

【マレーシア】総選挙が迫る中、リング相場は今後も上昇を続けられるのか 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】総選挙が迫る中、リング相場は今後も上昇を続けられるのか*

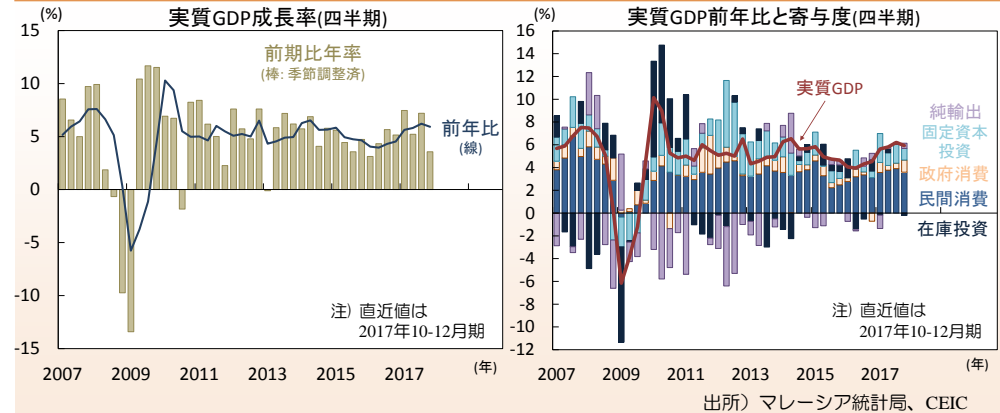
● 2017年の経済は前年までの鈍化を経て力強く回復

マレーシア・リング相場が堅調です。今年初より4月4日にかけて同通貨は対米ドルで+4.6%と、主要アジア通貨最大の上昇率を記録。割安な相場や経常収支の改善や相場上昇を選好する中央銀行の姿勢などが背景です。今後、5年ぶりの下院総選挙が迫り政治的不透明感が高まる中でも、リングは堅調さを保つことができるのか。本稿では、同国の政治経済状況と今後の為替相場動向について考察します。まず、足元の景気物価状況を概観し(1-3頁)、金融政策動向について考察(4頁)。次に、足元の政治状況と近く実施される下院総選挙の結果が経済政策に与える影響について分析した上で(5頁)、今後の為替相場動向について考察します(6頁)。

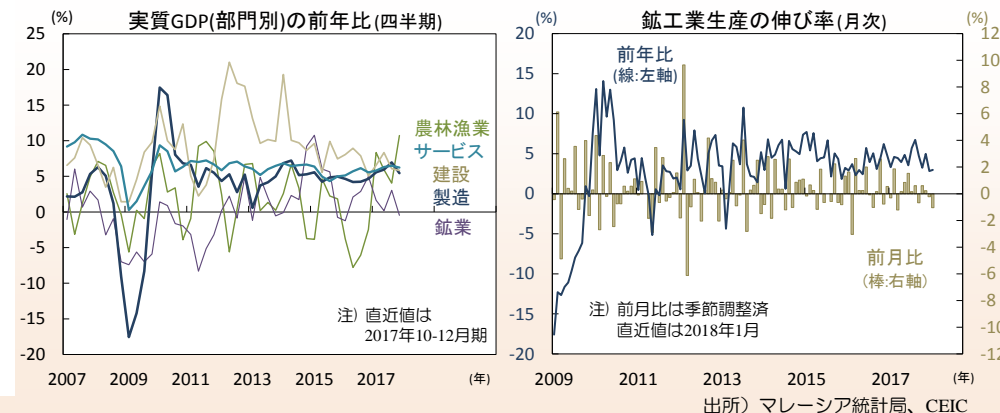
足元では、底堅い景気の拡大が続いています。2月14日、政府は10-12月期の実質GDPが前年比+5.9%と前期の+6.2%より減速しつつ、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+5.8%を上回ったことを公表。季節調整済みの前期比年率は+3.6%と前期の+7.2%から鈍化しました。2017年通年のGDP成長率は+5.9%。2014年の+6.0%から2015年には+5.0%、2016年には+4.2%と鈍化を続けた経済は、力強く回復しました。

2013年の総選挙に向けて歳出を拡大した政府は、選挙後より悪化した財政の再建に着手。2015年4月には一般消費税(財サービス税:GST)が導入され、政府歳出の抑制も相まって景気を下押ししました。世界景気の鈍化とともに一次産品価格も2015年末にかけて低迷し、同国の交易条件は悪化。2014年末からは政府投資公社の不正資金流用疑惑に伴って政治混乱が深刻化し、財政や対外収支の悪化懸念も重なり通貨リングが下落しました。通貨の下落に伴う輸入物価の上昇や雇用・所得環境の悪化などから消費者信頼感が大きく悪化、家計消費は低迷しました。その後、2017年より景気は回復。世界景気の拡大と一次産品価格の上昇、政治混乱の収束、2018年の総選挙を控えて拡大した政府の財政支援策などが回復を促したとみられます。

【図1】民間消費が底堅く拡大し、政府消費の伸びも10-12月期に加速(右)



【図2】製造業とサービス部門は足元でやや鈍化しつつ堅調に拡大(左)



● 堅調な民間消費と好調な政府消費

2017年10-12月期GDPの需要側では、好調な政府消費や堅調な民間消費が投資の減速をカバーし、内需(在庫投資を除く)の寄与度は+5.7%ポイント(pt)と前期の+6.0%ptに続き堅調でした。輸入の鈍化に伴って純輸出の寄与度も改善し(前期:+0.2%pt→今期:+0.5%pt)、在庫投資の落込み(+0.0%pt→▲0.2%pt)の影響をカバーしました(図1右)。

