

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

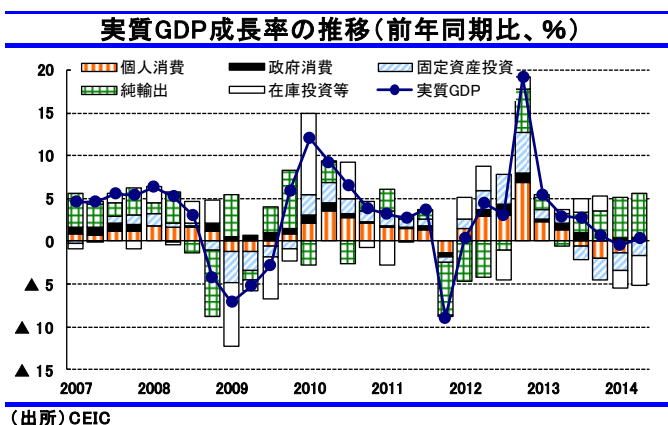
タイ経済：軍政下で底入れを確認、回復期待高まる

4～6 月期の実質 GDP 成長率は 2 四半期ぶりのプラス成長に転じ、景気はひとまず底入れした。軍事政権が進める経済正常化により消費者や企業経営者のマインドが改善、内需が下げ止まったことが主因である。ただ、輸出はパーツ高地合いもあって軟調に推移している。政治の停滞や先行き不透明感という重石の取れたタイ経済は、今後、徐々に本来の成長ペースを取り戻すとみられるが、政治的混乱が再発するリスクを残している点には留意が必要であろう。

内需の持ち直しにより景気底入れ

タイ経済は、ようやく底入れが確認された。2014 年 4～6 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+0.4%となり、▲0.5%に改定された 1～3 月期（改訂前▲0.6%）から 2 四半期ぶりのプラスに転じた。季節調整済の前期比でも 1～3 月期の▲1.9%から 4～6 月期は+0.9%とプラスに転じており、ようやく景気の減速に歯止めが掛かった。

成長率（前年同期比）の改善に最も貢献したのは個人消費（1～3 月期前年同期比▲3.0%→4～6 月期+0.2%）であり、固定資産投資（1～3 月期▲9.3%→4～6 月期▲6.9%）もマイナス幅が縮小するなど、内需の持ち直しが景気底入れに寄与した。また、輸出（1～3 月期▲0.5%→4～6 月期▲0.7%）は前年比で減少が続いたものの、輸入（1～3 月期▲8.6%→4～6 月期▲9.2%）のマイナス幅が拡大したため、純輸出（輸出－輸入）は成長率に対するプラス寄与が拡大した（1～3 月期+4.6%Pt→4～6 月期+5.2%Pt）。



産業別では、こうした内需の持ち直しを背景に、販売・修理（1～3 月期前年同期比▲0.4%→4～6 月期+0.3%）や電気・ガス・水道（1～3 月期▲3.1%→4～6 月期+3.4%）、建設（1～3 月期▲11.9%→4～6 月期▲3.2%）、運輸・倉庫（1～3 月期+3.4%→4～6 月期+5.3%）など内需関連分野において改善が顕著であり、製造業（1～3 月期▲2.7%→4～6 月期▲1.6%）もマイナス幅が縮小している。その一方で、個人消費の持ち直しにもかかわらずホテル・レストラン（1～3 月期▲3.1%→4～6 月期▲4.2%）はマイナス幅が拡大しているが、これは専ら外国人来訪客の落ち込みを反映¹したものと考えられる。

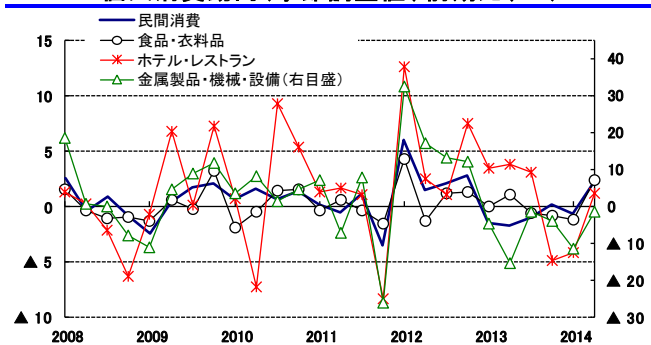
個人消費：マインド改善により持ち直し

主な需要動向をより詳細に見ると、上記の通り、個人消費は、GDP ベースで 4～6 月期に前年同期比でプラスに転じたが、前期比でも 1～3 月期の▲0.7%から 4～6 月期は+2.2%とプラスに転じている。内訳を

