

反政府デモにより回復の芽が摘み取られたタイ経済

タイ経済は、反政府デモの長期化が景気下押し圧力を強めている。7～9月期の成長率は、輸出こそ持ち直したものの、内需の弱さから下げ止まりには至らず。さらに、足元の経済指標からは反政府デモの影響が实体经济に波及しつつある様子が窺われる。一方、懸念された米国金融緩和縮小の影響は軽微なものにとどまっており、中銀による追加利下げの余地を広げた。しかしながら、デモの影響は既に景気復調の芽を摘み取ったとみられ、回復は2014年半ば以降に後ずれしよう。

反政府デモの範囲拡大・長期化は景気下押しリスク

与党タイ貢献党がタクシン元首相の恩赦法案を下院で強行採決（11月1日）したことをきっかけに激化した反政府デモは、未だ収束の糸口が掴めない状況にある。12月9日、インラック首相は、反政府デモが即時退陣を求めるなかで下院解散に踏み切り、総選挙による事態の決着を志向した。しかしながら、最大野党の民主党は、政治改革を優先すべきだとして選挙をボイコットする可能性を示唆している。総選挙は2月2日に予定されているが、ボイコットによる選挙無効や選挙違反による与党解党命令という前例もあるため、必ずしも総選挙によって現在の膠着状態が打破されるというわけでもない。反政府デモの活動は首都バンコクの一部にとどまっていることもあり、今のところ経済活動への影響は限定的であるが、今後の展開は極めて見通し難い状況にある。民主党は選挙の延期も画策しており、少なくとも政治を巡る混乱が数ヶ月という単位で続くことを覚悟しておく必要がある。

可能性としては、反政府デモの活動範囲が広がり、かつてのように経済活動へ大きな影響を与えることもあり得る。2008年のデモにおいてはバンコクの空港が閉鎖され海外からの旅行客が減少、2010年にはバンコク中心部の商業エリアが閉鎖され、ホテルや小売業などが大きな影響を受けた。デモが長期化し政治が停滞するだけでも、直接的には観光関連産業を中心に、間接的には政府機能の低下やマインドの悪化を通じて、景気を下押しする¹。以下、デモの影響も含めて景気の現状を確認し、先行きを展望する。

内需の弱さを示す7～9月期の実質GDP

デモの影響を除いても、景気は未だ不透明感を拭えない状況にある。7～9月期の実質GDP成長率は前年同期比2.7%にとどまり、4～6月期の2.9%から伸びが更に鈍化した。なかでも、個人消費が前年同期比▲1.2%（前期は2.5%）、固定資産投資が▲6.5%（同4.7%）と共にマイナスに転じており、内需の弱さが目立った。一方の輸出は、4～6月期の前年同期比2.9%から7～9月期は3.8%へ伸びを高めており、減速には歯止めが掛かっている。



¹ ただし、その場合でも、工業製品の生産拠点は南部に集中しているため、デモがバンコク内にとどまる限り日系企業を含む製造業への影響はそれほど大きくないとみられる。

なお、季節調整値で見ると、7～9月期の実質 GDP は前期比 1.3%となり、4～6月期の 0.0%から持ち直しているように見える。ただし、個人消費は減少が続いており（1～3月期前期比▲1.5%→4～6月期▲1.7%→7～9月期▲1.3%）、固定資産投資は大幅減（4～6月期 4.3%→7～9月期▲7.7%）、輸出も 2 四半期ぶりの増加に転じたとはいえ横ばい程度であり（4～6月期▲1.7%→7～9月期 0.1%、当社試算）、7～9月期の成長加速は多くを在庫増に依存している。需要低迷の中での在庫増は持続性を欠くため、10～12月期には在庫の反動減が懸念される。

個人消費：特殊要因の一巡後は良好な所得環境を背景に下げ止まりに期待

個人消費の減少が続いている主因は、乗用車販売の低迷である。乗用車販売台数は、2012 年末を予約期限とする政府の自動車購入支援策（ファーストカー減税策）²により、3 月には年率 88.7 万台（当社試算の季節調整値）まで増加したが、その後は反動により減少傾向にあり、10 月には 49.8%万台まで水準を落としている。ただ、それでも、販売台数が急増する前の 2011 年前半は 40 万台前後であったことと比べると水準が高く、更なる減少余地を残している可能性がある。

