

【マレーシア】緩やかに鈍化する景気、低迷する証券投資流入額と上値の重いリンギ相場……………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】緩やかに鈍化する景気、低迷する証券投資流入額と上値の重いリンギ相場\*

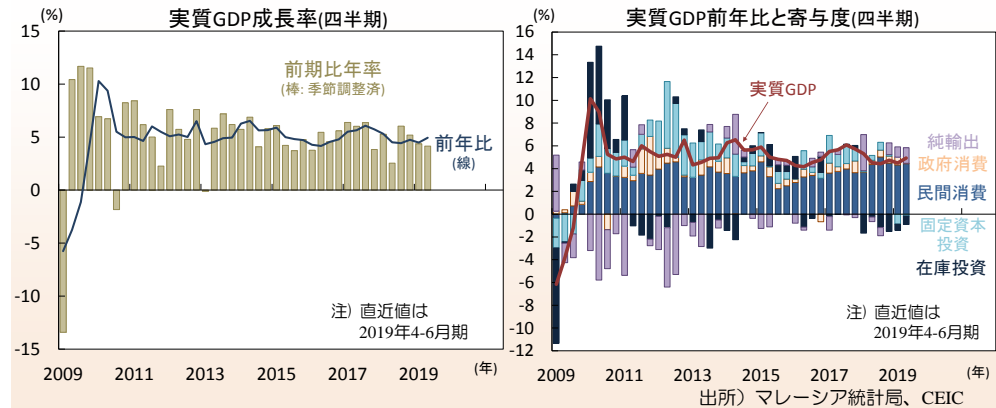
### ● 4-6月期のGDPは一見堅調だが、足元の景気は鈍化

マレーシア・リンギ相場が軟調です。今年初より10月末までに通貨は対米ドルで▲1.1%下落と、対米ドルで上昇したタイやフィリピンやインドネシア等の通貨とは対照的でした。足元では株式投資資本が流出基調となり、債券投資資本の流入も軟調。景気と企業業績の悪化や、主要債券指数からの同国債の除外のリスクなどが嫌気されている模様です。リンギ相場は今後も軟調なのか。本稿ではマレーシアの経済状況と金融市場動向について考察します。まず、緩やかに鈍化する景気や極めて落ち着いた物価状況を概観し(1-4頁)、金融政策動向について分析(4-5頁)。次に、景気が鈍化する中で財政赤字縮小目標の達成時期を先送りした新年度予算の内容を概観した上で(5-6頁)、今後のリンギ相場の動向について考察します(6頁)。

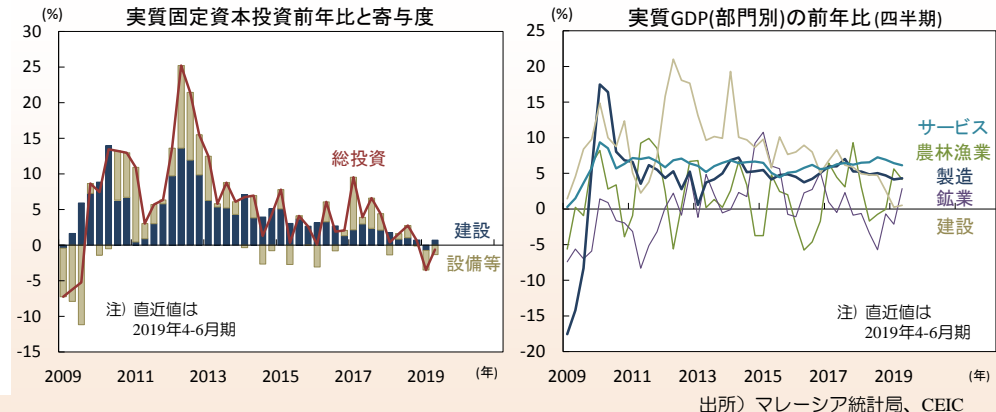
8月16日、マレーシア政府は4-6月期の実質GDPが前年比+4.9%と前期の+4.5%より加速し(図1)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+4.7%を上回ったことを公表。一方、季節調整済みの前期比年率は+4.1%と前期の+4.4%からやや鈍化しました。前年比で見た成長率は堅調に加速しているものの、主に昨年天然ガスと油やしの生産が低迷したことからの反動によります。油やしと鉱業生産を除くGDPの伸び率は鈍化基調(図3左)。外需が低迷する中で、今後も成長率の減速が続くとみられます。

4-6月期のGDPの需要側では、民間消費と民間投資の加速に伴って、内需(在庫投資を除く)の寄与度が+4.3%ポイント(pt)と前期の+4.1ptより上昇し、輸入の落込みに伴って純輸出も+1.4%ptと前期の+0.9%ptより拡大(図1右)。在庫投資の落込み(▲0.5%pt→▲0.7%pt)の影響を吸収し成長率を押し上げました。民間消費は前年比+7.8%と前期の+7.6%より加速しました。断食月(ラマダン)と断食明け大祭(ハリヤラ)期の支出が同消費を押し上げ。政府による現役公務員と退職者向け特別給付や、低所得家計向けの現金給付(BSH)も支出の押し上げに寄与したとみられます。

【図1】 GDPの前年比は加速するも前期比は鈍化(左)、堅調な民間消費(右)



【図2】 設備投資の伸びは2期連続でマイナス(左)、反発する鉱業生産(右)



