

【マレーシア】鈍化する景気とくすぶる財政悪化懸念、やや軟調なリング相場…………… 1ページ
【アジア・マーケット・ウォッチ】…………… 7ページ

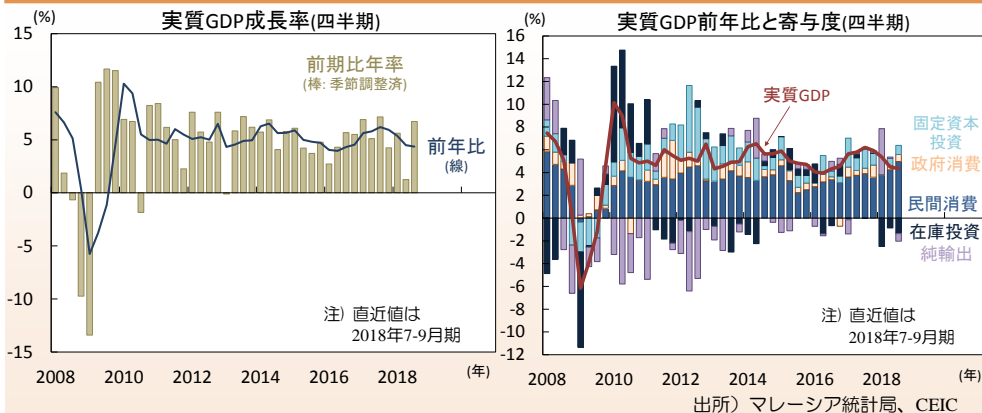
【マレーシア】鈍化する景気とくすぶる財政悪化懸念、やや軟調なリング相場*

● 天然ガスや油ヤシ生産の落込みが景気を下押し

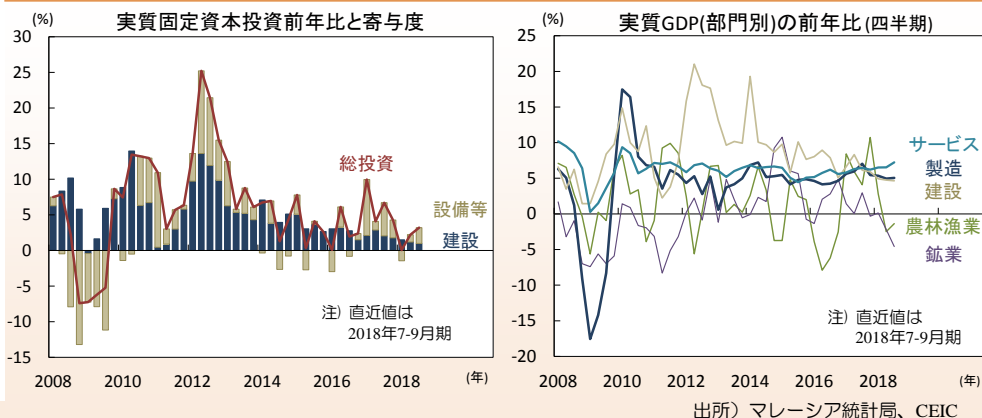
マレーシア・リング相場が軟調です。同通貨は11月初からの新興国通貨上昇の流れに乗り遅れ、台湾ドルに並ぶ低い騰落率。原油安による経常収支の悪化や財政悪化の懸念などが背景です。また、足元の景気鈍化に伴って、将来の金融緩和の可能性が意識されたことも相場の重しとなったとみられます。リング相場は今後も低迷するのか。本稿では同国経済と金融・財政政策の動向や通貨リング相場の方向性について考察します。まず、足元で低迷を始めた景気(1-3頁)と低位で推移する物価の状況(4頁)を概観し、今後の金融政策の方向性について分析(4-5頁)。次に、今年5月に誕生した新政権にとって初の予算となる2019年度予算案の内容に沿って今後の財政動向を探るとともに、リング相場の方向性について考察します。

11月16日、政府は7-9月期の実質GDPが前年比+4.4%と前期の+4.5%より減速し、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+4.6%を下回ったことを公表。季節調整済みの前期比年率は+6.7%と前期の+1.2%より加速しました(図1左)。需要側では、民間消費が力強く加速し固定資本投資も底堅く拡大したものの、供給側の要因から油ヤシ(パーム油)や液化天然ガス(LNG)等の生産と輸出が急減したため、純輸出の寄与度がマイナスに転じて成長率を下げました。内需(在庫投資を除く)の寄与度は+6.4ポイント(pt)と前期の+5.2ptより拡大したものの、純輸出が▲0.7ptと前期の+0.1ptより反落し、在庫投資が▲1.4ptと前期の▲0.9ptより下げ幅を広げました(図1右)。民間消費は前年比+9.0%と前期の+8.0%より加速しました。運輸機器や家具など耐久財の消費が伸張。新政権による財サービス税(GST)廃止の影響や、良好な雇用・所得環境が背景です。労働参加率が上昇するとともに失業率も上昇しているものの、雇用者数が底堅く拡大するなど雇用環境は良好です(図3左)。政府消費は同+5.2%と前期の+3.1%より上昇。公務員給与等が減速したものの、財サービス購入が加速しました。

【図1】民間消費が加速したものの、純輸出等の落込みが景気を下押し(右)



【図2】製造業とサービス部門が加速するも、農林漁業や鉱業が軟調(右)



