



## マレーシア経済事情：大規模対策打ち出すも実効性に課題

～景気急失速でGDP比9%の対策も、政治不信と執行能力への疑問から大幅マイナス成長の可能性も～

発表日：2009年3月18日（水）

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)

- 東南アジアで数少ない資源国ながら、外資主導による高付加価値製造業の育成を進めてきたマレーシアだが、世界的に需要が急激に縮小する中、輸出の対GDP比が100%超という輸出依存度の高さが災いして景気が急失速している。昨年10-12月期の実質GDP成長率は前年比+0.1%、前期比（季調済、試算値）▲2.6%とマイナス成長となっている。外需の激減は企業業績の悪化、雇用・所得環境の不透明感の高まりを通じて内需にも影響している。昨年苦しんだインフレは、商品市況の急低下により大きく後退しているが、需要の落ち込みによる低下もあり、先行きもインフレの低下が進むと予想される。
- 景気の急失速に際して、金融当局は昨年10月以降に断続的な利下げを執行し、先月の定例の金融政策委員会でも再利下げを実施、足元の政策金利は史上最低水準の2.0%に至る。政府も昨年11月に70億リング（20億ドル）の景気対策を打ち出した。しかし、その後の急激な景気悪化と市場の失望感に対応し、今月には対GDP比で9%に上る600億リング（162億ドル）と市場予想をはるかに上回る景気対策の第2弾目を公表した。しかし、その具体策については詳細が詰まっていない上、支出のタイミングについても不透明な部分が多いなど、早くも市場では様々な憶測が飛び交っている。
- さらに、景気対策第1弾目が円滑に進捗していない中での第2弾打ち出しに、実効性に対する疑問も高い。また、財源として国債による資金調達などを前提とするが、現下の金融環境下での円滑な資金調達には不安が残る。こうした不透明さに加え、景気の急失速を材料に市場では同国からの資金逃避の動きが強まっているとみられ、通貨、株式、債券のすべての市場で上値が重い状態が続いており、こうした局面は当面持続する可能性が高いと考えられる。
- 先行きについても主要な輸出先である先進国経済の底入れには依然時間を要するとみられる中、外需の回復を当面見込むことは難しい。一方、内需振興策についても具体策が詰まっていない上に政治不信が響く。外需縮小による景気悪化は急速に進む中、具体策が遅れることで景気底入れの後ズレが懸念される。当研究所では先月に見通しを公表したが、前提となる昨年10-12月期の成長率が見通しを大幅に下回ったことで見直しを行った。2009年の経済成長率は、景気対策第2弾が行われない状況では、前年比▲3%程度の大幅マイナス成長に陥ると考える。ただし、政府の実施能力や対策の実効性の低さを考慮した場合、依然として2009年はさらに大幅なマイナス成長となる可能性があるかと予想する。

### 《輸出依存度の高さ、外資主導の高付加価値品への集中が、世界的需要縮小で急速な景気後退を招く要因に》

- マレーシアは、アジア域内では数少ない資源国の一つであり、以前から外資主導による欧米先進国向けの高付加価値の電子機器をはじめとする産業集積を行ってきた。しかし、こうした先進国向けの外需に依存した経済構造は、足元の世界的な景気後退に対する脆弱性を高め、輸出が対GDP比で100%超と経済の外需依存度が高かったことも、世界経済の動向に景気が過敏に反応する状況を生んだ。昨年10-12月期の実質GDP成長率は、対前年同期比+0.1%と前期（同+4.7%）から大幅に伸びが鈍化し（図1）、前期比（季調済、試算ベース）は▲2.6%と大幅マイナス成長入りし、急速な景気悪化に見舞われていることを示した。
- 昨年9月のリーマンショック以降、世界的な景気の急激な悪化により同国の輸出は昨年10月以降は前年比でマイナスが続いている（図2）。特に、同国の輸出は日米欧といった先進国向けが全体の35%程度を占め、先進国の景気悪化の影響を受け易い上、中国をはじめとするアジアの新興国経済でも景気減速が鮮明になる

