

経常収支が映す政情不安下のタイ懸念

<要旨>

タイでは今月に入って政情不安が高まり、この影響で実体経済の悪化も顕著になっている。さらに2012年末から経常収支が赤字に転じており、ここにタイ固有の問題が重なることで、海外投資家から厳しい評価を受ける懸念がある。

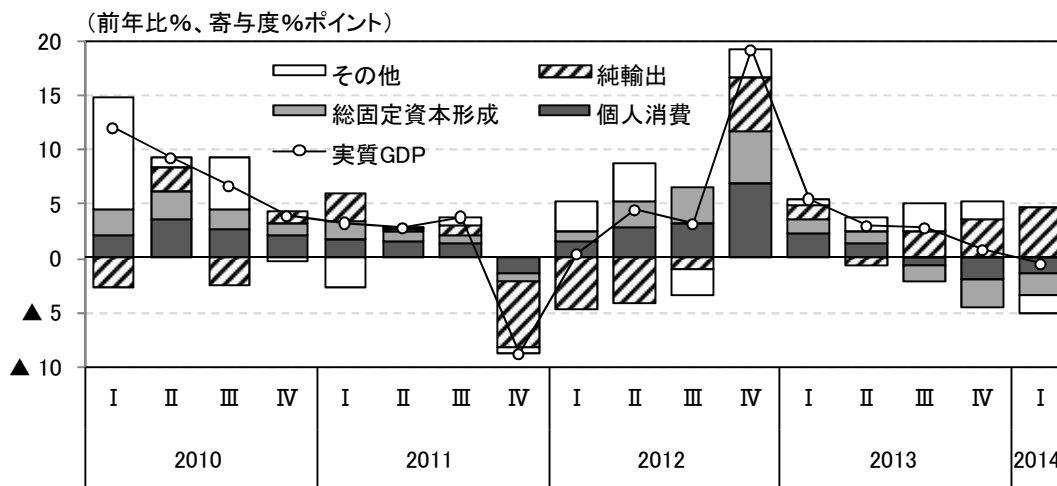
この観点からタイ経常収支の中身を見ると、貿易収支は米国の景気回復が今後プラス材料になる一方、中国の景気減速や通貨安による燃料輸入の高止まりによって、かつてほどの黒字幅は期待できない。所得収支も配当金の支払い増加で赤字幅の拡大が続いている。さらに観光客の増加によって2013年から黒字に転じたサービス収支も、政情不安により赤字となろう。これらの組み合わせを考えると、タイの経常収支が赤字に転落する可能性もゼロではなく、国内経済が脆弱で経常赤字が続く新興国が狙い撃ちされたように、タイでも急激な通貨安が発生しやすくなるリスクに留意したい。

1. タイにおける政情不安の高まりと経常収支の動き

昨年後半以降、タイで政情不安が続いている。タクシン元首相の復権に繋がる恩赦法案が議会へ提出されたのをきっかけに首都バンコクで大規模な反政府デモが発生したのが発端である。今年2月に実施された下院総選挙はデモ隊の妨害により無効となった他、今月20日には反政府デモによる治安悪化を理由にタイ全土に戒厳令が発令され、その2日後には軍によるクーデターが宣言されるなど政情はさらに混迷を深めている。

かかる状況下、2014年1-3月期の実質経済成長率は、前年比▲0.6%（前期比年率▲8.2%）と洪水被害が発生した2011年10-12月期以来のマイナスに落ちこんだ（図表1）。内訳を見ても個人消費と総固定資本形成が前年比マイナスとなり、プラスに寄与している純輸出も輸入の減少によるところが大きく、政情不安による影響が実体経済にも及んでいることが確認できる。

