

## タイ中銀、先行きの「政策余地」を考慮して7年強ぶりの利上げ

～家計債務の拡大に予防的な利上げ実施も、景気の弱さは追加措置の足かせとなり得る～

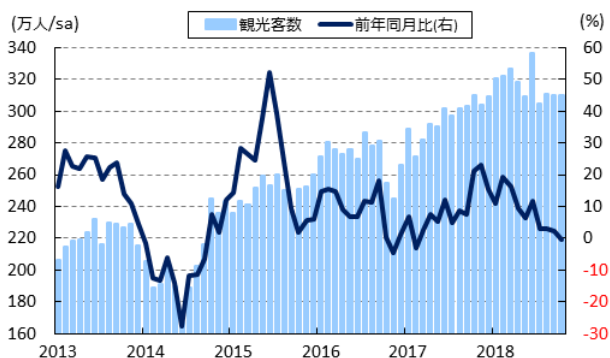
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

### (要旨)

- 米中貿易摩擦の勃発当初、タイ政府は中国に代わる生産拠点となる「漁夫の利」を得るなど強気の姿勢を示した。しかし、その後は外需が幅広く下振れした結果、7-9月の実質 GDP 成長率はマイナス成長に転じるなど景気に急ブレーキが掛かり、景気見通しも弱気姿勢に修正された。他方、中銀はパーツ相場の動揺や巨額の家計債務のリスクを警戒して政策委員の「利上げ派」が増加するなど、今後の対応に注目が集まってきた。
- 中銀は19日の定例会合で7年強ぶりの利上げ実施を決定した。足下の景気は外需が下振れする一方、内需拡大が続くとの見方を示した。その一方、今年及び来年の景気見通しを下方修正しており、今回の利上げは「政策余地」の構築が主眼にあったとみられる。先行きの政策運営は、景気、物価、金融市場の動向に加え、リスク要因を注視するなど、家計債務を念頭に置く姿勢もみせる。ただし、当研究所は来年の経済成長率は外需が足かせとなり一段と鈍化する可能性を予想しており、追加利上げの実施は極めて難しいと考える。

このところの世界経済を巡っては、米中貿易摩擦の激化を背景に世界貿易に下押し圧力が掛かる動きが鮮明になっており、アジア新興国のなかでも相対的に経済の輸出依存度が高いタイでは輸出の鈍化を通じて景気の足かせとなることが懸念されている。米中貿易摩擦が勃発した当初、タイ政府は同国が中国に代わる生産拠点となるなど『漁夫の利』を得ることで輸出が上振れするとし、今年の経済成長率見通しを上方修正するなど強気の見方を示した。しかし、その後は中国の景気減速なども追い風に輸出に下押し圧力が掛かる動きが出ているほか、7月にプーケット島で発生したボート転覆で47人もの中国人観光客が死亡する事故をきっかけに中国人観光客数が下振れするなどサービス輸出にも下押し圧力が掛かり、幅広く外需が鈍化する展開が続いている。観光関連産業はタイ経済にとり主要産業である上、重要な外貨獲得手段であるが、当該分野で下振れ圧力が掛かったほか、夏場以降の天候不順なども影響して年明け以降堅調な推移が続いた農林漁業関連の生産も大きく下押しされた結果、7-9月の実質GDP成長率は前期比年率▲0.07%とわずかではあるものの、4年半ぶりとなるマイナス成長となるなど景気に急ブレーキが掛かっている。その後の観光客数は前年割れとなるなど一段と下押し圧力が掛かる展開が続いているほか、輸出を巡る動きも弱含む展開が続くなど外需には不透明感がくすぶる一方、このところの原油相場の急激な調整を背景にインフレ圧力が後退しており、

図1 観光客数の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成、季調値は当社試算

家計部門の実質購買力が下支えされる動きもみられる。ただし、企業部門は外需を巡る不透明感が重石となる形で設備投資を手控える動きを強めているほか、この動きは改善傾向が続いた雇用・所得環境の足かせとなることを見込まれ、インラック元政権下での景気刺激策による需要先喰いの一巡で底入れが進んだ家計消費の重石となることが懸念される。

こうした事態を受けて、同国政府は今年の経済成長率見通しを従来のレンジである「+4.2~4.7%」から「+4.2%」と下限に収束させたほか、2019年の経済成長率見通しも「+3.5~4.5%」と大きく幅を持たせるなど世界経済を巡る不確実性を念頭に弱気姿勢を示している。他方、中銀はこのところ長期に亘る低金利政策の影響で家計部門の債務を巡るリスクが高まっているほか、年明け以降における国際金融市場の動揺などに伴い通貨パーツ相場に対する不透明感が高まっていることを受けて、政策委員のなかで『利上げ派』が増える動きがみられた。ただし、足下の景気が急速に弱含む動きが確認されたことを受けて、金融市場のなかには中銀による早期の利上げ実施の可能性が遠のいたとの見方も出るなど、中銀の対応に注目が集まっていた。