¹ 外国人（非居住者）による国内での支出は輸出に計上されるため、輸出の落ち込みと整合的である。

見ると、農林水産品（1～3 月期前期比+5.2%→4～6 月期▲1.7%）が減少に転じたものの、自動車や家電などを含む金属製品・機械・設備（1～3 月期▲11.6%→4～6 月期▲1.4%）はマイナス幅が大きく縮小し減少に歯止めが掛かりつつあるほか、エネルギー（▲2.7%→+12.3%）や交通（▲3.0%→+5.7%）、食品・衣料品（▲1.2%→+2.4%）が増加に転じ、ホテル・レストラン（▲4.2%→+1.1%）も前期比では下げ止まるなど、幅広い分野で改善している。

個人消費動向(季節調整値、前期比、%)



(出所) CEIC

自動車販売台数の推移(季節調整値、万台)



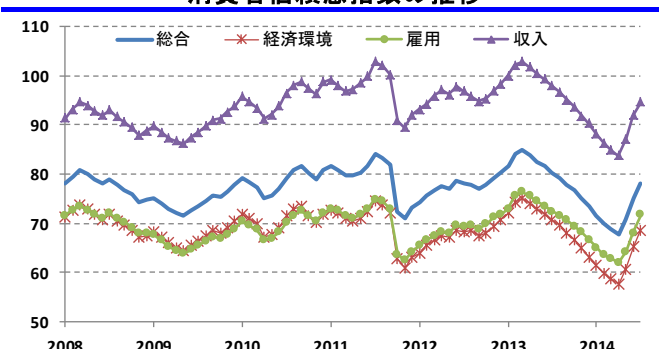
(出所) CEIC

自動車販売も減少傾向に歯止めが掛かりつつある。自動車（四輪）販売台数は、当社試算の季節調整値で、1～3 月期の年率 89.9 万台から 4～6 月期は 90.1 万台へ小幅（0.2%）ながら増加、自動二輪販売台数も 1～3 月期の前期比▲5.0%（年率 170.0 万台）から 4～6 月期は▲0.4%（年率 169.2 万台）へマイナス幅が縮小、概ね横ばいとなった。その後、7 月の自動車（四輪）販売台数は前月比▲4.9%（年率 84.2 万台）と再び落ち込んだものの、5 月の水準（年率 85.0 万台）を若干下回るにとどまっており、概ね下げ止まったという評価が妥当であろう。

4～6 月期の個人消費持ち直しの主因は、消費者マインドの改善である。消費者マインドの指標である消費者信頼感指数（総合）は、2014 年 4 月に約 13 年ぶりの低水準となる 67.8 まで落ち込んだ²が、6 月には 2013 年 11 月（75.0）と同程度の 75.1 まで改善した。さらに 7 月には 2013 年 9 月（77.9）を若干上回る 78.2 へ上昇、マインドの改善が続いている。

もとより、マインドの冷え込みほどに雇用・所得環境が悪化していたわけではない。失業率は 1 月から 5 月まで 0.9%で横ばい推移のあと 6 月に 1.2%へ上昇したが依然として低水準であり、月間平均賃金に至っては 1～3 月期の前年同期比+8.9%から 4～6 月期に+10.6%へ伸びを高めている。こうした中で、消費者態度指数の雇用指数や収入指数は、政治的混乱がひとまず収束した 5 月以降、それぞれ急速に持ち直し、7 月には昨年 9～10 月頃の水準に回復している。つまり、消費者マインドが急速かつ大幅に改善したのは、政治的対立に起因する激しいデモ活動が鎮静化し、軍事政権が滞っていたコメ担保融資の実行を再開、夜間外出禁止令も早々と解除するなど、経済活動の正常化を優先したことが大きいと言える。