図表1 実質 GDP 成長率の寄与度分解（タイ）



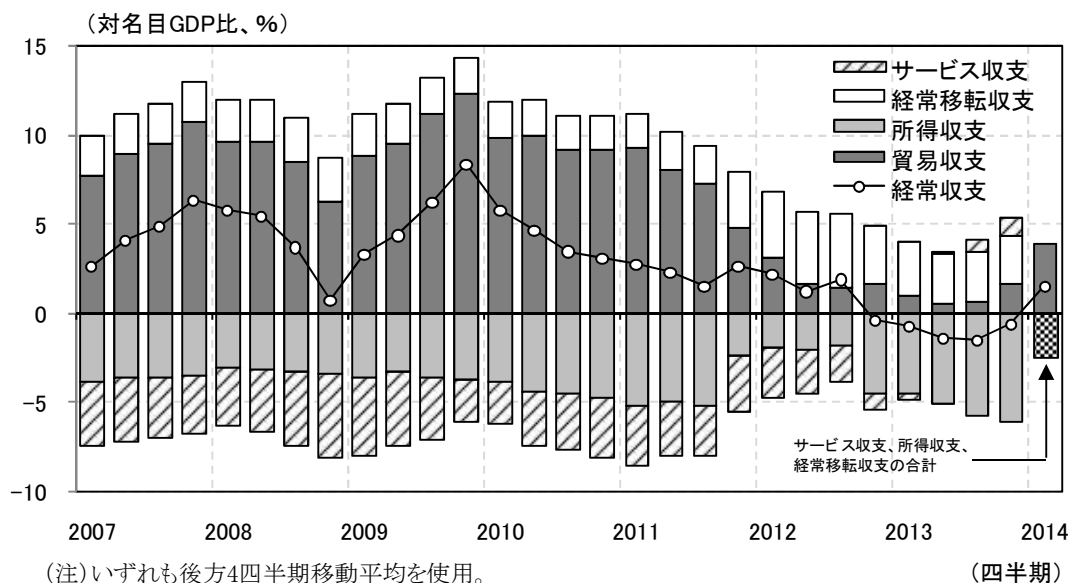
(注)その他には政府消費、在庫品増加などが含まれる。

(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

政情不安とそれによる景気低迷が今後も続き深刻度を増すようであれば、海外投資家からのタイ経済に対する見方が厳しくなり、海外資金の流出や急激な通貨安の懸念が高まりやすくなる。2013年5月に米国での債券購入措置(QE)の規模縮小観測が強まった際も、アジアを中心とする複数の新興国で海外資金の流出懸念が高まり通貨が大幅に下落した。

この時、通貨下落幅が特に大きかったのはブラジルやインドといった慢性的な経常赤字を抱える新興国であり、タイの通貨下落幅はマレーシアなど経常黒字国とさほど変わらなかった。しかしタイの経常収支は2012年10-12月期以降、移動平均でみて5四半期連続の赤字に陥っている(図表2)。足元2014年1-3月期こそ輸入減少による貿易収支の黒字幅拡大で、経常収支は黒字を回復しているものの、今後再びタイの経常収支が赤字に転落することも考えられる。ここに景気低迷や政情不安の深刻化が重なると、QE縮小といった海外要因ではなくタイ固有の要因によって市場から厳しい眼を向けられ、経済金融が大きな打撃を受ける恐れが高まる。そこで本稿ではタイの経常収支の現状と先行きについて、政情不安との関連も含めて見ていきたい。

図表2 経常収支の内訳



2. タイ経常収支の内訳

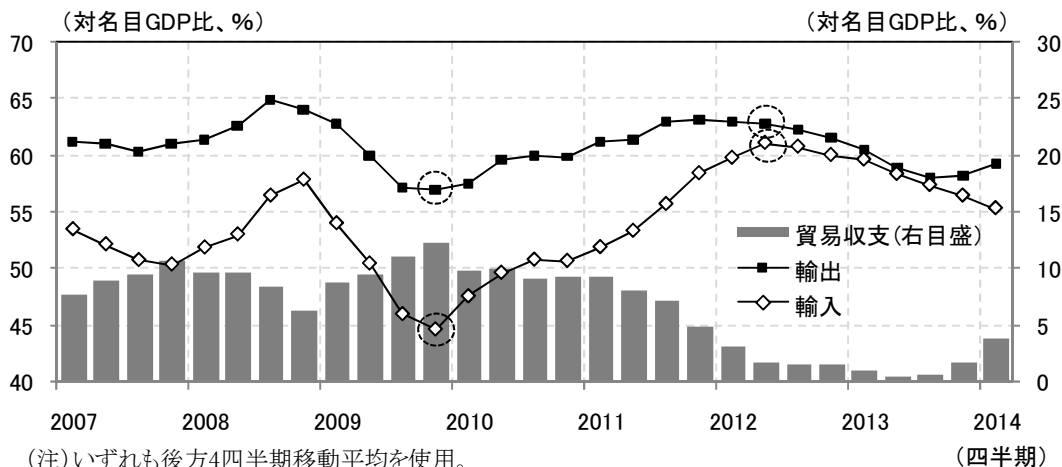
(1) 貿易収支

タイの貿易収支はこれまで対名目GDP比で10%近くの黒字を確保し、経常収支全体の黒字に大きく寄与してきた(図表2)。その後2011年後半に発生した洪水被害の影響で貿易黒字は一時ゼロ近傍まで低下し、直近も洪水被害以前の水準にまでは回復していない。