● 低迷する公的投資と加速する民間投資

7-9月期の実質固定資本投資は前年比+3.2%と前期の+2.2%より加速。建設投資が同+1.8%と前期の+2.1%から鈍化したものの、設備投資が+5.9%と前期の+3.6%より加速。住宅投資の低迷が前者を下押ししたものの、民間部門の設備拡張投資が後者を押し上げました。部門別では、民間投資が同+6.9%と前期の+6.1%より加速する一方で、公的投資は▲5.5%と前期の▲9.8%より下げ幅を縮めつつ4期連続のマイナスに。国有企業による投資計画の一部が完成に近づき鈍化した影響とみられます。外需では、総輸出が同▲0.8%と前期の+2.0%より反落。電器・電子部門の輸出が加速したものの、パーム原油や天然ガスの落込み等(図3右)から一次産品輸出の伸びがマイナスとなり、精製燃料や運輸機器の伸びも鈍化しました。総輸入も同+0.1%と前期の+2.1%より鈍化。この結果、純輸出の寄与度は▲0.7ptと前期の+0.1ptより反落しました。

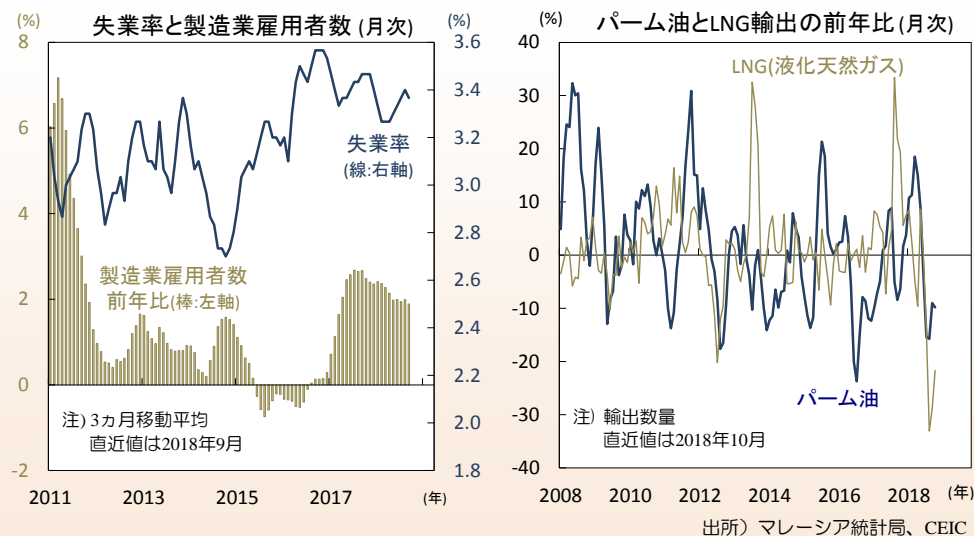
生産側では、好調な家計消費などを背景に製造業とサービス部門の生産が加速したものの、天然ガスや油ヤシなど特定品目の生産が供給要因から落込んだため、鉱業や農林漁業の伸びがマイナスとなりました(図2右)。GDP成長率の押し下げ幅(寄与度)は、鉱業(天然ガス等)は▲0.4pt、油ヤシが▲0.3ptに上りました。

● 農林漁業と鉱業生産の伸びがマイナスに

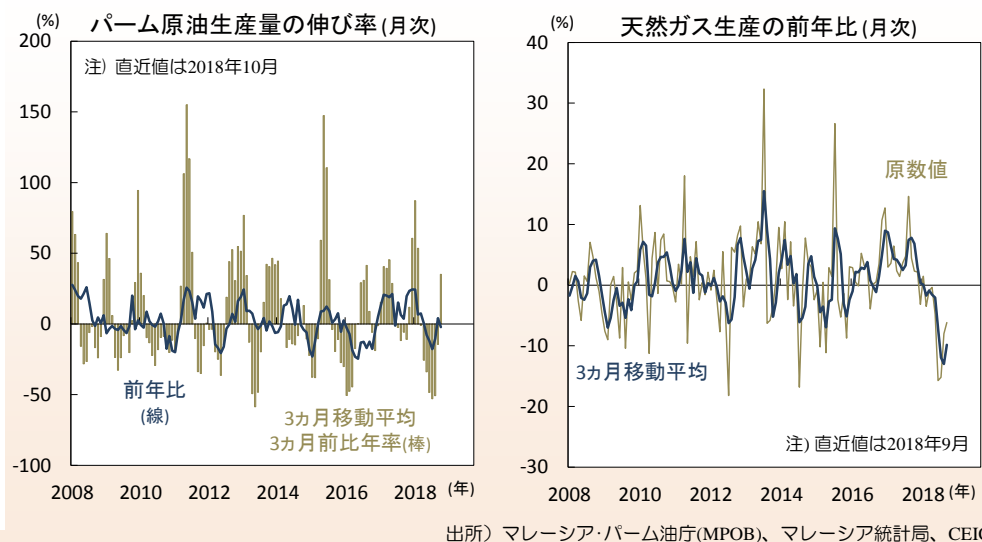
農林漁業生産は前年比▲1.4%と前期の▲2.5%より下げ幅を縮小しつつ2期連続のマイナスに。天然ゴムが▲0.2%と前期の▲20.0%より下げ幅を大きく縮小した一方で、油ヤシが▲8.0%と前期の▲6.0%より悪化。年初以降の洪水(マレー半島部)や水不足(サバ州)による樹木のストレスなどから7-8月の油ヤシとパーム油の生産がマイナスの伸びとなりました(図4左)。鉱業は同▲4.6%と前期の▲2.2%より下げ幅が拡大。東部パイプラインの修復や計画外生産停止の影響から天然ガス生産が落込みました(図4右)。