消費者信頼感指数の推移



(出所) CEIC

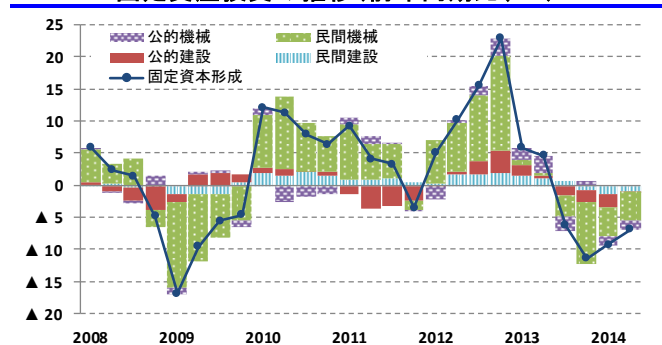
² 2001 年 10 月に記録した 67.1 以来の水準。

軍事政権が引き続き社会の安定を維持しつつ経済活動の正常化・活発化を進めることができれば、比較的良好な雇用・所得環境も相俟って、個人消費は順調に回復に向かう。ただし、先行きについては、若干の不透明感を残している。軍事政権の目指す来年10月までの民政復帰の過程において、総選挙などを巡ってタクシン派と反タクシン派の対立が強まる可能性は低いとは言えない。それが激しいデモ活動として表面化した場合は、再びマインドが悪化し、個人消費の回復に水を差す恐れがある点に留意しておく必要がある。

固定資産投資：政府の建設投資が下げ止まり

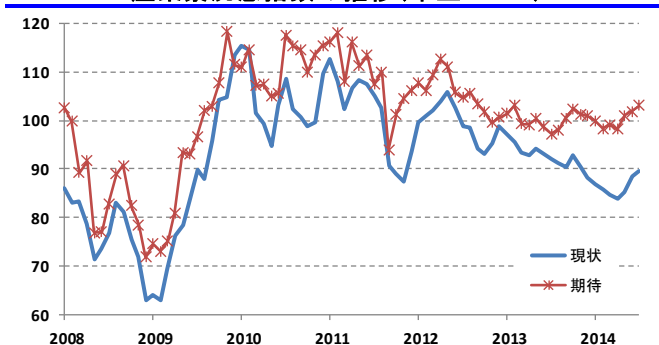
固定資産投資は、前述の通り4～6月期に前年同期比▲6.9%へマイナス幅が縮小したが、内訳を見ると、民間部門のマイナス幅は小幅改善（1～3月期前年同期比▲7.4%→4～6月期▲7.0%）にとどまり、公的部門の改善（1～3月期▲16.6%→4～6月期▲6.7%）が顕著である。なかでも、公的建設投資（1～3月期▲14.3%→4～6月期▲0.3%）は概ね前年並みの水準となっており、軍事政権が、インラック暫定政権下において滞っていた予算の執行を優先的に進めたことが、固定資産投資の底入れに相当程度貢献した模様である。今後も、軍事政権による予算の早期成立や大規模インフラ事業の早期具体化を受けて、公的部門の固定資産投資は持ち直しに向かうと見込まれる。

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

一方の民間部門についても、今後は底入れし持ち直す可能性が高い。企業経営者のマインドを示す産業景況感指数は、現状指数が7月に89.7となり、昨年11月（90.3）以来の水準まで改善した。また、タイ投資委員会の投資認可業務が5月1日に正常化³したことを受けて、海外からの直接投資申請件数が持ち直すなど⁴、民間部門の投資も復調の兆しを見せている。

以上の通り、固定資産投資は軍事政権の進める経済正常化により底入れが確認され、さらに今後の回復が期待できる状況になりつつある。

輸出：持ち直しの兆しもあるも勢いを欠く

輸出は、前述の通りGDPベース（実質、サービス含む）で4～6月期も前年同期比マイナスとなったものの、通関ベース（パーツ建て、名目）では1～3月期の前年同期比+7.4%から4～6月期は+9.6%へ伸びを高めた。ただし、当社試算の季節調整値では、1～3月期の前期比+5.9%という大幅増から、4～6月期

