

タイ中銀、大胆な判断の背後で増幅するリスク

～過大な家計債務を巡るリスクにはこれまで以上に要注意～

発表日：2015年4月30日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 29日、タイ中銀は予想外の形で2会合連続の利下げを決定した。パーツ高などの影響で足下の景気回復が予想以上に緩慢なものに留まるなか、先行きの景気下振れリスクに対応した。暫定政権は経済面で成果が挙げられないなか、中銀に対して再三に亘って利下げを求める姿勢をみせたことも影響したとも思われ、そうした面では中銀の政策の方向性に対する不透明感が高まっているとも考えられよう。
- 利下げを後押しした要因には、日本や欧州の金融緩和に伴いパーツ高が強まったことも影響している。中銀は資本流出促進策の発表を計画しているが、米国の利上げを控えるなかではリスクを高める可能性がある。家計部門の債務残高はGDP比9割弱に達するなか、過度な利下げは債務増大を招き、米国の利上げに際しては金融引き締めが必要が景気の腰折れを招く可能性もあり、債務の行方には注意が必要だ。

《予想以上に弱い足下の景気に対応も、家計部門の過大な債務を巡る動きにはこれまで以上に注意が必要になる》

- 29日、タイ銀行(中銀)は定例の金融政策委員会を開催し、前月の定例会合に続き2会合連続での利下げを決定した。今回も前回同様に25bpの利下げを行っており、これに伴い政策金利は1.50%と4年9ヶ月ぶりの低水準となる。事前の市場予想では、前月に利下げを実施していることから今回はその影響を様子見するとの見方が大勢を占める一方、足下の景気が一向に回復に向かわないことから、もう一段の利下げに動く可能性は高いと見込まれており、当研究所も近々の追加利下げを予想していた(詳細は4月6日付レポート「[タイ 景気回復の遅さに苛立つ暫定政権](#)」をご参照ください)。なお、今回の決定では7人の政策委員のうち5人が25bpの利下げを主張する一方、2人が金利据え置きを主張するなど、前回同様に票が割れたものの、前回に比べて利下げ主張派が1人増加しており(前回は4人)、同行内でも景気に対する見方が一段と弱まっていることを反映している。委員会後に発表された声明文でも同国の景気について「足下では前回会合時の見通しに比べて一段と緩慢な回復に留まっており、期待された外需の回復についても下振れリスクが懸念される」としたほか、「外需の回復の遅れが内需の足かせになっている」として、内・外需双方で基調が弱いとの判断が示されている。その上で、昨年後半以降の原油安の影響で年明け以降のインフレ率はマイナスとなるなど低下基調を強めており、先行きについても「当面のインフレ率はマイナス基調が続き、インフレ期待も下振れする」との見方を示しており、一段の金融緩和が必要との認識を後押ししたと考えられる。他方、金利据え置きを主張した委員は「前回の利下げにより一段の金融緩和余地が限定的となるなか、今後は財政拡張策の効果で景気の押し上げが見込まれることを勘案すれば、過去の政策効果を見定める必要がある」との認識を示している。こうした考えは前回会合においても示されていたが、今回については政策委員の中で足下の景気が予想以上に弱含みしていることに対して、率先して政策対応を図ろうとする意思がより前面に出

図1 政策金利の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

たものと考えられる。その背景には、足下の貿易統計において年明け以降3ヶ月連続で輸出額が前年を下回る伸びに留まり、前月比も減少基調が続いており、同国経済は輸出依存度が相対的に高いことを勘案すれば、1-3月期の実質GDP成長率が前期比ベースでマイナスとなる見通しが強まっていることも影響したと言えよう（財務省は29日に今年の経済成長率見通しを前年比+3.7%と1月時点（同+3.9%）から▲0.2p下方修正しており、うち1-3月期については前年比+3.2%（前期比年率▲3.7~▲3.3%）になるとの見通しを発表している）。同国では昨年5月末のクーデターを経て事実上の「軍政」状態が続いており、

暫定政権は9月を目処に新憲法を公布し、その後民政移管に向けたプロセスを前進させる考えを示している。しかし、現暫定政権はクーデターを基点としているため、その正当性には国内外から批判を浴びやすい状況にあるため、少なくとも経済面で建て直しが進められれば国内での評価向上に繋がると見込まれていたが、足下では十分に効果を挙げることが出来ずにいる。こうしたことは暫定政権に対する国内からの評価を下げている上、足下では起草中の憲法草案に対する批判が高まるなど、早ければ来年初めとも見込まれている民政移管プロセスが円滑に進むか否かにも不透明感が高まっている。結果、暫定政府内からはこのところ、中銀に対して一段の景気刺激に向けた利下げを求める姿勢が強まっており、一連の予想外の利下げ実施はこうした姿勢に押された可能性も考えられ、中銀の政策運営を巡る不透明感が高まっていると判断することが出来よう。

