

【マレーシア】徐々に明らかになる新政権の財政政策～政権交代後のリング相場を考える1ページ
【エマージング・マーケット・ウォッチ】7ページ

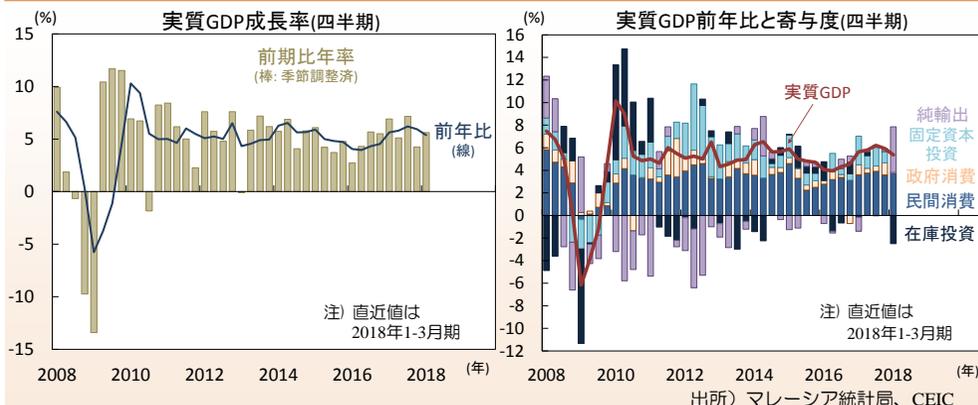
【マレーシア】徐々に明らかになる新政権の財政政策～政権交代後のリング相場を考える*

● 新政権が「前政権下で発生した多額の政府債務」を公表

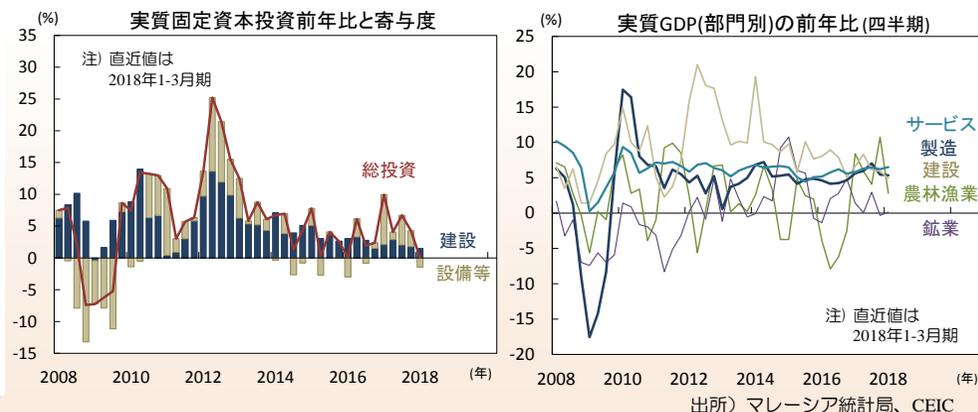
マレーシア・リング相場が堅調です。同通貨は年初より対米ドルで+1.8%上昇するなど、世界的な新興国からの資本流出や予想外の政権交代に伴う不透明感にもかかわらず底堅く推移。新政権による巧みな初期動作が、建国後初の政権交代による不安感に伴うパニック売りを抑え込みました。一方、新首相が「前政権が作った多額の政府債務」が判明したと発言する一方、新政権は選挙公約に基づく減税や歳出拡大措置に着手するなど、財政悪化と信用力低下に関わる懸念は拭えません。新政権の下、リングは今後も底堅く推移するのか。本稿では、上記の政府債務問題や新政権の政策による財政悪化の可能性について分析し(1-3頁)、景気物価状況(3-5頁)と金融政策動向を概観した上で(5-6頁)、今後のリング相場の動向について考察します(6頁)。

首相就任より12日後の5月21日、マハティール首相はマレーシア政府の負う債務は約1兆リングと、従来公表されていた6,868億リングを大きく上回ることが判明したと発言。新政権が前政権による財政統計の粉飾の事実を公表して始まった2009年のギリシャ債務危機の連想も浮上し、海外投資家の間に動揺が広がりました。ナジブ前首相は、上記の公表を「金融市場をいたずらに動揺させ、格付会社や投資家の信認を損ねるもの」と非難。これに対して、リム財務相は、5月24日に1兆リングの負債の内訳を公表し、新政権は「黒いものを黒いと言っただけ」であると反論しました。財務相の声明によれば、2017年末時点の政府債務の6,868億リング(GDP比50.8%)に加え、政府の保証債務のうち保証履行の可能性が高いもの(保証先の債務返済能力の低いもの)が1,991億リング、官民連携型(PPP)の開発計画に対する政府のリース支払い債務2,014億リングが存在。これを合計すると1兆873億リング(GDP比80.3%)となります(図3左)。同声明は、多額の政府債務という厳しい現実を直視しその解決に向けて断固として取組めば、財政状況を改善することが可能になるであろうと訴えました。

【図1】民間消費は底堅く拡大したものの、固定資本投資が急減速(右)



【図2】サービス部門は堅調に拡大した一方、建設や農林漁業が鈍化(右)



● 債務増加は誇張であり、ギリシャ債務危機の再現は杞憂か

もっとも、前述の新政権による政府債務の定義が広すぎるのも事実です。一般的な財政統計では、保証債務は偶発債務として認識され、政府の直接債務には含まれません。政府は従来より保証債務の残高を公表しており(図3右)、今回新たな債務が発見されたわけではありません。新政権は、政府債務の定義を拡大することによって、前政権が多額の隠れ債務を負っていたかのような印象を与えたものとみられます。

