

【マレーシア】新型コロナ感染の収束にもかかわらず、リンギ相場は軟調に推移か ..... 1ページ  
【アジア・マーケット・ウォッチ】 ..... 8ページ

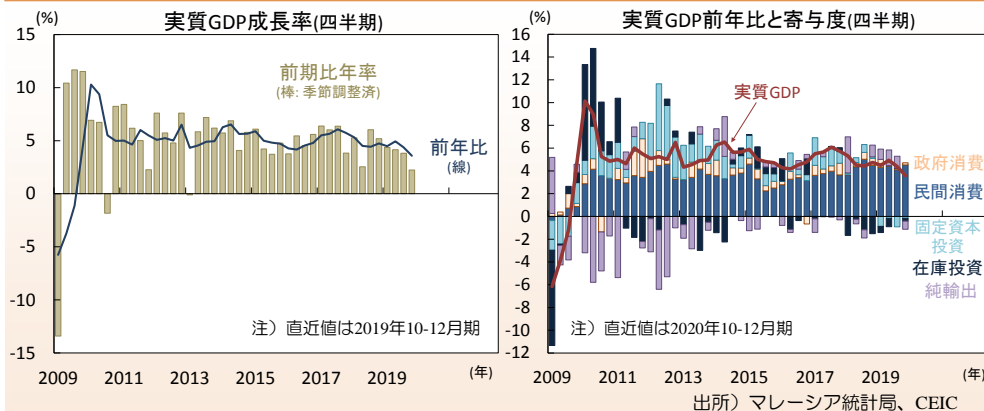
## 【マレーシア】新型コロナ感染の収束にもかかわらず、リンギ相場は軟調に推移か\*

### ● コロナ感染収束と「平時モード」入りで政争が再開か

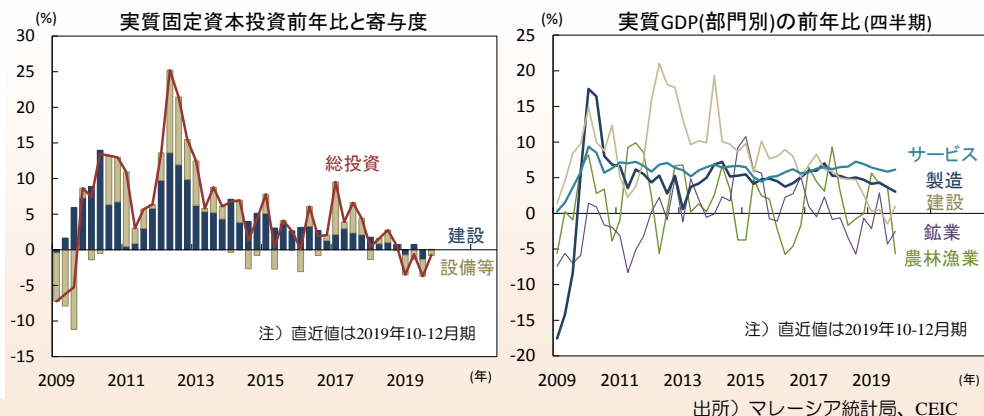
マレーシアで新型コロナ感染の収束の兆しがみられます。大規模な宗教行事での集団感染などから感染者が急増した同国は、3月下旬より厳格な感染抑制措置を導入。4月下旬には新規感染者数が鈍化したことから、政府は5月初より条件付の抑制策緩和に踏み切りました。しかし、明るいニュースにもかかわらず、今後の通貨リンギは軟調に推移するとみられます。感染の収束とともに政治が「平時モード」に戻れば、2月下旬以降の政変で生まれた新政権は総選挙なき政権交代の正当性を問われ政治的な不透明感が高まるでしょう。政治的な不透明感に加え、財政悪化に伴う信用力の低下も海外投資家の信頼感を損なう可能性があります。本稿では、同国の景気物価動向を概観し(1-4頁)、金融政策の方向性(4-5頁)や2月下旬以降の政変とその背景について分析した上で(5-6頁)、今後のリンギ相場動向について考察します(7頁)。

昨年末にかけて一次産品部門の落込みによって一時的に減速した景気はその後回復する見込みであったものの、新型コロナウイルスの感染拡大というショックにさらされ、深刻な低迷を余儀なくされるとみられます。10-12月期の実質GDPは前年比+3.6%と前期の+4.4%より減速。季節調整済みの前期比年率は+2.2%と前期の+3.8%から鈍化しました(図1左)。2019年通年の成長率は+4.3%と前年の+4.7%より鈍化しました。10-12月期GDPの需要側では、主に外需が成長率を押下げ。民間部門の消費と投資が加速し内需の寄与度が+4.9%ptと前期の+3.5%ptを上回ったものの、輸出の低迷から純輸出が▲0.7%ptと前期の+1.0%ptより反落し、在庫投資も▲0.2%ptと前期の+0.0%ptより悪化しました(図1右)。民間消費は前年比+8.1%と前期の+7.0%より加速。底堅い雇用の拡大や、燃料補助金の合理化(燃料小売価格の引上げ)などが消費を支えたとみられます。政府消費は同+1.3%と前期の+1.0%より上昇。政府が歳出の合理化を図るとともに財サービス購入が鈍化したものの、公務員給与等が加速しました。

【図1】新型コロナ感染拡大ショック前より景気は鈍化



【図2】低迷する投資(左)、農林漁業と鉱業の生産はマイナス伸び(右)



## ● 油やしと天然ガス生産の落込みが景気を下押し

10-12月期の実質固定資本投資は前年比▲0.7%と前期の▲3.7%より下げ幅が縮小しました。民間投資が同+4.2%と前期の+0.3%より加速。運輸部門および建設関連の製造業の投資が伸びました。公的投資も同▲7.7%と前期の▲14.1%より下げ幅が縮小。政府が財政の健全化を図る中で政府投資が軟調であったものの、国有企業による投資の下げ幅が縮小しました。外需では、総輸出が同▲3.1%と前期の▲1.4%より下げ幅が拡大するとともに、総輸入は同▲2.3%と前期の▲3.3%より下げ幅が縮小。この結果、純輸出の寄与度は▲0.7%ptと前期の+1.0%ptより反落しました。