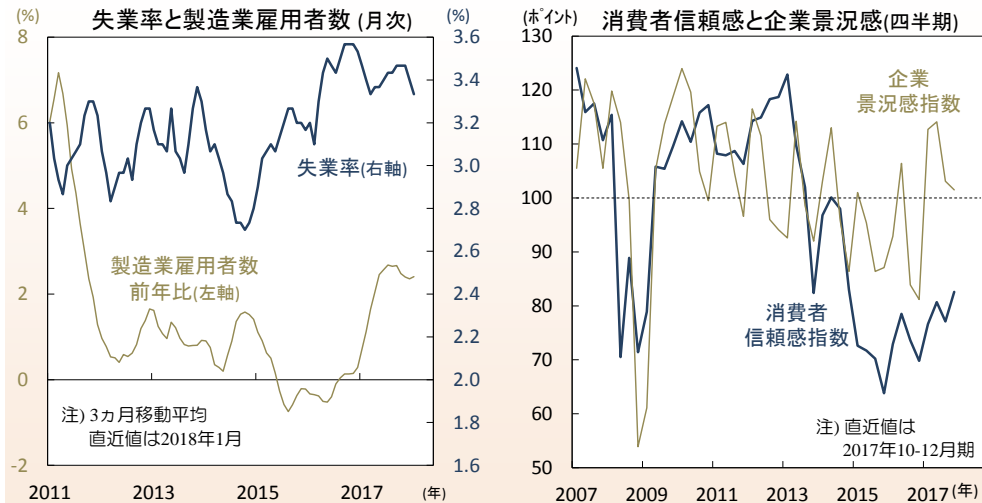
民間消費は前年比+7.0%と前期の+7.2%より鈍化しつつ好調。恵まれた雇用・所得環境(図3左)と消費者信頼感の改善などが背景です(図3右)。政府消費は同+6.9%と前期の+3.9%より加速。政府は、原油価格の上昇に伴って増加した石油ガス関連歳入を経常歳出の積み増しに充てています。固定資本投資は同+4.3%と前期の+6.7%より鈍化。企業の景況感の改善とともに民間投資が同+9.2%と前期の+7.9%から加速したものの、公的投資が▲1.4%と前期の+4.1%より反落しました。政府と国有企業ともに投資支出が鈍化。政府が経常歳出を増加させる一方で投資歳出を抑制した影響です。分野別では、設備投資が同+8.3%と前期の+11.6%を下回りつつ好調。堅調な内外需と改善する企業景況感の下で製造業とサービス部門を中心に民間投資が伸びました。一方、建設投資は同+3.3%と前期の+3.6%より鈍化しました。

● 農林漁業が加速し、サービス部門も堅調に拡大

外需では、総輸出が同+7.1%と前期の+11.8%より鈍化し、総輸入も同+7.4%と前期の+13.4%より鈍化し4期ぶりに1桁台の伸びとなりました。この結果、純輸出の寄与度は+0.5%ptと前期の+0.2%ptより押し上げ幅が拡大しました(図1右)。

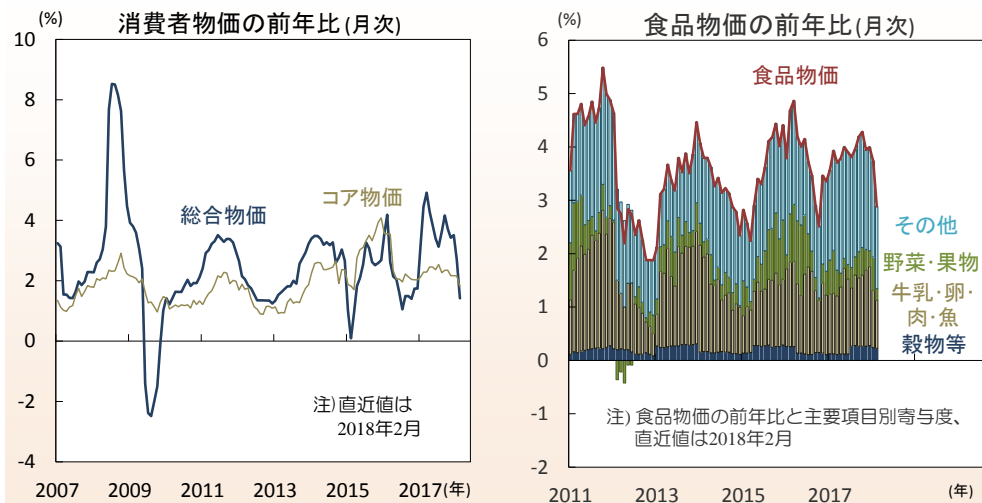
生産側では、製造業や建設業が鈍化し鉱業も落込んだものの、農林漁業が急加速し、サービス部門もやや鈍化しつつ堅調でした(図2左)。農林漁業は同+10.7%と前期の+4.0%より急加速。天候条件の改善に伴って油やしが同+24.3%と前期の+10.0%より急伸びしました。鉱業は同▲0.5%と前期の+3.1%より反落。サラワク州のガス田が保守点検のために採掘を停止した影響です。製造業は同+5.4%と前期の+7.0%より減速。外需部門では電器・電子が同+5.7%と前期の+8.7%より鈍化し、石油・化学も減速。内需部門では、運輸機器、金属製品(建材等)、加工食品などが鈍化しました。建設業は同+5.8%と前期の+6.1%よりやや鈍化。公的建設投資の減速の影響です。サービス部門は同+6.2%と前期の+6.5%より鈍化しつつ堅調。金融や公共サービス等が鈍化し+4~5%台の伸びに留まった一方、底堅い家計消費を背景に小売が同+8.2%と前期の+10.3%より鈍化しつつ堅調に伸び、卸売や保険等の伸びも加速しました。

【図3】増加する雇用者数と低下する失業率(左)、消費者信頼感は改善(右)



マレーシア統計局、マレーシア経済研究所(MIER)、CEIC

【図4】食品や燃料物価の鈍化とともに総合消費者物価の伸びが低下(左)



出所) マレーシア統計局、CEIC

● 内外需にけん引され今年も+5%台半ばの堅調な成長率か

家計消費は、高水準の債務の返済負担や住宅融資金利の上昇などに下押しされるでしょう。しかし、今年度予算に盛り込まれた個人所得税減税、公務員特別手当、旧連邦土地開発庁(FELDA)が開発したプランテーションへの入植者向けの現金給付などの財政支出が、上記の影響を相殺するとみられ、改善を続ける雇用環境も同消費を支えると予想されます。昨年の輸出の急伸に伴って製造業の設備稼働率は上昇しており、今年も民間設備投資の好調な伸びが予想されます。また、数多くのインフラ投資が現在進行中であり、中国による複数の直接投資案件も加わり建設投資の伸びを押し上げるでしょう。堅調な世界景気にけん引され、輸出も底堅い伸びを続けると予想されます。

