

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 河合良介 03-3497-3655 kawai-r@itochu.co.jp

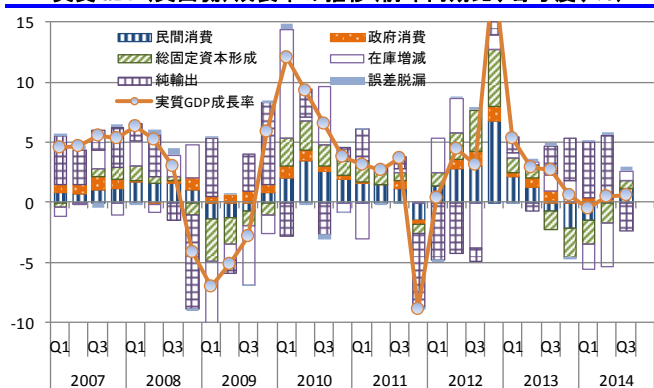
タイ経済：政治混乱の収束から底打ちするも回復の足取りは重い

7～9 月期の実質 GDP 成長率は内需の持ち直しによって 2 期連続のプラス成長となり、景気の底打ちが明確化した。内需は消費者や経営者マインドの改善から持ち直しつつあり、輸出もまだら模様ながらようやく底打ちの兆しが表れている。ただ、内外需とも今のところ回復の足取りは重く、2015 年中は暫定政権の下、本来の力強さを取り戻せないまま、成長率も 4%程度にとどまる公算が大きい。さらに、民政移管への過程で混乱が再発する懸念もあり、政治リスクには引き続き留意が必要である。

2014 年 7～9 月期は内需が持ち直し 2 期連続のプラス成長

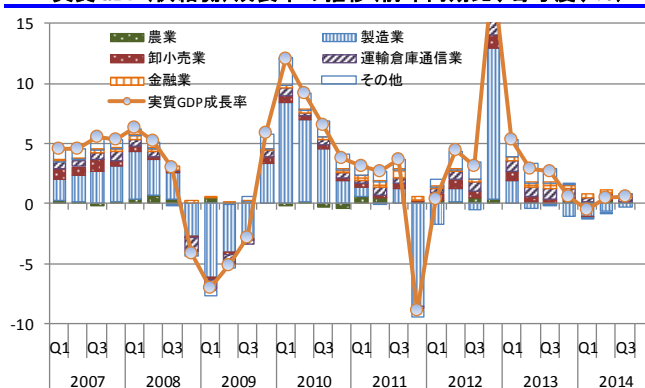
タイでは暫定政権による経済運営が正常化するにつれ、企業や家計のマインドもさらに落ち着きを見せ、景気の底打ちがはっきりとしてきた。国家経済社会開発委員会（NESDB）が先月発表した 2014 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 0.6%増と、2 期連続のプラス成長となり、前期（4～6 月期）の同 0.4%増と比べてわずかながら加速した。成長率の内訳を支出面から見ると、内需が持ち直す一方で、外需が大きく足を引っ張った。内需については、GDP 全体のおよそ 5 割を占める 個人消費が前年同期比 2.2%増と、前期の同 0.2%増から大きく伸びを高めたほか、固定資本形成は同 2.9%増（前期は 6.9%減）とプラスに転じ、さらに、在庫投資も寄与度ベースで +0.8%pt（前期は ▲3.7%pt）と成長を押し上げる方向に働いた。他方、外需については、輸出が同 4.0%減（前期は 0.6%減）とマイナス幅が拡大する一方で、輸入は内需拡大を受けて同 1.1%減と前期の同 9.0%減からマイナス幅が大きく縮小した。その結果、純輸出の寄与度は ▲2.4%pt（前期は +5.2%pt）と、マイナスに転じている。

実質GDP(支出側)成長率の推移(前年同期比、寄与度、%)



(出所)National Economic and Social Development Board <CEIC>

実質GDP(供給側)成長率の推移(前年同期比、寄与度、%)



