



マレーシア経済事情：金融危機対応から財政・金融政策総動員へ

～2年半ぶりに政策金利を引き下げ、景気減速懸念の高まりに対して政策対応姿勢を鮮明に～

発表日：2008年12月1日（月）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

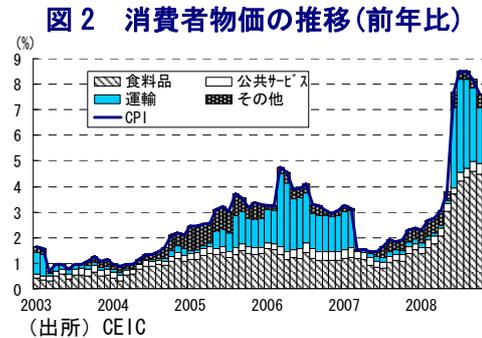
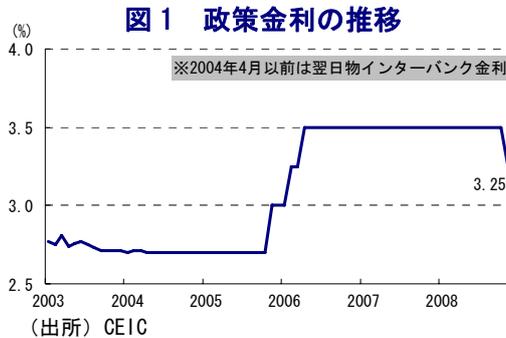
(要旨)

- 24日、マレーシア・ネガラ銀行は金融政策委員会を開催、政策金利を2年半ぶりに25bp引き下げて3.25%とする決定を行った。同国では、年明け以降の資源価格高騰によるインフレ率の急上昇に対して利上げを行わず、低利で据え置くことで景気刺激を志向する姿勢を貫いてきた。その結果、インフレ率は一時26年ぶりの高水準に達したが、資源価格が足元で大幅に下落し、コストプッシュ型のインフレ圧力が大きく後退した。ここでさらに金融緩和に舵を切ることによって景気減速に対抗する姿勢を示したと言える。
- 同国はアジアで数少ない資源国の一つとして、資源価格の高騰を背景に内需の底堅さが続いてきたが、ここに来てインフレによる消費及び投資への下押し、世界金融危機による海外からの投資資金の逃避の影響が表面化してきた。直前の7-9月期の実質GDP成長率は対前年比+4.7%と依然として底堅さを保っているものの、9月のリーマンショックを経て底堅さを残して来た消費にも足元では翳りが生じている。さらに、世界経済の後退は輸出の対GDP比が8割超と外需依存度の高い同国にとっては下押し材料であり、内需・外需の双方で環境悪化が著しくなっている。
- 同国は資源国として輸出が堅調さを維持してきたが、ここに来て資源価格の急落と海外による需要鈍化の影響を受けている。さらに、同国の景気減速懸念は、世界金融危機と相俟って海外からの投資資金を流出させて株式や通貨に売り圧力を生んでいる。金融当局は為替安定化のための為替介入を積極的に実施したことで、外貨準備は足元で急速に減少するなど国際的な信用力の低下を招く事態となっており、そうした事態がさらに売り圧力を加速させる要因になっているとも考えられる。
- 先行きについては、インフレ率の鈍化が期待される一方で食料品を中心に価格の高止まりが続くとみられ、外需の環境が当面改善しない中では雇用及び所得の伸びが抑制され、実質購買力の押し下げに繋がるとみられる。したがって、世界経済の減速が続くとみられる来年後半にかけては、内需及び外需共に減速基調が続き、景気低迷は避けられない。2009年末にも景気は底入れし、2010年には回復基調に転じると予測されるものの、世界金融危機を教訓にこれまでのような投資資金の流入が期待されないことから、回復の度合いはこれまでの景気回復期に比べて緩やかなものに留まるものと予想される。