そのほか、自動二輪販売台数も 2 月の 219 万台（当社試算の季節調整値）をピークに減少傾向にあり、10 月には 186 万台まで落ち込んでいる。また、消費水準を示す民間消費指数³は、4～6月期の前期比▲0.9%に続いて 7～9月期も▲0.2%と低下が続いている。家電販売に関しては、政策的な後押しを受けた自動車購入が優先された影響や、2015 年の地上波デジタル放送への移行をにらんだテレビ買い控えが、下押し要因として指摘されている。

乗用車販売台数の推移（季節調整値、万台）



(出所) CEIC

消費水準指数の推移（季節調整値、2010年=100）



(出所) CEIC

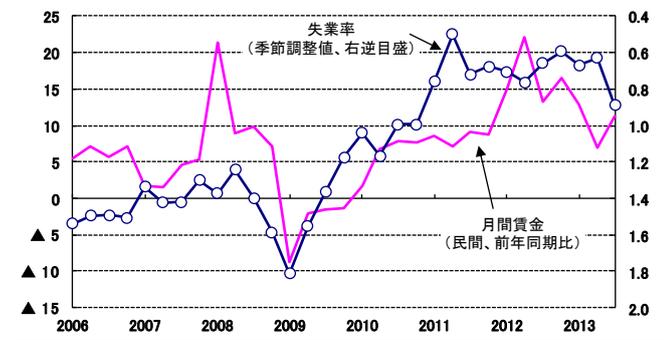
夏場の消費低迷には、農林水産業従事者における所得の落ち込みが影響した面もある。穀物生産量は天候不良や洪水などの影響により低迷、エビの病害により水産業も生産量が大幅に落ち込んだ。その一方で、民間勤労者の平均賃金は、労働需給の逼迫を背景に 7～9月期に前年同期比 11.2%と高い伸びを記録した。失業率は 1%を下回る状況が続いており、そのなかで最低賃金が大幅に引き上げられたことから、勤労者の所得環境は改善している。そのため、今後、農林水産業における上記の特殊要因による影響が一巡すれば、個人消費は徐々に下げ止まると期待される。10 月も自動車販売は低迷が続いているが、民間消費指数は 7～9月期の水準を 0.7%上回るなど、消費関連指標は一部に改善の兆しが見られている。

² 排気量 1500cc 以下の国産車ないしは 100 万パーツまでの国産ピックアップトラックを初めて購入する消費者に対して、最大で 10 万パーツの物品税を還付（購入から 5 年間保有することが条件）。

³ 自動車は含まれていない。

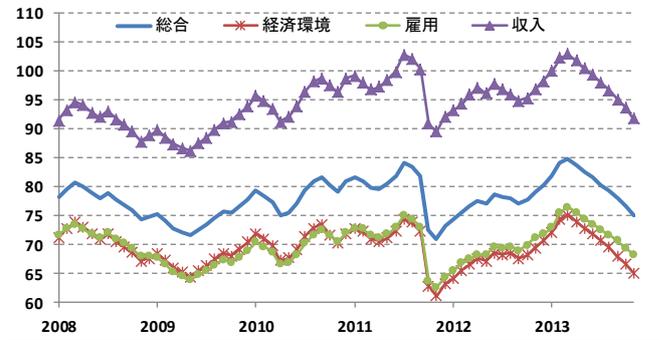
ただし、前述の通り、政治を巡る不透明感が当分残る可能性が高いため、マインドの悪化が個人消費の回復力を削ぐ点には留意が必要であろう。消費者マインドの指標である消費者信頼感指数は、3月の84.8をピークに8カ月連続で低下、11月には75.0まで低下した。洪水により大きな被害が発生した直後の2011年11月に記録した71.0に迫りつつあり、11月の反政府デモ激化が消費者心理を一段と悪化させている。

月間賃金と失業率の推移(前年同期比、%)



