

# Economic Monitor

## タイ経済 UPDATE：景気回復のもたつきが長期化。景気刺激策の効果により再加速を見込むも自律的回復の姿は描けず

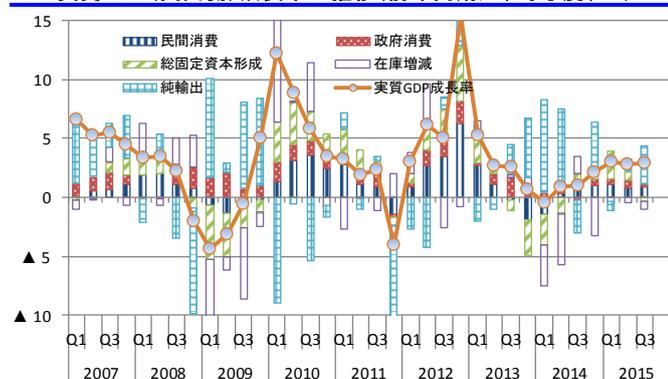
- ▶ タイでは景気回復のもたつきが長期化する間に、一部にデフレの兆候も現れている。7～9月期の実質 GDP 成長率は、季調済前期比年率+4.0%と、徐々に巡航速度の4%台に戻ったものの、その中身を見ると、官公需による下支えと、内需減退に伴う輸入減に起因した純輸出の寄与拡大と、内容を伴ったものとは言い難い。
- ▶ 政府は2015年の成長率を+2.9%、2016年を+3.0～4.0%と、新内閣が矢継ぎ早に打ち出した景気刺激策の効果が見れることで、先行きの景気再加速を見込んでいる。ただ、政府が描くシナリオは、パーツ安に伴う輸出回復と観光業の持続的成長という“他力本願”が前提。海外経済の動向に左右されやすく、内需を中心とした自律的回復の姿ではない。
- ▶ 金融当局は、3月と4月に2か月連続で政策金利の引き下げを実施した後は1.5%で据え置いており、米利上げスタート後の国際金融市場への影響及び、新内閣の景気刺激策の効果を見極めるため、当面は据え置きを継続する公算が大きい。政策金利の絶対水準としては既往最低の1.25%に近づきつつあるものの、物価下落によって実質金利は上昇傾向にあることから、景気の状態次第では来年の夏場にかけて追加利下げの可能性もあると考えられる。

### 7～9月期の GDP 成長率、前期比年率4%超えも中身は芳しくない

タイでは景気回復のもたつきが長期化している間に、物価上昇率の前年比マイナスの継続、名目賃金の伸び悩みなど、一部にデフレ的な兆候も現れている。まず、2015年7～9月期の動きを GDP 統計で確認すると、実質 GDP 成長率は前年同期比+2.9%と、前期（4～6月期）の同+2.8%からわずかに加速したうえ、季節調整済前期比では年率+4.0%と3四半期ぶりに4%台の巡航速度に復した。ただし、瞬間風速で記録した4%成長も中身を伴ったものとは言い難い。

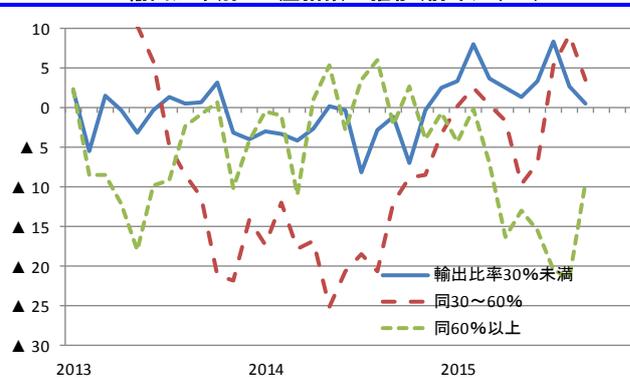
需要項目別（支出側）に見ると、内需に関しては、個人消費は前年同期比+1.7%と、前期並み（+1.6%）の伸びにとどまった。また、固定資産投資は同▲1.2%と、5四半期ぶりにマイナスに転じ、成長の足かせとなった。民間投資が同▲6.6%と前期（▲3.2%）からマイナス幅を拡大したほか、公共投資も同+15.9%