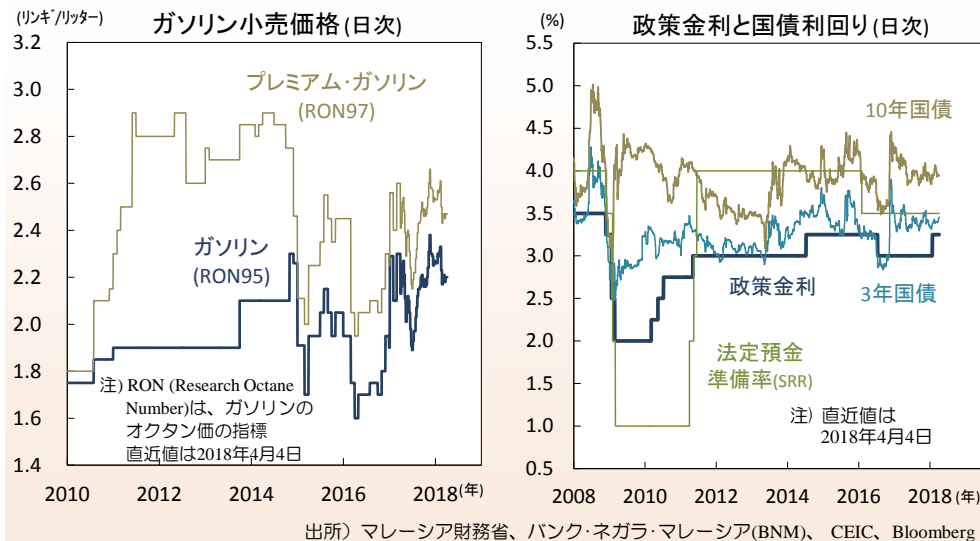
生産側では、内外需の伸びに支えられ製造業とサービス部門による生産が堅調に拡大するでしょう。インフラ投資の進展に伴って建設業が伸び、新規の油田とガス田の稼働に伴って鉱業生産も拡大する見込みです。天候条件の改善や生育サイクルの成熟化に伴って油やしの収穫量も増加し、農業生産を押し上げるでしょう。今年通年のGDP成長率は昨年の景気の急加速からの反動によってやや鈍化するものの、年率+5.5%前後と昨年の+5.9%を下回りつつ堅調な伸びとなると予想されます。

● 昨年初より上昇した消費者物価は足元で急速に鈍化

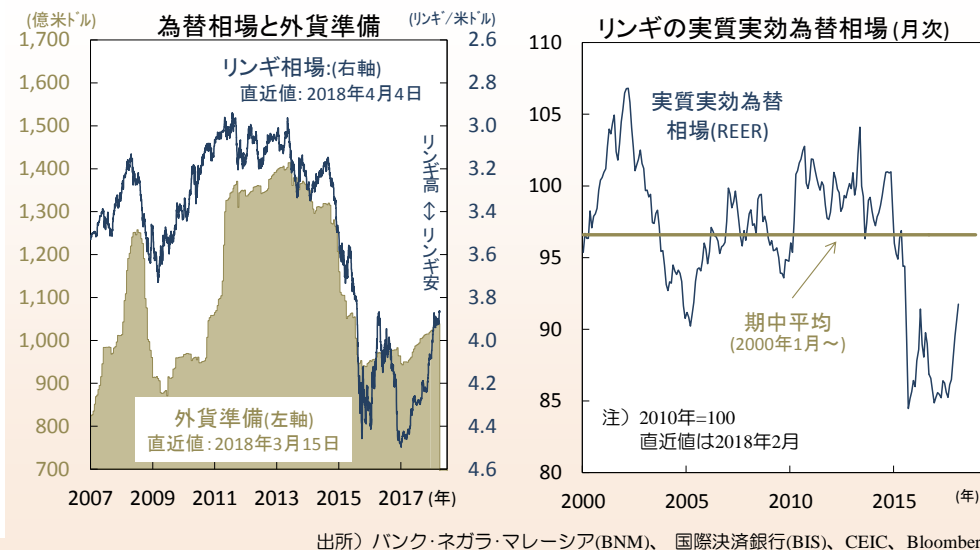
消費者物価の上昇率は、昨年初より大きく上昇し同年3月に年率+5.1%に達した後に、足元で急速に鈍化しています。政府が3月21日に公表した2月の総合消費者物価は前年比+1.4%と前月の+2.7%より鈍化し(図4左)、市場予想の+1.9%を下回りました。

2月の同物価の内訳では、食品が同+3.0%と前月の+3.8%より鈍化(図4右)。天候条件の改善に伴って野菜が同+1.7%と前月の+7.6%を下回り、肉類や乳製品・卵の伸びも低下しました。また、運輸燃料は同▲1.6%と前月の+8.5%より反落しました。同国は2014年にガソリンと軽油への補助金を廃止し小売価格の市場連動制に移行。2016年以降は国際燃料価格の上昇とリング相場下落による輸入物価の押し上げが重なり、運輸燃料の前年比は昨年3月に+42.1%まで上昇しました。その後は国際燃料物価の上昇の一巡とリング高の進行に伴って小売価格の伸びが鈍化(図5左)。前年の急伸からの反動(ベース効果)も加わり同物価の前年比をマイナスに押し下げました。コア物価も同+1.8%と前月の+2.2%より鈍化。衣服・履物の下げ幅が拡大し、宿泊・飲食など多くの品目の伸びが鈍化しました。3月初以降も燃料の小売価格は落ち着いた推移を続けており(図5左)、総合物価の前年比は今年半ばまでは+3%以内の水準で推移すると予想されます。

【図5】燃料小売価格は足元で低下(左)、今年1月に政策金利を上げ(右)



【図6】リングの対ドル相場は昨年初より上昇するも実効相場は未だに割安



● 今年1月の利上げを経て、3月には政策金利を据置き

バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)は、今年1月に約3年半ぶりの利上げを行った後、3月の政策会合では政策金利を据置き(図5右)、当面金利を据置く方針を示唆しました。

