

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 武田 淳 03-3497-3676 takeda-ats@itochu.co.jp

利上げ見送りも追い風として再拡大に向かうタイ経済

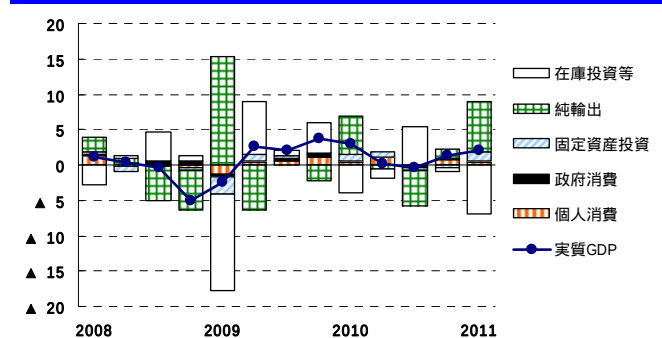
4～6月期の実質 GDP 成長率が3 四半期ぶりのマイナスとなるなど景気は明確に減速している。しかしながら、減速の主因である輸出は7月以降、持ち直しつつあるほか、個人消費は底堅く推移、固定資産投資も基調としては拡大方向にあるなど、今後の景気は再拡大に向かう可能性が高い。そうした中で、食材やエネルギー価格、人件費の上昇が川下の物価へ波及しており、インフレ率の上昇が続いている。そのため、タイ銀行は8月に7回連続となる利上げを行ったが、世界的に金融市場が不安定化している現状を踏まえると、当面は様子見せざるを得ないであろう。

2011 年 4～6 月期はマイナス成長に

2011 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は、前期比▲0.2%（年率▲0.8%）と3 四半期ぶりのマイナス成長となった。前年同期比で見ても1～3 月期の3.2%から4～6 月期は2.6%まで鈍化しており、景気は明確に減速している。

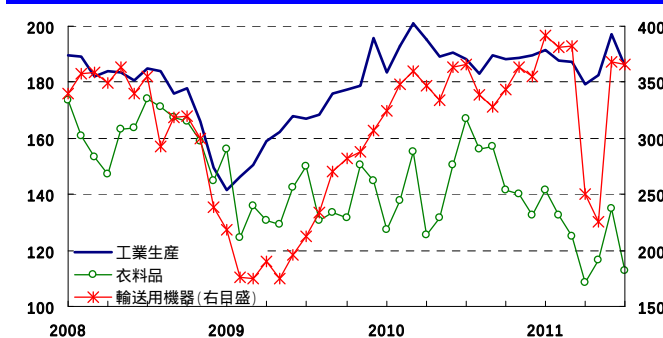
需要項目別に見ると、輸出が当社試算の季節調整値で前期比▲1.0%とマイナスに転じた（1～3 月期は13.0%）一方で、輸入は3.1%（1～3 月期3.6%）と堅調な拡大が続いたことから、純輸出（輸出 - 輸入）の実質 GDP に対する前期比寄与度は1～3 月期の7.0%から4～6 月期は▲2.5%となり、成長鈍化の主因となった（下左図）。さらに、個人消費（1～3 月期前期比0.8%→4～6 月期0.2%）や固定資産投資（1～3 月期7.2%→4～6 月期0.7%）も増勢が鈍化しており、4～6 月期のタイ経済は需要全般に低調であった。

実質GDP成長率の推移(前期比、%)



(出所)CEIC

工業生産の推移(季節調整値、2000年=100)



(出所)CEIC

7月の工業生産は停滞感を残す

7月以降の景気動向を月次指標などで確認すると、7月の工業生産は前月比▲5.8%と大幅に落ち込んだ。5月2.0%、6月8.0%と持ち直していたため、7月の水準は4～6月期を0.3%下回るにとどまるが、景気の停滞感を払拭できない状況にある（上右図）。主な財別の動向を見ると、主力の輸送用機器は、東日本大震災の影響を受けて4月に前月比▲34.4%、5月も▲10.1%と大きく水準を落としていたが、6月に63.3%と急回復し7月も▲0.6%と概ね横ばいであったため、7月の水準は4～6月期を30.0%も上回っている。そのほか、一般機械も7月の水準は4～6月期を4.2%、電気製品も1.0%上回っており、輸出に占める割合の大きいこれらの分野では生産が拡大傾向にある。一方で、7月に前月比▲16.6%の大幅下落と