このような貿易収支の黒字幅縮小はどのようにしてもたらされたのだろうか。これを確認するため貿易収支を輸出と輸入のそれぞれに分けてみたのが図表3である。まずリーマン・ショック後とその後の急速な景気減速が続いた2009年10-12月期までは、輸出と輸入の双方が対名目GDP比でほぼ平行に動いていることが分かる。しかしながらその後の回復局面では輸出に比べ輸入の上昇

ピッチが速く、結果として貿易収支の黒字幅は大幅に縮小している。そして輸入がピークを迎える2012年4-6月期を過ぎた辺りから、再び両者は同じように動いている。

図表3 貿易収支の内訳



(注) いずれも後方4四半期移動平均を使用。
 (資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

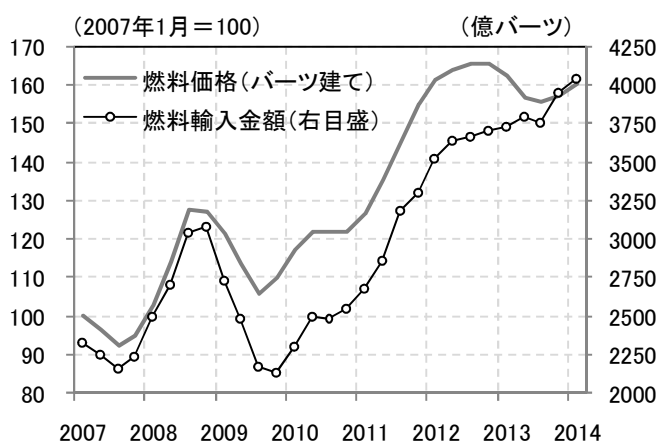
ではこのリーマン・ショック後の回復局面から2012年の半ば頃までの間にタイの輸入が急速に伸びたのはなぜだろうか。この間の輸入の動きを財別にみると、資本財と燃料がそれぞれ4%ポイントも伸びてきていることが分かる(図表4)。このうち資本財の輸入増加はリーマン・ショック後の景気刺激策として実施された1兆4000億バーツを超えるインフラ整備や、2011年に発生した洪水被害の復興需要などによる設備投資増加が影響した可能性が高い。

図表4 輸入の内訳

	(名目GDP比、%)		
	2009年 10-12月期	(変化幅)	2012年 4-6月期
消費財	4.2	(1.0)	5.2
原材料・中間財	31.3	(8.2)	39.5
燃料	9.4	(4.1)	13.5
電子部品	7.9	(▲0.4)	7.5
資本財	11.3	(4.0)	15.4
その他	▲2.3	(3.2)	1.0
輸入合計	44.6	(16.5)	61.1

(注) その他には国際収支調整分が含まれる。
 (資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表5 燃料価格と燃料輸入金額



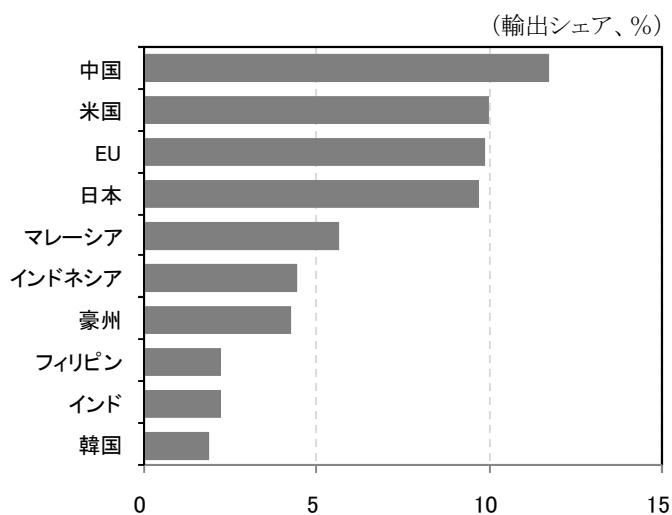
(注) いずれも後方4四半期移動平均を使用。
 (資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