## ● 固定資本投資の伸び率は2期連続でマイナスに

4-6月期の実質政府消費は同+0.3%と前期の+6.3%より減速。財政赤字抑制に向けた経常歳出抑制の取組みと前期の加速からの反動に伴って、財サービス購入が鈍化しました。固定資本投資は同▲0.6%と前期の▲13.2%より下げ幅を縮小しました。主体別では公的投資が同▲9.0%と前期の▲13.2%より下げ幅を縮めつつ、7期連続のマイナス。連邦政府による投資は加速したものの、国有企業の投資が低迷した影響です。民間投資は同+1.8%と前期の+0.4%より加速。製造業とサービス部門を中心に投資支出が拡大しました。部門別では、建設投資が同+1.2%と前期の▲1.3%より反発。商業用不動産が低迷した一方、住宅部門が回復した影響です(図4左)。設備投資は▲4.2%と前期の▲7.4%より下げ幅を縮小。情報通信部門の投資の加速によります。外需では、総輸出が同+0.1%と前期と同率の軟調な伸びであり、総輸入は同▲2.1%と前期の▲1.4%より下げ幅を拡大。この結果、純輸出の寄与度は+1.4%ptと前期の+0.9%ptを上回りました。

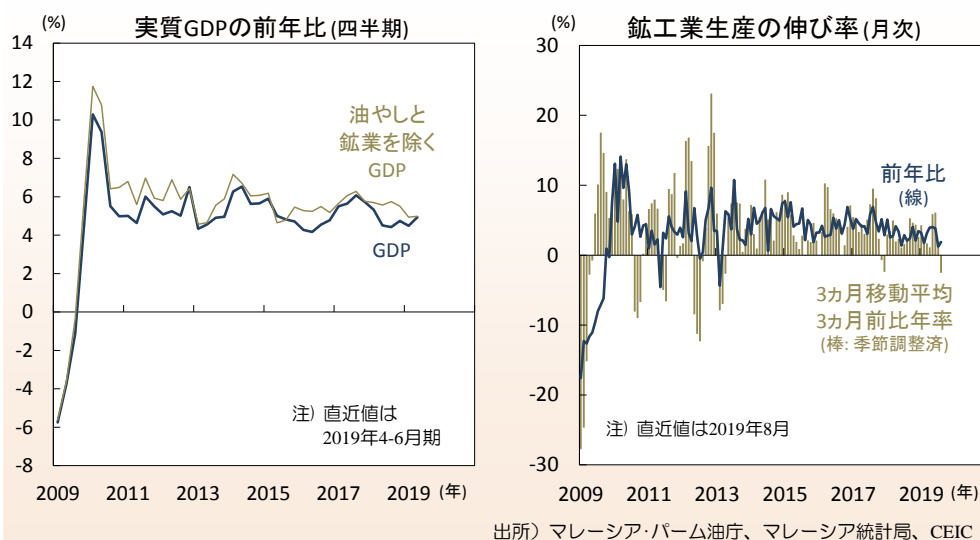
生産側では、昨年低迷した油やしと天然ガスの生産が回復し、成長率を押し上げました。また、堅調な民間消費などを背景にサービス部門や内需向け製造業が堅調であったものの、輸出の低迷に伴って輸出関連の製造業は軟調でした。

## ● 昨年低迷した油やしと天然ガスの生産は回復

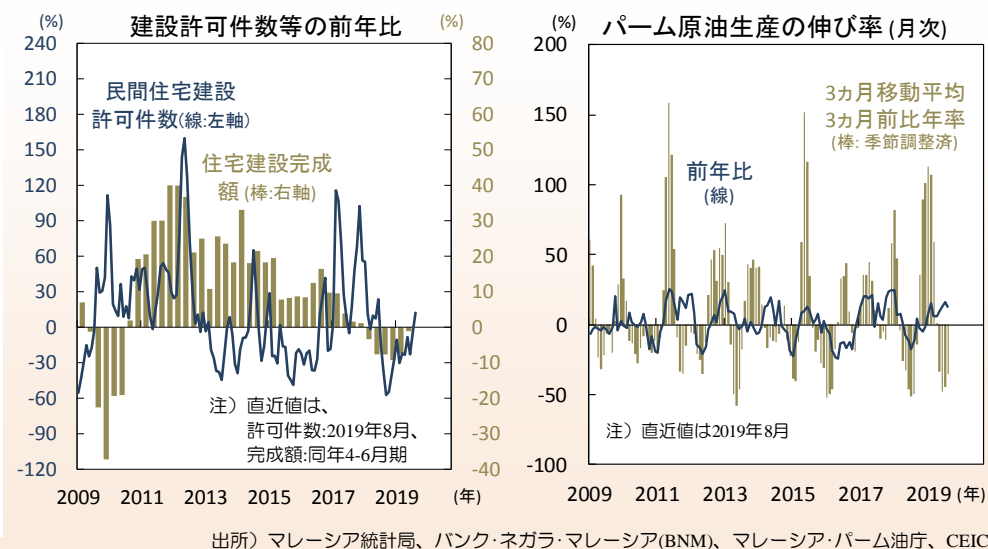
4-6月期の実質農林漁業生産は前年比+4.2%と前期の+5.6%より鈍化しました(図2右)。油やしが同+9.5%と前期の+9.8%に続いて堅調な伸び。前年同期に天候不順等から同作物の収穫が急減したことからの反動です。天然ゴムは同+2.2%と前期の+12.0%から急減速。ゴムの木の落葉期入りに伴う減産が長引いた影響です。鉱業は同+2.9%と前期の▲2.1%より反発しました。主要油田の定期点検に伴って原油生産が落込んだものの、パイプライン障害の解消に伴って低迷していた天然ガス生産が再開。前年同期のガス生産の落込みからの反動(ベース効果)も加わり、今期の前年比を押し上げました。

製造業は同+4.3%と前期の+4.1%より加速しました。ラマダンからハリラヤ休暇にかけての堅調な家計消費を背景に内需部門が堅調であり、運輸機器は同+7.2%と前期の+6.5%より加速し、加工食品も同+7.3%と前期の+0.6%より上昇。建設投資の回復を受けて、卑金属や金属製品も加速しました。一方、電子部品は同+4.1%と前期の+4.5%より鈍化。外需の低迷によります。パーム油等も同+1.1%と前期の+11.2%より鈍化しました。建設業は同+0.5%と前期の+0.3%に続き軟調。完成間近の石油化学コンビナート建設や住宅建設の回復がみられたものの、過剰在庫の残る商業施設建設が軟調でした。