製造業は同+5.0%と前期の+4.9%より加速しました。電器・電子が+6.4%と前期の+6.2%より加速、運輸機器も+8.0%と前期の+6.5%より上昇し、家具等も+6.1%と前期の+4.1%より伸張。減税効果などから家計部門による耐久財消費が伸びたことや、電子・電器輸出が堅調であった影響です。一方、加工食品(パーム油等)は同+2.2%と前期の+4.2%より鈍化。油ヤシ生産の落込みの影響です。建設業は同+4.6%と前期の+4.7%よりやや鈍化しつつ、底堅く拡大しました。過剰在庫を抱える住宅部門が軟調であった一方(図5左)、土木建設が底堅く拡大。新政権は前政権の着手した大型投資計画の見直しに着手しているものの、進行中の運輸、石油化学、発電関連の建設が伸びました。

【図3】 堅調な雇用環境(左)、パーム油とLNG輸出の伸びが急減速(右)



【図4】 7-9月期にはパーム原油と天然ガスの生産が鈍化



● 今後は天然ガスと油ヤシ生産が回復も民間消費は鈍化か

7-9月期のサービス部門の生産は前年比+7.2%と前期の+6.5%より加速。好調な家計消費等を背景に小売が同+12.3%と前期の+8.1%より上昇しました、金融も+4.0%と前期の+2.2%より上昇し、保険も同+13.0%と前期の+13.1%に次ぎ堅調。GST廃止を受けて家計による輸送機器の購入が拡大し、自動車融資(図5右)や自動車保険等が伸びました。

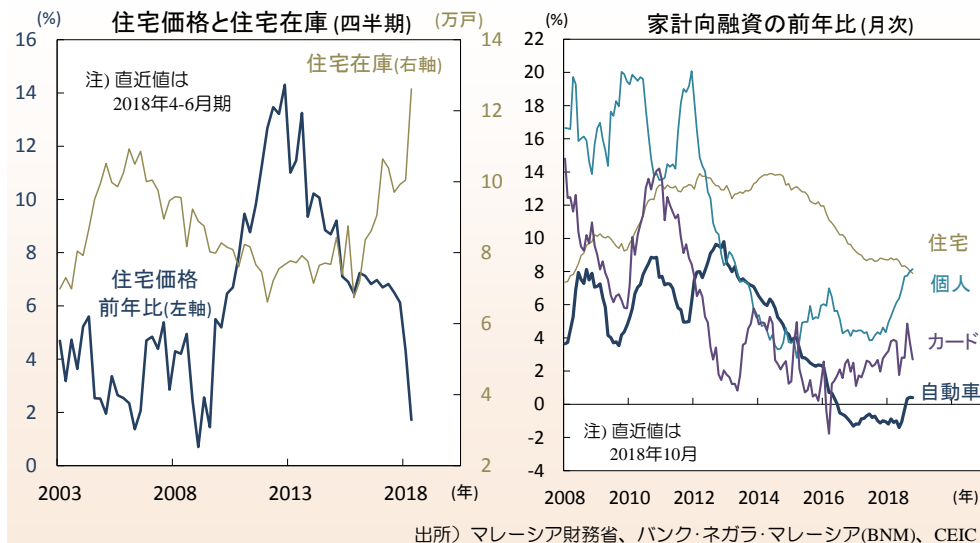
今後、生産側では、7-9月期に落ち込んだ農林漁業と鉱業が10-12月期より回復するでしょう。パイプラインの復旧が天然ガス生産を、樹木のストレスによる収穫量低迷の一巡が油ヤシ生産を回復させる見込みです。また、ジョホール州の大規模な精製・石油化学コンビナート(RAPID)が1-3月期に操業を始め、生産と輸出を押し上げるとみられます。需要側では、7-9月期に急伸した家計消費が減税期の消費先食いからの反動で鈍化するでしょう。新政権は6月に財サービス税(GST)を事実上廃止したものの、9月よりサービス売上税(SST)を復活させました。一方、政府は2019年度予算に基づき、370億リンギ(GDPの2.4%)相当の税還付を行う予定。こうした可処分所得支援策が、消費の落ち込みを和らげる見込みです。投資に関しては、政府が歳出の合理化を進める中で公的投資が低迷する一方、製造業を中心に民間投資が堅調に拡大するとみられます。

● 景気は鈍化しつつ+4%台半ばの拡大ペースを維持か

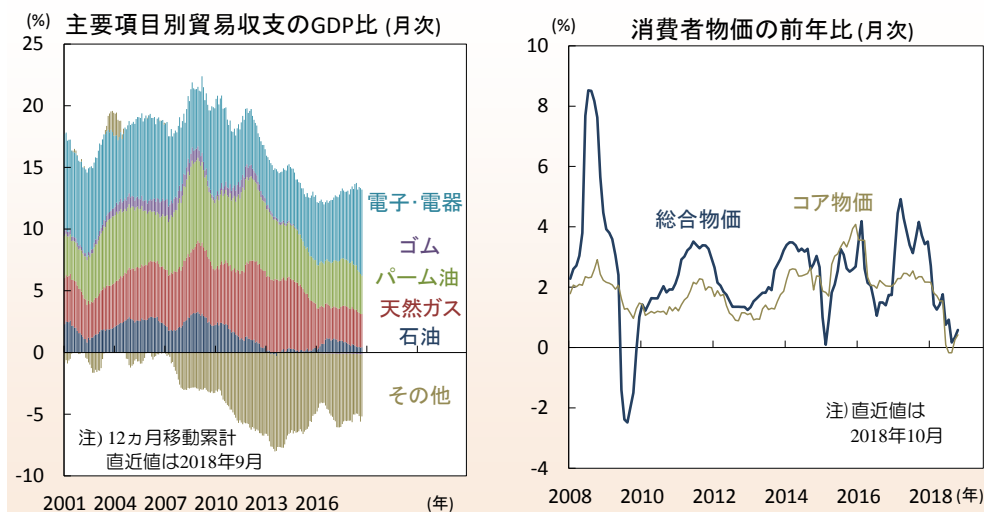
外需に関しては、国際的な半導体と投資回復サイクルの終焉が輸出の伸びを鈍化させる見込みです。米中貿易摩擦の影響も今後の輸出の重石となるでしょう。米国は来年初に中国からの輸入2,000億ドルに対する追加関税を10%から25%に引き上げる予定であったため(なお、12月初の米中首脳会談では当面90日間は引き上げを行わないことを決定)、米企業はこれに先立って輸入を加速し在庫を積上げている模様です。来年初以降はその反動が生じ、中国を含む電子部門供給網に組み込まれたマレーシアの輸出にも影響が及ぶとみられます。一方で、複数の多国籍企業が高付加価値の工業製品の生産拠点の一部を中国からマレーシア等の近隣諸国に移転することを検討中とみられるものの、こうした動きが早期に実現するかは不透明です。また、同国の石油の純輸出は、2008年当時のGDP比3.3%から足元では0.4%にまで低下しているものの、液化天然ガス(LNG)の純輸出は同2.7%と高水準(図6左)。LNG輸出の多く(主に日本向け)の価格は原油価格に連動しており、足元の原油安によって同国の交易条件は悪化しています。

