ち込みが目立つのは、全体の 6.0%(2010 年)を占める宝飾品(1～3 月期前年同期比 102.6%→4 月前年同月比▲11.1%)と 9.6%を占める自動車および部品(13.2%→▲15.1%)である。宝飾品はブレが大きく、このところ大幅な増加が続いていたため反動落ちの可能性はあるが、自動車関連輸出の落ち込みは東日本大震災の影響により日本からの部品輸入が滞ったためとみられる。一方で、日本向けの輸出は、震災により低下した日本の生産能力を補う代替需要により、1～3 月期の前年同期比 19.7%から 4 月は 30.6%と伸びが拡大している。

東日本大震災の影響は、生産動向からも確認できる。2011 年に入り概ね横ばい圏で推移していた工業生産は、4 月に前月比▲3.3%減少したが、主因は部品不足により自動車生産が滞った輸送用機器産業が▲33.9%の大幅減少となったことである。さらに、自動車生産の落ち込みにより 4 月の乗用車販売台数は前月比▲18.9%の年率 39.2 万台まで減少し、1～3 月期平均の 47.6 万台を 17.7%も下回った。これを受けて、GDP ベースの個人消費と相関の高い民間消費指数は前月比▲1.3%と減少、1～3 月期の水準を 0.6%下回っており、4～6 月期の個人消費が前期比で減少となる可能性を示唆した。

ただし、自動車メーカーのうち、早いところでは 4 月後半に生産が通常レベルに戻るなど、自動車生産は既に正常化に向かいつつある。このため、4～6 月期の成長率は輸出や個人消費の増勢鈍化により一時的に減速する可能性はあるが、輸出はアジア新興国を中心とする堅調な海外景気を、個人消費は賃金の上昇傾向を背景に、それぞれ拡大基調は維持しよう。

**工業生産の推移(季節調整値、2000年=100)**


(出所)CEIC

**民間消費指数と乗用車販売の推移(季調値、2000年=100、万台)**


(出所)CEIC

## 2011年の成長率は安定的な景気拡大に向けて4%程度へ減速

以上を踏まえると、今後の景気は、東日本大震災の影響を受けた一時的な減速が見込まれることに加え、インフレ圧力の高まりは金融政策に対して1~3月期のような前期比年率8%超という速い成長テンポを許容しないことから、タイ中銀は震災の影響が弱まることを確認しつつ利上げを継続するとみられ、年後半の成長率は抑制されることとなろう。

タイ政府（国家経済社会開発委員会）は、実質GDP成長率が2010年の7.8%から2011年は3.5~4.5%へ減速すると予想している。仮に4~6月期の成長率が前期比年率2%程度まで減速し、7~9月期以降は5%程度の成長ペースに戻ったとすると、2011年の成長率は4%を若干上回る程度にとどまる。政府の成長率見通しは概ね妥当な水準であろう。なお、成長率の減速はインフレを鎮静化し安定成長を維持するために不可避であることは言うまでもない。