

【マレーシア】アジア最弱通貨となったリンギの今後の相場動向を考える 1ページ

【アジア・マーケット・ウォッチ】 7ページ

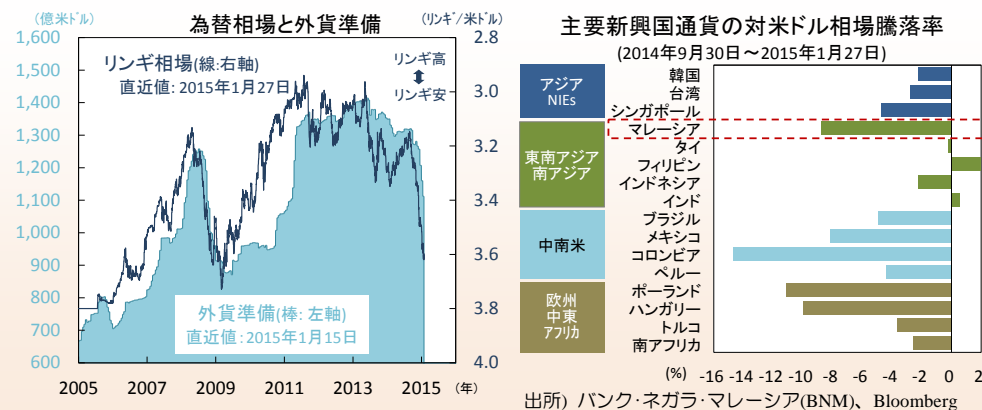
【マレーシア】アジア最弱通貨となったリンギの今後の相場動向を考える*

● 原油安に伴う懸念などから大きく下落したリンギ相場

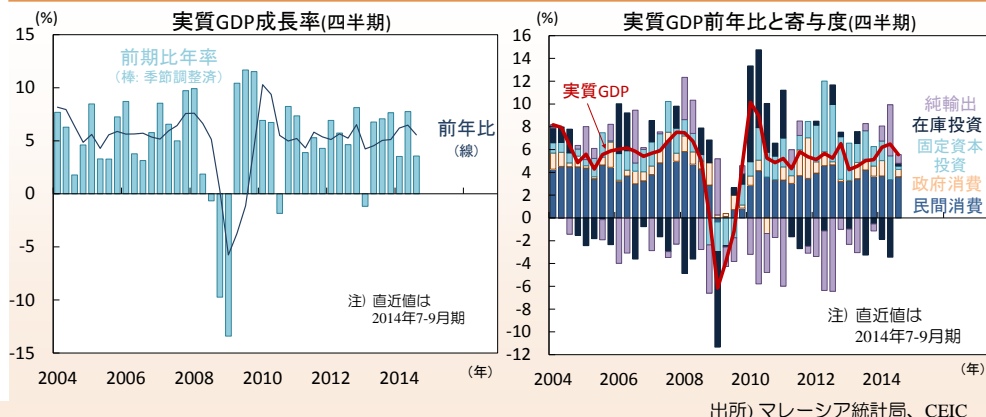
マレーシア・リンギ相場が軟調です。同通貨の対米ドル(以下「ドル」)相場は、昨年9月末から今年1月27日にかけて8.8%下落(図1左)、主要アジア通貨最大の下落率でした(図1右)。同国は、アジア主要国では数少ない石油ガスの純輸出国。原油を中心とする一次産品価格の下落に伴う交易条件の悪化、財政収支と経常収支の悪化、信用力の低下などが懸念され、資本の流出と同国通貨の下落を招いているとみられます。本稿では、リンギ相場低迷の背景を探り、今後の相場動向について考察します。まず、景気物価動向を概観し(1-3頁)、今後の金融政策の方向性について分析(3頁)。次に、原油価格低迷が政府財政(4頁)と対外収支(4-5頁)に与える影響について考察し、証券投資資本の動向を分析(5-6頁)。そして、政府投資公社の財務悪化懸念とその背景について概観した上で(6頁)、今後の為替相場動向について考察します(6頁)。

一昨年(2013年)に年率+4.7%で成長した経済は、昨年上期に+6.3%へと加速したものの、景気拡大の勢いは昨年7-9月期より鈍化しています。同期の実質GDPは前年比+5.6%と前期の+6.5%より減速し、季節調整済みの前期比年率は+3.6%と前期の+7.8%より大きく鈍化しました(図2左)。景気の減速は、需要側では投資と輸出、生産側では製造業等の鈍化によります。民間消費は前年比+6.7%と前期の+6.5%よりやや加速。安定した雇用や賃金の伸びなどが背景です。固定資本投資は同+1.1%と前期の+7.2%より急減速。建設投資が+8.3%と前期の+6.7%より加速した一方、設備投資が▲7.5%と前期の+9.1%より落込みました。公的投資が国有企業の大規模投資の一巡や財政再建努力に伴う政府投資の減少でマイナスの伸びとなり、民間投資も変動の大きい運輸部門の投資の落込みで鈍化しました。外需では、総輸出が前年比+2.8%と前期の+8.8%より減速し、総輸入も同+2.2%と前期の+3.9%より鈍化。純輸出の寄与度は+0.8ポイントと前期の+4.5ポイントよりプラス幅が縮小しました(図2右)。

【図1】昨年9月末以降のリンギ相場下落率は、主要アジア通貨で最大(右)



【図2】輸出や投資の減速に伴って足元で鈍化する景気(右)



● 昨年後半より緩やかに鈍化する景気

昨年7-9月期の農林漁業部門の実質生産は、前年比+4.0%と前期の+7.1%より減速(図3左)。パーム油と天然ゴム生産の低迷によりです。鉱業は同+1.4%と前期の+2.1%より鈍化、天然ガスと超軽質油の生産が落込みました。製造業は同+5.3%と前期の+7.3%より鈍化。電子・電器や運輸機器等が、好調だった前期より減速しました。建設業は同+9.7%と前期の+9.9%より鈍化しつつ堅調。サービス部門は同+6.1%と前期の+6.2%とほぼ変わらず。堅調な民間消費を背景に卸売・小売等が底堅い伸びを維持しました。