今年通年の経済成長率は+4.7%前後と昨年との+5.9%を下回り、来年も+4.5%前後と緩やかに鈍化しつつ、底堅い景気の拡大が続くと予想されます。

【図5】増加する住宅在庫と低迷する住宅価格(左)、自動車融資が伸張(右)



【図6】高水準の天然ガス純輸出(左)、消費者物価は緩やかに底打ち(右)



● 物価は低位だが、間接税の再導入を受けて底打ち

新政権による財サービス税(GST)の廃止や主要燃料の小売価格の据置きを背景に、足元の物価は落ち着いているものの、売上サービス税(SST)の導入を受けて緩やかに上昇しています。10月の総合消費者物価は前年比+0.6%と前月の+0.3%より上昇。新政権によるGST廃止直前の5月に同+1.8%であった同物価は、8月に同+0.2%にまで低下した後に底を打ちました(図6右)。9月初のSST導入直後に物価が上昇しなかったのは、免税期(6-8月)に生産された在庫の販売が続いているためとみられます。財別の物価は、耐久財が同▲4.3%(前月:▲4.5%)、準耐久財が同▲3.4%(同:▲3.5%)と落込みが続く一方、サービスが同+1.7%と前月の+1.6%より上昇。SSTによる押し上げは後者で顕在化しています。

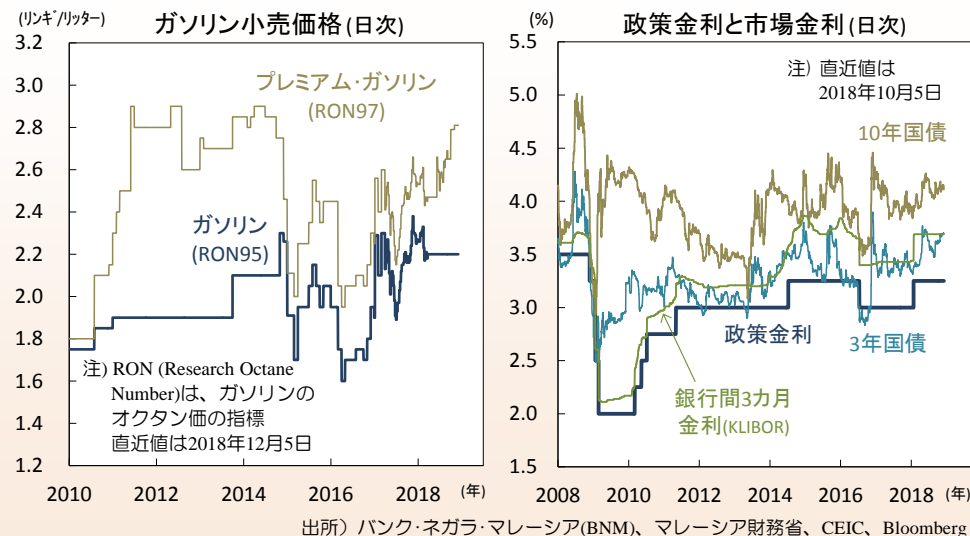
品目別では、食品が同+1.2%と前月の+0.5%より上昇。天候不順等の影響で野菜が同+3.0%と前月の▲1.2%より反発、前月比(季節調整前)は+3.8%と急伸しました。生鮮魚介類も同+1.9%と前月の+1.1%より上昇しました。また、燃料も同+1.8%と前月の+0.9%より加速。10月にプレミアム・ガソリン(RON97)の小売価格が1リッター2.65リングから2.79リングへと上げられた影響です(図7左)。なお、レギュラー・ガソリン(RON95)と軽油の価格は政府の燃料補助金によって年末まで据置かれる方針です。

