

【タイ】クーデター後の経済運営と金融市場の動向を考える ..... 1ページ

【アジア・マーケット・ウォッチ】 ..... 7ページ

## 【タイ】クーデター後の経済運営と金融市場の動向を考える\*

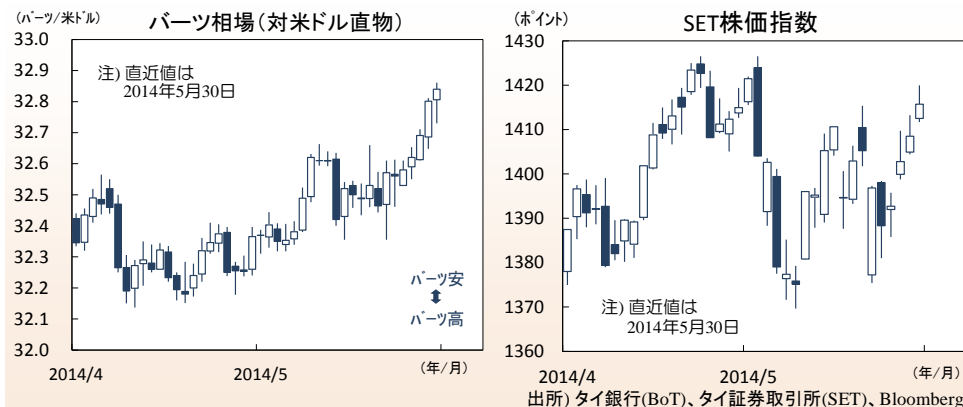
## ● 政治混乱が長引く中で8年ぶりにクーデターが発生

5月22日夕刻、タイ陸軍のプラユット司令官は軍が同国の全権を掌握したと公表。昨年11月より深刻化した政治混乱は、ついに8年ぶりのクーデターに発展しました。同日、通貨バーツは対ドルで前日比0.3%下落、株価(SET)指数は翌23日に同0.6%下落するなど(図1)、クーデター直後の金融市場は小幅ながらややネガティブに反応、政治混乱の深刻化のリスクを懸念した模様です。

本稿では、今回のクーデターにつながった政治対立の背景を整理した上で、今後の展開について考察(1-3頁)。また足元の景気状況と今後の見通しについて分析した上で(3-5頁)、今後のバーツ相場の動向について考察します(6頁)。

今回の政治混乱は、昨年11月より始まりました(図2)。同月1日、政府与党は恩赦法案を下院で強行採決。その前日、政府は同法案の恩赦期間を拡大し政治指導者も恩赦対象に追加しており、2006年のクーデターより事実上の亡命状態にあるタクシン元首相の帰国を可能にするという意図は明白でした。野党と反政府市民団体はこれに反発し抗議デモが活発化し、複数の政府機関の占拠、バンコクの主要交差点の占拠(「バンコク封鎖」とその行動はエスカレート。政府は12月上旬に国会を早期解散し総選挙による事態収拾を模索したものの、デモ隊は選挙の前に政治改革が必要と主張。一部の選挙区で候補者登録や選挙を妨害し、2月2日実施の総選挙を無効とすることに成功しました。また、憲法裁判所(憲法裁)が首相や政府の行った決定などを相次いで違憲と判断するなど、司法部門も政府を追い詰めていきました。今年5月7日には、過去に行われた政府高官人事が違憲であったと憲法裁が判断し、インラック首相が失職。その後も総選挙のやり直しを目指す政府の動きをデモ隊が妨害するなど混乱が継続、陸軍司令官は5月20日に全土に戒厳令を発令し対立する関係者の調停を促したものの、これを断念、2日後の22日にクーデターに踏み切りました。

【図1】クーデターを受けて通貨と株価の下落は限定的



【図2】2006年以降、繰り返し再燃する政治不安

タイの政局を巡る動き (2006年～)

日時	出来事
2006年	1月 タクシン首相の親族による不正株取引疑惑が浮上。同首相の辞任求める街頭デモが拡大
	9月 クーデターによりタクシン政権が崩壊
2007年	12月 民政復帰に向けて総選挙を実施(翌月に、タクシン派の国民の力党を中核とする連立政権が誕生)
2008年	12月 憲法裁が連立与党3党に解党命令(前年末の総選挙での選挙法違反が理由)。連立政権が崩壊
2009年	4月 バンコクで親タクシン派の反政府団体(反独裁民主統一戦線:UDD、「赤シャツ」)デモ隊と治安部隊が衝突
2010年	5月 治安部隊が、3月より国会解散を要求していたUDDデモ隊を強制排除、多数の死傷者が発生
2011年	5月 政府が国会の早期解散と総選挙の実施を決定
	7月 総選挙でタイ貢献党が単独過半数の議席を獲得(翌月、タクシン元首相の実妹インラック氏が首相に就任)
2013年	11月 政府が恩赦法を下院で強行採決。政府への抗議デモが活発化し政府機関等を不法占拠
	12月 インラック首相が下院の早期解散と総選挙実施を公表
2014年	2月 総選挙を実施。デモ隊の妨害で一部の選挙区で実施できず(憲法裁判所が3月に選挙は無効と判断)
	5月 憲法裁が政府高官人事を違憲と判断し、インラック首相が失職
	陸軍司令官が全土に戒厳令を発令 陸軍司令官がクーデターを宣言。タイ貢献党政権が崩壊

