

【マレーシア】景気拡大と利上げ期待から上昇を続けるリンギ相場 ..... 1ページ

【アジア・マーケット・ウォッチ】 ..... 6ページ

## 【マレーシア】景気拡大と利上げ期待から上昇を続けるリンギ相場\*

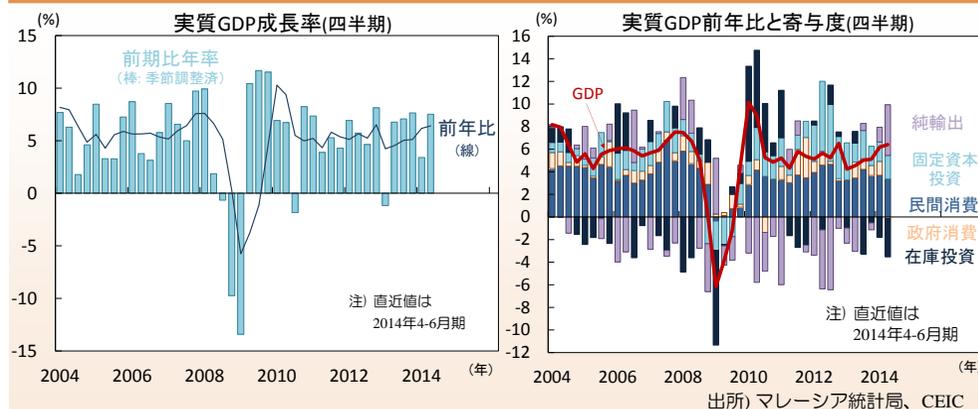
## ● 予想外の加速を見せた4-6月期の実質GDP

今年7月に3年ぶりの利上げが行われたマレーシアでは、予想以上の景気拡大などを受けて9月の追加利上げの観測が浮上し、同国の通貨リンギは多くの新興国通貨を上回る速度で上昇。政府の財政健全化への取組みによって改善する財政収支や経常収支も、同相場を下支えているとみられます。足元のリンギ相場の上昇は、今後も継続するのか。本稿では、マレーシアの景気物価状況を概観するとともに、金融政策動向について考察し、また、リンギ相場の動向について分析します。

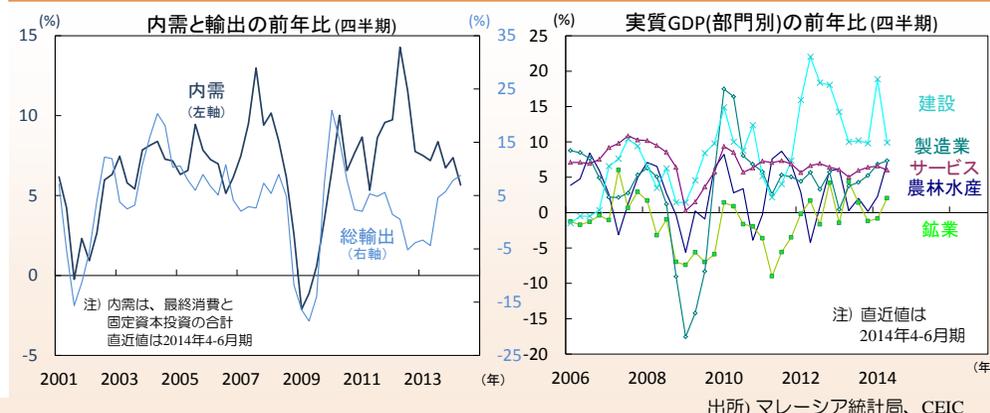
8月15日に政府が公表した4-6月期の実質GDPは、前年比+6.4%と前期の+6.2%より加速、市場予想の+5.8%を上回りました。季節調整済みの前期比年率は+7.5%と前期の+3.4%から急伸するなど、足元の景気の勢いは強い模様です(図1左)。

需要側では、輸出と民間投資が堅調に伸び、政府消費や公的投資などの落込みをカバーして成長率を加速させました。民間消費は前年比+6.5%と前期の+7.1%を下回りつつ堅調な伸びでした。良好な雇用と賃金環境などを背景に消費者信頼感が改善、同消費を支えているとみられます。政府消費は同▲1.3%と前期の+11.2%より反落、財政健全化にむけた歳出削減の影響とみられます。固定資本投資は同+7.2%と前期の+6.3%より加速。公的投資が▲3.3%と前期の▲6.4%より改善しつつ5期連続のマイナスとなる一方、民間投資は+12.1%と前期の+14.1%に続く2桁台の伸びとなり、総投資の伸びを支えました。政府の経済変革計画(ETP)の下で民間運輸部門の投資が加速し、輸出志向の製造業の投資も底堅く伸びました。在庫投資は大幅なマイナスとなり、寄与度は▲3.4%ポイントと前期の▲1.8%ポイントよりマイナス幅が拡大、企業による在庫圧縮の動きは順調に進んでいる模様です。外需では、総輸出が前年比+8.8%と前期の+7.9%より加速した一方、総輸入は同+3.9%と前期の+7.1%より鈍化したため、純輸出の寄与度は+4.5%ポイントと前期の+1.3%ポイントより改善しました(図1右)。