- 今回の利下げを後押しする一因となった背景には、足下において輸出の回復を阻害する要因となっているパーツ高の進展を阻止したいとの思惑も影響している。このところの通貨パーツ相場を巡っては、米ドルに対しては米国FRB（連邦準備制度理事会）による利上げ実施に対する思惑を反映して一進一退の動きをみせる一方、日銀による量的質的金融緩和やECB（欧州中央銀行）による量的金融緩和の実施を受け、日本円やユーロに対しては上昇基調を強めており、名目実効ベースでは昨年半ばを境に上昇基調を強めるなど輸出競争力の足かせになってきた。こうしたことから、中銀は29日の定例会合に併せる形で「**パーツ**

安に繋がることを期待した措置を発表する」として資本流出を促す措置を30日付で発表する考えをみせており、自国通貨安誘導に向けてあらゆる政策を發動する姿勢を改めて示している。先行きの国際金融市場においては、早晚米国による金融政策の正常化の取り組みが進むと見込まれており、過去における米国の利上げ実施は少なからず世界的なマネーの動きに動揺を与えたことから、同国は1997~98年のアジア通貨危機の「発火点」であったことを勘案すれば海外資金の流出リスクが高まる可能性はくすぶる。他方、2月末時点における外貨準備高は1569億ドルと過去1年の月平均輸入額の8.4ヶ月分であるなど、アジア通貨危機発生当時とはその規模に雲泥の差がある上、昨年は経常収支が黒字基調を回復しており、2011年に発生した大洪水による悪影響も克服しつつあることから、同国発で危機的状況が伝播することは考えにくい。ただし、同国が過去に前のめりで為替誘導を図るべく施策を行った際には度々金融市場が過度な反応を示し、政策の撤回に追い込ま

図2 輸出額の推移

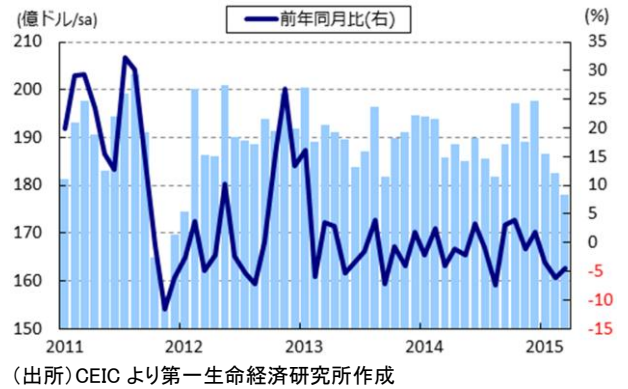


図3 パーツの名目実効為替レートの推移



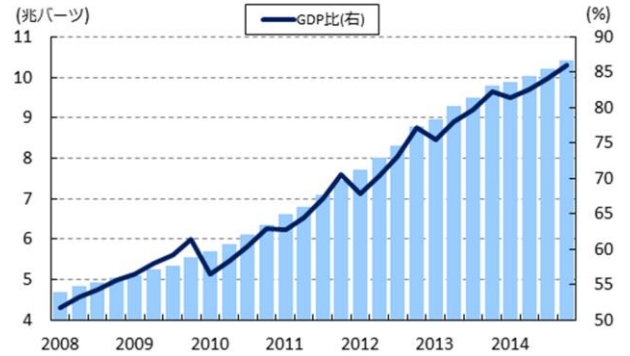
れたことを勘案すれば、今回も事態がすんなりと進むかは不透明と言えよう。仮に海外資金の流出が促された場合においても、来るべき米国の利上げに際しては過度な流出を阻止すべく逆向きの政策を採らざるを得なくなる可能性も考えられ、このように政策の方向性が定まらない姿勢が繰り返し示されることになれば、金融市場からの信認が低下することで、経済成長に不可欠な資金流入をも妨げる可能性には注意が必要であろう。度重なる利下げを通じて、足下で低迷が続く個人消費や企業の設備投資意欲を喚起することは期待されるものの、

昨年末時点において家計部門の抱える債務残高は 10.4 兆円と GDP 比で 85.9% という高水準に達するなか、今後は利下げが債務規模のさらなる増大を招くリスクは高まっている。インフレ率がマイナスとなるなどディスインフレ基調が鮮明になっていることは、家計部門の実質購買力の向上に繋がる一方、足下で過大な債務を抱える家計部門にとっては債務負担が個人消費の重石となっており、押し上げ効果を相殺している可能性がある。さらに、国際商品市況の低迷による天然ゴム価格の低下は同国南部を中心とする産地経済を直撃しており、インラック政権下で実施されたコメ担保融資制度の打ち切りで国内のコメ価格は

大幅に調整する一方、コメ農家にとっては所得減圧力が高まるなど、農村部を中心に個人消費には重石が重なっている。足下ではようやく商品市況にも底入れの動きが出ているものの、世界経済の回復が緩慢なことを勘案すれば先行きにおいて相場が急激に上昇基調を強めるとは想定しにくいことから、引き続き同国の景気についての足かせとなる状況は続くと予想される。その一方で、金利低下を通じて家計部門の債務が一段と拡大することになれば、来るべき米国の利上げ実施などに伴い金融引き締め姿勢を強めざるを得なくなった際には、家計部門の債務負担が急激に上昇して景気の腰を折る事態も懸念される。短期的な景気刺激を意図した政策転換も、実のところその後のリスクを増幅させる可能性には注意が必要であろう。

以上

図 4 家計部門の債務残高と GDP 比の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成