「多額の政府債務の存在が明らかに」との報道を受けて、投資家の間には政府の格付け(長期・外貨: A3/A-)の引下げへの懸念も浮上。しかし、格付会社が従来よりその存在を知る偶発債務を理由に格下げを行うとは考えられません。もし、今後格下げがあるとすれば、それは新政権の拡張的な財政政策が財政収支や財政構造を悪化させた場合に起こるでしょう。後述するとおり、新政権の公約は財サービスタックス(GST)の廃止や燃料補助金の復活など、歳入の減少や歳出の増加を伴うものを含みます(図4)。新政権による唐突な政府債務定義の拡大は、今後起こりうる格下げや、財政悪化を防ぐために行われるであろう歳出削減等に伴う痛みは「前政権による債務拡大のせい」という印象を有権者に与えるための戦術である可能性も否定できないと考えられます。

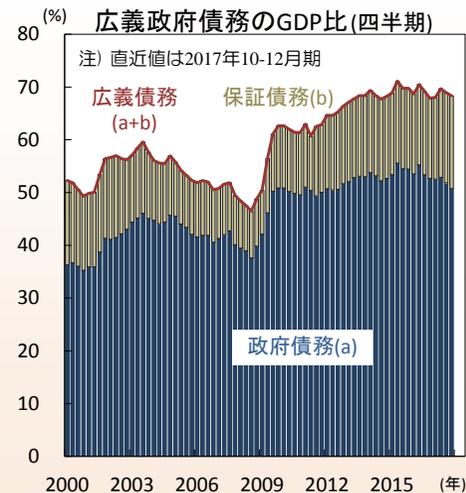
● 懸念すべきは、新政権の財政政策による信用力の悪化

新政権による財政措置に伴う財政構造悪化の懸念は拭えません。5月16日、政府は選挙公約に従って財サービスタックス(GST)の廃止に着手。法律を改正しGSTの税率を従来の6%より6月1日以降0%とする方針を公表しました。GSTによる歳入減少を補うために復活する売上・サービス税(SST)は、9月より導入されるものの(5月30日に公表)、実際の徴税は11月以降となる見込みです。政府の試算では、税制変更による歳入の減少は170億リンギ(GDP比1.2%)。GSTが供給網の中で付加価値が発生する毎に課税を行うのに対し、SSTは生産と流通の一時点のみで課税。このため、前者の方が課税基盤が広く安定的な税収を生みます。GST導入前のSSTによる年間の歳入はGDPの約1.5%に対してGSTは3%前後でした(図5左)。税制変更に伴って家計の消費行動も変化するとみられ、上記政府試算による減収幅はGDP比1.4%まで拡大する可能性があります。

政府は、燃料の小売価格(図6右)に関して、今年末までガソリン(RON95)を1リッター2.2リンギ、軽油を同2.18リンギに固定し、プレミアム・ガソリン(RON97)は市場価格連動を再開すると公表。政府試算による補助金の増加額は30億リンギ(同0.2%)であるものの、現状の原油価格が続けば歳出増加額は同0.4%程度まで拡大するとみられます。

【図3】「前政権の作った隠れ債務」ではなく、単なる債務定義の拡大(左)

債務内訳	債務額 (億リンギ)	GDP比 (%)
(1) 政府債務	6,868	50.8
(2) 政府保証債務	1,991	14.7
Danainfra Nasional Bhd	422	3.1
Govco Holdings Bhd	88	0.7
Prasanara Malaysia Bhd	266	2.0
Malaysia Rail-link Bhd	145	1.1
1MDB	380	2.8
その他	690	5.1
(3) PPP向けリース債務	2,014	14.9
総合計	10,873	80.3



出所) マレーシア財務省、バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)、CEIC

【図4】新政権の公約には歳出拡大や減税など財政赤字拡大要因が多数

希望同盟(PH)による選挙公約の概要

就任100日以内に実現	就任5年以内に実現(主要項目)
財サービスタックス(GST)の廃止等生活費の抑制	政治行政制度の改革
燃料補助金の復活(燃料小売価格の抑制)	最低賃金を漸進的に月1,500リンギまで引上げ
大規模農場(FELDA開発)移住者の債務免除	低所得家計向け現金支給(BR1M)の継続
専業主婦向け従業員積立基金(EPF)の設立	公立大学の学費の免除
最低賃金の引上げと地域差の是正	外国人労働者数の制限
低所得者による学生ローン返済の猶予	通貨リンギの安定化
汚職疑惑に関する調査委員会の設立	有料道路運営権の見直し
サバ・サラワク州との合意(1963年)につき協議する特別委員会の設立	小型車輸入関税の引下げ
低所得家計の民間医療費補助制度の導入	首相府予算の削減
外国資本による大型開発計画の見直し	開発予算の半分を低所得州に配分
	低所得層向け住宅を10年間で100万戸供給

出所) 希望同盟(PH) “Baku Harapan: Rebuilding our Nation Fulfilling our Hopes”

● 今年の財政赤字は小幅拡大でも、財政構造悪化が懸念

GST廃止に伴う歳入減少と燃料補助金歳出の増加による財政赤字の拡大を相殺するため、政府は、石油関連歳入や国有企業の配当の増進による歳入強化(104億リング、GDP比0.7%)や、開発プロジェクトの見直しと縮小による資本歳出の削減(100億リング、同0.7%)を行う方針です。ブレント原油価格は5月末時点で1バレル77.59ドルと、前政権による予算案前提の同52ドルを大きく超過。上記の歳入強化が達成される可能性は高いでしょう。政府は既に前政権の始めた大型インフラ開発を凍結する方針を公表。景気の下押しというコストを払いつつ、上記の歳出削減も実施されるとみられます。