中、外需を取り巻く環境は急速に悪化している。さらに、外需が急速に冷え込んでいることで企業業績が悪化し、雇用・所得環境の不透明感が高まるなど、旺盛さが続いてきた個人消費をはじめとする内需に対しても足元で悪影響が出始めている（図3）。このように内外需双方で勢いが急速に弱まっていることを背景に、生産そのものにも下押し圧力が強まっており、足元では前年比▲20%超の大幅マイナスに陥っている（図4）。

- 同国の主要輸出市場である欧米をはじめとする先進国景気の底入れには、依然として時間を要すると思われる。しかし、中国向けの輸出は輸出全体の1割弱を占めるほか、独自の景気対策による効果が現れ始めるなど、輸出の押上が期待されるものの、その半数程度は電子機器や輸送用機器などであり、中国政府による消費刺激策では中国製品が優先される可能性が高いことを考えると、その裨益効果は必ずしも高くないとみられる。また、昨年の世界的な商品市況の急騰により高進したインフレ率は、一時前年比+8%超と過去最高水準に到達したが、その後は資源価格の下落に歩を併せる形で伸びが鈍化し、直近1月の消費者物価は前年比+3.9%まで低下している（図5）。このことは、消費にとって幾分プラスに働くことが期待される一方、急速な景気悪化で先行きの雇用・所得環境が悪化は避けられず、内需は一段と下押しされる懸念が高まっている。

図1 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

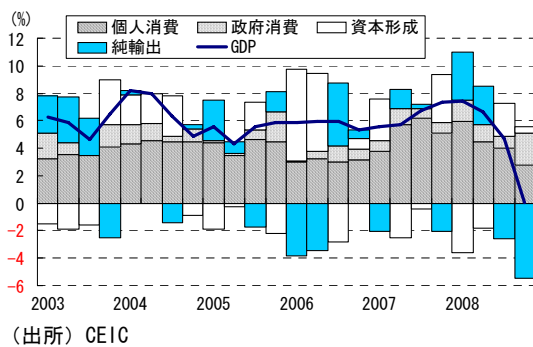


図2 輸出入の推移(前年比)

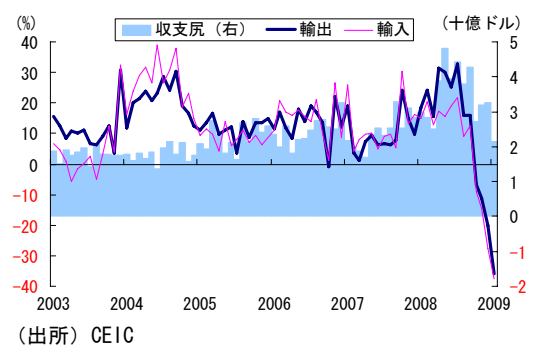


図3 製造業売上高の推移(前年比)

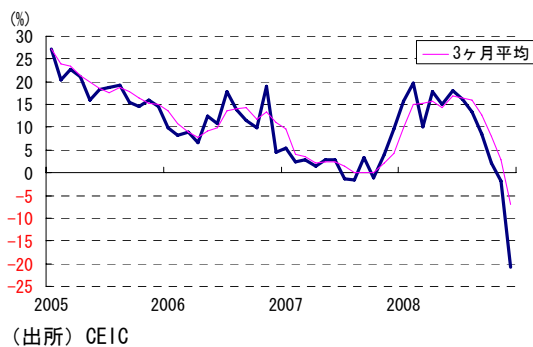


図4 鉱工業生産の推移(前年比)

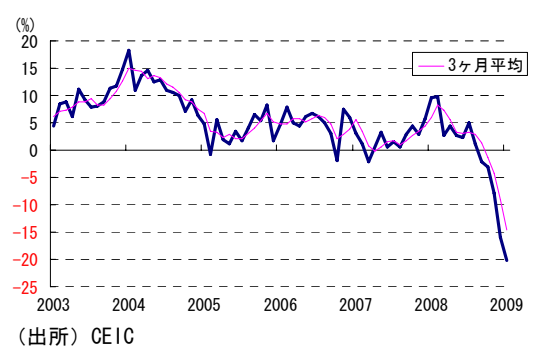
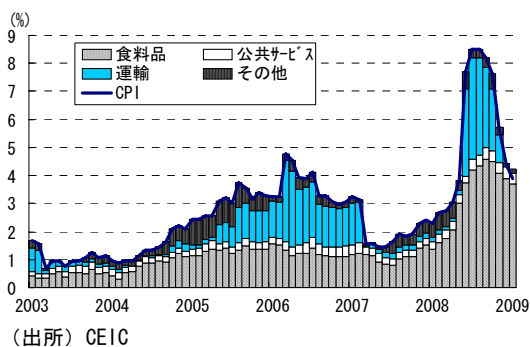