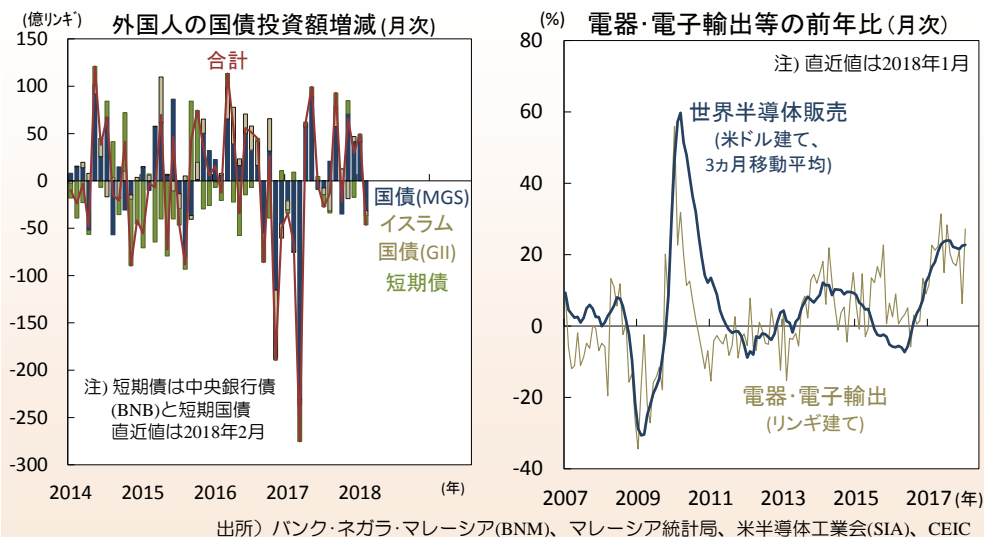
昨年初より消費者物価が上昇を続ける中で、BNMは昨年11月の会合で政策金利を据置きつつ近い将来の利上げを示唆し(アジア投資環境レポート12月11日号 参照)、これに次ぐ今年1月25日の会合で政策金利を3%から3.25%に上げました。BNMの声明は、経済が着実な成長軌道に乗る中で金融緩和の度合いを正常化したと説明。低金利の長期化とともにリスクが積み上がることを防ぐために、予防的な対応が必要としました。そして、消費者物価が鈍化を続ける中で行われた3月7日の会合では、BNMは政策金利を3.25%で据置き。声明は、前回まで見られた「金融政策スタンスは緩和的」との一文を削除。正常化のための追加利上げの示唆の撤回とも受け取れます。さらに「金融の緩和度合いは低インフレ下の堅調な成長を維持する政策と整合的」との一文を挿入。2016年半ば以降に金利据置きが続いた局面の声明にみられた文言であり、当面は金利を据置く可能性が高いことを示唆したものでしょう。景気については前回と同様の強気な見方が示され、インフレについては前回より警戒感が低下したことを示唆しました。

● インフレ警戒感が低下する中で年内は政策金利を据置きか

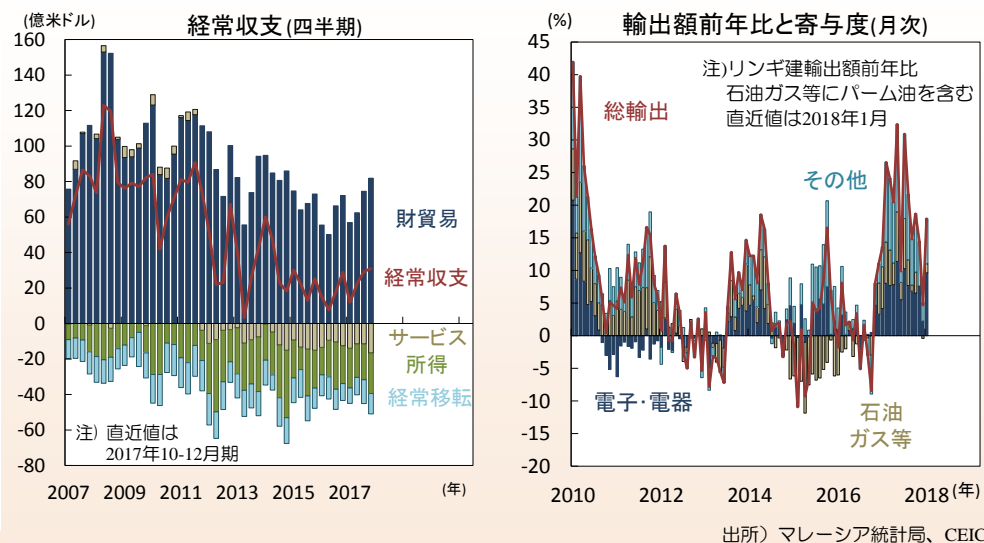
BNMによる3月の政策声明は、世界景気の拡大と外需の伸びの内需への波及によって今後の景気が支えられるだろうと記述。恵まれた雇用・所得環境、複数のインフラ投資計画、製造業とサービス部門の企業による投資などに支えられ、内需が景気のけん引役になると予想しました。今後の総合物価は国際原油価格の動向に左右されるとし、コア物価については「労働生産性の上昇や進行中の設備拡張投資によって鈍化するだろう」と記述。前回1月の「コア物価は穏やかなものに留まる」、昨年11月の「コア物価は堅調な内需に支えられている」などの記述に比べてインフレ警戒感は低下しています。労働生産性の伸びへの言及は、足元の製造業賃金の伸びにもかかわらず単位労働コストは上昇しないとの見通しを示したものでしょう。拡張投資と生産性の上昇によって経済の供給能力が拡大しているため、景気拡大が続く中でも産出ギャップのプラス幅は抑制され、コア物価圧力は高まらないというBNMの考えがうかがえます。

BNMは今後も金利の据置きを続けると予想されます。もし、今後、相対的に生産性の低いサービス部門にも賃金の伸びが拡大しコア物価が上昇し始めた場合には、BNMは今年末から来年初にかけて追加利上げの時期を探る可能性が高いと考えられます。

【図7】2016年末以降に加速したリンギ建て国債売りの動きは収束(左)



【図8】貿易・経常黒字が拡大(左)、電子・電器や一次産品輸出が堅調(右)