【図3】油やしと鉱業を除くGDPは鈍化基調(左)、鈍化する鉱工業生産(右)



【図4】住宅市場に底打ちの兆し(左)、パーム油生産は足元で鈍化(右)



出所) マレーシア統計局、バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)、マレーシア・パーム油庁、CEIC

## ● 7-8月の鉱工業生産が減速するなど景気は鈍化傾向

実質サービス部門生産は前年比+6.1%と前期の+6.4%より鈍化しつつ堅調でした。小売は同+9.2%と前期の+9.5%を下回りつつ堅調に拡大。家計消費の伸びによりです。政府の経常歳出実行の減速に伴って公共サービス等は同+3.7%と前期の+4.3%より鈍化しました。情報通信も同+6.3%と前期の+7.2%より鈍化。データ通信需要の減速によりです。金融は同+5.7%と前期の+2.5%より加速。大規模な新規株式公開(IPO)等が背景です。

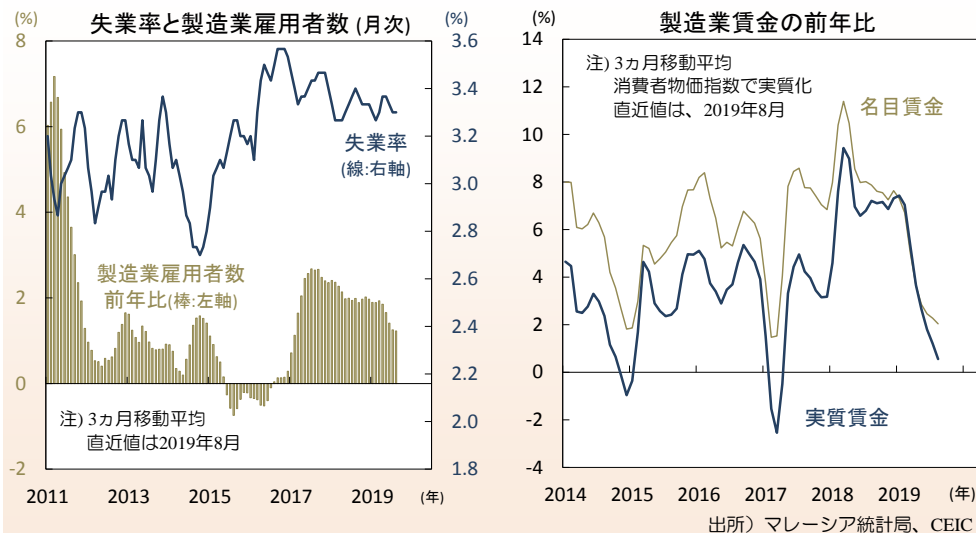
前述の通り、4-6月期の景気の加速は前年同期の鉱業生産や油やし生産が落込んだ反動によるもの。しかし、足元では前期比で見た成長率が鈍化。外需の鈍化とともに成長率は今後も減速するでしょう。7-8月期の鉱業生産は前年比+1.5%と4-6月期の+3.9%より反落。東部の主要油田の定期点検に伴って、原油生産が▲16.4%と4-6月期の▲2.6%より急減しました。上記の影響は10-12月期までには解消するとみられるものの、10-12月期にはパーム原油生産の鈍化が見込まれます。同生産は+14.0%と4-6月期の+9.4%より加速。しかし、この加速は昨年半ばの生産急落からの反動(ベース効果)によるものであり、季節調整済の3ヵ月移動平均の3ヵ月前比は足元でマイナスに(図4右)。今後は、ベース効果のはく落に伴って前年比の伸びもマイナスに転じるでしょう。

## ● 経済成長率は今年後半から来年にかけて鈍化か

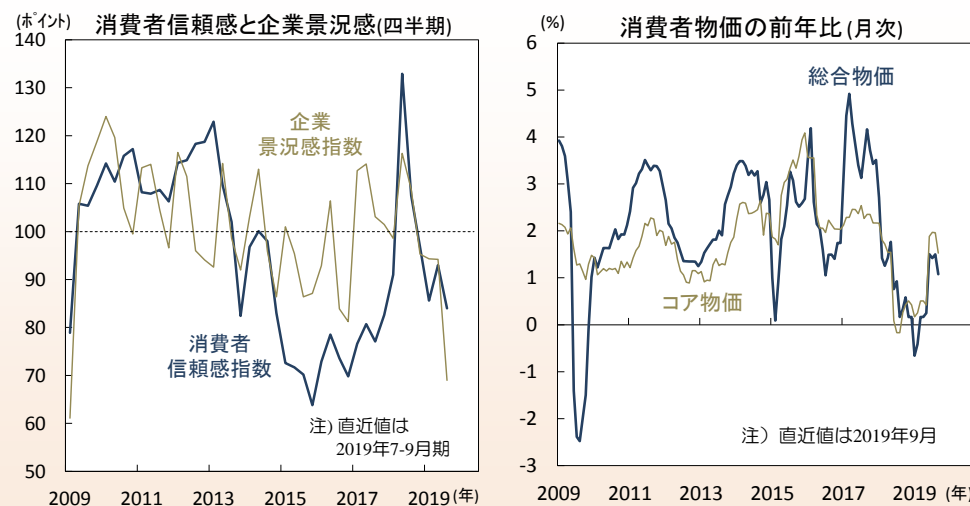
輸出依存度の高い製造業部門の生産は既に減速しており、同部門の雇用の伸びが鈍化するともに(図5左)、賃金の伸びも減速(図5右)。今後は家計消費への重しとなるとみられます。世界景気の鈍化と国際的な通商摩擦を巡る不透明感もあり、企業の景況感は悪化(図6左)。今後民間設備投資は勢いを欠くでしょう。今年前半に+4.7%であった成長率は年後半には+4.3%へと鈍化、今年通年の成長率は+4.5%前後と昨年の+4.7%を下回り、来年は+4.2%前後へと更に減速すると予想されます。