(出所) CEIC

消費者信頼感指数の推移

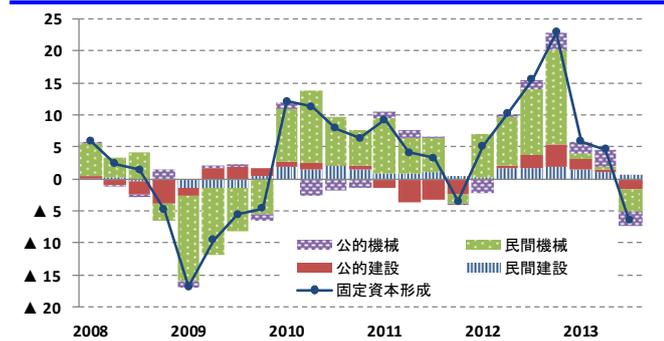


(出所) CEIC

固定資産投資：先行き不透明感が強まり回復遅れる

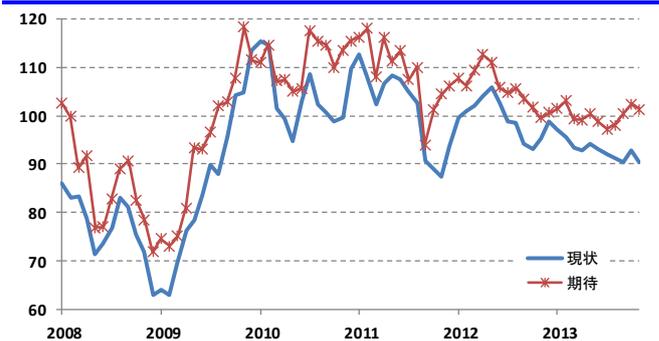
固定資産投資（固定資産形成）は、先に見た通り2013年7～9月期に7四半期ぶりとなる前年同期比マイナス（▲6.5%）に転じたが、なかでも機械投資の落ち込みが目立った。機械投資は、民間部門が4～6月期の前年同期比0.6%から7～9月期は▲5.7%へ、公的部門は39.7%から▲30.5%へ落ち込み、それぞれ7～9月期の固定資産投資全体を3.3%Pt、2.4%Pt押し下げた。この間、商業車販売が前年比で大幅なマイナスに転じていることから（4～6月期前年同期比3.2%→7～9月期▲26.3%）、自動車を中心に洪水被害を受けた買い替え需要が一巡した影響が大きいとみられる。また、公的部門においては前年に航空機の調達に集中した反動もあった模様である。

固定資産投資の推移(前年同期比、%)



(出所) CEIC

産業景況感指数の推移(中立=100)



(出所) CEIC

一方の建設投資は、民間部門で前年比プラスを維持したが(4～6月期前年同期比7.1%→7～9月期4.8%)、公的部門はマイナスに転じたため(2.4%→▲9.6%)、全体でもマイナスとなった(5.0%→▲2.3%)。洪水被害の復旧事業が一巡したことが主因とみられる。10月は、国内建設許可面積、セメント販売量とも7～9月期の水準を0.8%上回っていることから、建設投資は下げ止まりつつある模様であるが、このまま持ち直したとしても、前年の水準が高いため当面は前年比のマイナスが続く可能性が高い。さらに、下院解散により総額3,500億パーツ(GDPの約3%)の治水事業の予算化が暗礁に乗り上げている。建設投資

が回復に向かうためには、政府の正常化が必要がある。

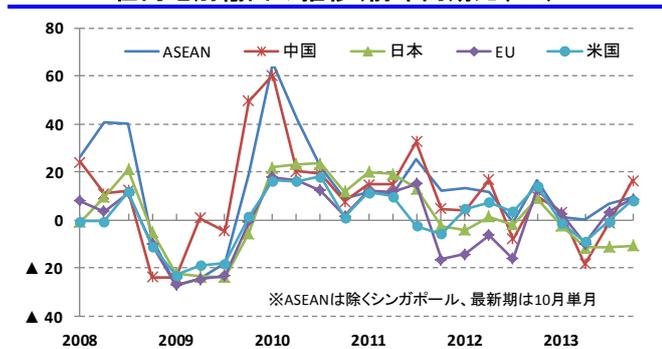
機械投資の先行きについても、反政府デモの影響による企業景況感の悪化が回復の足枷になる。産業景況感指数は、期待指数（3ヶ月後の見通し）が7月に底入れし、現状指数も10月には5ヵ月ぶりに前月比で改善したが、反政府デモが激化した11月には現状指数が2年ぶりの水準まで悪化（9月90.4→10月92.8→11月90.3）、期待指数も悪化に転じた。建設投資と同様、機械投資も、回復力が弱いことに加え、前年の水準が高い時期が続くこともあり、前年比でプラスに転じるのは2014年半ば頃になるとみられる。