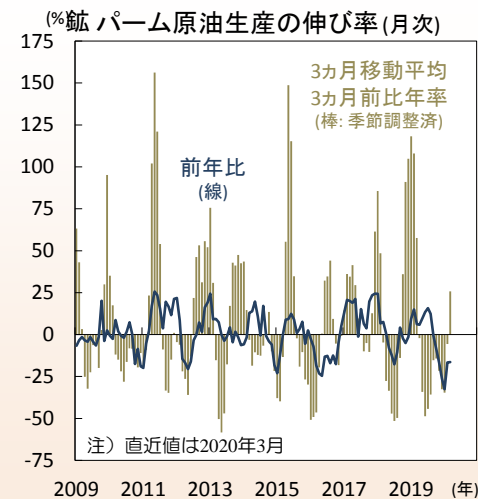
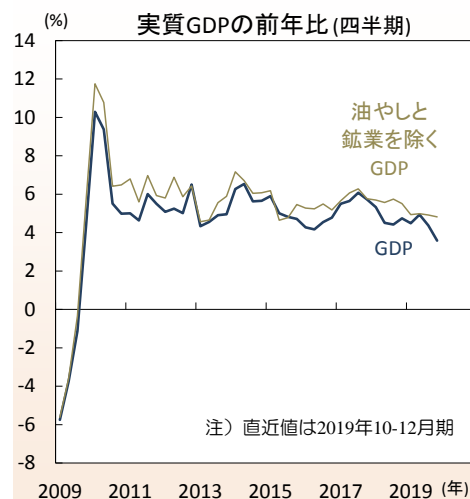
生産側では、油やしや天然ガスなど一次産品部門の生産が落込み生産を下押し。油やしと鉱業を除くGDPは前年比+4.8%と、前期の+4.9%とほぼ変わりませんでした(図3左)。農林漁業は同▲5.7%と前期の+3.7%より反落しました(図2右)。油やしが同▲16.9%(前期+8.4%)と急反落。雨不足の深刻化や昨年初に肥料の使用が控えられた影響です。天然ゴムも同+1.9%と前期の+7.2%より鈍化しました。鉱業は同▲2.5%と前期の▲4.3%に続きマイナスの伸び。主要油田の定期点検が終わり原油の下げ幅が縮小したものの、生産設備の一時閉鎖の影響で天然ガスが落込みました。

## ● 輸出の低迷に伴って電子・電器など製造業が軟調

製造業は同+3.0%と前期の+3.6%より鈍化しました。電子機器・部品が同▲6.0%(前期+11.8%)と反落。世界的な半導体需要の落込みが背景です。油やし生産の落込みに伴って動植物油加工が同▲5.7%(同▲8.4%)と二期連続のマイナスとなり、石油ガス生産の鈍化を背景に燃料精製も同+2.4%(同+3.2%)と鈍化しました。建設業は同+1.0%と前期の▲5.9%より反発。過剰供給を背景に商業用不動産建設が落込んだものの、低所得家計向け住宅供給事業に伴って住宅建設が反発し、運輸関連部門の土木建設も伸びました。サービス部門は同+6.1%と前期の+5.9%より加速しました。家計消費の伸びを受けて、飲食が同+10.8%(前期+10.2%)、宿泊が+6.9%(同+6.6%)と加速。手数料収入の伸びに伴って金融も同+5.9%(同+4.4%)と伸び率が上昇しました。情報通信も同+6.7%(同+6.0%)と加速。データ通信サービス需要の高まりが背景です。

油やしや天然ガス生産の一時的な落込みで10-12月期に下押しされた景気は、1-3月期より回復に転じると見込まれていたものの、新型コロナウイルスの感染拡大とその抑制策によって景気は更に下押しされる見込みです。5月10日時点の累計感染者数は6,589人と、1月末時点の8人より急増(図5左)、政府は感染封じ込めに努めてきました。

## 【図3】低迷する油やしと鉱業を除くと、足元の経済成長率はほぼ横ばい(左)



出所) マレーシア統計局、マレーシア・パーム油庁、CEIC

## 【図4】足元では銀行貸出と通貨供給量の伸びが低迷(左)



出所) バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)、CEIC

## ● コロナ感染拡大の防止に向けて活動制限令(MCO)を導入

政府は、新型コロナウイルスの感染拡大防止のために3月18日より活動制限令(MCO)を導入。外国人の入国と自国民の出国、大規模集会(モスクでの金曜礼拝等も含む)、不要不急の外出などを禁じ、学校や政府機関や企業を閉鎖しました。厳格な措置は、首都のモスクで2月末から行われた大規模な宗教行事で集団感染が生じたことからの反省とみられます。MCOの期限は当初3月31日とされたものの、その後、4月14日、4月28日、5月12日と3回にわたり延長されました。厳格な措置に伴って、1日あたりの新規感染者数は3月16日の315人をピークに減少し、4月末にかけての13日間は2桁台で推移(図5左)。これを受けて、政府は5月1日にMCOの緩和を発表、政府規制を守ることを条件に、5月4日より大部分の企業や商店やレストランの操業が許可されました。

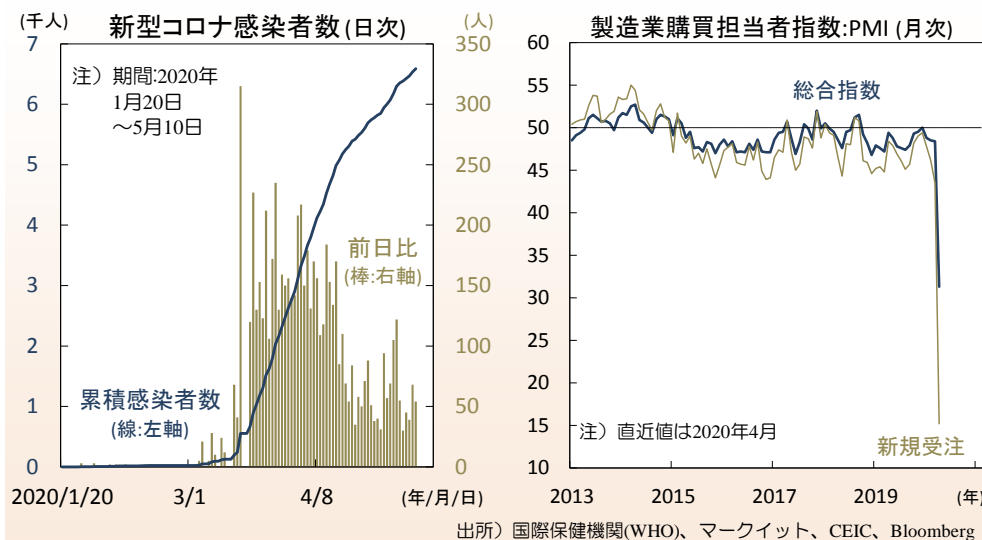
4月23日からの断食月(ラマダン)後の断食明け大祭(ハリラヤ)は5月24日より開始。多くの国民が帰省して大祭を祝う時期に再び感染が拡大しないか等不安は残ります。6つの州政府は緩和措置を見送る方針を表明。独自の条件付で緩和を行うとする州もあり、全国規模の規制緩和とはならない見込みです。5月4日以降の経済活動の正常化は極めて緩やかなペースで進み、景気の回復には時間を要するとみられます。