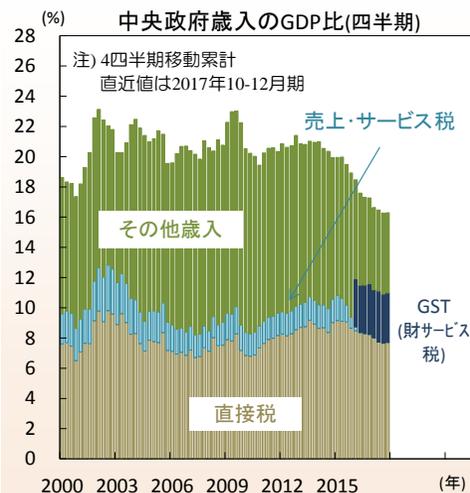
政府の試算によれば、今年度の財政赤字は401億リングでGDP比は2.8%と前政権の予算案と同水準(図5右)。しかし、前述した通りにGST廃止による歳入不足額の上振れと燃料補助金に伴う歳出増加額の上振れが生じた場合、赤字は同3.1%前後まで拡大する見込みです(図5右)。この程度の財政赤字の拡大であれば、信用力の低下に伴う格下げを懸念することは不要と思われます。もっとも、一連の措置が財政構造を悪化させるのも事実です。課税基盤の広いGSTを廃止し、変動の大きい石油関連収入への依存度を高めたことにより、前政権が強化した財政構造は再び不安定なものとなりました。

● 格付け会社は見通しをネガティブに変更し様子見か

また、今回固定した燃料の小売価格を今後引上げることが政治的に可能かは疑問です。今後も国際燃料価格の上昇が続けば、補助金歳出は拡大を続けることになるでしょう。大手格付け会社は、同国格付けを直ちに引下げはしないものの、格付け見通しを「ネガティブ」に変更した上で、現政権が来年度以降に歳入強化や歳出の削減を行って財政を安定化させられるのかを見極めようとする可能性が高いと考えられます。

足元では、景気の勢いがやや鈍化。5月17日公表の1-3月期の実質GDPは前年比+5.4%と前期の+5.9%より減速し、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+5.6%を下回りました。一方、季節調整済みの前期比年率は+5.6%と前期の+4.2%より加速しました(図1左)。需要側では、民間消費が好調な一方、固定資本投資や政府消費が急減し、内需(在庫投資を除く)の寄与度は+3.8%ポイント(pt)と前期の+5.7%ptを下回り、在庫投資も▲2.5%ptと前期の+0.1%ptより反落。成長鈍化を和らげたのは、総輸入の低迷に伴う純輸出の寄与度の改善でした(図1右)。民間消費は前年比+6.9%と前期の+7.0%よりやや鈍化しつつ好調。雇用所得状況の改善(図7)や家計向け融資の伸び等に加え(図8左)、総選挙前の2月に前政権が実施した低所得家計向けの現金給付(BRIM給付)などが背景とみられます。

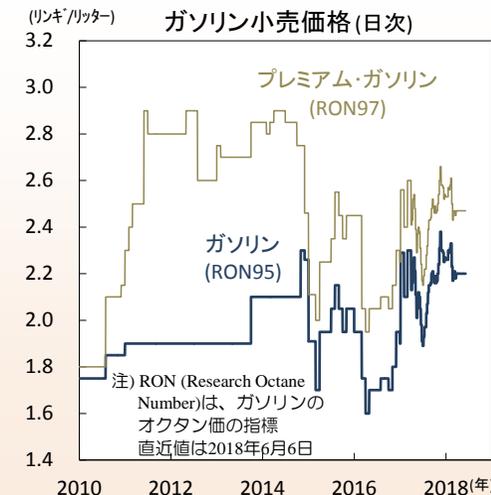
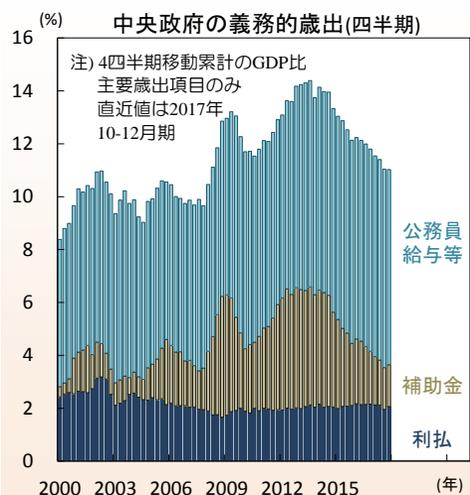
【図5】新政権の政策によって財政赤字のGDP比は3.1%程度まで拡大か(右)



中央政府予算(年度: 1月~12月)						
年度	2015	2016	2017	2018	2018	2018
単位: 億リング	実績	実績	改定見込	前政権	新政権	当社予想
総歳入(a)	2,191	2,124	2,253	2,399	2,333	2,310
税金	1,654	1,693	1,802	1,916	1,800	1,777
内)石油関連	116	84	109	114	168	168
総歳出(b)	2,563	2,508	2,652	2,797	2,734	2,764
経常歳出	2,170	2,102	2,199	2,343	2,380	2,410
内)利払い	243	265	289	309	—	—
内)補助金	273	246	231	265	295	325
資本歳出	393	406	453	454	354	354
財政収支(a-b)	-372	-384	-399	-398	-401	-454
GDP比: %						
総歳入(a)	18.9	17.3	16.8	16.6	16.1	16.0
税金	14.3	13.8	13.4	13.2	12.4	12.3
内)石油関連	1.0	0.7	0.8	0.8	1.2	1.2
総歳出(b)	22.1	20.4	19.7	19.3	18.9	19.1
経常歳出	18.7	17.1	16.4	16.2	16.5	16.7
内)利払い	2.1	2.2	2.1	2.1	—	—
内)補助金	2.4	2.0	1.7	1.8	2.0	2.3
資本歳出	3.4	3.3	3.4	3.1	2.4	2.4
財政収支(a-b)	-3.2	-3.1	-3.0	-2.8	-2.8	-3.1

出所) バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)、マレーシア財務省、CEIC

【図6】前政権が削減した補助金支出(左)、据置かれる燃料小売価格(右)