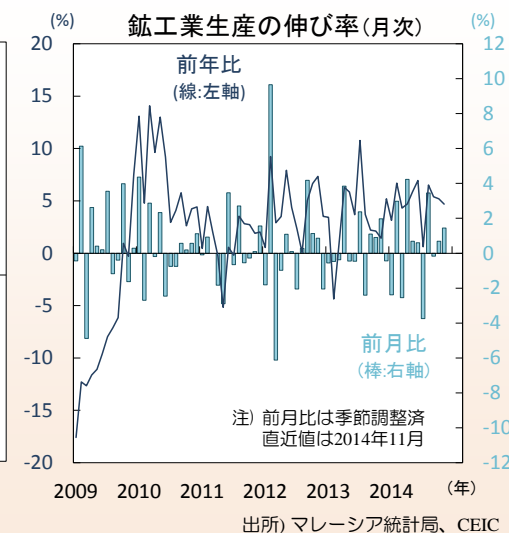
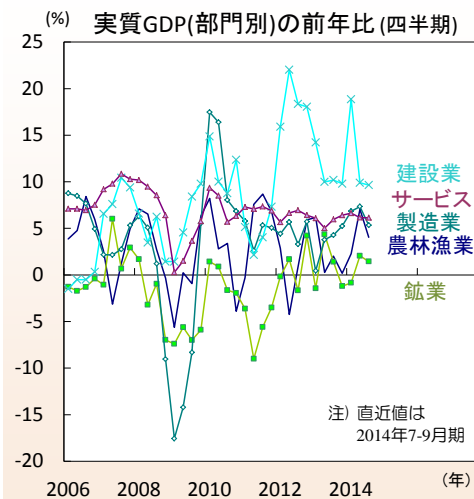
昨年10月以降も、生産活動は緩やかに鈍化。11月の鉱工業生産は前年比+4.7%と前月の+5.1%より減速しました(図3右)。製造業が加速したものの、鉱業や電力が鈍化した影響です。製造業は前年比+3.7%と前月の+3.2%より加速、輸出の伸びを背景に自動車や電子・電器が伸びた影響です。鉱業製品輸出の伸びは米国景気の回復などに加え、自国通貨リンギ安に支えられた面もあるとみられます。一方、鉱業は、同+7.6%と前月の+11.5%より減速。前月の急伸からの反動です。また、電力も同+3.2%と前月の+3.4%より鈍化しました。足元では、パーム原油や天然ゴムなど、主要農産物の生産も減速(図4左)。北部で生じた洪水被害も、今後の同生産の伸びを抑えるとみられます。

● 今年通年の経済成長率は+4%台後半へ減速か

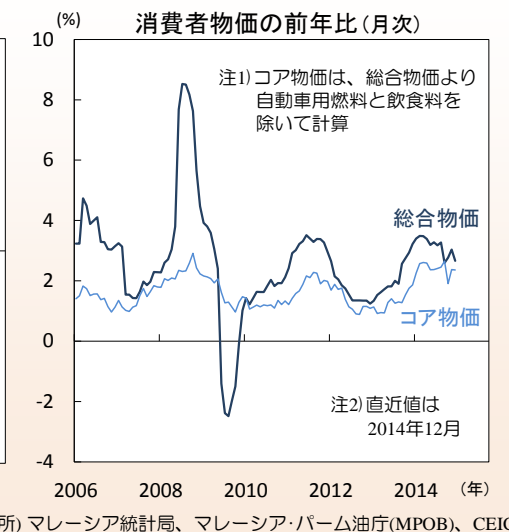
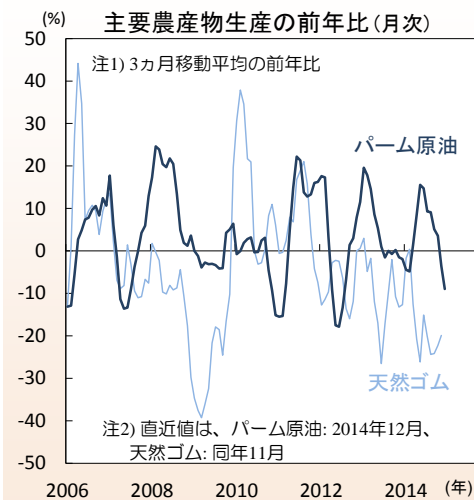
足元で堅調な民間消費も、一次産品価格の低迷による農業所得の鈍化、今年4月の一般消費税(財サービス税: GST)の導入などに伴って今後鈍化するでしょう。また、一次産品価格の低迷は、同部門の投資も抑制するとみられます。10-12月期の経済成長率は、+4%台後半と前期の+5.6%より鈍化し、その後も同水準での伸びを続けると予想されます。この結果、昨年通年の成長率は+6%をやや下回る水準となった(一昨年の+4.7%を上回った)後、今年の成長率は+4%後半へと緩やかに鈍化すると考えられます。

景気が減速する中、インフレ圧力も鈍化しています。12月の総合消費者物価は前年比+2.7%と前月の+3.0%より鈍化(図4右)。運輸が同+4.0%と前月の+5.0%より鈍化し総合物価を押下げました。燃料小売価格が下落した影響です。政府は、10月に燃料補助金の削減に伴って燃料小売価格を上げた後、その後の国際燃料価格の低下などを受けて補助金の撤廃を決定しました。12月初よりガソリン(RON95)と軽油への補助金を廃止し、両燃料の小売価格を管理変動制(毎月改定)に移行。国際燃料価格の低下を反映して、ガソリンとプレミアム・ガソリン(RON97、従来より管理変動制)の価格が引下げられました(図5左)。また、食品も同+2.4%と前月の+2.9%より鈍化しました(図5右)。

