

## タイ経済：景気底入れ期待が高まるも不透明さを拭えず

反政府デモの激化を受けた軍事クーデターにより政治的な混乱はひとまず収束した。軍事政権は治安の維持と経済の正常化を優先的に進めており、当面の景気にはプラス要因となろう。ただし、軍事政権が最終目標に掲げる民政復帰への道のりは決して平坦ではなく、今後も政治情勢を巡る不透明さが残る可能性が高い。景気は、2014年1～3月期にマイナス成長に転じるなど、政府支出の停滞や家計・企業のマインド悪化により、低迷が続いている。今後は政府支出の回復により景気底入れは期待でき、輸出は持ち直し傾向が続くと見込まれるが、国内民間需要が回復するためのハードルは高く、2014年の成長率は1%程度にとどまると予想される。

### 軍事クーデターにより混乱はひとまず収束

5月7日に憲法裁判所の違憲判決<sup>1</sup>を受けてインラック暫定首相と閣僚9名が失職して以降、タイの政治情勢は急展開した。暫定政権はニワットタムロン副首相兼商務相が首相代行として引き継いだ。反政府デモは政権批判を強めつつ勢いを増し、一方でインラック政権を支持していたタクシン派<sup>2</sup>もデモ活動を本格化させたため、両派の間の緊張が高まり、20日には陸軍が戒厳令を発するに至った。

さらに、22日にはプラユット陸軍司令官がクーデターを宣言、国家平和秩序維持評議会（NCPO、以下、評議会）を発足し、行政、立法など全権を掌握した。評議会は、要人の拘束や夜間外出禁止令の発令などにより治安維持を強化したことから、タクシン派と反タクシン派との対立による激しいデモ活動などの混乱はひとまず収束している。

なお、評議会の議長にはプラユット陸軍司令官が就任、事後的にプミポン国王の承認を得ている。また、憲法は停止され、議会は上院・下院とも閉鎖されているが、政府機能については、プラユット司令官が首相を代行、各省の次官が大臣を代行するなどにより通常業務は概ね継続されており、クーデターによる経済活動への目立った障害は発生していない。

さらに、評議会は、治安の維持に努めつつ経済活動の正常化を優先している。5月26日には資金不足により中断していたコメ担保融資制度（事実上の買い上げ制度）の実行を再開、6月10日には来年度（2014年10月～）予算案を承認、13日には小売業などへの影響が大きかった夜間外出禁止令を全面解除するなど、政治的混乱による景気への悪影響の排除を進めている。

### 総選挙実施までの道のりは遠く、選挙後も混乱の恐れ

プラユット評議会議長は、今後、政治・経済の正常化を以下

#### 最近の主な出来事

|       |                                       |
|-------|---------------------------------------|
| 5月7日  | インラック暫定首相が失職                          |
|       | ニワットタムロン副首相が首相代行に就任                   |
| 5月20日 | 陸軍が戒厳令を発令                             |
| 5月22日 | プラユット陸軍司令官がクーデター宣言                    |
|       | 国家平和秩序維持評議会（NCPO）が発足<br>→要人拘束、夜間外出禁止令 |
| 5月26日 | コメ担保融資を再開                             |
| 6月2日  | 首相府が再開<br>テレビ局が通常放送を再開                |
| 6月10日 | NCPOが来年度予算案を承認                        |
| 6月13日 | 夜間外出禁止令を全面解除                          |

（出所）各種報道から当社にて作成

<sup>1</sup> 2011年9月に行われた国家安全保障会議事務局長人事が職権乱用として違憲判決を受けた。

<sup>2</sup> インラック前首相の実兄であるタクシン元首相を支持する組織。代表格は反独裁民主戦線（UDD）。

の3段階のステップで進める方針を示している。第1段階は「行政の正常化」であり、期間は2～3ヵ月を想定している。既に経済に関しては上記の通り正常化が進んでおり、今後は、今回の政治対立の根底にあるタクシン派と反タクシン派の和解を市民レベルで進めていくとしている。

第2段階は「暫定政権の発足」であり、暫定首相の任命や暫定憲法の制定を行う。プラユット司令官は、暫定首相を9月末までに任命するとしており、同氏自らが就任する可能性も報じられている<sup>3</sup>。また、暫定憲法については、前回のクーデター（2006年9月）の際には国民投票で承認されるまで約1年を要しており、今回も同程度の期間を要する可能性がある。この間に、選挙制度を含めた包括的な改革を進める方針も示している。第3段階は「総選挙」による民政復帰であり、プラユット司令官は1年数ヵ月後の総選挙実施を表明している。