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

● 民間消費が堅調な一方で固定資本投資は鈍化

1-3月期の実質政府消費は同+0.4%と前期の+6.8%より減速。主に前年同期の急伸(季節調整済の前期比年率は+57.6%)からの反動(ベース効果)によります。固定資本投資は同+0.1%と前期の+4.3%より鈍化。主体別では公的投資が同▲1.0%と前期の▲1.4%より下げ幅を縮めた一方で、民間投資が同+0.5%と前期の+9.2%より急減速。前年同期の急加速からの反動(ベース効果)が生じたことに加え、総選挙の時期が近づき政治的な不透明感が高まる中で新規投資が手控えられた影響もあったとみられます。分野別では建設投資が+2.8%と前期の+3.3%より鈍化し、設備投資が▲3.6%と前期の+8.3%より反落しました。外需では、総輸出が同+3.7%と前期の+6.7%より鈍化し、総輸入も同▲2.0%と前期の+7.3%より反落。工業製品輸出の減速に伴って中間財の輸入が低下したことに加え、投資の減速を背景に資本財の輸入も鈍化しました。この結果、純輸出の寄与度は+4.0ポイント(pt)と前期の+0.2ptより押し上げ幅が拡大しました(図1右)。

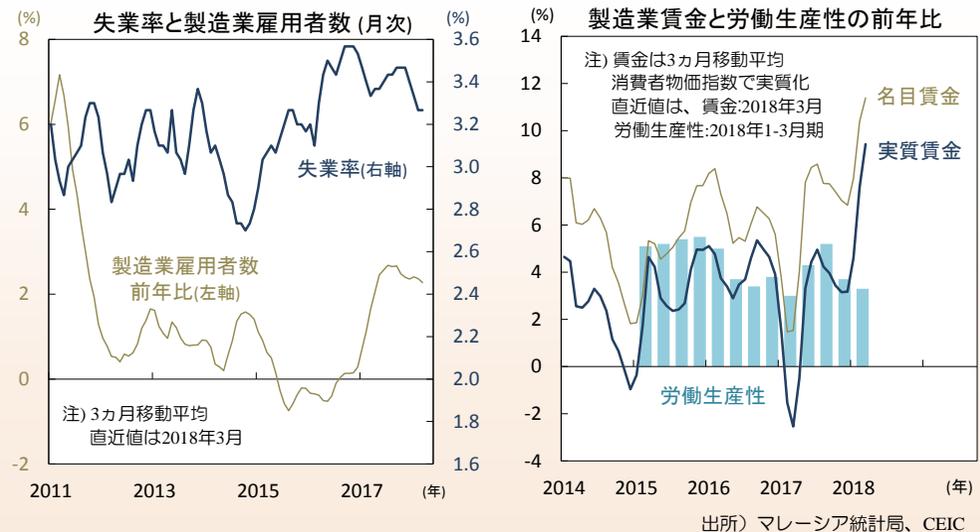
生産側では、好調な家計消費を背景にサービス部門が加速し、底堅い輸出の伸び等を背景に製造業も堅調に拡大したものの、住宅関連等の建設投資の減速から建設業が鈍化し、主要農産物の生産の鈍化に伴って農林漁業も減速しました(図2右)。

● 底堅く拡大する製造業と加速するサービス部門

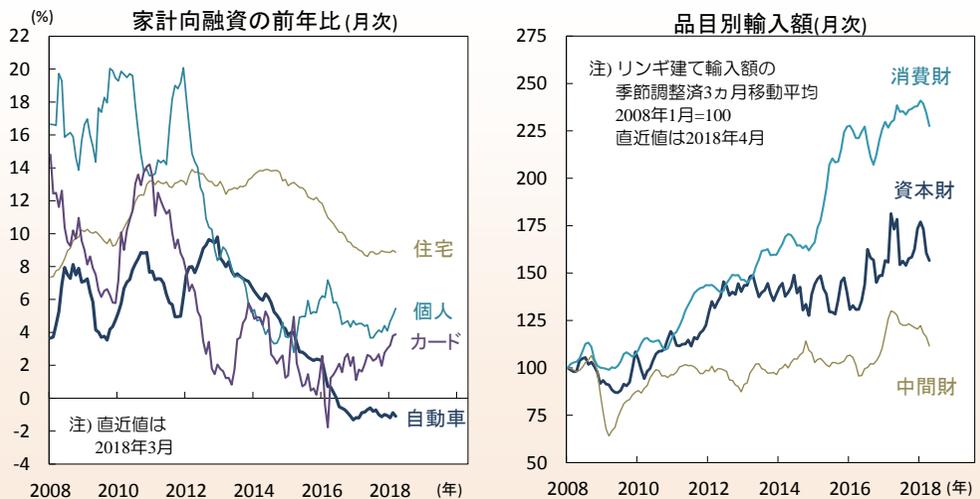
農林漁業は同+2.8%と前期の+10.7%より鈍化しました。油やしが同+12.5%と前期の+24.4%を下回り、天然ゴムも同▲28.5%と前期の▲2.8%より下げ幅が拡大。国際ゴム価格の低迷に対処するための輸出制限が背景です。鉱業は同+0.1%と前期の▲0.3%より反発。原油生産が回復しました。製造業は同+5.4%と前期と同率でした。運輸機器や加工食品など内需関連部門が鈍化した一方、底堅い外需を背景に電器・電子が同+6.1%と前期の+5.7%より加速。原油生産の回復とともに石油・化学・ゴム等も加速し、土木建設の伸びを受けて金属製品など建材関連も加速しました。建設業は同+4.9%と前期の+5.9%より鈍化。運輸や石油化学や発電関連の土木建設が好調であったものの、住宅や商業施設の建設が鈍化。住宅販売の不振や商業施設の過剰供給などが背景です。

