

2019年1月11日  
No.2018-042

## 物価目標を下回る低インフレ下で 利上げを行うタイ中銀の狙いとそのリスク

— タイ中銀は適度なインフレよりも金融システムの安定性強化を優先 —

調査部 熊谷章太郎

### 《要 点》

- ◆ 2018年12月19日、タイ中銀は、2015年4月以来据え置きを続けてきた政策金利（レポ・レート）を0.25%ポイント引き上げた。①資本流出リスクの抑制や金利上昇リスクを過小評価した不動産投資への警鐘、②景気悪化に対応する政策バッファの形成が今回の利上げの主たる理由である。
- ◆ しかし、適度なインフレ率達成の観点からは、利上げのタイミングは時期尚早と判断される。足元のインフレ率は中銀の物価目標を下回っており、2018年末にかけての原油価格下落により、今後一段と伸び率が鈍化すると見込まれる。加えて、消費者保護のための価格監視規制の厳格化やEC（電子商取引）の普及などに伴う取引コスト低下などの影響もあり、景気持ち直しにも関わらずインフレ率は高まりにくい状況が続くと見込まれる。タイ中銀が金融システムの安定性を強く意識した引き締め気味の金融政策を継続する場合、物価目標を下回るような低インフレが続く可能性がある。
- ◆ 低インフレは実質可処分所得の上昇を通じて消費拡大に寄与する一方、債務負担感の増大、実質利子上昇、賃金上昇率の鈍化などを通じて景気を下押しする。そのため、物価目標を下回るような低インフレの長期化は、中期的に低成長と低インフレの悪循環を招くリスクがあることに留意する必要がある。

本件に関するご照会は、調査部・熊谷章太郎宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-6028

Mail: [kumagai.shotaro@jri.co.jp](mailto:kumagai.shotaro@jri.co.jp)

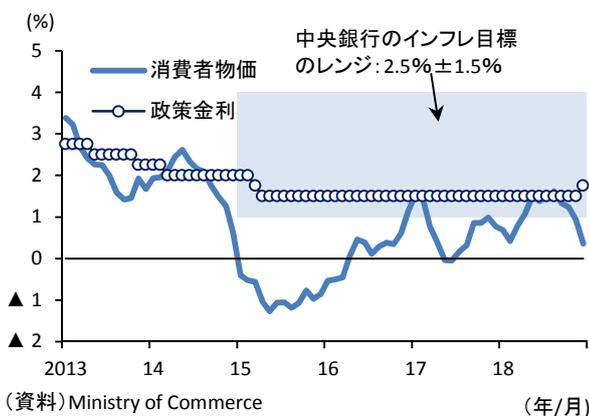
本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

## はじめに

2018年12月19日、タイ中銀は、2015年4月以降1.5%で据え置きを続けていた政策金利（レポ・レート）を1.75%に引き上げた（図表1）。2018年には、米国の利上げに伴う資本流出・通貨安・インフレに備える観点から、インドネシア、インド、フィリピンなど、アジア各国で利上げが行われた。タイでも、2018年6月以降、政策金利の引き上げを提言する委員は徐々に増えており（図表2）、今回の利上げは事前に広く予想されていた。しかし、インフレ率が中央銀行の物価目標を下回っていたことに加え、原油価格急落により物価下押し圧力が一段と強まる状況であるにも関わらず利上げが行なわれたという点で、タイの利上げは他のアジア新興国と性質が大きく異なる。

以下では、低インフレ下でタイ中銀が利上げに踏み切った背景を整理したうえで、タイ経済への影響を展望する。

図表1 政策金利と消費者物価（前年比）



図表2：2018年5月以降の金融政策決定会合の委員の投票結果、消費者物価、原油価格

	政策金利引き上げに票を投じた委員	政策金利据え置きに票を投じた委員	前月のCPI	原油価格
			前年比、%	ドル/バレル
2018年5月16日	0	7	1.1	71.2
2018年6月20日	1	5	1.5	65.9
2018年8月8日	1	6	1.5	66.9
2018年9月19日	2	5	1.6	71.1
2018年11月14日	3	4	1.2	56.2
2018年12月19日	5	2	0.9	48.0

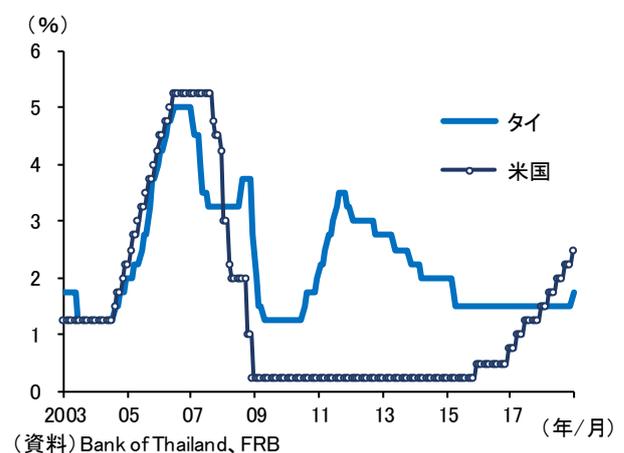
(資料) Bank of Thailand, Ministry of Commerce, EIA  
(注) 2018年6月の金融政策決定会合は1名が欠席。