出所) 各種資料、報道等より作成

## ● 政治不安の背景にある根深い政治対立

軍部によるクーデターは2006年以来8年ぶりです。今回の政治混乱の背景には、当時から続く政治対立があるとみられます。

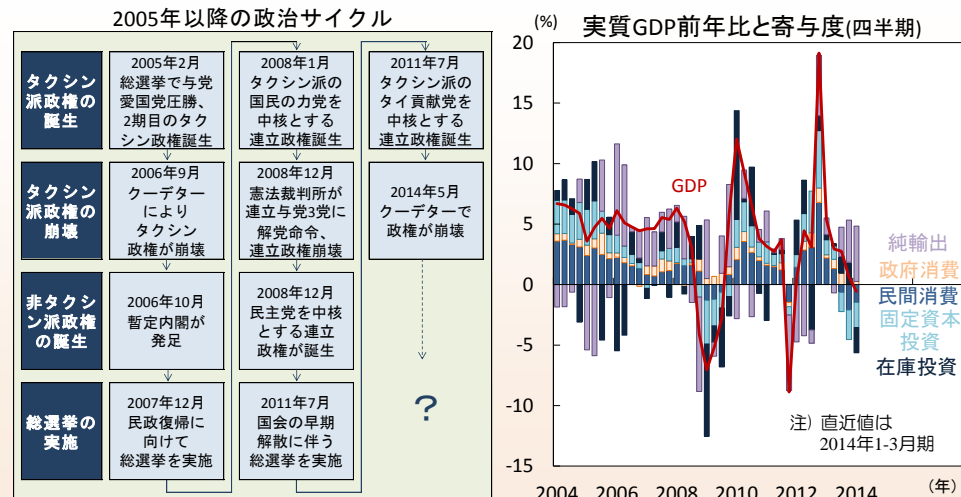
2001年の総選挙で誕生したタクシン首相は、農村部の振興策などで有権者の強い支持を集め政権基盤を強化。官僚組織や軍部の人事に介入したり、自らの一族が経営する企業グループへの便宜を図りました。こうした動きは、軍部や枢密院など旧来のエリート層や、王室財産管理局の出資を受ける企業群など同エリート層の支持層の権益を侵害するものであり、深刻な対立が生じました。2006年初には、タクシン首相の親族による株式不正取引疑惑が浮上し、首相辞任要求デモが発生。首相は下院を解散し総選挙で民意を問うとしたものの、主要野党が選挙をポイコットし憲法裁は選挙は違憲と判断したため混乱が継続。こうした中、同年9月の首相外遊中に軍部はクーデターを行い、政権を崩壊させました。その後、エリート層は、自らの権力基盤と権益を脅かすほどの力を持ったタクシン氏の影響力をそぎ、同氏のような「怪物」が再び誕生することを防ぐための方策を探りました。彼らは、タクシン氏の不正疑惑を追及し、個人資産を差押さえ、同氏の率いた政党(タイ愛国党)を解散させました。

## ● 繰り返されるクーデターや司法判断による政権崩壊

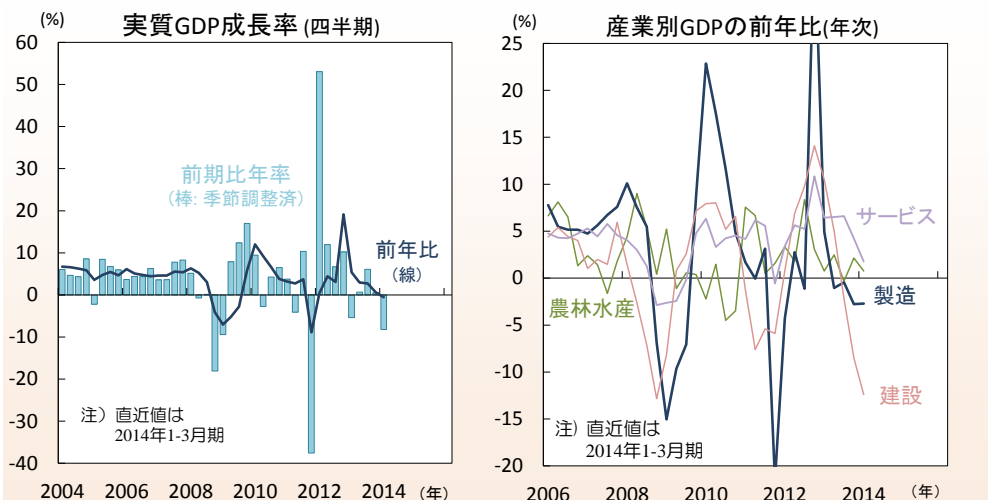
また、エリート層は、同国史上もっとも民主的とされる1997年憲法に代わり、タクシン氏のような指導力を持った首相が生まれづらい新憲法(2007年)を制定。上院議員は全員民選から半数を民選で残り半数が指名制とされ、エリート層の影響力が強化された上で、憲法裁判所や上院に強い権限が付与されました。この結果、司法判断によって政権を崩壊させることが従来より容易となったとみられます。

2007年憲法の採択後の2007年末に行われた民政復帰のための総選挙では、タクシン氏の支持者が入党した既存政党(国民の力党)が勝利し、クーデターで葬ったはずの勢力が復活してしまいました(図3左)。同党が主導する連立政権は、選挙違反を理由とする憲法裁の解党命令を受けて、2008年末に崩壊し、総選挙を行わず当時野党であった民主党が政権の座に就きました。しかし、2011年7月の総選挙では、インラック氏を首相候補とするタイ貢献党が勝利しました。エリート層は、選挙で選ばれた政権を容易に葬る手段を得たものの、総選挙を行うつど自らと対立する勢力が復活してしまう事態に直面しました。今回のクーデターに伴って、2007年憲法は一部を除き停止されており、今後、新しい憲法が制定される可能性が高いと思われます。

