

【マレーシア】リンギ相場低迷の背景を探る～何が同通貨のリスク感応度を高めているのか 1ページ

【アジア・マーケット・ウォッチ】 7ページ

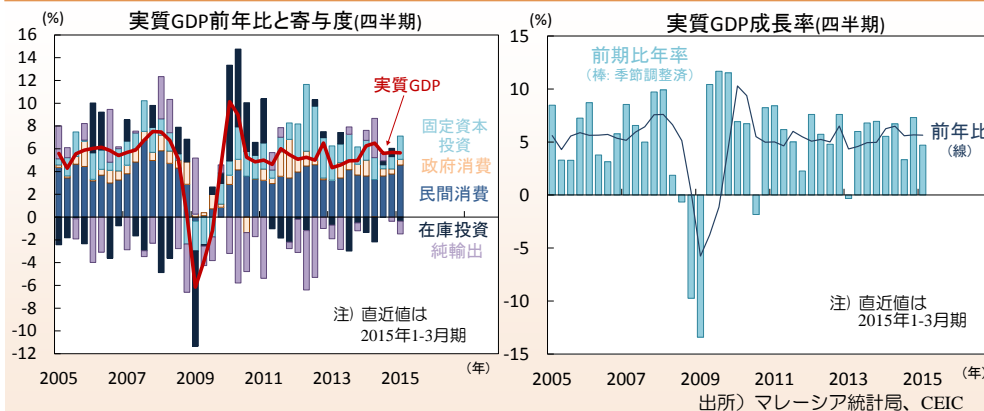
【マレーシア】リンギ相場低迷の背景を探る～何が同通貨のリスク感応度を高めているのか*

● 外需の低迷に伴って緩やかに鈍化した1-3月期のGDP

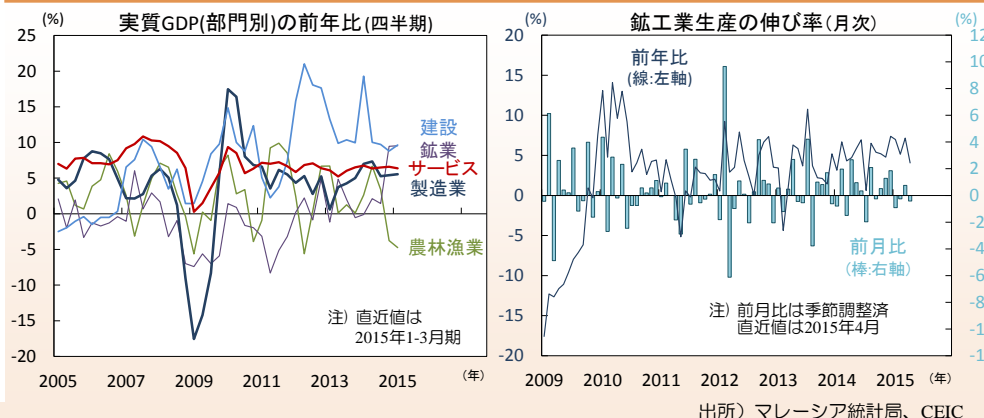
マレーシア・リンギ相場が軟調です。同通貨は昨年8月末から今年3月半ばにかけて対米ドル(以下「ドル」)で14.5%下落した後、5月半ばにかけて3.4%反発するなどひとまず安定化。しかし、その後6月26日にかけて再び5.4%下落しており、ブラジルやトルコなどの通貨と同様にドル高局面での下落が目立ちます。本稿では、同国の景気物価、金融政策、国際収支動向を概観するとともに、経常赤字国である同国通貨が、なぜ経常赤字高金利国と同様にリスク感応度が高いのかについて分析します。

5月15日に公表された1-3月期の実質GDPは前年比+5.6%と前期の+5.7%よりやや鈍化しつつ(図1左)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+5.5%を超過。しかし、季節調整済の前期比年率は+4.7%と前期の+7.3%より減速(図1右)、昨年末に急加速した景気の勢いは足元で鈍化している模様です。需要項目を見ると、外需が減速する一方で内需(在庫投資を除く)は前年比+7.9%と前期の+5.7%より急伸しているものの、新税導入前の駆け込み消費など一時的な押し上げによる部分が大きいとみられます。民間消費は前年比+8.8%と前期の+7.6%より加速。燃料小売価格の低下による家計の購買力の改善に加え、4月の財サービス税(GST: 税率6%)導入前の駆け込み消費や、昨年末の北東部洪水の被災者に対する政府の現金給付などが同消費を押し上げたとみられます。政府消費は前年比+4.1%と前期の+2.5%より加速。公務員給与等が鈍化した一方、財サービス購入が伸びました。固定資本投資は+7.9%と前期の+4.3%より加速しました。公的投資は同+0.4%と前期の▲1.9%より反発しつつ低位に留まる一方、民間投資は同+11.7%と前期の+11.1%に続き好調。製造業とサービス部門の設備投資が堅調に伸びました。外需では、総輸出が同▲0.6%と前期の+1.9%から反落し、総輸入は同+1.0%と前期の+2.6%から減速。この結果、純輸出の寄与度は▲1.1ポイントと前期の▲0.4ポイントよりマイナス幅が拡大しました(図1左)。

【図1】 外需低迷に伴って、1-3月期の純輸出の寄与度はマイナスに(左)



【図2】 4月の鉱工業生産の前月比は小幅なマイナスへと反落(右)



● やや勢いを欠く4月の月次景気指標

1-3月期の農林漁業部門の生産は、前年比▲4.7%と前期の▲3.7%より落込み幅が拡大(図2左)。洪水被害から油ヤシが同▲11.7%と前期の▲8.0%より落込んだ影響です。鉱業は同+9.6%と前期の+9.5%よりやや加速。原油生産の増加によります。製造業は同+5.5%と前期の+5.4%よりやや加速。飲食物やゴム製品などが鈍化する一方、化学、輸送機器、卑金属・金属製品などの伸びが加速しました。建設業は同+9.6%と前期の+8.8%より上昇。住居と商工業用建設ともに伸びが加速しました。サービス部門は同+6.4%と前期の+6.6%よりやや減速しつつ堅調。民間消費の伸びを受けて卸売・小売など消費関連部門が加速しました。