## 1. 利上げの背景

まず、今回の利上げの背景を整理する。タイ中銀は、金融政策決定会合直後の声明において、①金融システムの安定性に対するリスクの抑制、②政策バッファの形成、の2要因を利上げの理由として指摘している<sup>1</sup>。

①の金融リスクは、グローバルリスクと国内リスクに分けられる。前者は、世界経済の不確実性の高まりに伴う資本流出リスクである。米国の段階的な利上げ、米中貿易戦争の深刻化、2019年の英国のEU離脱などにより、グローバル金融市場の不安定感が高まりつつある。これらが急激な資本流出につながり資産価格や為替相場に悪影響を及ぼすリスクがあるとタイ中銀は警戒している。米国の利上げについてみると、FRBが段階的な利上げを進める一方、タイ中銀が政策金利の据え置きを続けた結果、2018年3月以降、米国の政策金利

図表3 タイと米国の政策金利



(FF金利誘導目標の上限)はタイを上回るようになった（図表3）。2019年中もFRBは2回程度の

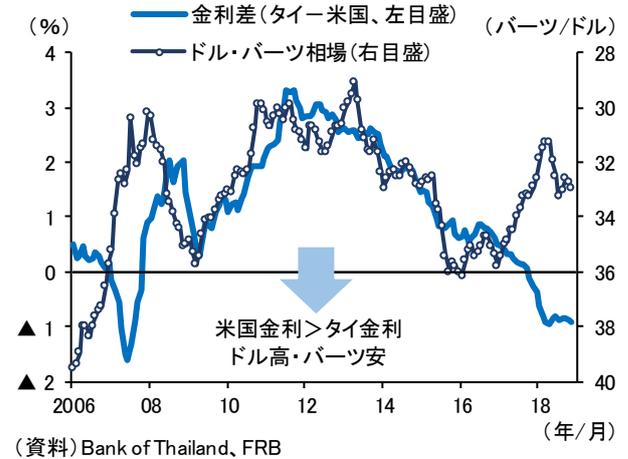
<sup>1</sup> 声明文では、“Thus, most members viewed that the need for accommodative monetary policy as in the previous period had reduced, and voted to raise the policy rate at this meeting in order to curb financial stability risks and to start building policy space.”と述べている ([https://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/Documents/PressMPC\\_82018\\_29PWC51.pdf](https://www.bot.or.th/Thai/MonetaryPolicy/Documents/PressMPC_82018_29PWC51.pdf))。

追加利上げを実施すると予想されているため、米タイ金利差はさらに拡大する可能性が高い。

これまでのところ、タイの景気回復に伴い対内直接投資が堅調に推移していることや経常黒字が続いていることなどを背景に、金利差の縮小・逆転にも関わらずパーツ・ドル相場は2018年前半にかけてパーツ高が進み、その後も1ドル=33パーツ前後で安定推移している(図表4)。また、財輸入の10ヵ月分を上回る外貨準備を保有していること(図表5)、実勢レートがすでに購買力平価対比パーツ安であること(図表6)などを踏まえれば、足許から急激にパーツ安が進むリスクは低いと考えられる。しかし、タイ中銀は、為替相場の大幅変動リスクを抑制するために、対米金利差を一定の水準に維持するように利上げを行ったと考えられる。

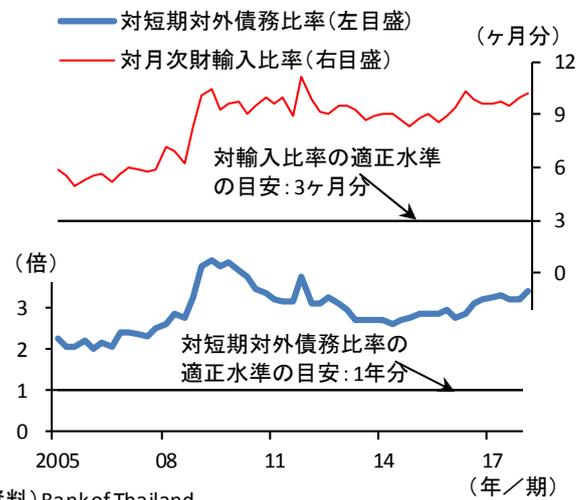
実際、パーツ安を誘発するような不安材料も幾つか見受けられる。例えば、経常黒字の対名目GDP比は、財輸出の減速や中国人観光客の減少<sup>2</sup>などを背景に、これまでの10%を上回る水準から2017年7~9月期には3%程度に縮小している(図表7)。さらに、今年前半に予定されている総選挙の行方も不透明要因である。これらのマイナス材料が意識されるようになれば、資金流出が加速するというシナリオも想定できる。ちなみに、2016年