【図3】繰り返されるタクシン派政権の誕生と崩壊(左)



【図4】減速する景気(左) 低迷する製造業と建設業の生産(右)



## ● クーデターで政情は安定化すると楽観論は妥当なのか

今後の進展は不明ながら、以前のクーデターの例を見る限り、軍事政権または暫定政権の下で新憲法が制定され、新憲法の下で総選挙を経て民政への復帰が図られる可能性が高いでしょう。今回は、クーデターから民政復帰の総選挙までに15ヵ月を要しており、今回も1年程度の時間が必要と考えられます。

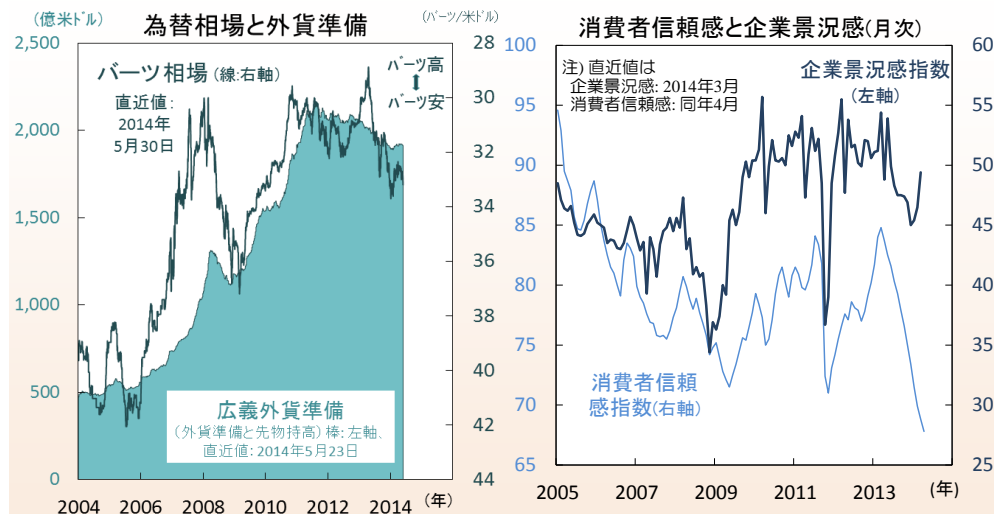
当面は、暫定政権下で政治社会の安定が保たれるか、新憲法制定や総選挙が円滑に進むか、経済が問題なく運営されるか、長期的には、民政復帰後に政治的な安定が回復するかが焦点となるでしょう。5月22日のクーデターから5月30日にかけて、パーツの対米ドル相場は1.1%下落、株価(SET指数)は0.9%上昇するなど、金融資産価格の急落は起こっていません(図1)。内外の投資家の一部は、政治混乱はひとまず解消すると楽観、「クーデターが起これば株価は上昇」という過去の経験則も意識している模様です。2006年のクーデター後も経済は堅調な成長を続け、パーツ相場や株価も上昇基調でした。2007年通年のGDP成長率は+5.0%と前年の+5.1%に次ぎ堅調(図3右)、パーツは対ドルで前年比5.2%上昇するなど(図5左)、金融市場に大きなマイナスの影響は生じなかったことも、「今回も大丈夫」という安心感につながっているとみられます。

## ● 政治的不透明感の中で急速に冷え込む足元の景気

しかし、2006-07年当時と現在では大きく状況が異なります。2006年の1-3月期から同年7-9月期までのGDPの前年比は+5~6%前後と堅調であったのに対し、昨年通年のGDPは同+2.9%と低迷(図3右)。昨年初に大型財政刺激策が相次いで期限切れになる一方、政治混乱が続く中で大規模なインフラ投資等は停止、消費者信頼感悪化(図5右)、海外からの来訪者数は減少し(図6左)、景気は冷えこんでいます。

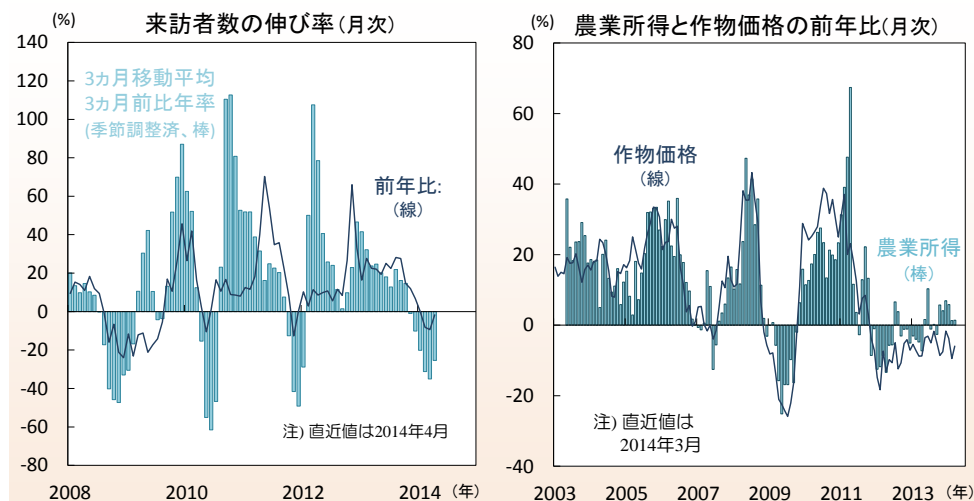
今年1-3月期の実質GDPは前年比▲0.6%と前期の+0.6%より反落。季節調整済みの前期比年率は▲8.2%と前期の+0.5%より反落し(図4左)、洪水被害のあった2011年10-12月期以来の落込み幅となりました。内需(在庫投資を除く)の前年比が▲4.2%と3期連続でマイナスとなり、外需(総輸出)も▲0.4%とマイナスになるなど経済状況は厳しさを増しています。民間消費は前年比▲3.0%と前期の▲4.1%より改善しつつ3期連続のマイナス。自動車など耐久財の消費が▲29.0%と前期の▲23.7%に続き大きく減少、政治的不透明感が増し消費者信頼感も悪化する中で家計は貯蓄性向を高めている模様です。また、食品・衣服など非耐久財の消費も同▲1.8%と小幅なマイナスに。農産品価格の下落で農業所得の伸びが鈍化した影響もあったとみられます(図6右)。