景気が緩やかに減速する中で、物価も鈍化。10月23日、政府は9月の総合消費者物価が前年比+1.1%と前月の1.5%より低下し(図6右)、市場予想の+1.3%を下回ったことを公表しました。食品が同+2.2%と前月の+2.6%より鈍化し(図7左)、総合物価を押下げ。生鮮野菜が同+2.6%(前月+3.6%)、外食が同+3.2%(同+4.4%)より低下しました。後者の押下げは主に現政権の税制改革によるもの。現政権は発足直後の昨年6月に一般消費税の一種である財サービス税(GST)を廃止し、同年9月に売上サービス税(SST)を復活。SSTの復活に伴って、生鮮食品等とは異なり税控除の対象でない外食の価格が押し上げられたため、その反動(ベース効果)から今年9月の同物価の前年比が押下げられました。

【図5】製造業の雇用の伸びが鈍化し(左)、賃金の伸びも低下(右)



【図6】企業の景況感が大きく低下(左)、消費者物価の伸びは鈍化(右)



出所) マレーシア経済研究所(MIER)、マレーシア統計局、CEIC



## ● 今年通年の総合消費者物価上昇率は+1%台割れか

一方、運輸燃料物価は前年比▲5.0%と前月の▲5.1%とほぼ変わらず。マイナスの伸びは11ヵ月連続です。レギュラー・ガソリン(RON95)小売価格の上限は1リッター2.08リットルに据置かれ(図7右)、同物価の前年比を押下げています。食品と燃料を除くコア物価は同+1.5%と前月の+2.0%より低下しました。家具等が同+2.1%(前月+3.2%)、娯楽・教養が同+0.8%(同+2.3%)、宿泊・飲食が同+1.4%(同+1.7%)と幅広い品目が鈍化。前年同月の増税(SST再導入)に伴う価格上昇からの反動(ベース効果)の影響とみられます。足元の物価は落ち着いており、9月以降はベース効果による前年比の押し下げも加わるため、総合物価の前年比は年内は+1%以内で推移し、今年通年の上昇率は+0.7%前後と昨年の+1.0%を下回るでしょう。来年初以降は、政府が所得制限付の燃料補助金給付を始めるとともに、レギュラー・ガソリンの小売価格の上限を漸進的に撤廃。燃料価格の上昇に伴って、通年の総合消費者物価の上昇率は+2%前半半へと高まると予想されます。

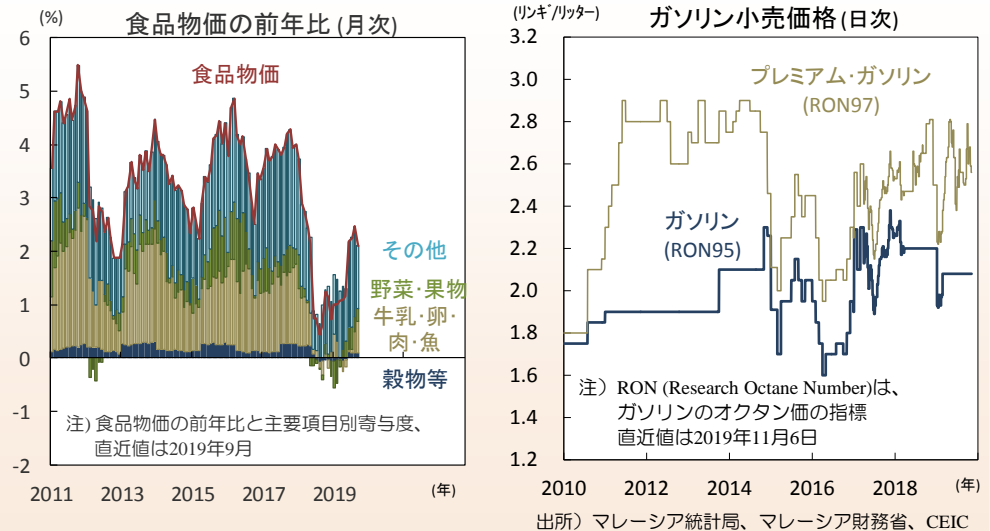
バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)は、今年5月に政策金利を3.25%から3%へ引下げた後、同金利を据置いています。11月5日、BNMは政策金利の据置きを決定。Bloomberg集計で25社中16社が据置きを予想、残り9社は2.75%への利下げを予想していました。

## ● 中央銀行は国内景気は堅調としつつ下振れも警戒

BNMの声明は、前回と同様に、世界景気の減速は懸念されるものの国内景気は概ね堅調であると記述。もっとも、今回の声明では内外景気の下振れへの警戒感が微妙に強まっています。世界景気については、先進国と新興国ともに「景気減速の同期性が高まっている」と指摘。「多くの主要先進・新興国で景気が鈍化」という前回より強い表現を用いました。また、貿易の鈍化が各国の内需、とりわけ投資に影響を与えているとも記述。今後は、地政学的な緊張や通商対立が金融市場の変動を高め、世界景気の見通しを更に下押しするだろうと警戒感を表明しました。

国内景気に関しては、足元の指標は7-9月期の成長率の鈍化を示していると記述。今後は、「底堅い家計消費が景気を支える」と前回と同様に楽観的な見通しを示しつつ、「民間投資の伸びは穏やかなものに留まるが」という一節を加えました。雇用と賃金の「持続的な伸び」が家計消費を支援と、前回の「安定的な伸び」を修正。楽観的な労働市場の見通しを維持したものの、製造業を中心に雇用と賃金が鈍化している現実(図5)を認めざるを得なかったとみられます。今年の成長率はBNMの予想の範囲内(+4.3~4.8%)で推移しており、来年もこの勢いが継続するだろうと強気の景気見通しを示しました。

【図7】据置かれるレギュラー・ガソリン(RON95)の小売価格(右)