図表4 タイ・米国の2年物国債の金利差とパーツ・ドル相場



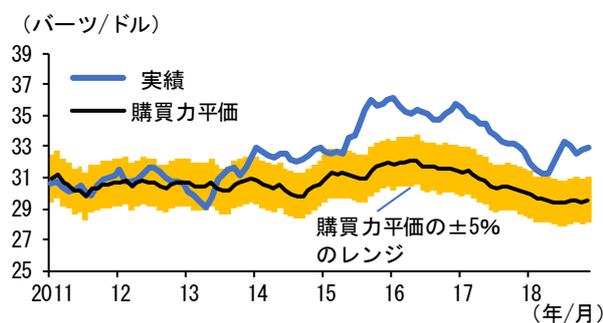
(資料) Bank of Thailand, FRB

図表5 外貨準備(対短期対外債務、対財輸入)



(資料) Bank of Thailand

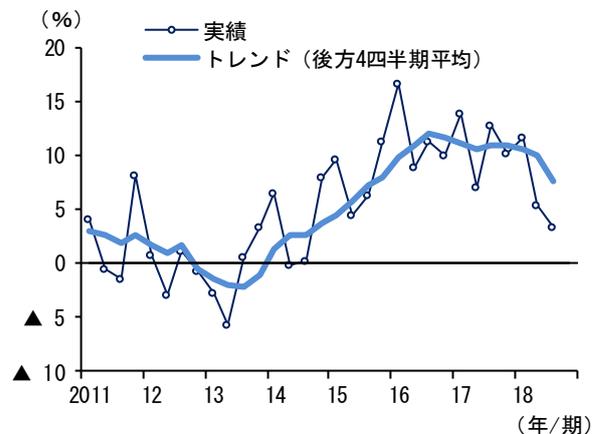
図表6 パーツ・ドル相場と購買力平価



(資料) IMF, Bank of Thailand, Bureau of Labor Statisticsなどを基に日本総研作成

(注) IMF: World Economic Outlook Databaseの絶対的購買力平価と為替レート実績の乖離率が2000年以降最も小さい2011年を基準年とし、両国の生産者物価指数を基に相対的購買力平価を試算。

図表7 経常収支(名目GDP比)



(資料) Bank of Thailand, National Economic Social Development Board

<sup>2</sup> 2018年7月のプーケット沖での船の沈没事故で50人弱の中国人観光客が亡くなったことを受けて、中国人のタイ観光へのマインドが悪化した。なお、政府は観光対策のため、中国を含む21の国・地域へのアライバル・ビザの時限的な無料化を2018年12月から実施している。

までタイと米国の2年物国債利回り格差とパーツ・ドル相場には高い相関がみられていたが、この関係に沿う形で為替調整が起こる場合、1ドル=38 バーツ程度と、現状から2割程度パーツ安が進む可能性がある。

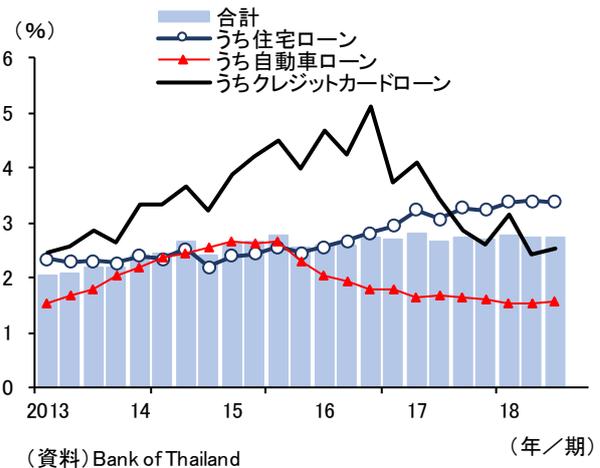
他方、国内リスクについては、これまでの長期にわたる低金利政策の副作用を指摘できる。タイ中銀が特に警戒しているのが、家計が先行きの金利上昇リスクを過小評価して高額な住宅を購入していることである。元利返済額が可処分所得の4割を上回るレバレッジの高い住宅ローンの増加が続いており、商業銀行の不動産に関わる不良債権比率も上昇傾向が続いている(図表8)。