ただ、国内では軍事政権に対する反発が熾っている。軍事政権は、「国民和解」と称してタクシン派と反タクシン派の相互理解と融合を進め、デモ発生を封じ込める方針を示しているが、実際にはタクシン派の解体に注力しているという指摘もあり、今後のタクシン派の動向は極めて不透明である。

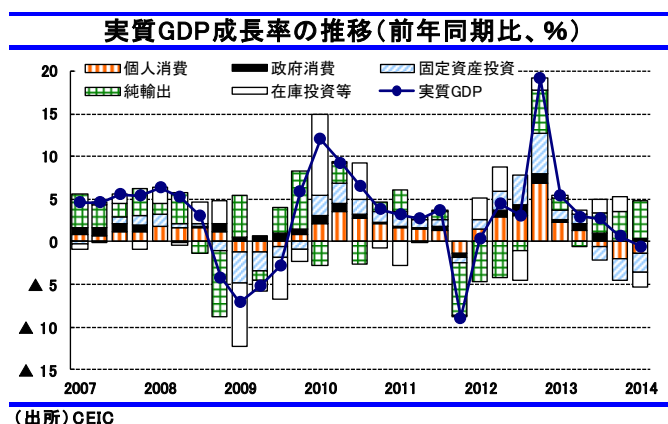
また、前回のクーデター以降に行われた最近2回の総選挙においては、いずれもタクシン派が勝利しており、票の多寡を競う通常の選挙では地方部で幅広く支持を集めるタクシン派が有利とされている。そのため、軍事政権は総選挙を実施する前に選挙制度改革を行うとみられる。こうした動きはタクシン派を刺激しデモ激化につながる恐れがあるほか、無事に総選挙を終えて新たな政権が発足し民政に復帰したとしても、新政権が選挙違反や憲法違反などの理由により解体され、再び混乱に陥ることも十分に考えられる。

かつて数々の混乱を収束させてきたプミポン国王についても、高齢（86歳）ということもあって、今後は仲裁役を期待することは難しい。以上のような情勢を踏まえると、今後、軍事政権が「国民和解」を進めることができなければ、総選挙を経た民政復活が必ずしも政治的混乱の終結を意味するわけではないことに留意しておく必要がある。

## 国内需要の低迷によりマイナス成長に転じる

政治的混乱がひとまず落ち着いたとはいえ、これまで半年余りに及ぶ政治の停滞やデモの激化などにより、景気は大きく冷え込んでいる。先月19日に発表された2014年1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比▲0.6%となり、洪水により落ち込んだ2011年10～12月期（▲8.9%）以来のマイナス成長を記録した。

1～3月期の実質GDPの主な需要項目を見ると、個人消費が前年同期比▲3.0%（10～12月期▲4.1%）、固定資産投資が▲9.8%（▲11.4%）とそれぞれマイナスが続いたほか、在庫投資の寄与度が10～12月期の1.8%Ptから1～3月期は▲2.1%Ptへ大幅なマイナス寄与に転じた。輸出も前年同期比▲0.4%（10～12月期2.0%）とマイナスに転じたが、輸入のマイナス幅が大きく拡大したため（10～12月期▲3.5%→1～3月期▲8.5%）、純輸出（輸出－輸入）の寄与度はプラス幅が拡大した（3.5%Pt→4.6%Pt）。



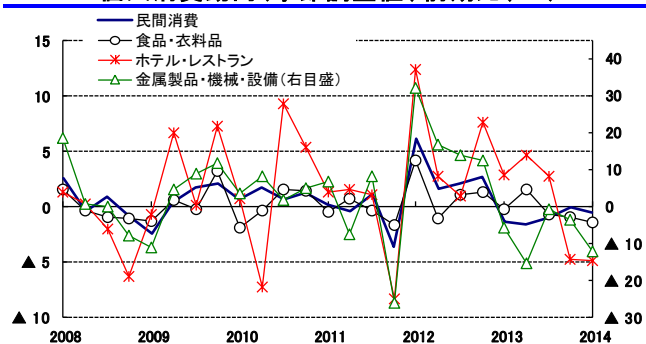
<sup>3</sup> 5月29日付け毎日新聞。そのほか、キティヤラット元法務次官（5/22日経）などが候補に挙がっている。