【図8】2020年度の財政赤字はGDP比3.2%と赤字縮小達成時期を先送り

中央政府予算(年度:1月~12月)												
年度	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
単位:億リンギ	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	実績	改定	予算案
総歳入(a)	1,586	1,597	1,854	2,079	2,134	2,206	2,191	2,124	2,204	2,329	2,633	2,445
税収	1,065	1,095	1,349	1,516	1,560	1,642	1,654	1,693	1,777	1,741	1,800	1,900
内)石油関連	272	187	277	339	298	270	116	84	118	201	179	175
石油探掘権料等	48	49	51	64	62	65	51	37	44	52	58	53
投資収益	374	346	340	367	353	338	328	214	216	319	595	286
総歳出(b)	2,061	2,029	2,279	2,499	2,520	2,580	2,563	2,508	2,607	2,310	3,151	2,963
経常歳出	1,571	1,516	1,826	2,055	2,113	2,196	2,170	2,102	2,177	2,310	2,623	2,410
内)利払い	142	156	177	195	208	226	243	265	279	305	330	349
内)補助金	203	231	363	441	433	397	273	247	224	275	236	242
資本歳出	490	513	453	443	407	385	393	406	430	553	528	552
財政収支(a-b)	-474	-433	-425	-420	-386	-374	-372	-384	-403	-534	-518	-518
GDP比:%												
総歳入(a)	22.3	19.4	20.3	21.4	20.9	19.9	18.9	17.3	16.3	16.1	17.4	15.2
税収	14.9	13.3	14.8	15.6	15.3	14.8	14.3	13.8	13.1	12.0	11.9	11.8
内)石油関連	3.8	2.3	3.0	3.5	2.9	2.4	1.0	0.7	0.9	1.4	1.2	1.1
石油探掘権料等	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
投資収益	5.2	4.2	3.7	3.8	3.5	3.1	2.8	1.7	1.6	2.2	3.9	1.8
総歳出(b)	28.9	24.7	25.0	25.7	24.7	23.3	22.1	20.4	19.3	16.0	20.8	18.4
経常歳出	22.0	18.5	20.0	21.2	20.7	19.8	18.7	17.1	16.1	16.0	17.3	15.0
内)利払い	2.0	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.1	2.2	2.1	2.1	2.2	2.2
内)補助金	2.9	2.8	4.0	4.5	4.3	3.6	2.4	2.0	1.7	1.9	1.6	1.5
資本歳出	6.9	6.2	5.0	4.6	4.0	3.5	3.4	3.3	3.2	3.8	3.5	3.4
財政収支(a-b)	-6.7	-5.3	-4.7	-4.3	-3.8	-3.4	-3.2	-3.1	-3.0	-3.7	-3.4	-3.2

出所) マレーシア財務省、CEIC

## ● 来年初には景気見通しを下方修正し追加利下げを実施か

BNMの声明は、楽観的な国内景気見通しを示しつつ下振れリスクにも言及。国際的な経済と金融市場の不透明感と一次産品部門の弱さによる景気下振れの可能性を指摘しました。声明は、現在の政策スタンスは緩和的であり景気を支えていると記述。今後も政策スタンスが成長の持続と物価の安定に資するよう、国内景気と物価を注視すると、前回と全く同じ文言で声明を締めくくりました。内外景気の下振れへの警戒感を微妙に強めつつも、政策の変更を要するほどではないため、当面は様子見をするという姿勢を示唆したものと考えられます。しかし、もし、当社の予想通りに景気が今後も鈍化を続けた場合(3頁)、BNMは現在の強気の景気見通しの修正を迫られるでしょう。その時期は、早ければ10-12月期のGDPが公表される来年2月半ばに到来します。BNMは来年3月初以降の政策会合で、景気見通しの下方修正を行うとともに、政策金利を現在の3%から2.75%に引下げて景気の支援を図る可能性が高いと考えられます。

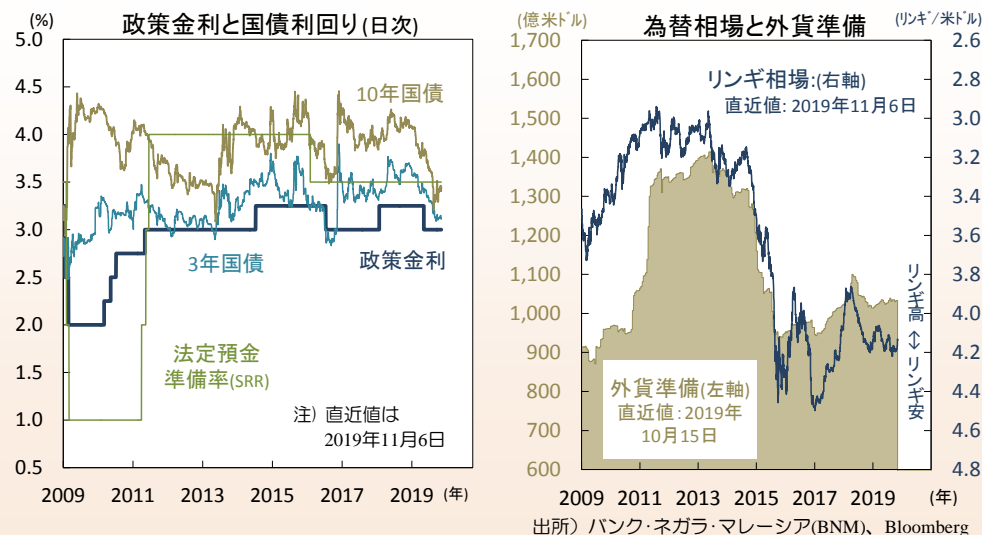
景気が鈍化する中、政府の財政健全化の取組みは後退を余儀なくされています。10月11日、政府は2020年度の予算案と2019年度の改定見通しを公表。2020年度の財政赤字のGDP比は3.2%と前年度の3.4%より縮小しつつ、中期目標の3.0%を上回りました。