## ● 財政刺激策を導入し低迷する景気の支援を図る政府

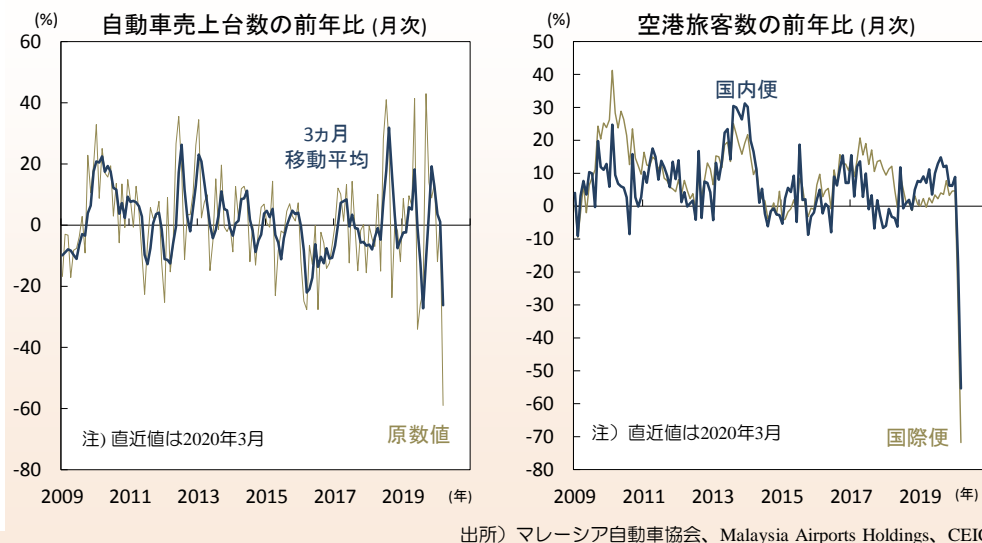
MCOの導入に伴って深刻な景気低迷が避けられない中で、政府は財政面から景気を支援。3月27日に総額2,500億リンギ(GDPの17%)という巨額の財政刺激策の導入を公表しました。もっとも、同刺激策は公表済の財政刺激策(600億リンギ)や中小企業や個人債務の6ヵ月返済猶予(1,000億リンギ)や融資保証制度(500億リンギ)を含むもの。直接的な財政資金の投入は、公表済のものを含めても250億リンギとGDPの1.7%相当です。財政資金は、家計向け現金給付(100億リンギ)、330万人の労働者向け給付補助金(59億リンギ)、小規模インフラ投資(累計40億リンギ)等からなります。

1ヵ月半にも渡る経済活動の制限は、経済に深い爪あとを残したとみられます。企業の景況感は悪化し(図5右)、自動車販売や旅客数が急減(図6)。裁量的な消費は事実上凍結されました。5月初以降は規制の緩和に伴って緩やかな回復が進むとはいえ、今年通年の実質民間消費は前年比▲2%前後と昨年の+7.6%より反落するでしょう。また、米欧諸国や中国等近隣諸国の景気低迷に伴う輸出の低迷も景気の重しとなる見込みです。財政措置による景気回復への支援があるとはいえ、4-6月期の景気の落込みの谷は深く、今年通年の経済成長率は▲4%前後と昨年の+4.3%から反落すると予想されます。

【図5】新規感染者数は4月下旬より減少(左)、4月の製造業PMIは急落(右)



【図6】活動制限令(MCO)に伴って自動車販売(左)や旅客数が急減(右)





### ● 3月の総合消費者物価は13ヵ月ぶりにマイナスの伸びに

足元では消費者物価が低迷しています。3月の総合消費者物価は前年比▲0.2%と前月の+1.3%より反落。マイナスの伸びは13ヵ月ぶりです(図7)。運輸燃料が同▲16.1%と前月の+3.8%より反落し、総合物価を押下げ。政府が燃料小売価格を管理変動制とし国際価格を反映するべく毎週価格調整を行うようになり同物価は急落しました(図8左)。食品は同+1.2%と前月の+0.8%より上昇しました。肉類が同+0.9%と前月の▲2.8%より反発し、ジャガイモや香辛料の伸び率も加速。コロナ感染対策の活動制限令(3月18日開始)を控えて、家計が食品の買いだめを急いだ影響とみられます。コア物価は同+1.3%と前月と同率。景気が弱含む中で需要側からの物価上昇圧力はみられません。

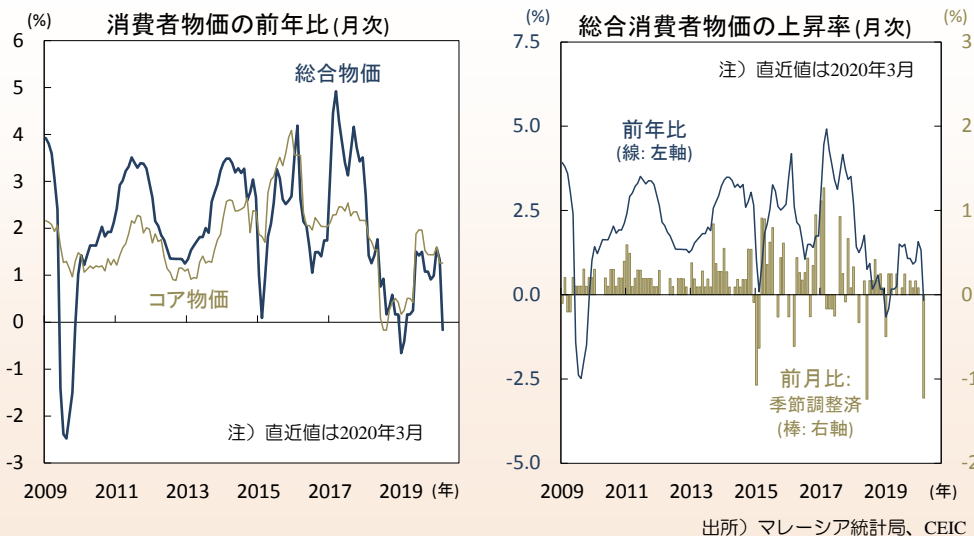
物価が鈍化し景気も低迷する中、バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)は連続利下げに踏み切りました。5月5日、BNMは政策金利を2.5%から2%に引下げ。利下げは今年1月以降3回連続であり、累計1%ptの利下げによって政策金利は国際金融危機直後(2009年初)の史上最低水準に並びました(図8右)。BNMは、来年5月までの間に限って、銀行が保有する国債を法定預金準備(SRR)に算入する措置を導入(SRRは2%に維持)。160億リンギ(GDP比1.1%)相当の流動性が市中に供給される見込みです。