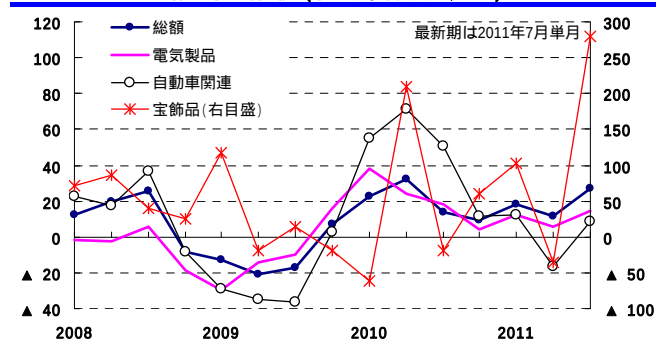
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

なった衣料品は7月の水準が4～6月期を6.1%下回っており、5月から7月にかけて3ヶ月連続のマイナスを記録した繊維製品も7月の水準が4～6月期を6.0%下回るなど、内需向け中心の分野で落ち込みが目立っている。

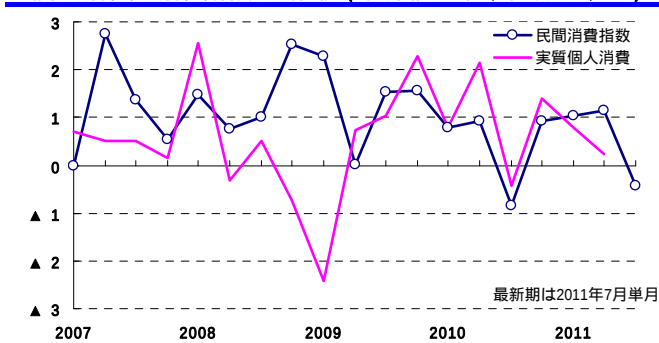
輸出は幅広く伸びを高める

需要動向からも、こうした生産の動きが裏付けられる。7月の輸出（名目ベース）は前年同月比27.1%となり、4～6月期の前年同期比11.6%から大きく伸びを高めた。当社試算の季節調整値でも7月は前月比3.9%となり水準は4～6月期を7.8%も上回った。財別では電気製品が4～6月期の前年同期比5.6%から7月は前年同月比14.7%となったほか、一般機械（4～6月期3.1%→7月3.9%）、自動車関連（▲16.8%→9.0%）などの主力分野で軒並み伸びを高めた（下左図）。さらに、変動の激しい宝飾品が前年同月比279%となり輸出全体を6.8%も押し上げた。仕向け地別には、中国向け（4～6月期前年同期比14.7%→7月前年同月比73.3%）やアセアン向け（15.5%→27.1%）が好調であり、これらの地域における在庫調整の動きが一巡しつつある可能性を示唆した。

輸出の推移（前年同期比、%）



個人消費と消費指数の推移（季節調整値、前期比、%）



良好な雇用・所得環境を背景に個人消費は底堅く推移

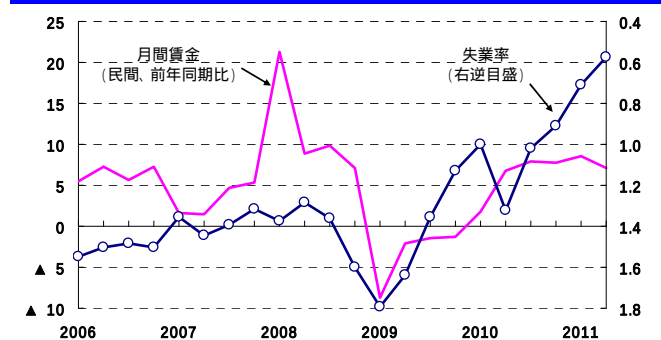
個人消費は、民間消費指数（自動車含まず）が7月に前月比▲0.8%と2ヵ月連続で低下したため（6月は▲0.9%）、7月の水準は4～6月期を0.4%下回った（上右図）。しかしながら、乗用車販売台数は生産の復調を受けて6月に前月比34.0%増の年率36.6万台へ急回復、7月も9.3%増と増勢を維持し、水準は40.0万台と4～6月期の34.4万台を16.4%も上回っている。このため、個人消費全体で見れば7月にかけても増勢を維持し、底堅く推移しているとみられる。

個人消費を取り巻く環境は、総じて良好である。7月の就業者数は当社試算の季節調整値で前月比0.3%増の3,860万人となり、4～6月期の3,831万人を0.8%上回った。雇用の拡大を背景に失業率は4～6月期の0.57%から7月は0.58%と小幅上昇ながら極めて低い水準で推移している（当社試算の季節調整値、次ページ左図）。タイトな労働需給を反映して賃金の上昇が続いている状況も変わらず、4～6月期の民間部門の月間平均賃金は前年同期比7.1%の高い伸びを維持している（1～3月期は8.6%）。さらに、今年7月の総選挙で勝利し政権与党となったプアタイ党（タイ貢献党）は最低賃金の引き上げ¹を公約としてお