タイ中銀は、これまでも今後の利上げの可能性について言及することで、金利上昇リスクを軽視したレバレッジの高い不動産購入の抑制を図ってきたが、より強い警鐘を鳴らすことが今回の利上げの狙いの一つだったと考えられる。なお、タイ中銀は、利上げに先駆けて、住宅ローン規制を厳格化する方針も発表している。2019年4月以降、1,000万バーツを上回る住宅購入の融資については、住宅価格に対する借入金額の上限を8割とするとともに、最低20%の頭金の支払いを義務化する規制を実施する予定である<sup>3</sup>(図表9)。

この他、貯蓄信用組合(Saving Cooperative)や一部の大手複合企業グループ企業が、リスクを軽視して預金よりも利回りの高い金融商品への投資姿勢を強めていることに対しても、タイ中銀は警戒を示している。大手トップ20の複合企業グループの借入・社債発行・株式発行の残高はそれぞれ総額の12%、55%、53%を占めるなど、金融システムの中で大きな存在となっている。これらの企業グループの財務リスクの高まりは、金融システムの安定性に悪影響を及ぼす可能性がある。

商業銀行は高い総自己資本比率を維持していること(図表10)、景気も回復傾向にあることから、これまでのところ金融システム全体へのリスクは

図表8 個人向けローンの不良債権比率

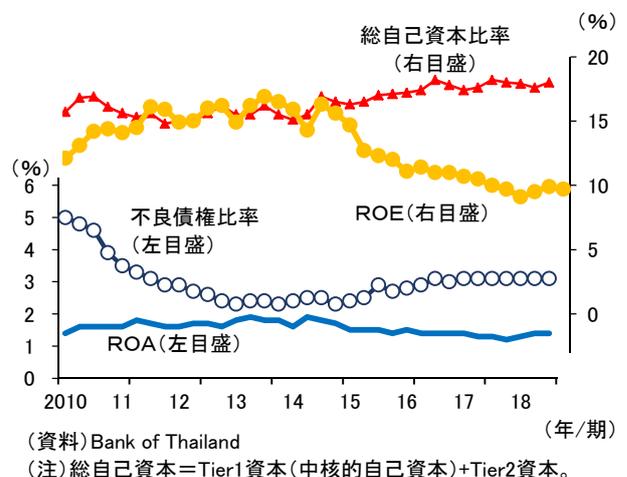


図表9 新たな住宅ローン規制 (2019年4月以降のローン契約)

	1,000万バーツ未満		1,000万バーツ以上	
	頭金	LTV(負債比率)上限	頭金	LTV(負債比率)上限
1軒目	0-10%	90~95%	20%	80%
2軒目	10%			
3軒目以降	20%		30%	
1軒目のローン返済実績3年以上	10%			
1軒目のローン返済実績3年未満	20%			

(資料)Bank of Thailand、各種報道を基に日本総研作成

図表10 商業銀行のROA/ROE、不良債権比率、総自己資本比率



(資料)Bank of Thailand

(注)総自己資本=Tier1資本(中核的自己資本)+Tier2資本。

<sup>3</sup>当初は2019年1月からの実施を目指していたが、不動産・金融機関への悪影響に配慮し同年4月に先送りした。また、条件に応じて規制が緩和される予定である。

顕在化していない。しかし、不良債権比率は2016年に3%程度に高まった後横ばいで推移しているほか、貸倒引当金の増加により商業銀行の収益性は低迷している。そのため、タイ中銀は、金融システムの安定性維持により強いメッセージを発したものと考えられる。

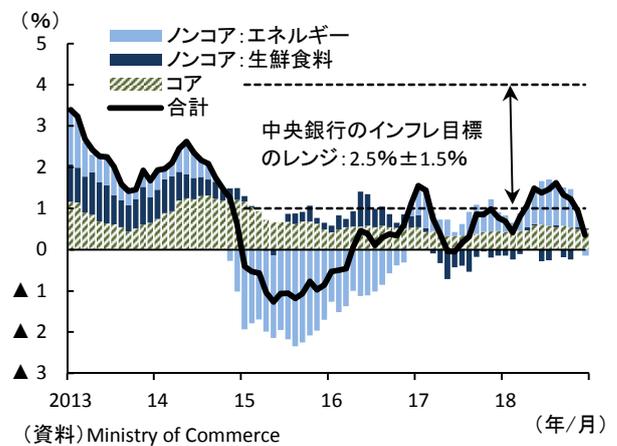
②の政策バッファーについては、今後の景気後退局面の利下げ余地を確保することを目指したものである。これまでの政策金利は1.5%であり、原理的には0.25%ポイントの利下げが6回可能である。しかし、リーマン・ショック後のマイナス成長局面に短期間に累計2.5%ポイントの利下げを実施したことを踏まえると、急激な景気悪化に対する金融緩和余地が十分確保されているとは言い難い。そのため、景気持ち直しが続く状況下で、政策バッファーの形成を目指した利上げを実施したのである。こうした「金融政策の正常化」は、多くの国の中央銀行が目指す方向性と整合的である。