輸出：海外景気の復調とパーツ高修正により持ち直し

内需の両輪が芳しくない一方、輸出には明るさが見られる。7～9月期の輸出は、先に見た通りGDPベース（実質）で前年同期比の伸びを高めたが、当社試算の季節調整済でも4～6月期の前期比▲1.7%から7～9月期は0.1%となり、下げ止まった。また、通関ベース（名目、パーツ建て）では、4～6月期の前年同期比▲7.7%から7～9月期は▲2.9%へマイナス幅が縮小、10月は前年同月比0.9%と小幅ながらプラスに転じている。

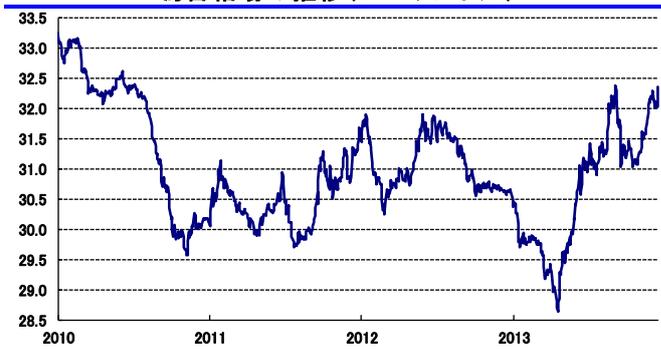
仕向地別に見ると、全体の19.9%（2012年）を占めるASEAN（除くシンガポール）向けが順調に復調しているほか（4～6月期前年同期比▲0.1%→7～9月期6.6%→10月9.4%）、中国向け（シェア11.7%）が急回復（▲18.3%→▲1.5%→16.3%）、米国向け（シェア9.9%、▲9.8%→3.3%→8.7%）やEU向け（シェア9.5%、▲9.0%→▲0.5%→8.2%）も持ち直し傾向にある。その一方で、日本向けは低迷が続いている（シェア10.2%、▲11.5%→▲11.2%→▲10.6%）。落ち込みが目立つ品目は、エビの病害により生産量が落ち込んでいる魚介類（2012年シェア4.0%）のほか、電気機器（16.7%）、自動車（6.9%）、プラスチック製品（6.4%）、ゴム製品（6.2%）であり、パーツ高円安の進行が影響している可能性がある。

仕向地別輸出の推移（前年同期比、%）



(出所) CEIC

為替相場の推移（パーツ/ドル）



(出所) CEIC

今後を展望すると、主要輸出先の一つである米国経済の回復が見込まれるほか、中国経済は持ち直しつつあり、ASEAN主要国についてもマレーシアやフィリピンは景気の堅調拡大が持続、ベトナム経済も底入れが期待できる状況にあるなど、海外景気の拡大が輸出回復を後押ししよう。さらに、日本向けのみならず、欧米を含めた先進国向けを中心に、最近のパーツ高修正が輸出の追い風になるとみられる。

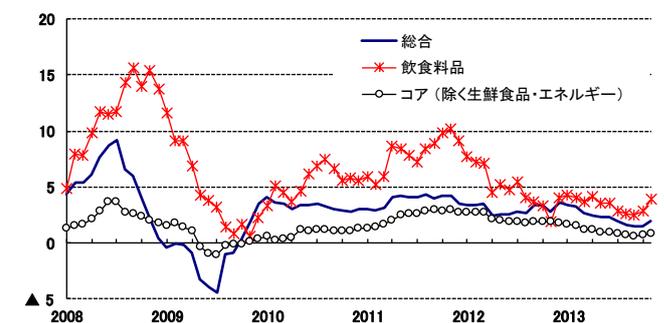
パーツの対ドル相場は、2012年終わり頃から上昇が加速し、2013年4年半ばには1997年以来の高値となる1ドル=28パーツ台をつけた。ところが、米国で金融緩和縮小（テーパリング）観測が強まった5月に一転して下落、8月下旬には1ドル=32パーツ台まで値を下げ、9月にテーパリングが見送られると