【図3】鈍化する製造業と農林漁業の生産の伸び(左)



【図4】燃料小売価格や食品物価の低下で、消費者物価の伸びは鈍化(右)



● 燃料小売価格の低下などを受けてインフレ率も鈍化

昨年12月にマレー半島北部を中心に発生した洪水被害の影響から、複数の食品価格が前月比(季節調整前)で上昇したものの、前年同月の高い伸びからの反動(前年高ベース効果)が12月の食品物価の前年比を抑えました。一方、食品と燃料を除くコア物価は同+2.4%と前月と変わりませんでした。12月以降も国際燃料価格が下落したことを受けて、政府は、ガソリン(RON95)価格を今年1月より1リッター1.91リングと前月の2.26リングより15.5%引下げ。プレミアム・ガソリンや軽油価格も13~14%引下げられており(図5左)、同月より燃料物価はさらに低下します。今後、食品物価の高騰や燃料価格の反転などがない限り、総合物価の前年比は1-3月にかけて+1%台半ばまで低下する可能性が高いでしょう。その後、4月には税率6%の一般消費税(財サービス税: GST)が導入されることに伴って、同物価の前年比は+3%台後半に上昇すると見込まれます。

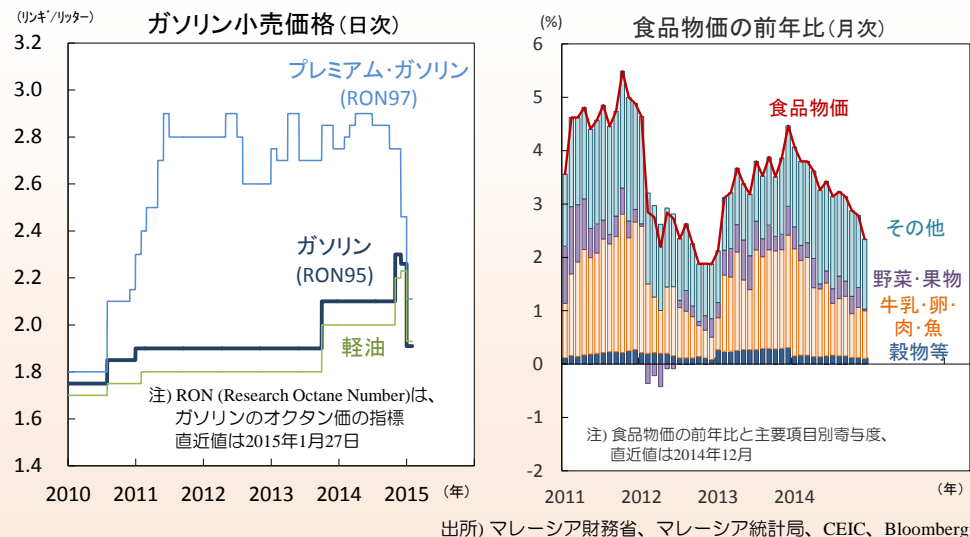
足元のインフレ圧力が限定的な中、バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)は政策金利の据置きを続けています。昨年前半より景気が堅調に拡大し消費者物価も緩やかに上昇する中で、BNMは昨年7月に政策金利を3%から3.25%に上げました。しかし、その後は、昨年11月までの3会合連続で金利を据置いてきました(図6左)。

● 中央銀行は、今後も当面政策金利を据置きか

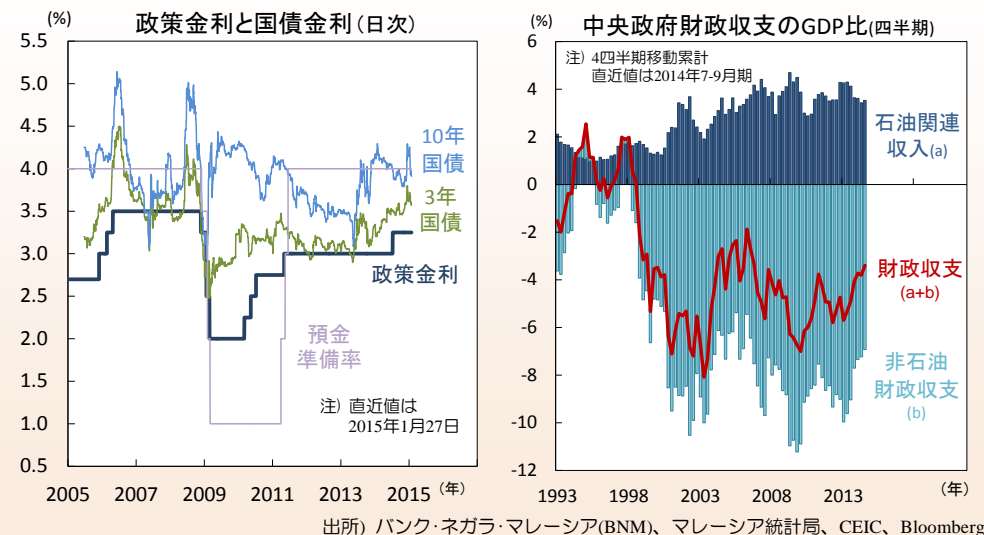
BNMは、前回11月の政策声明で、現状の政策スタンスを「緩和的」と説明。また、今後の政策に関しては、景気物価動向とともに、「金融の不均衡」のリスクに注意すると記述。「不均衡」とは、高水準の家計債務(2013年末時点でGDPの86.8%に相当)を指すとみられ、必要以上に緩和的な金融環境を長く保つことで、同部門向け融資が再び加速することを警戒している模様です。足元で景気が緩やかな鈍化を続ける一方、今年1-3月にかけて消費者物価インフレ率の下落も見込まれるものの、BNMは当面政策金利の据置きを続ける可能性が高いでしょう。4月以降はGST導入による消費者物価の上昇も予想されるものの、景気の勢いが弱い中で新税導入の影響で民間消費が抑制されるため、BNMは緩和的な現状の金利が維持することが好ましいと考えているとみられます。