¹ 現行の最低賃金は、水準の高いバンコクでも215バーツであるが、これを300バーツに引き上げるとしている（約4割の上昇）。ただし、産業界からの反発に配慮して、インラック新首相は残業代などの諸手当を含む最低所得へ表現を修正しており、賃金の実質的な上昇幅は抑制される見込み。

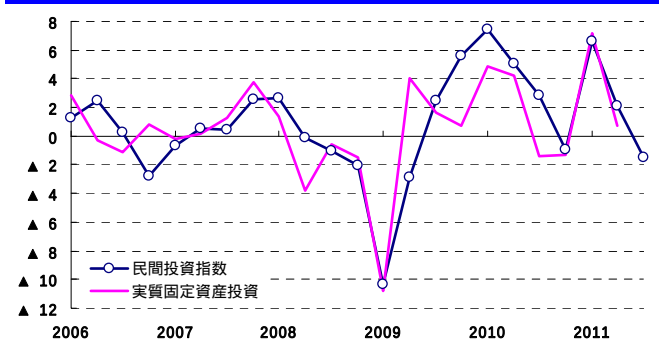
り、これが実現されると賃金上昇圧力が一段と高まる見込みである。

賃金と失業率の推移(前年同期比、季節調整値、%)



(出所) CEIC

固定資産投資と投資指数の推移(季節調整値、前期比、%)

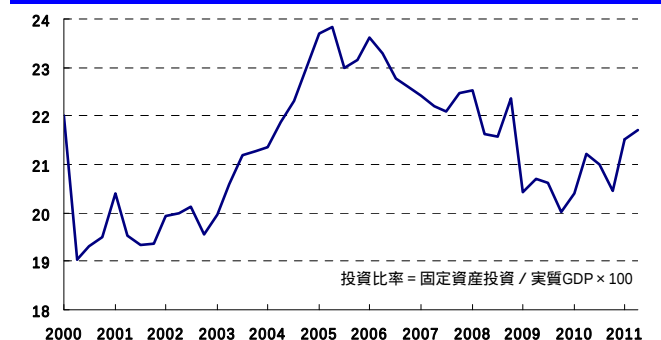


(出所) CEIC

固定資産投資は減速続くも今後は徐々に復調の見込み

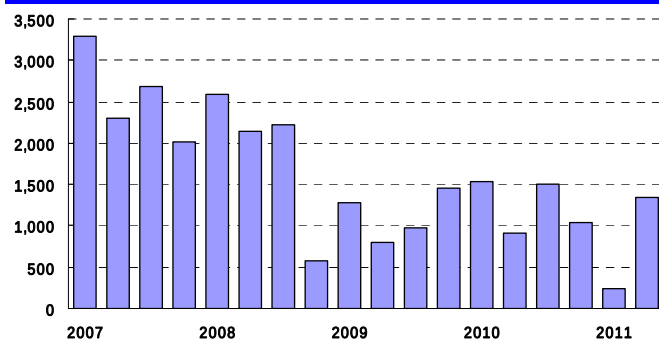
固定資産投資は先述の通り 4～6 月期は前期比 0.7% の小幅な伸びにとどまり、さらに 7 月の民間投資指数の水準が 4～6 月期を 1.5% 下回っていることから 7～9 月期は一段と減速する可能性がある。ただし、こうした減速は 1～3 月期に前期比で 7.2% もの高い伸びを記録した反動による一時的な動きと考えられる。固定資産投資の中期的なトレンドを見る上で有効な投資比率 (GDP に占める固定資産投資の比率) は、2010 年に入り上昇に転じており、2011 年 4～6 月期においてもこの傾向は維持している (下左図)。また、新興国における需要の拡大を追い風に、タイはアジアにおける自動車の生産拠点として海外からの投資を集めており、対内直接投資 (ネット) は 1～3 月期に特殊要因²で 23 億ドルまで落ち込んだものの、4～6 月期には 134 億ドルまで回復している (下右図)。今後は、労働力不足と賃金上昇を受けて省力化投資の活発化も見込まれることから、固定資産投資は徐々に増勢を取り戻す可能性が高い。

投資比率の推移(季節調整値、%)



(出所) CEIC

対内直接投資の推移(百万ドル)



