

【マレーシア】リンギ相場はなぜ、恵まれた環境下でも冴えを欠いているのか ..... 1ページ  
 【シンガポール】外需の改善に支えられる景気回復 ..... 6ページ  
 【エマージング・マーケット・ウォッチ】 ..... 9ページ

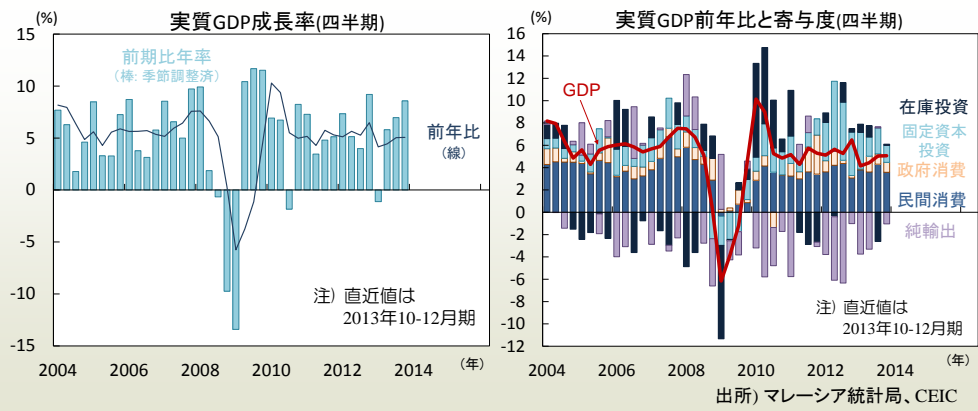
## 【マレーシア】リンギ相場はなぜ、恵まれた環境下でも冴えを欠いているのか\*

### ● 財政・経常収支改善にもかかわらず冴えを欠くリンギ相場

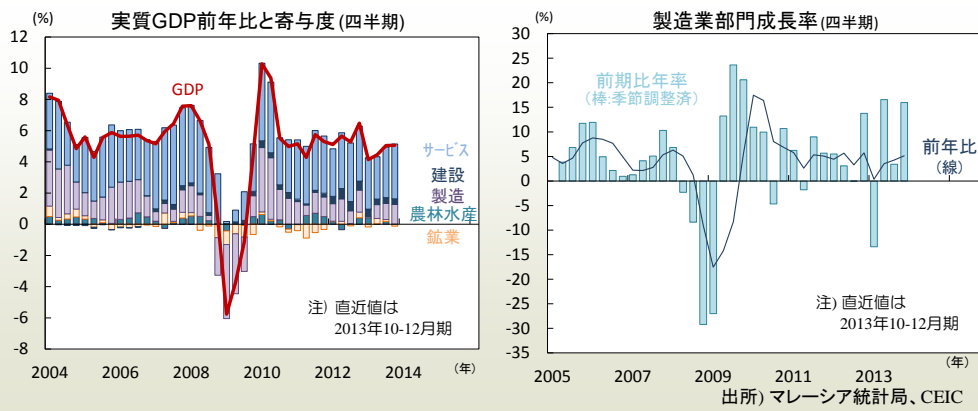
足元で、マレーシア・リンギは冴えない動きを続けており、同通貨の対ドル相場は昨年10月末から今年2月末にかけて3.7%下落しました。同国では堅調な景気拡大が続く一方、経常収支は改善、経済改革に前向きとされるナジブ首相の続投が決まり、同首相の下で財政健全化への取組みも進んでいます。一見恵まれた環境の下で、なぜリンギ相場は低迷しているのでしょうか。本稿では、同国の景気物価状況を概観するとともに、財政再建に向けた動きや金融政策の方向性について整理し、国際収支動向について分析した上で、為替相場の動向について考察します。

2月12日公表の10-12月期のGDPの前年比は+5.1%と前期の+5.0%よりやや加速し、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+4.8%を超過。季節調整済みの前期比年率も+8.6%と前期の+7.0%より加速しました(図1左)。需要項目を見ると、内需から外需への成長けん引役のシフトがうかがえます。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。民間消費は前年比+7.3%と前期の+8.2%から鈍化し、前期比年率では▲3.9%と前期の+11.2%から反落。賃金の伸びによる下支えもあったものの、昨年9月以降の政府補助金の削減に伴う燃料や食品の価格上昇の影響が顕在化し始めた模様です。政府消費は前年比+5.1%と前期の+7.8%より鈍化。財政再建に向けた歳出抑制によります。固定資本投資は前年比+5.8%と前期の+8.6%より鈍化。民間投資が同+16.5%と前期の+15.2%より加速したものの、財政再建を急ぐ政府が公共投資等を圧縮したため、政府投資が同▲2.7%と前期の▲1.3%より落込みました。在庫投資の寄与度は+0.1%ポイントと前期の▲2.6%ポイントより改善しました。総輸出は前年比+2.9%と前期の+1.7%より改善したものの、総輸入が同+4.4%と前期の+1.8%より伸びたため、純輸出の寄与度は▲1.0%ポイントと前期の+0.1%ポイントより悪化しました(図1右)。

【図1】10-12月期のGDP成長率は前期より加速し、市場予想を超過



【図2】堅調な外需などを背景に製造業部門の生産の伸びが加速(右)



## ● 内需から外需にシフトする成長のけん引役

生産側では、製造業が前年比+5.1%と前期の+4.2%より改善。前期比年率は+16.0%と前期の+3.4%より加速(図2右)、足元の拡大ペースは速い模様です。堅調な外需を追い風に運輸機器等や電子・電機などが伸びました。サービス業は前年比+6.4%と前期の+5.9%より改善、卸売・小売などが加速し、運輸・倉庫、通信などが堅調でした。建設業は前年比+9.8%と前期の+10.2%に続き堅調、住宅建設などが伸びました。農林水産業は前年比+0.2%と前期の+2.1%より減速、天然ゴムや油ヤシの生産が落込みました。

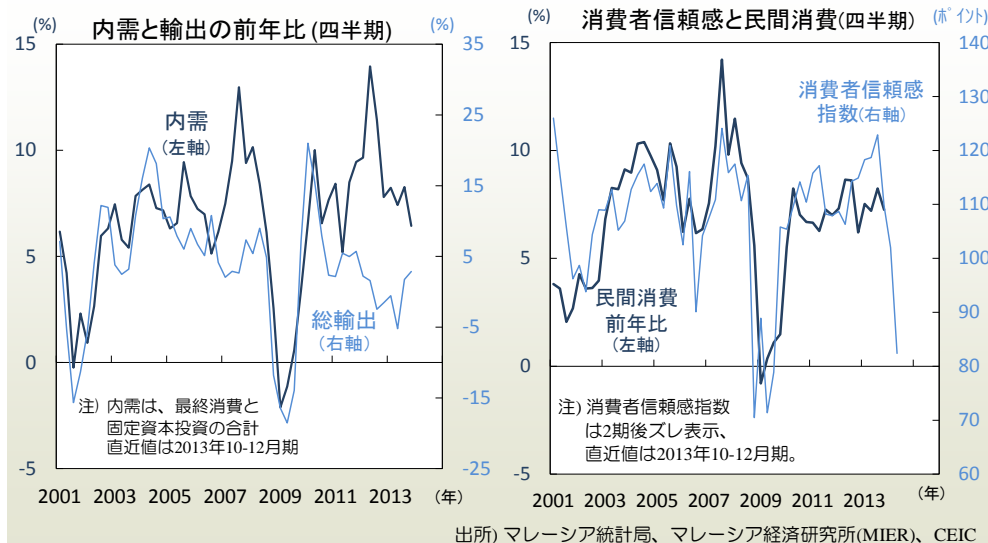
貿易依存度の高い同国では、内需の伸びが輸出の伸びに影響されるものの、総選挙を抑えた2007年と2012-13年には政府による大規模な景気刺激策により、内需の伸びが外需を上回って加速(図3左)。しかし、現在、政府は財政再建を迫られています。燃料価格引上げ等による購買力の低下に伴って消費者信頼感は悪化(図3右)、民間消費は今後鈍化するでしょう。総輸出の伸びが加速し、総輸入の伸びも生産と輸出に先行する中間財によって押し上げられるなど(図4左)、成長のけん引役は内需から外需へ移行しつつある模様です。民間消費と政府支出の鈍化を輸出と民間投資の伸びがカバーする中、2014年の成長率は+5%前後と、前年の+4.7%に続き堅調な景気拡大が続く見通しです。