● 来年の消費者物価上昇率は+2%台半ばまで回復の見込み

今後の物価上昇率は、財政措置に伴う増税や燃料小売価格の調整などに左右されるでしょう。年内には11月にタバコ税の引上げ、12月に電動バス料金(BRTサンウェイ線)の引下げが行われる予定。両者の影響は小さいでしょう。来年4-6月期には、政府が対象を限定した燃料補助金制度を導入するとともに、ガソリン(RON95)小売価格を引上げ。また、出国税や加糖飲料に対する砂糖税も導入します。消費者物価の前年比は、今年6月のGST廃止直後より低下しその後SSTの影響を織込みつつ緩やかに上昇した後、来春の燃料価格引上げにより押し上げられるでしょう。また、GST廃止に伴う物価押し下げ効果(高ベース効果)は来年6月よりはく落。以後は、今年6-8月の免税期間からの反動(前年低ベース効果)も物価を押し上げます。今年通年の消費者物価上昇率は+1%前後と昨年の+3.7%を下回り、来年は+2.5%前後と緩やかに上昇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)は政策金利を据置いています。11月8日、BNMの金融政策委員会(MPC)は政策金利を3.25%に維持。Bloomberg集計対象の18社全てが予想したとおりの決定でした。BNMは今年1月の利上げ(3%→3.25%)以降政策金利を維持。据置きは、今年3月以降5回連続となります(図7右)。

【図7】上昇するプレミアムガソリン価格(左)、据置かれる政策金利(右)



【図8】新政権の下で、2018-19年度の財政赤字のGDP比が拡大

中央政府予算(年度: 1月~12月)												
年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2018	2018	2019
単位: 億リング	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	原予算	改定(6月)	改定(11月)	予算案
総歳入(a)	1,597	1,854	2,079	2,134	2,206	2,191	2,124	2,204	2,399	2,333	2,365	2,618
税収	1,095	1,349	1,516	1,560	1,642	1,654	1,693	1,777	1,916	1,800	1,747	1,762
内)石油関連	187	277	339	298	270	116	84	118	114	168	168	181
石油探掘権料等	49	51	64	62	65	51	37	44	41	41	52	56
投資収益	346	340	367	353	338	328	214	216	246	296	369	595
総歳出(b)	2,029	2,279	2,499	2,520	2,580	2,563	2,508	2,607	2,797	2,733	2,898	3,139
経常歳出	1,516	1,826	2,055	2,113	2,196	2,170	2,102	2,177	2,343	2,329	2,355	2,599
内)利払い	156	177	195	208	226	243	265	279	309	309	309	330
内)補助金	231	363	441	433	397	273	247	224	265	295	281	223
資本歳出	513	453	443	407	385	393	406	430	454	409	543	540
財政収支(a-b)	-433	-425	-420	-386	-374	-372	-384	-403	-398	-400	-533	-521
GDP比: %												
総歳入(a)	19.4	20.3	21.4	20.9	19.9	18.9	17.3	16.3	16.6	16.1	16.5	17.1
税収	13.3	14.8	15.6	15.3	14.8	14.3	13.8	13.1	13.3	12.5	12.2	11.5
内)石油関連	2.3	3.0	3.5	2.9	2.4	1.0	0.7	0.9	0.8	1.2	1.2	1.2
石油探掘権料等	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
投資収益	4.2	3.7	3.8	3.5	3.1	2.8	1.7	1.6	1.7	2.0	2.6	3.9
総歳出(b)	24.7	25.0	25.7	24.7	23.3	22.1	20.4	19.3	19.4	18.9	20.2	20.5
経常歳出	18.5	20.0	21.2	20.7	19.8	18.7	17.1	16.1	16.2	16.1	16.5	17.0
内)利払い	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.1	2.2	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2
内)補助金	2.8	4.0	4.5	4.3	3.6	2.4	2.0	1.7	1.8	2.0	2.0	1.5
資本歳出	6.2	5.0	4.6	4.0	3.5	3.4	3.3	3.2	3.1	2.8	3.8	3.5
財政収支(a-b)	-5.3	-4.7	-4.3	-3.8	-3.4	-3.2	-3.1	-3.0	-2.8	-2.8	-3.7	-3.4

● 中央銀行は世界景気の鈍化の影響を警戒

BNMの声明は、景気は民需にけん引され拡大しており、良好な雇用環境に支えられた民間消費が主なけん引役となると記述。主要部門による設備拡張投資も勢いを保つだろうとしました。一方、公的支出は景気の重石になると指摘。政府による歳出合理化が背景としました。政府の政策に関しては、「直近の公表が財政と経済政策に関する透明性を高めた」と記述。新年度予算等に見られる財政政策を指したものでしょう。前回声明で景気の下押しリスクとされた「政策を巡る不透明感」は、今回削除されました。外需は景気を押上げるであろうが、その度合いは小さいと記述。「対外部門は持続的な世界景気拡大の恩恵を受ける」という前回に比べ、世界景気鈍化のリスクをより意識している模様です。世界的な貿易摩擦や国内の鉱業と農業の弱さという景気下振れリスクに言及しつつ、経済は概ね着実な成長軌道にあると、前回と同様の説明をしました。

総合消費者物価は、今年は低位に留まり来年には国際原油価格の上昇や国内の燃料小売価格の調整に伴って上昇するであろうと指摘しました。前回と同様に、基調的な物価(コア物価等)は落ち着いて推移すると予測しつつ、今回は「需要側の強い圧力がないため」との一節を追加。景気見通しについて、前回より慎重になっている模様です。