### ● 高まる景気悪化への警戒感が連続利下げを後押し

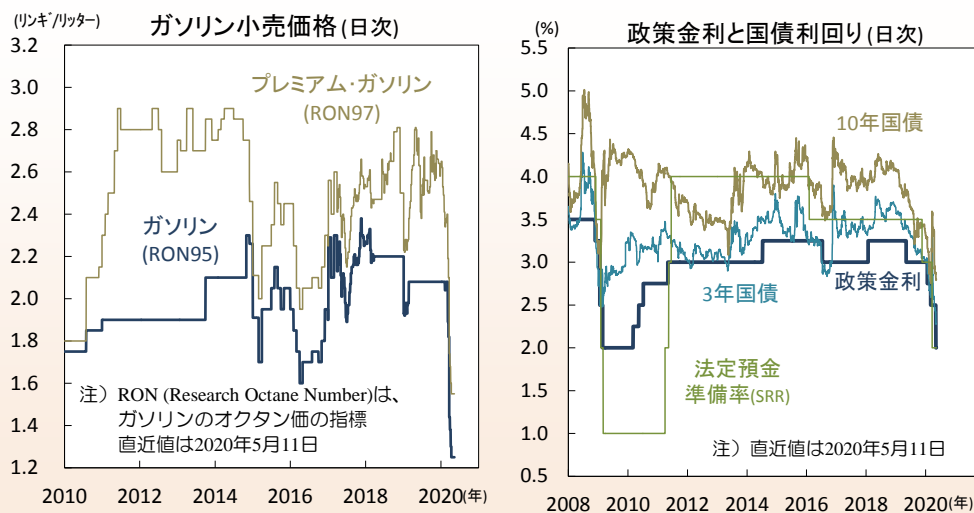
今回の政策声明は、前回3月3日のものに比べ景気悪化への警戒感を強めており、新型コロナウイルス感染の拡大を防止するための活動制限令(MCO、3月18日より適用)に伴う深刻な景気低迷の影響を和らげるために追加利下げを行ったことがうかがえます。BNMは今後の追加利下げも排除しない構えとみられます。

声明は、世界景気は「著しく」弱まっており、国内景気を「大きく押下げる」であろうと強い懸念を表明。世界景気については、既に景気は後退しており今年通年の成長率はマイナスになると、世界景気の「短期的な」下振れリスクが高まったとする前回声明を修正、前回想定したより厳しい現状を認めた模様です。また、世界的な感染拡大の抑制策や国境封鎖や外需の減速が国内景気を下押しするとし、「今年前半の経済環境は極めて厳しい」と指摘。前回の「1-3月期にかけて、観光関連と製造業関連に」影響が及ぶという文言を変更しました。また、新型コロナウイルスの感染抑制のためのMCOが生産と支出を抑制しており、「雇用環境も著しく悪化する」と、前回の「穏やかな雇用と所得の伸び」という表現を修正。今後はMCOの緩和に伴って景気は緩やかに回復するであろうものの、その動向については感染状況に係わる「高い不確実性」があるとしました。

【図7】総合消費者物価の伸びがマイナスに転じ、コア物価も低位安定(左)



【図8】低下する燃料小売価格(左)、3回連続で利下げを実施(右)



出所) マレーシア財務省、バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)、CEIC、Bloomberg

## ● 流動性の供給のため、今後も預金準備率を引下げか

今年の総合物価は原油安等を背景に通年でマイナスの伸びとなると、「上昇するが穏やか」とした前回の見通しを修正。今後の物価は一次産品価格や内需の動向に左右されるとしました。また、基調的な物価(コア物価)についても内需や労働市場の弱さを背景に「低迷する」と、前回の「より穏やかなもの」となるという表現を修正しました。

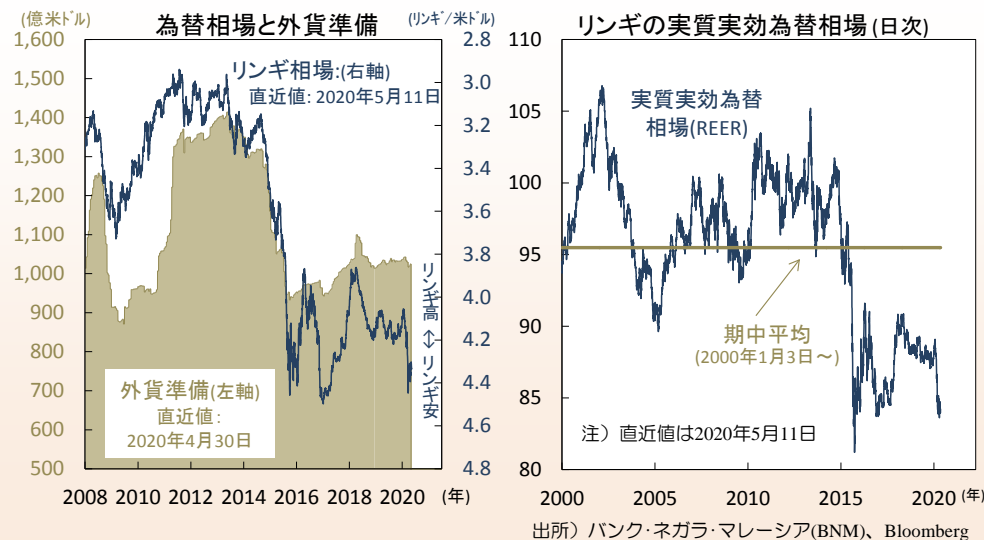
声明は、銀行間市場の流動性は潤沢であると指摘、今年3月以降、BNMが国債買入やリバース・レポ・オペや法定準備率(SRR)の引下げを通じて累計420億リンギ(GDPの2.6%)の資金を供給したことを明らかにしました。声明は、今後も市場に流動性を供給できるよう備えると記述。BNMはMCO導入直後の3月19日にSRRを3%から2%に引下げており(図8右)、今後も年内に同1%への引下げが行われる可能性が高いと思われます。多額の流動性供給に伴って銀行による国債投資の余力が増し、財政刺激策に伴う国債増発による国債利回りの上昇圧力はある程度抑えられるとみられます。前回声明の末尾の「今後は景気と物価のリスクのバランスを見極める」という一節は姿を消しました。今回の末尾には、持続的な景気回復を可能にする環境を整えるために「適切な政策手段を用いる」という一文を追加。過去に大幅な利下げを行った時に近い表現です。