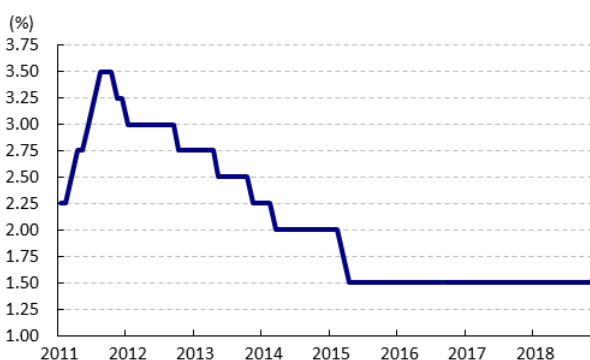
こうしたなか、19日に中銀は定例の金融政策委員会を開催し、政策金利を29回会ぶりに25bp引き上げて1.75%とする決定を行った。同行による利上げ実施は2011年8月以来、7年強ぶりのこととなる。なお、今回の決定に際して政策委員の票決は「5 (25bpの利上げ) 対2 (据え置き)」に割れたものの、先月の前回会合から『利上げ派』が2名増加するなどタカ派姿勢が一段と強まった。会合後に発表された声明文では、足下の同国経済について「世界経済の減速や米中貿易摩擦の余波で外需に下押し圧力が掛かっているが、内需をけん引役に潜在成長率並みの拡大ペースを維持している」との見方を示した。また、夏場以降落ち込んだ観光客数について「改善の兆しがみられる」としたほか、内需のうち家計消費は「農業部門の所得下押しや家計債務が重石となっているが、非農業部門での所得拡大や政府による下支え策を受けて拡大が続いている」ほか、民間投資は「同国への生産拠点の移転や官民連携によるインフラ投資が後押ししている」との認識を示す一方、公共投資は「国営企業による進捗の遅れを背景に見通しに比べて伸びは弱い」とした。その上で、先行きについては「米中貿易摩擦による影響を注視する必要がある」との見方を示している。一方、物価については「概ね見方を変えていない」としつつ、「エネルギー及び食料品価格の下落に伴う下振れリスクが残る」とする一方、コアインフレ率には「徐々にダイヤモンド・プル型の押し上げ圧力が掛かる」との認識

図2 パーツ相場(対ドル)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 政策金利の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

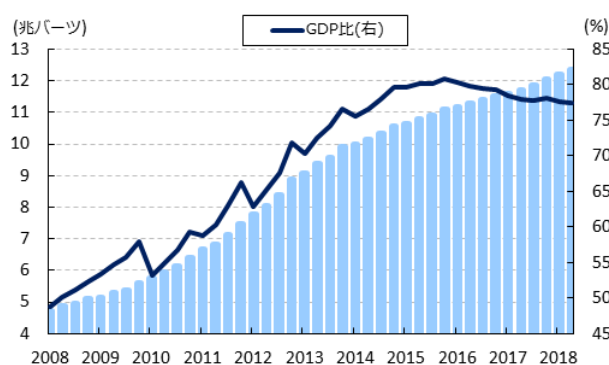
を示し、「Eコマースの普及や価格競争の激化など経済の構造変化によって以前に比べて物価は下押しされ易くなっている」との見方を据え置いている。また、金融市場を取り巻く環境については「引き続き緩和的であり、金融システムへの潤沢な流動性供給を通じて経済成長に資する」との認識を据え置く一方、足下では「実質金利の低下に伴い巨大企業及び消費者による借入が増大し」ており、「25bpの利上げを実施しても全体的な金融市場環境は引き続き緩和的で経済成長に資すると判断した」との考えを示している。通貨パーツ相場についても「対ドル相場は周辺国通貨に比べて安定している」との見方を示したが、先行きは「ボラティルな展開が続くとみられ、相場の動きと実体経済への影響を注視する必要がある」との認識を示している。さらに、金融市場の動向については「全般的に安定している」としつつ、「長期に亘る低金利環境に伴う、特に利回りを求める動きに起因する将来的なボラティリティの高まりによるリスクを注視する必要がある」との考えを示している。そして、今回の利上げ実施については「すでに政府が実施しているマクロ安定化策と併せて金融システムの脆弱性の抑制に資する」とし、

「政策余地の構築を開始する必要がある」との認識を示した格好である。先行きの政策運営については「当面は緩和的な政策スタンスの維持が適切」としつつ、「景気、物価、金融市場の動向に加え、意図的に緩和政策を継続することに伴うリスクを注視する必要がある」との考えをみせるなど、足下では頭打ちの兆しがみられるものの、依然として過剰感が懸念される家計債務の動向を注視する考えを示している。また、同行は経済成長率見通しの改訂を行っており、

2018年及び2019年の経済成長率を+4.2%及び+4.0%と9月時点(+4.4%及び+4.2%)から下方修正する一方、インフレ率について2018年は+1.1%で据え置くも、2019年は+1.0%と9月時点(+1.1%)からわずかに下方修正している。なお、当研究所は先月に定例の経済見通しの改訂を行い、2018年の経済成長率は+4.2%と政府及び中銀と同じ伸びになるとみる一方、2019年は+3.1%といずれの見通しよりも低くなるとみており、追加的な金融引き締めの実施は難しいと予想する(詳細は11月28日付レポート「[アジア\(中国・インド・NIES・ASEAN5\)経済見通し\(2018年11月\)](#)」をご参照下さい)。

以上

図4 家計部門の債務残高の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

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、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。