### 【図5】昨年半ばより悪化を続ける消費者信頼感(右)



出所) タイ銀行(BoT)、タイ商工会議所大学、CEIC、Bloomberg

### 【図6】政治混乱などに伴って減少する海外からの来訪者数(左)



出所) タイ銀行(BoT)、タイ移民局、CEIC

## ● 低迷する投資、来訪者減少で落ち込むサービス輸出

今年1-3月期の実質固定資本投資は前年比▲9.8%と前期の▲11.4%より改善しつつ3期連続のマイナスになりました。政府投資が▲19.3%と前期の▲4.7%より悪化し、民間投資も▲7.3%と振るわず。民間設備投資の落ち込みが続く一方、民間建設投資もマイナスに転じました。外需を見ると、総輸出は前年比▲0.4%と前期の+2.0%より反落、来訪者の減少による旅行関連収入の落ち込みでサービス輸出が同▲4.2%減少した影響です。総輸入は同▲8.5%と前期の▲3.5%よりマイナス幅が拡大。企業の生産と投資が減速するとともに中間財と資本財の輸入が落ち込み、財輸入の前年比は▲12.0%となりました。この結果、純輸出の寄与度は+4.6%ポイントと前期の+3.5%より改善しました。

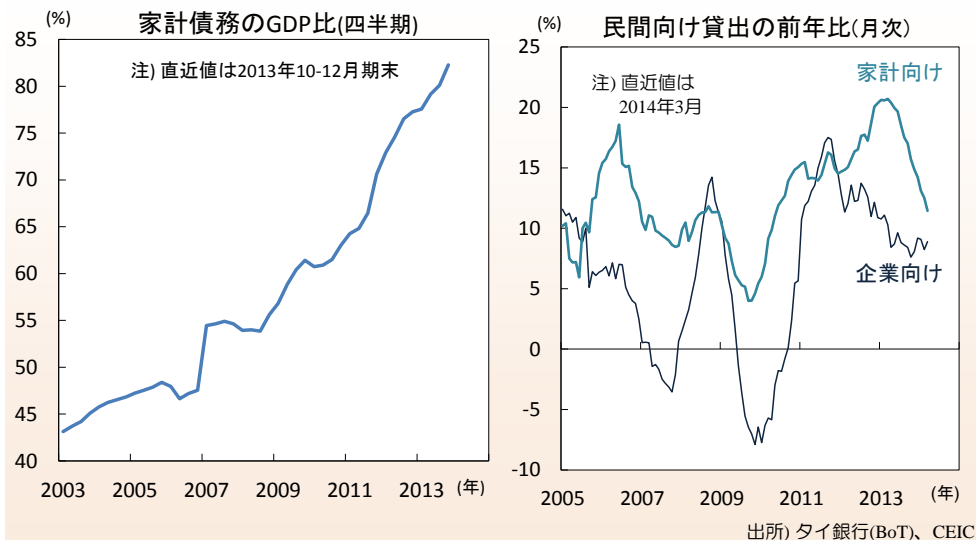
供給側に目を転じると、製造業が前年比▲2.7%と4期連続のマイナスに(図4右)。内需の低迷で自動車を含む資本財部門が同▲6.1%と低迷、輸出の伸びがさえない中で軽工業部門も▲0.3%と勢いを欠きました。建設業は▲12.4%と前期の▲8.5%より悪化し3期連続のマイナスになりました。サービス部門は前年比+1.8%と前期の+4.2%より減速。民間消費の鈍化に加え、来訪者の急減でホテル・レストランが同▲3.1%と前期の+5.7%から反落した影響です。