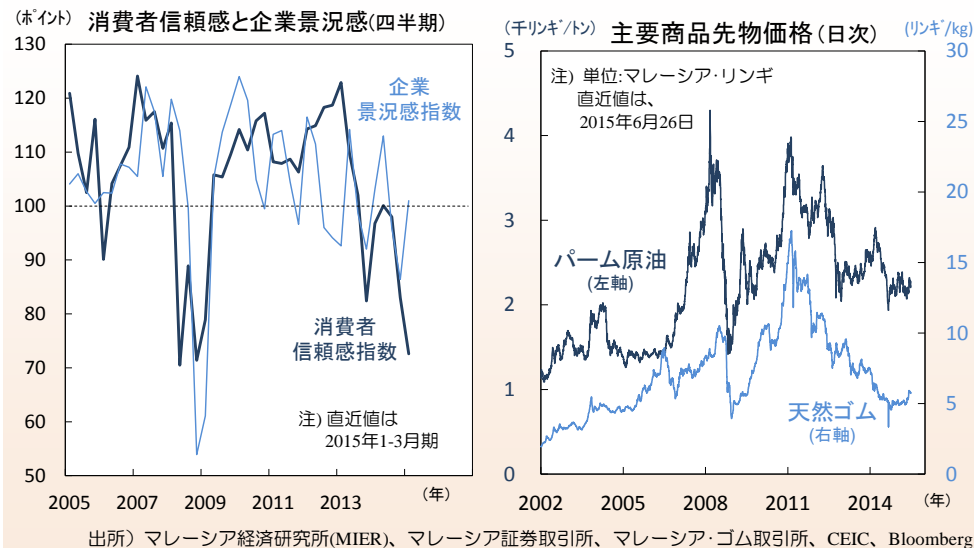
4月の景気指標も勢いを欠きます。鉱工業生産は、前年比+4.0%と前月の+7.1%より鈍化し、季節調整済の前月比は▲0.4%と前月の+0.8%より反落しました(図2右)。内訳では、鉱業、製造業、電力の全てが減速。天然ガス生産の落込みで、鉱業の伸びが前年比+3.9%と前月の+10.0%より急減し、電子・電器等の鈍化に伴って製造業も同+4.1%と前月の+6.3%より減速しました。足元で消費者信頼感も大きく低下(図3左)。一次産品価格の低迷(図3右)、住宅価格の低迷(図4左)、雇用環境の悪化等が背景とみられます。

● 緩やかな鈍化が見込まれる4-6月期以降の景気

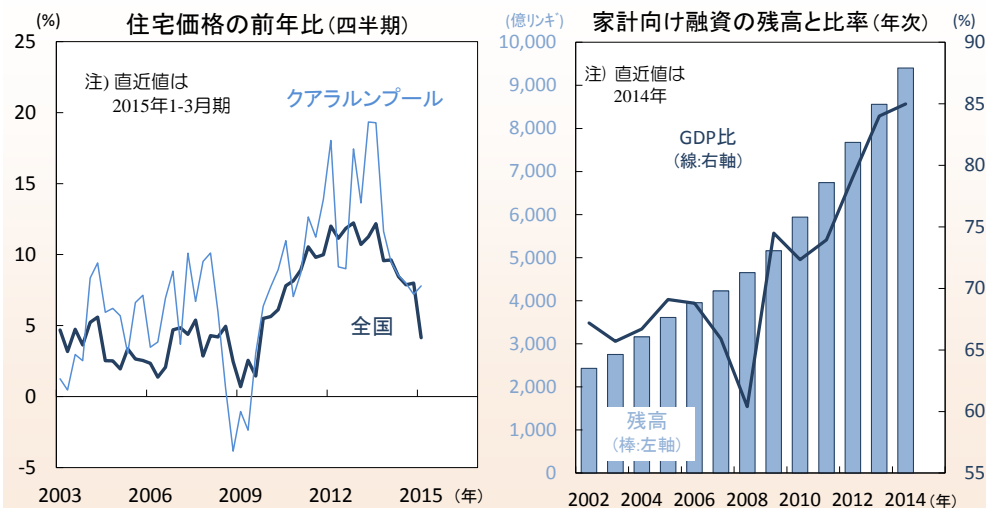
家計部門は多額の債務を抱えており(図4右)、銀行は同部門向けに信基準を厳格化しています。近年低下を続けてきた失業率は、昨年末より反転(図5左)。財政再建に取組む政府は今年4月より公務員の新規採用を停止し、経営再建中のマレーシア航空は6,000人規模の雇用削減を行っており、雇用市場は当面低迷が続きそうです。なお、洪水被害の影響で1-2月に落込んだパーム油の生産と輸出は5月に回復(図5右)、農村部の需要の落込みに歯止めをかけると予想されるものの、パーム油価格が低迷を続ける中、回復は勢いを欠くものになるでしょう。4月の輸出(リンギ建て)は前年比▲8.8%と前月の+2.3%より反落(図6左)。外需低迷から電子・電器が落込み、液化天然ガス(LNG)も価格と数量ともに落込みました。輸入も同▲7.0%と前月の+5.8%より反落しています。

4月以降は、GST導入前の駆け込み消費の反動も生じるため、民間消費の鈍化が一気に顕在化するでしょう。民間建設投資は引続き堅調さを保つものの、石油ガス部門の設備投資は減速するとみられます。また、石油ガス価格の低迷に伴う歳入減少を背景に政府の経常歳出は鈍化を続けるでしょう。1-3月期に堅調だった景気は4-6月期より鈍化し、2015年通年では+4%台後半と、昨年の+6.0%を下回ると予想されます。

【図3】悪化する消費者信頼感(左)、低迷する一次産品価格(右)