リング相場は、昨年の4月末から8月末にかけて対米ドルで+3.6%上昇するなど(図1左)、主要新興国通貨の中でも堅調でした。底堅い景気回復が続く中で7月に予防的な利上げを行ったBNMのインフレ警戒的な姿勢も通貨を支えたとみられます(本レポート2014年9月号参照)。しかし、同行が景気の緩やかな鈍化とともに金利据置き継続という姿勢に転じたことに伴って、リング相場は支援要因の一つを失ったとみられます。

【図5】国際燃料価格の低下などを背景に引下げられた燃料小売価格(左)



【図6】昨年7月の利上げの後、政策金利の据置きを続ける中央銀行(右)



● 国際原油価格の低迷に伴う石油ガス関連歳入の減少

国際原油価格の低迷に伴う財政悪化の懸念も、リンギ相場の重石になっているとみられます。1月20日、政府は今年度の政府予算を修正し、財政赤字のGDP比を3%から3.2%に上方修正することを発表。原油安に伴う石油ガス関連歳入の減少の影響を経常歳入の削減などでカバーし、財政赤字の拡大を抑える方針を明らかにしました。予算修正は、財政悪化に対する市場の懸念を抑える効果も期待したものと考えられます。

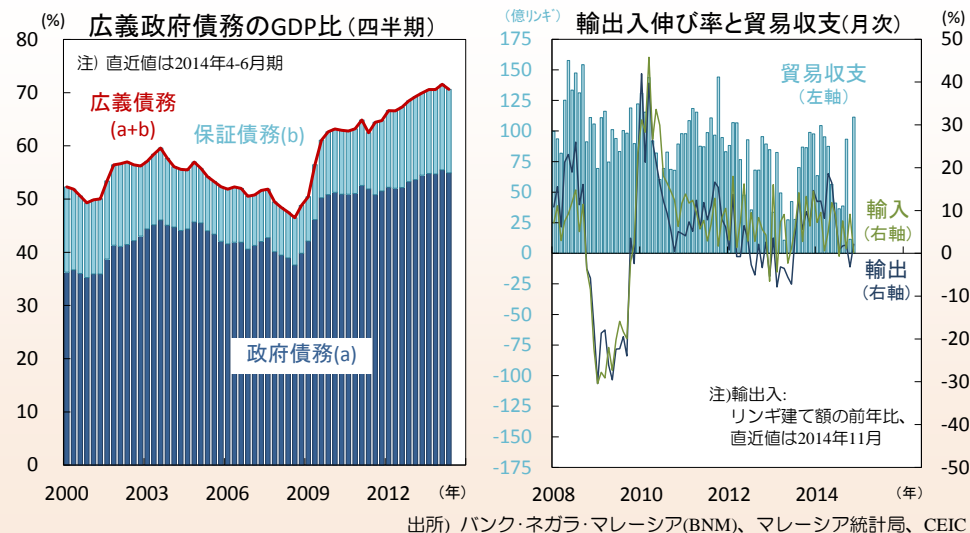
同国は政府歳入の多くを石油とガスに依存。石油ガス関連税収と採掘権料など石油ガス関連歳入は2013-14年にGDP比3.5%で(図6右)、石油公社ペトロナスの配当を加えると同6.2%と、総歳入の約3割に上ります。石油公社の総歳入が原油価格の低下に伴って政府歳入への貢献額が低下する可能性を示唆したことも、市場の財政悪化懸念を高めました。同国では、近年の財政刺激策などによって財政赤字が高止まってきました。これに伴って政府債務のGDP比は自ら定めた上限の55%近くまで上昇し、保証債務も加えた広義政府債務のGDP比は昨年6月時点で70.6%に上昇(図7左)。格付大手フィッチは、財政構造の悪化などを理由に同国の格付の見通しを2013年7月よりネガティブにしています。財政収支の悪化が信用力低下の懸念を招きやすい面があるのは否定できません。

● 財政悪化に対する市場の懸念はやや行き過ぎか

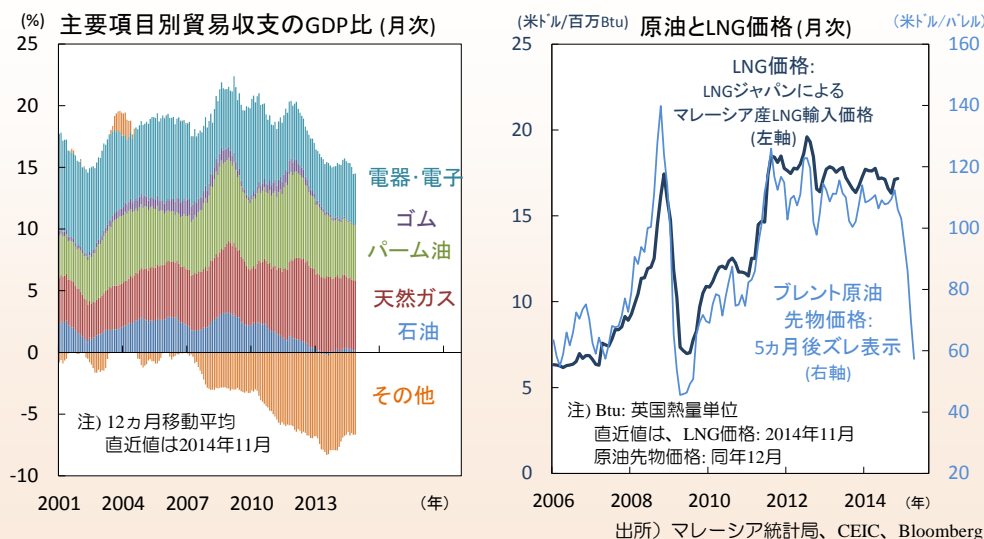
1月20日の政府公表によれば、2015年度予算の前提原油価格を当初の1バレル100ドルから55ドルに引下げたところ、石油ガス関連歳入の見込額は138億リンギ(GDP比1.2%)も減少。原油安に伴う財政悪化を市場参加者が懸念したのは、的外れであったわけはありません。しかし、上記の政府見通しによれば、国際原油価格の低下と12月初からの燃料補助金の撤廃に伴って、同補助金歳入の見込額も107億リンギ(同0.9%)減少。原油価格低迷などに伴う財政悪化幅(歳入減少額マイナス歳出減少額)は、GDP比0.3%に留まりました。市場参加者の一部は、歳入の減少のみに目を奪われ、財政悪化のリスクを過大に見積もっていた可能性が高いと考えられます。