## ● 財政面からの景気支援策に乗り出した軍事政権

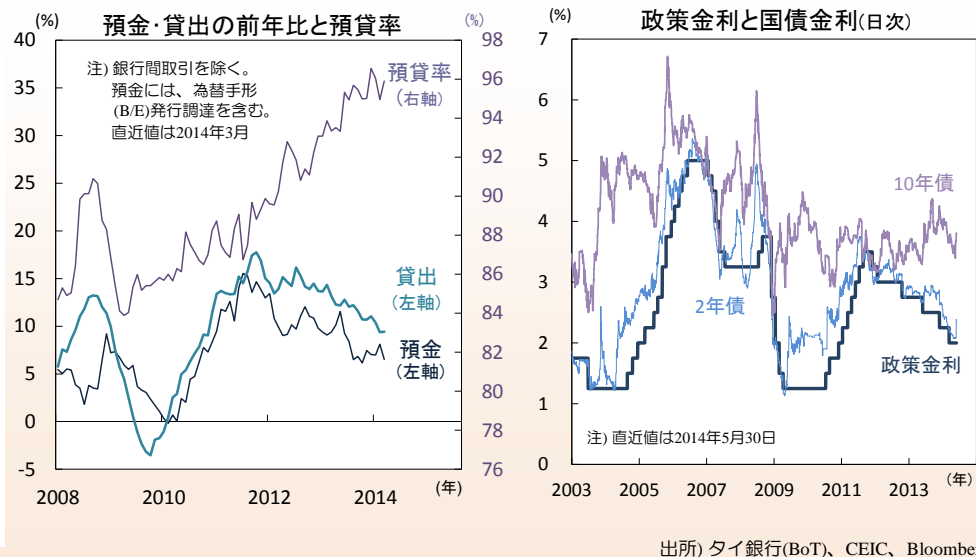
プラユット陸軍司令官が議長を務める国家平和秩序評議会(NCPO)は、5月25日に主要経済官庁や民間機関と景気刺激策について協議、低迷する景気の下支えを図る構えとみられます。報道によれば、米担保融資制度(事実上の米の高値買取制度)による未払い額の支払い(約80万農家に対して総額920億バーツ)、今年度予算(2013年10月～2014年9月)による政府支出の実行加速、3,500億バーツの治水事業の続行、総額2兆バーツのインフラ投資計画の一部の実行などが、当面の措置として検討されている模様です。また、2015年度予算の同年度始(2014年10月)までの作成、軽減税率の継続(付加価値税、企業所得税、個人所得税)、投資委員会(BOI)における大型投資恩典申請の承認(案件を審査する小委員会の設立)などの検討も進んでいる模様です。

一連の措置は、低迷する景気の回復を最優先事項とするNCPOの姿勢を反映したものでしょう。国会解散によって選挙管理内閣となった前政権は予算にかかわる多くの権限を喪失、デモ隊の妨害で総選挙が無効となりやり直し選挙の日程も確定しない中で、同国には財政面からの景気下支えを行える政府がありませんでした。しかし、クーデターによって生まれたNCPOの下で、景気支援策が可能になりました。

【図7】近年、大きく上昇した家計債務の水準(左)



【図8】与信の高い伸びに伴って、銀行部門の預貸率は上昇(左)



## ● 民間消費や民間投資は底打ちしても回復速度は緩慢か

治水事業やインフラ事業は低迷の続く固定資本投資を下支え、農家への米担保融資制度の支払いは、民間消費の回復に寄与するでしょう。もっとも、投資の実行には時間がかかる上、民間消費の回復も緩やかなものに留まるとみられます。近年、家計債務が急増し、同債務のGDP比は2013年末に82.3%と、2006年末の47.6%から大きく上昇(図7左)、前政権が自動車初回購入者への優遇措置など、大規模な消費刺激策を導入した影響です。多額の債務を負う家計部門は貯蓄性向を高めており、耐久財の消費は容易には回復しないでしょう。また、企業向け融資も2011-12年に急伸し(図7右)、企業部門の債務比率も上昇している模様です。与信が急伸した結果、銀行の預貸率も上昇しており(図8左)、企業部門の投資回復を遅らせるでしょう。

財政面からの景気下支えが始まる一方、金融面からの追加的な支援は多く期待できません。前回のクレーダー直後の2007年には、タイ銀行(BoT)が政策金利を5%から3.25%へと1.75%ポイント引下げて内需の下支えを図りました(図8右)。しかし、今回、BoTは同金利を既に2%まで引下げています。また、4月の消費者物価は総合物価が前年比+2.4%、コア物価が同+1.7%と低位ながら底を打って上昇に転じています(図9左)。

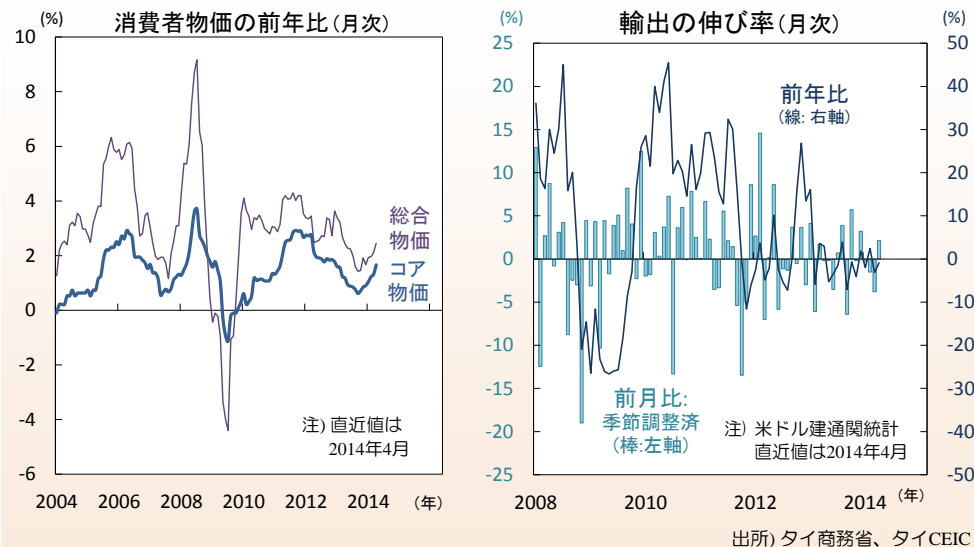
## ● 限定的と見られる今後の追加利下げ余地

NCPOが財政刺激策を導入することに伴って一時的な財政悪化が見込まれることも、BoTが更なる金融緩和を行うことを難しくするとみられます。今後、BoTによる追加利下げがあったとしても0.25%ポイント程度の小幅なものに留まるでしょう。