³ 昨年12月の下院解散に伴いインラック政権の権限が縮小したため、大型投資案件の認可が滞っていた。

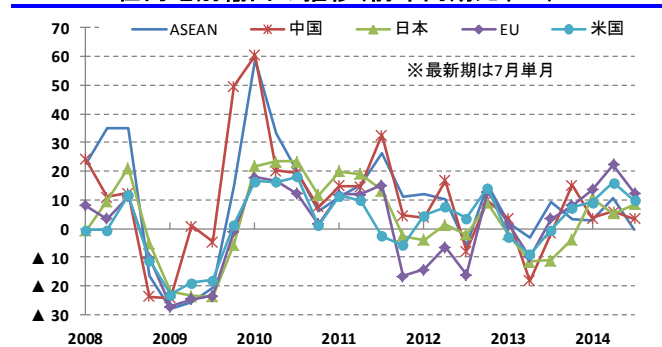
⁴ NNAによると、対内直接投資の申請件数は4月69件、5月73件、6月82件と持ち直し傾向にある。

は▲0.1%と概ね横ばいにとどまっており、増勢が強まっているというほどではない。

仕向地別に見ると、日本向け（2013年シェア9.7%）は1～3月期の前年同期比+10.7%から4～6月期は+5.2%へ伸びが鈍化したものの、米国向け（シェア10.0%）が1～3月期の+9.2%から4～6月期は+16.0%へ、EU向け（シェア9.8%）が+13.4%から+22.2%へ、中国向け（シェア11.9%）が+3.7%から+6.0%へ、ASEAN向け（除くシンガポール、シェア21.0%）が+7.5%から+10.8%へ、アジアNIEs向け（シェア14.2%）が▲1.9%から+12.6%になるなど、主な仕向地向けの輸出は伸びを高めた。なお、日本向けの伸びの鈍化は、消費増税に伴う駆け込み需要の反動落ちによるものとみられる。

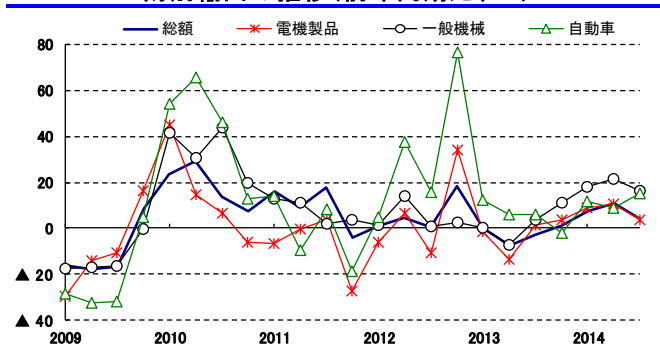
財別には、自動車（2013年シェア13.8%）が1～3月期の前年同期比+11.9%から4～6月期は+8.8%と伸び悩んだものの、一般機械（シェア7.8%、1～3月期+17.9%→4～6月期+21.6%）や電気製品（シェア14.3%、+8.7%→+10.3%）、石化製品（シェア5.4%、+14.3%→+22.9%）が伸びを高め、石油製品（シェア5.7%、▲8.3%→+10.5%）や鉄鋼（シェア4.7%、▲28.6%→+6.7%）がプラスに転じるなど、幅広い分野で改善が見られた。

仕向地別輸出の推移(前年同期比、%)



(出所) CEIC

財別輸出の推移(前年同期比、%)



(出所) CEIC

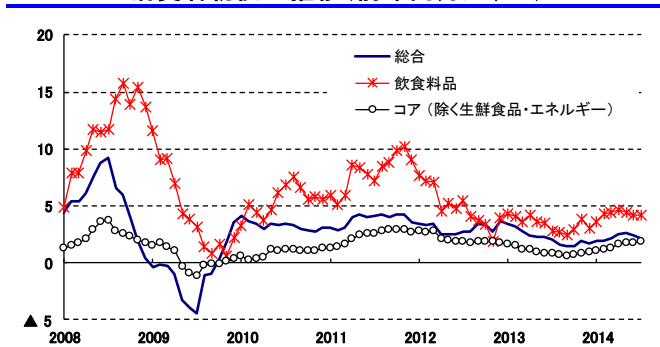
ただし、7月の輸出は、全体で前年同月比+4.2%にとどまり、当社試算の季節調整値では4～6月期の水準を2.9%下回るなど、勢いはない。日本向けこそ持ち直しているが、その他の地域向けは4～6月期に比べて伸びが鈍化している。財別でも、伸び悩んでいた自動車が伸びを高めたほか、総じて伸びが鈍化している。4～6月期に大きく伸びが高まった反動が出た可能性もあり、単月の動きだけで判断することは早計であるが、少なくとも輸出に景気回復の先導役を期待できる状況にはない。