《景気減速懸念が高まる中、2年半ぶりの利下げ実施を資源価格下落によるインフレ率の鈍化が後押し》

- 24日、マレーシア・ネガラ銀行は金融政策委員会を開催し、政策金利を25bp引き下げて3.25%とする決定を行った（図1）。アジアの新興国では、年明け以降の資源価格の急騰からインフレが大きく上振れしたため、多くの国が利上げなどの金融引き締めによってインフレ抑制姿勢を強めて来た。しかし、同国では2006年4月以降は一貫して政策金利を変更することなく、インフレが上昇する中でも金利を低く留めることで内需振興を図る姿勢を崩さなかった。
- こうしたことから一時は26年ぶりの高水準に達したインフレ率も、足元では原油や穀物などの資源価格が下落していることで落ち着きを取り戻しつつある。直近の10月の消費者物価は、対前年同月比+7.6%と前月（同+8.2%）から伸びが鈍化した（図2）。消費者物価に占めるウェイトの高い食料品（3割超）や運輸（約16%）などの価格の伸びが大きく鈍化したことが影響している。先行きも、当面は商品価格に下押し圧力が掛かり続けるとみられ、コストプッシュ型のインフレ圧力は後退していくと予想される。
- さらに、米国発の世界金融危機によって投資家のリスク許容度が大きく低下、リスクの高い新興国市場から

投資資金が流出している。こうした動きは同国にも株式や通貨リングに下押し圧力となっている。為替の急落は名目 GDP に占める輸入の割合が 8 割超の同国にとり、輸入物価の押し上げを通じた新たなインフレ懸念となる恐れがある。しかし、足元ではこれまでのインフレによる内需鈍化に加えて、世界経済の後退で外需も頭打ちとなる可能性から景気の下押し材料が揃っており、ヘッドラインの物価上昇率が鈍化したことは金融緩和に舵を切る後押し材料になったものと考えられる。これまでの同国の金融政策のスタンスは、インフレ抑制より景気下支えを志向しており、先行きも利下げ基調を強める可能性が高まっていると考えられる。



《底堅く推移した景気も足元で急減速、内需・外需ともに下押しが避けられず、先行きも困難が待ち受ける》

- 7-9 月の実質 GDP 成長率は、対前年同期比+4.7%と前期（同+6.7%）から大きく減速した（図 3）。同国はアジア新興国の中では、原油や天然ガス、パーム油などをはじめとする天然資源が埋蔵する数少ない資源国の一つであり、ここ数年は資源価格の高騰を背景に高成長を収めてきた。年明け以降は資源価格の上昇に起因するインフレ上昇という課題を抱えつつも、中国などの新興国による旺盛な資源需要が続いたことで企業業績は牽引され、足元の雇用環境は改善し続けて来た（図 4）。雇用環境が改善したことで家計所得は向上し、個人消費を中心とする底堅い成長が続いてきたものの、年明け以降は食料品やエネルギーといった必需品を中心に価格上昇圧力が強まったことで実質的な購買力は大きく下押しされ、足元ではこうした内需の勢いは頭打ちを迎えていた。
- 足元での個人消費の鈍化は、耐久消費財の消費動向に明確に現れ始めている。同国政府は自国産業の活性化を図るため、輸入車に対する関税賦課が難しくなったことで、補助金により国産車プロトンを実質的に保護する姿勢を強めて来た。こうした政策が奏功する形で 2007 年後半以降は、自動車販売が大きく上振れしてきた。しかし、年明け以降の原油価格高騰により石油製品向けの補助金が過大となったため、今年 4 月に補助金が廃止され石油製品価格が上昇したことで、自動車売上は頭打ちを迎えた（図 5）。直近の 10 月の自動車売上高は前年比でマイナスに陥るなど、原油価格低下により石油製品の価格が低下しているにも拘らず以前の勢いは戻っておらず、こうしたことから個人消費の勢いに翳りが生じていると考えられる。
- また、世界経済の減速基調が強まる中で、同国の輸出の約 4 割を占める半導体をはじめとする電子機器については世界的な需要が頭打ちを迎えている。さらに、主要輸出先である米国や EU の景気は先行きにおいて一層下押しされる可能性が高まっており、外需の減速感は今後も強まっていくものとみられる。このように内需のみならず外需にも下押し圧力が強まる中で、足元では鉱工業生産は既に前年比でマイナスに陥っており（図 6）、こうした傾向は先行きも当面続いていく可能性が高まっていると言える。政府は製造業の振興を図るべく関連する投資の承認を増大させる方針を強めており、承認額は足元でも堅調さを保っている（図 7）。しかし、世界経済の後退により投資主体である海外の企業業績が先行き悪化懸念を強める中、これらが実態を伴う投資となるかについて疑問が高まっている。今年に入って以降、実質資本形成が前年比マイナスで推移していることを考えると、既に資本形成に翳りが生じているとみられ、その観点からも先行きの生