そしてこの間、もう一つ大幅に増加した燃料輸入は、通常であれば燃料価格の上昇によって需要量は幾分抑えられるはずであるが、タイでは燃料補助金等により価格が低く抑えられているため、価格上昇が必ずしも需要量の減少に繋がっていない可能性がある。このためパーツ建て燃料価

格の上昇に合わせて輸入金額も増加を続けており(図表 5)、さらにインラック前政権によって実施された、物品税還付による自動車購入促進策がガソリン需要を増大させ燃料輸入をさらに押し上げた可能性も指摘できる。今後の燃料輸入金額は市場価格や為替動向にも左右されるが、最近の政情不安を考慮するとこの先も通貨安により燃料輸入額が増え続ける可能性がある。

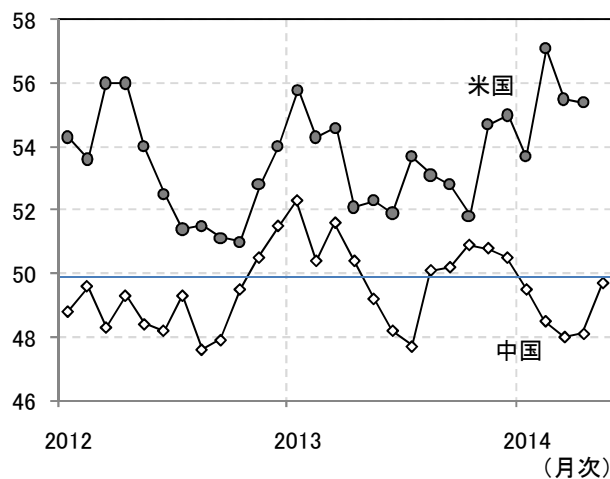
輸出についても輸入と同じ期間で見ると、ASEAN 域内向けや中国向けが拡大した反面、欧州向けや米国向けが伸び悩んだことで全体の伸びも抑えられている。今後は景気が堅調に回復を続けている米国に加えて日本向けの輸出も回復していけば、貿易収支の黒字幅を押し上げる要因となるが、他方で景気減速が続いている中国やインドネシア向けの輸出は弱い動きを続ける可能性がある(図表 6、図表 7)。

図表 6 タイの輸出先シェア (2014年 1-3 月期)



(注)いずれも後方4四半期移動平均を使用。
(資料) CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表 7 製造業 PMI (米国 & 中国)

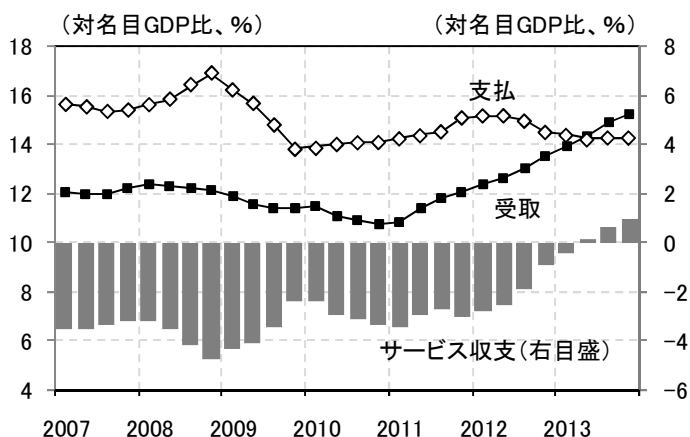


この先の貿易収支は輸出先の景気次第の面が強く、日米の景気回復を見込むと貿易収支が大幅なマイナスに陥る可能性は低いものの、燃料輸入額の高止まりや輸出先シェアが最も大きい中国やインドネシアを始めとするアジア向け輸出の伸び悩む可能性を考慮すると、2009年以前のような経常収支の黒字幅を確保することは難しいだろう。