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)

輸出比率別 生産指数の推移(前年比、%)



(出所) Office Industrial of Economics (CEIC)

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。

と前期 (+24.7%) と比べて増勢が鈍化し、民間投資の落ち込みを埋めきれなかった。他方、外需については、輸出が同+1.8%と前期 (+1.0%) から伸びを高める一方で、輸入が同▲2.4%と、内需の弱さを反映して前期 (▲0.4%) を上回る落ち込みとなったため、純輸出の寄与度が+3.2%Pt と、前期 (+1.0%Pt) を大きく上回り、高成長をけん引した。

生産面 (供給側) から見ると、GDP 全体のおよそ 4 割を占める製造業は同+0.8% (前期は▲0.6%) と、2 四半期ぶりにプラスに転じたものの、微増にとどまっている。実際、製造業の生産動向を見ると、9 月の生産指数 (VAPI、2000 年=100、季調済) は前月比▲0.3%と、3 か月ぶりに低下。6 月を底に下げ止まりつつあるものの、上向きの力は弱い。また、前年比では▲3.6%と、7 カ月連続で低下しており、水準はなお低位にとどまっている<sup>1</sup>。輸出比率により区分されている生産指数を見ると、同比率が 30%未満の国内向け製品については前年比+0.6%と、前月 (+2.7%)、前々月 (+8.3%) と比べて伸び率が鈍化。足元で内需の低迷が深まっている状況を示唆している。他方、60%超の主に輸出向け製品については同▲9.5%と、11 か月連続の減少ながら足元での輸出復調を映じて前月 (▲21.4%)、前々月 (▲20.5%) からは落ち込み幅が縮小した<sup>2</sup>。

他方、非製造業の動きを再び GDP 統計から見ると、干ばつの影響を受けた農林漁業が前年同期比▲5.7% (前期は▲6.2%) と、5 四半期連続のマイナス。運輸・倉庫・通信業が同+7.1% (前期は+9.4%)、金融業が同+6.5% (前期は+8.2%)、卸・小売業が同+3.9% (前期は+3.7%) と、伸びが鈍化した業種が散見される。クーデターの影響で落ち込んだ 2014 年の反動増が続く観光業 (ホテル・レストラン) も同+10.9%と、前期 (+18.7%)、前々期 (+13.5%) と比べて、伸びが鈍化した。海外からタイを訪れる観光客数は、足元 9 月には前年同月比 8.7%増と、8 月のバンコクにおける爆弾テロ事件の影響で前月までのハイペース (8 月 24.7%増、7 月 39.4%増) から失速。関連産業を含めて GDP 全体の 1 割程度を占める観光業には、内外需ともに冴えない状況が続く中で景気下支えの役割が期待されているだけに、観光客の出足が戻るかどうかは今後景気を占ううえでひとつの注目点である。

外国人旅行者数の推移(人)



(出所) Department of Tourism <CEIC>

民間消費指数(2000年=100)と消費者信頼感指数(Pt)の推移



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

## 個人消費：高水準の家計債務残高の足かせなどから一進一退にとどまる消費回復の動き

9 月の民間消費指数 (PCI、2000 年=100、季調済) は前月比+0.5%と、2 か月連続のプラスとなったうえ、

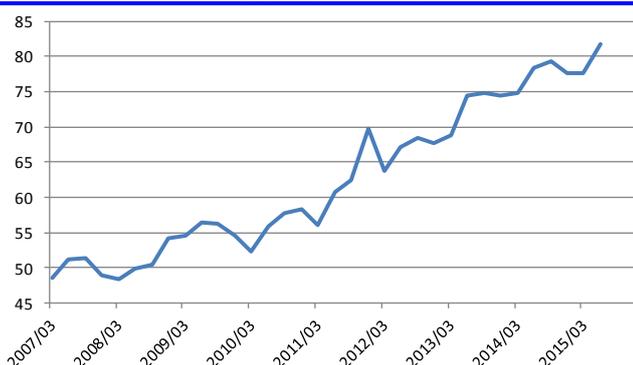
<sup>1</sup> 6 月の生産活動停滞の要因として、自動車生産の落ち込みがあるが、その背景には、現地進出の日系メーカーで主力車種のフルモデルチェンジが行われ、新旧モデルの切り替えに伴い減少したという特殊要因が指摘されている。