一旦上昇したが、12月に入りテーパリング開始の可能性が高まると再び32パーツ台まで下落した。この32パーツという水準は歴史的に見れば依然としてパーツ高水準⁴にあり、行き過ぎたパーツ高が修正された程度と評価すべきであろう。なお、12月18日のテーパリング開始を受けたパーツ相場は、小幅な下落にとどまっており、既に相当程度織り込んでいるとみられる。そのため、一部の新興国通貨と異なり、テーパリングに伴ってパーツが大幅に下落する可能性は低いとみられる⁵。

ディスインフレ下で追加利下げ

為替相場下落は一般的には輸入物価の上昇を通じて国内物価の上昇圧力を高めるが、物価が極めて安定しているタイ経済においては、通貨の下落幅が小さいことから、さほど問題とはならないとみられる。消費者物価上昇率は2012年通年の前年比3.0%から2013年9月には前年同月比1.4%まで鈍化、その後、食料品価格の上昇により11月は1.9%へ伸びが高まったものの、依然として低い伸びにとどまっている。さらに、生鮮食品・エネルギーを除くコアでは5月以降、前年同月比1%を割り込んでおり（11月は0.8%）、タイ中銀が目標とする0.5~3.0%のレンジ下限近くで推移している。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) GEIC

そのため、タイ中銀は、パーツ相場が下落傾向にある

なかで、11月27日の金融政策決定会合において、洪水後5回目となる利下げ（翌日物レポレート2.50%→2.25%）を行った。減速が続いているうえに、反政府デモの激化により不透明感を強める景気動向へ配慮したものであり、現状程度のパーツ相場下落は懸念材料とはならないと判断したとみられる。

さらに、テーパリング後のパーツ相場の安定は、追加利下げの余地を広めた。物価の現状は、コアインフレ率を見る限り明らかなディスインフレ傾向にある。引き続き景気に底入れの動きが見られないか、反政府デモの継続により景気の先行きに不透明感が残れば、タイ中銀はさらに政策金利を引き下げる可能性が高い。なお、政策金利の史上最低水準は1.25%（2009年4月~2010年7月）である。

成長ペースの巡航速度復帰は2014年半ば以降へ後ずれ

当社は従来、タイ経済は一時的な景気下押し要因が剥落することで、年内にも本来の成長ペースを取り戻し、実質GDP成長率は2014年にかけて5%台半ばに回復すると予想していた。しかしながら、今回の反政府デモは企業や消費者のマインド悪化という形で景気復調の芽を摘み取った可能性が高い。足元の景気が想定より悪化していることを踏まえ、2013年の実質GDP成長率は前年比3%を下回り、2014年も政治的混乱の影響が残ることから前半は景気の持ち直しに手間取り、成長率は5%に届かないという見方に修正する⁶。巡航速度の成長に復帰するのは2014年半ば以降となろう。

⁴ 90年代終盤のアジア金融危機以降、2010年までの間におけるパーツの対ドル最高値圏は、2008年3月頃の1ドル=31パーツ強であり、パーツ相場が比較的安定していた2011~2012年にかけても概ね30~32ドルのレンジ内で推移していた。

⁵ タイの外貨準備は11月末時点で輸入の8ヵ月強、対外短期債務の約3倍に相当する1,675億ドルあり、一般的に外貨準備の必要最小規模は輸入の2~3ヵ月分、対外短期債務との比較では90年代後半のアジア通貨危機の経験から2倍以下を危険水準とする見方があるが、いずれもクリアしている。

⁶ 実質GDP成長率の予測値は、2013年前年比2.8%（前回4.1%）、2014年4.7%（前回5.3%）、2015年5.3%。