【図1】4-6月期の実質GDPは、前年比と前期比ともに前期より加速(左)



【図2】外需の伸びが内需の鈍化をカバーし、底堅い景気拡大が持続(左)



## ● 昨年の総選挙前の財政刺激策で経常黒字は一時縮小

貿易依存度の高い同国では、内需が外需の伸びの影響を強く受けます。しかし、総選挙を控えた2007年と2012-13年には、政府の大規模な景気刺激策によって、内需の伸びが外需を上回って加速しました(図2左)。2013年5月に実施された総選挙に関しては早期解散の思惑がたびたび浮上したため、政府は多額の財政刺激策を長期に渡って導入。前回2008年の総選挙での野党の躍進を受けて、同選挙で建国以来初の政権交代が起こり得るとの危機感も背景にあったと思われます。この結果、財政赤字の規模は2013年1-3月期にかけて拡大し(図3左)、政府債務のGDP比も政府が自ら定めた55%上限近くまで上昇(図3右)。格付大手フィッチは、昨年7月に財政悪化を理由に同国の格付(外貨:A-/自国通貨:A)の見通しをネガティブに変更し将来の格下げの可能性を示唆。また、外需を上回って内需が加速した結果、経常黒字も急速に縮小しました(図4)。

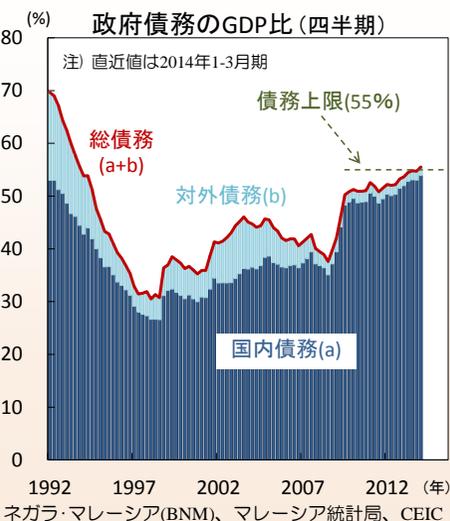
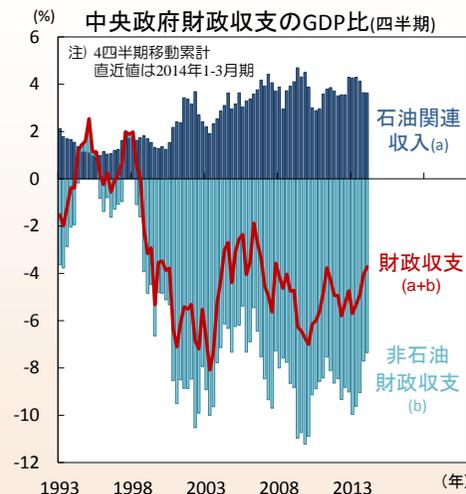
2013年5月の総選挙では、連立与党の国民連合(BN)が議席数を減らしながら過半数を維持。また、BN中核の統一マレー国民組織(UMNO)党首として、BN議席数減少の責任を問われる可能性のあったナジブ首相は、同年10月の党首選でUMNO党首と首相の地位を維持。これに伴って、財政刺激策の縮小が可能になったとみられます。

## ● 財政刺激策の縮小による経済安定化は順調に進行中

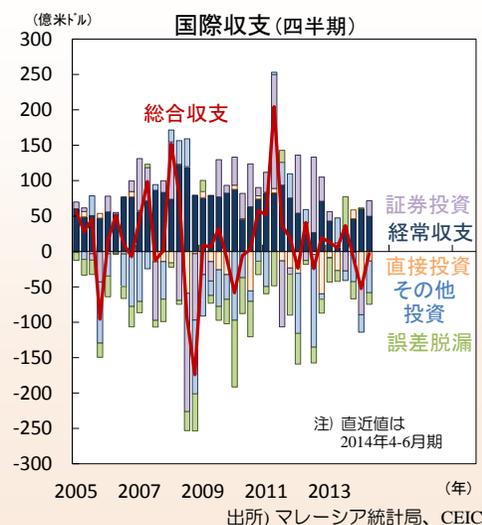
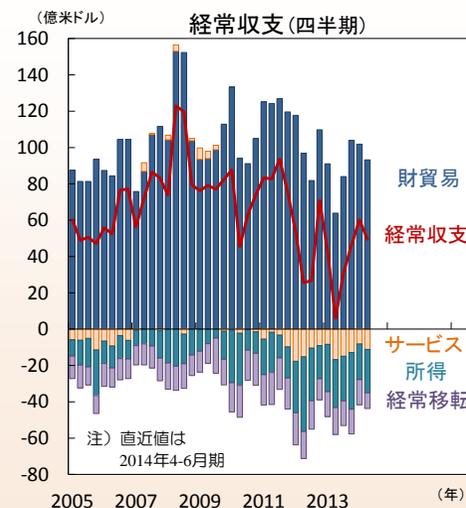
2013年9月、政府は燃料補助金の削減(燃料小売価格の引上げ)を決定(図5左、本レポート 2013年10月号 3-4頁参照)。また、同年10月に公表された2014年度予算案には、砂糖への補助金の廃止や、2015年4月の一般消費税(財サービス税: GST)導入など、歳出削減と歳入基盤強化のための取組みが盛り込まれました。こうした動きを受けて、格付大手ムーディーズは、同国の格付(外貨/自国通貨: A3)の見通しをポジティブに変更し、財政悪化による信用力低下の懸念はひとまず後退。また、財政刺激策の縮小による財政収支の改善と、過剰な内需の刺激によって悪化していた経常収支の改善など、経済の安定化に向けた動きも始まりました。

