

【マレーシア】好調な輸出と景気、迫る総選挙、底堅く推移するリンギ相場…………… 1ページ

【エマージング・マーケット・ウォッチ】…………… 7ページ

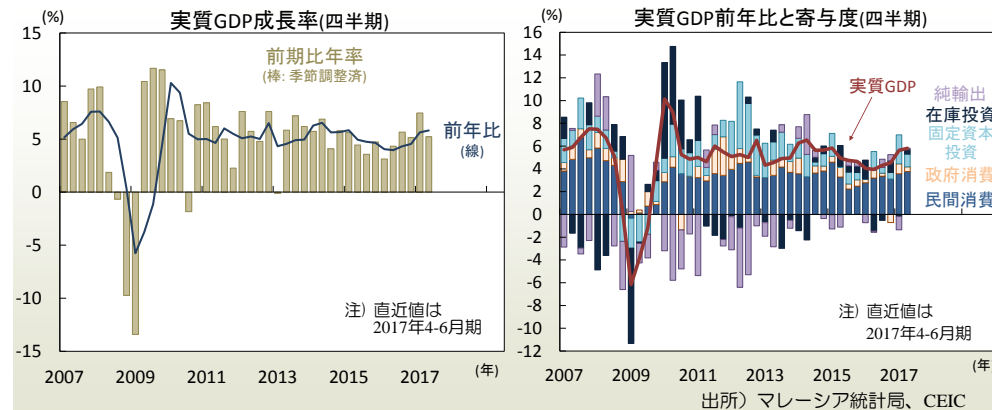
【マレーシア】好調な輸出と景気、迫る総選挙、底堅く推移するリンギ相場*

● GDP成長率は4-6月期まで4期連続で加速

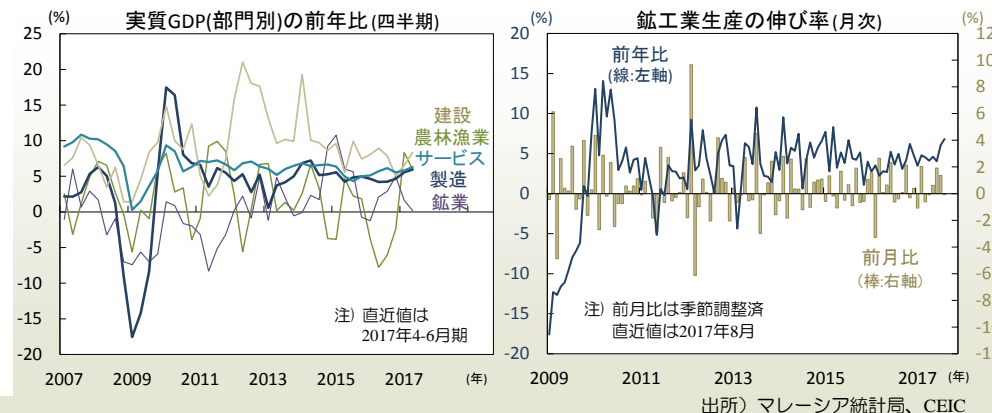
マレーシア・リンギ相場が堅調です。世界的な景気拡大や半導体需要の増加などを背景に同国の輸出は好調に伸びており、底堅い民間消費にも支えられ景気は力強い拡大を続けています。来年8月までに議会下院の総選挙を控える中、政府は選挙対策とみられる歳出策を盛り込んだ予算案を公表。財政面から景気を刺激する見込みです。足元の恵まれた環境は今後も継続するのか。本稿では同国の経済と為替相場の動向について考察します。まず、足元の景気と物価の動向を概観した上で(1-3頁)、金融政策の動向について考察し(4頁)、来年度予算案に盛り込まれた消費刺激策の経済効果や政府債務水準への影響について分析(4-5頁)。次に、来年に控える総選挙の動向を探った後に(5-6頁)、リンギ相場の動向について考察します(6頁)。

景気は昨年まで2年連続で鈍化したものの、今年初より内外需にけん引され力強く拡大しています。8月18日公表の4-6月期の実質GDPは前年比+5.8%と前期の+5.6%より加速し、季節調整済みの前期比年率は+5.2%と前期の+7.5%より低下しつつ堅調でした(図1左)。需要側では、外需の伸びと在庫投資の寄与が成長率を押し上げました(図1右)。政府消費と固定資本投資が鈍化したものの民間消費が加速したため、内需(在庫投資を除く)も前年比+5.7%と前期の+7.7%より鈍化しつつ堅調でした。民間消費は前年比+7.1%と前期の+6.6%より加速。雇用状況の改善(図3左)や賃金の伸びとともに消費者信頼感も回復し(図3右)、同消費を押し上げました。政府消費は同+3.3%と前期の+7.5%より減速しました。固定資本投資は同+4.1%と前期の+10.0%より鈍化。民間投資が同+7.4%と前期の+12.9%より鈍化し、公的投資も同▲5.0%と前期の+3.2%より反落、政府投資が伸びたものの、国有企業の投資が落込んだ影響です。分野別では建設投資が加速した一方で、設備投資が減速しました。在庫投資の寄与度は+0.4%ポイントと前期の▲0.2%ポイントから反発しました。

【図1】内外需にけん引され前年比+5.8%まで加速した4-6月期の実質GDP



【図2】製造、サービス、建設業等の生産が加速 (左)



● 輸出や民間消費にけん引され製造・サービス部門が好調

外需では、総輸出が同+9.6%と前期の+9.8%より鈍化しつつ好調。半導体やパーム油や金属製品が伸びました。総輸入も同+10.7%と前期の+12.9%より鈍化しつつ高い伸びを維持しました。固定資本投資が鈍化し資本財輸入の勢いが緩んだことが、輸入の鈍化の背景とみられます。この結果、純輸出の寄与度は+0.1%ポイントと前期の▲1.2%ポイントより反発し(図1右)、GDP成長率を上げました。