## ● 財政赤字のGDP比3%への縮小達成時期を先送り

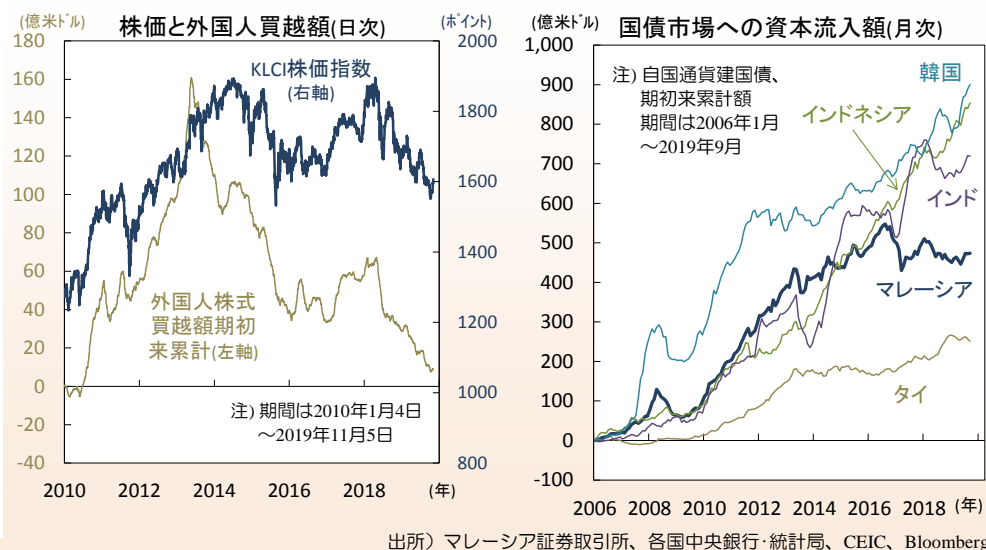
2020年度予算案の前提を見ると、実質GDP成長率が+4.8%(前年度:+4.7%)と楽観的過ぎるくらいはあるものの、ブレント原油価格は1バレル62ドル(前年度改定見通:63ドル、10月末実績:60.23ドル)と保守的。また、2019年度の租税特赦(特別自己開示制度:SVDP)によって過去の未申告/過少申告所得が自主申告された(軽減追徴税率を適用)ことに伴う課税基盤の拡大効果や国有資産の売却見込み額が控え目に見積もられており、原油価格の急落等がない限り、GDP比3.2%への赤字幅縮小は達成可能と思われます。

来年度予算案の総歳入のGDP比は15.2%と前年度見込みの17.4%より縮小するものの、総歳出が同18.4%と前年度の20.8%より低下し赤字幅の縮小に貢献(図8)。歳入規模の縮小は、前年度の石油公社ペトロナスからの特別配当という一度限りの歳入強化策の反動で投資収益が縮小することによります(税收規模はほぼ横ばい)。一方、歳出の縮小は、主に前年度に行われた間接税の還付(経常歳出に計上)がなくなったことによるもの。中期的な成長力にも影響する資本歳出の水準は前年度並みを維持しています。前述の通り、現政権は、選挙公約に従って前政権が導入した(有権者に不評であった)財サービス税(GST)を廃止し、GST導入前の売上サービス税(SST)を再導入しました。

【図9】5月の利下げ後は政策金利を据置き(左)、リンギ相場はやや軟調(右)



【図10】流出基調の株式投資資本(左)、債券投資資本もやや軟調(右)



## ● 来年初以降の燃料小売価格の上昇が家計消費を下押しも

現政権によって再導入されたSSTは、廃止されたGSTに比べて課税基盤が狭く、同税収のGDP比は1.4%とGSTの3.0%より半減しました(2019年度当初予算ベース)。しかし、2019年度の改定見通しと2020年度予算案では、同税収幅は1.8%に拡大。非課税品目の縮小による課税基盤拡大の取組みを反映した修正です。

今回の予算案は、足元の景気の鈍化を受けて財政赤字縮小の速度を緩めるものの、縮小の動きそのものは維持するというもの。盛り込まれた景気刺激策は、家計消費よりも足元で低迷する民間企業投資を対象にしています。予算案では、中国からの直接投資誘致策や高度な電機・電子部門投資への税制優遇措置等を導入。米中の通商摩擦に伴って中国から近隣諸国への生産拠点の移転が進む中で、同国もその受け皿となることを目指していると思われます。一連の刺激策は産業構造の高度化と潜在成長力の改善に寄与すると期待されるものの、こうした効果は中期的に実現するものであり、短期的な景気浮揚効果は限定的です。また、レギュラー・ガソリン価格の上限は来年初より段階的に撤廃され、価格は上昇。低所得家計向けの定額補助金の交付という影響緩和策はあるものの、家計全般の購買力を押し下げ家計消費を下押しすると予想されます。