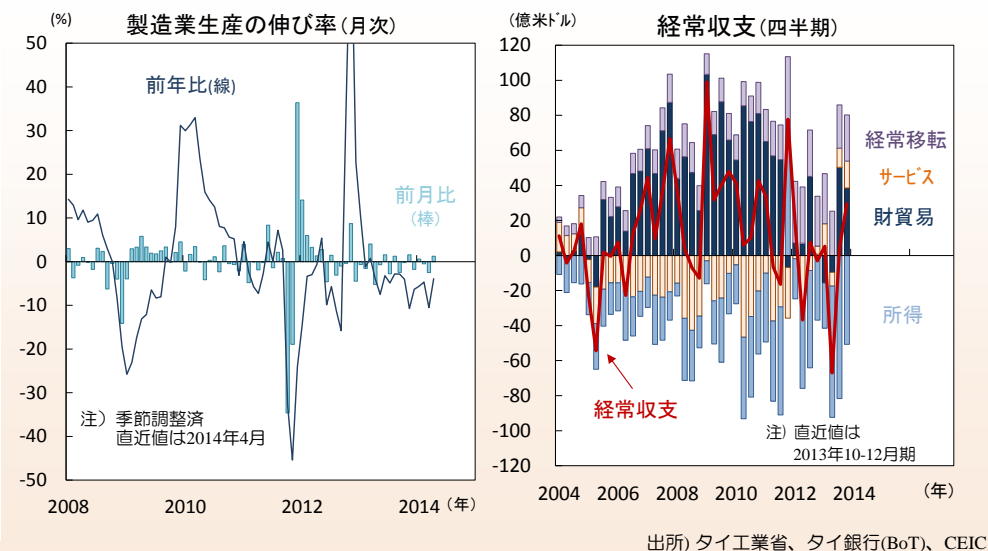
一方、外需にはわずかながら回復の兆しも見えます。4月の通関輸出は前年比▲0.9%と前月の▲3.1%よりマイナス幅が縮小し、季節調整済の前月比は+2.1%と4カ月ぶりのプラスに転じました(図9右)。電機、プラスチック、繊維、建材などが伸びて、電子部門の落込みの影響を和らげ、総輸出の回復を支えました。また、4月の製造業生産の前年比も▲3.9%と前月の▲10.5%より改善し、季節調整済の前月比は+1.2%と3カ月ぶりのプラスになりました(図10左)。緩やかな外需の回復を受けて、衣服、一般機械、AV機器、光学機器など輸出部門の生産の回復が目立ちます。

外需と内需ともに緩やかに回復する中、1-3月期に前年比と前期比ともにマイナスとなったGDPは、4-6月期よりプラスに転じるでしょう。しかし、外需と内需とも回復の速度は緩慢であり、2014年通年の成長率は+2%前後と、昨年の+2.9%を下回るとみられ、景気の本格的な回復は2015年以降となると予想されます。

【図9】消費者物価の前年比は依然低位だが、既に底打ちし反転(左)



【図10】内需の伸びなどに伴って近年悪化した経常収支(右)



## ● 「政治混乱に強いパーツ」は現在でも健在なのか

前述の通り、前回クーデターがあった直後の2007年、景気は堅調な拡大を続け、パーツも対米ドルで前年比+5.2%上昇し、「政治混乱に強い経済と金融市場」という印象を残しました。しかし、現在、同国の対外収支は当時に比べ悪化しており、当時と同様のパーツ相場の上昇を期待することは難しいと思われます。

前回のクーデター前後の同国の経常収支は大幅な黒字であり(図10右)、2006年10-12月期の同収支のGDP比は+4.6%、2007年通年では同+6.3%に上りました。政治的な不透明感から内需が低迷し輸入の伸びが穏やかであった一方、世界的な景気拡大局面にあった当時、競争力の高い同国の輸出部門が生産と輸出を伸ばしていたことが背景とみられます。当時、政治的な不透明感や、2006年末に暫定政権が導入した強硬な資本流入規制(証券投資に対する無利子の準備金積立義務、株式に対しては早期に撤回されたが、債券については維持)などが嫌気され、海外からの証券投資資本の流入額は限定的でした。証券投資資本が細ったことに伴って海外投資家のリスク選好度の変化などの影響を受けづらくなったことに加え、多額の経常黒字が国際収支を黒字に保ったため、パーツ相場には持続的な上昇圧力が加わっていたとみられます。