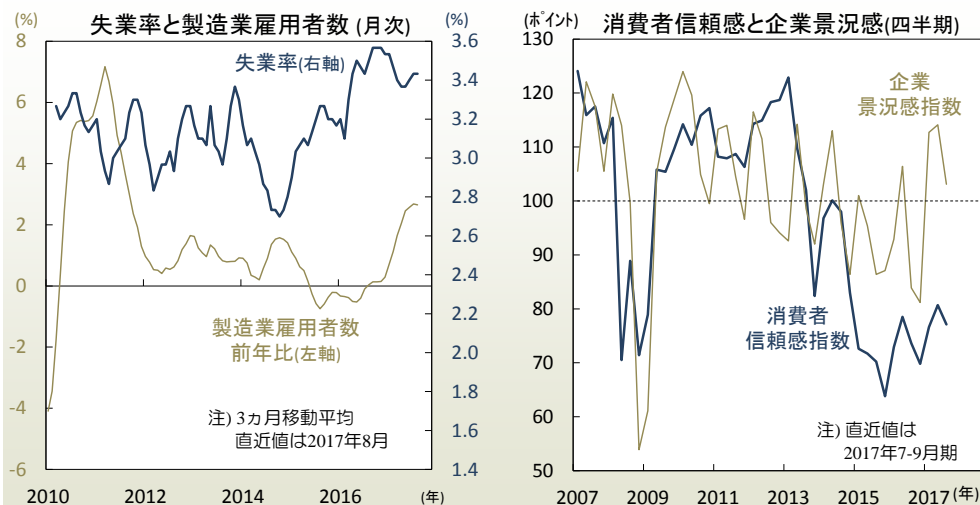
生産側では、輸出や民間消費にけん引され、製造業とサービス部門が加速しました(図2左)。農林漁業は同+5.9%と前期の+8.3%より低下しつつ堅調。前年の雨不足の影響から回復した油やしと天然ゴムが+12.1%と+17.0%と前期より鈍化しつつ好調でした。鉱業は同+0.2%と前期の+1.6%より鈍化。産油国の合意に基づく減産と主要ガス田の生産停止(保守点検)の影響です。製造業は同+6.0%と前期の+5.6%より加速。スマートフォンの高機能化やサーバ・ストレージ機器販売の伸び等を背景に世界的に半導体需要が伸び、電器・電子が同+9.8%と前期の+7.9%より加速しました。好調な民間消費に伴って加工食品も+10.4%と伸張、建設投資を背景に金属など建材も加速しました。建設業は同+8.3%と前期の+6.5%より加速。運輸・発電関連の土木建設の伸びによります。

● 7月以降も堅調に拡大する景気

4-6月期のサービス部門生産は同+6.3%と前期の+5.8%より加速。好調な民間消費にけん引され卸売・小売が加速し、輸出の伸びや航空旅客数の増加に伴って運輸・倉庫も堅調に伸び、好調な金融市場を背景に金融も伸びるなど幅広い業種が加速しました。

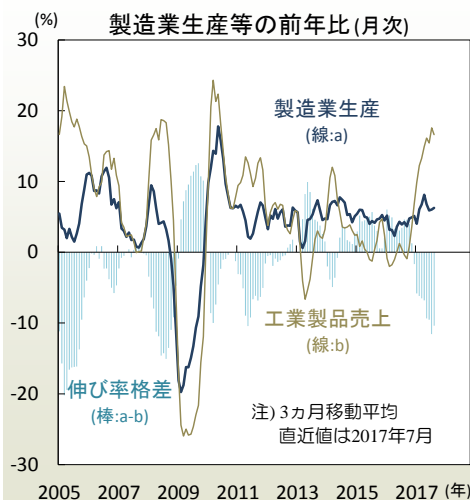
7月以降も景気は堅調な拡大を続けています。8月の鉱工業生産は前年比+6.8%と前月の+6.0%より加速(図2右)。電力が同+3.0%と前月の+7.9%より鈍化したものの、前年同月の落込みからの反動(ベース効果)などから鉱業が+5.4%と前月の+0.2%より加速し、製造業も+7.6%と前月の+8.0%を下回りつつ堅調でした。鉱業は、原油が同▲1.6%と前月の▲3.8%に続くマイナスとなった一方、天然ガスは同+14.6%と前月の+5.5%より加速しました。製造業では、半導体需要の伸びを受けて電器・電子が+8.7%と前月の+10.5%に続き好調。特に集積回路(IC)、光学機器、プリント基板等の伸びが目立ちました。また、食品等は+9.4%(前月:+19.1%)、運輸機器が+9.9%(同:+6.8%)、鉄鋼が+9.3%(同:+8.8%)、ゴム製品が+6.7%(同:+6.0%)と、輸出や家計消費や建設投資などの内外需にけん引され多くの部門の生産が底堅く拡大しました。民間消費は拡大を続けており、8月の工業製品売上は同+16.5%と前月の+22.2%に続き好調です(図4左)。

【図3】増加する製造業雇用者数(左)、消費者信頼感4-6月期に改善(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】堅調な工業製品売上(左)、新年度予算案は財政赤字幅を圧縮(右)



中央政府予算(年度:1月~12月)

年度	2013	2014	2015	2016	2017	2018
単位: 億リンギ	実績	実績	実績	実績	改定見込	予算案
総歳入(a)	2,134	2,206	2,191	2,124	2,253	2,399
税収	1,560	1,642	1,654	1,693	1,802	1,916
内)石油関連	298	270	116	84	109	114
総歳出(b)	2,520	2,580	2,563	2,508	2,652	2,797
経常歳出	2,113	2,196	2,170	2,102	2,199	2,343
内)利払い	208	226	243	265	289	309
内)補助金	433	397	273	246	231	265
資本歳出	407	385	393	406	453	454
財政収支(a-b)	-386	-374	-372	-384	-399	-398
GDP比: %						
総歳入(a)	20.9	19.9	18.9	17.3	16.8	16.6
税収	15.3	14.8	14.3	13.8	13.4	13.2
内)石油関連	2.9	2.4	1.0	0.7	0.8	0.8
総歳出(b)	24.7	23.3	22.1	20.4	19.7	19.3
経常歳出	20.7	19.8	18.7	17.1	16.4	16.2
内)利払い	2.0	2.0	2.1	2.2	2.1	2.1
内)補助金	4.3	3.6	2.4	2.0	1.7	1.8
資本歳出	4.0	3.5	3.4	3.3	3.4	3.1
財政収支(a-b)	-3.8	-3.4	-3.2	-3.1	-3.0	-2.8

出所) マレーシア統計局、マレーシア財務省、CEIC

● 政府は財政面から景気を支援する方針

政府は、財政面から景気を支える方針です。10月に公表された今年度財政赤字の改定見込は399億リンギ(図4右)と原予算の403億リンギとほぼ同額。原油価格の上昇(予算前提:1バレル45ドル→50ドルに修正)等に伴って総歳入が原予算比2.5%増えたことを受けて、総歳出も同2.0%増されました。政府は歳入増加分を赤字の圧縮ではなく歳出の拡大に用いる構えです。1-9月期の歳出実行額は前年比+1.0%と小幅な伸びに留まっており、今後年末にかけて歳出の伸びが加速するでしょう(図5左)。また、後述の通り、来年度予算案には選挙対策とみられる多額の現金給付や減税が盛り込まれました。