## ● 補助金削減に伴って消費者物価は上昇

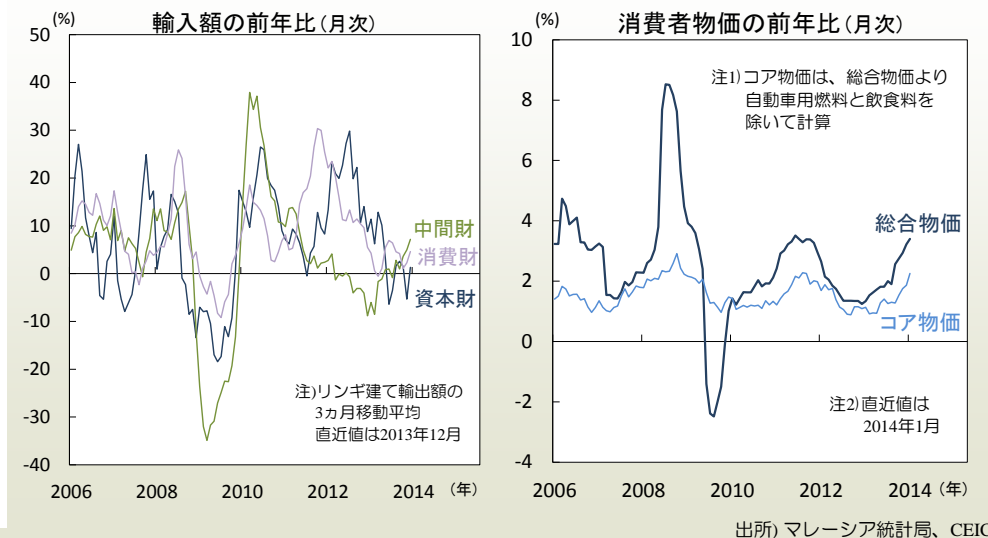
財政健全化のための補助金の削減によって、物価は上昇しています。2月19日に公表された1月の消費者物価は前年比+3.4%と前月の+3.2%より上昇(図4右)。年初からの電力料金引上げに伴って、同物価が前年比+6.4%上昇した影響です(図5左)。9月に行われた燃料価格引上げの影響で自動車燃料物価の前年比も+8.3%と前月の+7.9%を上回る水準で高止まりました。飲食料物価も前年比+4.2%と前月の+4.5%に続き高い伸びに。中国旧正月が昨年より前倒しとなったことによる同休暇前の肉、魚介類、果物価格の上昇、10月以降の補助金廃止による砂糖価格上昇の影響とみられます。自動車燃料と飲食料を除くコア物価の前年比は+2.3%と前月の+1.9%より上昇しました(図4右)。

もっとも、足元の物価圧力は徐々に鈍化し始めたとみられます。季節調整済みの総合物価の前月比は、燃料価格引上げの行われた9月の+0.8%をピークとし、1月には+0.3%まで低下しました(図5右)。前述の通り消費者信頼感は悪化し民間消費の勢いは鈍化、需要側からの物価圧力は和らいでおり、これまで行われた管理価格引上げの二次波及を限定的なものとしているとみられます。年内に追加的な燃料価格引上げが行われない場合、消費者物価の前年比は当面+3%台後半で推移する見通しです。

### 【図3】燃料価格の上昇などによって悪化する消費者信頼感(右)



### 【図4】燃料、電力、食品価格の引上げ等によって消費者物価は上昇(右)



## ● 昨年9月より財政健全化に着手した政府

政府は、2013年の総選挙を意識して2012年前後より景気刺激策を実施。低所得家計への財政資金による現金給付などを行う一方、燃料価格の引上げを先送りしたため補助金負担が拡大(図6左)。財政赤字は拡大し(図6右)、政府債務の水準は政府が自ら定めた上限(GDP比55%)近くまで上昇していました(図7左)。また、政府債務に加え、政府の保証債務も増加。国有企業などに対する連邦政府の保証債務のGDP比は昨年9月末時点で15.8%と、2008年末の9.0%より上昇(図7右)。政府主導の投資計画に参加する同企業群への保証を拡大させた結果です。格付け大手フィッチは、昨年7月末に同国の長期格付(外貨: A-/本国通貨: A)の見通しを安定的からネガティブに変更し、将来の格下げの可能性を示唆。2008年以降の財政悪化が主たる理由でした。

政府は悪化した財政の健全化に着手し、昨年9月に燃料価格の引上げ(燃料補助金の削減)を実施。また、また10月25日に公表した2014年度予算案に、砂糖への補助金の廃止や一般消費税(財・サービス税: GST)の導入(2015年4月)など、歳出削減や歳入基盤強化策を盛り込みました。こうした動きを受け、格付大手ムーディーズは11月20日に同国の格付見通しをポジティブに変更、信用力低下の懸念はひとまず後退しました。

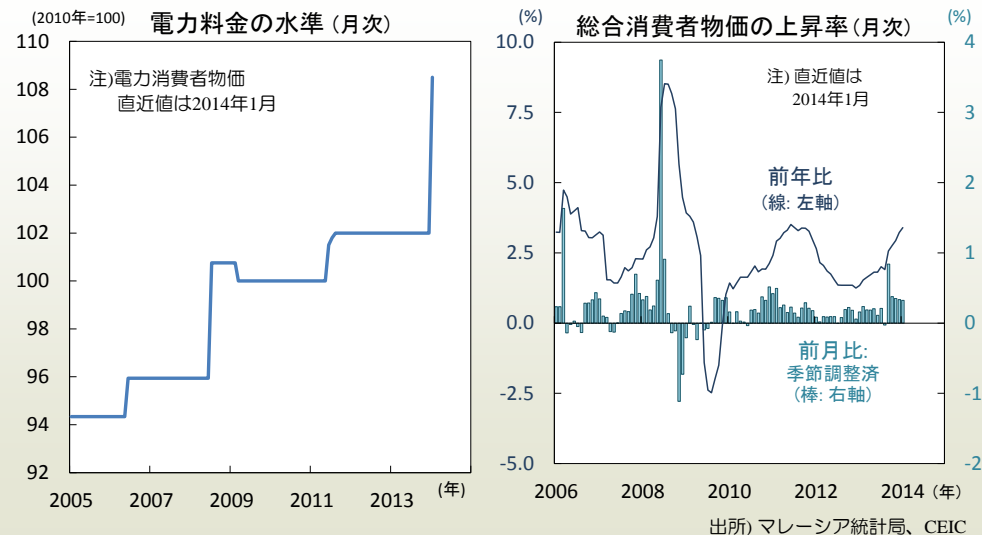
## ● 消費者物価が上昇する中、微妙な舵取り迫られる中央銀行

補助金の削減などに伴って物価が上昇する中、バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)は微妙な金融政策の舵取りを迫られています。

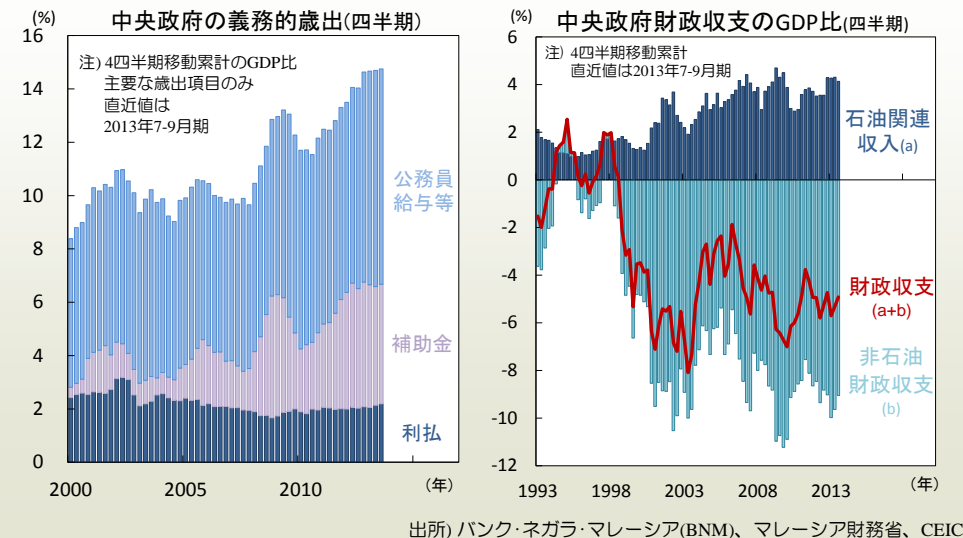
BNMは、1月31日の金融政策委員会(MPC)で政策金利を3%で据置くことを決定(図8左)。据置きは16回連続です。声明は、2014年の経済は外需や民間投資に牽引され堅調だろう指摘。物価は国内価格要因(補助金削減など)で高止まるものの、輸入物価圧力が低く内需の伸びも穏やかなため、コスト要因からの物価高が基調インフレ与える影響を抑えるだろうとの見方を示しました。また、MPCは中期的な物価の安定を維持することに集中すると記述。燃料価格の引上げなど供給側の要因からの一時的な総合物価の上昇に対して、直ちに利上げで反応しないとの考え方を示唆したものでしょう。