<sup>2</sup> 輸出比率 30%以上 60%未満は同+3.5%

前年比でも6か月ぶりにプラスに転じた。ただ、耐久財消費の落ち込みが続いているうえに、サービス消費も足元2か月連続でマイナスとなるなど、消費回復の動きは一進一退にとどまっている。消費停滞の背景には、干ばつの影響や農産品価格の下落で農家収入が伸びなかったことに加えて、ついに GDP比8割を超える高水準にまで積み上がった家計債務残高の重石が足かせとなっていると見られる。

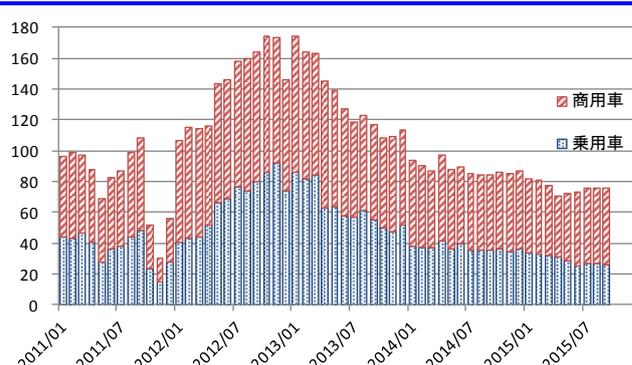
また、消費者信頼感指数は、後述のように経済閣僚の強化を目指して実施した8月末の内閣改造を好感して、9月を底に下げ止まってはいるものの、なお、前年を下回る低水準にとどまっており、消費者心理の改善も芳しくない。

家計債務残高(GDP比、%)



(出所)Bank of Thailand (CEIC)

自動車販売台数の推移(万台)



(出所)The Federation of Thai Industries (CEIC)

新車販売も回復の動きに弾みが見つからない。9月の自動車(四輪車)販売台数は前年比10.5%減と、インラック前政権下の販売促進政策による需要先食いの影響がなおくすぶり、2013年5月以来29か月連続の前年割れとなった。当社試算による季節調整値でも4月の71.6万台を底にようやく下げ止まりつつあるものの、前月比0.2%減の75.4万台(年率換算)と5か月ぶりに減少に転じた。2011年10~12月の大洪水の時期を除けば、2011年5月の67.7万台以来の低水準にとどまっている。

そうした中、タイ財務省物品税局は、国内自動車販売のテコ入れを図るため、2012年末に終了した自動車初回購入者優遇制度における保有義務期間を、5年から3年に短縮する案を財務省に提出した<sup>3</sup>。これにより、同制度を利用した購入したクルマの買い替えや転売が可能になり、需要喚起が期待できる。これを受けて、タイ工業連盟自動車部会では2016年の国内自動車販売台数について、前年比5%程度増加すると見込んでいる。

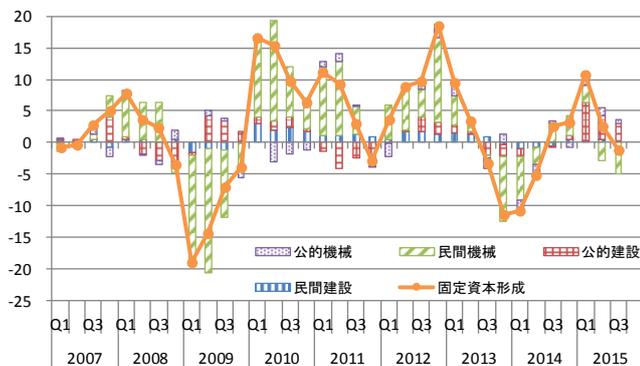
### 固定資産投資：公共事業の拡大が続くも民間部門の大幅な落ち込みをカバーできず