【図4】低迷する住宅価格(左)、高水準の家計財務残高(右)



● 新税導入後も落ち着いた物価と金利据置き続ける中央銀行

足元の物価は、新税導入などにより上昇しつつ低位に留まっています。5月の総合消費者物価は前年比+2.1%と前月の+1.8%より加速し、3月の+0.9%より上昇(図6右)。今年初以降の燃料小売価格の引下げ(図7左)で押下げられた同物価は、4月の財サービス税(一般消費税の一種、税率6%)の導入とその二次波及で押し上げられました。食品物価は同+3.5%と前月の+3.1%より上昇、その他の品目の多くも上昇し、総合物価を押し上げました。食品と燃料を除くコア物価も同+3.0%と前月の+2.8%より上昇しました。

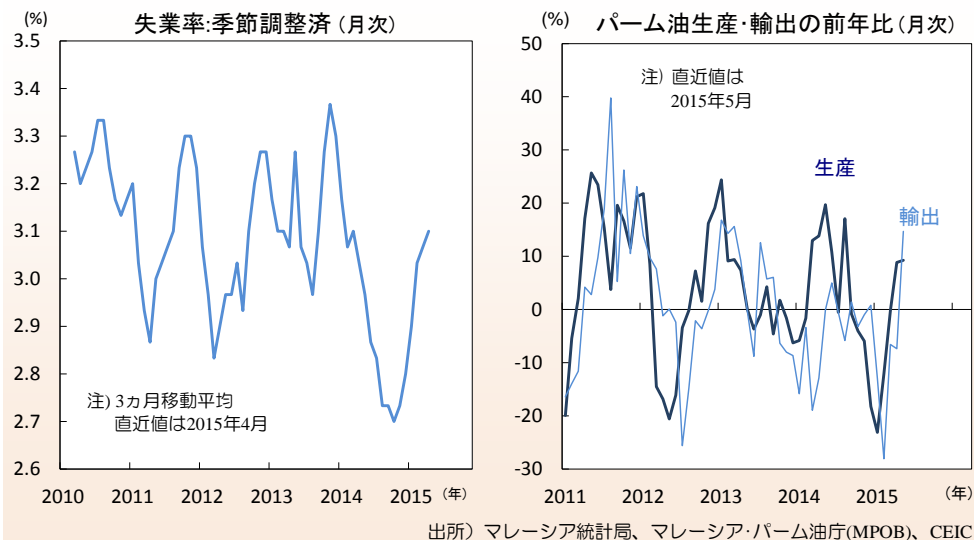
足元で景気がやや鈍化し、消費者物価の上昇圧力も限定的な中、バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)は、政策金利の据置きを続けています。5月7日、BNMは政策金利を3.25%で据置き。昨年7月の利上げ(3%→3.25%)以降、5回連続で金利を据置きしました(図7右)。BNMの声明は、前回(3月)と同様に経済は内需に牽引され底堅く推移するだろうとし、政策金利の水準は緩和的で経済を支えていると記述。一方、前々回(1月)までの声明にあった政策金利は「適切(appropriate)」との文言は今回もなく、必要が生じた際には利下げの可能性も排除しない姿勢とみられます。BNMは景気動向を注視しつつ、予想以上景気下ブレがない限り、年内は金利を据置く可能性が高いとみられます。

● 資本流出に伴って3期連続で赤字となった国際収支

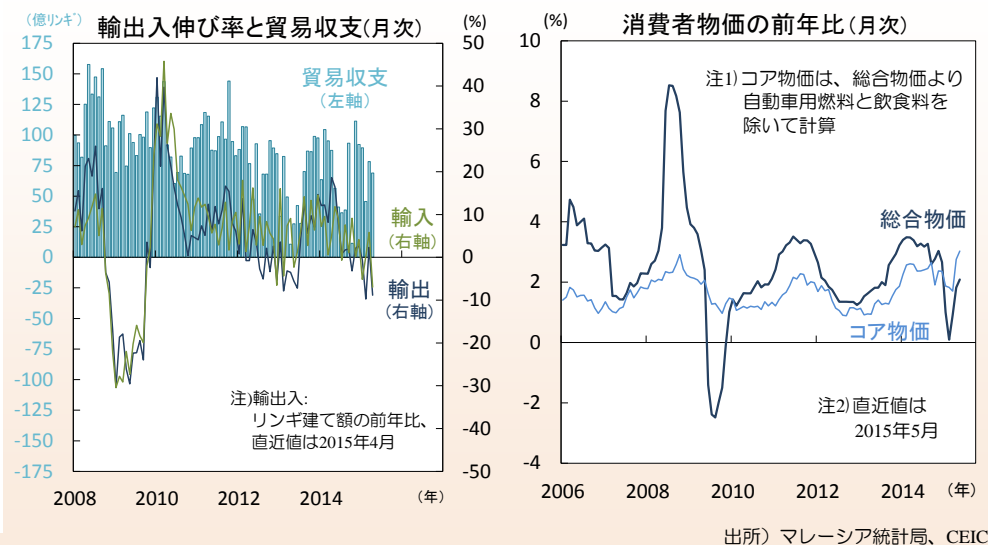
資本流出が続く中、国際収支は赤字基調です。1-3月期の国際収支は▲43億ドルと前期の▲34億ドルより赤字幅が拡大、資本収支赤字の拡大が主因です(図8左)。

1-3月期の経常収支は+28億ドルと前年同期の+59億ドルより縮小。貿易黒字が76億ドルと前年同期の95億ドルより縮小し、経常黒字を押下げました(図8右)。石油ガスやパーム油など主要輸出品目である一次産品価格の低迷、世界景気の低迷に伴う工業製品輸出の伸びの鈍化などが背景です。同国では、石油(原油と精製油)の純輸出額が近年縮小しGDPの0.2%に低下(図9左)、同項目は原油価格下落の影響を殆ど受けません。しかし、液化天然ガス(LNG)の純輸出額は同5.7%と、パーム油の同4.4%、電子・電器の同4.2%を上回ります。LNGの最大の輸出先である日本向け輸出価格の殆どは、日本の原油輸入価格に連動し、4-6カ月の時間差で調整されています。輸出額と輸出量から推計すると、LNG100万トン当たりの輸出価格は昨年3月時点の820ドルから今年5月には486ドルと40%も下落(図9右)。昨年9月より今年1月までの原油価格下落の影響は、今年半ばまでにLNG輸出価格に反映され、一次産品価格の下落による輸出額の下押しは、ほぼ一巡するとみられます。