4-6月期には、政府消費と公的投資の伸びがマイナスに転じるなど、財政刺激策の縮小が進んでいます。一方、民間消費と民間投資の伸びが堅調さを保ち、純輸出寄与度も改善して公需の落込みをカバー。財政刺激策の縮小による経済の安定化は、成長率を押下げることなく順調に進んでいるとみられます。総輸出が鈍化する近隣のインドネシアやタイなどとは異なり、総輸出の伸びが純輸出の寄与度改善をけん引、同国の競争力の高い輸出部門が外需回復の恩恵を受けているためとみられます(図5右、図6)。

## 【図3】2013年初にかけて拡大した財政赤字幅はその後縮小傾向(左)



## 【図4】2013年半ばにかけて縮小した経常黒字はその後拡大



## ● 景気は年後半も堅調で今年通年の成長率は+5%台後半か

4-6月期のGDPの生産側では、外需の伸びに伴い製造業や農林水産業が加速する一方、内需への依存度の高い建設やサービス部門が鈍化(図2右)。農林水産業は前年比+7.1%と前期の+2.3%より改善、パーム油生産がけん引しました。鉱業は+2.1%と前期の▲0.8%より反転、天然ガスと原油生産の回復によります。製造業は+7.3%と前期の+6.8%より加速。外需の伸びを受けて半導体を中心とする電機・電子が+11.4%と前期の+11.9%に続き堅調に伸び、運輸機器等も同+18.1%と前期の+12.1%より急伸びしました。建設業は+9.9%と前期の+18.9%の急伸から鈍化しました。サービス部門は+6.0%と前期の+6.6%よりやや鈍化しつつ底堅い伸び。金融、不動産等が取引高の低下を受けてやや鈍化する一方、卸売などが加速し、小売や通信は引き続き堅調でした。

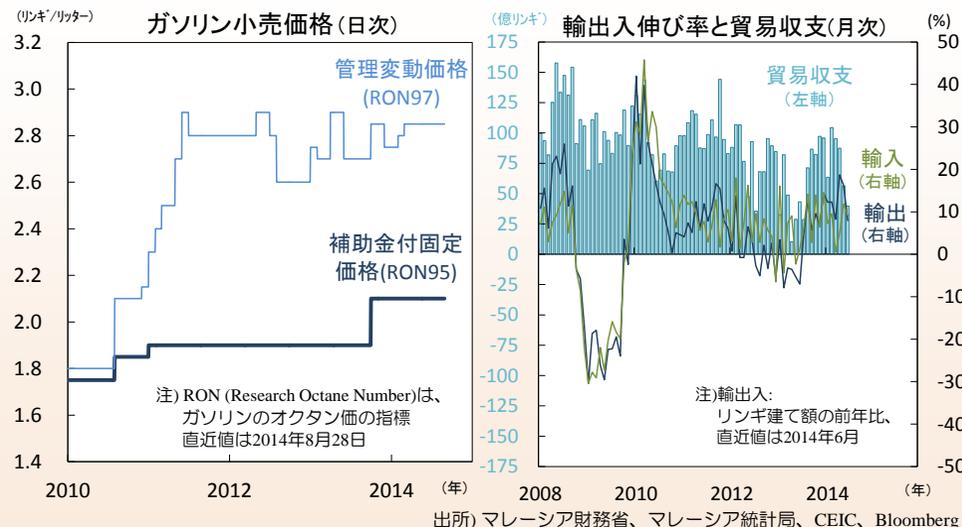
年後半にかけて、財政金融政策の引締めなどに伴って、民間消費と政府消費は緩やかに鈍化するとみられます。しかし、主要先進国の景気回復に伴って輸出の伸びが継続し、インフラ投資の加速が固定資本投資を押し上げる中で、年後半の景気は4-6月期よりやや鈍化しつつ堅調な拡大を続けるでしょう。今年通年の成長率は+5%台後半と、昨年の+4.7%を上回る好調なものとなると予想されます。