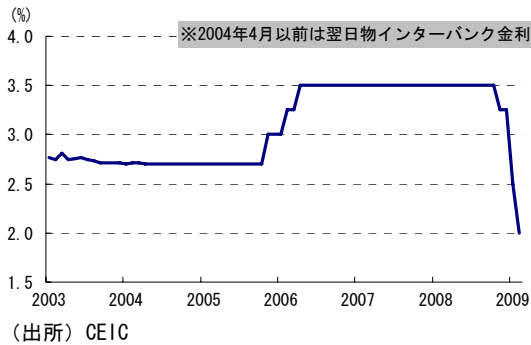
図5 消費者物価の推移(前年比)



**《大規模な景気対策を打ち出すも、政府の執行能力に疑問が残る中で景気悪化が急速に進む懸念が高い》**

- このように急速な景気の悪化が進んでいる状況に対抗するため、政府は昨年 11 月に 15 の施策からなる総額 70 億リング（約 20 億ドル）規模の景気対策を打ち出している。同施策では、12 億リングを住宅投資促進のための補助金とするほか、インフラ開発の促進や資本財に対する輸入関税の減免、海外からの投資促進に向けた規制緩和策などが柱となっている。しかし、その財源として昨年廃止された燃料補助金見合いの余剰金のほか国債発行による調達を明言したが、想定油価が 1 バレル＝80 ドルと足元の水準に比べて高い上、金融危機による債券発行環境の悪化など、実施に向けてのハードルが高く、一説には現時点でも 10 億リング程度の支出に留まっているとの話もある。執行が後ズレする中で景気が一段と悪化したこと、前述の対策だけでは景気の下支えに不十分との観測が強まったこともあり、政府は今月 10 日に GDP 比 9%に上る総額 600 億リング（約 162 億ドル）規模の第 2 次景気対策を公表した。
- 第 2 弾目では、2009 年に 100 億リング、2010 年には 50 億リングの計 150 億リングを歳出拡大に費やすほか、金融環境の悪化に加えて世界的な需要の縮小により資金調達が難しくなっている企業向けの融資条件の緩和に向けた基金を設立し（250 億リング規模）、7 億リング規模で向こう 2 ヶ年で 16 万人程度の雇用を創出させるべく民間企業向けの減税や雇用促進措置に充てるとしている。さらに、100 億リング相当は向こう 3 年間について住宅ローンに伴う利払い負担軽減に向けた免税のほか、農業・漁業従事者に対するマイクロクレジット資金に充てられる見通しである。
- こうした財政拡張策に加えて金融当局は昨年 10 月以降、急速な利下げによる景気刺激を志向しており、先月に開催された定例の金融政策委員会においても 50bp の利下げを実施、足元の政策金利は 2.0%と史上最低水準となっている（図 6）。リーマンショック後に急速に景気悪化懸念が強まる中、利下げ幅は計 150bp に及んでいる。金融当局を巡ってはインフレ懸念が強まっていた昨年においても、景気対策を中心に据える観点から金利を据え置く決定を貫いてきた経緯がある。足元では商品市況の急速な低下が進んだこと、内需の勢いに陰りがみられることでインフレ率が大きく低下しており、利下げの条件は揃いつつある。先月の委員会後の発表に際しても、世界経済が平時に戻るまでは金融政策を以って内需を下支えする姿勢を維持すると言及しており、今後も利下げによる景気の下支えが志向される可能性は高いと考えられる。
- 一連の施策が実施される場合、政府の見通しでは 2009 年の財政赤字は対 GDP 比で 7.6%まで拡大するとしている。この前提は、今回の景気対策によって 2009 年の経済成長率が、当初の政府見通しである前年比▲1～+1%から、同+3.5%まで押し上げられる上、足元の海外経済の状況にも拘らず海外からの直接投資や輸出の回復を見込むなど、実現性に無理がある条件となっている。足元では原油価格なども大幅に低下している上に、外需の回復が当面見込めない中で人口 3,000 万人足らずの同国市場で需要が補いきれる状況にはない。また、雇用面などでは過去数十年もの間に亘って生産の基礎を築いてきた外資半導体メーカーが工場撤退を決定するなど、急速な雇用環境の悪化も進む。同国政府の実施能力を考えれば、これだけの規模の施策を遂行することは難しいと考えられ、景気の急速な後退が進むことは避けられないであろう。