【図5】 昨年末より上昇する失業率(左)、反転するパーム油生産と輸出(右)



【図6】 4月の新税導入に伴って上昇するも依然低位な消費者物価(右)



● リンギ建て債券からの資本流出が継続

1-3月期の資本収支を見ると、銀行経由のその他投資は▲57億ドルと前期の▲12億ドルより流出額が拡大、証券投資とデリバティブ収支は▲22億ドルと前期の▲60億ドルより縮小しつつ3期連続の赤字となりました(図8左)。

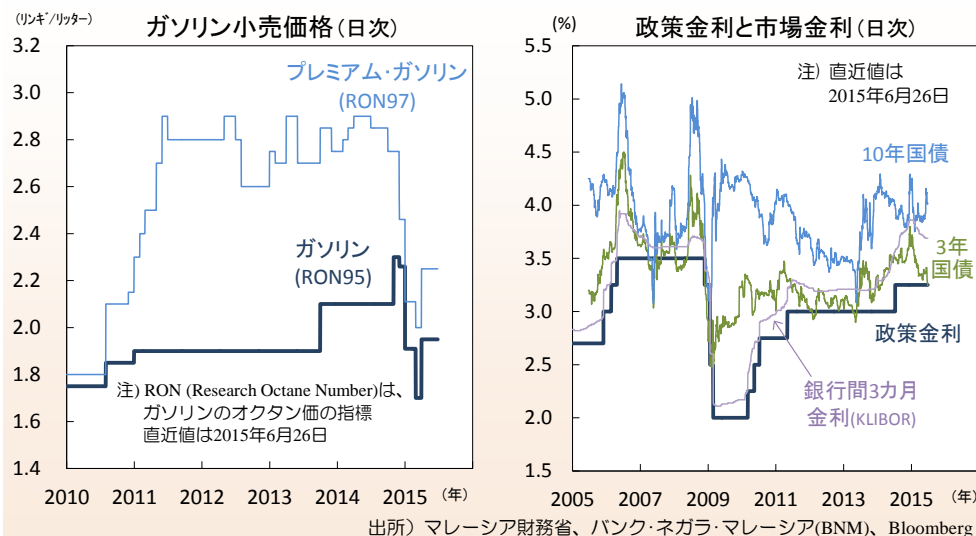
リンギ建て債券からの資本流出が継続、昨年9月から今年5月にかけて、BNMの短期債(BNB)206億ドルと国債(MGS)37億ドルが売り越されました(図10)。BNBは価格変動の小さい短期債であり、短期的な売買を好む海外投資家(いわゆる投機筋)による相場上昇を見越したリンギ買い持ち、金利裁定取引(海外NDFを用いて調達したリンギ資金で同証券に投資等)などに用いられてきました。昨年9月以降の流出は、リンギ相場の先安感と海外NDF金利の上昇が促した模様です。一方、MGSは世界的な債券指標(シティ世界国債インデックス: WGBI)にも採用され、主に海外の機関投資家(年金、保険会社、投資信託)が保有。参考指標(ベンチマーク)からの大幅な乖離を好まない投資家も多く、BNBに比べMGSからの流出額は限定的でした。もっとも、リンギ相場下落の勢いが加速する局面では、投資家の一部は同国債の保有を続ける一方で海外NDFによるリンギ売りで短期的な為替ヘッジを図り、リンギ相場を押し下げた模様です。