## ● 次回7月の会合でも追加利下げを実施の見込み

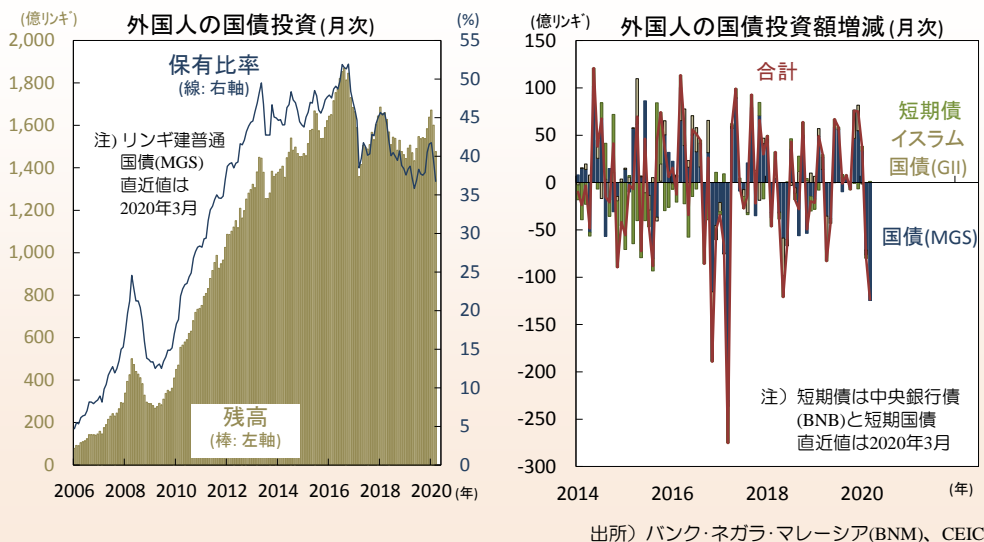
BNMは、国際金融危機の直後の2008年11月から翌年1月にかけて3回連続で利下げを実施(図8右、3.5%→3.25%→2.5%→2%)。利下げを開始した2008年11月の声明の末尾にも、深刻な景気後退を避けるために「適切な政策対応を取る」との一節がありました。BNMは、新型コロナウイルスの感染拡大状況と景気動向を注視しつつ、次回7月7日の政策会合で政策金利を0.25ptまたは0.5pt引下げの可能性が高いと考えられます。

政治的な不透明感は高止まっています。2月23日に始まった政変は、3月1日のムヒディン・ヤシン氏の首相就任でひとまず決着。連立与党の一部が造反し野党と連立してムヒディン氏を首相に担ぐことで、総選挙を経ない政権交代が成立しました。今回の政変の背景には、連立与党の潜在的な不安定さや、マレー系有権者の支持を失いつつあったマレーシア統一プリブミ党(PPBM)の焦りがあったと考えられます。連立与党希望同盟(PH)政権は、2018年5月の総選挙を経て成立。建国以来初の政権交代は、マハティール前首相が率いるマレー系政党のPPBM、アンワル元副首相が率いる人民正義党(PKR)、中国系政党の民主行動党(DAP)、全イスラム・マレーシア党から分離した国民信任党(アマナ)が、ナジブ政権の倒閣に向けて共闘したことから実現しました。

【図9】リンギは年初来で対米ドルで▲5.6%下落(左)、割安な実効相場(右)



【図10】2-3月には累計196億リンギの資本が国債市場より流出(右)



## ● 初の政権交代を実現した後に連立与党内の対立が表面化

2018年の総選挙で、統一マレー国民組織(UMNO)を中核とする政党連合の国民戦線(BN)は初めて野党に転じました。連立与党PHは、ナジブ政権倒閣とナジブ氏の汚職疑惑の追及のために結集。しかし、政権交代とナジブ氏の汚職追及という当初の目的が達成されるとともに共通目標を失った連立の結束力は弱まり、様々な不協和音が目立つようになりました。

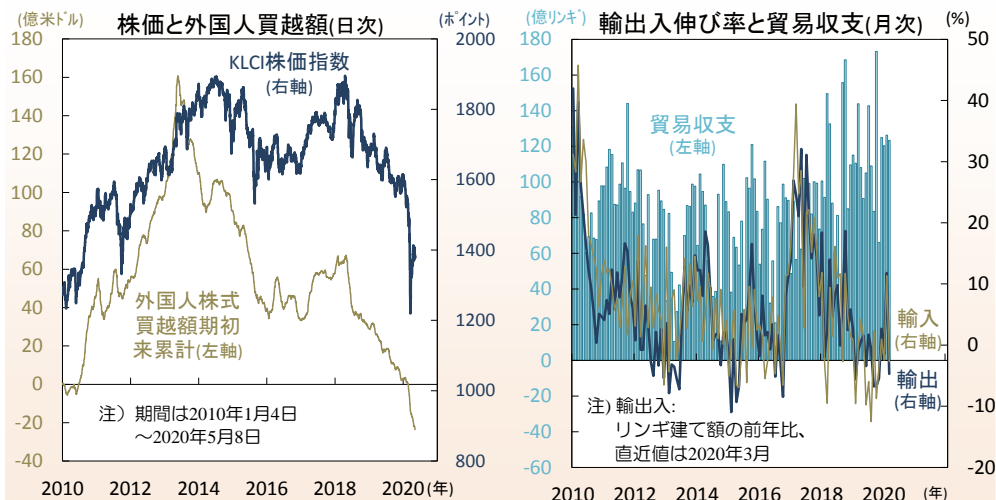
PPBMはナジブ氏の汚職疑惑を批判したためにUMNOを追放されたマハティール氏とムヒディン氏が結成。政策志向はUMNOとほぼ同じであり、マレー系市民の利益を重視しています。一方でDAPやPKRは民族にこだわらない社会経済政策を志向。宗教と言語が絡む教育政策等を巡っては、PPBM所属の閣僚とDAPやPKRの議員が対立しています。また、下野したUMNOが同じくマレー系有権者を支持基盤とするPASと協力関係を築き、総選挙後の補欠選挙で善戦したこともPPBM幹部の焦りを誘ったとみられます。PH政権に対する支持率は、総選挙直後の75%から昨年6月には41%まで低下。特にマレー系有権者の支持率は32%と低迷しており、このまま次の総選挙を迎えれば惨敗するかも知れないというPPBM幹部の危機感をあおったとみられます。

## ● 総選挙なき政権交代によってムヒディン政権が誕生

2月23日、連立与党の造反組と主要野党が国王に連立の組み換えを提案。連立与党からはPPBM、PKRの反主流派、サバ伝統党(ワリサン)が、野党陣営からはUMNO、PAS、サラワク政党連合(GPS)が加わり、下院議員数は約130人と総議席222の過半を上回りました。なお、この時点で彼らが首相に推薦したのはマハティール首相。しかし、マハティール首相はUMNOとの共闘に反対しており、造反組のトップとなることを拒むために国王に辞表を提出しました。造反組に裏切られた連立与党PHもマハティール首相続投を支持。しかし、暫定首相となったマハティール氏が超党派の「統一政府」の形成を目論みこれに対して各党が反対する中で、最終的に造反勢力と野党がムヒディンPPBM総裁を首相候補として擁立、国王はムヒディン氏を首相に任命しました。