## ● 足元で鈍化する物価も来年4月には新税導入で上昇か

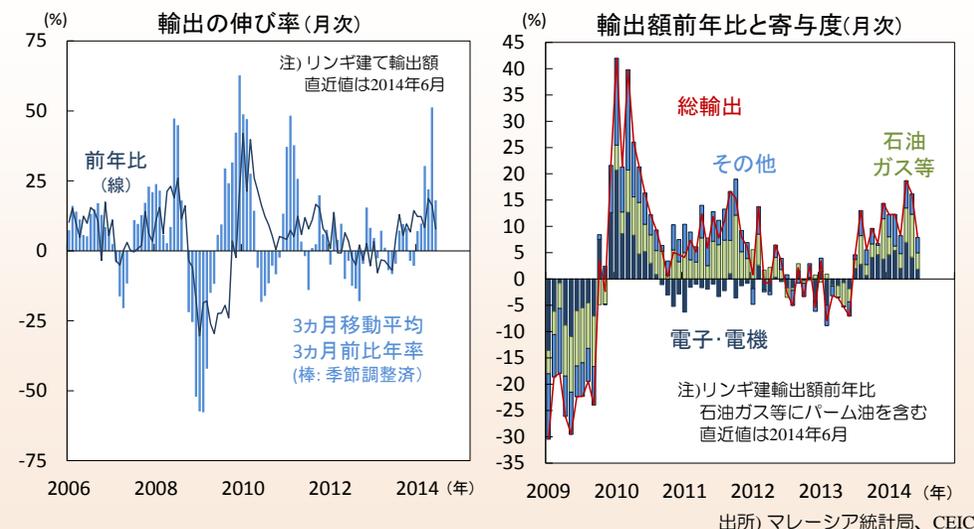
8月20日に政府が公表した7月の総合消費者物価は前年比+3.2%と前月の+3.3%より低下(図7)、市場予想(Bloomberg集計の中央値、以下同様)の+3.3%を下回りました。食品物価が前年比+3.1%と前月の+3.5%より低下し(図8左)、総合物価を押し下げました。同物価の前月比(季節調整前)は+0.3%と前年同月の+0.7%より低下。イスラム暦に従って、断食(ラマダン)終了日が今年は7月最終週と昨年の8月第2週より早まり、ラマダン期の食品物価上昇からの反落の時期が前倒しとなった影響とみられます。食品と燃料を除くコア物価の前年比は+2.4%と前月と同率でした。総合物価の前年比が8ヵ月連続で+3%台で高止まっているのは、昨年9月の燃料小売価格引上げの影響です。この影響(前年ベース効果)は10月にははく落し、同物価は+2%台前半まで低下するであろうものの、来年4月には財サービス税(GST)導入で+4%台まで上昇する見込みです。

また、昨年9月の燃料価格引上げ以降も政府は多額の補助金を負担しています。現地報道によれば、年内にも補助金額固定制などの補助金抑制策の導入が検討されている模様です。詳細は不明ながら、こうした動きがあれば燃料小売価格が上げられることは必至であり、消費者物価を一時的に押し上げることとなるでしょう。

## 【図5】2013年9月には燃料補助金の削減(燃料価格の引上げ)を実施(左)



## 【図6】世界景気回復の恩恵を受け、堅調に伸びる輸出



## ● 景気拡大が続く中で、7月に約3年ぶりの利上げを実施

7月10日、バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)は、金融政策会合で政策金利を3%から3.25%へと引上げることを選定(図8右)。利上げは2011年5月以来3年2ヵ月ぶりです。Bloomberg集計ではエコノミスト21人中15人が同利上げを予想、ほぼ市場予想通りの決定でした。前回5月8日の政策会合では政策金利が据置かれたものの、政策声明の末尾に「将来、金融緩和の度合いの調整が必要になるかも知れない」との一文があり、市場参加者の多くは7月の利上げを予想した模様です。

