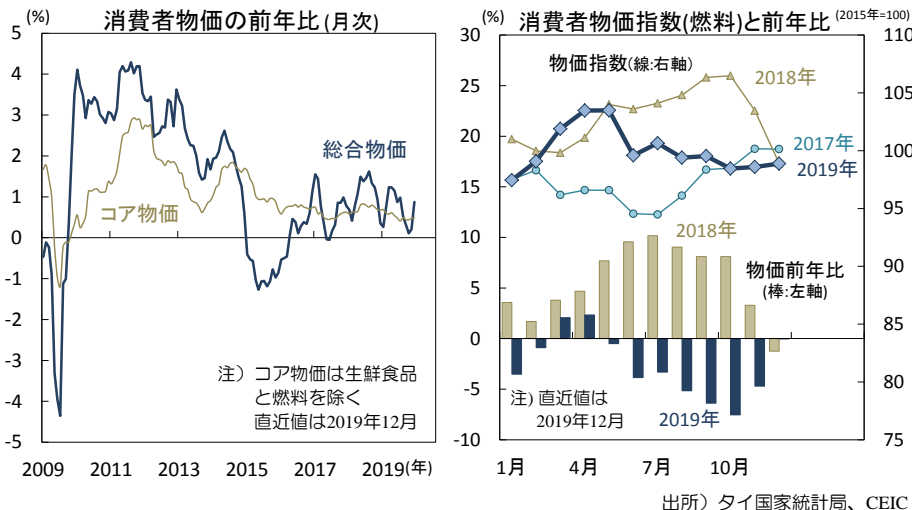


## タイ: 景気と物価が低迷を続ける中で、中央銀行は追加利下げに踏み切るのか

【図1】 総合物価の伸び率が上昇したものの+1%には届かず(左)



先週2日、タイ政府は12月の消費者物価が前年比+0.9%と前月の+0.2%より上昇したと公表(図1左)。燃料が同+0.0%と前月の▲4.7%より上昇した影響です。前年同月に国内外の燃料価格が低下した反動(ベース効果)によります(図1右)。食品は同+1.7%と前月の+1.5%より小幅に上昇した一方、生鮮食品と燃料を除くコア物価は同+0.5%と前月と同率。内需が低迷する中、需要側からの物価上昇圧力は見られません。昨年通年の物価上昇率は+0.7%と前年の+1.1%より低下。タイ銀行(BoT)は2015年に総合物価目標を導入したものの、以降5年間のうち4年間は物価が目標下限の+1%を下回りました。

景気と物価が低迷する中、BoTは金利を低く抑えています。12月18日、BoTは政策金利を1.25%に維持。前回11月の利下げ(1.5%→1.25%)を経て金利を据置きました(図2左)。Bloomberg集計で23社全てが予想した通りの内容であり、決定は全会一致と、5対2で利下げを決めた前回とは異なりました。BoTは、今回、景気と物価の見通しを下方修正。前回の利下げの背景には景気物価見通しの悪化があったことを示唆しました。

【図2】 11月の利下げを経て12月には政策金利を据置き(左)



GDP成長率(図2右)の予想は、2019年が+2.5%(前回9月:+2.8%)、2020年は+2.8%(同:+3.3%)へ下方修正。主に、輸出と民間投資見通しの大幅引下げによります。総合消費者物価上昇率の予想は2019年が+0.7%(同:+0.8%)、2020年は+0.8%(同:+1.0%)へ下方修正。BoTは、2年連続で物価目標の達成ができないであろうことを自ら認めました。

BoTの声明は、世界景気は安定し始め、2020年のタイの輸出と景気の見通しを改善させたと記述。しかし、輸出(図3左)は前回予測より大きく落込んだ上に回復の速度も遅く、今後の経済成長率は潜在水準と前回予測を下回るだろうとしました。輸出低迷の背景として、通商対立に伴う世界的な貿易量の鈍化と、製造業部門の構造変化に伴う輸出競争力への影響などを列挙。後者は、主要な輸出部門である自動車・部品や電子部品に関するものでしょう。自動車製造工程の自動化や電気自動車の普及に伴う所要部品数の減少が雇用創出力を低下させており、電子部品に関しては技術変化ゆえに次の電子循環回復の恩恵が限られたものとなる可能性を指したものと考えられます。

## ● 構造的な物価上昇率低下も考慮し物価目標レンジを引下げ

内需については、公的支出と民間投資が前回予想を下回るとし、国有企業による投資や官民協働(PPP)型インフラ投資の一部の遅れが原因と指摘。民間消費についても、輸出企業を中心に悪化する雇用・所得環境や高水準の家計債務が重しになるとしました。声明は、物価は2020年も目標を下回る見通しであり、世界景気と燃料価格の低迷が背景であると説明。加えて、長引く低物価の一因は経済構造の変化であるとし、(a)電子商取引の拡大、(b)価格競争の激化、(c)技術進歩による生産コストの低下等を背景として挙げました。12月24日には政府が2020年の物価目標を閣議決定。BoTと財務省による原案どおり、目標は、従来の「+2.5±1.5%」(+1~4%)から「+1~3%」に変更されました。構造的な物価上昇率低下の影響(上記a~c)も考慮した決定と思われます。