為替相場の推移(パーツ/ドル)



(出所) CEIC

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所) CEIC

さらに、このところの**パーツ高地合いが、輸出の回復力を削ぐ要因**となる。パーツの対ドル相場は、2014年初めに1ドル=33パーツ台まで下落したものの、その後は**寒波による米国経済の一時的な減速（ドル安要因）や、軍事政権の経済運営に対する前向きな評価（パーツ高要因）を材料に上昇傾向**にあり、8月半ば以降は概ね32パーツを切るパーツ高水準で推移している。今後は、米国において利上げが具体的な検討に入ることがドル高要因となる一方で、タイ経済の回復期待を背景に直接投資を含めた海外からの資金流入拡大が見込まれるため（パーツ高要因）、**タイにおける追加の金融緩和や政治的混乱の再燃など、新たなパーツ売り材料がない限り、輸出の拡大を後押しするほどのパーツ安は期待し難い。**

物価： 上昇圧力やや高まるも金融緩和余地あり

その金融政策を左右する物価は、景気の底入れもあって、わずかではあるが上昇圧力が高まる兆しが見られる。消費者物価は、食材価格などの落ち着きにより、総合指数の伸びが5月の前年同月比+2.62%から6月+2.35%、7月+2.16%と鈍化傾向にあるが、**金融政策において目標とされる、生鮮食品やエネルギーを除いたコアでは、5月の+1.75%から7月は+1.81%と小幅ながら伸びが高まった。**

中央銀行であるタイ銀行は、コア消費者物価上昇率の目標レンジを+0.5~3.0%としており、現在の上昇率は、高まったとはいえ未だレンジの中央付近にある。そのため、**物価という観点に限れば、景気を刺激するために金融緩和を行う余地はある。**

そうした中で、タイ銀行は、政策金利である翌日物レポレートを引き下げて以降（2.25%→2.00%）、4月は利下げ効果見極め、6月は景気持ち直しの兆し、8月は景気回復見通しを理由に、それぞれ政策金利を据え置いている。**タイ銀行は、今後も政策金利を現在の水準で据え置き、景気の着実な回復を見守ると予想される。**ただし、期待に反して内需の反発力が弱い場合など、**景気回復の遅れが懸念される状況となれば、追加の利下げをためらわないであろう。**追加の利下げは内需を押し上げるだけでなく、パーツ高圧力を弱め輸出拡大を後押しする効果も期待される。

景気は回復に向かうものの政治的リスクは残る

上記の通り、タイ経済の現状は、**政治の停滞と先行きの不透明感という重石がとれ、ようやく回復に向けて動き始めているところである。**今後は**内需が回復に向かい、輸出の減少にも歯止めが掛かり、タイ経済は徐々に本来の成長ペースを取り戻す**と見込まれる。そのため、実質GDP成長率が2014年後半に4%へ回復、2014年通年で前年比2%成長まで持ち直すという軍事政権（国家平和秩序評議会）の見通しはハードルが高いとしても、政府機関である**国家経済社会開発委員会（NESDB）が見込む成長率1.5~2.0%の範囲であれば実現可能性は高い**と考えられる。さらに、**2015年については、5%成長が視野に入るまでの回復が期待できそうである。**

ただし、先にも若干触れたが、軍事政権が目指す政治改革や民政復帰によって、政治的混乱の根源にある思想的対立、すなわち**大衆主義的なタクシン派とエリート主義的な反タクシン派それぞれが目指す民主主義の間に存在する溝が埋まるとは考え難く、むしろ進め方によっては政権を奪われたタクシン派の反発を強める可能性**がある。その場合、回復途上にある景気は腰を折られ、再び停滞することになる。そうしたリスクを残している点には十分に留意しておく必要があろう。