サービス部門は同+6.5%と前期の+6.2%より加速。輸出入の減速に伴って運輸・倉庫等が+5.7%と前期の+6.0%より鈍化したものの、好調な家計消費を背景に卸売・小売は同+7.7%と前期の+7.8%とほぼ同水準の堅調な伸びとなり、金融も同+6.8%と前期の+5.0%より力強く加速。家計向け融資の堅調な伸び等が背景です(図8左)。通信も同+8.3%と前期の+8.1%より伸張。データ通信サービス需要が伸びた影響とみられます。

【図7】 低下する失業率(左)、上昇する製造業の賃金伸び率(右)



【図8】 家計向け融資の伸びが加速(左)、資本財の輸入は鈍化(右)



出所) バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)、マレーシア統計局、CEIC

● 好調な消費と冴えない投資という構図が今後も継続か

今後も、恵まれた雇用所得環境の下で家計消費が伸びる一方、固定資本投資は勢いを欠くとみられます。4-6月期の景気は、選挙関連支出による消費に支えられるでしょう。今年後半には、(a)新政権によるGSTの事実上の撤廃、(b)燃料補助金の部分的な復活による燃料価格の抑制、(c)最低賃金の引上げなどが、家計の購買力を押し上げ民間消費の伸びを支えとみられます。一方、資本財輸入の鈍化が示唆するとおり(図8右)、固定資本投資は今後も勢いを欠く見込みです。また、予想外の政権交代に伴う不透明感も、企業の投資意欲を減じると考えられます。加えて、新政権による大型インフラ投資の見直しも建設投資を下押しするでしょう。乗数効果を考慮すると、投資の下押しは減税や燃料価格の押下げによる消費の押し上げをほぼ相殺すると考えられます。今年通年の成長率は+5.5%前後と好調であった昨年の+5.9%より鈍化すると予想されます。

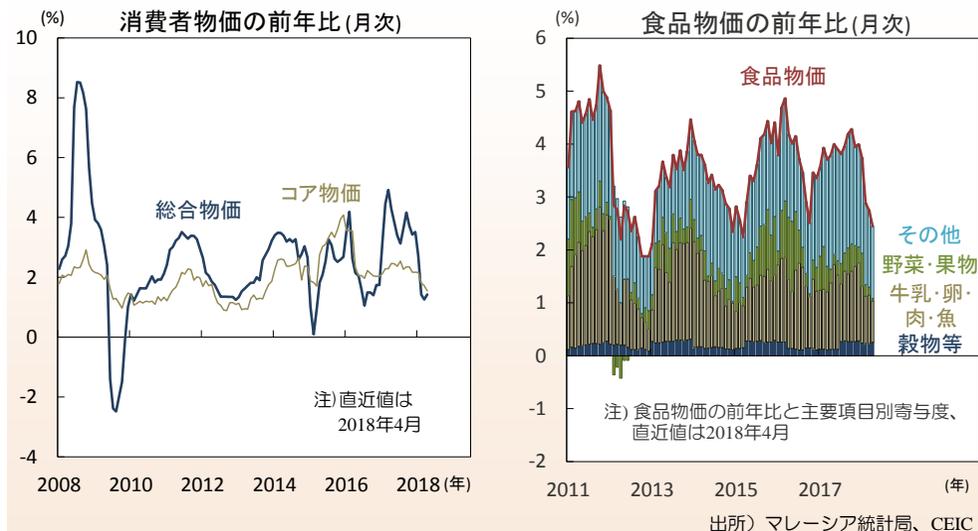
足元の物価は落ち着いています。5月23日公表の4月の総合消費者物価は前年比+1.4%と前月の+1.3%より上昇しつつ(図9左)、市場予想の+1.6%に届かず。食品が+2.6%と前月の+2.8%より鈍化し(図9右)、総合物価を押下げました。野菜が同▲0.5%と前月の+0.9%より反落し、肉、魚、卵、乳製品等高タンパク食品の伸びが鈍化した影響です。

● 落ち着いた物価の下で政策金利を据置く中央銀行

運輸燃料は前年比▲0.3%と前月の▲3.7%より下げ幅を縮めつつ3か月連続のマイナスとなりました。食品と燃料を除くコア物価は同+1.5%と前月の+1.7%より低下。衣類・履物が同▲0.8%と前月の▲0.7%より下げ幅を広げ、通信もマイナスの伸びが継続し、家具・内装の伸びも鈍化しました。今後は、GSTの廃止による物価の押下げや燃料価格の据置きもあり、物価は低位で安定するでしょう。GST廃止を6月初に控え、買い控えを避けるための6%値下げの動きが既に広まりつつあります。また、選挙前より据置かれているガソリン価格は今後も年末まで据置かれる予定です。今年通年の総合消費者物価の前年比は+2%前後と、昨年の+3.9%より大きく低下すると予想されます。

落ち着いた物価の下で、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。総選挙の翌日の5月10日、BNMは政策会合で政策金利を3.25%に維持することを決定。今年1月の利上げ(3%→3.25%)以降、金利の据置きは2回連続となります(図10左)。BNMの政策声明は、景気は民間部門の消費や投資と外需に支えられ、今後も拡大すると予測。総合物価の軌道は国際原油価格等に左右されるものの、堅調なリンギ相場による輸入物価の抑制もあり穏やかに推移するだろうとしました。

【図9】低位で推移する総合物価とコア物価(左)、鈍化する食品物価(右)



【図10】2回連続で政策金利を据置き(左)、底堅く推移するリンギ相場(右)



● 物価が低位で安定する中、来年半ばまで金利据置きか

現在の金融緩和の度合いについては、「低インフレ下での堅調な景気拡大を維持する政策スタンスと整合的」と、前回と同じ文言を使い、当面金利を据置くことを示唆しました。今回の声明は、総選挙や新政権による政策への影響には一切言及せず。マハティール氏が正式に首相に就任する直前の決定であったためとも考えられます。足元では、製造業の賃金が労働生産性を上回る速度で上昇し(図7右)、単位労働コストが上昇するなど、賃金上昇圧力の兆しも見られます。しかし、前述の通りGSTの廃止や燃料価格の据置きによって総合物価の伸びが抑えられる中で、期待インフレ率も抑制されるでしょう。新政権の政策による家計消費の押し上げは、投資計画見直しに伴う固定資本投資の下押しによって相殺され、景気も大きく加速しない見込みです。BNMは賃金動向を注視しつつ、今年から来年半ばにかけて政策金利を据置くことと予想されます。

