

タイ中銀、「ホットマネー」によるバーツ高の憂鬱は続くか

～利下げ余地も効果も乏しく、ファンダメンタルズの強固さを背景にしたバーツ高圧力は続く可能性～

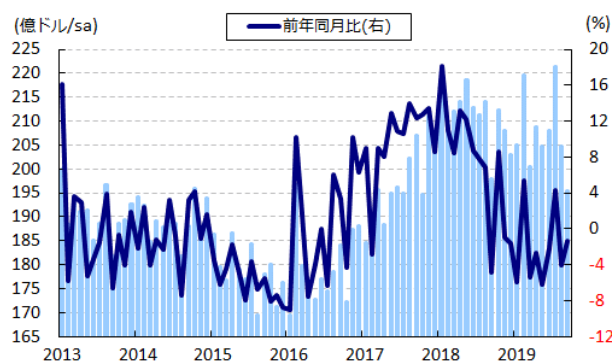
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の世界経済の減速懸念及び中国景気の減速はアジア新興国の重石となるなか、輸出依存度が高いタイでは輸出鈍化が景気の足かせとなっている。民政移管後の政権発足が遅れたことも景気の重石となった。一方、国際金融市場の活況を受けた資金流入はバーツ高を招くなど輸出の下押しする悪循環に繋がっている。中銀及び政府の景気下支え策にも拘らず、景気見通しは下方修正を余儀なくされる状況が続いてきた。
- 中銀は6日の定例会合で2会合ぶりの利下げを実施し、政策金利は世界金融危機直後以来の低水準となった。また、同行は景気及び物価見通しを引き下げるとともに、バーツ高圧力をけん制すべく必要に応じて対策を講じる可能性を示唆した。しかし、追加利下げ余地は小さく過剰債務による利下げ効果も乏しいなか、ファンダメンタルズが強固な同国には資金流入が起こりやすく、当面はバーツ高圧力がくすぶる展開が続こう。

足下の世界経済を巡っては、昨年来の米中摩擦の激化に加え、保護主義姿勢の広がりなどを受けて世界貿易が萎縮するなど景気の足かせになる動きが顕在化しており、先行きは一段と減速感を強める可能性が高まっている。さらに、中国の景気減速の動きは近年中国を中心とするサプライチェーンに組み込まれてきたアジア新興国経済の足かせとなり、機械関連産業を中心にASEAN（東南アジア諸国連合）内でも最も集積が進んでいるタイは経済の外需依存度が相対的に高いことも重なり、輸出鈍化が景気の重石となる展開が続いている。同国政府は年初段階において、今年の経済成長率見通しを4.0%とする見方を示していたものの、その後は世界経済の減速感が強まっていることに加え、今年3月の民政移管に向けた議会下院（人民代表院）総選挙の後の政権樹立に時間を要した結果、政策的な景気下支えが図られなかったことも重なり、見通しの下方修正をせざるを得ない事態に追い込まれている。なお、7月には民政移管を経てプラユット政権の継続が決まったものの、その後は与党連合内から離反する

図1 輸出額の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成、季調値は当社試算

図2 バーツ相場(対ドル)の推移



(出所) Refinitiv より第一生命経済研究所作成

動きが相次ぎ（詳細は8月19日付レポート「[タイ・プラユット政権、民政移管1ヶ月で早くも困難に直面の様相](#)」をご参照下さい）、現時点（11/6時点）では議会下院における与党連立の議席数は252と過半数（251議席）をわずかに1議席上回る『綱渡り状態』にある。他方、年明け以降の国際金融市場は米FRB（連邦準備制度理事会）による「予防的利下げ」などに伴い『カネ余り』が長期化すると期待が高まるなか、世界的な金利低下を受けて一部のマネーがより高い収益を求めて新興国などに回帰する動きが出ており、上述のように足下のタイ経済は力強さを欠くにも拘らず資金流入に伴い通貨パーツ相場は高止まりし、パーツ高による輸出競争力の低下が輸出の足かせとなる悪循環に陥っている（詳細は7月9日付レポート「[タイ、「ホットマネー」によるパーツ高が苦境を深める展開](#)」をご参照下さい）。よって、中銀はパーツ高の阻止と景気下支えを目指して今年8月に4年4ヶ月ぶりとなる利下げ実施に動き（詳細は8月8日付レポート「[タイ中銀、市場動揺のどさくさに紛れてパーツ高阻止へ利下げ実施](#)」をご参照下さい）、その後もパーツ高圧力の回避に向けて対策強化に取り組む姿勢を示したものの、パーツ高圧力は収まらない展開が続いている。結果、中銀は9月の定例会合に併せて公表した最新の経済見通しで今年の経済成長率を+2.8%に下方修正したほか、政府（財務省）も先月末に同様に経済見通しを+2.8%に下方修正するなど、5年ぶりに3%を下回る伸びに留まる可能性が高まっている。政府は8月に総額3160億パーツ（GDP比1.9%）規模の景気刺激策の実施を発表し、先月末には総額58億パーツ規模の追加対策を発表して3%成長の達成を目指す方針を明らかにしているものの、外需を取り巻く環境の悪化に加えて、足下のパーツの対ドル相場は6年強ぶりの高値圏で推移して景気の足かせになるなど、タイ経済にとっては悪材料が山積する展開が続いている。