● 5月の総選挙も意識され、市場は選挙モードに突入か

今後は、政治状況が金融市場に大きな影響を与えるでしょう。下院議員の任期到来は今年8月下旬。しかし、従来どおり早期解散が行われる可能性が高いとみられます。政府は3月28日に選挙区の区割りを改正しており、与党連合BN(国民戦線)は4月7日に選挙公約を公表予定。上記の改正で選挙の準備が整ったこと、従来BNは国会解散後に公約を公表してきたことを考慮すると、本稿執筆時点(4月5日)では、4月初旬の国会解散と5月上旬(断食月が始まる5月15日より前)の選挙の可能性が高いと思われます。

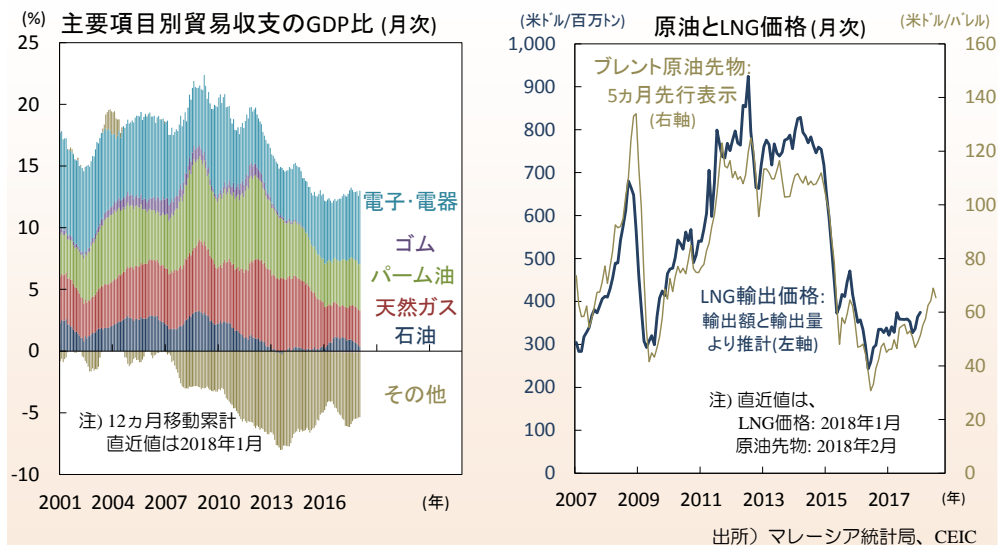
今回の選挙は、与党連合BN、野党連合PH(希望同盟)、かつての野党連合から離脱した汎マレーシア・イスラム党(PAS)によります。BNが過半数を上回りつつ、(憲法改正が可能な)3分の2には届かない60%前後の議席を得て勝利すると、金融市場参加者の多くが予想。BNの支持率が高いこと、野党がPHとPASに分断されていること、足元の景気が堅調なこと、BNの支持基盤である低所得家計向けの財政支出の恩恵が及び始めていること等が背景です。上記のシナリオが実現した場合、ナジブ首相が続投し現行の経済政策が継続するとみられます。また、前回の選挙と同様、選挙前の歳出拡大等によって悪化した財政収支の健全化が図られる可能性が高いでしょう。

● 市場の予想外の野党躍進なら、金融市場の混乱も

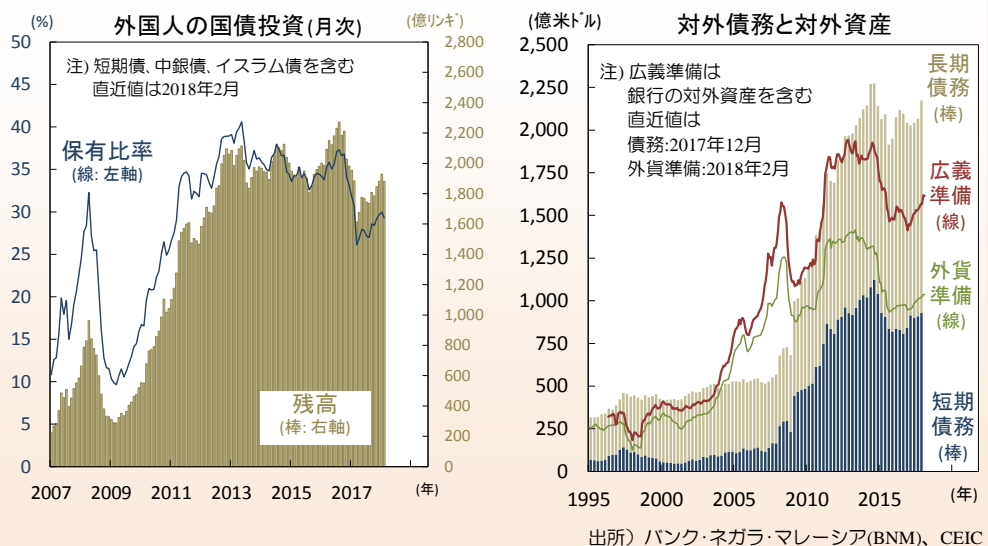
なお、現地の政治アナリストの一部の間では、上記のシナリオはあまりに楽観的であり、野党連合PHの勝利による政権交代や同連合の躍進による与野党の拮抗の可能性も無視するべきではないとの見方も浮上している模様です。

PHの躍進が意識されるのは、(a)野党連合間の協調の高まり、(b)マハティール元首相がPHの暫定首相候補になったこと、(c)BNとPHとPASの間でマレー系有権者の票が割れBNの得票率が低下する可能性などが背景です。PHは3月8日に約200頁からなる選挙公約を公表し、「まとまりのない連合」という印象を払拭。また、マハティール氏は、BN中核の統一マレー国民組織(UMNO)の支持基盤であるマレー系有権者の支持が厚いとみられます。仮に、PHが選挙に勝利した場合、建国以来初の政権交代に対する不安感などから金融市場は大きく混乱するでしょう。また、PHの公約は、GSTの廃止や燃料補助金の復活など、ナジブ政権による財政健全化策の撤回を唱えています。経済運営が迷走し財政と信用力が悪化する懸念も浮上するとみられます。また、与野党拮抗による政局の混迷、与党連合の辛勝による与党内での「ナジブ首相降ろし」の懸念なども、経済運営の迷走の連想から市場心理を悪化させると予想されます。

