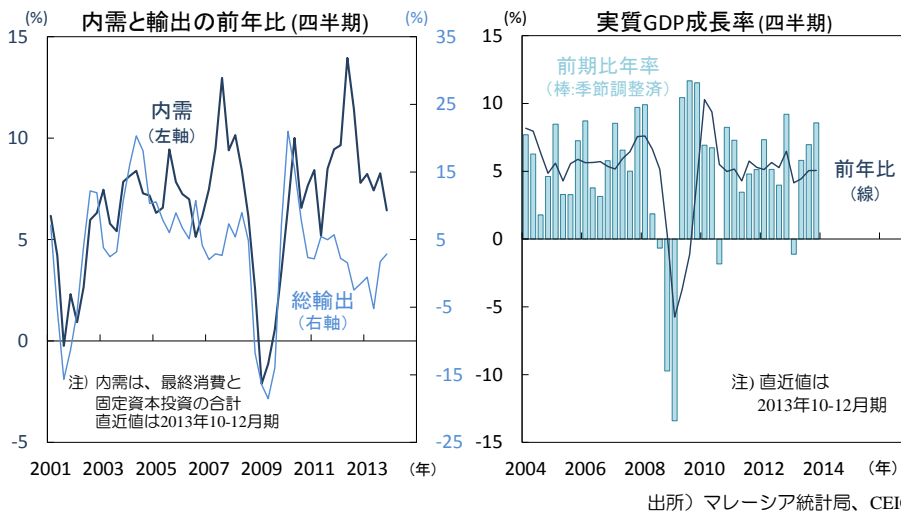


## マレーシア: 中央銀行の年次報告書より、利上げ開始時期のヒントを探る

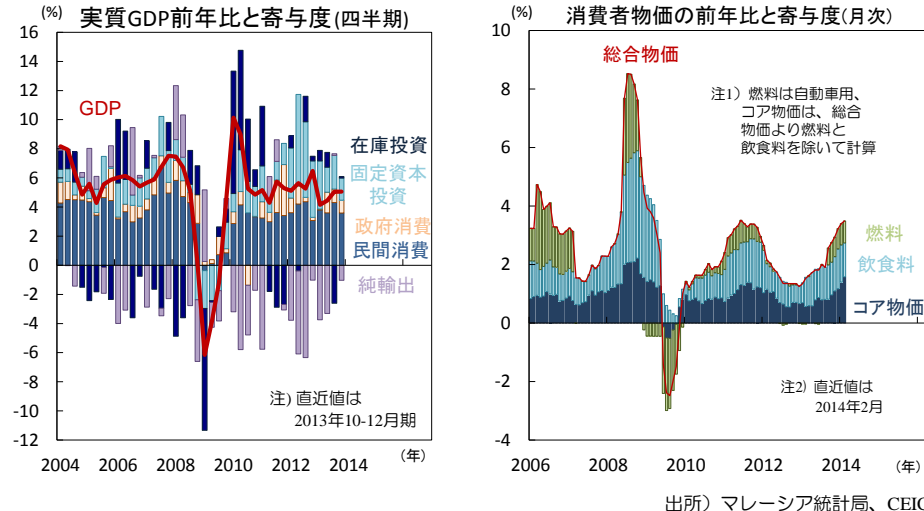
【図1】 財政刺激で押し上げられた内需は、今後緩やかに鈍化か(左)



先週19日、バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)は2013年の年次報告書(以下「年報」)を公表。財務省より慎重な景気見通しを示した同年報は市場参加者の注目を集めました。

年報は、2014年の経済成長率を+4.5~5.5%と予想(2013年実績は+4.7%)。財務省の予想の+5~5.5%より下ブレ幅を広くとりました。2014年は先進国の景気回復を受けて輸出の伸びが加速し、民間投資も力強い伸びを続ける一方、民間消費は緩やかに鈍化すると予測。成長見通しへのリスクは世界景気の減速としており、外需下ブレのリスクを意識している模様です。現在、景気のけん引役は内需から外需へとシフトしつつあります。貿易依存度の高い同国では、内需の伸びが輸出の伸びに影響されるものの、総選挙を控えた2007年と2012-13年には政府による大規模な景気刺激策により、内需の伸びが外需を上回って加速(図1左)。しかし、現在、政府は財政再建を迫られています。政府支出の抑制に伴って政府消費と政府投資は鈍化し、補助金の削減による燃料価格等の上昇を受けて民間消費も鈍化するなど、内需は減速しつつあります。