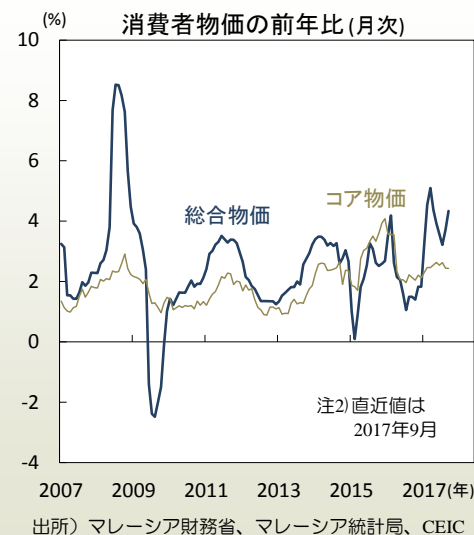
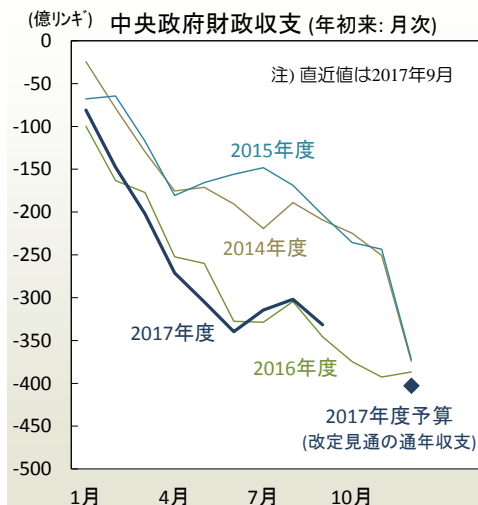
景気は今年上期に急加速した反動から下期にかけてやや鈍化するであろうものの、7月以降の鉱工業生産等を見る限り、底堅い拡大を続ける見込みです。輸出は堅調な伸びが予想される一方で好調な内需に伴って輸入の伸びも加速するため、純輸出の寄与は低下するとみられます。一方、来年の総選挙を控えて政府が移転支出等を積み増す中で民間消費は底堅く伸び、堅調な輸出を背景に民間部門の設備投資も拡大を続けるでしょう。財政刺激策にも支えられ、今年通年の成長率は+5%前半と昨年の+4.2%より加速し、来年も+5%前後の底堅い成長が続くと予想されます。

● 燃料や食品物価に押上げられ物価は足元で上昇

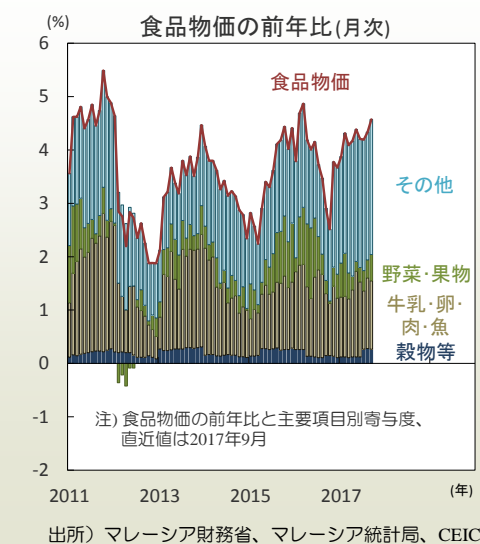
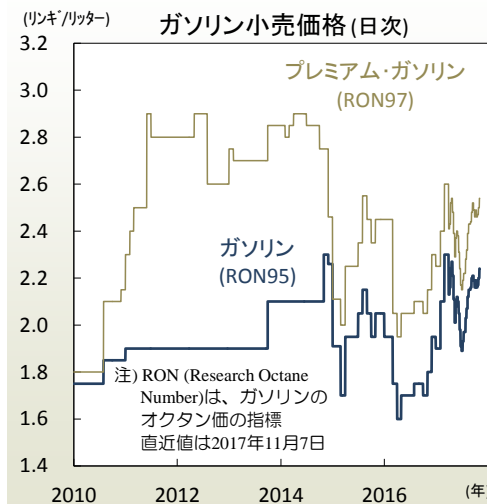
今年7月にかけて低下した物価はその後反発しました。9月の総合消費者物価は前年比+4.3%と前月の+3.7%より上昇(図5右)。運輸燃料が同+27.9%と前月の+20.4%より上昇し総合物価を押上げました。国際燃料価格の上昇を受けて同国のガソリン(RON95)小売価格は足元で上昇(図6左)。前年同月の価格水準の低さ(ベース効果)も加わり前年比の伸びが加速しました。また、食品も同+4.6%と前月の+4.3%より上昇(図6右)。野菜が同+4.8%で果物が+3.9%と前月の+2.9%と+3.2%を上回った影響です。一方、コア物価は同+2.4%と前月と変わらず。堅調な景気拡大や製造業を中心に進む賃金の上昇にもかかわらず、今のところ需要側からの物価上昇圧力は限定的とみられます。

昨年11月以降、燃料の小売価格はリンギ相場下落による輸入物価高騰などに伴って大きく上昇(図6左)。今後は、反動による前年比の低下が予想されます。同物価の鈍化に伴って、総合物価は11-12月にかけて同+3%台前半まで低下し、今年通年の平均インフレ率は+4%前後となるでしょう。その後、来年以降は景気拡大の継続に伴ってほぼ解消した産出ギャップなどがコア物価を徐々に押し上げるでしょう。最低賃金の引上げや電力料金の引上げ等に伴って、低下した総合物価も上昇を始めると予想されます。

【図5】今年末にかけては財政赤字が拡大の見込み(左)、上昇する物価(右)



【図6】燃料小売価格は足元で上昇(左)、野菜・果物等の価格も上昇(右)



● 中央銀行は来年初以降に利上げを開始か

総合消費者物価が上昇する一方でコア物価が低位で推移する中、バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)は政策金利の据置きを継続。9月7日、BNMは政策金利を3%で据置きしました。Bloomberg集計でエコノミスト21人が予想した通りの決定であり、据置きは昨年9月以降7回連続です(図7左)。声明は、雇用や所得の改善とインフラ投資や企業の設備投資などに支えられた内需が成長をけん引していると指摘。今年の成長率はBNMによる当初予想(+4.3-4.8%)を上回るだろうとしました。一方、コア物価については堅調な内需に支えられているものの、上昇は今後も抑制されるだろうと記述しました。