こうしたなか、中銀は6日に開催した定例の金融政策委員会において政策金利を2会合ぶりに政策金利を25bp引き下げ、いわゆる『リーマン・ショック』をきっかけにした世界金融危機直後以来となる1.25%とする決定を行った。なお、8月の利下げ決定の際には、政策委員の票が『5（25bpの利下げ）対2（据え置き）』と割れる動きがみられたものの、今回も同様に『5対2』となるなど政策委員の間に依然として慎重姿勢がくすぶっているものと判断出来る。会合後に公表された声明文では、「貿易摩擦に伴う世界貿易の萎縮を受けた財輸出の減少に加え、観光客数も緩やかな伸びに留まる結果、財政出動にも拘らず雇用・所得環境の悪化や家計債務負担の重石も重なり家計消費は減速が見込まれ、民間投資も見通しを下回るなど、経済成長率は直近の経済見通しを下回るペースに留まるとともに、潜在成長率を下回る水準となる」など弱含んでいるとの見方を示した。なお、先行きについては「米中摩擦に伴う生産拠点移管の動きやインフラ投資拡充の動きが下支えになる」としつつ、「国有企業による投資遅延の動きが公共投資の足かせになる」との見方を示すとともに、「貿易摩擦の激化や地政学リスクが下振れ要因となる」一方、「景気刺激策の効果発現の動向を注視する必要がある」とその効果を期待する姿勢をみせた。一方、足下のインフレ率は同行が定めるインフレ

図3 政策金利の推移



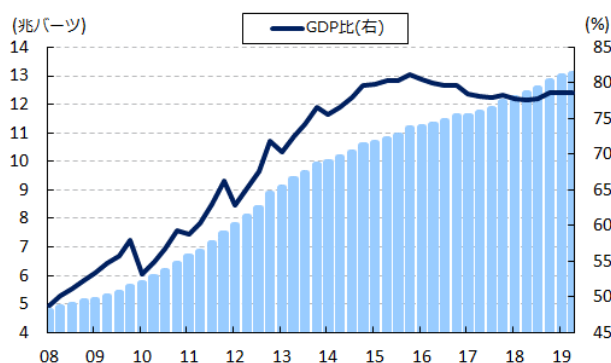
(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

目標を下回る推移が続くなか、「エネルギー価格の下振れと世界経済の減速が重石となり、今年及び来年のインフレ率はともにインフレ目標の下限を下回る」との見通しを示した。その上で、「需要インフレ圧力の弱さに加え、電子商取引の発達や価格競争の激化、生産コストの抑制に繋がる技術革新など構造変化が物価抑制要因になる」との見方を維持するなど、インフレ見通しの弱さが利下げ余地に繋がったとみられる。また、金融市場環境については「名目、実質金利ともに低水準で推移し、流動性も潤沢であるなど緩和的」との認識を据え置くも「資金需要の伸びは引き続き弱い」ことを懸念する一方、「貿易相手国に比べて通貨パーツ相場が割高に推移しているに伴う実体経済に対する悪影響及び外需への不透明感を懸念する」として、引き続きパーツ高をけん制する姿勢を示した。そして、「資金移動に関する規制緩和を通じて為替リスクの管理を強化する」としつつ「必要に応じて適切な措置を講ずる」とするなど、パーツ高阻止に向けた追加対策の可能性を仄めかしている。さらに、足下の金融市場については「全体的に安定している」との見方を維持するも、9月の前回会合時と同様に「中小企業向けローンの動向を通じた将来的な金融市場の脆弱性に繋がり得るリスクを精査する必要がある」との認識を示し、具体的に「①低金利環境の長期化に伴う利回り追求姿勢、②家計部門及び中

小企業の債務蓄積の動き及び返済能力、③貯蓄信用組合による資産拡大及び貯蓄信用組合どうしの相互連動的な動き、④叩き売りに繋がり得る大企業によるレバレッジ拡大の動き」を挙げた。先行きの政策運営については「景気、物価、金融市場動向に加え、これらに影響を与え得るリスクを注視しつつ計画的に緩和姿勢を維持」しつつ、「構造問題が競争力や景気動向に与える影響について関係各所と協議する」との考えも据え置くなど、緩和政策の長期化を示唆する姿勢をみせた。会合後に記者会見に臨んだ同行のウィラタイ (Veerathai) 総裁は、パーツ高阻止に向けた具体的な対応について「輸出業者に対して海外口座での輸出代金の保有を認める」ほか、「外貨での金取引を認める」ことや「国内投資家による海外への直接投資を認める」などの取り組みを明らかにし、「利下げと一連の対応によりパーツ高は収まる」との見方を示した。しかし、世界的な『カネ余り』の長期化が期待される一方、家計債務の過剰感をみればさらなる利下げ余地及びその効果は乏しくなっていることを勘案すれば、経常黒字であるなど経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）が強固な同国には資金流入が起りやすく、資本規制など『強硬策』が採られないなかではパーツ高圧力が掛かりやすい状況が続くと見込まれる。タイ政府及び中銀が直面するパーツ高の憂鬱は当面収まりそうにない展開が続くであろう。

以上

図4 家計部門の債務残高及びGDP比の推移



(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。