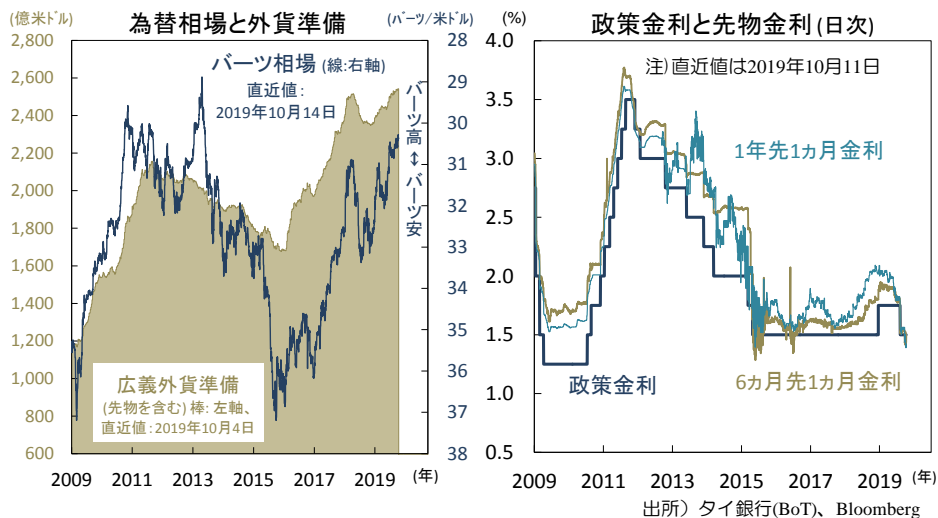


## タイ: 高まる追加利下げ期待、当局の懸念をよそに上昇を続けるパーツ相場

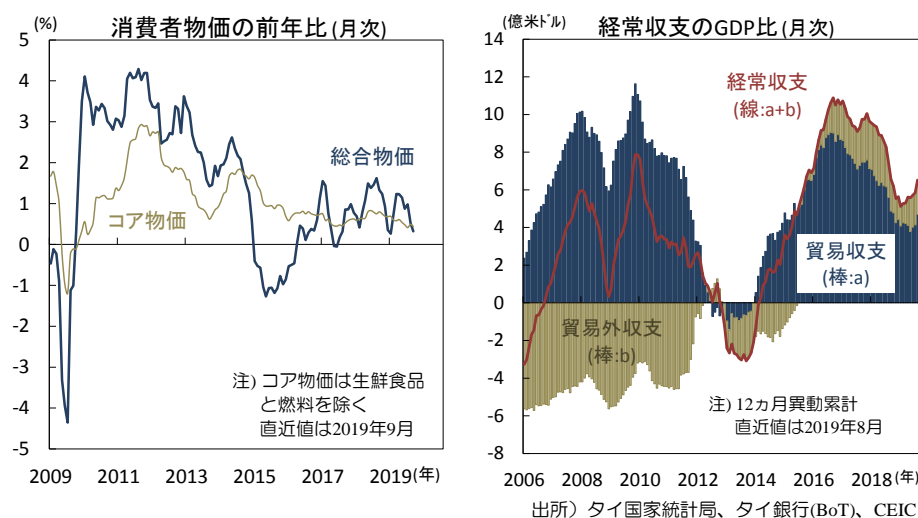
【図1】 当局を悩ませるパーツ高(左)、9月には政策金利を据置き(右)



タイ銀行(BoT)による追加利下げへの期待が高まっています。先週9日、BoTは前月25日の金融政策委員会(MPC)の議事要旨を公表。同要旨は、景気悪化の可能性を論じるとともに、通貨パーツの上昇が輸出だけでなく経済全般を下押しするリスクに言及しました。持続的にパーツが上昇する中(図1左)、輸出企業の収益と流動性と債務返済能力への影響や残業時間の減少が見られると指摘。「こうした動きが広がれば家計の購買力や経済成長にも影響が及ぶ」と景気下押しリスクを強調しました。なお、公表済のMPC声明はパーツ高は不透明な対外環境の下で「経済に大きく影響する」と記述。議事要旨は、パーツ高への警戒感が当初思われた以上に強いことを明らかにしました。