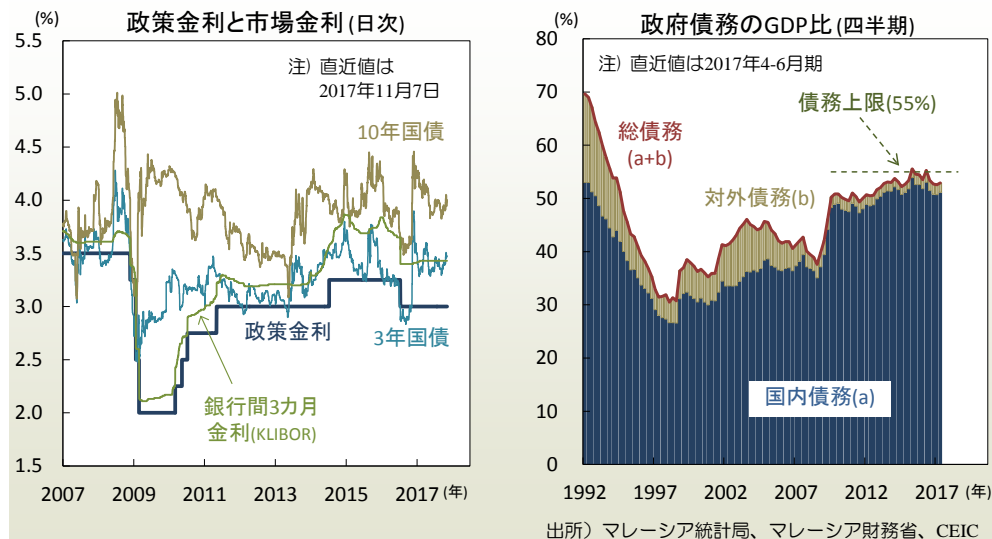
声明は、現在の政策スタンスは「引き続き緩和的」としつつ、前回の声明にあった「経済活動を支援している」の一文を削除。直近2回の利上げ(2011年5月と2014年7月)の直前の会合の声明にあった「金融緩和の度合いを見直す(調整する)必要があるかも知れない」という一文は盛り込まれませんでした。BNMは利上げを急いでいないものの、今後は景気拡大に伴って賃金上昇の動きが製造業以外にも広がり始める可能性が高く、「コア物価は今後も抑制される」という現在の見通しの修正を強いられる日は遠くないと思われる。BNMは来年初以降に利上げ開始の機会を探ることになると予想されます。

● 予算案に選挙対策歳出を盛り込みつつ財政再建路線を維持

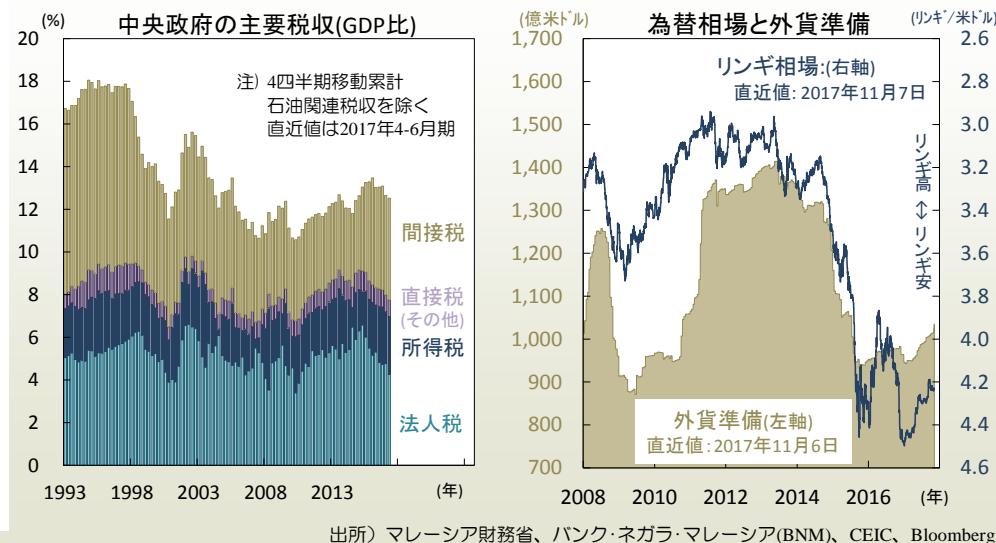
10月27日、マレーシア政府は連邦政府の2018年度予算案を公表。来年に総選挙を控えた選挙対策とみられる減税や現金給付等を盛り込みつつ、財政赤字のGDP比を2.8%と前年度の3.0%以下に抑えることで財政健全化に向けた姿勢も堅持しました(図4右)。市場参加者は、選挙対策の必要性等も考慮し、予算案の財政赤字幅は同2.9%前後になると予想。予想を下回る赤字幅は国債価格と通貨の支援要因となった模様です。

歳出面では、低所得家計向けの現金給付(BRIM)の総額は前年度と同額の68億リンギ。選挙対策の「目玉」として同給付額の引上げや支給対象の拡大を予想した市場参加者にとってはやや意外でした。一方、現金や給付金の支給、低価格住宅の提供、所得減税などによって家計部門への多額の支援を実施。旧連邦土地開発庁(FELDA)が開発した大規模農場への移住者に対する現金給付(総額推定5-6億リンギ)、公務員への特別給付(同24億リンギ)、就農者への特別支援(同23億リンギ)、学生への奨学支援(同3.3億リンギ)、貧困家計児童への支援(同2.5億リンギ)などが主な支給項目です。これらは、連立与党の支持基盤である公務員と農村部住民に向けたものと思われます。また、低価格住宅の供給関連の歳出は22億リンギと、前年度の7億リンギの3倍以上となりました。

【図7】昨年9月より政策金利を据置き(左)、政府債務水準はやや低下(右)



【図8】間接税収は近年増加(左)、4月以降堅調なリンギ相場(右)



● 所得減税で230万人の納税者の可処分所得を押し上げ

同住宅供給策は主に都市部の中間所得層向けであり、近年野党の支持基盤となりつつある彼らの支持を取戻すことを目指したものでしょう。所得減税に関しては、課税所得区分2〜7万リングに対する税率を従来の5%/10%/16%から3%/8%/14%へと引下げました。政府の試算によると、この税率引下げに伴って230万人の納税者の可処分所得が300〜1,000リング増え、増加額の累計は15億リングに上る見込みです。一連の給付や減税策の恩恵は、主に低所得層に波及すると見込まれます。同所得層の限界消費性向は高く、来年の実質民間消費の伸びを1%ポイント程度押し上げると予想されます。