また、1～3 月期の実質 GDP の季節調整済前期比は▲2.1%、年率換算で▲8.2%の大幅な落ち込みとなった（10～12 月期は前期比 0.1%のプラス）。最終需要では、個人消費（前期比寄与度▲0.2%Pt）や固定資産投資（▲0.6%Pt）が成長率を押し下げており、国内需要の低迷が顕著である。

## 個人消費：マインド悪化に歯止めが掛かり底入れの可能性

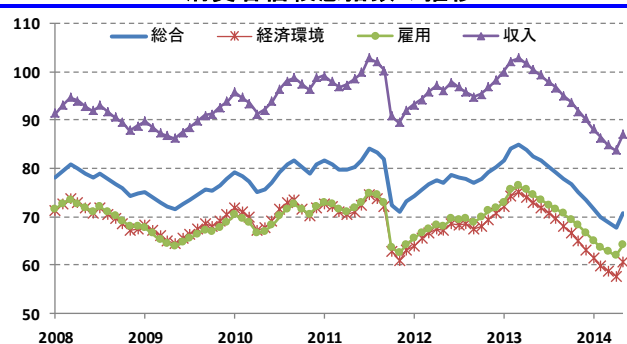
GDP ベースの実質個人消費は、季節調整値で 1～3 月期に前期比▲0.5%となり、10～12 月期の▲0.1%から落ち込みが加速した。内訳を見ると、通信や個人サービスが増加したものの、自動車や家電などを含む「金属製品・機械・設備」が 10～12 月期の▲3.7%から 1～3 月期は▲12.3%へマイナス幅を拡大させたほか、「食品・衣料品」（10～12 月期▲1.0%→1～3 月期▲1.5%）や「ホテル・レストラン」（▲4.9%→▲4.3%）、「エネルギー」（▲3.0%→▲3.7%）などで落ち込みが続くなど、幅広い分野で消費活動が低迷している。

個人消費動向(季節調整値、前期比、%)



(出所) CEIC

消費者信頼感指数の推移



(出所) CEIC

消費低迷の主因はマインドの悪化である。消費マインドの指標である消費者信頼感指数は、2013 年 11 月から激化した反政府デモ活動の影響を受けて一段と低下し、2014 年 4 月にはリーマン・ショック時を下回る 67.8 まで落ち込んだ。経済環境に関する指数の悪化が特に大きく、景気動向に対する懸念が消費者マインドを下押ししている模様である。

なお、5 月の消費者信頼感指数は 70.7 となり、14 カ月ぶりに改善している。軍事政権によって政治的混乱の影響が弱まるとの期待やコメ担保融資の再開が、マインドの改善につながったとの指摘がされているが、依然として好不調の境目である 100 を大きく下回っており、期待が先行する形で一旦下げ止まったという程度の評価が妥当であろう。

実体経済の指標の一部に下げ止まりの動きは見られる。4 月の自動車販売台数は前年同月比▲33.2%と大幅なマイナスが続いているが、当社試算の季節調整値では 13.5%の大幅増となった。4 月の水準は 1～3 月期を 8.5%上回っており、自動車販売が底入れした可能性を示唆した。ただし、販売台数の水準は 2013 年 1～3 月期の 166.7 万台から 2014 年 1～3 月期は 90.3 万台、リバウンドした 4 月でも 98.1 万台であり、未

自動車販売台数の推移(季節調整値、万台)



(出所) CEIC

だ低迷の域を脱してはいない。

ただ、個人消費を取り巻く環境は概ね良好である。平均賃金は2013年1月の最低賃金引き上げの影響が一巡した2014年1月以降も前年同月比で1割前後の上昇<sup>4</sup>が続き、失業率は2014年1月以降、0.9%という低水準で推移している。後述の通り、消費者物価上昇率も総じて抑制されている。さらに、コメ担保融資の再開は農村部の消費押し上げ要因<sup>5</sup>となる。