また、原油価格の下落に伴う貿易収支の悪化懸念も、リンギ相場を押下げてきたとみられます。12月上旬に公表された10月の貿易黒字は11.5億リンギと、前月の93.3億リンギ、前年同月の86.3億リンギより急減(図7右)。一部の市場参加者は、原油価格の低迷に伴って貿易収支が今後も持続的に悪化し、10-12月期の経常収支が約17年ぶりに赤字に転じることも懸念した模様です。しかし、翌11月の貿易収支が公表されると、上記の懸念が行き過ぎたものであったことが明らかになりました。

【図7】10月に急減した貿易黒字は、11月に反転して増加(右)



【図8】液化天然ガス(LNG)の輸出価格の低下は時間の問題か(右)



● 経常収支の赤字転落を懸念した金融市場

1月7日に公表された11月の貿易黒字は、111.3億リングと前月の11.5億リング、前年同月の98.9億リングを超過(図7右)。輸出が前年比+2.1%と前月の▲3.2%より反転し、輸入が同+0.1%と前月の+9.1%より大きく鈍化した影響です。10月には電子部品など中間財の輸入が急増し、11月にはその反動減が生じた模様です。月次の貿易収支を大きく変動させるのは、主に電子・電器など工業製品であり、石油ガス等ではありません。貿易黒字が縮小した10月の輸出も、精製燃料が前年比マイナスの伸びとなる一方で原油や天然ガスはプラスの伸びを維持。「原油価格急落で貿易黒字が急減し始めた」との解釈は一部の投資家の思い込みにも過ぎませんでした。11月の収支改善を受けて、市場に広まった貿易収支の持続的な悪化の懸念はひとまず後退したとみられます。

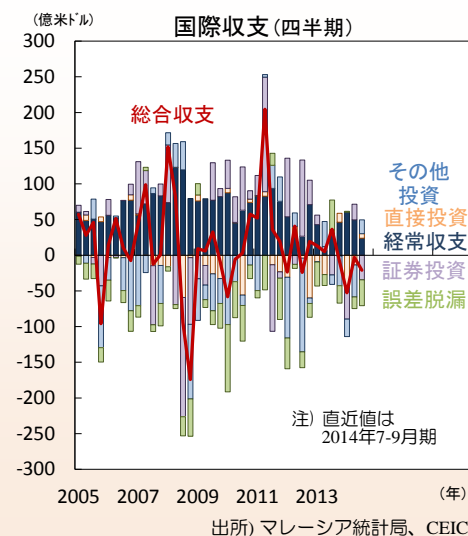
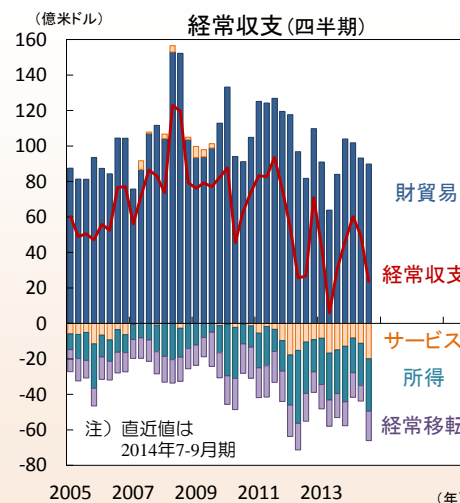
もっとも、貿易収支悪化のリスクは依然残ります。同国では、石油(原油と精製油)の純輸出額が近年縮小しGDPの0.2%に低下(図8左)、同項目は原油価格下落の影響を殆ど受けません。しかし、液化天然ガス(LNG)の純輸出額は同5.7%と、パーム油の同4.4%、電子・電器の同4.2%を上回ります。LNGの最大の輸出先である日本向け輸出価格の殆どは、日本の原油輸入価格に連動し、4-6カ月の時間差で調整されています。

● 今後はLNG輸出価格低下で貿易収支が悪化する見込み

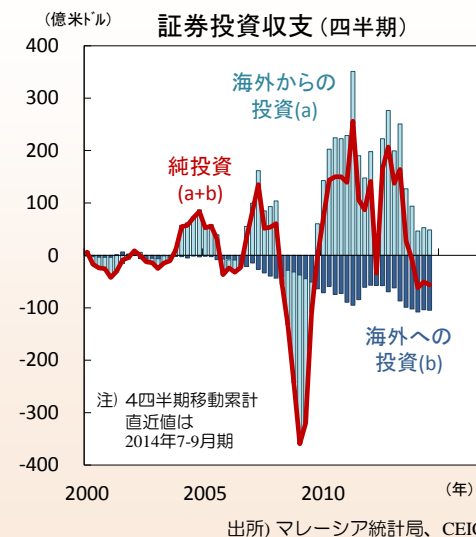
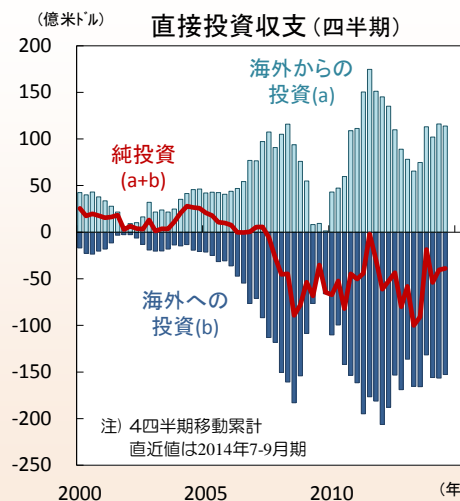
昨年半ば以降の国際原油価格の急落を受けて(図8右)、日本の原油輸入価格は大きく低下しており、日本向けLNG輸出価格は今後大幅に引下げられる可能性が高いでしょう。原油価格の急落による貿易収支の悪化は、これから本格化すると予想されます。