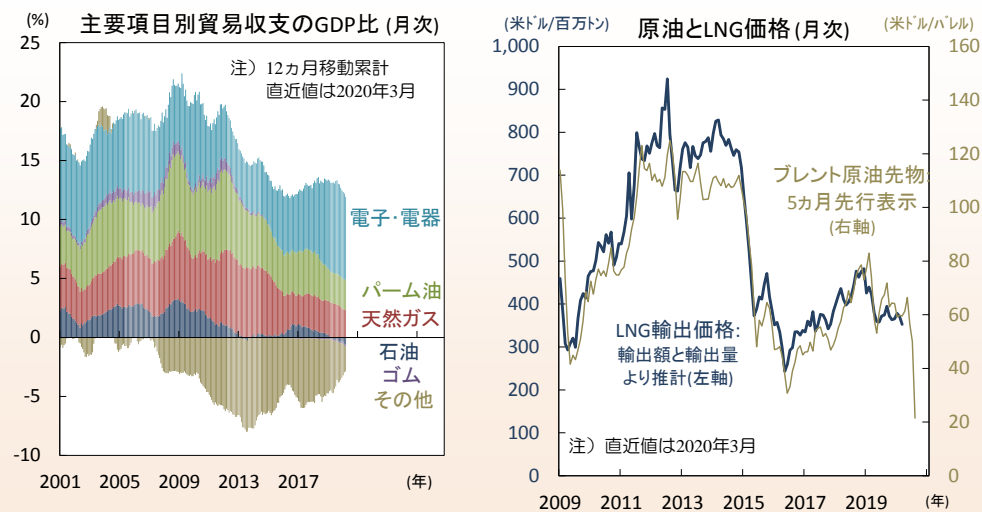
PH連立による議員の切崩し工作等もあり、新しい連立与党の議席数は109議席と前222議席の半分を下回り、5人の閣外協力議員の支持によってかろうじて過半を維持しています。新政権で最大議席を持つUMNOは閣僚ポストの配分に不満を表明。UMNO内部からは解散総選挙を求める声すら聞かれ始めており、もし実現すれば再度の政界再編もあり得るでしょう。新政権は極めて不安定とみられます。

## 【図11】株式投資資本は流出基調(左)、足元で高水準の貿易黒字(右)



出所) マレーシア取引所、マレーシア統計局、CEIC、Bloomberg

## 【図12】LNG輸出価格は時間差をおいて国際原油価格に連動(右)



出所) マレーシア統計局、CEIC



## ● 年初からの原油安中でも貿易収支は大きく悪化せず

通貨リングは今年初より5月11日にかけて対米ドルで▲5.6%下落(図9左)。2月下旬より国際金融市場が混乱し対米ドルで新興国通貨の殆どが下落する中で、タイ(▲7.1%)やインドネシア(▲7.1%)やインド(▲5.8%)よりも下げ幅が限定的でした。主要な国債債券指数(FTSE-Russell WGBI)からの同国債の除外のリスクや政権交代後の政治的な不透明感から、海外投資家は同国資産の保有を抑制しており、2月下旬以降の世界的な金融市場混乱の中でも資本流出の勢いは相対的に穏やかでした(図10、図11左)。

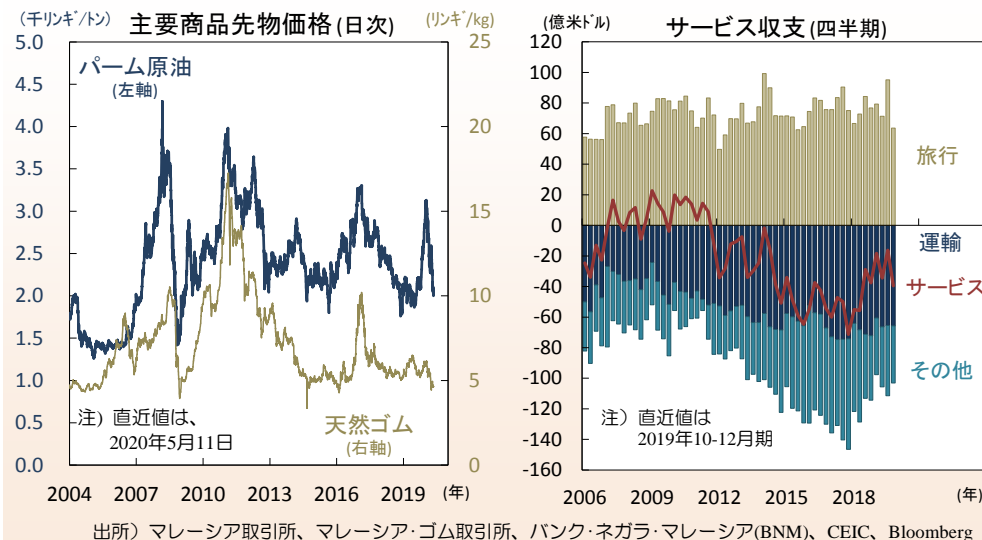
年初より国際原油価格が急落したものの、同国の貿易収支は大きく悪化していません(図11右)。一次産品貿易収支は、石油が小幅な純輸入である一方で、液化天然ガス(LNG)やパーム油が大幅な純輸出という構造です(図12左)。発電用のLNGの主要な輸出先は日本であり、その価格は4-6カ月の時間差をおいて日本の原油輸入価格に連動(図12右)。このためLNG輸出価格の下落は、原油価格が低迷を始めた今年初からではなく、その4-6カ月後の今年後半より起こるとみられます。また、政府がコロナ感染の抑制のためにMCOを導入し内需が急減速したことによって輸入が低迷し、輸出が鈍化する中でも貿易収支の悪化が生じなかった面があるとみられます。

## ● 今後は経常収支と資本収支とも悪化しリングを下押し

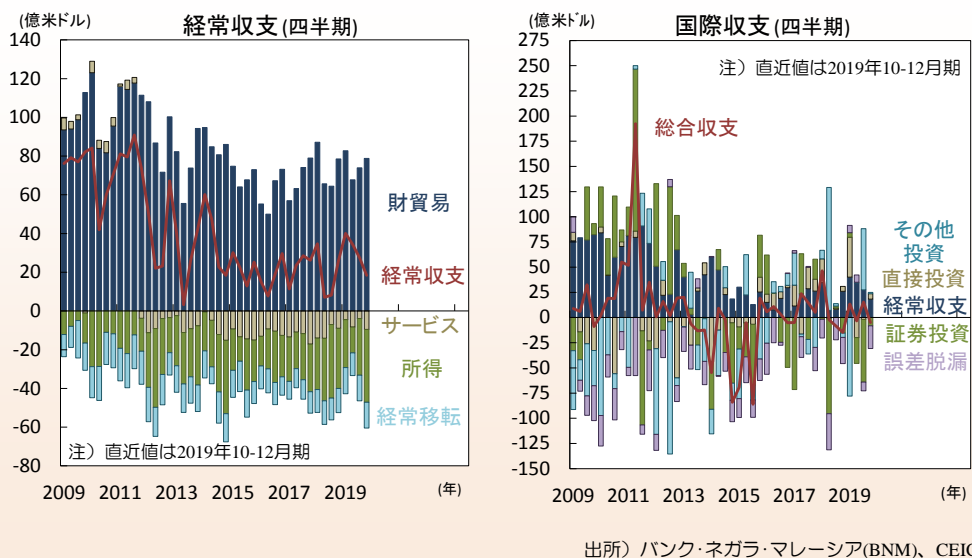
しかし、今後は世界景気の後退と資源需要の低迷、新型コロナウイルス感染防止のための渡航制限等が同国の経常収支を悪化させるでしょう。米欧諸国の景気後退に伴って電子・電器部門の輸出は低迷する見込みです。また、前述のとおりLNGの輸出価格は今年後半より低迷し、国際的な需要の減退に伴ってパーム原油価格も低迷するとみられます。サービス収支は運輸収支等の赤字を旅行収支の黒字がカバーする構造(図13右)。国際的な新型コロナウイルス感染の拡大に伴う海外からの来訪者の減少は経常収支を悪化させます。