## 2. インフレ率は目標下限を下回る

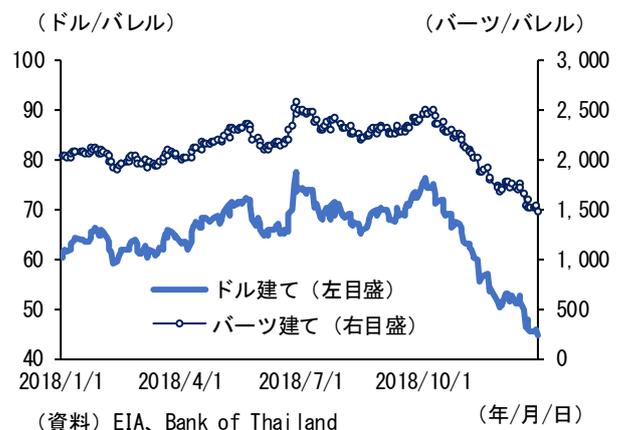
ただし、物価の安定という観点からは、今回の利上げは時期尚早といえる。消費者物価の前年比は2018年4月に前年比+1.1%と、タイ中銀の目標レンジ内(+1.0~4.0%)内に復帰していたものの、これはエネルギー価格の上昇が主因であった(図表11)。エネルギーと生鮮食品を除くコアインフレ率は、依然として+0.6~0.8%程度の緩やかな伸びにとどまっており、+1%を上回るインフレ率が安定的に続くかは不透明な状況にあった。実際、2018年7~9月期の実質GDPの伸び鈍化や同年秋口以降の原油価格下落を背景に、消費者物価は2018年11月に前年比+0.9%と、再び物価目標の下限を下回る伸びに鈍化した。さらに、原油価格は金融政策決定会合が実施された12月19日には1バレル=40ドル台後半まで下落しており、消費者物価の伸びが一段と低下していくことが確実視される状況であった。(図表12)。また、2018年後半にかけての財輸出の増勢鈍化や外国人観光客の減少などを背景に産業界ではパーツ安を期待する声も強まっており、財務省も利上げを牽制していた。

こうした状況にも関わらず利上げが行われた理由としては、2015年1月に物価目標がコアインフレ率(+0.5~3.0%)から総合インフレ率(+1.0~4.0%)に変更された後も、コアインフレ率に重きを置いた金融政策が実施されている可能性を指摘できる。実際、消費者物価は2015~2016年前半にかけて物価目標の下限を大幅に下回っていたものの、コアインフレ率が+0.5%程度を維持したことから、2015年4月に政策金利を1.5%に引き下げた後は据え置きが続いた。実際、修正テイラールー

図表11：消費者物価（前年比）

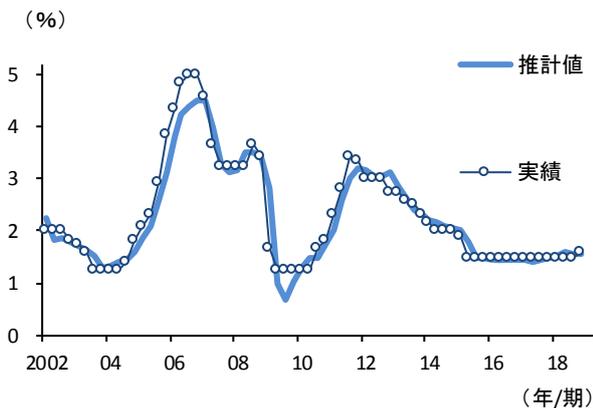


図表12：原油価格



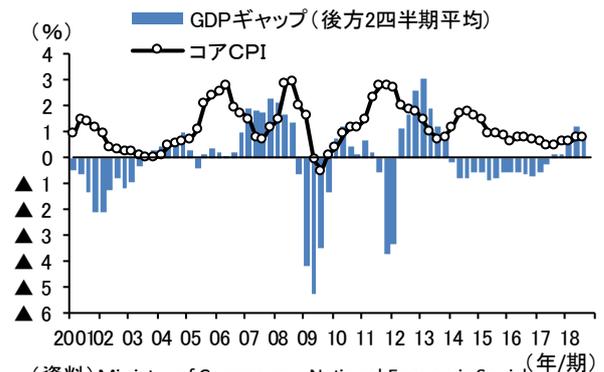
ルに基づく政策金利推計を行なうと、現在の政策金利が、GDPギャップとコアインフレ率に基づくインフレギャップ（＝実際のコアインフレ率－コアインフレ目標中央値）と整合的な水準に設定されていることを示している（図表 13）。コアインフレ率に基づく修正テイラールールによれば、GDPギャップがプラスに転じていることや（図表 14）、潜在成長率の緩やかな持ち直しなどにより、足元の利上げは正当化されることになる。