9月25日のMPCは政策金利を1.5%に維持。前回8月の利下げ(1.75%→1.5%)を経て、ひとまず金利を据置きました(図1右)。Bloomberg集計では29社中21社が据置きを予想。決定は全会一致であり、5対2で利下げを決めた前回とは異なります。BoTは、今年と来年の成長率見通しを大幅に引下げ、今年と来年の物価(総合とコア)も小幅に引下げました。

【図2】 低迷する消費者物価上昇率(左)、高水準の経常黒字(右)



BoTは、今年の成長率見通しを+2.8%(6月時点予想:+3.3%)、来年を+3.3%(同:+3.7%)へと下方修正。需要側では民間と公的部門の投資と輸出の見通しが引下げられました。声明は、景気拡大の速度は前回予想より低いものとなり、潜在水準を下回るであろうと記述。今年の総合消費者物価(図2左)は燃料価格の低下に伴って目標(+1~4%)下限を下回り、コア物価も需要側からの圧力の低迷に伴って鈍化するとし、総合物価予想を+0.8%(同:+1.0%)、コア物価を+0.6%(同:+0.7%)に下方修正しました。

金融システムに関しては、(1)低金利下の利回り追求によるリスクの過小評価、(2)家計と中小企業の債務増加と返済能力(の低下)、(3)(相対的に規制の緩い)貯蓄組合の資産と相互貸借の拡大、(4)大企業の債務の拡大などを注視するとししました。金融システムの安定性を保つために、今後はミクロとマクロの健全性規制を適切に組み合わせるべきとも記述。金融リスクゆえに追加利下げは難しいというかつての考えを改め、同リスクは規制の強化を通じて抑えるべきという考え方を示したものと考えられます。

## ● 中央銀行は年末までに追加利下げを実施か

景気の鈍化とパーツ相場の上昇を懸念するBoTは、年末までに追加利下げを行い政策金利を史上最低の1.25%に引下げることが高いでしょう。もっとも、利下げ時期の後ずれもあり得ます。議事要旨は、将来の(景気下振れ)リスクに備えて政策余地を残す必要もあると記述。複数の(some)委員は金融政策は既に緩和的であり、追加利下げを行っても金融安定に関わるリスクを増やす一方で景気支援の効果は大きくないと指摘しました。BoTは限られた追加利下げ余地を効果的に使うべく、景気、物価、金融環境、対外環境を注視しつつ、利下げの時期を慎重に探ると予想されます。

パーツは今年初より今週14日にかけて対米ドルで+7.1%上昇。主要アジア通貨最高、主要新興国ではロシア(+8.4%)に次ぐ上昇率です。なお、先週10日に同通貨は同▲0.2%下落。BoTがパーツ高抑制策の導入を公表したことが嫌気されました。BoTは、(a)対外投資の自由化、(b)金取引に伴う為替相場変動の抑制、(c)国内投資の促進を通じた経常黒字の抑制の3分野に言及。今後1-2カ月以内に(a)の措置が導入される見込みです。BoTは7月にもパーツ高抑制措置を導入。非居住者パーツ預金残高の上限を引下げ、グローバル・カस्टディアンによる最終投資家名の報告を義務化しました(注1)。