資本収支の悪化も懸念されます。深刻な景気後退や国際原油価格の低迷による政府歳入の低迷と、財政刺激策による歳出の拡大に伴って財政の悪化は不可避です。格付けやその見通しの引下げがあれば海外投資家の信頼感は低下するでしょう。また、マハティール前首相は新政権への不信任動議の可能性を否定せず。今月18日には政権交代後初めて議会在野が召集されるものの、政府は1日のみの会期とし動議を禁じることでこれを乗り切る構えです。しかし、コロナ感染が収束し平時モードとなれば総選挙なき政権交代の正当性が改めて問われ、政権基盤が不安定なムヒディン政権は正念場を迎えるでしょう。リング相場の上値は当面重くなると予想されます。(入村)

【図13】低迷するパーム原油価格(左)、高水準の旅行収支黒字(右)

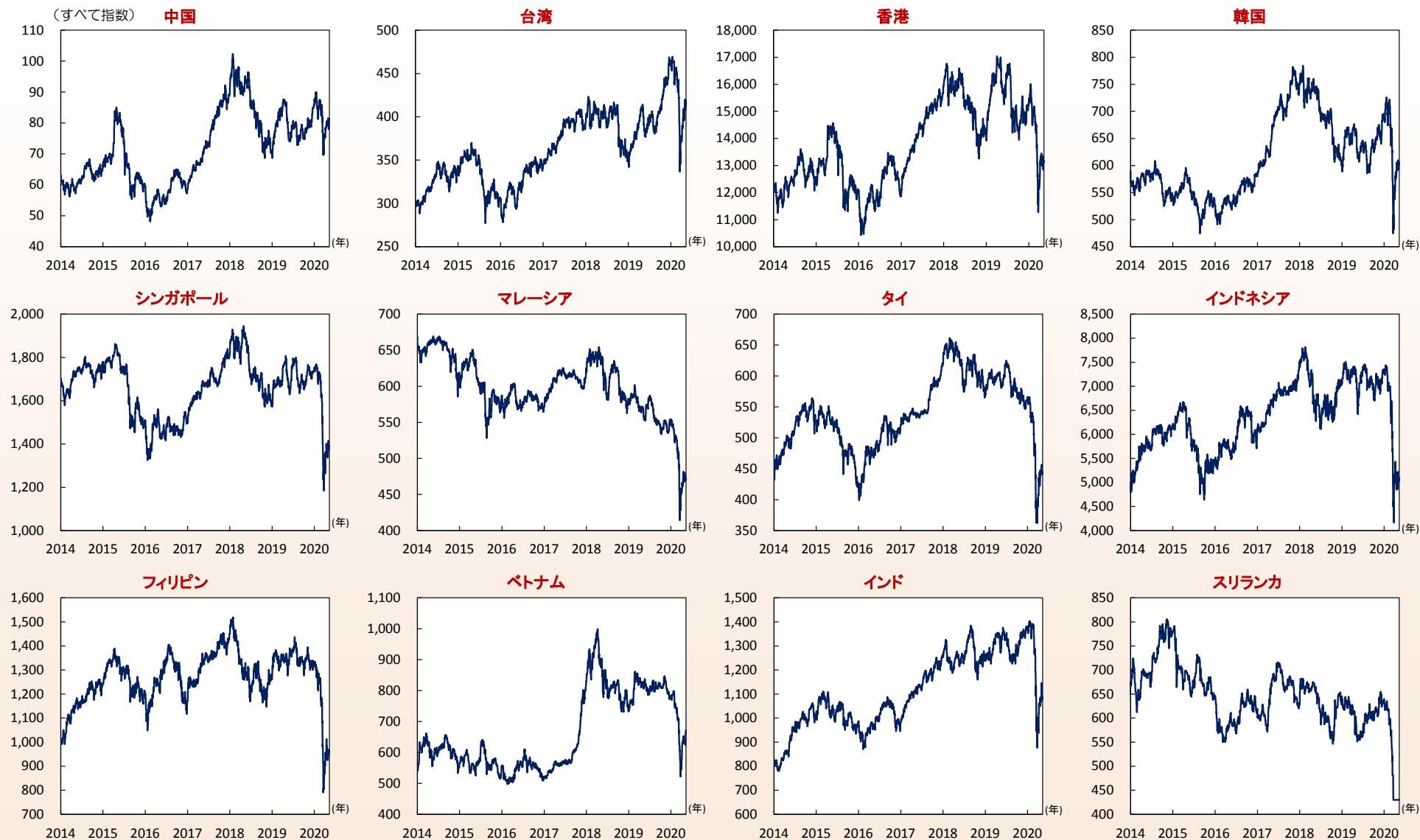


【図14】所得収支等の赤字を貿易収支の黒字でカバー(左)