個人消費と並ぶ内需の柱である固定資産投資(GDPベース)は、前述の通り2015年7~9月期に前年同期比▲1.2%(前期は+2.7%)と5四半期ぶりに減少に転じた。内訳を寄与度で見ると、民間部門では建設が▲0.05%Ptと前期の+0.4%Ptからマイナスに転じたほか、機械も▲5.1%Ptと前期の▲3.0%Ptからマイナス幅が拡大。一方で、公的部門では建設が+2.9%Pt(前期は+3.7%Pt)、機械が+0.7%Pt(前期は+1.2%Pt)といずれも減速。暫定政権の下での公共事業拡大の効果も、民間部門の大幅な落ち込みを相殺するには至らなかった。

<sup>3</sup> 自動車初回購入者優遇制度は、初めて自動車を購入する国民が10万バーツの税還付を受けられるが、不正などの取り締まりの面からも、購入者に5年間の保有義務を設けていた。

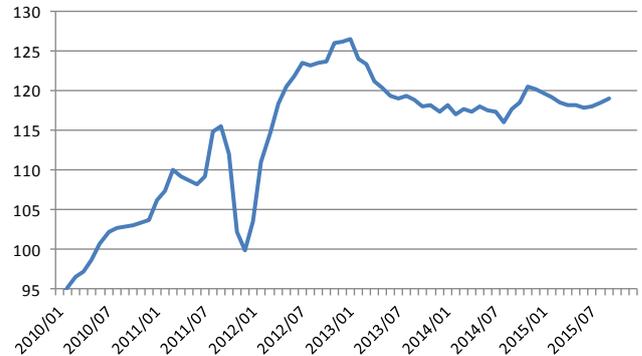
民間投資指数（PII、2000年=100、季調済）の動きを見ると、9月は前月比+0.4%と3か月連続で上昇するも、回復の勢いを欠いている。内訳としては、建設許可面積や建設資材販売といった**建築関係の不振が目立つ**一方、3か月連続で上昇した業務用自動車販売、国内向け機械販売や資本財輸入の増加が指数全体を押し上げた。

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)

民間投資指数の推移(2010年=100、季調済)



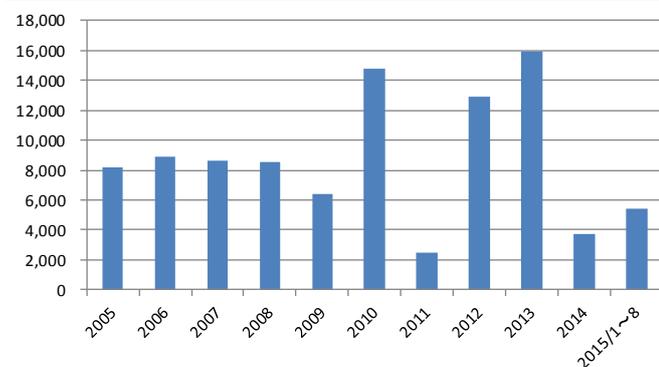
(出所)Bank of Thailand (CEIC)

海外からの直接投資（ネット流入ベース）は1~8月累計で54億ドルと、2014年通年の37億ドルを上回っているが、多い年には100億ドルを超えていた**既往実績と比べて水準自体は低い**。また、2015年1月にスタートした新投資恩典制度でメリットが縮小されたり、対象から外される業種を中心に、2014年中に駆け込み申請が急増、その反動もあって足元まで申請は低調に推移している。

## 輸出入：9月の通関ベース輸出は乗用車が高い伸び

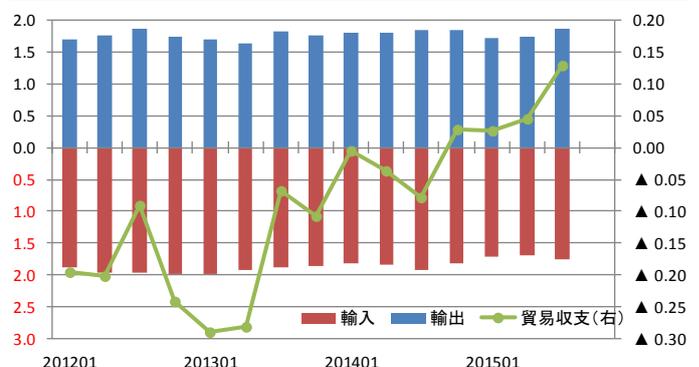
9月の通関ベースの輸出（パーツ建て名目、サービス含まず）は前年比5.5%増と、4カ月ぶりに増加した。品目別には、主力の電子機器がコンピュータの部品などを中心に同7.2%増と、前月までの減少基調から増加に転じたほか、**乗用車が同2.5倍と非常に高い伸び**を記録し、輸出全体を押し上げる結果となった<sup>4</sup>。仕向地別には、近隣のASEAN諸国向けは減少基調にあるものの、主力の米国や欧州、中国向けについては増加基調で推移している。ただ、ドルベースでは依然、前年割れが続いており、輸出回復にはパーツ安の影響が大きいことを示唆している。