産に対する下押しの影響が避けられないであろう。

図3 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)

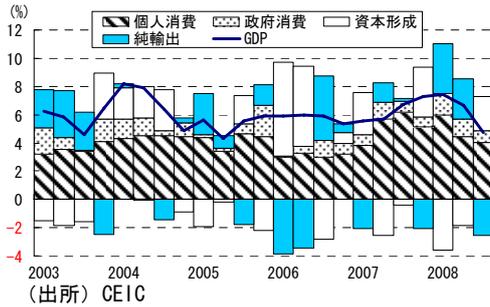


図4 雇用環境の推移

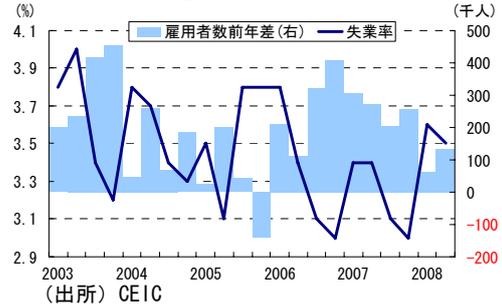


図5 自動車売上の推移 (前年比)

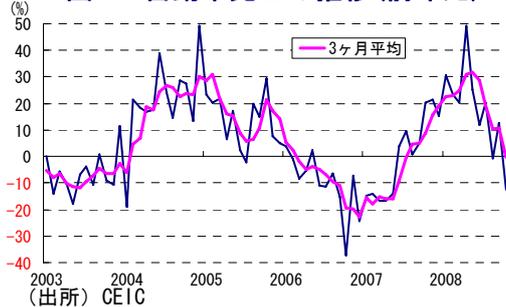


図6 鉱工業生産の推移 (前年比)

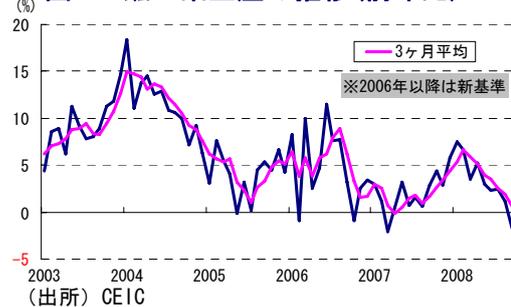
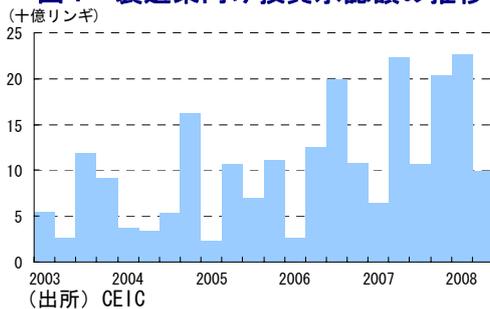


図7 製造業向け投資承認額の推移



《足元で貿易黒字は拡大も、金融危機による資金流出で資本市場急落、積極的な為替介入で外貨準備も急減》

- 同国の輸出のうち、原油や天然ガスなどをはじめとする鉱物資源は約 2 割強を占めており、年明け以降の資源価格の急騰によって輸出額は大幅な上昇を続けてきた。しかし、足元では資源価格がピークアウトを向かえて大きく下落していることもあり、急速に伸びは鈍化している。一方で、国内はインフレの高止まりが続いたことで個人消費を中心とする内需が足元で頭打ちを迎えている。このように、輸出のみならず輸入の伸びも合わせて鈍化していることで、足元においても貿易収支は拡大基調が続いている (図 8)。
- このように足元で貿易収支の黒字幅が拡大していることもあり、直近のデータは取得出来ていないものの、4-6 月期までは経常収支の黒字幅は拡大基調が続いている (図 9)。年明け以降のインフレの高止まりといったファンダメンタルズの悪化にも拘らず、金融当局が引き締め姿勢を志向しなかったことで証券投資を中心とする投資資金は流出超の状態に陥ったものの、総合収支は大幅な黒字となるなど、外貨準備の積み上げに大きく貢献してきた (図 10)。しかし、外貨準備高は今年 6 月末時点をピークに減少基調が続いていることから (図 11)、とりわけ 9 月に発生したリーマンショック以降の世界金融危機により、投資家のマインド悪化に伴うリスク資産からの引き揚げにより大量の投資資金が流出超に陥っているものと推測される。
- 外国人投資家を主導とする証券投資の流出は、同国の株式相場や為替相場にとっては下押し圧力となっている。足元の株価は年明け早々にマークした最高値から約 4 割強下げる展開となっており、先月末には政府系