なお、当社が今年2月に実施した聞き取りでは、香港やシンガポールの市場参加者の多くが、BNMは年内に累計0.5%ポイント程度の利上げを行うだろうと予想。BNMが2010年1月に他のアジア主要国に先駆けて利上げを開始したこと、当時のBNMがインフレ率が政策金利を上回ることに警戒的な姿勢を見せたことなどから、今回も予防的な利上げがあるとの見方が強い模様でした。

## 【図5】総合消費者物価の前月比(季節調整済)は徐々に鎮静化(右)



## 【図6】近年拡大した補助金負担(左)と高水準の財政赤字(右)





## ● 海外勢と異なり年内利上げの可能性は低いとする国内勢

一方、現地クアラルンプールの市場参加者の多くは、年内の利上げの可能性は低く、あったとしても年後半に0.25%ポイントの利上げ1回との見方を共有していました。燃料価格の上昇に伴う家計の購買力の低下など内需に下押し圧力がかかる局面で、これを更に下押しする利上げをすれば、必要以上の景気鈍化を招き景気循環の振幅を大きくしてしまうが、BNMはこうした政策運営を好まないというのがその根拠でした。

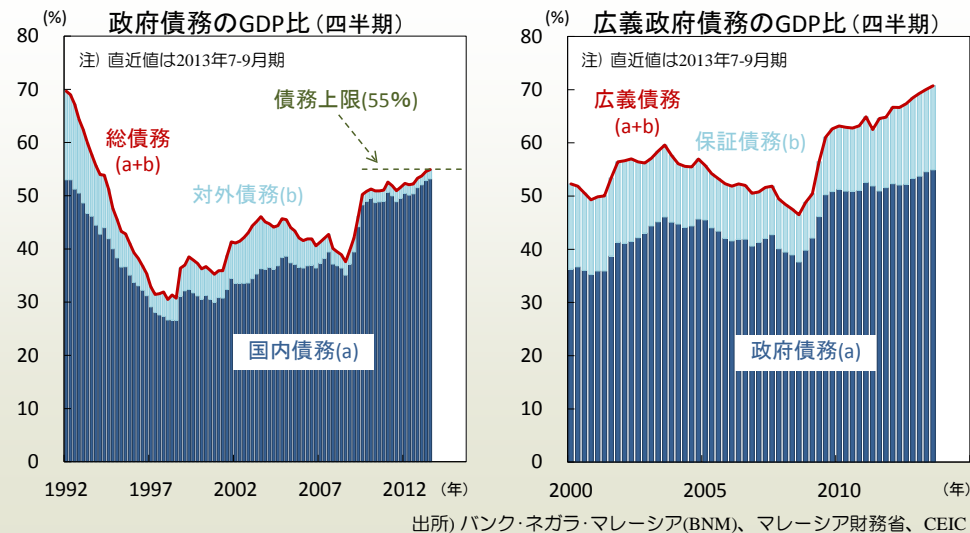
前述の政策声明にあるとおり、BNMは内需が鈍化する中で燃料価格の上昇がコア物価に波及する度合いは低いと考えている模様です。2008年半ばには、大幅な燃料価格の引上げによって総合消費者物価の前年比が8%台まで上昇し当時の政策金利の3.5%を大きく超過、実質政策金利が大幅なマイナスになったものの、BNMは利上げを行いませんでした(図8左)。このため、多くの近隣諸国のように2008年に大幅な連続利上げを行い国際金融危機後の2008年末前後より大幅な連続利下げをすることを回避しました。現在、国債とスワップ金利の利回り曲線は3ヵ月以内の0.25%ポイント程度の利上げを織込んでいるものの、今後は、BNMが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。

## ● 昨年前半にかけ縮小した経常黒字はその後拡大

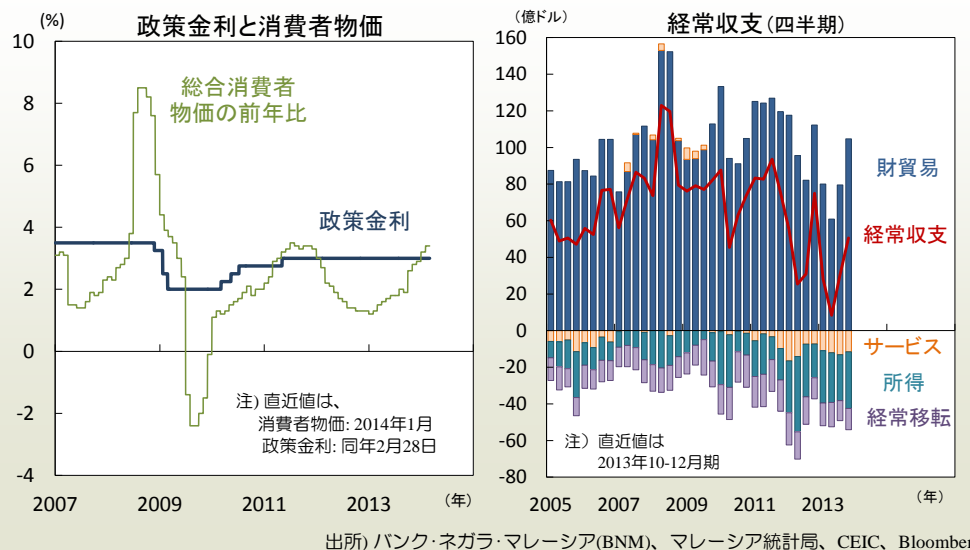
昨年4-6月期にかけて急速に縮小した経常黒字は、その後拡大しています。10-12月期の経常黒字は51億ドルと前期の30億ドルより拡大(図8右)、GDP比は6.1%と、4-6月期の同1.1%より大きく改善しました。貿易黒字が105億ドルと、前期の80億ドルより拡大したことが主因です。6月まで5ヵ月連続でマイナスとなった輸出の前年比は7月より反転しており、12月の輸出の前年比(リング建て)は+14.4%と前月の+6.7%より加速。主要先進国の景気回復などに伴って電子・電機が同+12.0%と3ヵ月連続で2桁台の伸びとなり、貿易黒字を94.7億リングと前年同期の84.6億リングから押し上げました。

マレーシア・リングは、(1)経常収支の改善、(2)堅調な成長見通し、(3)財政健全化に向けた政府の取組み、(4)政治リスクの低下など、多くの支援材料に恵まれているように見えます。昨年5月の総選挙前には、市場は野党躍進による史上初の政権交代の可能性も意識、連立与党の国民連合(BN)が大きく議席を減らせば、BNの中核をなす統一マレー国民組織(UMNO)党首のナジブ首相がその座を追われ、同首相の主導による経済改革や財政健全化の動きが後退するという懸念もありました。しかし、BNは総選挙を経て政権の座に留まり、ナジブ首相も10月の党内選でUMNO党首の座を堅持しました。

【図7】 上限近くまで上昇した政府債務(左)、多額の保証債務(右)



【図8】 貿易黒字の拡大に伴って改善する経常収支(右)



● 経常収支の改善が進む中でもリング相場は勢いを欠く

ナジブ首相の続投によって財政再建に向けた取組みが進み信用力の悪化にも歯止めがかかることが期待される中、昨年10月以降はリング相場の上昇も期待されました。しかし、昨年10月末より今年2月末にかけて、同通貨は対ドルで3.7%下落(図9左)。主要アジア通貨では、政治不安に揺れるタイのパーツに次いで不振でした(図9右)。