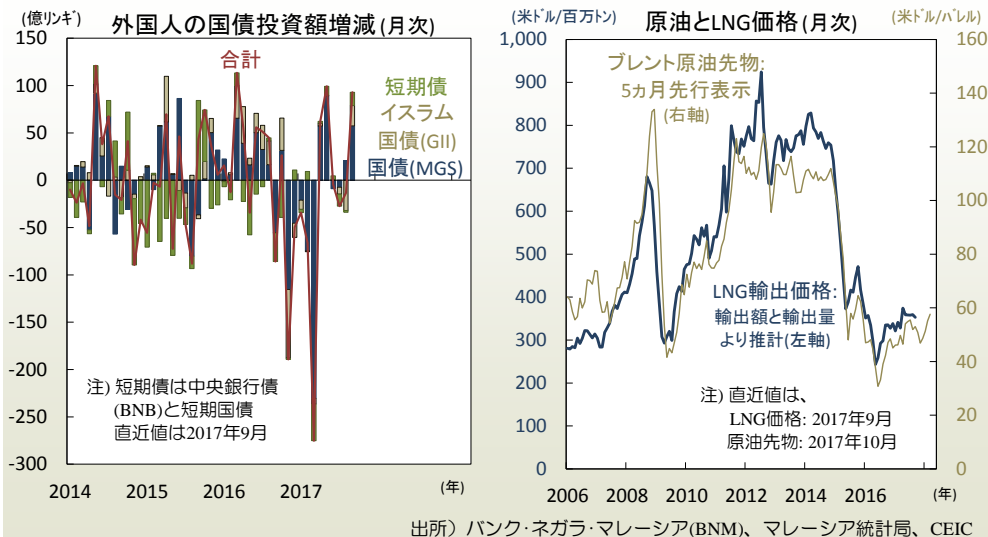
各種給付の導入や増額などに伴って、経常歳出の総額(名目リング額)は前年度(改定見込)比で+6.5%増加。しかし、開発歳出を前年度と同額に抑えたため(図4右)、総歳出の伸びは同+5.4%増加に留まりました。一方、総歳入は同+6.4%と総歳出の+5.4%を上回り、財政赤字のGDP比は2.8%まで押し下げられました。上記の総歳入の伸び率は予算前提の名目GDP伸び率(+7.6%)を下回っており、減税等による減収を考慮しても無理のない予想であると考えられます。なお、同前提の実質GDP成長率は+5.0-5.5%と前年度の+5.2-5.7%とほぼ同水準とされました。

● 早期解散による下院総選挙は来年3-4月に実施か

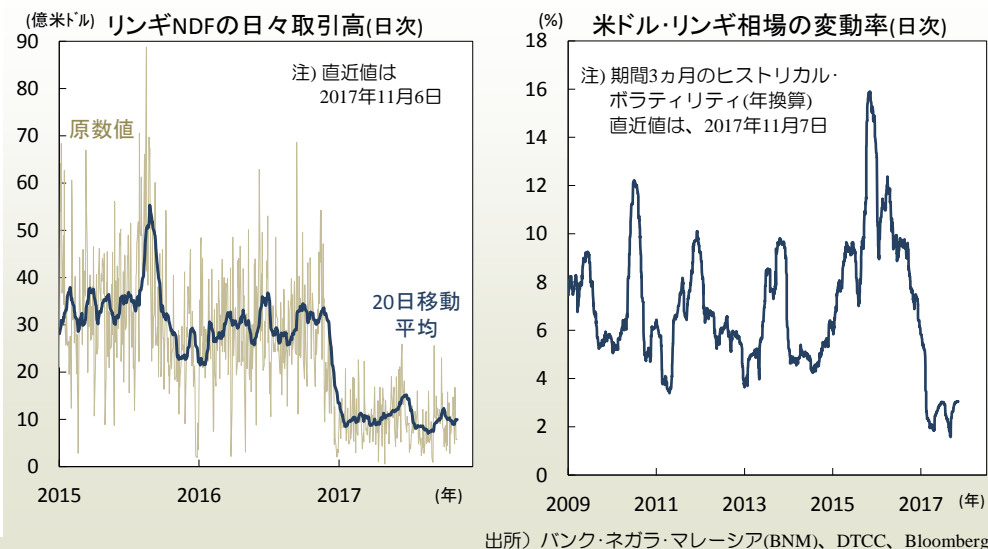
予算前提のブレント原油価格は1バレル52ドルと前年度(改定見込)の50ドルより引上げられ、石油会社からの配当金見通しは190億リングと前年度の160億リングを上回り、石油関連の直接税収も114億リングと前年度比+4.6%増加。原油価格が現状水準で高止まった場合、同税収は見通しを上回るでしょう。利払いを除く基礎的財政赤字のGDP比は0.6%と前年度の0.8%より縮小。同比率は予算前提の名目GDP成長率(7.6%)と国債利回り(約3.5%)の差を下回っており、政府債務のGDP比は小幅に低下する見込みです(図7右)。また、石油関連歳入(直接税、輸出税、権益料、石油公社分配金)を除く財政赤字のGDP比は5.2%と前年度の5.3%や前々年度の5.5%より縮小。近年縮小してきた課税基盤は、2015年の物品サービス税(GST)導入等によって強化されています(図8左)。

連邦議会の下院議員の任期は来年8月まで。今回も、従来どおり任期切れ前に早期解散・総選挙が行われる見込みです。総選挙の時期は未定ながら、現地市場参加者の多くは来年3-4月の総選挙を予想。2月半ばの春節(中国旧正月)を終え5月半ばの断食月(ラマダン)入り前の時期です。年初より新年度予算による現金給付等も始まっており、与党の支持基盤である農村部住民や公務員等がその恩恵を感じ始める時期にも重なります。

【図9】3月にかけて国債投資資本が流出(左)、上昇する国際原油価格(右)



【図10】海外為替先物市場の流動性(左)と直物相場の変動率が低下(右)



● 野党勢力の分断が続く中、連立与党政権が再選か

ナジブ首相は、2014年後半からの投資公社(1MDB)の経営危機と資金不正流用疑惑などを巡り一時窮地に立たされたものの、与党内の抵抗勢力の追放や厳しい報道規制などで事態収拾を図り、上記経営危機の収束にも助けられ政治基盤を安定化することに成功しました(本レポート2016年7月号 5頁参照)。一方、米司法省は同社の資金流用や資金洗浄疑惑の捜査を続けており、昨年7月には関連資産の差押さえに着手。同省による訴状は複数の関係者が事件を首謀したと断定し、同国の実業家やナジブ首相の義理の息子の実名を記載。併せて「マレーシア当局者」という匿名の人物にも言及しました。市場参加者はこの人物がナジブ首相であると確信。米司法省も一国の首相の実名は公表できなかったと解釈しました。同首相にとっては総選挙での勝利と首相続投が自身の保身のためにも不可欠との見方は、現地の市場参加者に広く共有されています。