● 外貨準備減少と短期債務増加で対外バランスシートが悪化

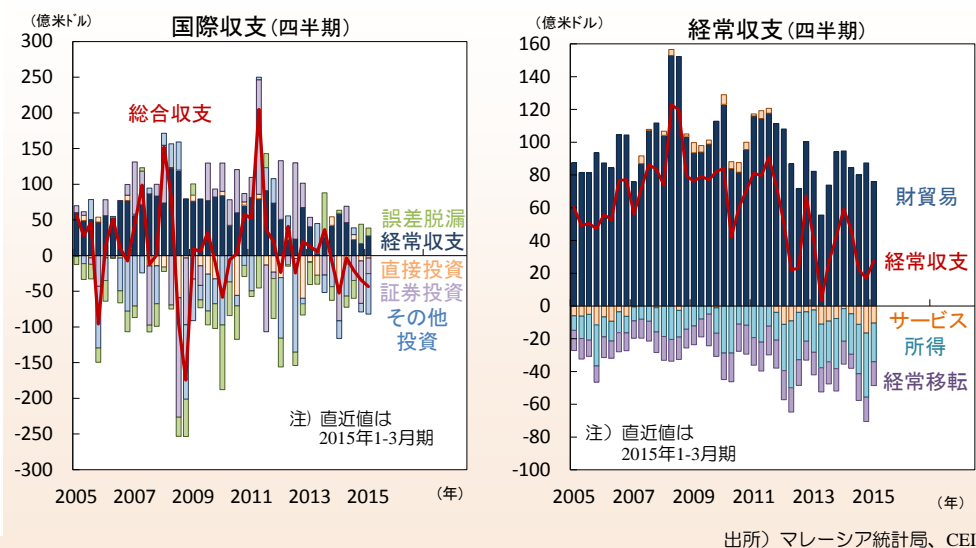
国際収支の赤字が続く中で、対外バランスシートは悪化しています。

昨年9月以降のリンギ相場下落局面で、BNMは下落速度の抑制のためにドル売り介入を実施。この結果、今年5月時点の外貨準備は1,080億ドルと、昨年8月時点より264億ドル減少し、今年3月時点の短期対外債務の1.2倍程度に留まるなど、対外バランスシートは悪化しました(図11左)。なお、近年の短期対外債務の増加は、貿易信用や銀行の対外借入の増加によります。国内銀行大手は、近年こそって東南アジア域内を中心とする海外進出を加速し、これに伴って、同国本店と海外拠点間の外貨資金貸借が増加。短期対外債務(海外拠点からの借入)が増加するとともに、銀行の対外資産(海外拠点への)が増加しています。このため、広義の外貨準備(外貨準備プラス銀行の対外資産)は今年4月時点で1,745億ドルと、短期対外債務の1.9倍に相当(図11左)。対外バランスシートは、狭義の外貨準備で見るとには悪化していない模様です。しかし、同国大手銀行の海外拠点の多くは現地で預金を上回る速度で貸付を拡大しています。本店からの短期外貨貸付がより長い期間の企業向け貸出の原資となっている例も少なくないとみられ、銀行対外資産の実態的な流動性は高くないと思われます。

【図7】昨年9月より5会合連続で政策金利を据置く中央銀行(右)



【図8】資本流出に伴って、3期連続で赤字となった国際収支(左)



● 政府投資公社の経営危機で高まる政治的不透明感

政治面では、投資公社1MDBの経営危機問題が政治的な不透明感を高めています。ナジブ首相の下で設立された1MDBは多額の負債を抱え、返済能力が低下(本レポート2月号 6頁参照)。同社による不正経理の疑惑も浮上する中、マハティール元首相は4月に公然とナジブ首相の引責辞任を要求しました。現地機関(Merdeka Center)が1月に行った世論調査ではナジブ首相の支持率は44%と昨年8月の54%より低下しています。足元では、イスラム教徒の聖地巡礼基金(Tabung Haji)が4月に1MDBより不動産を購入したことが、1MDBの救済目的ではないかとの疑惑も浮上。1MDBを巡る問題は従来主に都市部の中間所得層の関心を集めてきたとみられるものの、上記基金との関係が浮上したことに伴って、今後は、与党の統一マレー国民組織(UMNO)支持基盤である農村部のマレー系住民の間にも同問題への関心が浮上、支持率の低下も予想されます。

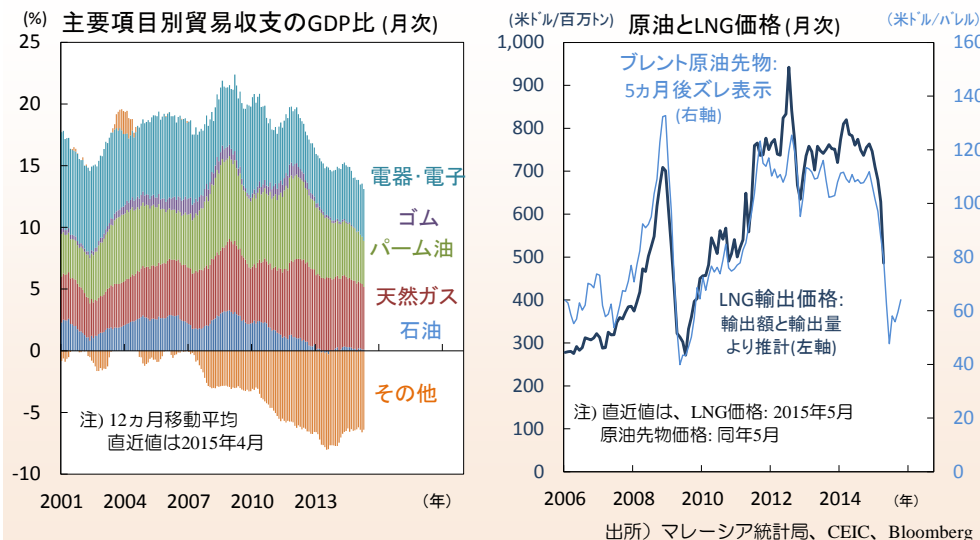
もっとも、UMNO幹部の多くは首相支持を表明。また、野党3党もまとまりを欠き、1MDB問題で厳しく与党を追及する余裕はない模様です。アンワル元副首相は、今年5月に最高裁で同性愛行為(同国では犯罪)による有罪が確定(同氏は政治的な陰謀と主張)。野党3党は連立の事実上のまとめ役を失いました。

● 財政悪化に伴う格下げリスクも短期的な市場の重石に

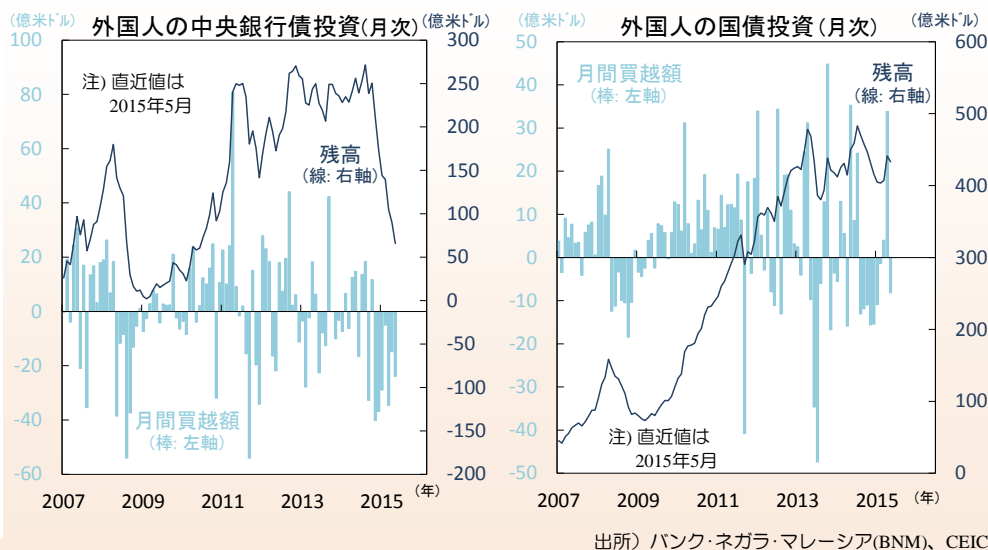
6月には、民主行動党(DAP)が、汎マレーシア・イスラム党(PAS)と人民正義党(PKR)との連立(人民同盟: PR)は解消されたと表明しました。今年3月、PASが与党の座にあるクランタン州議会が、イスラム刑法(Hudud)導入に向けた法改正案を可決し、同州議会では野党のUMNO議員も賛成票を投じました。中国系住民を支持基盤とするDAPは、こうした動きに従来より強く反発しており、上記の動きは野党3党の連立を揺るがすことになりました。UMNOによる連立野党分断の試みが成功したとの見方も現地では根強い模様です。UMNO幹部による首相への支持もあり、ナジブ首相辞任によって政治空白が生まれるリスクは現在のところ低いと考えられます。しかし、同首相の求心力低下は避けられないとみられ、財政再建等が進展するかは不確定となりつつあります。