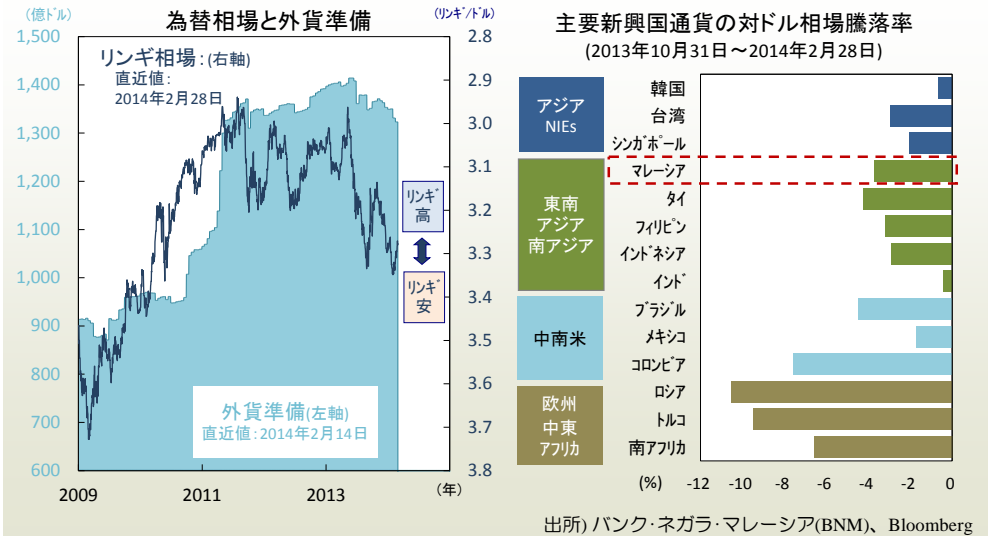
同通貨不振の背景は、外国人による多額の国債保有、国内資本の流出圧力などであったと考えられます。外国人によるリング建て国債(MGS)の保有率は、今年1月時点で44.6%に及ぶなど(図10左)、アジア地域で最大です。同国は、米国の量的金融緩和の縮小に伴う証券投資資本の流出の影響を受けやすい構造であったと思われます。また、一時期縮小していた経常黒字は再び拡大しつつあるものの、国内資本の流出の勢いも強い模様です。同国の被雇用者積立基金(EPF)は、近年、海外投資比率の引上げを図っており、拠出金(昨年実績で月当たり純額15億リング程度)の一部を海外証券市場に投資しています。また、2013年通年の直接投資収支は▲14億ドルと赤字基調です。同年、海外から116億ドルの同投資資本の純流入があったにもかかわらず、国内企業による対外投資資本の純流出が130億ドルにのぼったことが、同赤字の背景です(図10右)。

● 当面、リング相場はアジア通貨平均なみの上昇率が

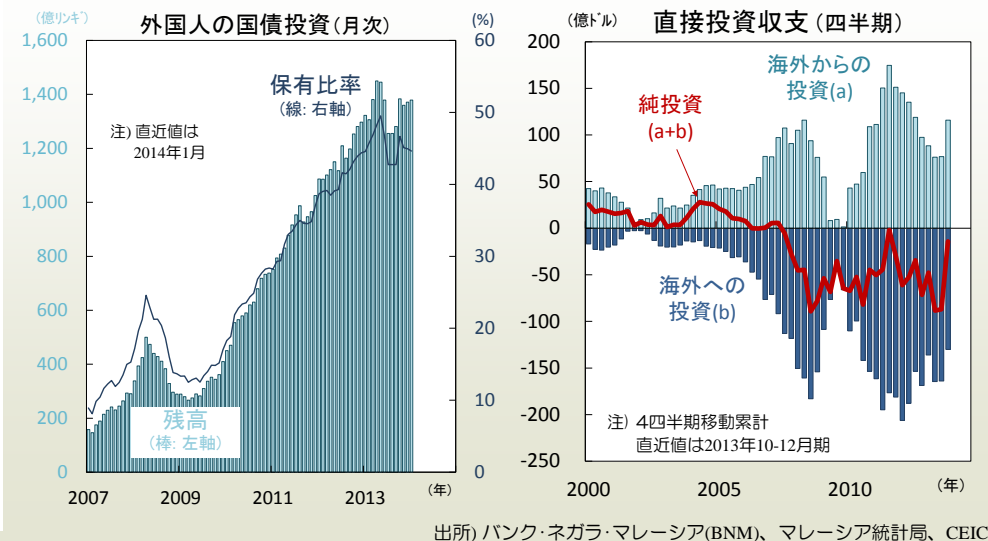
国内から多額の直接投資資本が流出しているのは、国内民間企業が経済成長著しい東南アジア域内に活発な投資を続けていることに加え、政府がマレー人優遇策を堅持する中、中国系資本が国内に十分な投資機会を見だせていないという面もある模様です。ナジブ首相は、2009年の就任直後に、それまで政治的にタブーとされてきたマレー人優遇策の見直しに着手し、経済改革の旗手という評価を獲得。連立与党BN政権の継続と同首相の続投は、一見、経済改革進展を意味するようにも見えます。

しかし、BNが総議席数を減らしつつも政権に留まれたのは、同連立内の中国人系政党MCAなどが多くの議席を失う一方で、マレー人系政党であるUMNOが、前回選挙より議席数を伸ばしたためです。UMNO内の保守派は、選挙の勝利はマレー人票によるものと主張しマレー人優遇策の堅持を要求。ナジブ首相は、こうした声に答えるかのように、昨年9月に5項目からなる新たなマレー人優遇策を公表、同首相の下で経済改革が進むとの期待はしばみつつあります。経常収支の改善が進む一方で資本勘定からの流出圧力が残る中、リング相場は他のアジア通貨を大きく上回って上昇することは難しく、当面、アジア通貨平均並みの上昇率となると予想されます。(入村)

【図9】昨年10月末以降、冴えない動きを続けるリング相場(左)



【図10】多額の対外投資のために直接投資収支は赤字基調(右)





## 【シンガポール】外需の改善に支えられる景気回復

シンガポール経済は外需の回復にけん引され、景気の改善が続いています。足もとは労働需給のひっ迫による物価上昇圧力なども見られ、金融当局は現行の通貨高誘導方針をしばらく維持すると見込まれます。

### ● 外需にけん引され継続する景気回復

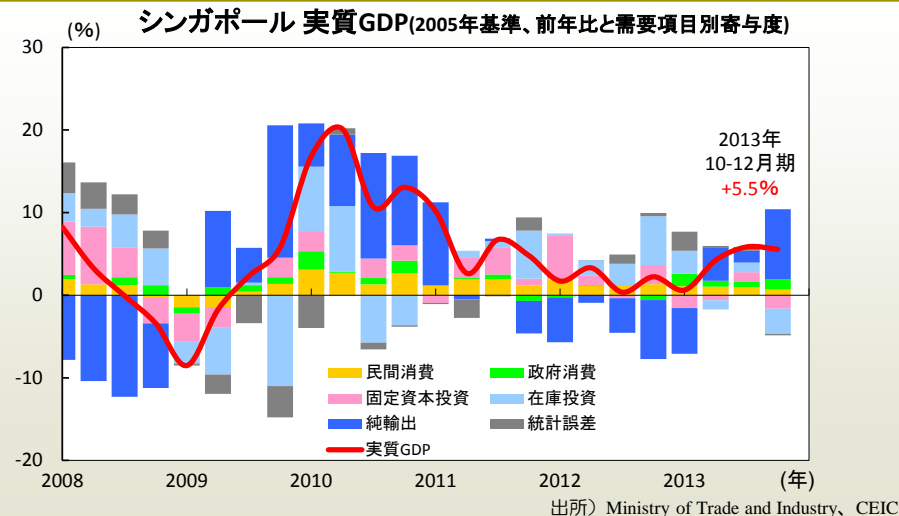
外需の動向に敏感なシンガポール経済は、先進国の景気回復などにけん引され、2013年10-12月期の実質GDP（確報値）が前年比+5.5%、前期比年率+6.1%と、いずれも1月の速報値（同+4.4%、▲2.7%）より伸び率が上方修正されました（図1）。需要項目別の寄与度を見ると、輸出が持ち直したことに伴い、同国の純輸出の寄与度（前年比ベース）は+8.5%ポイントと、7-9月期の同+1.4%ポイントより急回復しています。民間消費は同+0.7%ポイントと、堅調に推移する一方、固定資本投資は電子産業の落ち込み等により、前期の+1.1%ポイントより今期の▲1.6%ポイントに転じました。