【図9】貿易黒字の源泉は、電子・電器とパーム油と天然ガス(左)



【図10】国債の外国人保有率はピーク時以下(左)、低水準の外貨準備(右)



● 今年初来、リングはアジア最強通貨の地位に

通貨リングは今年初より4月4日にかけて対米ドルで4.6%上昇と(図6左)、主要アジア通貨最大の上昇率。昨年通年でも同+10.9%と韓国ウォン(同+12.8%)に次ぐ上昇率であり、近年その好調さが目立ちます。好調ぶりの背景には(a)相対的に割安なリング相場、(b)経常収支の改善、(c)相場上昇を愛好するBNMの姿勢、などがあると考えられます。

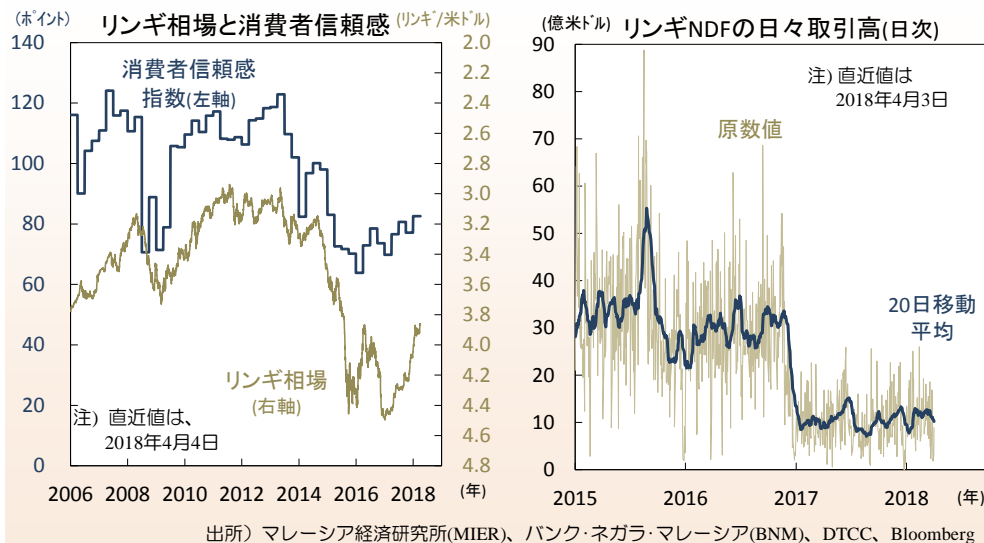
リングは2014年8月末から2016年末にかけて対米ドルで29.7%下落。同通貨はその後上昇に転じたものの、足元の実質実効相場(REER)は依然過去の平均を下回っています(図6右)。(1)2014年末より2015年末までの相場の低迷は、一次産品価格の低迷に伴う対外収支と財政収支の悪化や政治的な不透明感を受けたもの(本レポート2015年7月号 3-6頁参照)。(2)2016年11月初から同年末までの相場下落は、米大統領選挙直後の市場混乱時に導入された海外為替先物(NDF)取引への規制を嫌気したものであり(本レポート2017年1月号 4-6頁参照)、国債市場からの資本流出が通貨を下押ししました(図7左)。その後、2017年4月の国内為替先物市場の規制緩和などが好感され、リング相場は反発。国内為替市場の安定化や海外の機関投資家による同国債売却の一巡などもあり、相対的に割安なリングを買戻す動きが加速しました

● 選挙前後の変動はあれど、リング相場は堅調に推移か

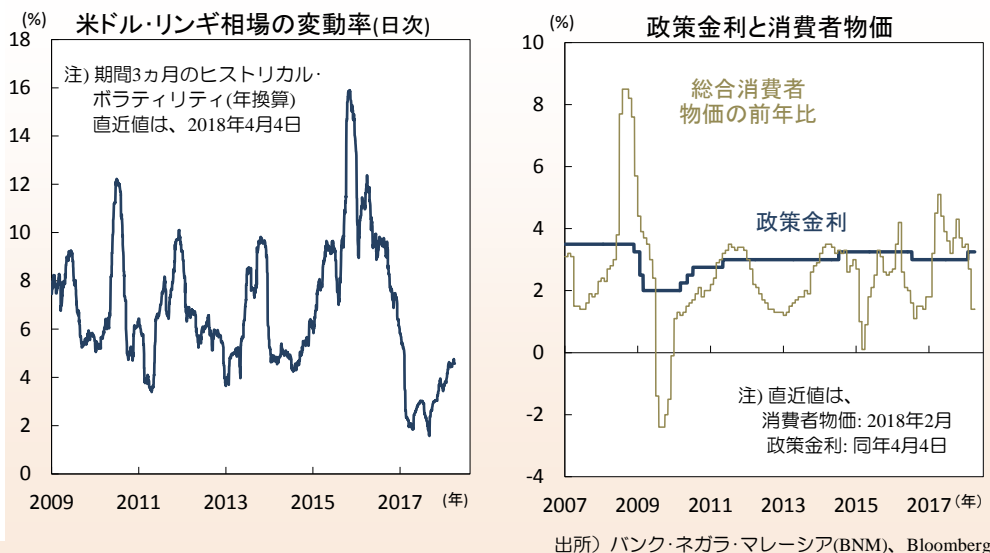
一次産品価格の上昇による交易条件の改善や世界的な半導体需要の高まり(図7右)に伴う貿易収支と経常収支の改善(図8左)も通貨を支えています。同国の貿易黒字の源泉は、天然ガス、パーム油、電器・電子など(図9左)。天然ガス価格は4-6カ月の時間差において原油価格に連動しており(図9右)、原油価格の上昇はその輸出額を押し上げます。