同国は、昨年7-9月期までの4期累計で180億ドル、GDP比で5.5%相当の経常黒字を計上(図9左)。一方、資本収支を見ると、直接投資は赤字基調で、証券投資もしばしば赤字となっています(図9右)。同国は海外から多額の直接投資を受入れているものの、国内企業による海外投資が近年急増したため直接投資収支が赤字基調となりました(図10左)。政府は、政府系企業に対して海外投資より国内投資を優先するよう指導しているものの、対外直接投資抑制の効果は定かではありません。また、証券投資に関しては、同国最大の機関投資家の被雇用者積立基金(EPF)による海外証券投資による資本流出などが恒常的に生じています(図10右)。経常黒字の相当部分を前述の資本流出が相殺するため、同国の国際収支は、海外投資家によるリング建て債券投資などの動きの影響を強く受けているとみられます。11月時点でリング建て国債(短期債と中央銀行債を含む)の49.6%は外国人が保有しており(図11左)、主要アジア諸国では最高の保有率です。

【図9】経常黒字は多額だが、近年は縮小傾向(左)



【図10】国内企業の海外投資が増加し、直接投資収支が赤字に(左)



● 政府投資公社の財務悪化懸念も市場の重石に

国際原油価格が急落した9月から11月にかけて、リング建て国債市場から101億ドル相当の資金が流出し(図11右)、リング相場を押下げました。今後、年内に米国の利上げ開始が見込まれる中で、新興国への証券投資資本を引き上げる動きが世界的に加速した場合、同国もその影響を強く受ける可能性が高いと考えられます。

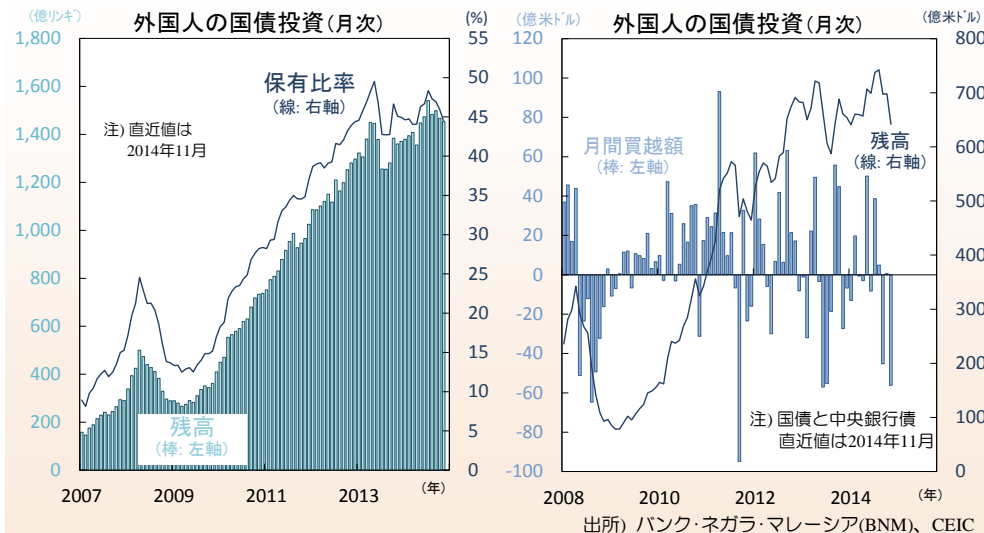
また、政府公社の財務悪化の懸念も浮上し、市場心理を冷やしています。昨年末には政府の投資公社IMDBが銀行への利払いを停止したとの報道に、金融市場が混乱。同社はこれを否定するも、財務内容に関する疑念は拭かれていません。同社は昨年3月時点で419億リングとGDP比4%相当の債務を抱え、その約半分が外貨建て。政府による債務保証額は58億リングに留まるものの、仮に、政策的に重要な同社の財務が大きく悪化すれば、政府による支援が必要となり、政府債務を増加させる可能性も否定できません。政府債務のGDP比が自ら定めた上限の55%近くまで上昇して以降、政府による公社等への保証が増加し、保証債務のGDP比は昨年6月時点で15.7%と2008年末時点の9.0%を超過(図7左)。政府債務の増加を抑えるために、インフラ投資等の実行主体を各種の公社とし、彼らが新たに調達する債務に保証を付与したためとみられます。