産業別では、GDPの約3割を占める製造業は前年比+7.0%と、前期の同+5.3%より加速しています。とりわけ、化学や精密機械などが大きく伸びました。また、金融サービスを中心に、サービス業も堅調で、前年比+5.9%と、前期の同+6.3%より減速したものの、比較的高い伸びが維持されています。

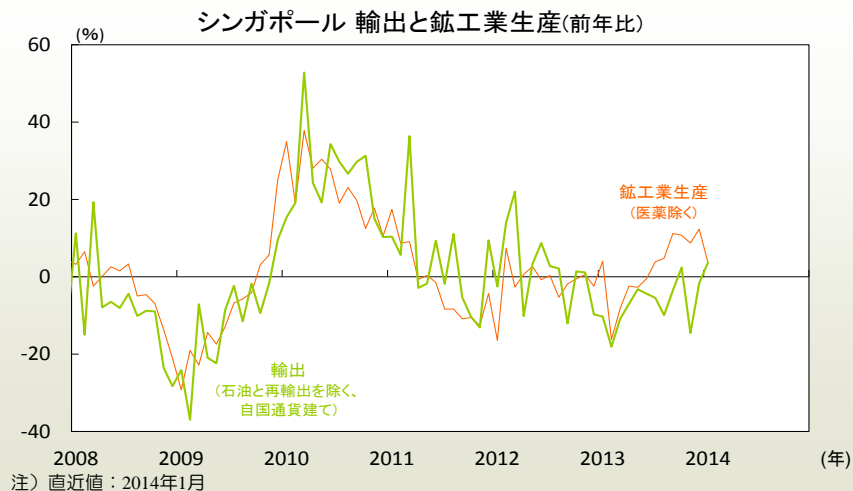
同国の輸出（石油と再輸出を除く（NODX））は、1月に前年比▲3.3%と（図2）、12月の同+6.0%より低下したものの、昨年より前倒しとなった1月の旧正月休暇（昨年：2月）が一因だとみられます。今後、欧米の景気回復などによる需要増が見込まれ、輸出の回復は続くと思われます。一方、製造業が堅調に推移しており、1月に前年比+3.9%と、7ヵ月連続のプラス成長となりました。それを受け、工場の拡張を計画する半導体メーカーが現れるなど、企業の求人ニーズが活発になり、10-12月期に総合失業率（季節調整済み、外国人就労者含む）は前期と同じく1.8%にとどまり、2011年以来の低水準を維持しています（図3）。また、就業者数も建設、サービス業を中心に改善が続き、10-12月期に前年比+4.0%の349.2万人に増えました。

一方、国内消費は雇用回復に支えられ、新車購入権（COE）の入札額が排気量1.6リットル以下の乗用車を中心に、引き続き上昇しており、実質小売売上（自動車除く）も1月に前年比+1.2%、前月比+0.4%と、底堅くに推移しています（図4左）。また、月間100万人以上の来訪者も消費の下支え要因となっています。今後、世界景気の拡大が持続し、外需の改善が見込まれるなか、同国経済の回復はしばらく続くでしょう。

【図1】外需の改善にけん引される景気回復



【図2】輸出に連動する鉱工業生産



## ● 次第に高まる物価の上昇圧力

景気回復が続くなかでも、消費者物価の上昇率は緩やかです。1月の総合物価は前年比+1.4%と、前月の同+1.5%に続き、小幅な伸びにとどまりました（図5）。

消費者物価の約4分の1を占める住宅の賃貸価格は昨年に行われた不動産規制の浸透などにより、1月に前年比+1.8%と、伸び率の鈍化が続いています。食料品など一次産品の価格上昇は続き、海産物価格が1月に前年比+8.4%と、5カ月連続で伸び率が拡大しています（図6）。また、コア物価（住宅や自動車価格等を除く）も前年比+3.0%と、昨年後半から伸び率が加速しています。

一方、昨年7月から外国人雇用枠（DRC）審査の厳格化に伴い、労働需給がひっ迫しつつあります。それを受け、居住者の賃金上昇率は2012年の前年比+2.3%から2013年の同+4.4～+4.9%（民間調査）と拡大し、賃金を押上げています。当局が昨年10月に公表したマクロ経済報告は、2014年の名目賃金上昇率が+3.3%（2009-13年平均：+3.9%）となると予想しています。

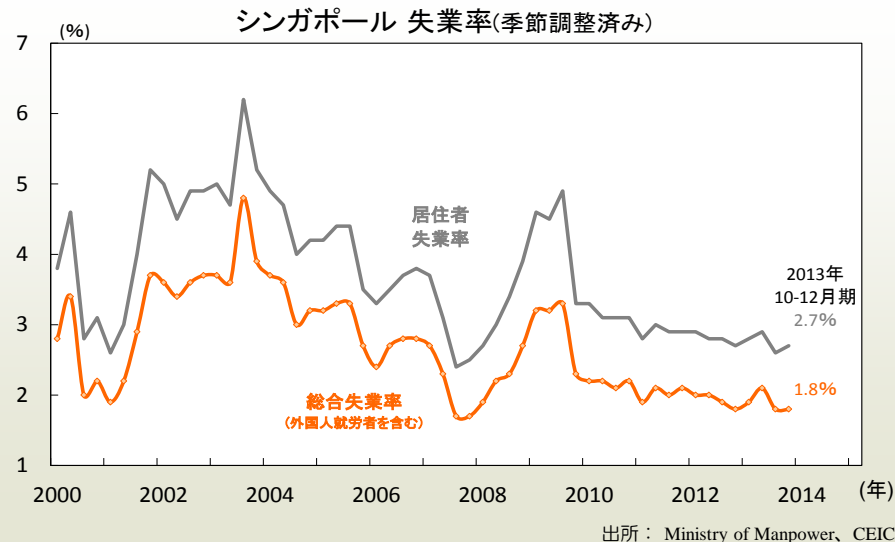
足もとの景気回復に加え、労働需給のひっ迫などにより、今後、物価上昇圧力が高まっていくと見られます。また、非居住者の雇用税の引き上げ(R2就労ビザ：600シンガポール・ドル(以下、Sドル)/人⇒700Sドル/人)に伴い、労働需給の改善は期待しづらく、消費者物価は年前半にかけて3%前半に上昇する見通しです。

## ● 4月の政策会合で、現行の金融政策が維持される見通し

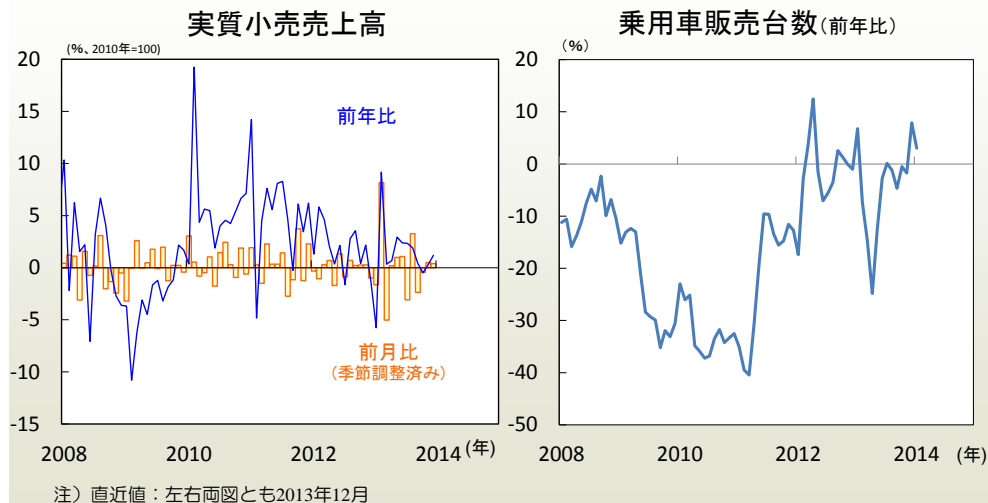
シンガポール通貨金融庁（MAS、中央銀行に相当）はこれまで金融政策の手段として、政策金利の設定や操作を行わない代わりに、年2回（4月と10月）の金融政策決定会合で、Sドルの名目為替実効相場（NEER）の誘導方向や変動幅を決定し、国内の物価安定を図っています。インフレ局面では、為替相場を切上げの方向に誘導し、逆にデフレ局面では、同相場を切下げの方向に誘導します。