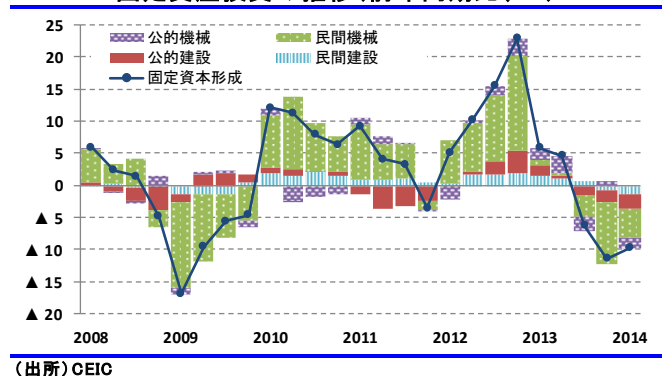
そのため、このまま消費者マインドの悪化に歯止めが掛かれば、個人消費の底入れは期待できる。しかしながら、政治情勢は上記の通り不透明な状況が続く可能性が高いとみられるため、今後、マインドが順調に改善し個人消費が本格的に回復するような状況には至らず、雇用・所得環境の改善に応じた程度の持ち直しにとどまろう。

### 固定資産投資：公的部門は持ち直しへ、民間部門は回復に時間

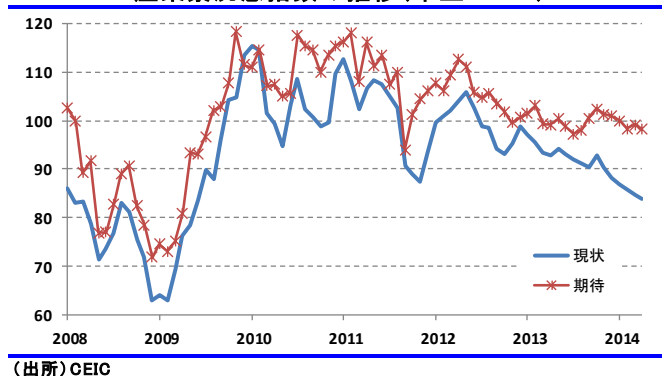
固定資産投資は、前述の通り1～3月期も前年同期比▲9.8%と大幅な落ち込みが続いているが、内訳を見ると、民間部門の機械投資（10～12月期前年同期比▲15.5%→1～3月期▲8.9%）が依然として大幅に減少しているほか、公的部門の機械投資（10.7%→▲23.4%）がマイナスに転じ、民間部門、公的部門とも建設投資の減少幅が拡大（民間▲4.6%→▲7.8%、公的▲13.2%→▲17.1%）するなど、総崩れの状態にある。

10～12月期から1～3月期にかけての変化という意味では、公的部門の落ち込みが顕著であるが、その原因は、インラック政権が下院解散を受けて暫定内閣となったことにより、予算の執行権限が大幅に制約されたためである。したがって、軍事政権によって予算執行の正常化や来年度予算の早期成立、さらにはインラック政権が計画していた大規模インフラ整備事業の早期具体化が見込まれることを踏まえると、公的部門の固定資産投資は、今後、持ち直す可能性が高い。

固定資産投資の推移（前年同期比、%）



産業景況感指数の推移（中立＝100）



一方、民間部門の固定資産投資については、産業景況感指数の低下傾向が示す通り（2013年10月92.8→2014年4月84.0）、企業経営者のマインドが悪化していることが落ち込みの主因であると考えられるが、今のところマインド悪化に歯止めは掛かっていない。また、海外からの直接投資額は1～5月累計で前年同期比10%減少しており、政治的混乱による認可手続き遅延の影響もあるが、タイ国内の情勢悪化によ

<sup>4</sup> タイ中銀が発表している月間平均賃金に基づく試算では、2014年1～3月期の平均賃金は前年同期比8.9%増加、4月は14.0%となっている。

<sup>5</sup> 財務省の試算によると、コメ担保融資の再開により成長率は0.2%押し上げられる。

り投資を見合わせる動きもあったと考えられる。こうした内外投資主体の動向を反映して、タイ国内における工場設立認可件数は1～5月累計で前年同期比16%減、金額ベースで13%減少しており、今のところ民間部門においては投資復調の兆しは見られない。