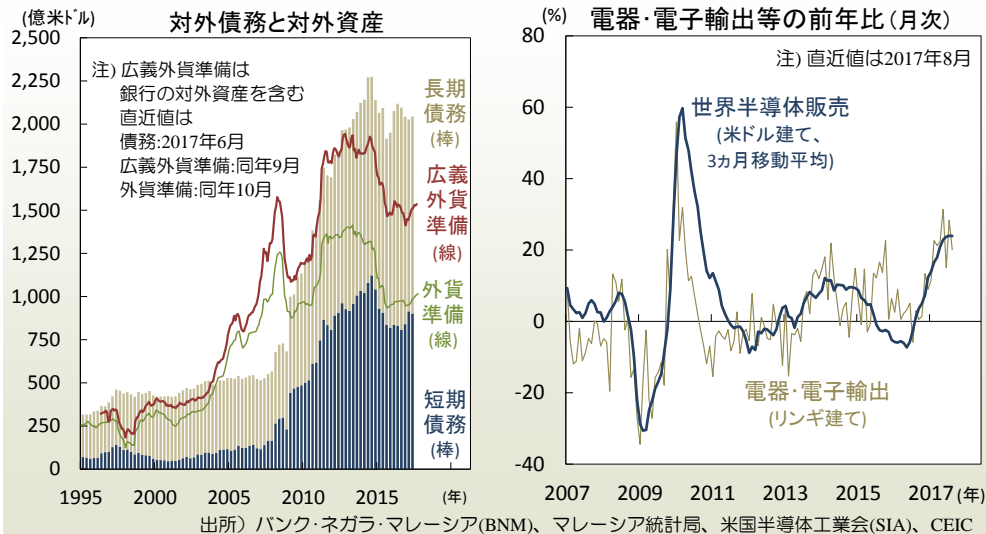
2015年に全マレーシア・イスラム党(PAS)が人民同盟(PR)を離脱して以降、野党勢力は分断されており、ナジブ首相と対立し与党統一マレー国民組織(UMNO)を離脱したマハティール元首相が設立した新党(統一マレーシア人民党)も野党との共闘体制の確立には成功していません。次回の総選挙では連立与党政権の再選が予想されます。

● 割安な相場や堅調な輸出と景気等がリング相場を支援

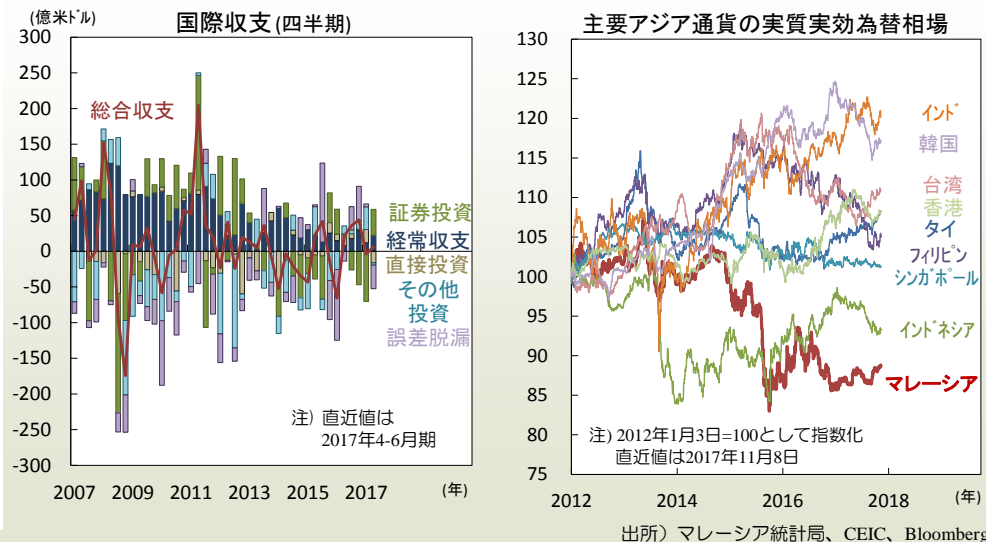
通貨リングは3月末より11月7日にかけて対米ドルで4.6%上昇(図8右)。9月半ばより米ドルが上昇した中でも堅調でした。昨年11月の為替先物規制の強化を嫌気した債券投資資本の流出等(図9左)に伴って下落した同通貨は、今年4月より安定化。同月にBNMが海外投資家による国内為替先物取引を自由化したこと等を市場は好感。国内為替市場の安定化や海外の機関投資家による同国債売却の一巡などもあり、相対的に割安なリングを買戻す動きが加速しました(本レポート2017年6月号 4-6頁参照)。

3月までの資本流出局面で外国人の債券投資残高は減少。多くの機関投資家は未だに同国債を参照指標比で過少保有(アンダーウェイト)としており、リスク回避局面での潜在的な資本流出額は小さいとみられます。また、規制に伴う海外為替先物(NDF)市場の流動性の低下(図10左)によって同通貨売りが難しくなり、直物相場の変動率も低下しました(図10右)。BNMは低水準の外貨準備(図11左)を増強するために資本流入局面でドル買い介入を行っていると思われるものの、信頼感の回復に向けて同通貨の緩やかな上昇を容認している模様です。割安な相場(図12右)、堅調な景気と輸出の伸びも支援材料です(図11右)。リングは当面底堅く推移すると予想されます。(入村)

【図11】低水準の外貨準備(左)、堅調に伸びる電器・電子輸出(右)

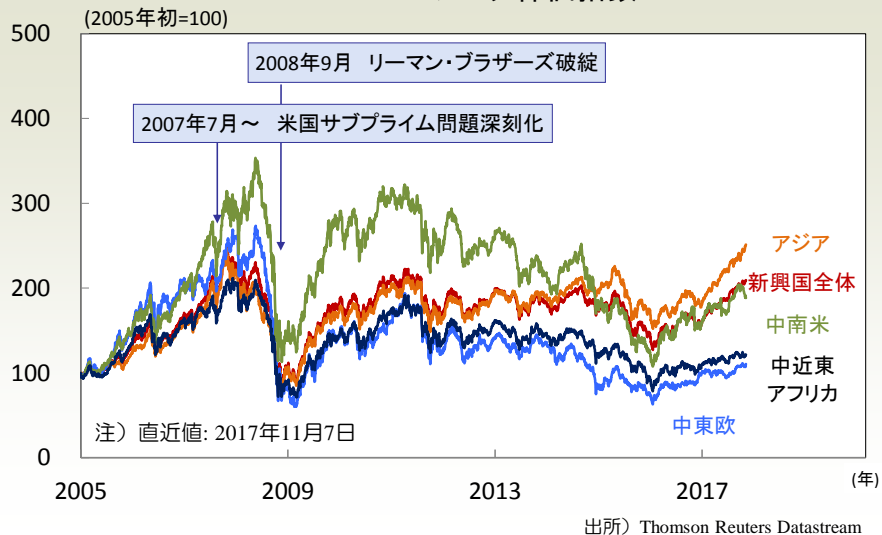


【図12】4月以降の相場上昇後も残るリングの相対的な割安感(右)