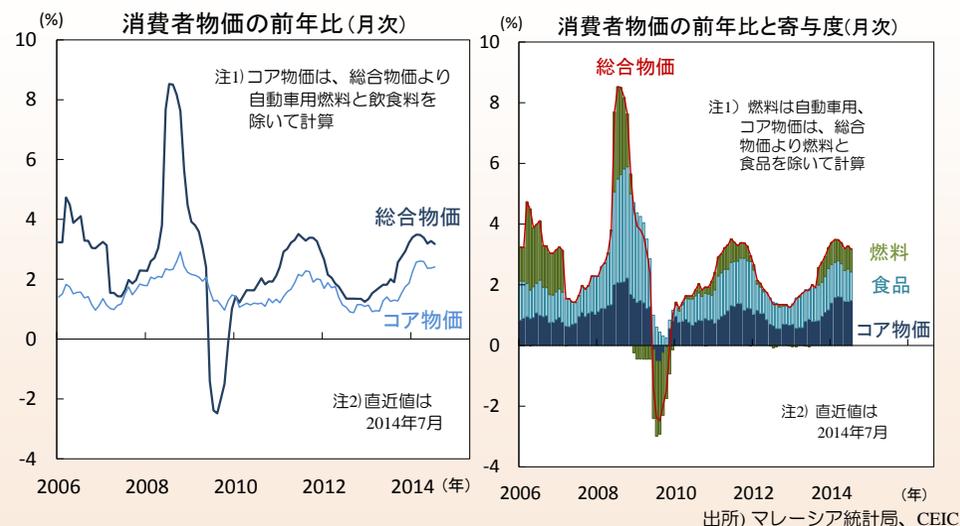
BNMの今回の声明は、底堅い成長見通しと長期平均を上回るインフレ率の下で、金融緩和の度合いを調整するための利上げであると説明しました。同声明は、外需の回復を受けて輸出の伸びが続き、民間部門の投資も底堅い中で、今後も景気拡大の勢いは維持されるだろうと記述。物価については、需要側からの物価圧力は限定的ながら、インフレ率は、国内価格要因から今後も長期平均を上回る水準で高止まるだろうとしました。また、今回の利上げは、「経済金融の不均衡のリスクを和らげることも目指している」とも記述。家計向け貸付の高い伸びや、昨年末にGDPの87%まで上昇した家計債務(図9左)などにも配慮した利上げであったことを示唆しました。

## ● 4-6月期の景気加速で9月の追加利上げの可能性高まる

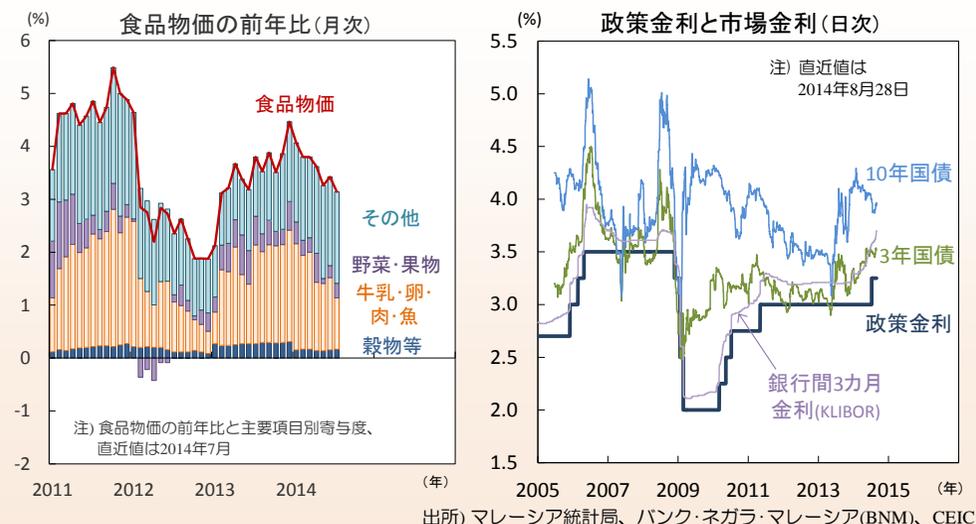
同声明は、その末尾で、今後更なる政策の見直しが行われるか否かは、成長と物価見通しにかかわるリスク次第と記述。緩和の「調整の必要」に言及した前回と比べ、追加利上げはデータ次第という姿勢に転じたようにも見えます。声明は、足元のインフレは比較的安定的で、需要側からのインフレ圧力は抑制されているとも指摘。追加利上げを急ぐ必要はないとの考えもうかがえます。しかし、同国では、燃料価格の再引上げや一般消費税(GST)の導入など、総合物価を一時的に押し上げる動きが近い将来に相次ぐ見込みです。堅調な景気拡大が続き需給ギャップが縮小する中で、一時的な総合物価の上昇が期待インフレの上昇を通じてコア物価も押し上げるリスクは徐々に上昇しています。予想外に堅調であった4-6月期のGDP成長率を受けて、次回9月18日の政策会合で追加利上げが行われる可能性は高まっていると考えられます。

8月15日に政府が公表した4-6月期の経常収支は+49億ドル(GDP比6.1%)と前期の+60億ドル(同7.7%)よりやや縮小しつつ、大幅な黒字に(図4)。黒字幅の縮小は、4-6月期の季節的な変動(図9右)、つまり直接投資の配当支払い増加による所得収支の悪化や貿易黒字の縮小による部分が大きく、経常収支の改善基調は続いているとみられます。