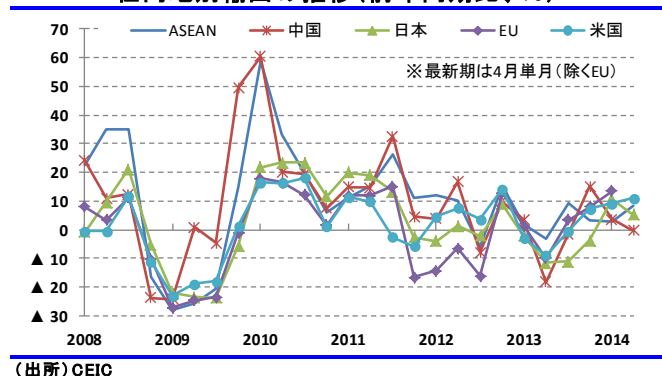
### 輸出：パーツ安にも支えられ持ち直し傾向が続く

輸出は、先に見た通り GDP ベース（実質、サービス含む）では1～3月期に前年同期比でマイナスに転じたものの、通関ベース（パーツ建て、名目）では、パーツ安が進んだこともあり、10～12月期の前年同期比0.9%から1～3月期は7.4%へ伸びを高めている<sup>6</sup>。

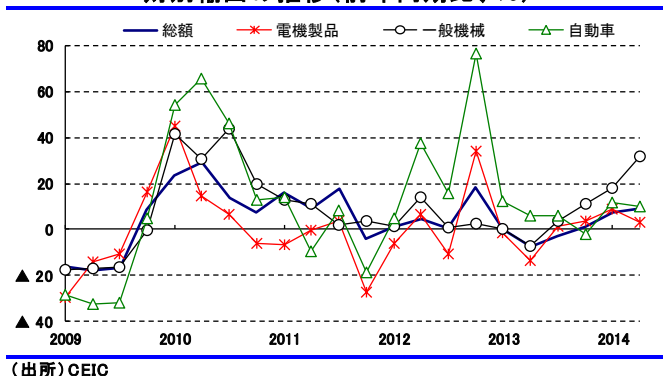
仕向地別に見ると、米国向け（2013年シェア10.0%）が10～12月期の前年同期比7.2%から1～3月期は9.2%へ、EU向け（シェア9.8%）が7.9%から13.4%へ伸びを高めたほか、日本向け（シェア9.7%）が▲3.7%から10.7%へ大幅に拡大するなど、欧米経済の拡大に加え、日本における消費増税前の駆け込み需要が輸出拡大を牽引した。一方で、ASEAN向け（シェア25.9%）は10～12月期3.2%、1～3月期2.7%と伸び悩み、中国向け（シェア11.9%、除く香港）は15.1%から3.7%へ伸びが大きく鈍化している。ただし、香港向け（シェア5.8%）が▲10.2%から6.6%へ復調、台湾向け（シェア1.5%）は13.6%から23.7%へ増勢を加速させたことから、輸出全体の14.2%を占めるアジアNIEs向けは▲5.0%から▲1.9%へ持ち直している。

財別には、電機製品（シェア14.3%）が日本向けを中心に大幅に増加し10～12月期の前年同期比3.7%から1～3月期は8.7%へ伸びを高めたほか、一般機械（シェア7.8%）が増勢を強め（10～12月期前年同期比11.1%→1～3月期17.9%）、自動車（シェア13.8%）は国内販売の落ち込みを輸出で補う動きなどを背景にプラスに転じている（▲1.9%→11.9%）。そのほか、石化製品（シェア5.4%、10～12月期6.9%→1～3月期14.3%）や宝飾品（シェア2.9%、2.9%→13.3%）も伸びを高めた。

仕向地別輸出の推移（前年同期比、%）



財別輸出の推移（前年同期比、%）



4月の輸出は前年同月比9.3%と1～3月期よりさらに伸びを高めており、当社試算の季節調整値では1～3月期の水準を0.5%下回っているが、1～3月期の前期比6.3%という高い伸びの直後であることを踏まえると、高い水準を維持していると評価できよう。