【図2】 補助金削減などに伴って上昇する消費者物価(右)



10-12月期のGDPの前年比は+5.1%と、前期の+5.0%よりわずかに改善(図1右)。総輸出が前年比+2.9%と前期の+1.7%より加速する一方、内需(在庫投資を除く)が前年比+6.4%と前期の+8.3%より鈍化するなど、内需から外需へのシフトの兆しも見え始めました(図2左、[アジア・マーケット・マンズリー3月号](#) 1-2頁参照)。

財政再建に伴う補助金の削減などに伴って、物価は上昇しています。先週21日に公表された2月の総合消費者物価は前年比+3.5%と前月の+3.4%に続き高い伸びとなりました(図2右)。昨年9月から今年1月にかけて、燃料、砂糖、電力の価格やタバコへの物品税が上げられた影響とみられます。BNMの年報は、今年通年の総合消費者物価の前年比は+3~4%と前年実績の+2.1%を上回るだろうと予測、補助金の削減に伴う価格の引上げとその二次波及で物価上昇は不可避としました。一方、世界的な食品と燃料の価格が低位なためコスト上昇圧力は抑えられ、家計消費と実質賃金の伸びが穏やかな下で、内需側からの物価圧力は限定的だろうとの見方も示しました。

### ● 3月も政策金利を据置きつつ声明はややインフレ警戒的に

補助金の削減などに伴って物価が上昇する一方、消費者信頼感が悪化し民間消費が緩やかに鈍化する中(図3右)、BNMは微妙な金融政策の舵取りを迫られています。

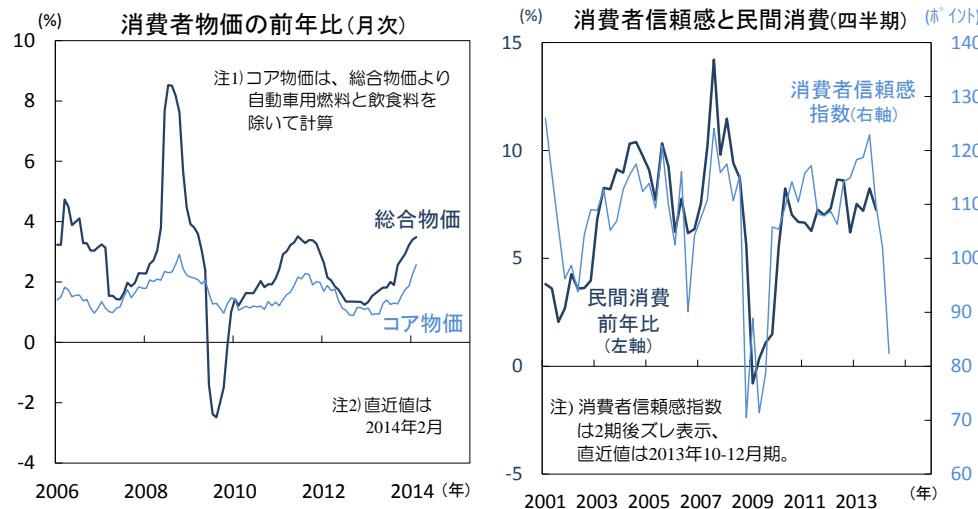
BNMは、今月6日の金融政策委員会(MPC)で政策金利を3%で据置くことを決定(図4左)、据置きは17回連続です。声明は、前回の1月と同様に、経済は外需や民間投資に牽引され堅調と指摘。物価は国内価格要因(補助金削減など)で高止まるものの、輸入物価圧力が低く内需の伸びも穏やかなため、コスト要因からの物価高が基調インフレ(コア・インフレ)に与える影響を抑えるだろうとの見方を示しました。なお、今後は、「金融面の不均衡」を注視すると、低金利下で増加してきた家計向け融資(図4右)に対する警戒感を久方ぶりに表明。また、前回の声明の末尾にあった「中期的な物価安定性の確保を目指す」の一文から「中期的な」を削除するなど、今回の声明は、前回よりややインフレ警戒的なトーンとなりました。一方、主要先進国の景気に関しては、前回の「幅広い改善の兆しが見える」から、今回は「回復は穏やかなものであり、ばらつきも大きい」とやや慎重な表現に変更。国際金融市場がやや安定度を欠く中で、外需下ブレのリスクを意識していることをうかがわせました。