FDI(ネット)の推移(百万ドル)



(出所)Bank of Thailand (CEIC)

輸出入額と貿易収支の推移(1兆円ベース)



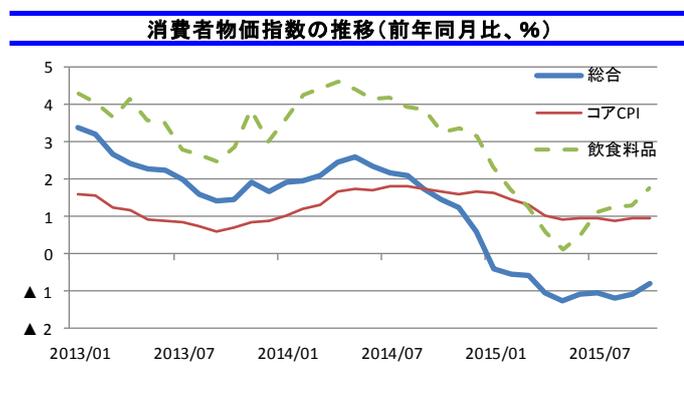
(出所)Ministry of Commerce (CEIC)

<sup>4</sup> ただし、現地進出する日系大手自動車メーカーの主力車種のモデルチェンジによって、6月までの輸出が減った分、7月以降の輸出がかさ上げされている影響を考慮する必要がある。

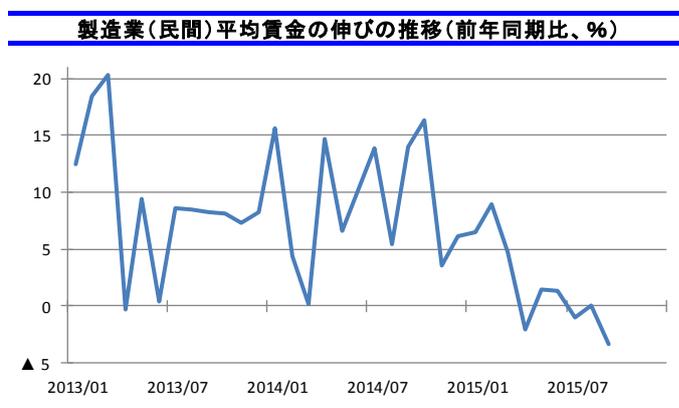
他方で、同月の輸入は前年比17.6%減と、前月の2.7%増から一転して大幅な減少に転じた。品目別には、価格下落の影響で燃料をはじめ原材料の減少が続くほか、機械設備などの資本財も減少に転じている。地域別には、豪州、サウジアラビアなど中東からの輸入が大幅に減少する一方で、日本などからの輸入も減少幅が拡大している。結果、9月の通関ベースの貿易収支は924億バーツと、単月としては記録的な黒字を計上した。

## 物価動向：CPI（総合）はエネルギー価格の下落により10か月連続でマイナスを記録

足元10月の消費者物価指数（総合）は前年比▲0.77%と、前月（▲1.07%）よりマイナス幅は縮小したものの、2015年1月以降10か月連続でマイナスを記録した。総合指数低下の主因はエネルギー価格の下落であるが、生鮮食品及びエネルギーを除くコアCPI上昇率も同+0.95%と、1%を切った水準での推移が続いており、コアCPI構成項目の中でも、交通・通信（▲6.50%）の大幅マイナスが続くほか、住居・家具（+0.10%）や衣類・履物（+0.41%）など、物価上昇圧力の弱まりが広がっている。