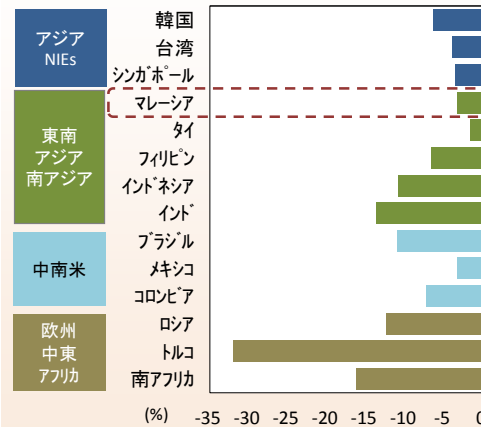
● 政策金利は据置きを見込むも、景気下振れなら利下げも

BNMの声明は、現在の政策金利水準における金融の緩和度合いは、自身が意図する政策スタンスと整合的と記述。前回と同様の表現で当面金利水準を変更する可能性が低いことを示唆したものとされます。政府が行う多額の税還付は家計消費を刺激する見込みであり、製造業の賃金も上昇中。低所得家計による初回住宅購入に対する優遇金利の適用は、家計債務の水準を再び上昇させるリスクもはらみます。BNMは、景気の下振れのリスクを意識しつつ、来年にかけて政策金利を据置きと予想されます。仮に、景気下支えのための利下げが行われるとしても、予想以上の外需減速等に伴って成長率が大きく下振れ(前年比+4%割れ)した場合等に限られると考えられます。

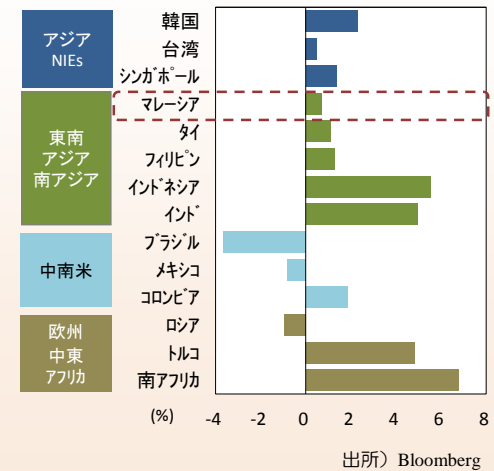
新政権による税制改正等に伴って、財政収支は悪化する見通しです。11月2日、政府は2019年度予算案と2018年度予算の改定見通しを公表。2018年度の財政赤字のGDP比は3.7%と前政権の作成した原予算の2.8%から大きく拡大し、2019年度予算案でも3.4%と高水準です(図8)。中期財政見通しでは、同赤字幅を2021年度に2.8%に圧縮する方針が示されました。財政赤字の拡大は、財サービス税(GST)の廃止による税収基盤の縮小や、前政権が予算外で行ってきた歳出を予算計上したこと等によります。

【図9】リンギはドル安局面で底堅いが(左)、新興国通貨上昇局面で不振(右)

主要新興国通貨の対米ドル相場騰落率
(2017年12月29日～2018年10月31日)

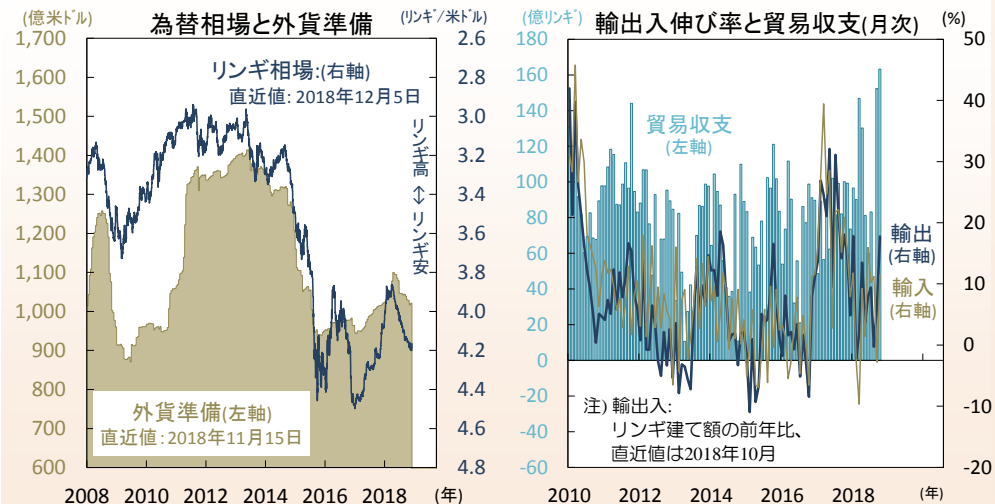


主要新興国通貨の対米ドル相場騰落率
(2018年10月31日～12月5日)



出所) Bloomberg

【図10】足元ではパーム油や天然ガス輸出の底打ちで貿易黒字が拡大(右)



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

● 新政権の税制改正によって税収基盤が縮小

新政権は有権者に不人気のGSTを廃止し、GSTの導入前に適用されていた売上サービス税(SST)を復活させました。しかし、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。前者の方が課税基盤が広く安定的な税収を生みます。2019年度予算案でのSST収入のGDP比は1.4%と、GST収入推計値の3.0%の半分程度に留まります。税収の減少を補うため、政府は石油関連収入を増強。石油公社ペトロナスからの配当が引上げられ、2019年度の政府の投資収入はGDP比3.9%と2018年度原予算の1.7%を上回りました。石油関連歳入(税収、採掘権料、石油公社配当等)は2019年度にGDPの5.4%(総歳入の31.8%)と2018年原予算の2.8%(同16.7%)から急拡大。不安定な同歳入への依存度が高まっています。