## ● 当面、さえない動きが予想されるパーツ相場

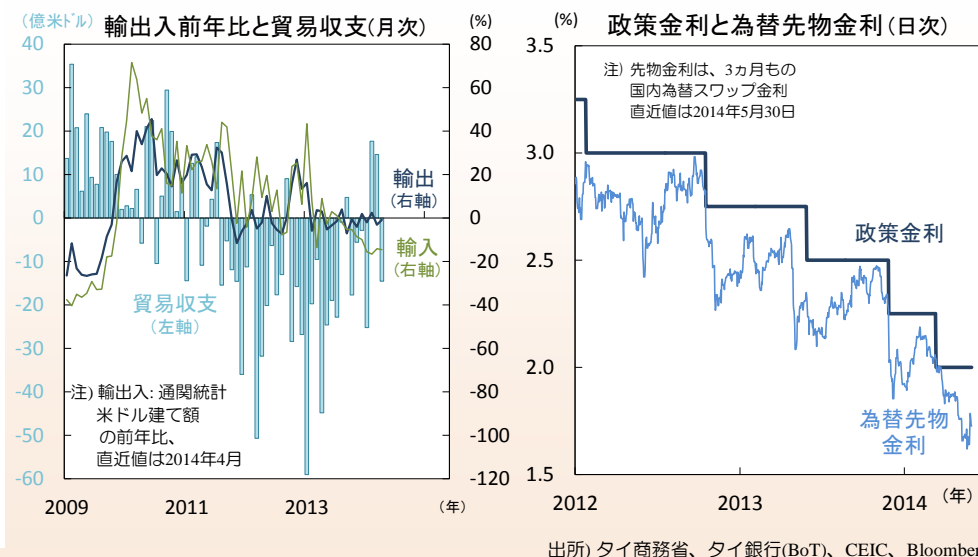
現在の同国では、海外証券投資が細っている点は当時と同様であるものの(図11)、経常収支は当時より悪化(図10右)。2013年の同収支のGDP比は▲0.7%と前年の▲0.4%に続く赤字でした。近年、世界景気が勢いを欠き輸出の伸びが鈍化してきた一方、政府が昨年初までに大規模な景気刺激策を行ったことに伴って内需が押し上げられ輸入が増加したことが背景です(図12左)。昨年後半より深刻化した内需の低迷によって輸入が鈍化したため、足元の経常収支は徐々に改善しつつあるものの(図10右)、改善の速度は穏やかなものに留まると予想されます。

また、前述の通り、同国の追加利下げの余地は限定的であるものの、足元の景気が低迷する中で市場の利下げ期待は根強く、短期金利は政策金利を下回って低下しています(図12右)。近隣のフィリピンやマレーシアでは堅調な景気拡大が続く中で利上げ開始が見込まれ短期金利が上昇しており、両国の通貨に対してパーツ相場の上昇を抑える要因となるでしょう。今後の民政復帰が円滑に行われるか定かでないなど政治的な不透明感が残り、経常収支の大幅な改善も当面は期待できない中、パーツ相場は、当面、近隣のアジア通貨に対してさえない動きとなることが予想されます。(入村)