(2) サービス収支

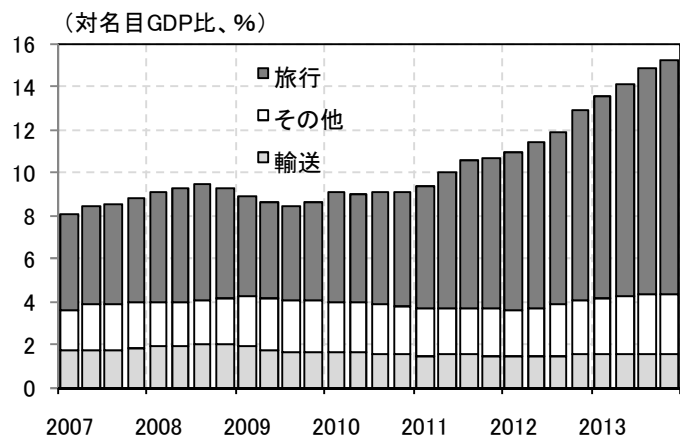
赤字が続いていたサービス収支は 2013 年に入って黒字になり、経常収支に対するプラス要因に転じた。これはサービスの受取が大きく増加したことが主因であり(図表 8)、その中身を見ると個人旅行者からの受取額の増加がここ数年著しく、政府による積極的な観光促進策が功を奏しているとみられる(図表 9)。しかしこの先、足元の政情不安が長期化し深刻さを増していくようであれば、タイへの観光客が減少し、再びサービス収支が赤字に戻ることは避け難い。

図表 8 サービス収支



(注)いずれも後方4四半期移動平均を使用。(四半期)
 (資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表 9 サービスの受取

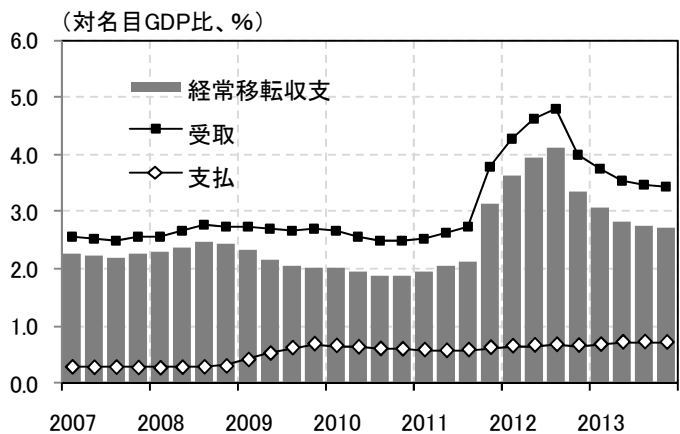


(注)いずれも後方4四半期移動平均を使用。(四半期)
 (資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

(3) 経常移転収支 (第二次所得収支)

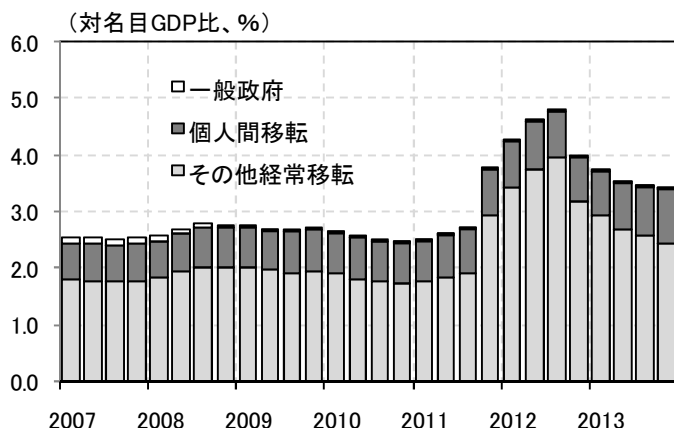
経常移転収支は2007年以降、対名目GDP比+2%前後で推移していた(図表10)。2011年のタイ洪水を境に受取額が急増し、経常移転収支の黒字幅は同+4%程度に拡大している。受取の中で大幅に増加しているのはその他経常移転であり、タイの洪水被害に関連する災害援助金や損害保険金の受取が増えたことが背景にあるとみられる(図表11)。もっとも、その他経常移転の受取増加も一時的なものであり、今後は以前の水準である対名目GDP比GDP+2%前後まで低下していくことが予想される。

図表 10 経常移転収支



(注)いずれも後方4四半期移動平均を使用。(四半期)
 (資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表 11 経常移転の受取