今後の輸出については、成長ペースの上まらない中国経済や駆け込み需要の反動落ちで停滞する日本経済

<sup>6</sup> 当社試算の季節調整値でも、10～12月期の前期比0.3%から1～3月期は6.3%へ増勢を強めており、持ち直し傾向が確認できる。

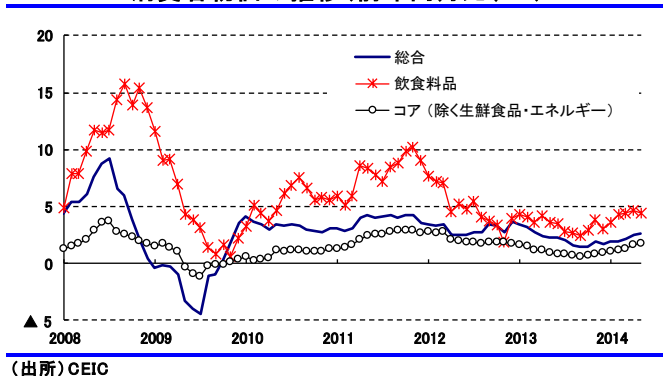
の動向が懸念材料である。しかしながら、米国経済の堅調な拡大や欧州経済の底入れが支援材料となることに加え、パーツ相場は軟調推移が見込まれるため、輸出は引き続き持ち直し傾向を維持しよう。

パーツの対ドル相場は、2013 年 11 月の反政府デモの激化を受けてパーツ安が進み、2014 年 1 月には一時 1 ドル＝33 バーツ台まで低下した。その後は、米国の寒波による景気の一時的減速（ドル安要因）や、タイ中銀の利下げ期待（パーツ安要因）など売り買い材料が交錯するなか、概ね 1 ドル＝32 バーツ台後半を中心とする狭いレンジで推移している。今後は、着実に量的金融緩和の縮小を進める米国の堅調な景気拡大を背景にドル高圧力が強まる一方で、タイの政治情勢には不透明感が残ることから、パーツ相場は米ドルに対して弱含みで推移すると考えられる。

為替相場の推移（パーツ／ドル）



消費者物価の推移（前年同月比、%）



## 物価：上昇率高まるも低い伸びにとどまる

景気の低迷にかかわらず、物価上昇率はやや高まっている。5 月の消費者物価は、4 月の前年同月比 2.45% から 2.62% へ伸びを高めた。2013 年 12 月の 1.67% から 5 ヶ月連続で伸びが高まっているが、主因は加工食品（12 月 2.2%→5 月 5.3%）や住居関連（0.8%→1.7%）、交通通信（1.2%→1.9%）での上昇であり、食材価格の上昇が惣菜などへ波及したほか、原油価格の上昇などを受けて燃料費や光熱費が引き上げられた。2013 年後半を中心に進んだパーツ安も物価上昇に幾分寄与しているとみられる。

また、消費者物価のコア（除く生鮮食品・エネルギー）は、2013 年 9 月の前年同月比 0.61% から 2014 年 5 月には 1.75% へ 8 ヶ月連続で伸びを高めている。ただし、未だタイ中銀が目標とするレンジ（0.5%～3.0%）内の中央にあり、低い伸びにとどまっている。こうした物価動向から見る限り、追加の金融緩和を行う余地は十分にある。

そうした中で、タイ中銀は、6 月 18 日の金融政策決定会合において、政治情勢の不透明感が取り除かれるに伴って景気が回復に向かうとして、政策金利を据え置いた。しかしながら、同時に 2014 年の成長率見通しを前年比 2.7% から 1.5% へ引き下げている。この数字は、一見すると悲観的であるが、実際には年前半の成長率が前年同期比 ▲0.5% にとどまれば、後半には 3% 台半ばの成長が必要となり、景気がこのまま底入れし、下期には回復に向かう姿を想定していることになる。その実現を目指すのであれば、政治情勢を巡る不透明感が払拭されずマインドの悪化に歯止めが掛からない場合、中銀は利下げを迫られることとなる。

## 2014 年の成長率は 1%程度にとどまる見込み

当社はこれまで、政治的な混乱が少なくとも当初予定されていた 4 月の選挙やり直しまでは続くと想定し、景気は年前半停滞、年後半に回復に向かい、2014 年の成長率は前年比 3%程度になると予想していた。しかしながら、政治的対立は軍部に想定外であるクーデターを決断させ、そこに至るまでの混乱が年前半の景気を予想以上に押し下げた。

今後についても、軍事政権は経済の正常化を着実に進めており、政府の活動に関わりの深い分野においては需要の回復が見込まれるものの、前述の通り安定した民政復帰への道のりは決して平坦ではなく、不透明感を多く残している。そのため、国内民間需要の回復力は弱く、追加の金融緩和など積極的な景気刺激策を打ち出さなければ、輸出が持ち直し傾向を維持したとしても、2014 年の実質 GDP 成長率は中銀の見通しである 1.5%を下回る可能性が高いという見方に修正する。