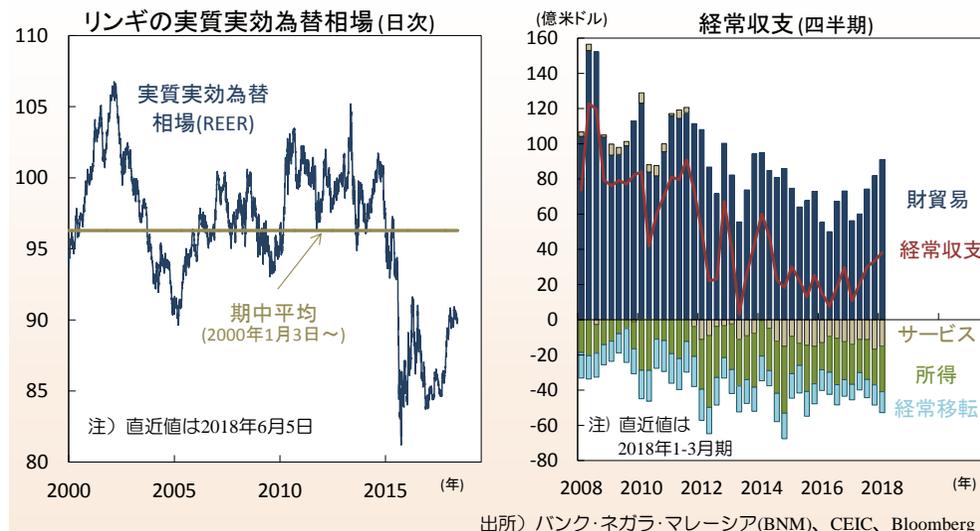
通貨リングは年初より6月6日にかけて対米ドルで+1.8%上昇と(図10右)主要アジア通貨ではタイ(+2.1%)と中国(+1.9%)に次ぐ上昇率。4月下旬以降の新興国からの資本流出や、5月上旬の予想外の政権交代に伴う不透明感にもかかわらず堅調に推移しました。新政権が投資家の動揺を抑えるべく素早く動いたことも、相場の安定に貢献しました。

● 強弱材料が混在する中で、リングは当面横ばいで推移か

5月9日水曜日の総選挙で誕生した新政権は、翌10-11日を休日とし金融市場を閉鎖。市場再開までの4日間に、前BNM総裁や元財務相など5名の有識者からなる賢人会議を組成し、主要な格付会社や海外投資家との対話を実施。不要な誤解や動揺をなくすべく努めました。また、ペナン州の首相として同州の経済発展に貢献した中国系のリム・グアンエン氏(民主行動党:DAP)を財務相に指名。同財務相は新政権の財政政策の概要を5月末に公表するなど、投資家の嫌う不透明感を払拭するべく素早く動いています。

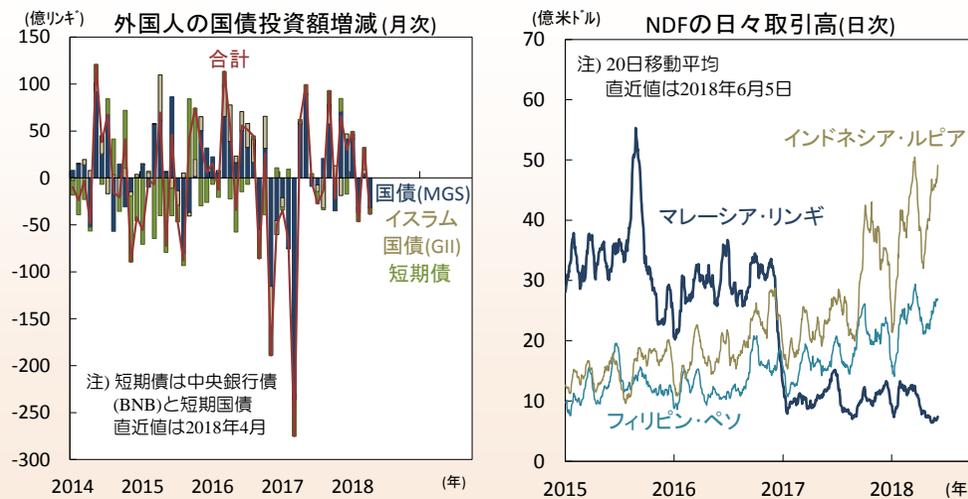
前述の通り、新政権の政策は財政構造を悪化させるとみられ、信用力を巡る懸念が通貨の重石となるでしょう。一方、割高感のない相場(図11左)、一次産品価格の上昇による交易条件の改善と拡大する経常黒字等が支援要因です(図11右)。リング建て国債を保有する外国人の多くが短期売買を行わない機関投資家であり、投資持高に過熱感もありません。低物価の下で相応に高い実質金利や当面の利上げの可能性の低さも、債券投資資本の流入を促すでしょう。当局の規制に伴って投機筋の好む海外為替先物(NDF)の流動性は落ち(図12右)、国内市場の流動性が改善。支援要因と制約要因が混在する中、リングは当面横ばいのレンジ内で推移すると予想されます。(入村)

【図11】割高感のないリング相場(左)、足元で拡大する経常黒字(右)