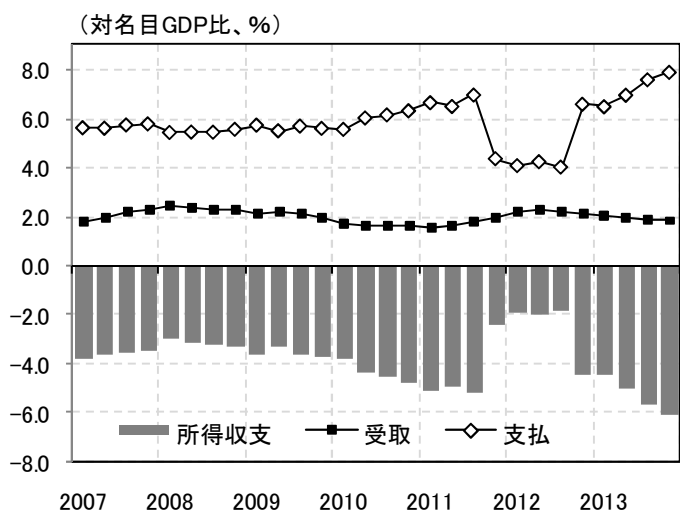
(注)いずれも後方4四半期移動平均を使用。(四半期)
 (資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

(4) 所得収支 (第一次所得収支)

ここ数年、目立って赤字が拡大してきたのが所得収支である(図表12)。これは支払いの増加によるもので、タイ洪水直後に再投資収益が大きく減少した時期を除けば一貫して増え続けているこ

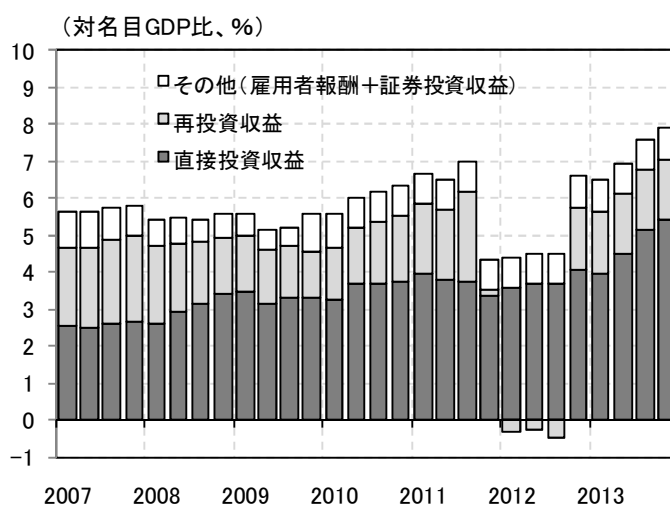
とが分かる(図表 13)。内訳を見ると支払のうち特に増加しているのが、タイに存在する企業が支払う配当金を中心とする直接投資収益であり、タイに進出した海外企業が本社に対して利益を還元しているものと考えられる。日本を中心とした海外からの直接投資に頼ったタイ経済成長のスタイルが短期的に変わるとは考えにくく、したがって海外への配当支払い、ひいては所得収支の赤字拡大は今後も続くと思われる。

図表 12 所得収支の内訳



(注)いずれも後方4四半期移動平均を使用。(四半期)
(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

図表 13 所得の支払



(注)いずれも後方4四半期移動平均を使用。(四半期)
(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

3. タイ固有の問題で高まる同国経済の脆弱性

以上のように、タイの経常収支の中身を見ると、貿易収支については日米向けの輸出増加がプラス要因となる一方、中国アジア向けの輸出は伸び悩む可能性もあり、通貨安で燃料輸入が高止まれば大幅な黒字は期待できない。2011年の洪水以降、受取が拡大した経常移転収支も今後は平時のレベルまで縮小していくと見られる。ここ数年赤字幅が拡大した所得収支も、海外からの直接投資に依存した経済成長を続ける限り、海外への配当流出で赤字幅は拡大していくだろう。そして最近赤字から黒字に転換して経常黒字を支える要因となったサービス収支も、政情不安が長期化・深刻化するようであれば、再び赤字に転じる可能性が高くなる。

これらの組み合わせを考えると、今後のタイ経常収支全体が再び赤字に戻る可能性はゼロではない。1997年からアジア通貨危機で大きなダメージを受けたタイは、その教訓から十分すぎるほどの外貨準備高を保有していることもあって、再び同じ規模の危機に陥ると見るのは現実的ではない。しかし、経常収支基調の変化に政情不安、实体经济の悪化といった同国固有の問題が重なると、国内経済が脆弱で経常赤字が続く新興国が狙い撃ちされたように、タイでも急激な通貨安が発生しやすくなるリスクには留意が必要である。

(経済調査チーム 鹿庭 雄介 : Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。