2010年10月の金融政策決定会合以降、MASはインフレ抑制の姿勢を貫き、政策バンド（変動許容幅）の中央値を引き上げるなど、昨年10月の政策会合にかけて、7回連続でSドルを通貨高の方向に誘導しています。昨年末、米国の量的金融緩和縮小などを背景に、新興国通貨が幅広く売られたなか、恒常的な経常黒字などに支えられる同通貨の下落が小幅に収まり、足もとで1ドル=1.26 Sドル付近で取引されています（図7、8）。今後、新興国市場が徐々に落ち着きを取り戻すことに加え、同国の物価上昇圧力を考えれば、次回の政策会合(2014年4月)では現行の通貨高誘導方針が維持され、同通貨は緩やかに上昇すると予想されます。（洪）

## 【図3】1%台後半で推移する総合失業率



## 【図4】堅調に推移する民間消費

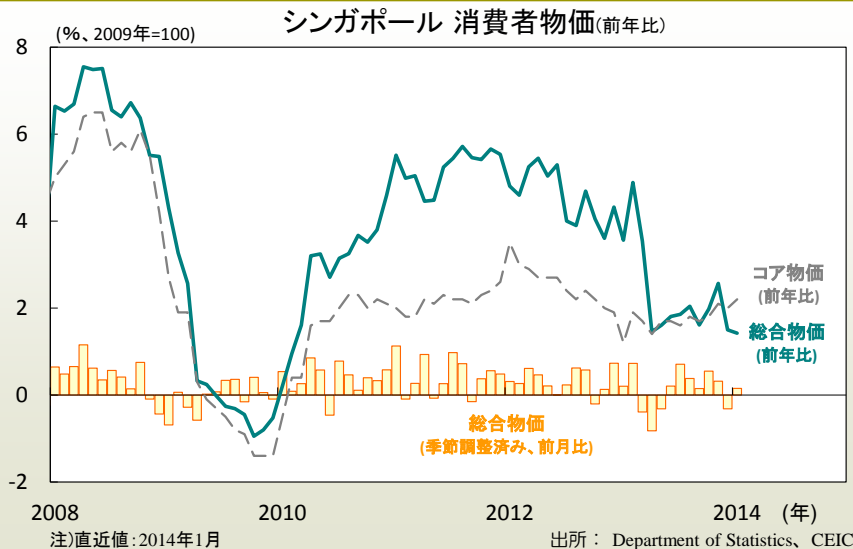


注) 直近値：左右両図とも2013年12月

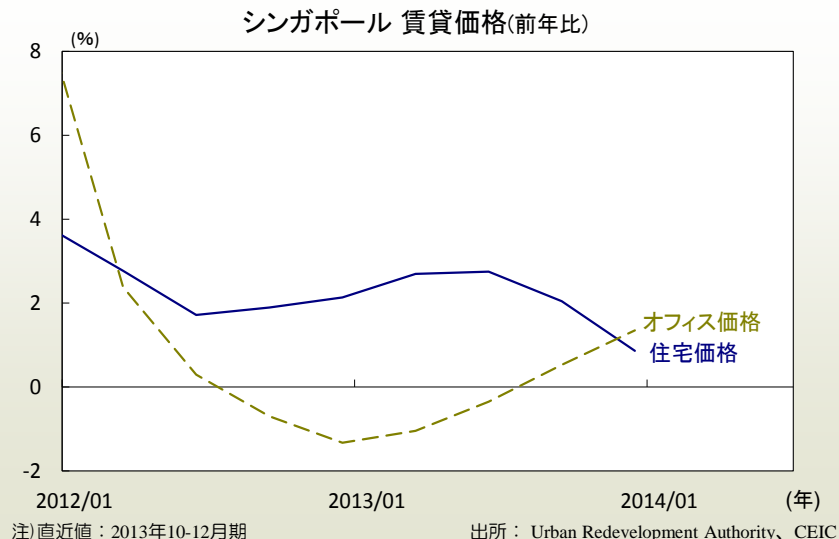
出所: Department of Statistics, Economic Development Board, CEIC