## 【図7】食品物価の低下で7月の総合消費者物価の伸びは鈍化(右)



## 【図8】7月に約3年ぶりの利上げを行った中央銀行(右)



## ● 一時縮小した経常黒字は、足元で順調に拡大

4-6月期の貿易黒字は93億ドルと前期の102億ドルを下回りつつ、前年同期の64億ドルを超過。同期の輸出(米ドル建て)が前年比+6.6%と前期の+3.7%より加速する一方、輸入が同+1.2%と前期の+2.0%より鈍化した影響です。サービス赤字は11億ドルと前期の8億ドルよりやや拡大しつつ、前年同期の17億ドルを下回り、所得赤字も24億ドルと前期の20億ドルより拡大しつつ、前年同期の26億ドルを下回りました。資本収支では、直接投資収支の赤字が14億ドルと前期の44億ドルより縮小。一方、証券投資およびデリバティブ収支は+22億ドルと前期の▲45億ドルより反転。この結果、総合収支は▲3億ドルと、前期の▲52億ドルよりマイナス幅が大きく縮小しました。直接投資とその他投資勘定は近年赤字基調が定着、国内投資家の海外投資によるものです。この結果、国際収支は海外証券投資資本の動向に大きく左右される構造となっています。

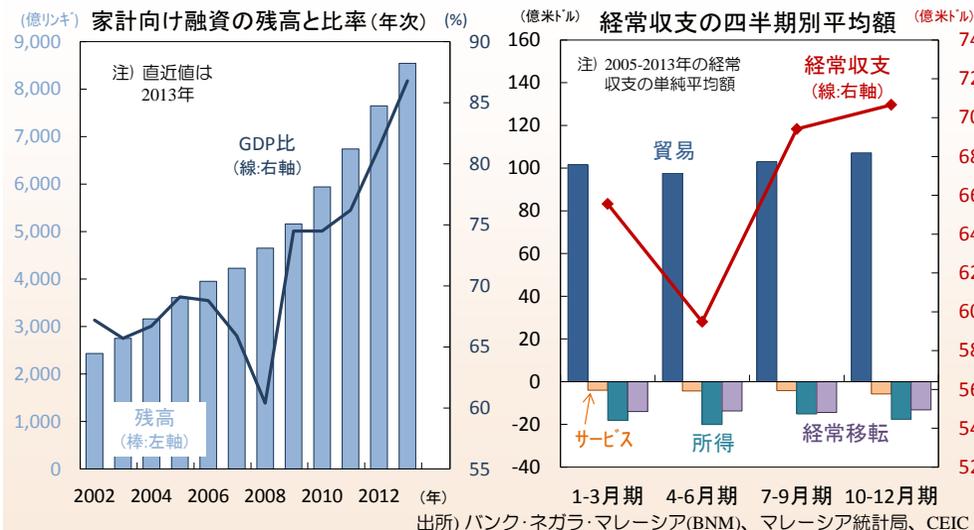
同国の通貨リングは、7月末より8月28日までに対米ドルで1.5%上昇と、主要新興国通貨で最大の上昇率でした(図10)。なお、同通貨は、米国の量的金融緩和の縮小が懸念された昨年5月22日から8月30日にかけて、対米ドルで8.0%下落と、主要アジア通貨ではインドとインドネシアに次ぐ下落率でした。

## ● 今後も当面、底堅い推移が予想されるリング相場

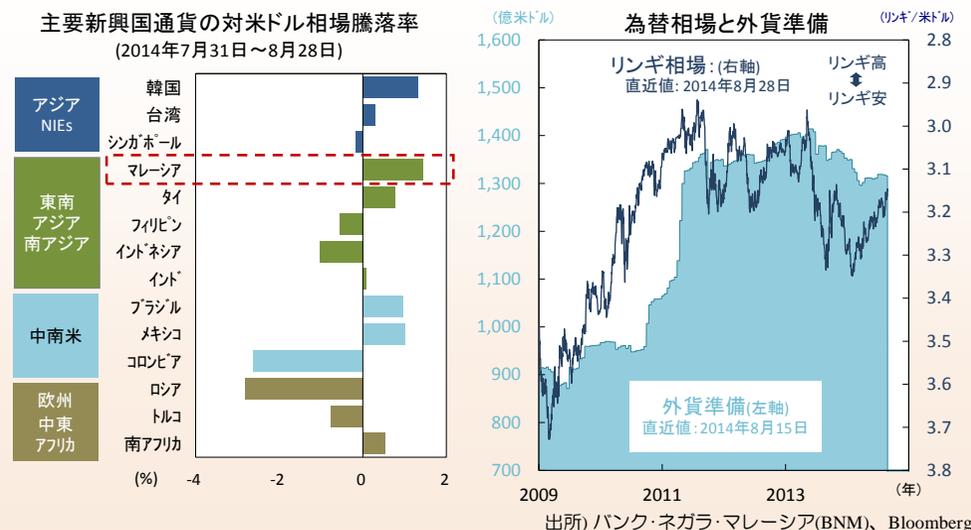
昨年新興国通貨の下落局面で、多額の経常赤字が懸念されたインドやインドネシアとは異なり経常黒字国であるマレーシアの通貨が下落したのは、過剰な財政刺激策によって財政収支が悪化するとともに経常黒字が急速に縮小し、信用力の低下も意識されていたためとみられます。しかし、前述の通り、昨年9月以降は政府による財政健全化への取組みが始まり、縮小していた経常黒字も反転、信用力への懸念も後退しました。また、力強い景気回復や従来に比べインフレ警戒的になったBNMの姿勢も、同国への資本流入を促しているとみられます。市場の予想を上回る4-6月期GDPが公表された8月15日より銀行間の短期金利は上昇し、8月28日現在で政策金利を0.45%ポイント上回る水準に(図8右)。市場は、9月18日の利上げの可能性をほぼ織込んだ模様です。

