

タイ中銀、新型肺炎の悪影響を警戒して「背水の陣」の利下げ実施

～家計債務や世界景気を勘案すれば効果は未知数、今後の政策対応は一段と困難なものに～

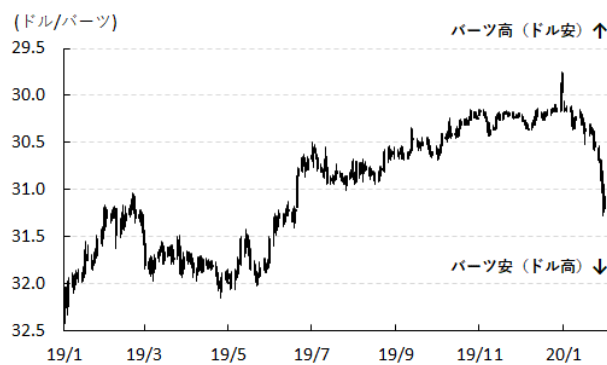
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

(要旨)

- 昨年末から年明け直後の国際金融市場は米中合意への期待などを背景に活況を呈し、タイ・バーツ相場は一時6年半ぶりの高値を付けた。中銀は昨年2度の利下げを通じてバーツ高阻止に動いたが、効果は上がらなかった。しかし、足下では中国での新型コロナウイルス流行による景気悪化が懸念され、バーツ安圧力が強まっている。先月末には政府が成長率見通しを下方修正するなど、一段の景気減速が意識されている。
- 中銀は昨年、景気下支えとバーツ高阻止の「二兎」を狙うも、バーツ相場を取り巻く環境が一変するなかで次の手に注目が集まっていた。こうしたなか、中銀は5日の定例会合で利下げを決定し、政策金利は過去最低の1.00%となる。景気の下振れが意識されるなかで中銀は「背水の陣」を敷いたとみられるが、家計債務の過剰感を勘案すれば景気押し上げ効果は限定的な上、バーツ安による外需押し上げ効果も不透明である。追加的な政策余地も限られるなか、中銀にとって今後の政策対応は一段と厳しいものになると予想される。

昨年末から年明け直後にかけての国際金融市場では、米中合意に対する期待の高まりを受けて調整局面が続いた世界的な製造業の企業マインドに底打ち感が出たことに加え、米FRB（連邦準備制度理事会）による「予防的利下げ」実施などを追い風に『カネ余り』の長期化が期待されたことも追い風に、世界的に株価は最高値を更新するなど活況を呈する状況がみられた。また、先進国の金融緩和に伴う世界的な長期金利の低迷を背景に、世界的により高い収益を求めるマネーの動きが活発化しており、新興国への資金流入の動きが後押しされる流れも強まった。こうしたなか、タイの通貨バーツ相場を巡っては、アジア新興国のなかでは数少ない経常黒字国であるなど対外収支構造の堅牢さなどを理由に、いわゆる『ホットマネー』の流入圧力が強まる展開が続いてきた。なお、タイ経済はアジア新興国のなかでは相対的に輸出依存度が高い上、輸出に占める製造業関連の割合が高いなど世界経済、近年は中国経済の動向に左右されやすい傾向があり、このところの中国経済の減速の動きは輸出の足かせとなっているなか、バーツ高による価格競争力の低下は輸出のさらなる重石となることが懸念された。こうした事態を受けて、中銀は昨年2度の利下げを実施して政策金利を世界金融危機直後以来の水準とするなど金融緩和を進めたほか、バーツ高圧力の緩和に向けた対応を強化する姿勢を強めてきたものの、国際金融市場の活況も追い風とする資金流入を受けてバーツ高に拍車がかかる展開