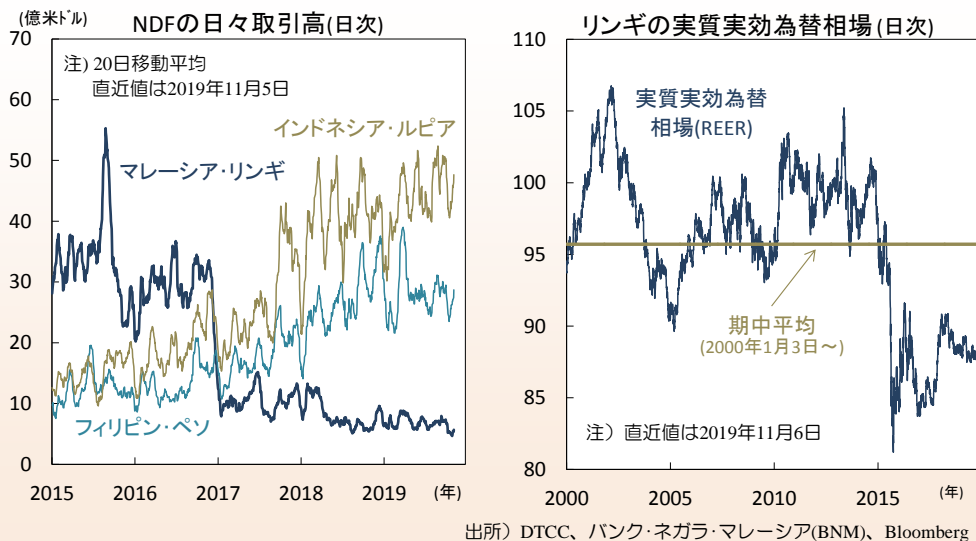
## ● 低迷する証券投資資本と上値の重いリング相場

通貨リングは今年初から10月末にかけて対米ドルで▲1.1%下落。対米ドルで上昇したタイやフィリピンやインドネシア等の通貨に比べて軟調でした。

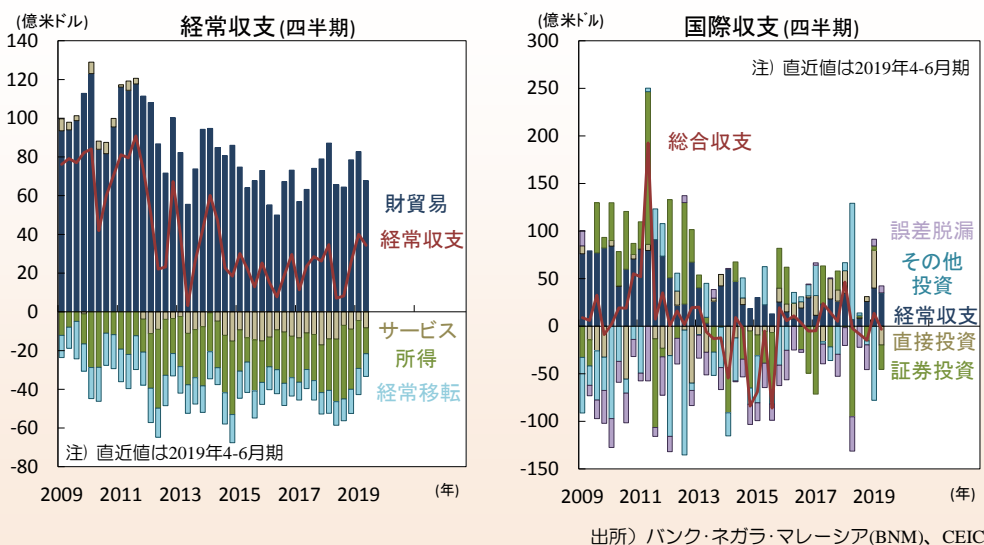
同国への株式投資資本は近年流出基調であり(図10左)、債券市場への流入も近隣諸国に比べて低調(図10右)。景気と企業業績の低迷や、連立与党内の対立などを巡る政治的不透明感や、主要債券指数からの除外に伴う資本流出への懸念などが背景とみられます。世界国債指数(WGBI)の算出機関(FTSE-Russell)は、今年4月にマレーシア国債(MGS)を同指数から除外することを検討中であると公表。BNMによる規制強化に伴う為替市場の流動性の低下等(図11左)が背景とみられます(注)。今年9月の指数見直しでは除外は行われなかったものの、監視リストへの掲載は継続。今後の見直しで除外が決まり、債券資本の流出がリング相場を下押しするリスクが残ります。また、足元では国際原油価格が低迷。同国の主要輸出品である天然ガスの相当部分の価格は原油価格に連動しており、一時的に貿易収支を悪化させる懸念も拭えません。相対的に割安な実効相場(図11右)や安定的な経常黒字等の支援材料はあるものの(図12)、懸念材料も多く、リング相場の上値は今後もやや重いと予想されます。(入村)