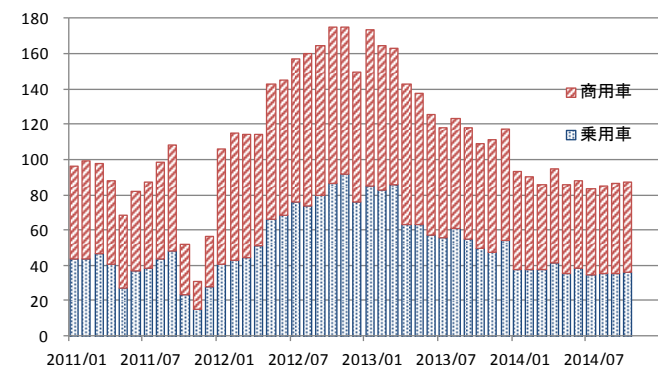
(出所)National Economic and Social Development Board <CEIC>

生産面から見ると、GDP 全体のおよそ 4 割を占める 製造業は同 0.7%減（前期は 1.6%減）と、マイナス幅を縮小させており、低水準ながら持ち直しの動きを示した。非製造業では、農林漁業が同 1.7%増（前期は 4.2%増）、金融業が同 4.1%増（前期は 6.2%増）、運輸・倉庫・通信業が同 3.7%増（前期は 4.8%増）と多くの業種で伸びが鈍化したものの、卸・小売業が同 0.6%増（前期は 0.2%増）と伸びを高めた。

持ち直しつつも勢いを欠く内需回復の動き

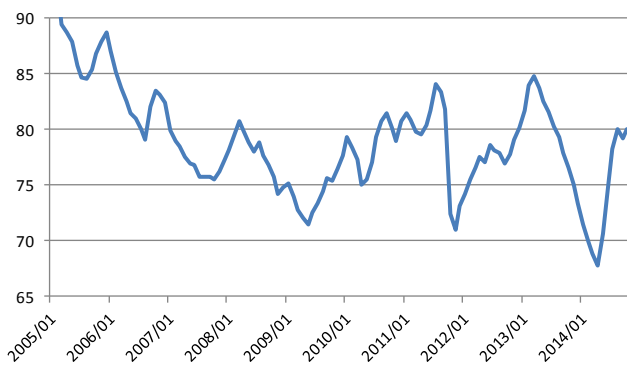
個人消費は、政治混乱の終息によって消費マインドが好転したことなどから、ひとまず底を打った。例えば、自動車（四輪）販売台数は、当社試算による季節調整値で7月の83.9万台を底に、10月には86.9万台に3か月連続で増加した。自動車購入奨励策¹による需要先食いの反動減の影響は残るものの、ひとまず底打ちしたと判断できる。二輪車についても、6月の163.2万台を底に、10月には177.0万台まで回復している。

自動車販売台数の推移(万台)



(出所) The Federation of Thai Industries (CEIC)

消費者信頼感指数の推移(Pt)



(出所) The Center of Economics and Business Forecasting, University of the Thai Chamber of Commerce (CEIC)

先行きに関しても、原油安などを背景にインフレ率が低下する中、雇用・所得環境が改善に向かいつつあることから、個人消費の拡大テンポは徐々に巡航速度に戻っていくことが期待できる。実際、雇用・所得環境は着実に改善に向かっている。失業率は6月に1.1%と、いったん急上昇した後は落ち着いており、足元11月は0.5%まで低下している。月間平均賃金についても、10月は前年同月比12.8%増と、8月7.4%増、9月10.2%増と比べて、徐々に伸び率が高まっている。