図表 13 修正テイラールールに基づく政策金利



(資料) NESDB, Bank of Thailand, Ministry of Commerceなどを基に日本総研作成  
(注) 下記のテイラー・ルールに基づき試算  
政策金利 =  $\lambda \times$  前期の政策金利 +  $(1-\lambda) \times$  (潜在成長率 + 目標コアインフレ率中央値 +  $\alpha \times$  インフレギャップ +  $\beta \times$  GDPギャップ後方2四半期平均)  
推計期間2001年Q2～2018年Q3、修正R2 = 0.92、係数(t値):  $\lambda = 0.74$  (17.1)、 $\alpha = 1.06$  (7.62)、 $\beta = 0.31$  (3.37)

図表 14 GDPギャップとコアCPI（前年比）



(資料) Ministry of Commerce, National Economic Social Development Boardを基に日本総研作成  
(注) GDPギャップはHPフィルタで抽出したトレンドとの乖離率。

### 3. さらに強まるデフレ圧力

タイ中銀は、利上げを決定した金融政策決定会合後、2019年も底堅い景気拡大が続き、インフレ率が物価目標の下限に達するまで高まっていくとの見通しを示している（図表 15）。しかし、以下の物価下押し圧力を踏まえると、タイ中銀が予想するようにインフレ率が高まっていくには障害が多い。まず、前述したように、原油価格の下落圧力がある。産油国の協調減産の強化や地政学リスクの高まりなどにより、価格が急反発する可能性はあるものの、1バレル＝60ドルを上回る状況では米シェールガスの増産ペースの加速により需給緩和圧力が強まるため、昨年水準を大きく上回るような価格帯への上昇は起きにくい。

また、消費者保護や低所得者支援の一環として行われている価格監視規制の厳格化も、物価上昇

図表 15 タイ中銀の景気予測  
(2018年12月時点)

	2018年	2019年
	(見込み)	(予測)
実質GDP(前年比、%)	4.2(4.4)	4.0(4.2)
個人消費	4.7(4.2)	4.0(3.7)
民間投資	3.6(3.7)	4.5(4.5)
公共投資	4.6(6.1)	6.6(7.7)
輸出	3.7(5.5)	4.1(4.1)
総合CPI(前年比、%)	1.1(1.0)	1.0(1.1)
コアCPI(前年比、%)	0.7(0.7)	0.9(0.8)
原油価格(ドル/バレル)	69.8(70.3)	66.0(69.8)

(資料) Bank of Thailand  
(注) カッコ内は2018年9月時点の予測。

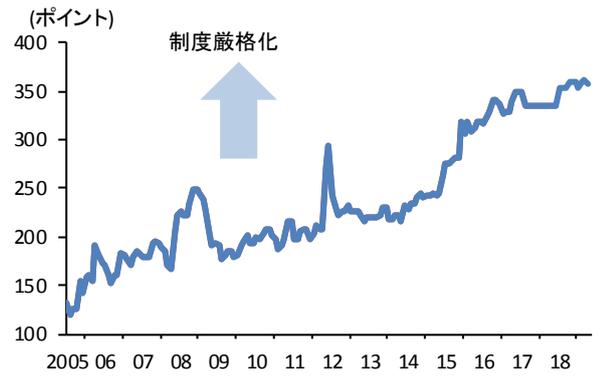
圧力を抑制すると見込まれる<sup>4</sup>。同制度は、根拠が不透明で不当な値上げを排除することを目的とした制度であり、「Sensitive List」、「Priority Watch List」、「Watch List」の3つのカテゴリに分けて、定期的に価格をモニタリングしている。価格監視の対象品目の追加や、価格モニタリングの頻度の低い「Watch List」から頻度の高い「Sensitive List」、「Priority Watch List」への分類変更などにより、価格抑制に向けた規制は強まりつつある（図表 16）。価格監視は、商品のサイズや内容量の縮小による「実質値上げ」も対象となっており、同制度を所轄する商務省傘下の

DIT(Department of Internal Trade)は、2018年7月に、洗剤、シャンプー、歯磨き粉を含む日曜雑貨品の生産コストの増加を伴わない実質値上げなどの取り締まりを強化する方針を示している。また、今後、医薬品や医療サービスを対象品目に追加することも検討されている。

このほか、スマートフォンの普及や国家電子決済システム「Prompt Pay」のサービス開始を受けた、EC（電子商取引）をはじめとしたデジタル経済の拡大も、取引コストの低下を通じてインフレ抑制圧力をもたらすと考えられる。モバイルバンキングの決済件数・規模は過去数年間前年比+60~80%程度のハイペースで急増している（図表 17）。