注) アジア・マーケット・マンスリー2019年6月号 4-6頁を参照。

## 【図11】 低迷するリング先物取引 (左)、高相対的に割安なリング相場 (右)



## 【図12】 昨年縮小した経常黒字は今年年初より拡大基調



## 【アジア・マーケット・ウォッチ】(1) 株価



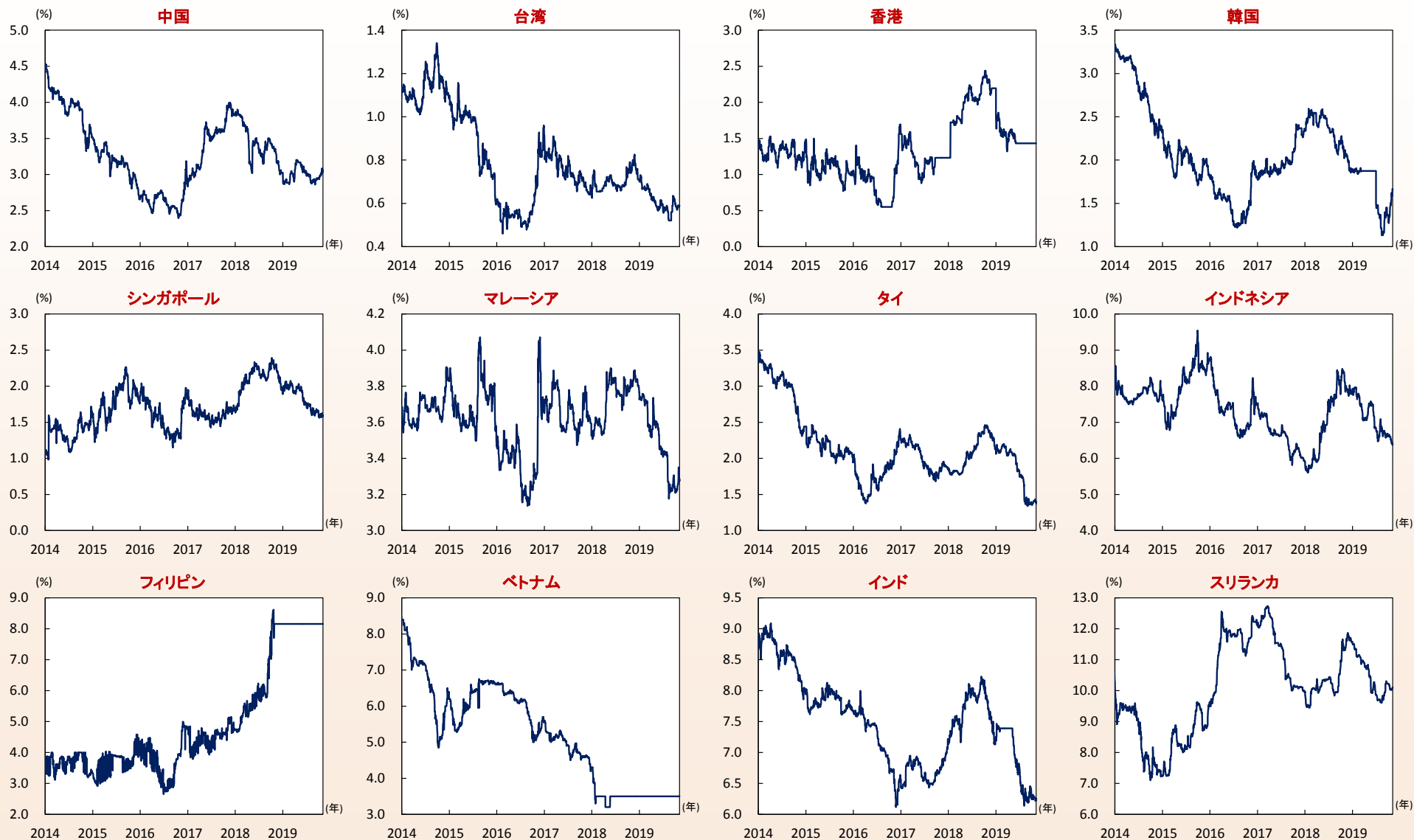
注1) 直近値は、2019年11月6日。

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

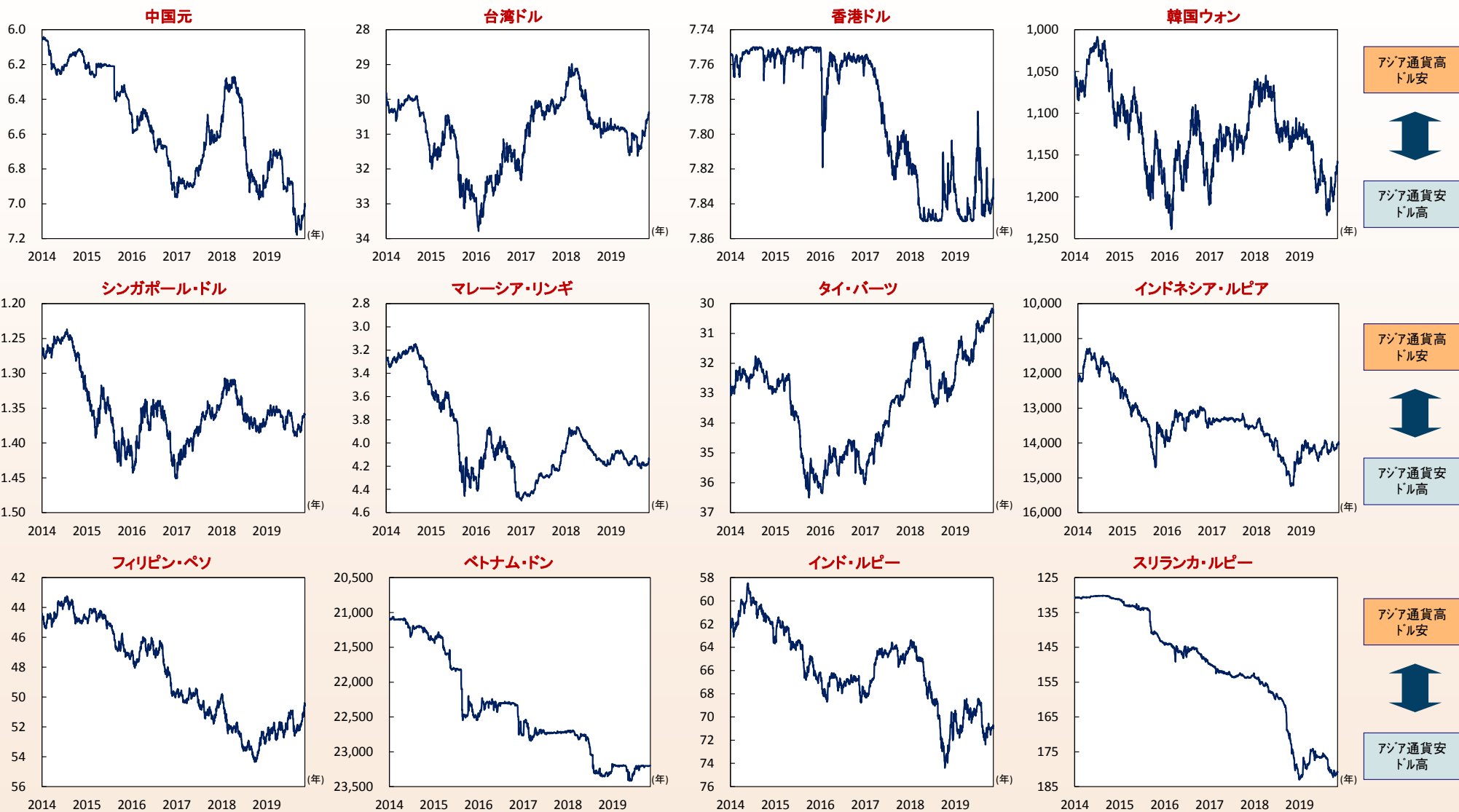


注) すべて5年国債利回り、直近値は、2019年11月6日。

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、2019年11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: 2019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 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