市場は9月の利上げの可能性をほぼ織込み、為替市場におけるリング買い持高も積み上がっているとみられるため、新しい材料がない限り、今後もリングが近隣通貨を上回る持続的な相場上昇を続ける余地は小さいでしょう。しかし、民間投資や輸出にけん引されて拡大を続ける景気や安定的な経常黒字など、同通貨を支える要因は健在です。リング相場は当面、底堅く推移すると予想されます。(入村)

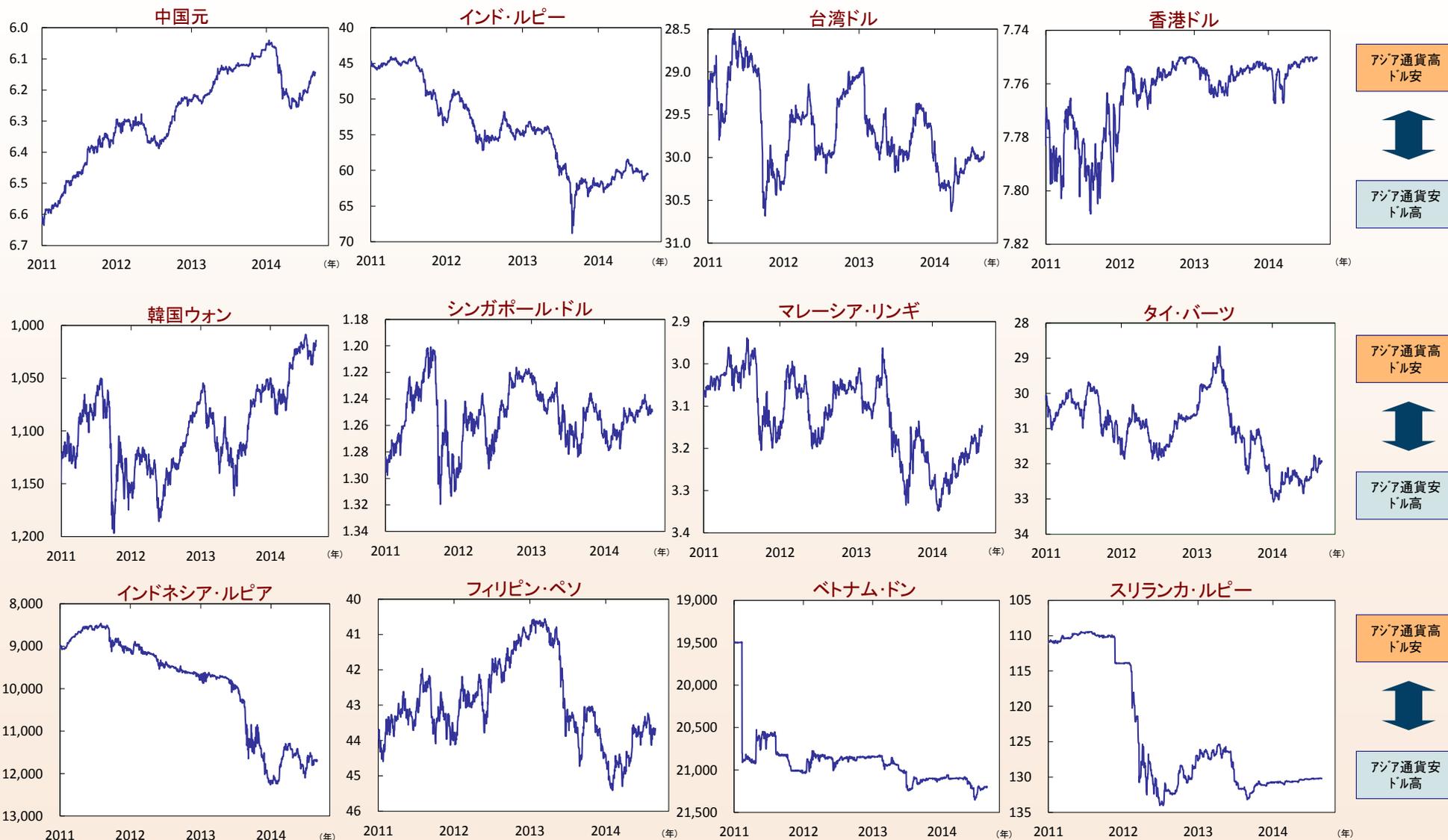
## 【図9】中央銀行も警戒する家計向け融資の高い伸び(左)