格付け大手フィッチは、2013年7月に同国格付け(外貨: A-)の見通しをネガティブに変更。財政収支の悪化、政府債務水準の上昇(図11右)、多額の偶発債務の存在等が理由でした。同社は6月末から7月前半までに見直し結果を公表する見込みです。市場参加者の多くは既にBBB+への格下げを見込んでいるものの、格下げがあれば一時的に投資家心理を冷やすことは避けられないでしょう

【図9】天然ガス輸出への高い依存度(左)、低下する天然ガス輸出価格(右)



【図10】昨年11月より中央銀行債券からの資本流出が加速(右)



● マレーシア・リングのリスク感応度はなぜ高いのか

通貨リングは、昨年8月末から今年6月26日にかけて対米ドル(以下「ドル」)で16.4%下落するなど、主要アジア通貨で最大の下落率となり、主要新興国中では経常赤字高金利国のブラジルやトルコなどに次ぐ下落率でした(図12)。同通貨は、昨年9月末から今年3月半ば、今年5月半ばから5月末などのドル高局面で大きく下落。上記2カ国と同様にリスク感応度の高い通貨となっており、相対的にリスク感応度の低いアジア通貨(インド、フィリピン、タイ等の通貨)とは対照的です。

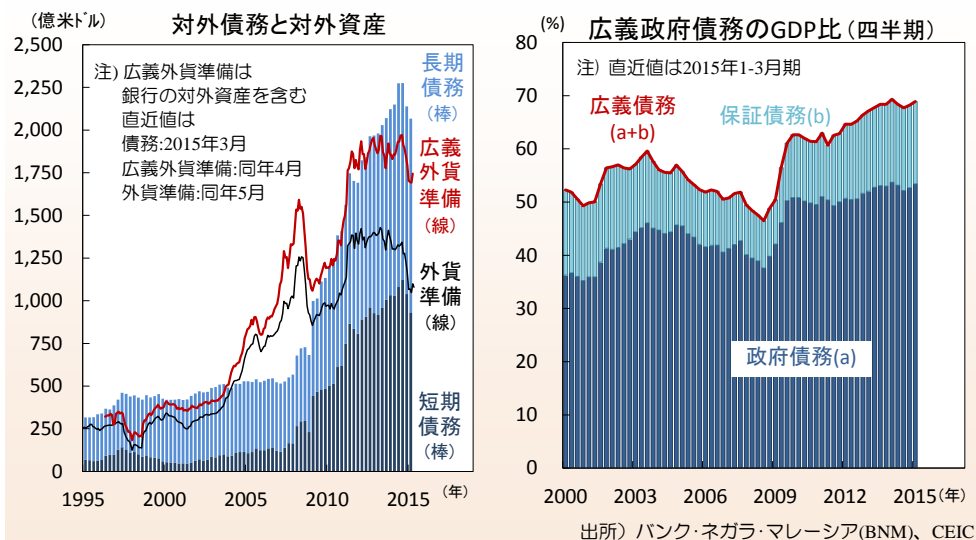
フィリピンやタイと同様に東南アジアの経常黒字国の通貨でありながら、両通貨より高いリスク感応度の背景には、(1)一次産品輸出依存度の高さ、(2)資本収支の構造、(3)信用力低下懸念や政治リスクの懸念があるとみられます。マレーシアは、一次産品の純輸入国である上記アジア3カ国とは異なり、純輸出国。ドル高局面で資源安が進む際には、経常収支と財政収支悪化が意識されやすい面があります。また、タイやフィリピンが海外からの証券投資資本への依存度が低く(前者は近年の政治混乱、後者は資本市場の流動性の低さ等が背景)、国際収支が経常収支動向に左右され易い一方、マレーシアは債券投資資本への依存度が高く、同資本動向が国際収支を左右します。