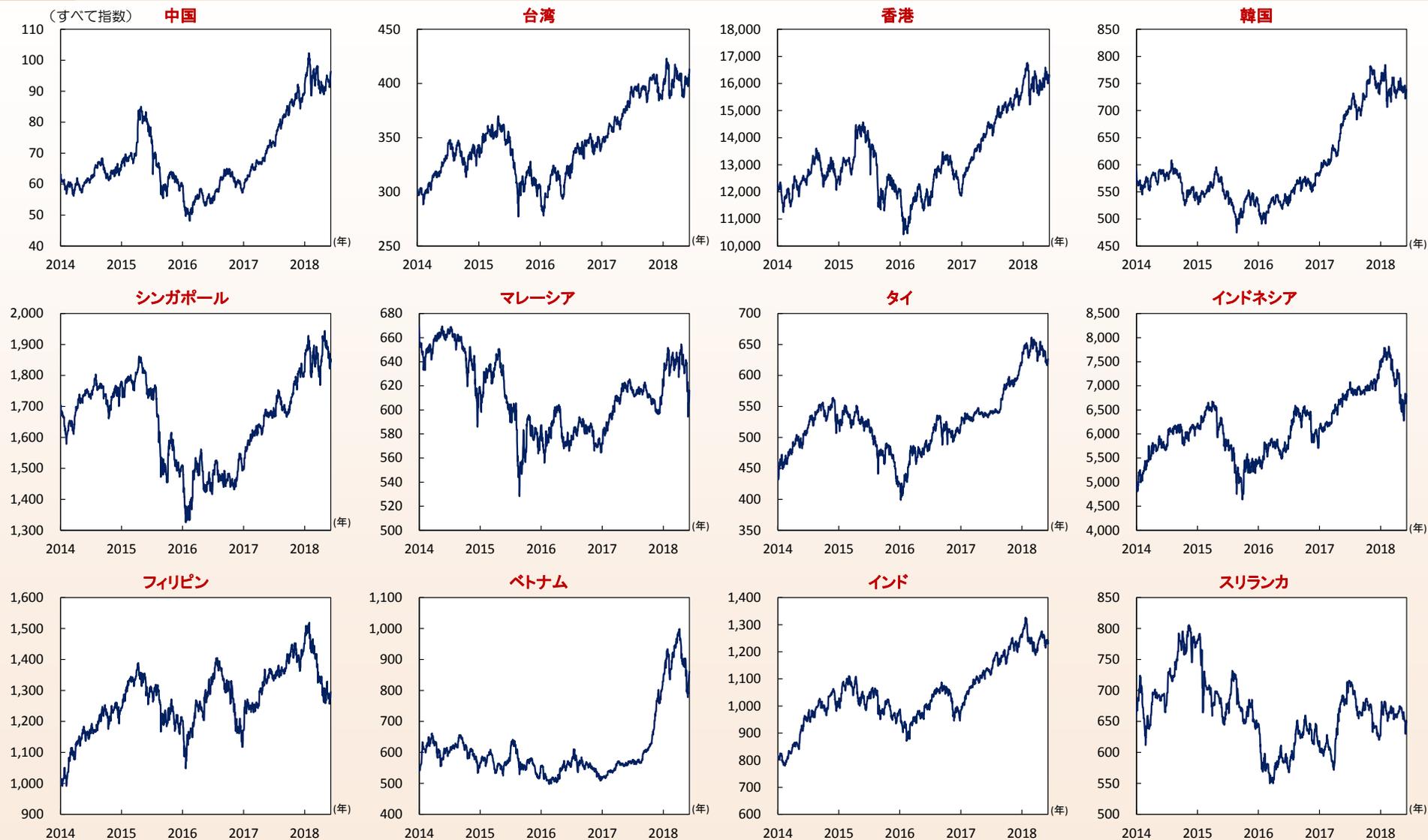
出所) バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)、CEIC、Bloomberg

【図12】過熱感なき債券投資資本(左)、海外先物市場の流動性は低下(右)