2月時点の外国人の国債保有比率(短期債・中銀債・イスラム債を含む)は29.3%(図10左)。2011-16年平均の35.1%を下回っており、資本流入余地は大きいとみられます。BNMは低水準の外貨準備(図10右)を増強するために資本流入局面で小規模なドル買い介入を行うものの、相場上昇圧力を完全には吸収せず、緩やかな相場上昇を容認(図6左)。相場がやや割安であり、かつ相場上昇が消費者信頼感等の改善を促す傾向があること等が背景とみられます(図11左)。また、前述の規制に伴う海外為替先物(NDF)市場の流動性の低下によって同通貨売りが難しくなり(図11右)、直物相場の変動率も低下しました(図12左)。今後は、政治的不透明感から総選挙の前後にリング相場が一時的に軟調となる局面もあろうものの、堅調な景気、改善する経常収支、債券市場への資本流入などに支えられ、リング相場は堅調に推移すると予想されます。(入村)

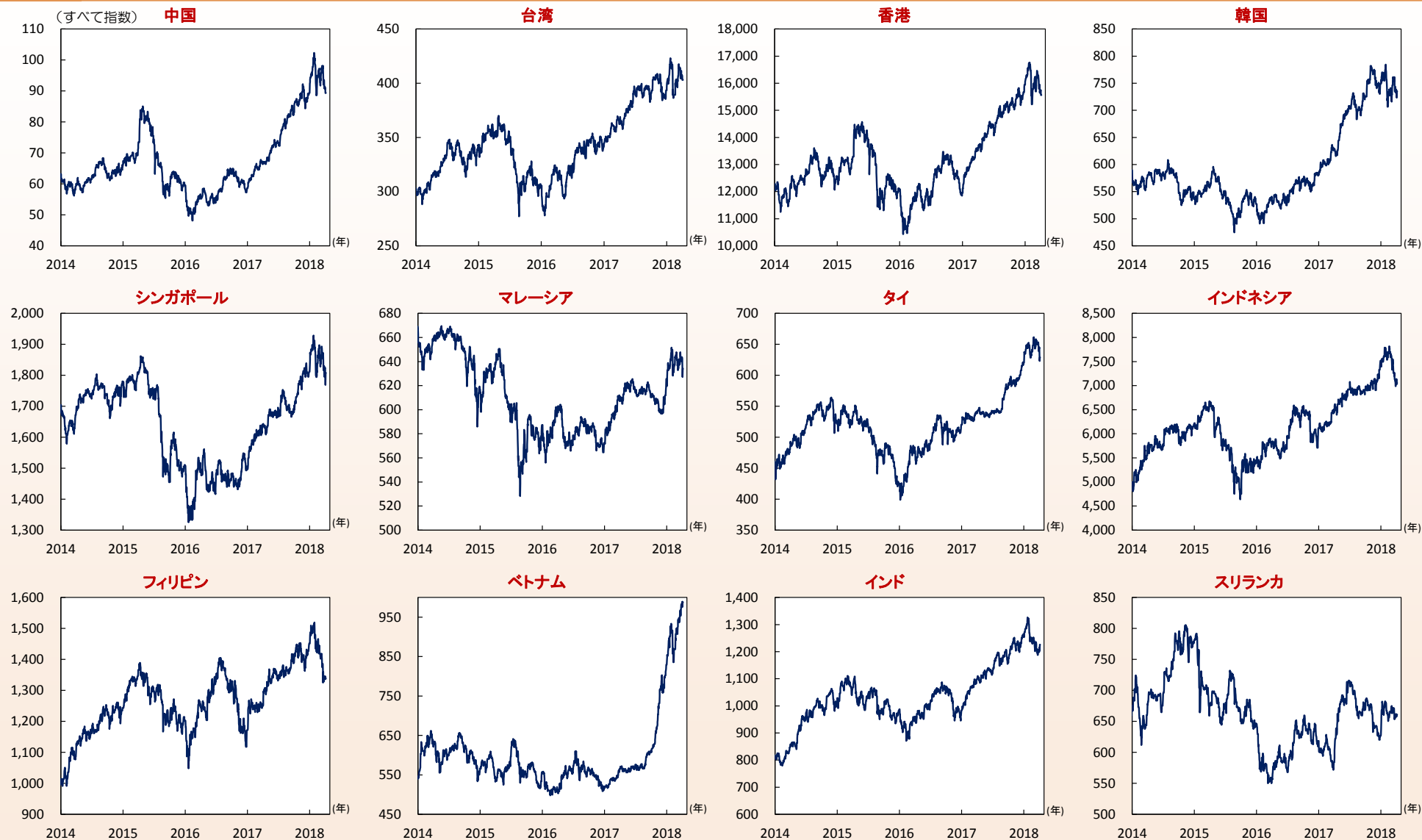
【図11】リング相場の影響を受ける信頼感(左)、低下したNDF取引高(右)



【図12】リングの直物相場の変動率はやや上昇するも低位(左)