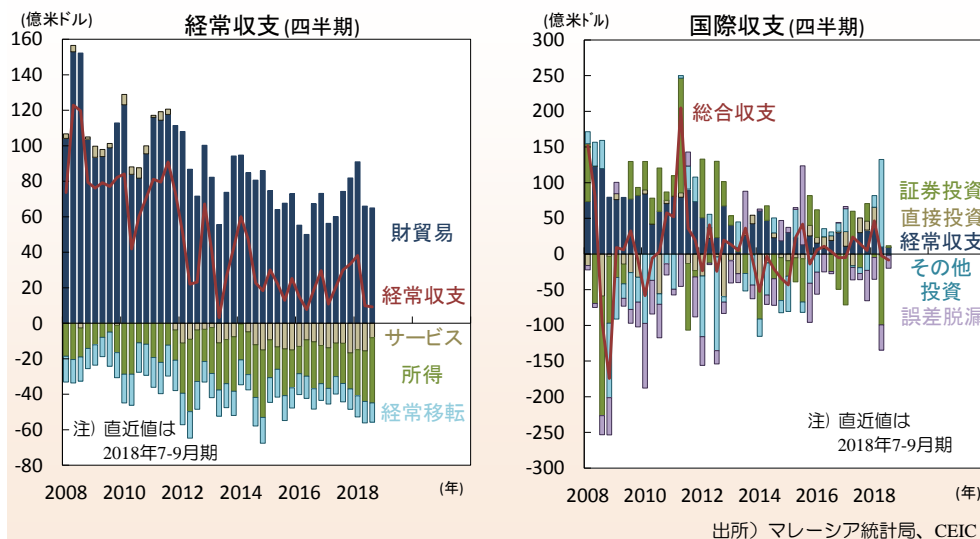
政府は、歳入強化策を導入。輸入サービスへのSST適用、カジノ税・不動産評価益税・不動産贈与印紙税等の引上げ、加糖飲料課税、空港REIT売却、優遇税制の合理化等です。もっとも、上記による増収はGDPの0.9%程度と、GST廃止による歳入減の一部のみをカバー。歳出では、燃料小売価格の引上げと対象を限定した補助金を導入。補助金歳出のGDP比は2019年度に1.5%と前年度改定値の2.0%より低下する見込みです。

● リンギは11月初以降の新興国通貨高の流れに乗り遅れ

通貨リングは今年初から10月末にかけて対米ドルで▲3.3%とドル高基調の下でも下落幅を抑え、タイ(▲1.7%)に次ぐ騰落率。しかし、11月初より今月5日にかけては同+0.7%と新興国通貨の上昇に乗り遅れ、台湾(+0.5%)に並ぶ低い騰落率となりました(図9)。財政や経常収支の悪化懸念が背景とみられます。同国はアジアでは例外的な石油ガスの純輸出国。原油安は経常収支の悪化を招きます。また、同通貨は先進国株価との連動性が高く、先進国株安と高金利新興国通貨高の同時進行局面で他通貨に劣後。景気鈍化に伴って、BNMによる将来の金融緩和が意識されたことも重しとなりました。

パーム油やLNG輸出が低迷し、今年6-8月の貿易黒字(通関統計)は159億リングと前年比▲39.3%縮小。しかし、輸出回復に伴って9-10月には316億リングと同+58.2%拡大しました(図10右)。また、今後は大型コンビナートRAPIDが稼動し精製燃料と石油化学輸出を押し上げるでしょう。加えて、石油公社は300億リングの特別配当を政府に交付予定。同社の外貨建て資産がリングに交換され相場を押し上げる見込みです。財政悪化懸念や低水準の外貨準備などショックへの弱さも残るものの(図12右)、通貨の支援要因も散見される中、リング相場は当面方向感なくもみ合うと予想されます。(入村)

【図11】縮小する経常黒字(左)、7-9月期の総合収支は小幅な赤字に(右)



【図12】割高感のない相場(左)、外貨準備は短期対外債務並みと低水準(右)