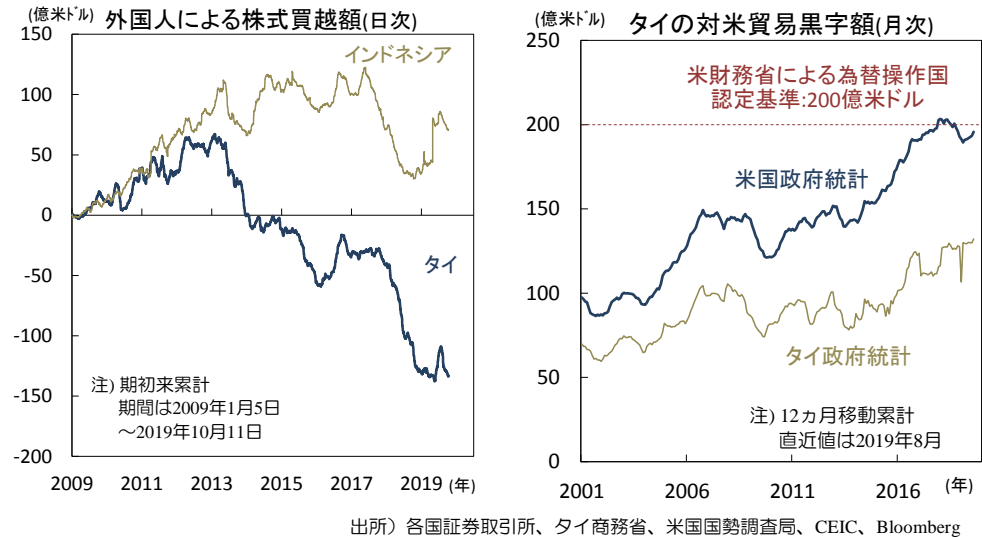
## ● 当局の懸念にかかわらず、今後もパーツ相場は上昇か

もっとも、パーツは7月末から今週14日にかけて同+9.5%と主要新興国首位の騰落率。上記の資本流入抑制策はパーツ高を抑えられませんでした。パーツを押し上げているのは資本流入ではなく、多額の経常黒字(図2右)。韓国や台湾等とは異なり巨大な国内機関投資家がないため、対外証券投資による経常黒字の海外還流は限定的です。また、海外からの証券投資額は近隣諸国に比べ小さく(図3左)、国際的なリスク回避局面での資本流出も限定的。米中通商摩擦等を巡り市場が悲観と楽観を繰り返す中で、資本流出圧力への抵抗力が強いパーツは他の新興国通貨より堅調に推移してきました。

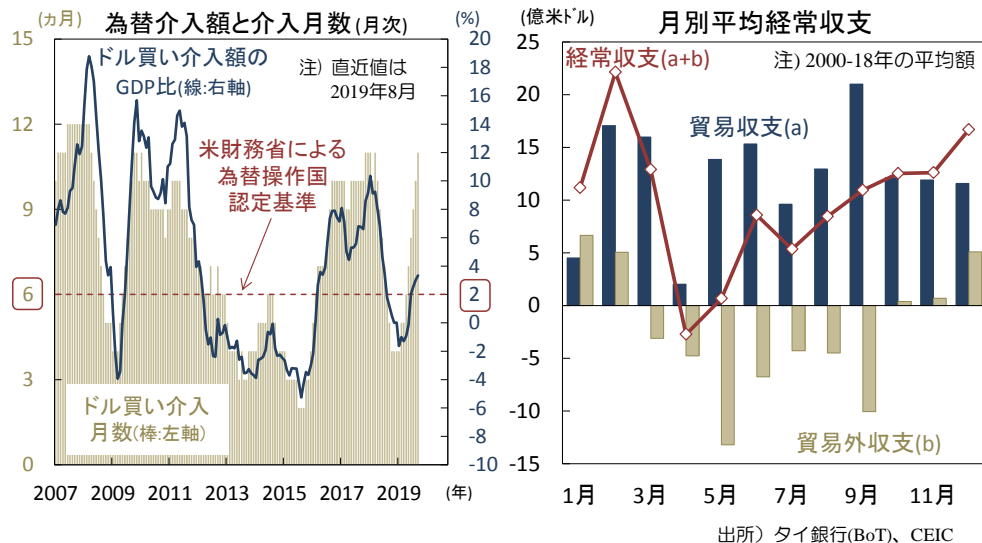
BoTはパーツ高を懸念するものの、2006年末の強硬な規制(無利子準備積立義務)導入に伴う金融市場混乱の反省もあり、同様の資本取引規制を課す可能性は低いでしょう。また、米財務省は今年5月より為替操作の審査対象国を拡大しタイも審査(注2)。多額の対米貿易黒字(図3右)と経常黒字を計上する同国が(図2右)、パーツ高を抑制するための介入によって外貨準備を増加させることは難しくなりました(図4左)。同国の観光シーズンの年末年始には旅行黒字が膨らむため、経常黒字は季節的に拡大(図4右)。今後も、当局の望まないパーツ相場の上昇が続くと予想されます。(入村)

注1) アジア・マーケット・マンスリー 2019年9月号 6頁を参照。注2) 左記レポート 6頁を参照。

## 【図3】低迷する証券投資流入額(左)、多額の対米貿易黒字(右)



## 【図4】増加する外貨準備(左)、経常黒字は年末年始に拡大(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