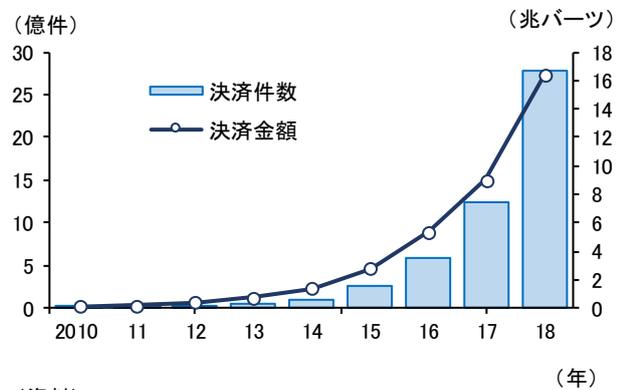
このようにインフレ圧力が限られる状況下、引き締め気味の金融政策を続ける場合、前年比+1%を上回る安定的なインフレ目標の達成はより困難となるだろう。2018年12月の利上げ後も、大手商業銀行はMOR（Minimum Overdraft Rate、当座貸越優遇金利）、MRR（Minimum Retail Rate、小口貸出優遇金利）、MLR（Minimum Lending Rate、最優遇貸出金利）といった貸出金利のベンチマークとなる金利

図表 16 価格監視規制指数



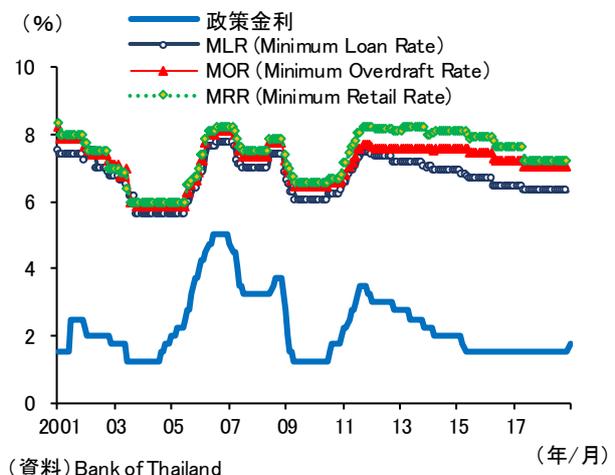
(資料) Department of Internal Tradeを基に日本総研作成  
(注) 価格モニタリングの頻度に応じてSL/PWL/MLに含まれる品目に7ポイント/3.5ポイント/0.5ポイントでカウント。

図表 17 モバイルバンキングの決済件数・金額



(資料) Bank of Thailand  
(注) 2018年値は2018年1~6月の前年比に基づく日本総研試算値。

図表 18 政策金利と商業銀行の貸出ベンチマーク金利



(資料) Bank of Thailand

<sup>4</sup> 同制度の詳細及び物価への影響については、熊谷[2018]（景気回復と低インフレが併存するタイ経済 RIM 2018 Vol. 18 No. 69 pp. 206-231）をご参照 <https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/rim/pdf/10453.pdf>。

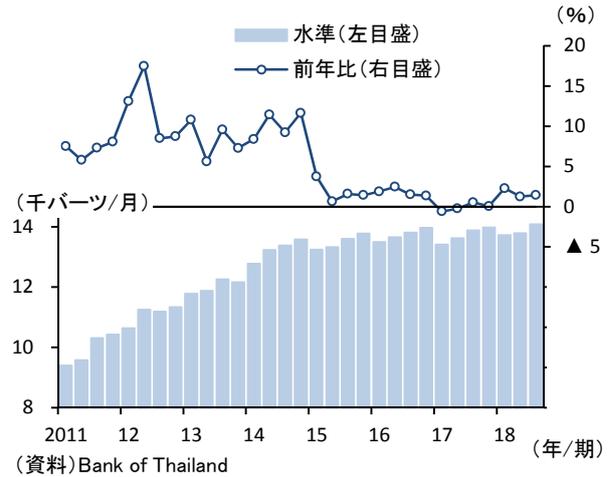
を据え置いており（図表 18）、利上げの影響はこれまでのところ金融機関同士の取引及び預金金利に限られている。しかし、内外金利差を一定の水準にとどめるようにこの先も米国の利上げに合わせて利上げを進める場合、各種貸出金利へ転嫁は避けられない。貸出金利の引き上げは、耐久財消費や投資の抑制につながるため、需給面からの物価上昇圧力は一段と弱まることになる。