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



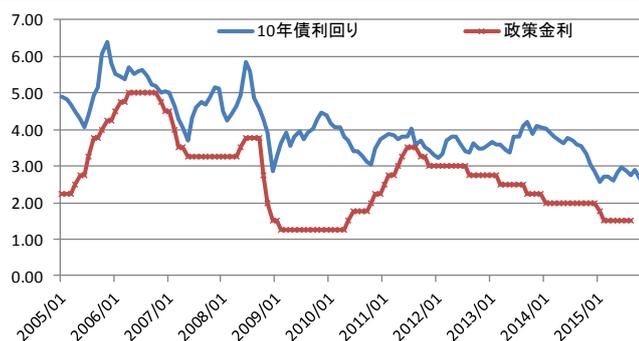
(出所)Bank of Thailand (CEIC)

インラック前政権が段階的に最低賃金を月額300バーツへ引き上げる措置を実施した2012年4月以降、平均賃金は年率10%近いハイペースでの高騰が続いてきたが、2015年春頃より急速に伸びが鈍化。足元9月の製造業（民間）の月間平均賃金が前年比▲3.3%の低下となるなど、前年比マイナスを記録する月が散見されるようになった。

米大手ヘイ・グループの調査によれば、2015年のタイ企業の昇給率は平均5.94%にとどまり、過去10年で初めて6%を割り込む見通しである。また、原油価格の下落を背景に製品価格の引き上げが困難化した企業は、昇給幅を抑えざるを得ず、2016年の昇給率はさらに低い5.85%にとどまると予測している。このように現下の物価と賃金動向には、一部でデフレの兆候が現れており、タイ経済の基礎体温が思いのほか下がっていると考えられる。

そうした中、タイ中央銀行は、11月4日（水）の金融政策決定会合で、政策金利を1.5%に据置いた。3月と4月に市場の大方の予想を覆し、2か月連続で利下げ（2.0%→1.75%→1.5%）を実施した後、据置きは4回連続となる。

政策金利の推移(%)



(出所) Bank of Thailand &lt;CEIG&gt;

為替レートの推移(バーツ/ドル(逆目盛))



(出所) Bank of Thailand &lt;CEIG&gt;

対ドル・バーツレートは、昨年来、新興国通貨が下落する中でも、経常黒字の拡大などを背景に安定的に推移してきたが、今年に入って3月と4月の連続利下げを機にタイ政府のバーツ安誘導姿勢が明確になるにつれ、ドル高バーツ安が急速に進展。米国による早期利上げ観測が高まった9月中旬には、2009年3月以来の安値となる36バーツ/ドル台まで下落した。前述のように、原油価格の下落により物価上昇率のマイナスが続いており、輸入インフレの懸念が小さい中で、低迷する輸出の追い風となるバーツ安定着はタイにとって望ましい状況である。当局は、米利上げスタート後の国際金融市場への影響及び、新内閣が打ち出した景気刺激策(後述)の効果を見極めるため、当面据え置きを継続する公算が大きい。ただ、政策金利の絶対水準としては既往最低の1.25%に近づきつつあるものの、物価下落によって実質金利は上昇傾向にあることから、景気の状態次第では来年の夏場にかけて追加利下げの可能性も十分あると考えられる。

### 経済重視の改造内閣は2つの景気刺激策を立て続けに発表

プラユット首相は8月23日、経済閣僚を中心に初の内閣改造に踏み切った。早期の経済立て直しが求められていることを受け、タクシン政権で財務相、商務相などを歴任したソムキット氏を経済担当の副首相に任命したほか、主要ポストに現職官僚や企業経営者など即戦力を登用した。