出所) バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)、CEIC

## 【アジア・マーケット・ウォッチ】(1) 株価



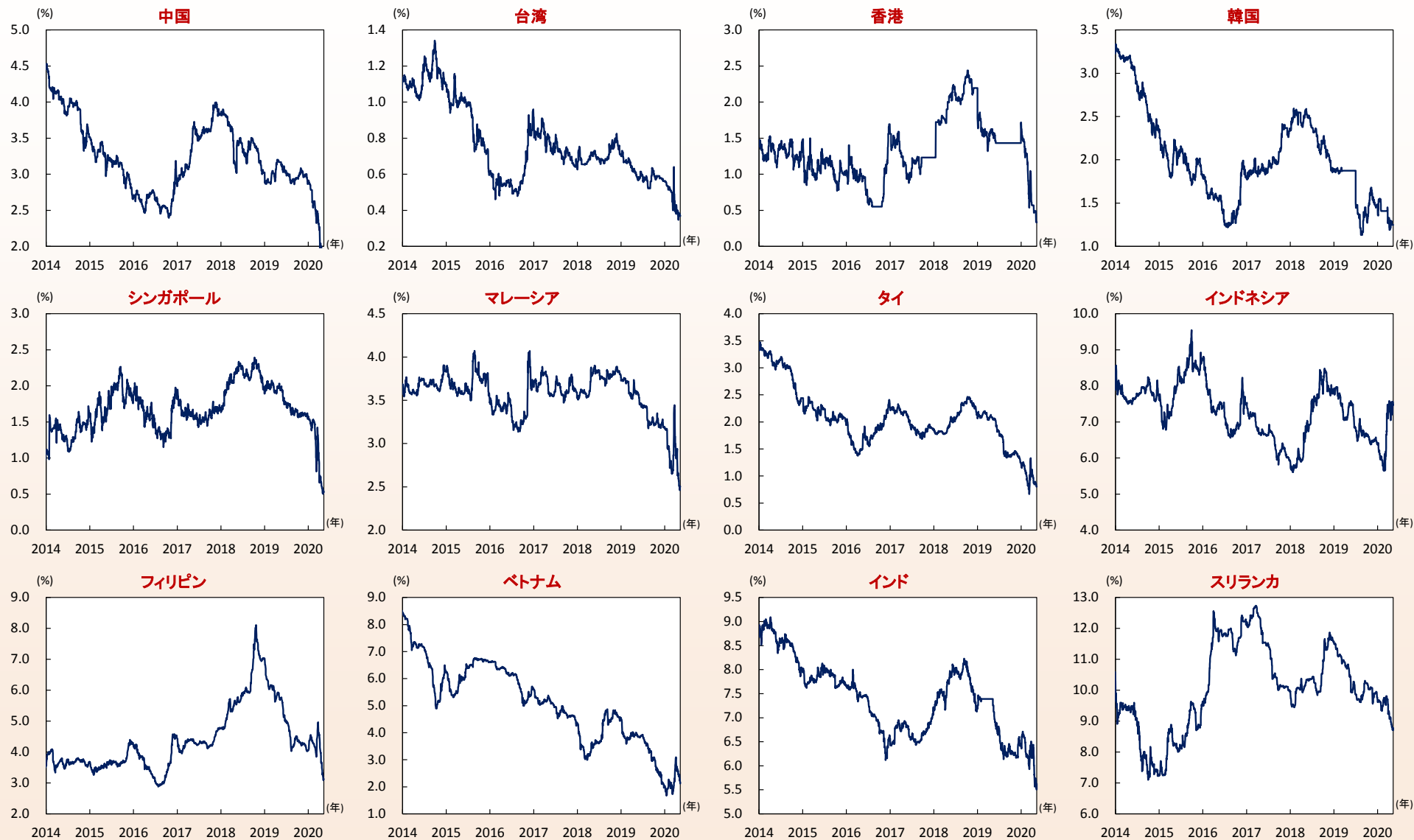
注1) 直近値は、2020年5月11日。

注2) ベトナムとスリランカはMSCIフロンティア・マーケット インデックス、その他はMSCI オールカントリー・ワールド インデックスの国別指数（現地通貨ベース、配当込み）。

出所) MSCI、Bloombergより当社経済調査室作成



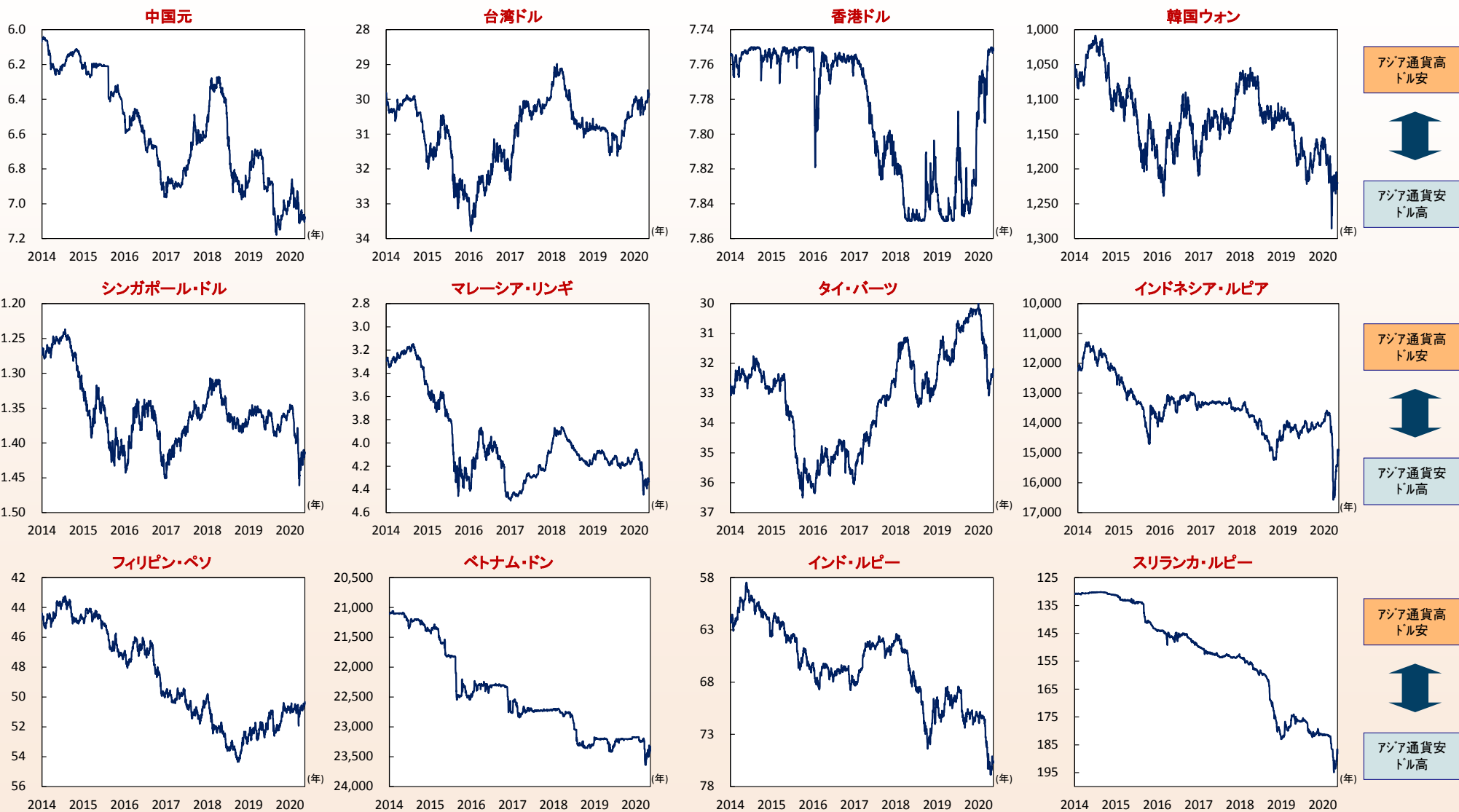
## 【アジア・マーケット・ウォッチ】(2) 自国通貨建国債利回り



注) すべて5年国債利回り、直近値は、2020年5月11日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## 【アジア・マーケット・ウォッチ】(3)アジア通貨の対ドル相場



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、2020年5月11日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

### 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。本資料は、投資勧誘を目的とする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。（作成基準日: 2020年5月12日）
- 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いません。
- 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。

### 本資料中で使用している指数について

MSCI オールカントリー・ワールド インデックス、MSCI エモティフ・マーケット インデックスに対する著作権およびその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。Markit Economics Limitedの知的財産権およびその他の一切の権利はMarkit Economics Limitedに帰属します。



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