● 経常黒字国ながら証券投資資本への依存度は高位

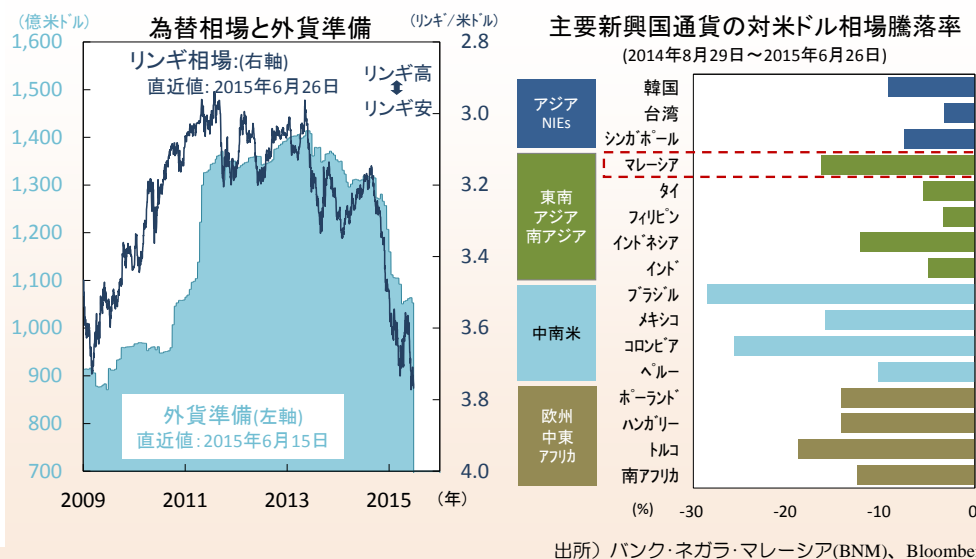
マレーシアは、巨大な国内機関投資家である被雇用者積立基金(EPF)による対外証券投資、国内銀行や企業部門による積極的な対外直接投資ゆえに資本収支が構造的な赤字となり、同赤字が経常黒字を相殺しています。この結果、海外機関投資家によるリング建て債券への投資への依存度が高く、海外投資家のリスク許容度が低下する局面では資本流出に伴って国際収支が赤字となり、通貨安圧力が生じ易い構造となっています。なお、前述のとおり、国債(MGS)に関しては主要な債券指標を参考指標とする海外機関投資家が主に投資。金利上昇(債券価格下落)局面ではEPFによる購入が活発化するため価格は急落せず、海外投資家による大規模なMGS売りは起こりづらい模様です。しかし、通貨安懸念が浮上すると海外投資家はMGSを保有したまま先物ドル買いヘッジを加速させるため、リング相場への下押し圧力が生じ易いとみられます。

財政悪化による格下げ、政治状況の流動化、対外バランスシート悪化などへの海外投資家による懸念も重なり、同通貨のリスク感応度は引き続き高いでしょう。米利上げ開始を控え、為替市場でドル高が進みやすい今年後半、リングの対ドル相場の上値は引き続き、他の主要アジア通貨に比べて重くなると予想されます。(入村)

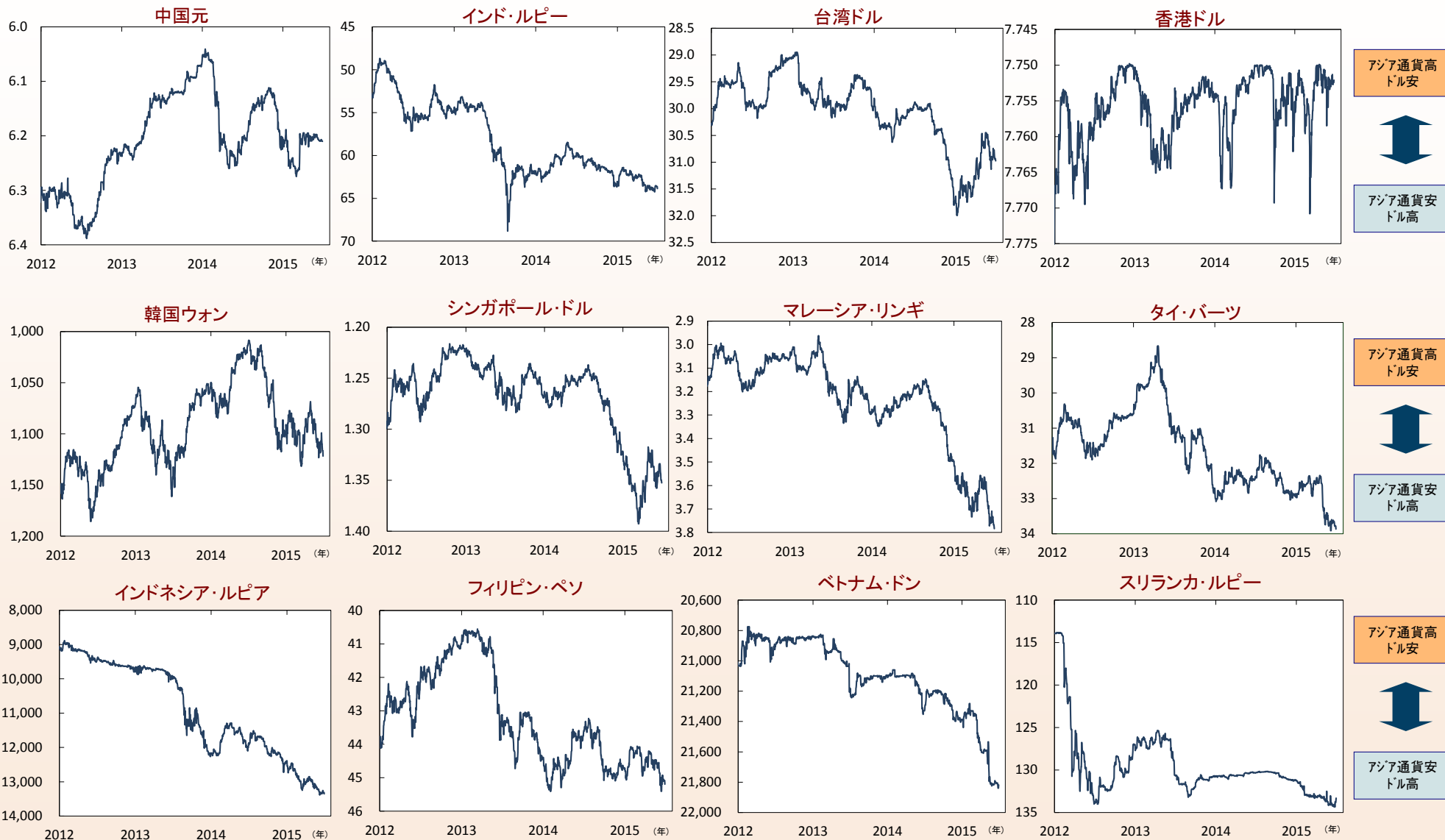
【図11】外貨準備残高は短期対外債務と同水準まで低下(左)