### ● 利上げ時期は海外投資家の予想より後ズレか

家計向け融資のGDP比は2013年末に86.8%と前年の81.3%より上昇(図4右)。もっとも、近年の健全性規制の強化に伴って、同融資の前年比は+11.7%と前年の+13.5%を下回りました。家計部門の資産は負債の3.7倍に上るなど、バランスシートも比較的安定的です。家計の債務返済負担(対可処分所得)は、2013年に43.5%と前年の43.9%より低下。貸出基準の厳格化に伴って、新規融資の返済負担が低く抑えられたためとみられます。年報と同日に公表されたBNMの金融安定性報告書は、国内の金融システムの安定性に対するリスクは十分抑えられていると記述。同融資の伸びは健全性規制で抑えられており、利上げによる実質金利上げは喫緊の課題ではない模様です。

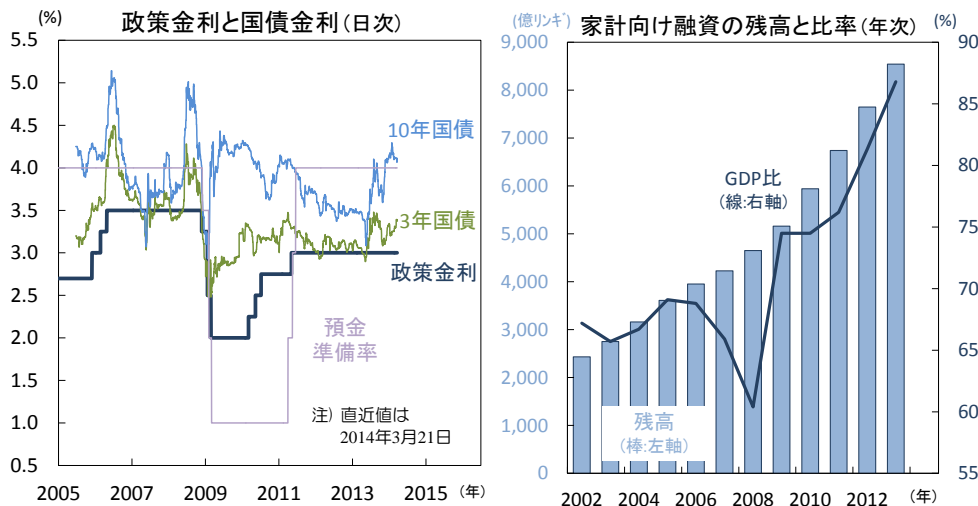
BNMの年報は、足元の物価圧力がコスト面からのものであるため、その抑制に「金融政策は最適な手段ではない」とも記述。予想以上の外需回復に伴って内需も回復し需要側からの物価圧力が高まらない限り、利上げを急がない構えとみられます。早期の利上げを予想する海外投資家も少なくないため、現在、短期金利には上昇圧力がかかっているものの、今後は、BNMが金利の据置きを続ける中で、短期金利は緩やかに低下し長期金利は緩やかに上昇する可能性が高いと考えられます。(入村)

### 【図3】燃料価格の上昇などに伴って悪化する消費者信頼感(右)



出所) マレーシア統計局、マレーシア経済研究所(MIER)、CEIC

### 【図4】17回連続で政策金利を据置いた中央銀行(左)



出所) バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)、CEIC、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。
- 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。