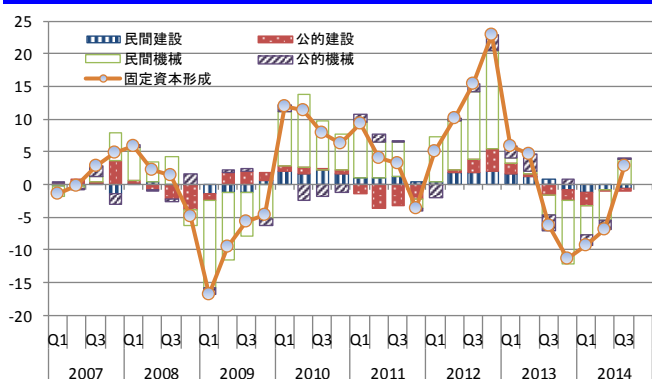
もともと、そうした中、消費者信頼感指数は4月の67.8Ptをボトムに8月の80.1Ptまで、春先から夏場にかけてV字回復を果たしたものの、足元10月は79.4Ptと、前月の80.1Ptと比べて小幅ながら再び低下している。こうしたマインド改善のもたつきは、国民が政治情勢に関する先行き不透明感を拭えていない状況を象徴していると言え、この先、タクシン派と反タクシン派の対立が再び激化し、政治混乱が再燃するような事態となれば、マインド悪化から消費回復の動きが足踏みしてしまうリスクが残る点には留意が必要である。

固定資産投資：民間機械投資を中心に7～9月期は5四半期ぶりにプラスに転じる

個人消費と並ぶ内需の柱である固定資産投資は、前述の通り7～9月期に前年同期比2.9%増(前期は6.9%減)と5四半期ぶりにプラスに転じたが、その内訳として寄与度を見ると、民間部門が+3.0%Ptと、前期の▲5.4%Ptから大きく改善したことが主因となっている。他方、公的部門についても▲0.2%Ptと、暫定政権による公共事業の拡大に伴い、前期の▲1.5%Ptからマイナス幅が縮小している。

¹ 自動車購入奨励策：ファーストカーバイヤー制度。初めて自動車を購入する者を対象に物品税を還付するもの。実施期間は2011年9月半ば～2012年12月末。

固定資産投資の推移(前年同期比、寄与度、%)



(出所) National Economic and Social Development Board <CEIC>

設備稼働率の推移(%)



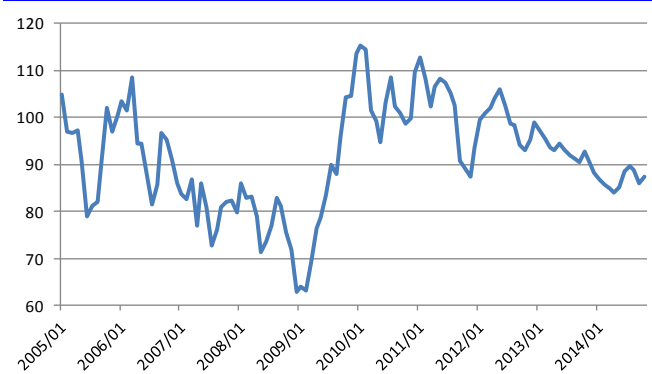
(出所) Office Industrial of Economics <CEIC>

民間部門については、特に機械投資の改善が顕著である。先行きに関しては、タイ投資委員会 (BOI) による大規模投資案件 (投資額 2 億バーツ以上) の審査が 6 月以降再開したこと、対外直接投資 (FDI) も 2014 年 1~9 月の累計額がすでに 2013 年実績を上回っていることなどを勘案すれば、民間設備投資の回復の動きが持続することを期待できる。ただ、設備稼働率が 4 月の 56.4% を底に 60% 台まで持ち直してはいるものの、なお前年を下回る低水準にとどまっていることや、経営者のマインドを示す産業景況感指数も 4 月の 84.0 を底に、7 月には 89.7 まで持ち直した後、回復の動きがもたついていることなどから、急回復を見込み難い状況にある。一方、公的部門では、道路や鉄道など大規模なインフラ整備計画の進捗が予想されることから、官民合わせた固定資産投資全体として見れば、堅調な拡大が見込まれる。