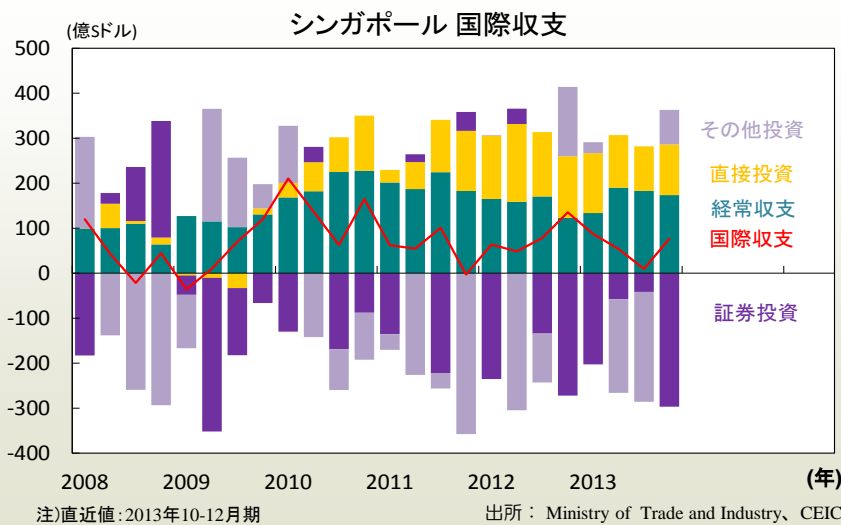
【図5】高まる物価上昇の圧力



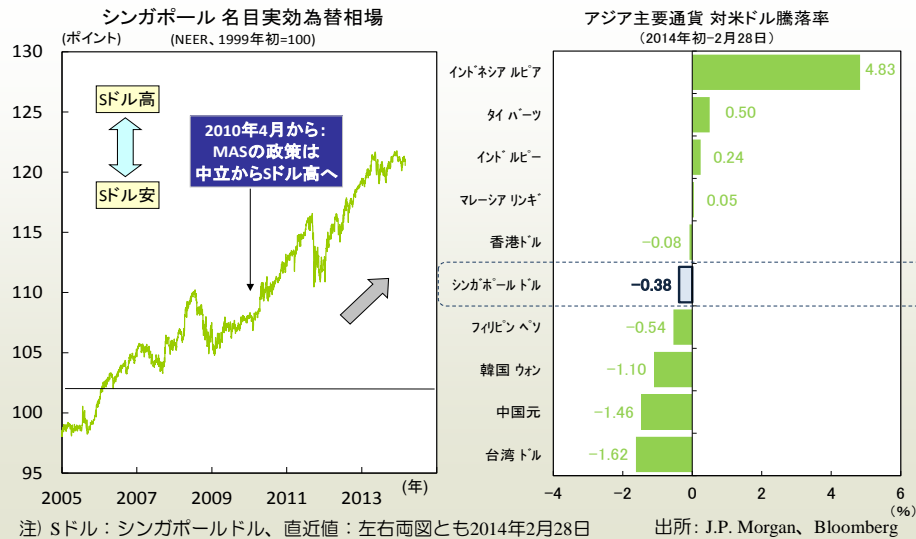
【図6】規制強化などにより、伸びの鈍化が続く住宅の賃貸価格



【図7】恒常的な黒字に支えられる国際収支構造

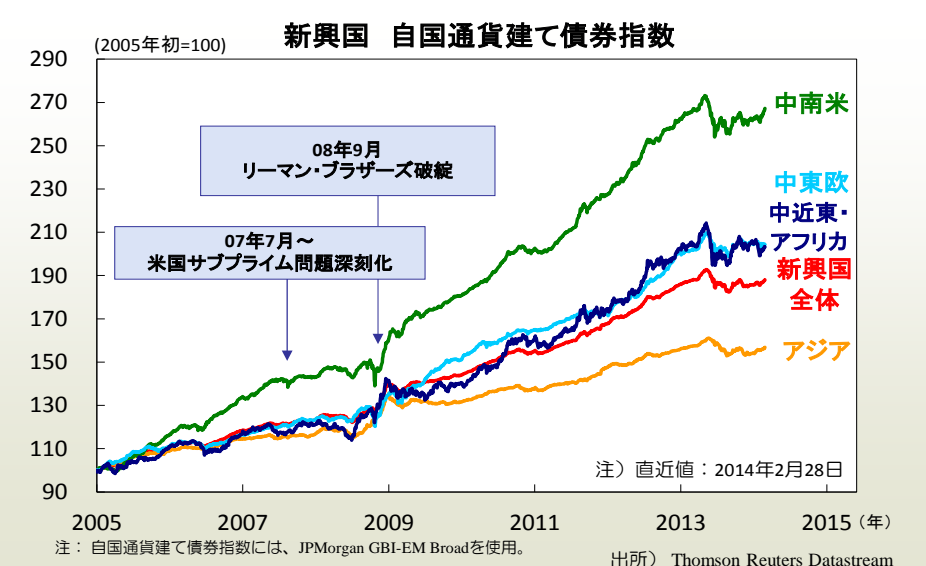
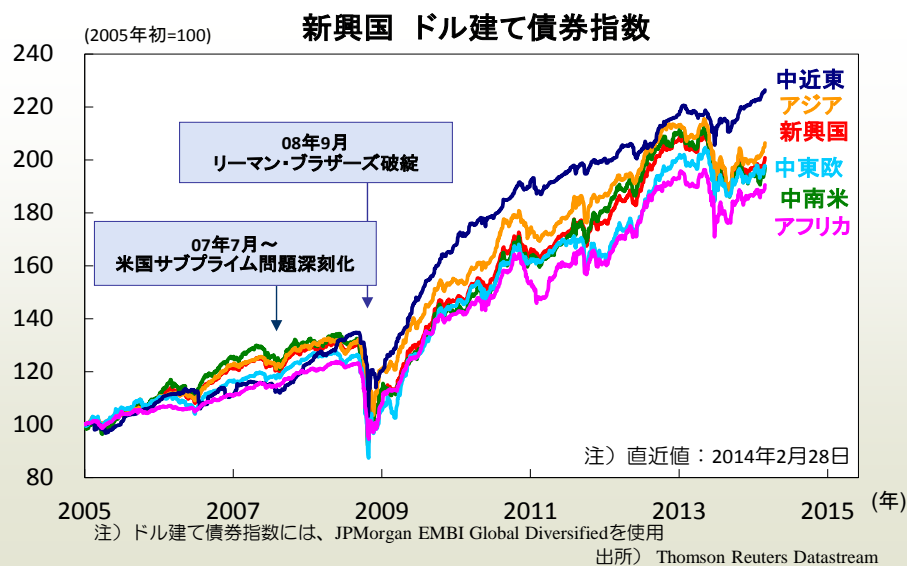
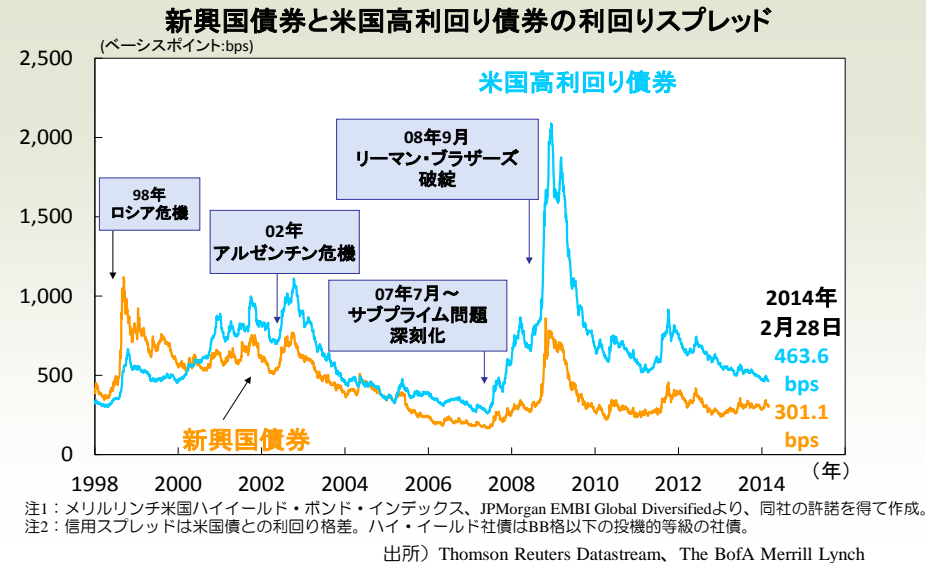
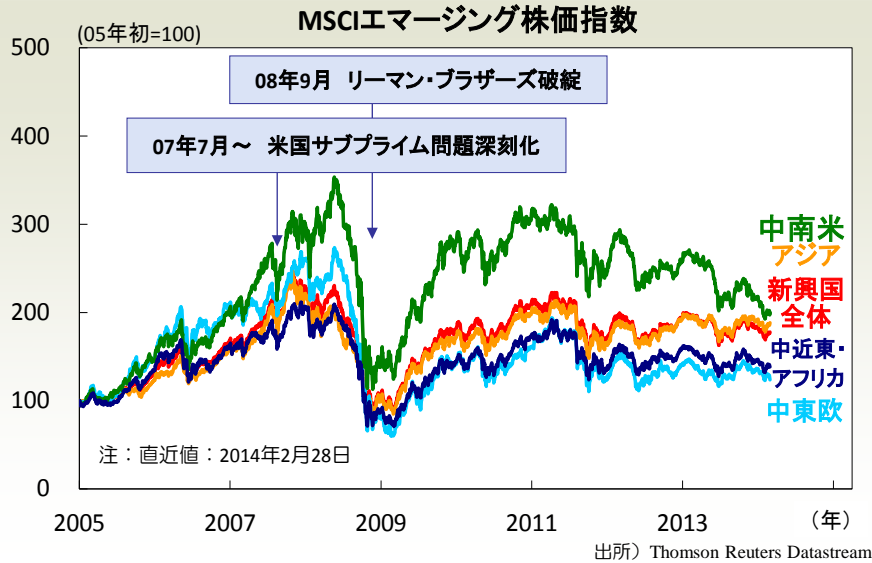