【アジア・マーケット・ウォッチ】(1) 株価

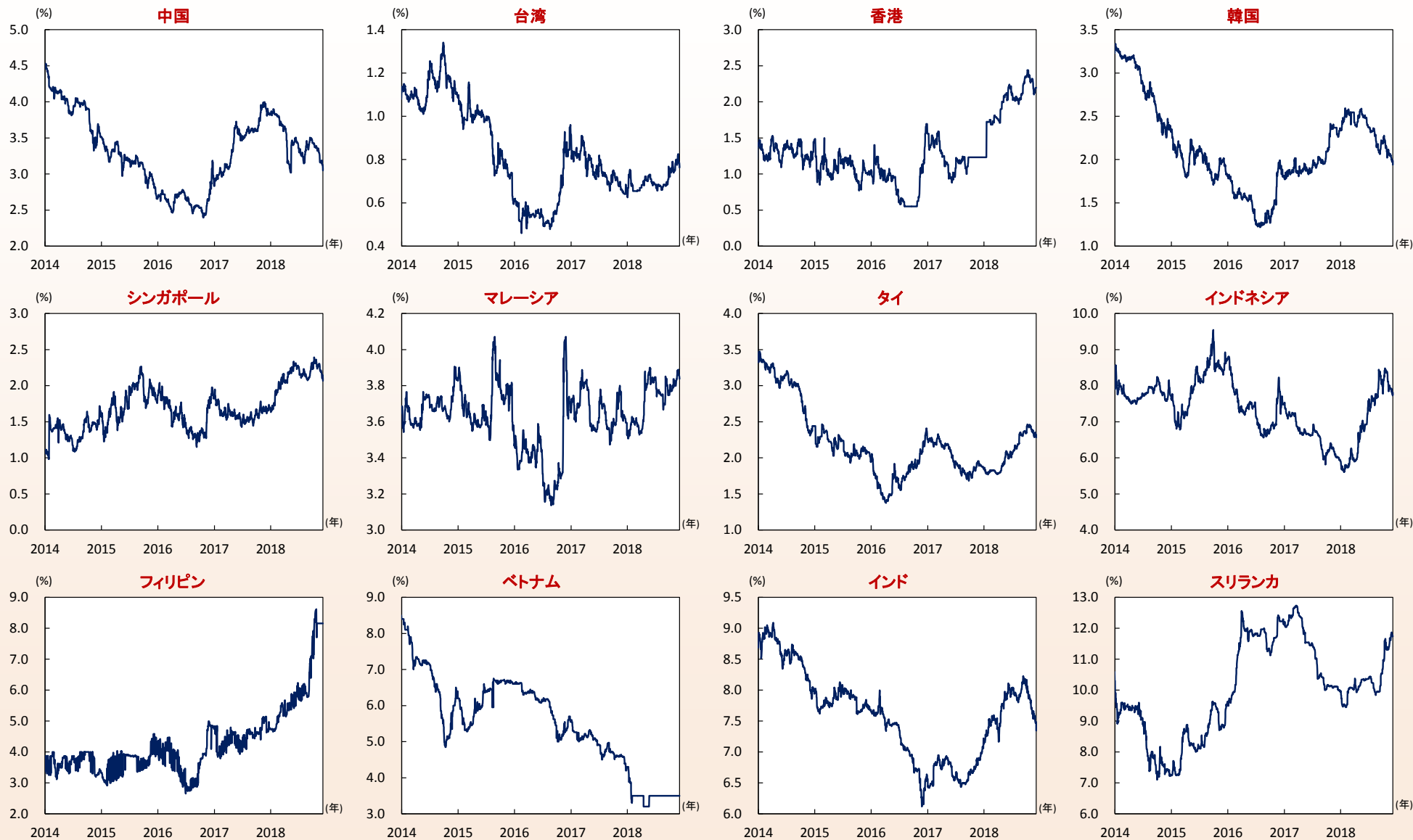


注1) 直近値は、2018年12月5日。

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

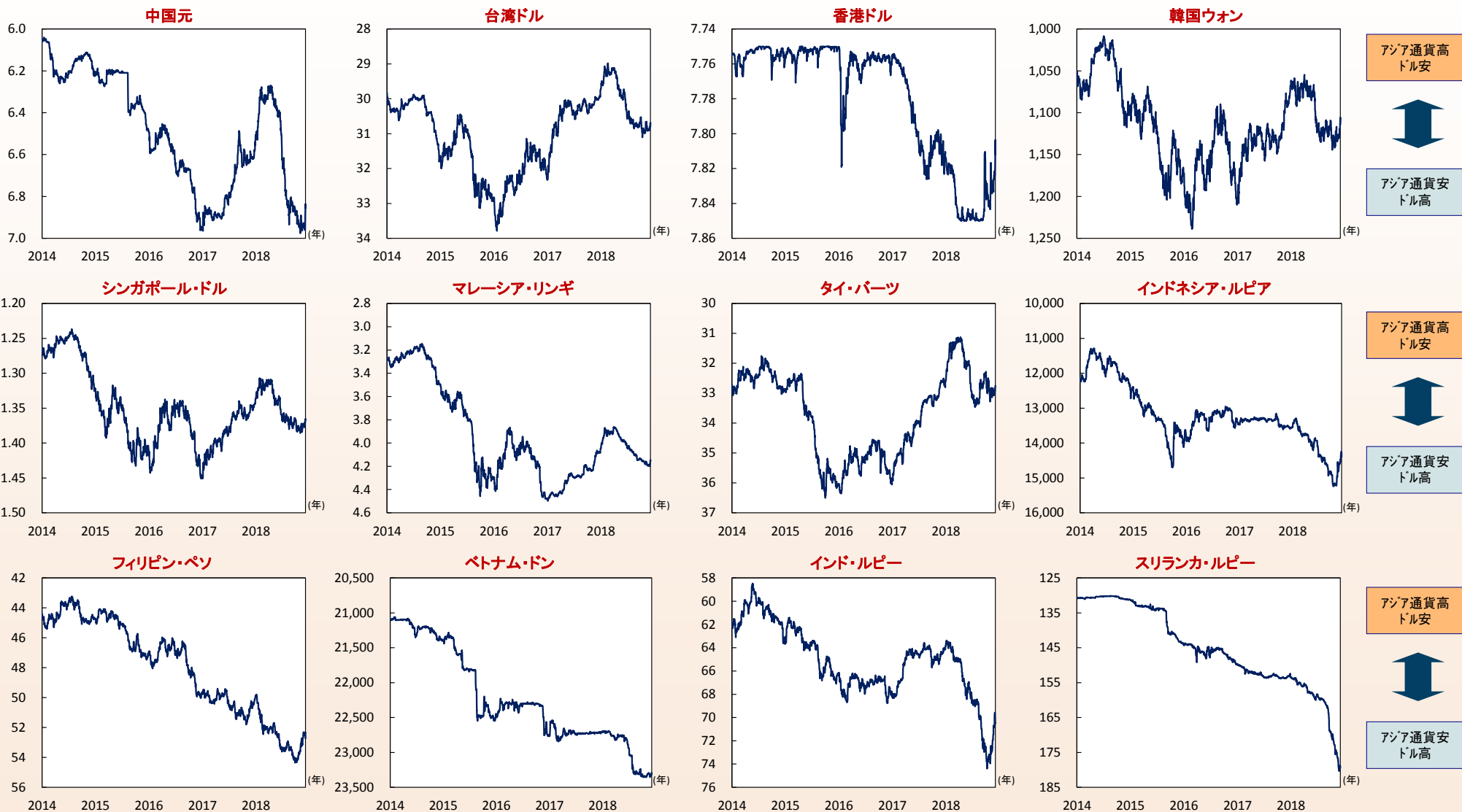
【アジア・マーケット・ウォッチ】(2) 自国通貨建国債利回り



注) すべて5年国債利回り、直近値は、2018年12月5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12月5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12月5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