輸出：まだら模様ながら底打ちの兆し

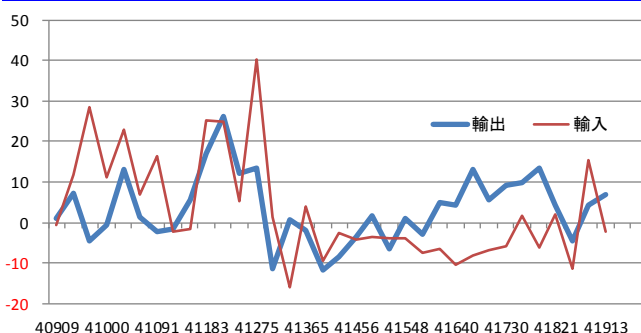
輸出は、GDP ベース (実質、サービス含む) では 7~9 月期に前年同期比 4.0% 減 (前期は 0.6% 減) と減少幅が拡大する結果となり、通関ベース (名目、サービス含まず) でも、同 1.2% 増 (前期は 10.9% 増) と大きく減速した。しかしながら、足元 10 月には前年同月比 4.1% 増と、2 か月連続の増加となり、底打ちの兆しが見え始めている。ただ、品目別・地域別に見ると、依然まだら模様の回復にとどまっている。例えば、主力のコンピュータなど電子機器 (前年同月比 9.7% 増) や機械・設備 (同 14.8% 増) が堅調に増加したほか、乗用車 (同 19.6% 増) 及び商用車 (同 12.7% 増) が 3 か月ぶりにプラスに転じた。農産品ではコメ (同 38.6% 増) が高い伸びとなった。その一方で、二輪車 (同 32.5% 減) が 6 か月連続の前年割れとなるとともに、農産品ではゴムの低迷が続いている。

産業景況感指数の推移(Pt)



(出所) The Federation of Thai Industries <CEIC>

輸出額と輸入額の推移(前年同月比、%)



(出所) Ministry of Commerce <CEIC>

地域別²には、米国向け（同 6.4%増）、欧州向け（同 8.2%増）が堅調な伸びとなる一方、中国向け（同 7.8%減）向けの減少が続いている。

ただし、欧州向けが高い伸びとなったのは、タイが 2015 年 1 月以降、EU の一般特惠関税制度（GSP）の適用除外国となるため、一部で駆け込みの動きが発生した影響も含まれていると見られ、逆に、今後は欧州向け輸出の一部品目で競争力の低下が懸念される。加えて、それぞれおよそ 1 割のシェアを占める中国向け、日本向けも両国の経済状況を勘案すれば、さほど高い伸びを期待できず、輸出主導で景気回復に弾みをつけることは難しいと考えられる。

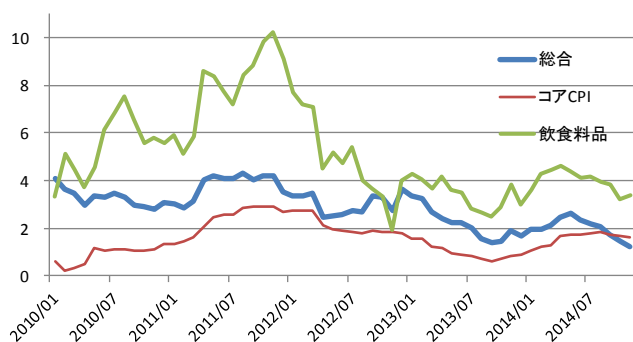
輸入については、輸出の底打ちを反映して原材料や中間財、資本財が増加に転じたものの、原油価格の下落により金額ベースでは減少傾向が続いている。足元 10 月の通関ベース輸入は前年同月比 2.1%減と、2 か月ぶりに減少に転じた。品目別には、原燃料等が同 12.1%減と大幅に減少したほか、自動車・部品も同 14.8%減となり、全体を押し下げた。今後は国内需要及び輸出の回復に伴い、輸入も増加基調に転じることが予想されるものの、原油をはじめとする一次産品価格が低水準で推移していることから、貿易収支は黒字基調を維持すると見られる。

生鮮食品や燃料の価格下落からインフレ率は低下傾向

金融市場を見ると、米国の早期利上げ観測の高まりを受けて、対ドルバーツレートは 9 月以降、バーツ安基調で推移しており、12 月 8 日には今年 1 月以来の 33 バーツ／ドルまで下落した。前述のように FDI が増加傾向にあることなど今後資金流入が増える（バーツが買われる）要因もあるものの、後述するように景気テコ入れを目的とした追加緩和期待からバーツ安基調が続く公算が大きい。