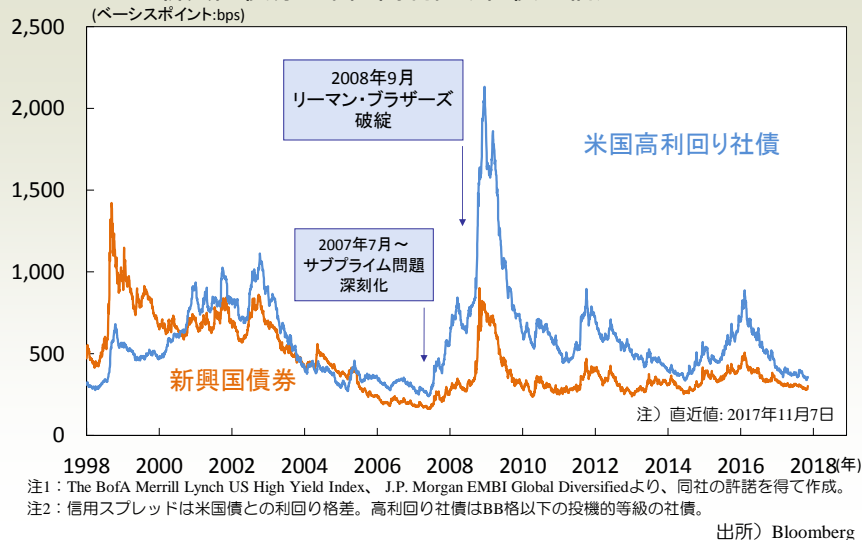


【エマーシング・マーケット・ウォッチ】①新興国の債券・株・金利スプレッド

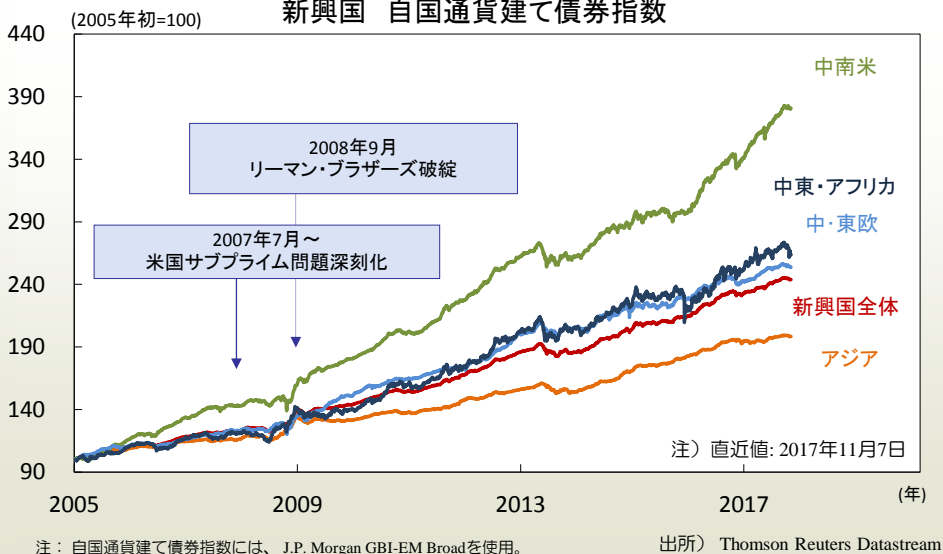
MSCIエマーシング株価指数



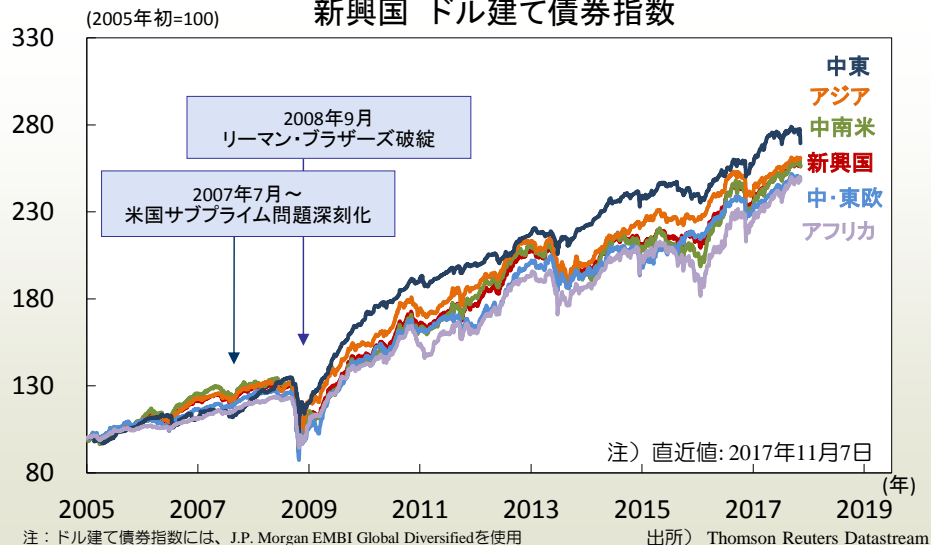
新興国債券と米国高利回り社債の信用スプレッド



新興国 自国通貨建て債券指数

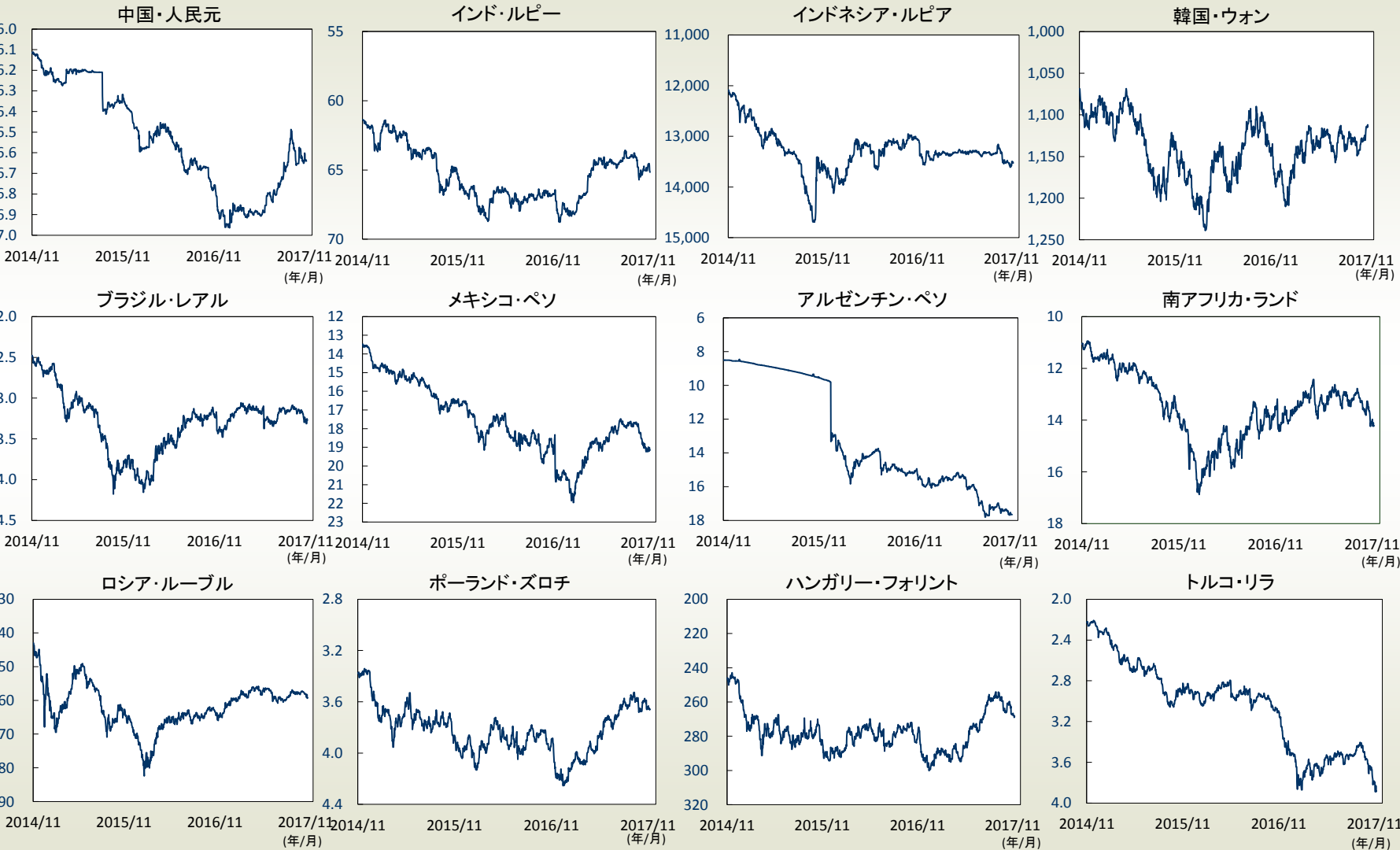


新興国 ドル建て債券指数



【エマージング・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



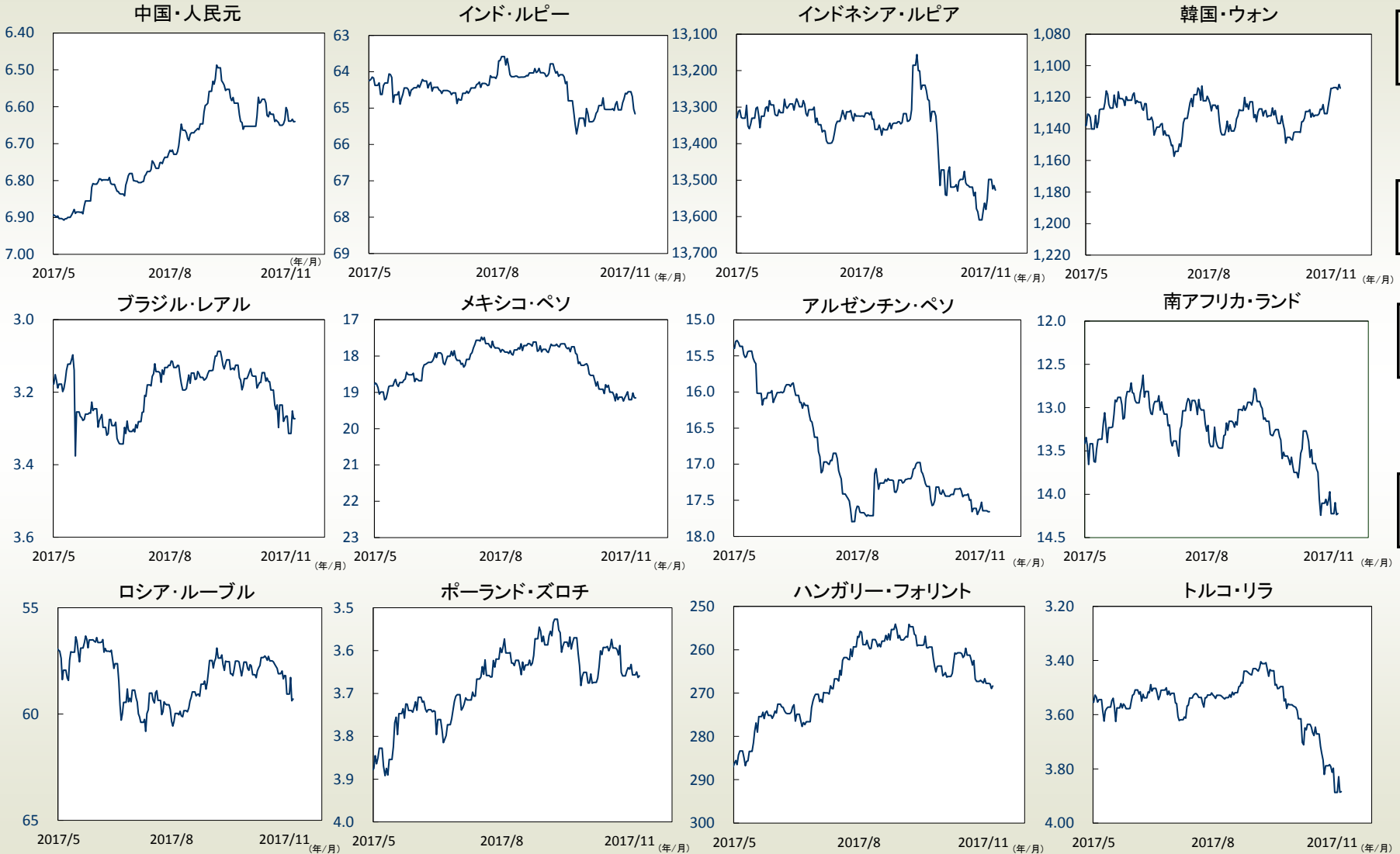
自国通貨安
米ドル高

注) 直近値は2017年11月7日

出所) Bloomberg

【エマーシング・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2017年11月7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: 2017年11月7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エマーシング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。

J.P. Morgan EMBI Global DiversifiedおよびJ.P. Morgan GBI-EM Broad：情報は、信頼性があると信じられる情報源から取得したものです。J.P. Morganはその完全性・正確性を保証するものではありません。本指数は許諾を受けて使用しています。J.P. Morganからの書面による事前承認なしに本指数を複製・使用・頒布することは認められていません。Copyright 2017, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.

The BofA Merrill Lynch US High Yield Indexに関する知的財産権、その他一切の権利はBofAメリルリンチに帰属します。BofAメリルリンチはThe BofA Merrill Lynch US High Yield Indexを参照して行われる当社の事業活動・サービスに関し一切の責任を負いません。

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。



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