(出所) CEIC

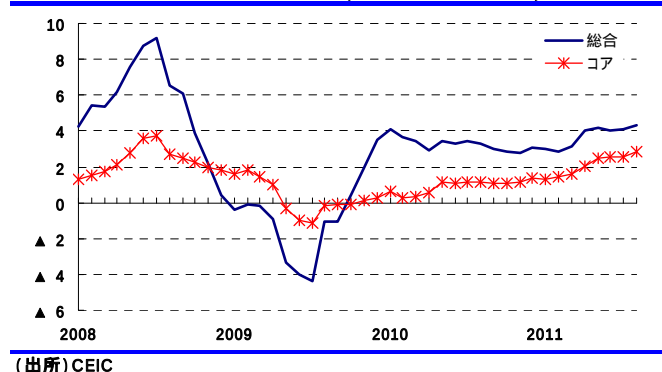
コア・インフレ率が中銀の目標上限近くまで上昇

以上の通り、7 月までの経済指標は、内需の減速により景気が引き続き停滞気味に推移していることを示唆しているが、一方で輸出が持ち直しつつあるなど再び拡大に向かう兆しも窺える。そうした中で、消費者物価は、8 月に前年同月比 4.3% まで伸びを高め (1 月 3.0% → 7 月 4.1%)、インフレ圧力の根強さが確認された。主因は、食料品 (1 月前年同月比 5.9% → 8 月 8.4%) の上昇であるが、食料品の中でも、これまで上昇が目立っていた食材 (1 月 8.5% → 4 月 10.3% → 8 月 7.6%) より加工食品 (1 月 2.3% → 8 月 9.7%)

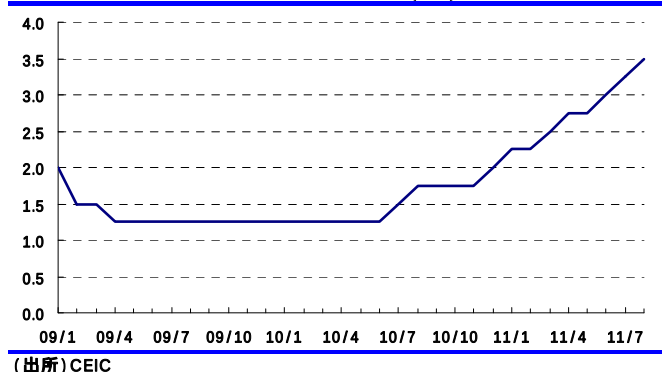
² 2011 年 1 月にフランスからの投資が ▲112 億ドルとなったことが落ち込みの主因であり、一過性のものとみられる。

の価格上昇が顕著になっている。そのほか、エネルギー価格の上昇が波及した住居関連や、人件費の上昇を受けたサービス関連物価など、幅広い分野へ物価上昇が広がっている。こうした動きを反映して、コア・インフレ率（除く生鮮食品・エネルギー）は、1月の1.3%から8月には2.9%まで高まり、中央銀行であるタイ銀行が目標の上限とする3%に近づいた。

消費者物価の推移（前年同月比、%）



政策金利の推移（%）



金融政策は様子見に転じる可能性高まる

そのため、タイ銀行は8月24日の金融政策決定会合において政策金利である翌日物レポレートを3.25%から3.50%に引き上げた。利上げは7回連続で、今年に入り5回目となる。上記の通り、未だインフレ圧力が根強い中で、さらに景気に再拡大の兆しが見られる現状を踏まえると、次回10月19日の金融政策決定会合においても利上げを検討する余地はあろう。しかし一方で、欧州ソブリン問題の深刻化により金融市場が著しく不安定化するなど、欧米を中心に世界経済の先行きに対する不透明感が高まりつつあるため、追加利上げが必要かどうかを十分に吟味する必要性も高まっている。これまで急ピッチで進めてきた利上げの効果を見極めるための時間的余裕があると考え、仮に一段の物価上昇や景気の再拡大が確認されたとしても、金融市場に落ち着きが見られない限り、利上げを見送る可能性が高い。

2011年の成長率は4%程度へ減速

今後のタイ経済は、先にも触れた通りマイナス成長から脱する兆しが見られるほか、最近の原油価格の落ち着きが消費者の購買力を押し上げることや、利上げの見送りが景気に追い風となることから、着実に拡大に向かうこととなろう。ただし、リーマンショック後の急回復局面が一巡したことに加え、4～6月期がマイナス成長であったことから、2011年の実質GDP成長率は2010年の7.8%から4%程度まで鈍化すると予想される。この水準は、5%程度の成長を巡航速度とするタイ経済にとって安定成長の範囲に入るものと言える。