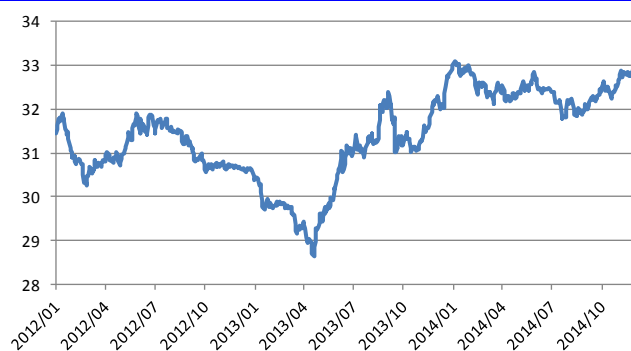
そこで、金融政策のカギを握る物価の動向を見ると、11 月の消費者物価上昇率（前年同月比、以下同じ）は+1.26%と前月（+1.48%）から伸び率がさらに低下した。野菜などの生鮮食品や燃料の価格下落が主因であるが、それらを除いたコア CPI 上昇率も+1.60%と、前月（+1.67%）から低下している。

消費者物価指数の推移（前年同月比、%）



（出所）Bureau of Trade and Economic Indices（CEIC）

対ドルバーツレートの推移（バーツ／ドル）



（出所）Bank of Thailand（CEIC）

タイ中央銀行ではインフレターゲットの目標レンジを「コア CPI ベースで 0.5～3.0%」と設定していることから、景気動向次第では追加金融緩和の余地もある。また、来年以降は、インフレターゲットを「総合指数ベースで 3.0%プラスマイナス 1.5%前後」に変更することを表明しており、その基準に照らせば、

² 仕向地別の輸出シェアは、米国、欧州、中国、日本向けがそれぞれ約 10%ずつ、ASEAN 向けが約 25%。

11月のインフレ率+1.26%は目標圏の下限を下回っていることになり、直ちに2014年3月以来の利下げに踏み切ってもおかしくない状況と言える。もっとも、12月17日の金融政策決定会合では、原油価格急落に端を発したルーブル暴落を背景に新興国通貨が売られやすい地合いにあることから、大方の予想通り³政策金利を2.00%に据え置いた。

注目される暫定政権による改革の行方

NESDBでは、7～9月期のGDP統計の発表を受けて、2014年の成長率見通しを8月時点の前年比+1.5～2.0%から+1.0%に下方修正した。2015年に関しては、暫定政権が打ち出した景気刺激策が景気を下支えるうえ、政治混乱で前半に大きく落ち込んだ2014年の反動もあって持ち直すことは間違いないが、ここまで見てきたように内外需ともに勢いを欠いており、自律的回復軌道に戻っているとは言い難い。従い、このまま本来の力強さを取り戻すことなく、2015年の成長率は4%程度にとどまる公算が大きい。

暫定政権は、施政方針演説の中で王政護持など優先的に取り組むべき11分野を示すとともに、各種の改革を推進する意向を表明している。特に格差是正策に関しては、タクシン派が多い低所得層へのバラマキによって所得格差を一時的に埋めるのではなく、労働や教育等の平等な機会を与えることによって社会格差の是正を図るというスタンスを採り、極めてポピュリズム的色彩の濃かった前政権の政策とは一線を画している。その一方で、反タクシン派の多い資産家層から反対が強い相続税や固定資産税の導入についても明言している。こうした両派に対して痛みを強いる、公正な“大岡裁き”は、選挙による洗礼を受ける必要のない軍事政権だからこそ可能であるとも言えるが、国民和解のきっかけとなり得る取り組みとして期待される。ただ、一連の政策が格差是正に有効な手立てとなるかどうか、また、タクシン派と反タクシン派の対立解消が実現するかどうかは今のところ未知数であり、民政移管への過程で混乱が再発する懸念もある。ようやく民需主導の景気回復に向けた道筋が見え始めたものの、政治リスクには引き続き留意が必要である。

³ Bloombergによる事前予想では、エコノミスト23人中16人が据え置き、7人が25bpsの利下げを予想。