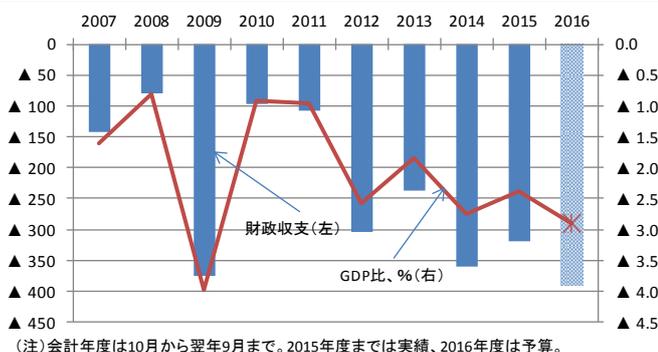
新内閣は9月に入ると、2つの景気刺激策を立て続けに発表した。第1弾は農村支援を中心とした緊急経済対策(9月1日閣議承認)で、村落基金を通じた農民・低所得層への無利子融資(1,000億バーツ)や地方自治体への交付金(300億バーツ)など総額1,360億バーツに上る。第2弾は中小企業向け支援策(9月8日閣議決定)として、低利融資(1,000億バーツ)や信用保証公社による信用保証枠拡大(1,000億バーツ)など総額2,060億バーツの予算措置と、中小企業限定の法人税減免措置からなる。また、投資奨励策の法人税減免期間の8年から13年への延長が盛り込まれている。

さらに、10月13日には、これまで時限措置として20%に引き下げられていた法人税率を恒久的に20%とすることを閣議承認。法人税率を周辺国並みの低位<sup>5</sup>に抑えることで、国内への投資を促進するとともに、新たな投資奨励策とのセットで付加価値の高い産業の誘致を促進し、国際競争力を向上させるのが狙いである。

<sup>5</sup> 時限措置として2012年1月に30%から23%へ、2013年1月に20%へ引き下げられた後、2015年末まで延長措置が取られていた。隣国の法人税率は、ベトナムが22%、シンガポールが17%、マレーシアと中国が25%

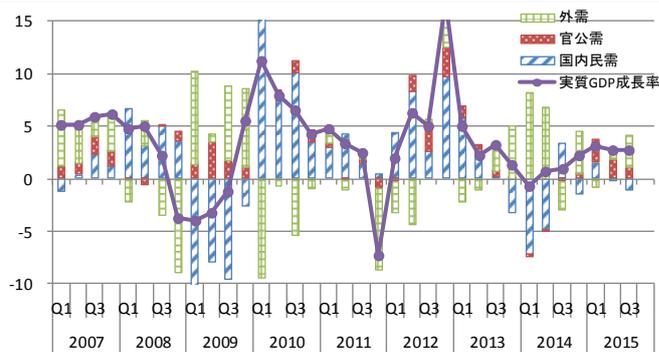
国家経済社会開発庁（NESDB）は GDP 統計の発表と併せて、2015 年の成長率見通しを+2.9%、また、2016 年を+3.0~4.0%としたが<sup>6</sup>、新内閣が矢継ぎ早に打ち出した景気刺激策の効果が現れることで、先行きの景気再加速を見込んでいる。ただ、政府が描くシナリオはバツ安に伴う輸出回復と観光業の持続的成長という“他力本願”が前提。いずれも海外経済の動向に左右されやすく、内需を中心とした自律的回復の姿ではない点には留意が必要である。

財政収支の推移(10億パーツ(左)、GDP比%(右))



(出所)Fiscal Policy Office <CEIC>

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>

2014 年 5 月の軍事クーデターにより成立したプラユット暫定政権では、この 1 年余りの間、タクシン以来のバラマキ政策の否定を基本方針のひとつとして政権運営を行ってきた。実際、初の予算編成となった 2015 会計年度 (2014 年 10 月から 2015 年 9 月) の財政収支は、前年度と比べて赤字幅がわずかながら縮小させることに成功している。もっとも、その間、民需が低迷する中で景気を下支えたのは他ならぬ官公需である。同期間の実質 GDP 成長率 (+2.7%) に対する官公需の寄与率は 50% を超えており、マイナス成長となったリーマンショック後の 2009 会計年度を除けば、異例の高さである。

2016 年度予算ではインフラ投資などの歳出拡大によって財政収支赤字が再び拡大する見込みであり、財政出動には限界がある。今のところ政策的な手詰まり感はないものの、公共事業はあくまで民需に火が付くまでのつなぎ役に過ぎず、官公需から民需へのスムーズなバトンタッチが必要である。今後発表される GDP 統計では成長率の中身をよく吟味する必要があるだろう。

以上

<sup>6</sup> タイ中銀の見通しは、2015 年が+2.7%、2016 年が+3.7%。なお、ソムキット副首相は不測の事態がなければ、2015 年の経済成長率は 3% を超える可能性があるとの認識を示している。