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

【アジア・マーケット・ウォッチ】(1) 株価

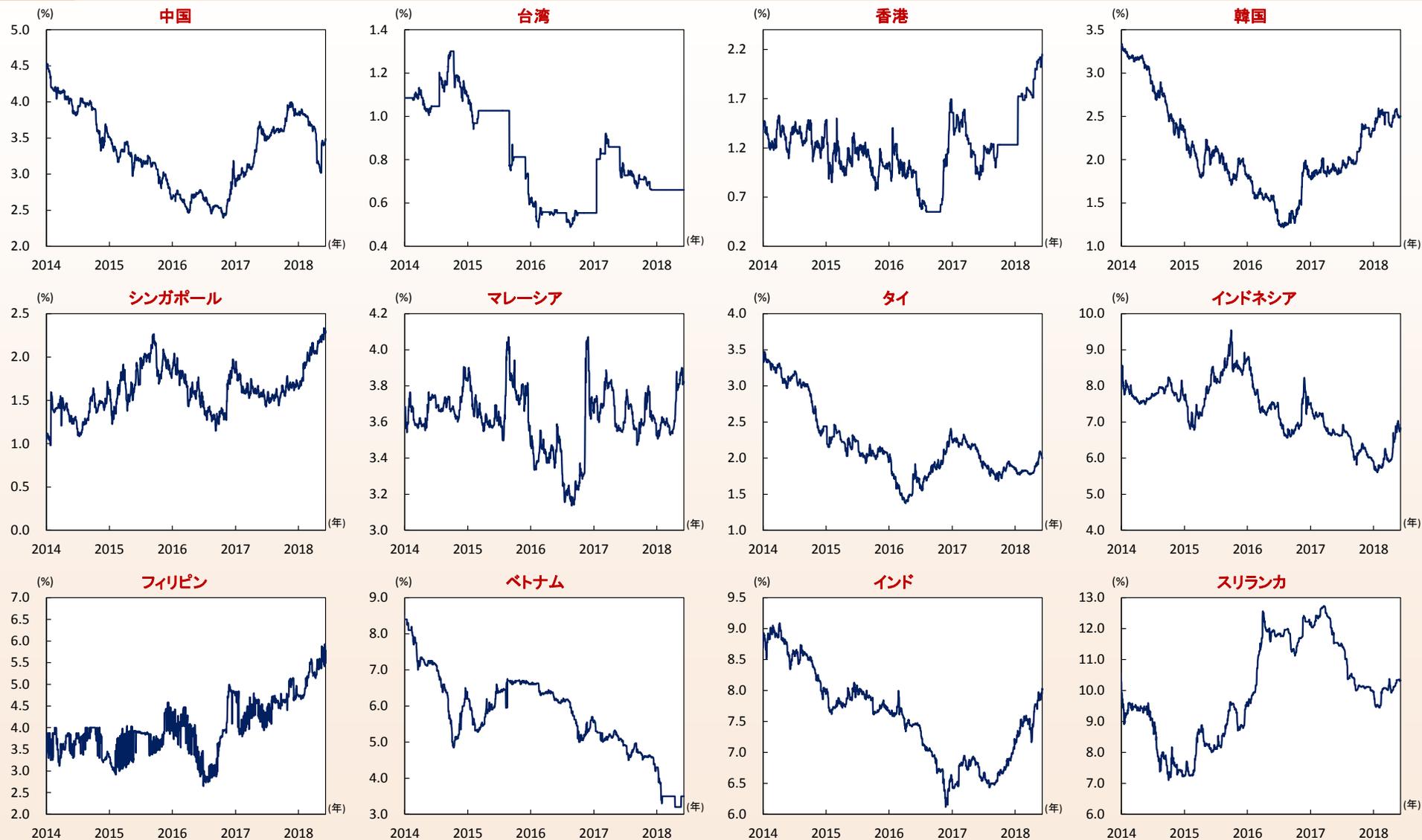


注1) 直近値は、2018年6月6日。

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

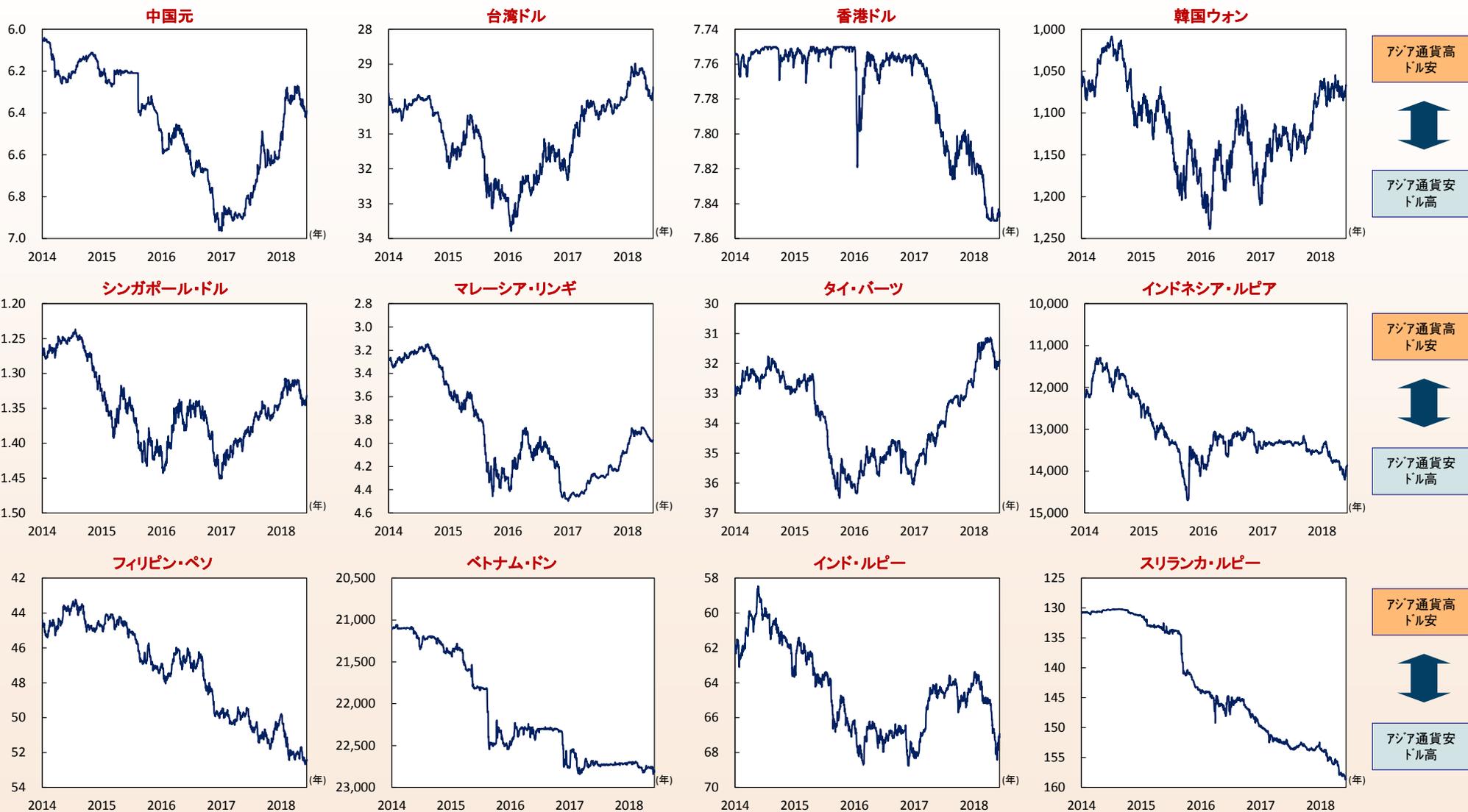
【アジア・マーケット・ウォッチ】(2) 自国通貨建国債利回り



注) すべて5年国債利回り、直近値は、2018年6月6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、2018年6月6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: 2018年6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 オールカントリー・ワールド インデックス、MSCI エモフィア・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