【アジア・マーケット・ウォッチ】(1) 株価

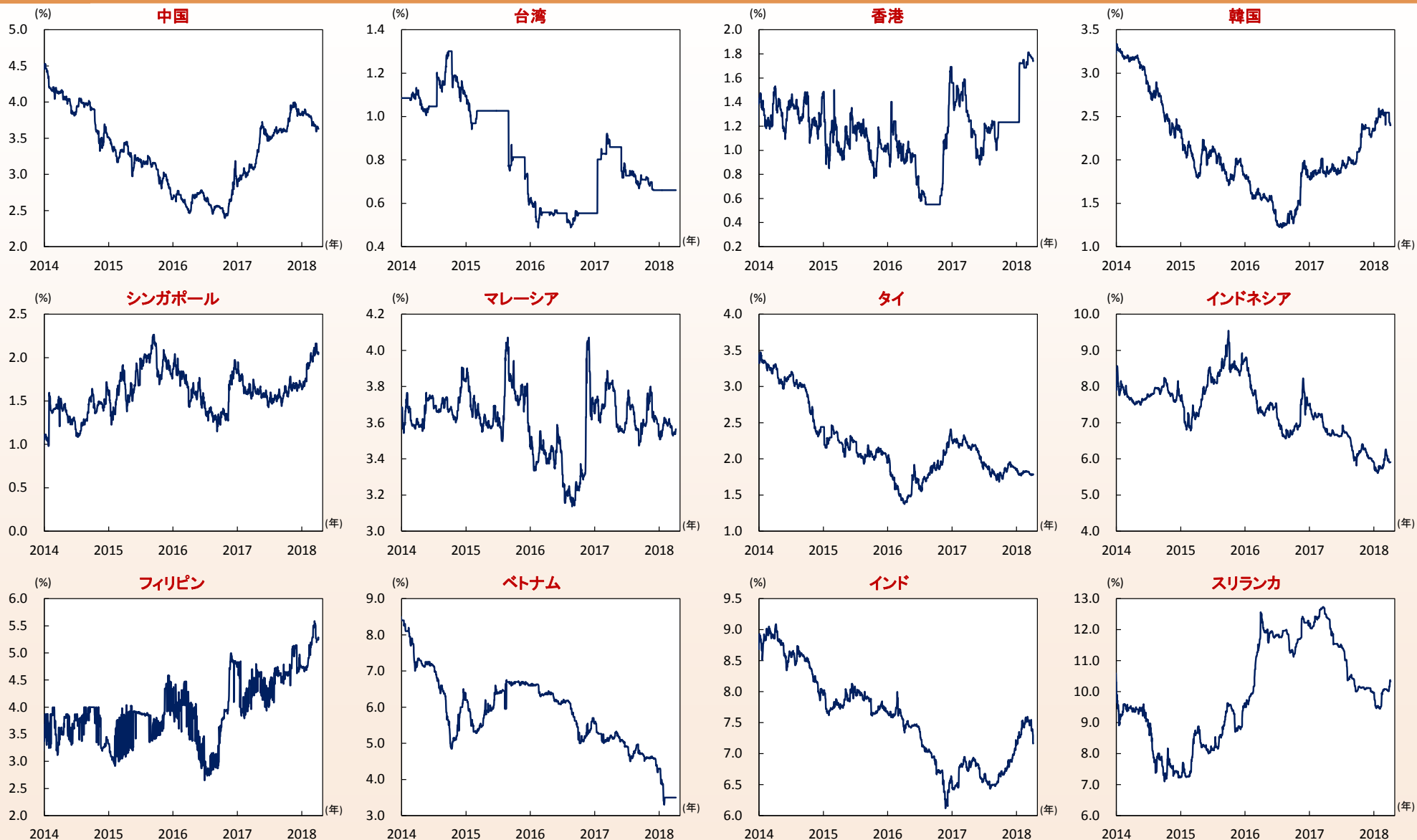


注1) 直近値は、2018年4月5日。

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

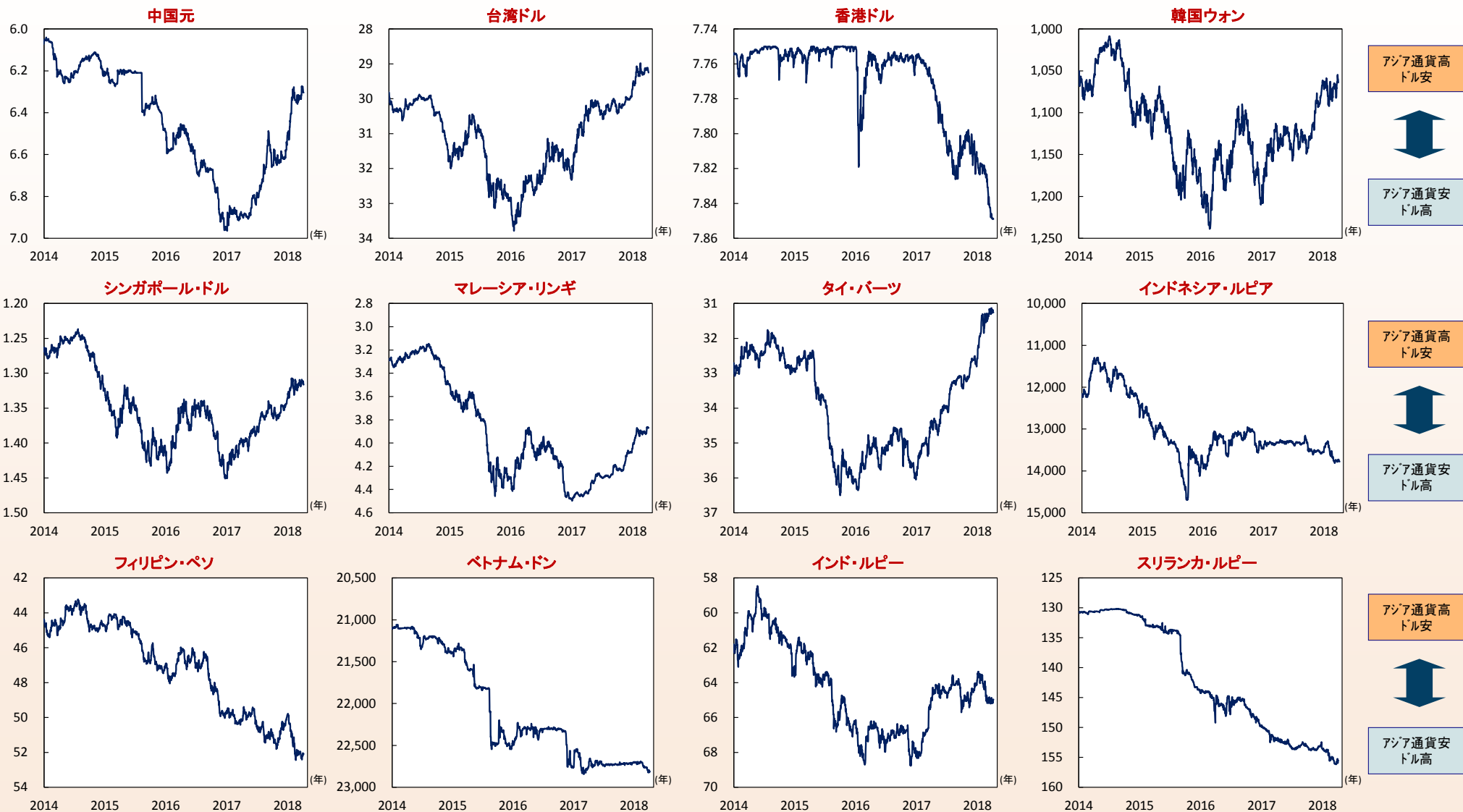
【アジア・マーケット・ウォッチ】(2) 自国通貨建国債利回り



注) すべて5年国債利回り、直近値は、2018年4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4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4月6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 エモティフ・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