## 【図10】7月末より、主要新興国通貨で最大の上昇率となったリング相場(左)



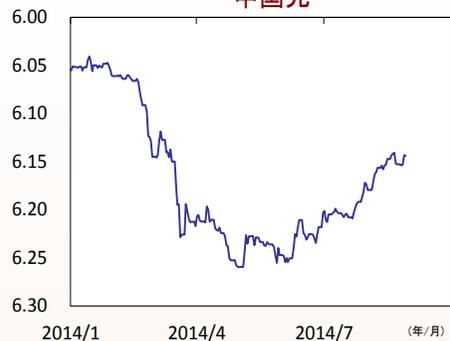
## 【アジア・マーケット・ウォッチ】アジア通貨の対ドル相場(1)過去3年間



注)単位は、アジア通貨/米ドル(1米ドル=アジア通貨)、直近値は、2014年8月28日、出所: Bloomberg

## 【アジア・マーケット・ウォッチ】アジア通貨の対ドル相場(2)過去6か月間

中国元



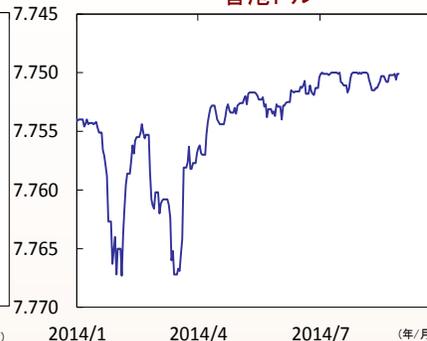
インド・ルピー



台湾ドル



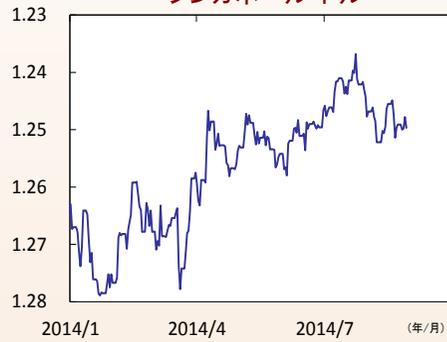
香港ドル

アジア通貨高  
ドル安アジア通貨安  
ドル高

韓国ウォン



シンガポール・ドル



マレーシア・リンギ



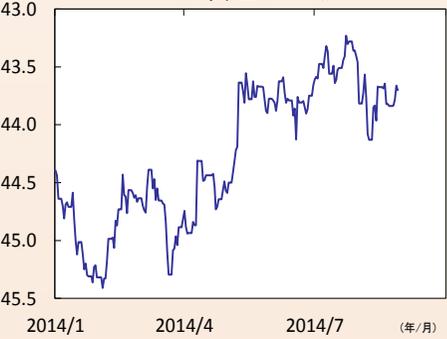
タイ・バーツ

アジア通貨高  
ドル安アジア通貨安  
ドル高

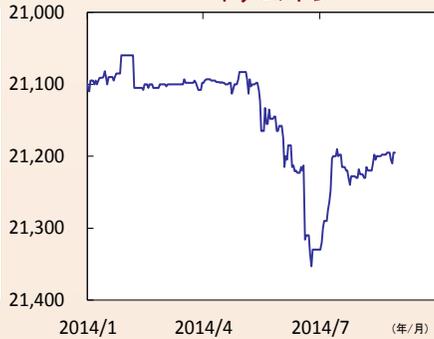
インドネシア・ルピア



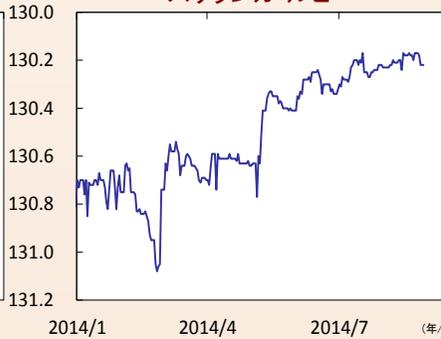
フィリピン・ペソ



ベトナム・ドン



スリランカ・ルピー

アジア通貨高  
ドル安アジア通貨安  
ドル高

注)単位は、アジア通貨/米ドル(1米ドル=アジア通貨)、直近値は、2014年8月28日、出所: Bloomberg

### 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を目的として、国際投信投資顧問が作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。なお、以下の点にもご留意ください。

- 本資料中のグラフ・数値等はあくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。
- 本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。（作成基準日：2014年8月28日）
- 本資料は信頼できると判断した情報等をもとに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。
- 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国際投信投資顧問投資情報部の見解です。  
また、国際投信投資顧問が設定・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。