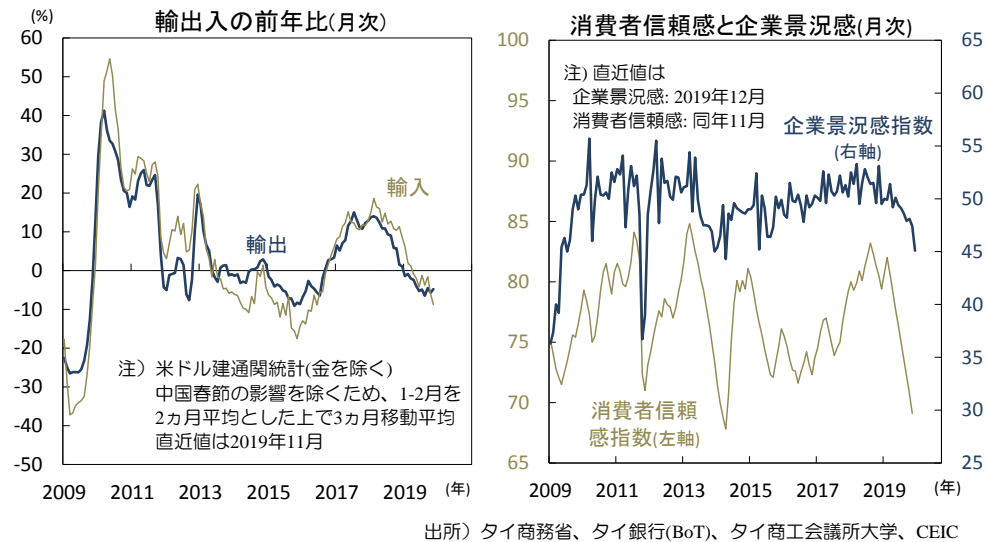
声明は、パーツ相場について、前回会合以降はおおむね横ばいだが「上下に変動するようになり域内通貨と同様の動き」であると、昨年初以降のパーツ独歩高の動きがひとまず終息したことを素直に歓迎。もっとも「貿易相手国の通貨に対するパーツの上昇を懸念し、為替相場と資本の動きを注視する」、導入済の対外投資促進策の効果を注視し、「追加措置が必要かを検討する」と、前回と同様の文言を残しました。

## ● 今年半ばにかけて追加利下げの機会を探る展開か

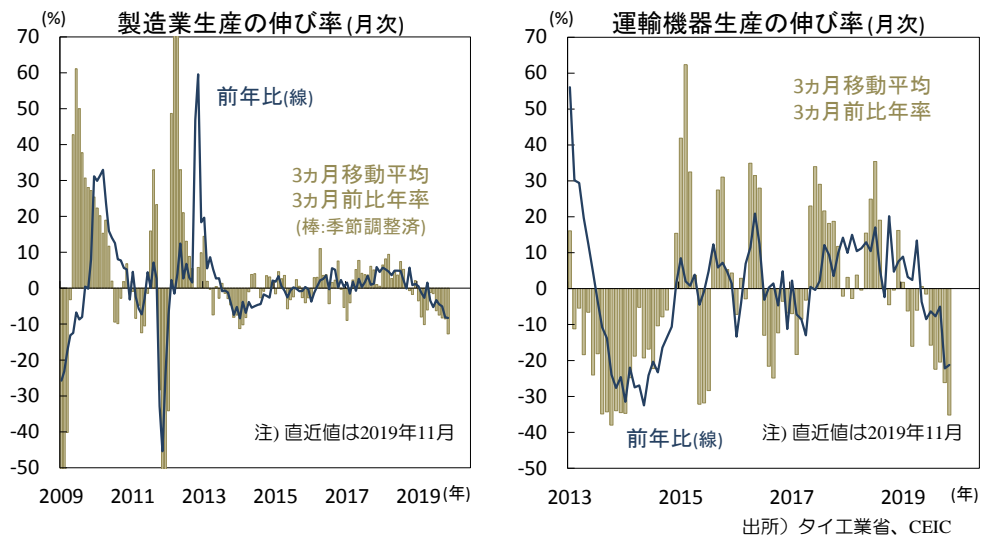
声明は、金融システムの安定性について、前回の文言をほぼ踏襲。現在は安定的であるものの、将来のもろさにつながり得るリスクを注視するとし、中小企業向け貸付の質が悪化する可能性などに言及しました。また、前回と同様にミクロとマクロの健全性規制を適切に組み合わせて金融の安定性を保つべきとしました。

声明は、前回と同様に「今後は景気、物価、金融面の安定性を注視し政策を運営」と記述。一方、前回の利下げ時に削られた「適切な政策手段を使えるよう備える」という一文が復活しており、将来の追加利下げの可能性を排除していない模様です。現在の政策金利は史上最低水準であるものの、BoT高官は政策金利に「魔法の数字はない」と追加利下げ余地はないとの観測を否定。前回利下げ時の反対者2名が訴えた通り「将来のリスクに備えて限られた政策(利下げ)余地を温存すべき」という考えはあるものの、更なる景気物価見通しの悪化があれば追加利下げをためらわないとみられます。BoTは景気と物価や金融システム・リスクの動向を注視しつつ、限られた追加利下げ余地を使うべきかを慎重に見極めるでしょう。今年半ばまでに0.25%ptの利下げが行われ、政策金利は1%と過去最低を更新する可能性が高いと考えられます。(入村)

## 【図3】 落ち込む輸出入(左)、悪化する消費者信頼感と景況感(右)



## 【図4】 落ち込む製造業生産(左)、低迷する運輸機器生産(右)



### ・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のために三菱UFJ国際投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき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。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮しておりません。
- 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三菱UFJ国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・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。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号  
加入協会：一般社団法人投資信託協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会