#### 4. 過度な低インフレによる悪影響

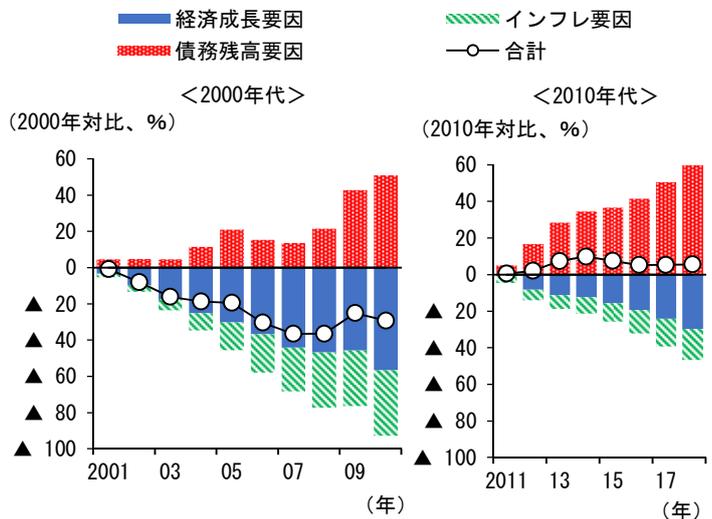
最後に低インフレがタイ経済に与える影響についてみる。低インフレは、家計の実質購買力の増加を通じて消費拡大に寄与し、2013 年以降の景気減速局面で成長を下支えした。そのため、タイでは低インフレが前向きに捉えられることが多い。しかし、低インフレは賃金上昇率の鈍化、実質家計債務の増加といった経路から景気を下押しする。実際、家計債務は依然として名目 GDP の 80% 弱の高水準で推移しており消費の重石となっている一方、平均賃金の伸び率は、インフレ率がマイナスに陥った 2015 年入り後から鈍化しており、2017 年には一時的に前年比マイナスに転じた（図表 19）。また、低インフレは財政の安定性に対しても悪影響を及ぼす。インフレが一般政府債務残高の対名目 GDP 比の低下に及ぼす影響度は、2000 年代と比べて 2010 年代は低下している（図表 20）。今後、少子高齢化の急速な進展による財政悪化リスクを抱えていることを踏まると、物価目標を下回る低インフレが定着してしまうことの悪影響を軽視すべきではない。

IMF もタイの低インフレを問題視しており、IMF 協定第 4 条に基づくタイ経済に関する年次レポートにおいて、低インフレと低成長の悪循環リスクを過去数年にわたって指摘している。2010 年代のタイの成長率とインフレ率

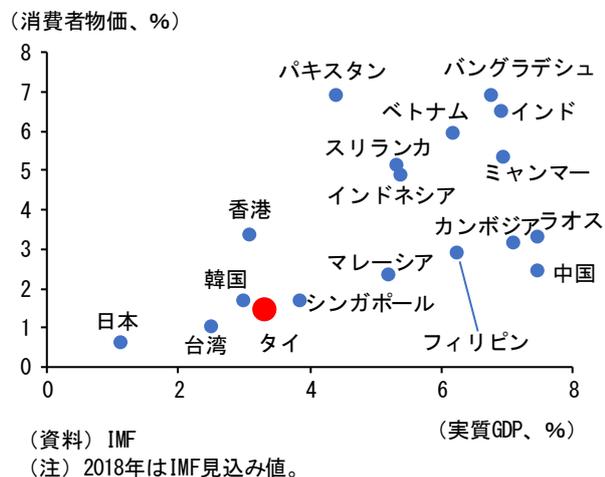
図表 19 平均賃金



図表 20 一般政府の債務残高対名目 GDP 比の変化率の要因分解



図表 21 : アジア各国のインフレ率・成長率 (2010~2018 年の期間平均)



は、共に他のアジア新興国と比べると低く、韓国、台湾、シンガポールなど成熟した国・地域と似た状況にある（図表 21）。IMF は、2018 年の年次レポートでもタイ当局に対して金融・財政政策を拡大することを推奨している。しかし、タイ中銀は金融システムの安定性強化に注力しており、財務省も景気持ち直しが明確になるなか財政規律を堅持する姿勢を続けている。そのため、現状では低インフレが中長期的に基調化するリスクの回避に向けて協調的な金融・財政政策が展開される見込みは薄い。物価目標を下回るインフレが続けば、タイ中銀の物価安定への信認低下<sup>5</sup>や期待インフレの低下を招き、程度の差はあれ日本が経験したような「デフレの罠」に陥る可能性がある。

以上

---

<sup>5</sup> 筆者が 2018 年 12 月にバンコクでタイ中銀関係者に対して行なったヒアリングで、「金融政策決定会合後の記者会見で、“タイ中銀は現在もまだインフレ・ターゲットを採用しているのか？”という質問が記者から出た」というエピソードの紹介があった。このことはタイ中銀の物価安定に対するメディアの信認が低下しつつあることを示しているといえよう。