ファンドである「バリューキャップ」に対して 50 億リンギ（約 14 億ドル）を注入し、株価が大幅に下落した株式の買い上げを行う方針が示されたほか、サービス部門を中心に規制緩和によって雇用創出を図る方針が示された。一時的には株価が持ち直すきっかけとはなかったものの、外国人投資家による売り圧力は依然強く、足元では同社による買い支え前の水準近傍まで落ち込んでいる（図 12）。足元では為替も急激に減価しているが（図 13）、輸入が対名目 GDP 比 8 割超と高水準にある同国には、輸入物価の押し上げによる輸入インフレをもたらす懸念がある。こうしたことから、金融当局は通貨安定のために積極的なリンギ買い（ドル売り）介入を行っており、足元での外貨準備の急減をもたらす要因の一つとなっている。

図 8 輸出入の推移(前年比)

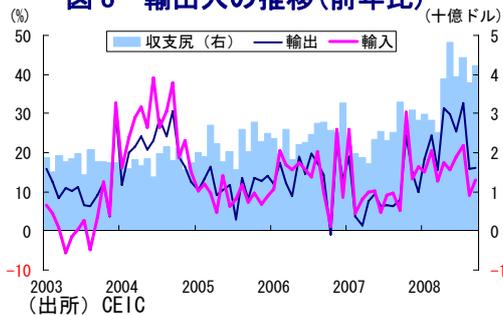


図 9 経常収支の推移

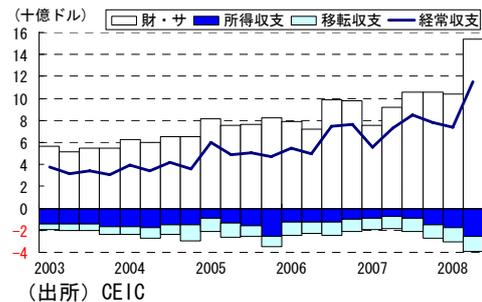


図 10 国際収支の推移

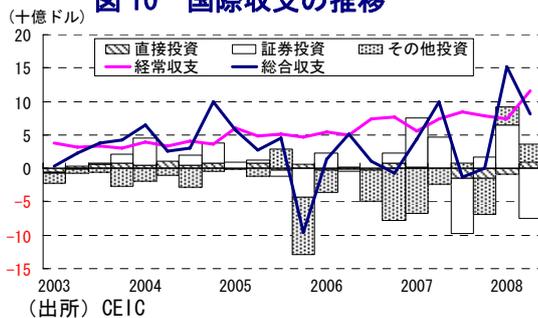


図 11 外貨準備高の推移



図 12 株式相場の推移



図 13 為替相場の推移



《財政拡大による景気刺激策も実効性の面で疑問が残る上、先行きも資金逃避の影響が残存するとみられる》

- 世界金融危機に端を発する資金流出や世界的な景気後退の影響を受け、底堅く推移してきた同国経済にも景気減速懸念が強まっている。こうしたことから、政府は今月初めに総額 70 億リンギ（約 20 億ドル）規模の経済対策を打ち出し、波及効果が高いと考えられるインフラ部門や不動産部門への積極的な投資を行う方針を示している。なお、これまでは製造業に関しては 100%外国資本による参入が可能であった一方、サービスや不動産、商業などについてはマレー人を優遇する「ブミプトラ」政策を採用してきたが、今回の施策では海外からの投資促進策として外国投資ガイドラインを見直す方針も示された。しかし、同ガイドラインについては、特にサービス部門で不透明な部分が多いこともあり、海外からの投資が期待通りに進むか疑問が残る。また、今回の事業予算である 70 億リンギについては、今春に廃止された石油製品向けの補助金相当