【図12】米ドル高局面での下落率が大きく、リスク感応度の高いリング相場



【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



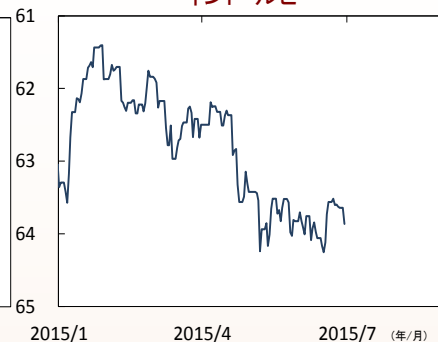
注) 単位は、アジア通貨/米ドル(1米ドル=アジア通貨)、直近値は、2015年6月26日、出所) Bloomberg

【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

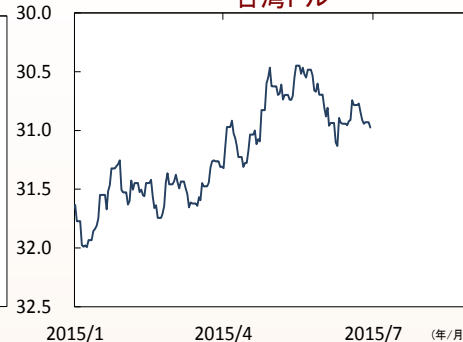
中国元



インド・ルピー



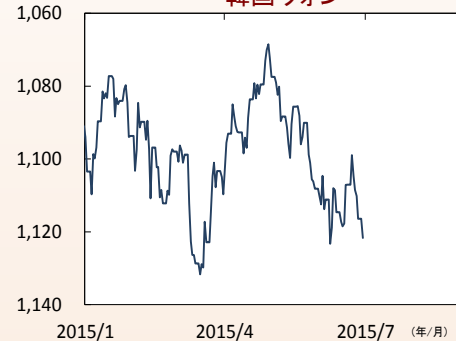
台湾ドル



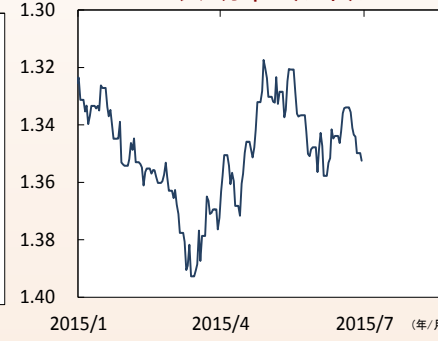
香港ドル

アジア通貨高
ドル安アジア通貨安
ドル高

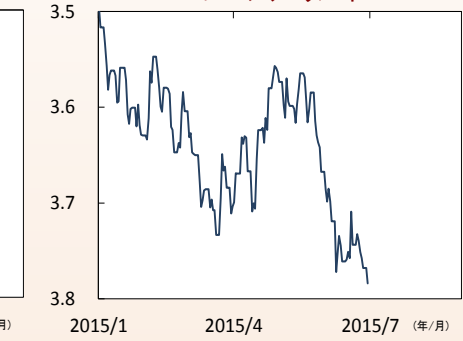
韓国ウォン



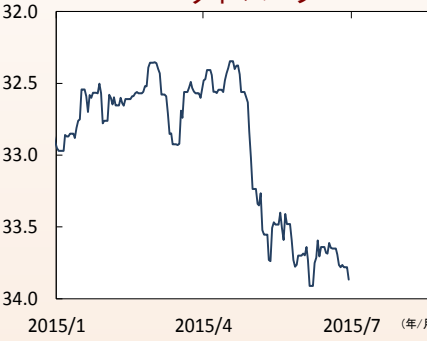
シンガポール・ドル



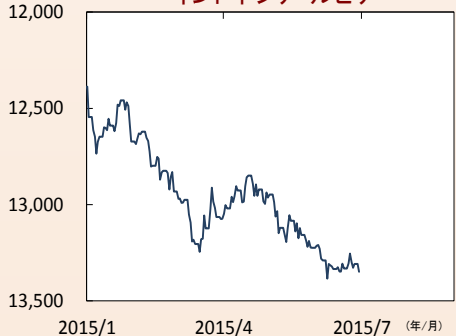
マレーシア・リングギ



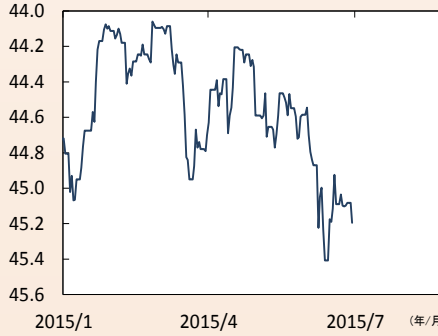
タイ・バーツ

アジア通貨高
ドル安アジア通貨安
ドル高

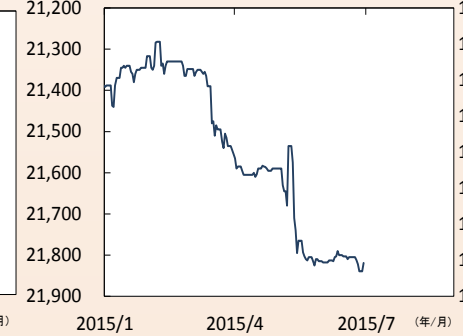
インドネシア・ルピア



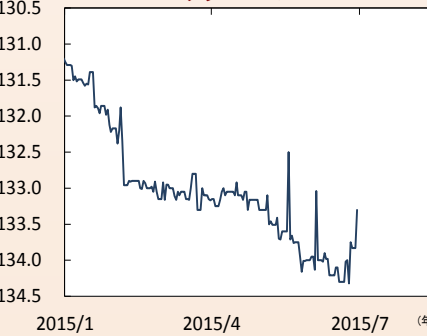
フィリピン・ペソ



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、2015年6月26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・数値等はい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：2015年6月29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経済調査部の見解です。
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。