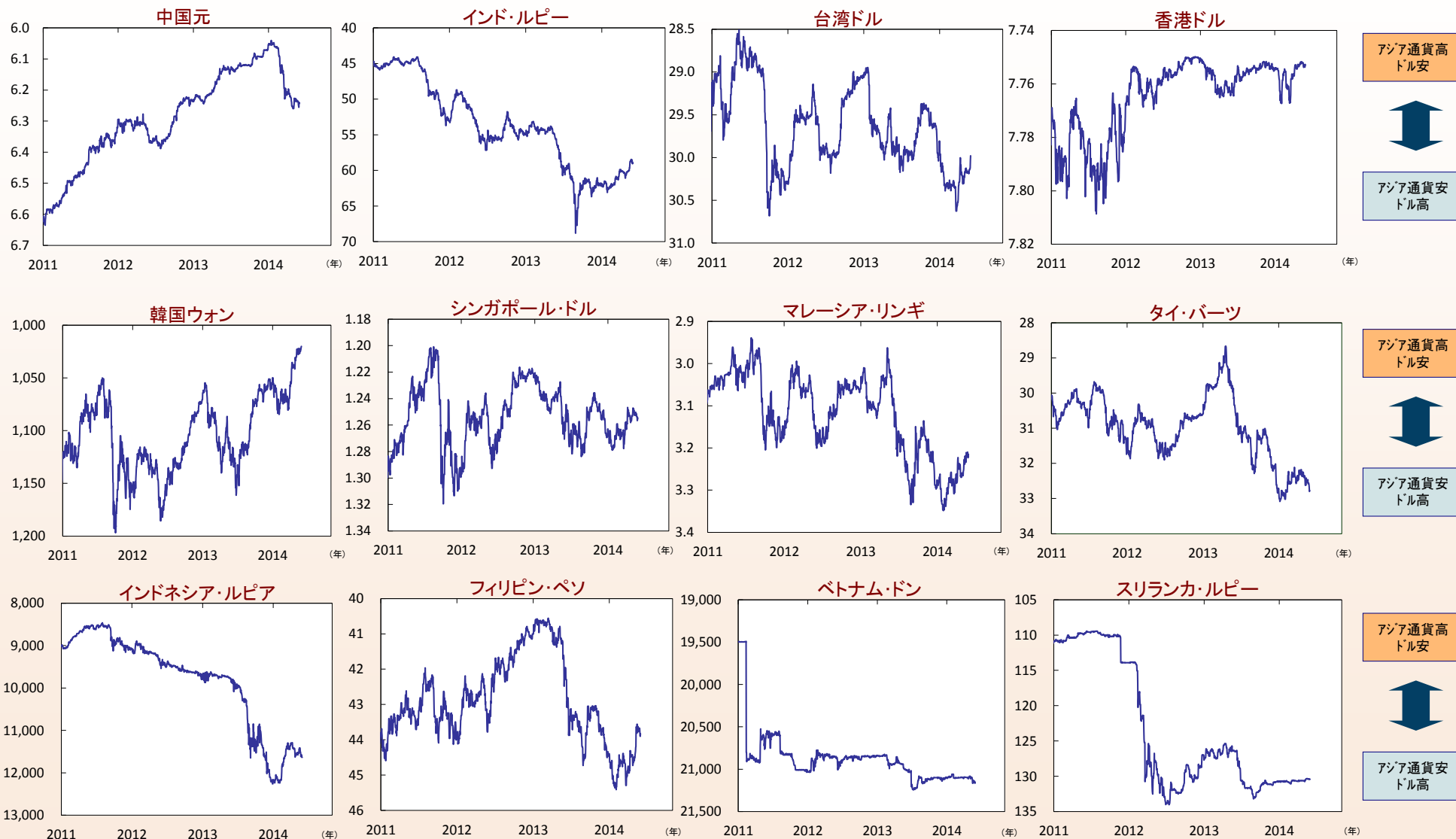
## 【図11】株式と債券市場とも、海外投資家の資本は流出基調



## 【図12】根強い追加利下げ期待を受けて短期金利は政策金利を下回る(右)

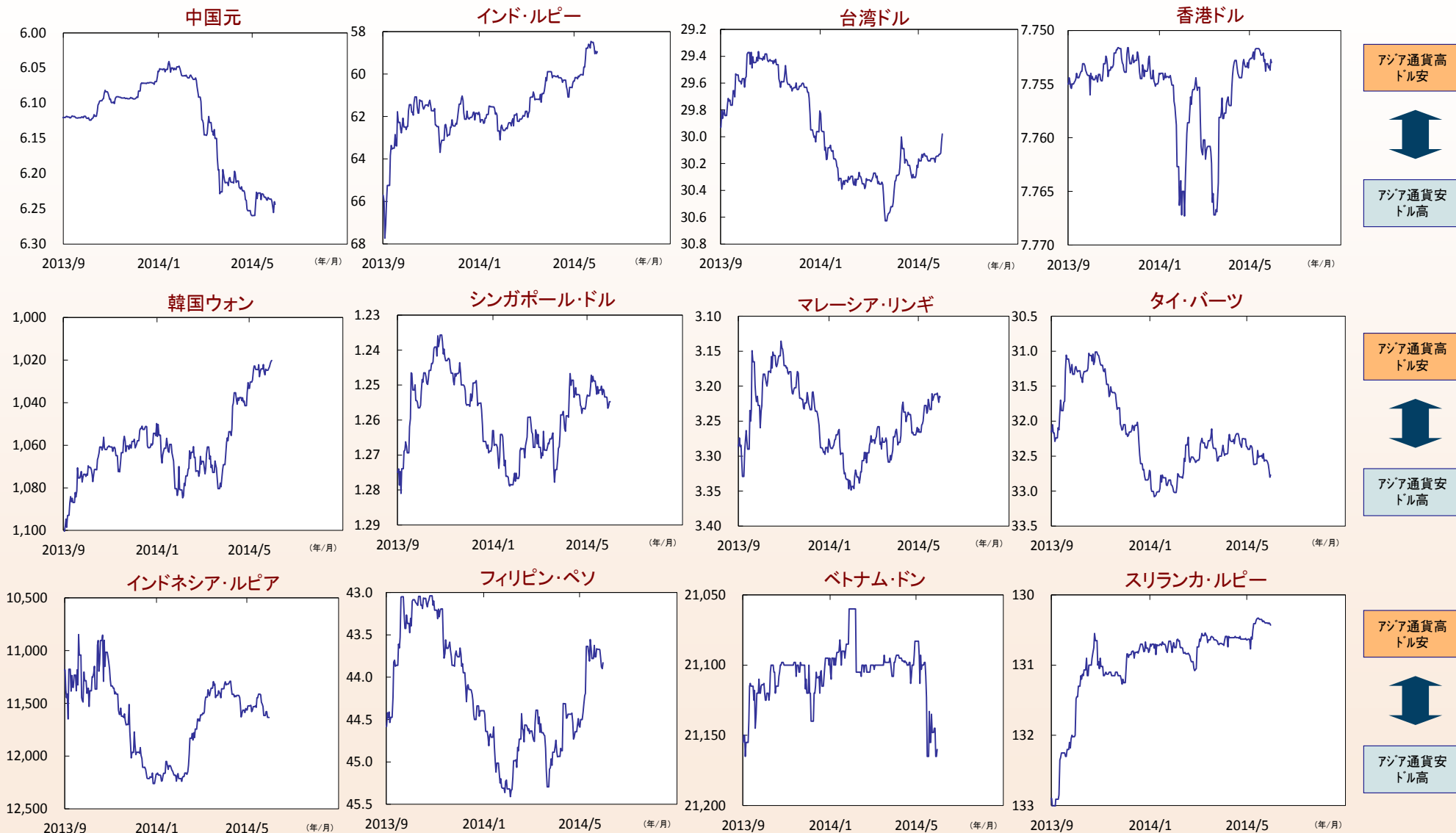


## 【アジア・マーケット・ウォッチ】アジア通貨の対ドル相場(1)過去3年間



注)単位は、アジア通貨/米ドル(1米ドル=アジア通貨)、直近値は、2014年5月30日、出所: Bloomberg

## 【アジア・マーケット・ウォッチ】アジア通貨の対ドル相場(2)過去6か月間



注) 単位は、アジア通貨 / 米ドル (1米ドル = アジア通貨)、直近値は、2014年5月30日、出所: Bloomberg



### 本資料に関してご留意頂きたい事項

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として、国際投信投資顧問が作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。なお、以下の点にもご留意ください。

- 本資料中のグラフ・数値等はあくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。
- 本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。（作成基準日：2014年5月30日）
- 本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性等を保証するものではありません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の国際投信投資顧問投資情報部の見解です。  
また、国際投信投資顧問が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。