● リング相場は、今後も当面上値の重い展開か

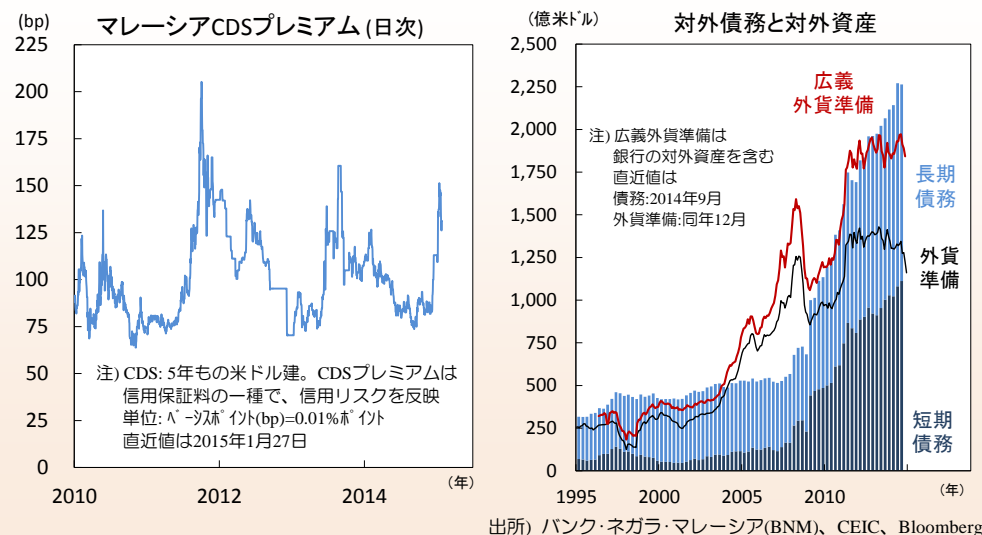
2013年に同国の格付見通しをネガティブに変更したフィッチは、政府保証債務が近年急増していることや、IMDBによる政府保証なしでの多額の外貨建て資金調達など政府の偶発債務が増加していることを問題視しました。今回のIMDBを巡る動きは、同社が表明していた懸念を幅広い投資家が共有する機会になったとみられます。上記の懸念を受けて、同国の信用保証料(CDSプレミアム)は上昇しています(図12左)。

また、昨年9月よりリング相場が急落する中、中央銀行(BNM)は市場介入で通貨防衛を図り、外貨準備を取崩しました。同準備は12月末時点で1,160億ドルと4ヵ月間で183億ドル減少し、9月時点の短期対外債務1,112億ドルとほぼ同額に(図12右)。同債務の2.0倍に上っていた2009年末当時に比べ、対外ショックへの緩衝材としての機能は低下したと言わざるを得ません。昨年9月以降に海外投資家が抱いた財政や経常収支悪化の懸念の一部が誤解に基づく誇張されたものであったことは否定できないものの、原油安に伴うLNG輸出価格の低下などを通じて、今後同国の経常収支が悪化するとみられることも事実です。経常収支悪化の懸念、政府投資公社の財務悪化を巡る不安などが残る中で、リング相場の上値は当面重くなる可能性が高いと考えられます。(入村)

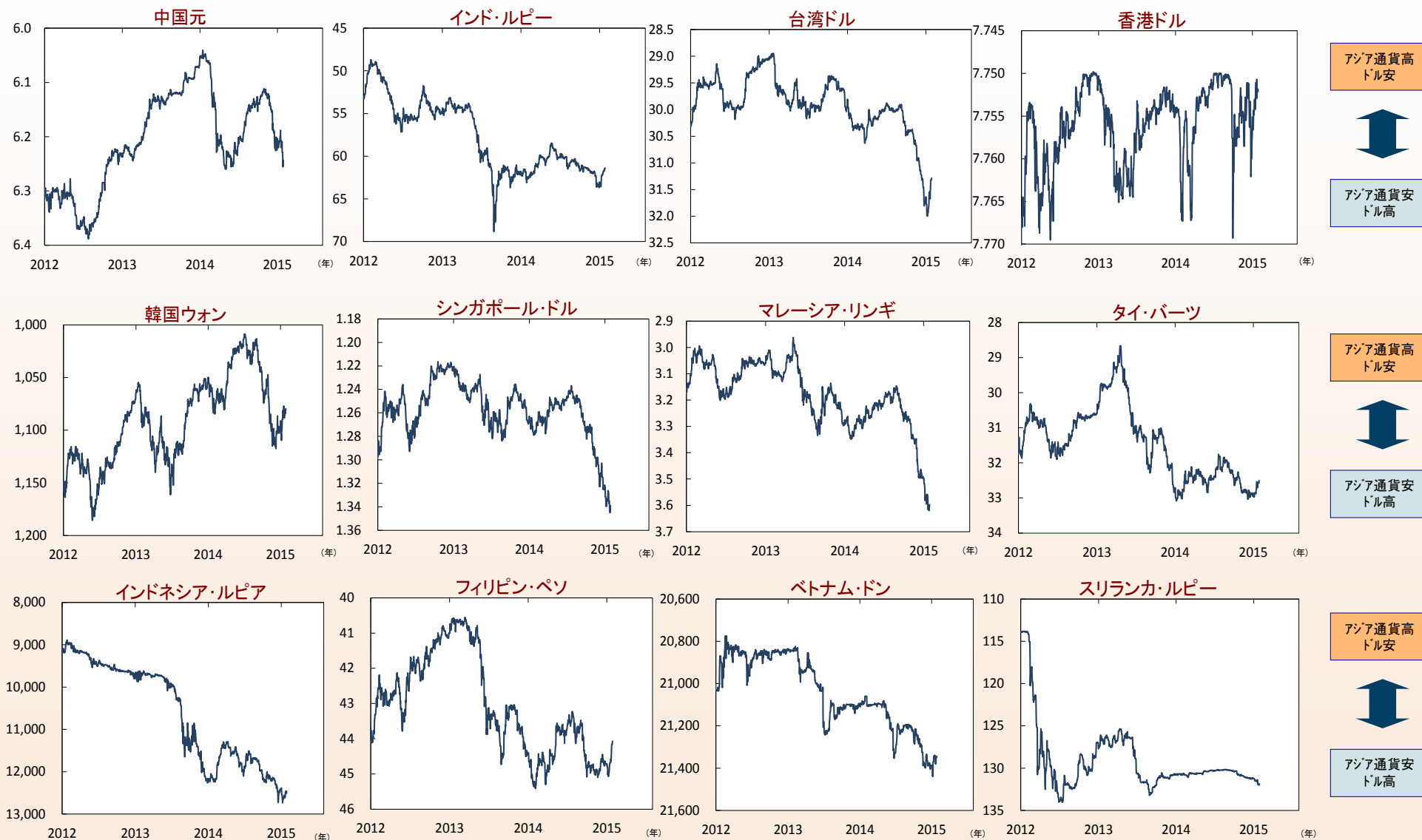
【図11】昨年9-11月には、リング建て国債投資資本の流出が加速(右)