としているが、来年度予算での想定原油価格は 1 バレル＝80 ドルと足元からかなり高い水準を前提としている。このことから、拠出する資金が不十分となる中で十分な効果が発揮されない可能性が高い。その上、現政権は今春実施された総選挙で歴史的な大敗北を喫するなど、国民からの信認の低下が著しい。アブドラ首相は既に来年 3 月に退任し、後任としてナジブ副首相に禅譲する方針を固めているが、こうした動きに与党 UMNO 内に反対も多く、政権移行が順調に進むかは依然不透明である。したがって、経済政策の適切な進捗を期待することは極めて難しい状況にあると判断される。

- 足元では、年明け以降に上昇したインフレの影響から、これまで力強いとされてきた個人消費を中心とする内需に頭打ち感が強まっている。インフレ率は先行きにおいて徐々に鈍化基調を強めていくものとみられるが、食料自給率が低い同国では主食のコメを輸入に依存している上、コメ相場は市場機能が未だにきちんとしていないことも影響し、価格が他の主要穀物（小麦、大豆、トウモロコシ）などに比べると変動し易い上、足元でも価格の高止まりが続く。こうしたことから、物価上昇率は鈍化しても価格そのものは高止まりする懸念が残っている。さらに、世界経済の後退によって同国の主要輸出財に対する需要の減速が避けられない状況下では、先行きの雇用、ひいては所得についても下押し圧力が強まっていくものとみられる。そうした中で、食料品などの必需品の価格が高止まりすることは実質購買力の下押し圧力をさらに強めることになるため、インフレ鈍化がすぐに個人消費の押し上げに繋がらない可能性がある。こうしたことから、先行きも景気の減速基調が強まっていくものと予想される。
- さらに、世界金融危機の影響は当面残存するとみられる中、景気減速懸念が高まっている上、インフレ圧力も当面残存する懸念が残る同国からは、今後も引き続き投資資金の逃避誘因が高い状態が続くと考えられる。さらに、ここ数年は新たな資金の流入元として期待された中東産油国を中心とするイスラム金融についても、足元の原油価格の急激な下落によって勢いをなくしている。こうしたことから、投資資金がこれまでのような大量流入を期待することが困難になるとみられる中、国内に過剰流動性が発生することによる内需の上振れを求めることは極めて難しい。同国は巨大な貿易黒字を背景に経常収支は黒字基調で推移しているものの、ブミプトラ政策に表れるように投資の配分は競争的及び効率的に行われているとは言いがたく、公的投資も同様に効率性より情実的な部分が重視される傾向が強い。さらに、足元の金融危機により投資環境が悪化していることで海外からの投資流入が厳しく、パイの縮小が避けられない投資資金をより効率的に配分することが望まれるにも拘らず、先行きも必ずしも効率性の観点からは最良な選択がなされない可能性が残る。先般の金融政策委員会における金利引き下げの決定に続き、今後も相当程度の利下げ幅をもって金融緩和が行われるとみられ、資本投資に向けた環境整備はなされると予想される。しかし、投資の決定からその実施、そして効果の発現に至るにはタイムラグが生じること、内需及び外需の双方で下押し圧力が強まっていることを考えると、当面の効果を期待することは難しい。
- 一連の景気刺激策を折り込む形で、同国政府は当面の経済成長率の見通しを下方修正しており、今年については前年比＋5.0%、来年については同＋3.5%に大幅な引き下げを行っている。当社も今月、アジア新興国について経済見通しのアップデートを行った。公表された景気刺激策については前述の通り、前提とする石油補助金の想定原油価格の高さから十分な効果が期待出来ないと考えられ、さらに物価上昇率は先行き鈍化基調を強めるものの、食料品を中心に価格の高止まりが続くことで実質購買力に下押し圧力が掛かり続け、結果として、内需は来年後半に掛けて減速基調が続くと予想している。さらに、米国を中心として同国の主要な輸出先については当面のところ景気減速が続く上、その反転時期についても来年後半の相当後ろの方になるとの見通しから、外需環境の改善には依然として時間を要するとみられ、来年後半にかけては内需及び外需双方での減速が続くとみている。なお、2010 年以降は景気が底入れした上で回復基調に転じるとみら

れるものの、足元の世界金融危機を教訓に、これまでのような旺盛な海外からの投資資金を期待することは極めて難しくなっていると予想する。したがって、景気回復期に入っても過剰流動性による需要の押し上げといった副次的効果は期待されず、回復度合いは極めて緩やかなものに留まると予想する。その結果、当社は2008年の実質GDP成長率を対前年比+5.3%、2009年は同+3.5%、2010年は同+4.4%と予想している。

以 上