図1 バーツ相場(対ドル)の推移

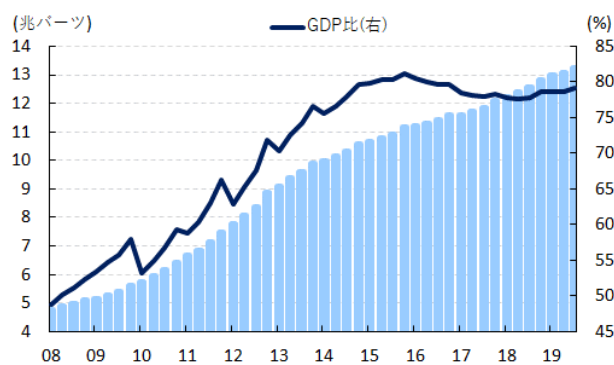


(出所) Refinitiv より第一生命経済研究所作成

が続いてきた（詳細は昨年11月6日付レポート「[タイ中銀、「ホットマネー」によるバーツ高の憂鬱は続くか](#)」をご参照下さい）。しかし、昨年末にバーツの対ドル相場は一時6年半ぶりの高値を更新したものの、年明け以降は一転して下落傾向に転じており、足下では中国で発生した新型コロナウイルスによる金融市場の動揺を背景に下落ペースが加速して一時は8ヶ月ぶりの安値を付けるなど、バーツ相場を取り巻く状況は一変している（詳細は1月29日付レポート「[タイ・バーツ、新型コロナウイルスの余波で下落圧力に歯止め掛からず](#)」をご参照下さい）。この背景には、ここ数年タイが中国国内で人気の高い海外旅行先となっており、海外からの観光客の約3割を中国（含、香港）からの来訪者が占めるなど、その動向に大きく依存していることが影響している。さらに、タイ経済にとって観光産業は関連分野を含めるとGDPに対する割合が1割を上回るなど一大産業である上、昨年1年間の中国人観光客（含、香港）によるタイ国内での支出額は5840億バーツとGDP比で3.5%弱に上るなど、観光関連のみならず経済全体に対する影響も大きい。よって、新型コロナウイルスによる悪影響の収拾の目途が立たない上、先月末以降は中国政府が団体旅行の禁止措置を発動するなど観光客の激減も予想されるなか、観光関連収入の減少による経常黒字の縮小、さらには景気減速が嫌気される形でバーツ相場に『逆風』が吹いている。事実、タイ政府は先月末に今年の経済成長率見通しを+2.8%と昨年10月時点の見通し（+3.3%）から▲0.5pt下方修正しており、その理由に軟調な輸出や新型コロナウイルスによる悪影響を挙げたほか、その後も政府や中銀の高官などが相次いで景気下振れの可能性を示唆する発言を行うなど景気に対する見方が急速に弱含むなか、政府は追加的な景気対策に動く方針を示している。

中銀は昨年、景気下支えとバーツ高圧力の緩和という『二兎』を狙う形で2度の利下げを実施したものの、上述のように昨年末にかけての国際金融市場の活況を受けた『ホットマネー』の流入によるバーツ高圧力が続いたほか、年明け直後も中銀はバーツ高の阻止に向けて為替介入を実施するとともに、バーツ高圧力の抑制に向けた取り組みを強化する姿勢を示していた。しかし、足下では新型コロナウイルスの流行に伴う中国经济への不透明感を理由にバーツ相場に一転して下押し圧力が掛かっているほか、観光客数の減少に伴う景気減速懸念に加えて、資金流出による国内金融市場への悪影響が实体经济の足かせとなることも懸念されるなど、同国経済を取り巻く状況は大きく変化している。こうした事態を受けて、金融市場においては中銀が一段の金融緩和を通じて景気下支えに動くとの見方が出る一方、足下のバーツ相場を取り巻く状況が一変しているなかでの利下げ実施はバーツ安圧力を加速させるリスクがある。さらに、同国では過去の政権が実施した景気刺激策や長期に亘る低金利環境などを理由に、家計部門が抱える債務残高はGDP比で80%弱とアジア太平洋地域のなかで突出した国のひとつであり、追加利下げによる景気下支えの効果は限定的となりつつある。こうした状況にも拘らず、中銀は5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25bp引き下げて過去最低水準の1.00%とする決定を行った。なお、今回の決定は『全会一致』で行われるなど、

図2 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

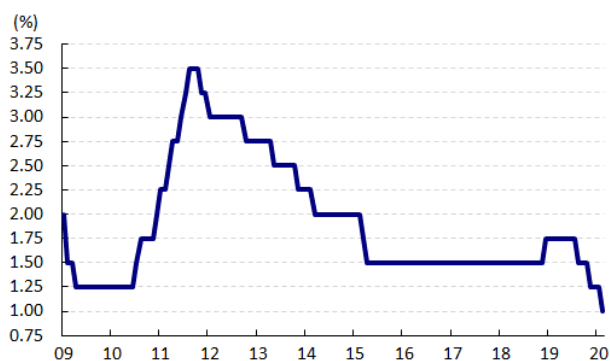
昨年(2019年)の2回の利下げ決定に際しては政策委員の間で票が割れていたことを勘案すれば、足下では政策委員が一致して景気の下振れを警戒する姿勢を強めていると判断出来る。なお、会合後に記者会見に臨んだ同行のティタヌン (Titanun) 副総裁は、足下の景気について「今年の経済成長率は見通しを下回る」との見方を示し、「新型コロナウイルス、予算執行の遅延、干ばつの発生が景気に影響を与える」との考えを示した。その上で、

「観光客数は予想を大きく下振れる」ほか、「政

府支出も予想を下回る」との見通しを示すなど、景気下支えに向けて一段の金融緩和により先んじる姿勢を示したと捉えられる。なお、足下のパーツ相場については「経済のファンダメンタルズ (基礎的條件) に沿ったものではない」との見方を示す一方、「足下のパーツ安圧力にも拘らず資金流出を促す制度緩和を続ける」とするなど、昨年パーツ高圧力に苦しめられたことを受けて一段のパーツ安を志向する姿勢を示した。これを受けてパーツ相場には一段と下押し圧力が掛かると見込まれる一方、新型コロナウイルスの影響で早期に中国人観光客の回復が見込めない上、世界経済の下振れに伴う需要への下押し圧力を勘案すればパーツ安が外需の下支えに繋がるかは極めて不透明である。さらに、家計債務の状況は利下げによる景気下支え効果の限界が意識されやすいなか、今後は追加的な利下げ余地の限界も意識されるなかで、中銀としては『背水の陣』を敷いた格好とも捉えられる。他方、中銀としては現時点で打てる手を使い果たしてしまった感もあるなか、今後の政策対応はこれまで以上に厳しくなることは避けられないであろう。

以上

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

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。