【図12】短期対外債務とほぼ同額にまで低下した外貨準備残高(右)

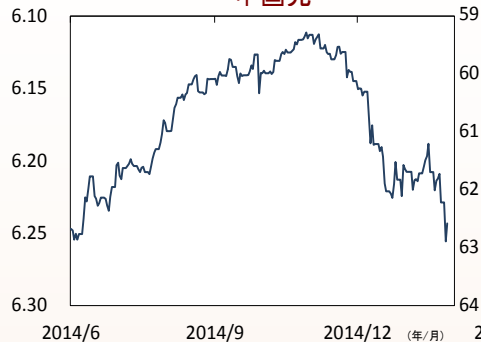


【アジア・マーケット・ウォッチ】アジア通貨の対ドル相場(1)過去3年間



【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

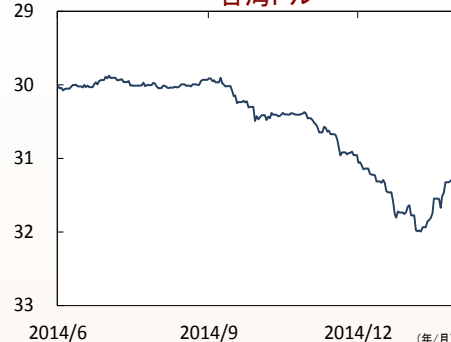
中国元



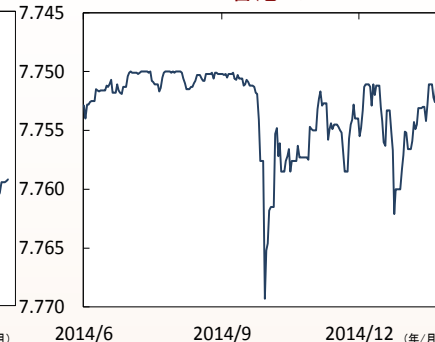
インド・ルピー



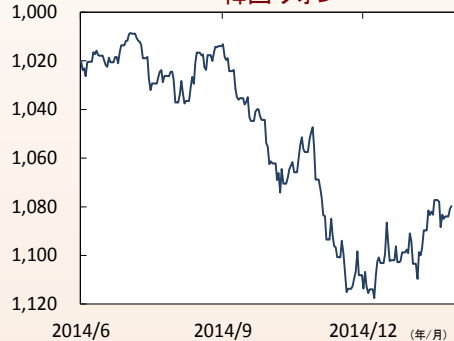
台湾ドル



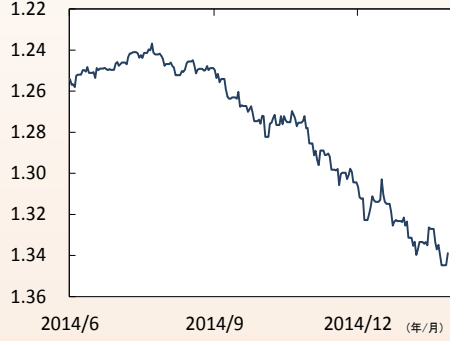
香港ドル

アジア通貨高
ドル安アジア通貨安
ドル高

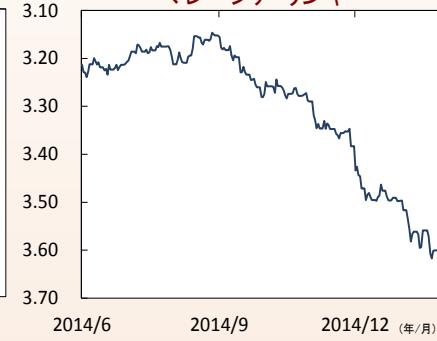
韓国ウォン



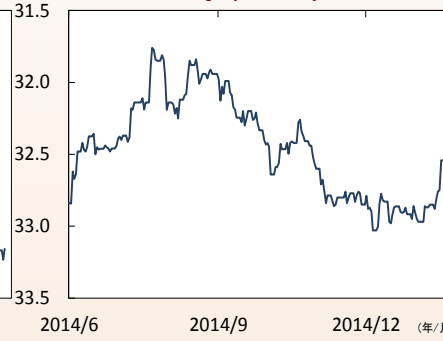
シンガポール・ドル



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

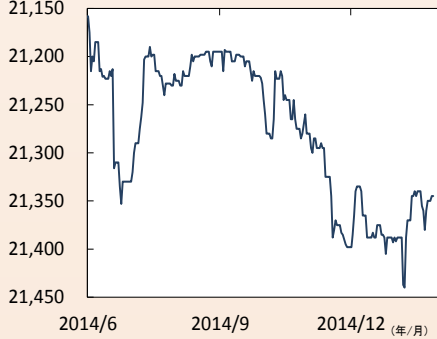
インドネシア・ルピア



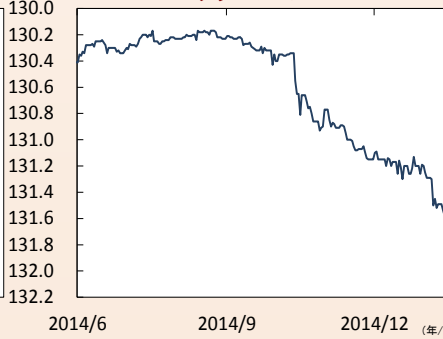
フィリピン・ペソ



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1月27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1月28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。