【図8】今後も緩やかな上昇が見込まれるSD



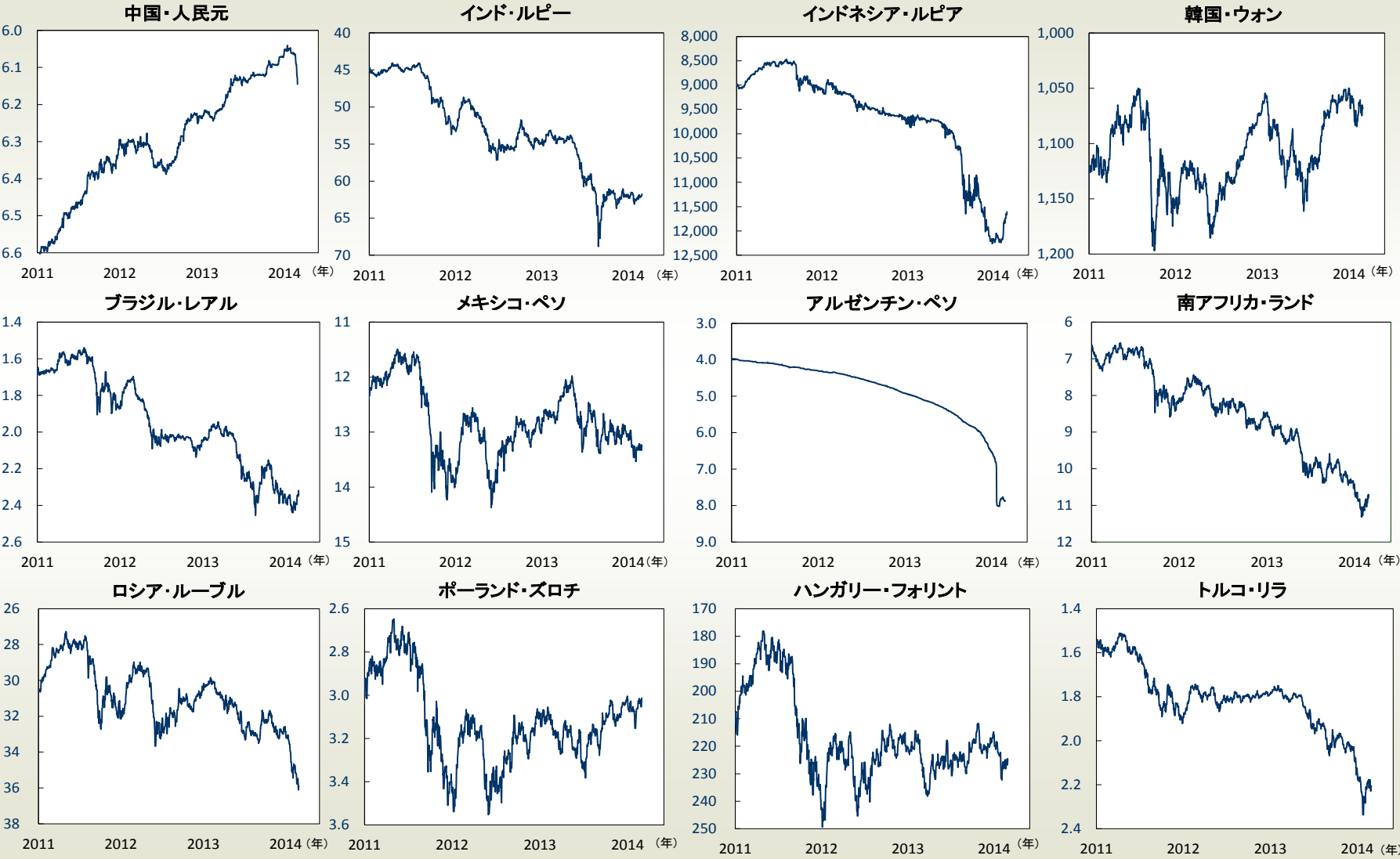


# 【エマージング・マーケット・ウォッチ】①新興国の債券・株・金利スプレッド



# 【エマーシング・マーケット・ウォッチ】②主要新興国通貨の対ドル相場：過去3年間

(自国通貨/1米ドル)



自国通貨高  
米ドル安



自国通貨安  
米ドル高

自国通貨高  
米ドル安



自国通貨安  
米ドル高

自国通貨高  
米ドル安



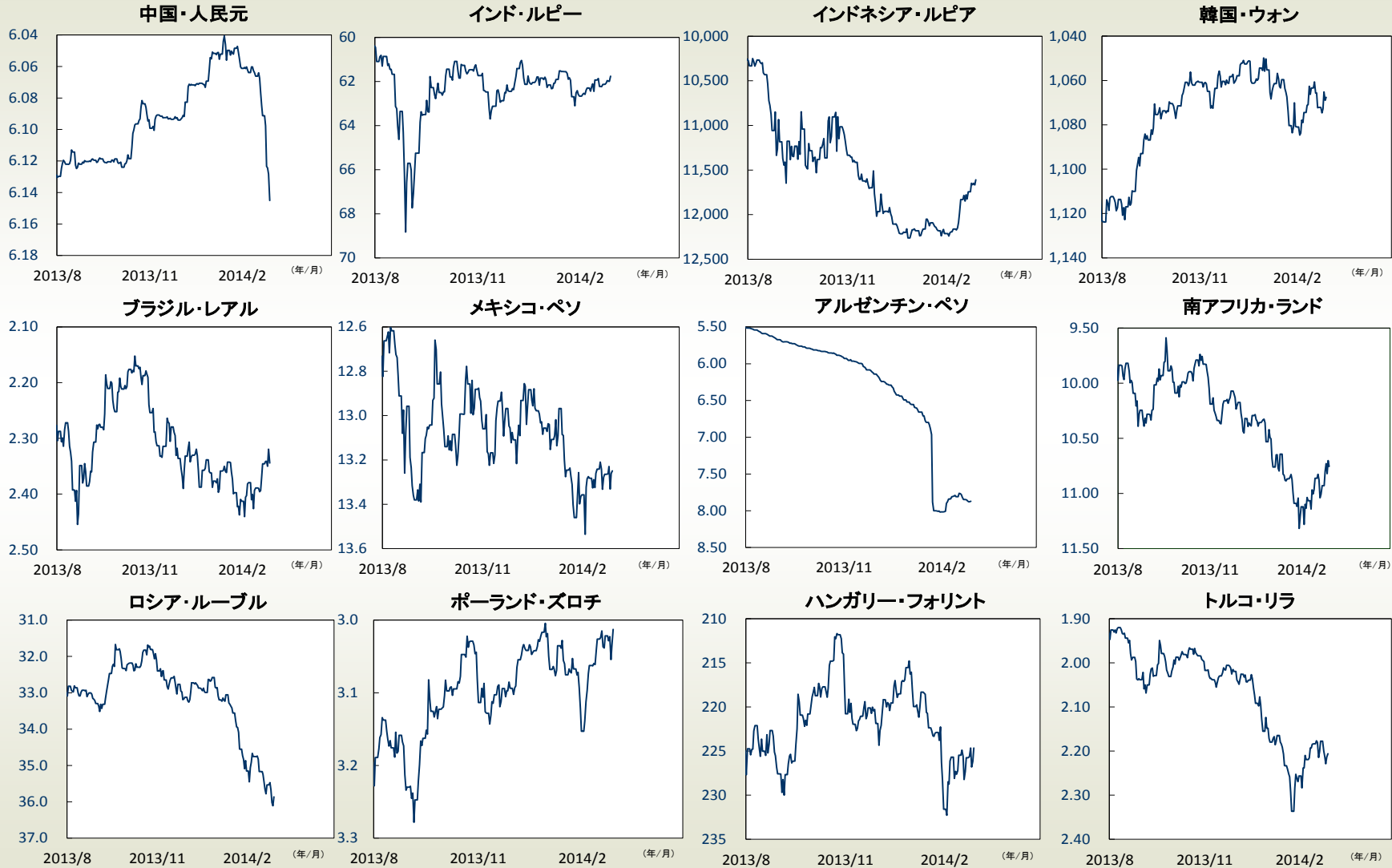
自国通貨安  
米ドル高

注) 直近値は2014年2月28日

出所) Bloomberg

# 【エマージング・マーケット・ウォッチ】③主要新興国通貨の対ドル相場：過去6か月間

(自国通貨/1米ドル)



自国通貨高  
米ドル安



自国通貨安  
米ドル高

自国通貨高  
米ドル安



自国通貨安  
米ドル高

自国通貨高  
米ドル安



自国通貨安  
米ドル高

注) 直近値は2014年2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3月3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。

### 本資料中で使用している指数について

MSCIエマージング（出所：MSCI）：ここに掲載される全ての情報は、信頼の置ける情報源から得たものでありますが、その確実性及び完結性をMSCIは何ら保証するものではありません。またその著作権はMSCIに帰属しており、その許諾なしにコピーを含め電子的、機械的な一切の手段その他あらゆる形態を用い、またはあらゆる情報保存、検索システムを用いて出版物、資料、データ等の全部または一部を複製・頒布・使用等することは禁じられています。

JPMorgan EMBI Global DiversifiedはJPMorgan Chase & Co. の子会社であるJ.P. Morgan Securities LLCが公表する債券インデックスであり、その著作権および知的所有権は同社に帰属します。同インデックスはエマージング・カントリーの国債を中心とした債券の投資総合収益を指数化したものです。

JPモルガンは、JPMorgan GBI-EM(以下"GBI-EM")及びそのサブインデックスが参照される可能性のある、又は販売奨励の目的で"GBI-EM"及びそのサブインデックスが使用される可能性のあるいかなる商品についても、出資、保証、又は奨励するものではありません。JPモルガンは、証券投資全般若しくは本商品そのものへの投資の適否、又は"GBI-EM"及びそのサブインデックスが債券市場一般のパフォーマンスに連動する能力に関して、何ら明示又は黙示に、表明又は保証するものではありません。

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。