図6 政策金利の推移



### 《経常黒字確保も、急速な景気後退懸念で海外資金が逃避、2009年は大幅マイナス成長に陥る可能性は高い》

- 同国経済は輸出の激減に見舞われているものの、貿易黒字を保っていることで経常収支は依然として黒字と予想される（図7）。このことは、海外投資家による投資判断にプラスに作用したと考えられる一方、リーマンショック前の昨年6月をピークにその後は外貨準備が減少に転じており（図8）、特にリーマンショック後にはリスク許容度の低下した海外投資家が投資資金を急速に引き上げたことを背景に、減少幅が急拡大している。こうした投資資金の流出は、通貨リングや株式に対する売り圧力となったことで、昨年前半まで増価基調にあった為替は一転して減価したほか（図9）、株式市場も頭の重い展開が続いている（図10）。さらに、10-12月期のGDP統計では景気後退が決定的となった。同国経済の輸出依存度の高さを考えると、景気の底入れには相当の時間を要するとみられ、相場が浮揚するきっかけがなかなか掴めない極めて難しい局面が続くことが予想される。
- 外需の頭打ち感が当面続くとみられる中、内需振興に向けた大規模な景気対策が打ち出されたものの、その実効性については疑問が多い上、一部では既に2009年中に実施される所謂「真水」に当たる部分が200億リング（50億ドル）程度に留まるとの指摘もある。しかし、これも政府による事業管理及び進捗管理が円滑に実施されることが前提であり、景気対策の第1弾においてさえ進捗が芳しくない状況を見ると、その実施に疑問が残る。また、景気の急速な悪化による税収減が避けられない中でこれだけの歳出拡大を実施した場合、政府の予想以上の財政赤字が発生する可能性が高まる。同国の公的債務は、昨年9月末時点で対GDP比50%程度と相対的には高くないと言えるものの（図11）、昨年末にかけて落ち着きを取り戻した国債利回りは年明け以降再び上昇基調を強めており（図12）、債務の急拡大に対する懸念が高まっている。
- 景気対策の第2弾については、今月末にもアブドラ首相の禅譲により次期首相となる予定のナジブ財務相が公表した。しかし、昨年のインフレ対策を巡る経済政策の失敗もあり、アブドラ首相をはじめ与党統一マレー国民組織（UMNO）に対する国民の信任は急速に低下している。さらに、国民からのカリスマ的支持を集めるアンワル元副首相は野党党首として現政権に対する攻勢を強めており、UMNO政権に対する国民の信任は厳しさを増している。ナジブ次期政権の発足に当たっては、これまでに打ち出された景気対策を円滑に進捗させるべく、その実施体制を含めた取り組みの強化が何よりも求められる。
- 同国経済の見通しについては、当研究所では先月の定例の見直し改定に際し、2009年の経済成長率を前年比+1.0%まで鈍化すると予測した。しかし、その後公表された昨年の10-12月期のGDP統計が当研究所見通しを大きく下回ったことから見直しを行ったところ、第2次景気対策が実施されない状況下では、2009年は同▲3%程度の大幅なマイナス成長に陥るものとみられる。景気対策が政府の予想通りに実施されれば、それなりの景気の押し上げ効果が図られると期待されるものの、政府による政策遂行能力に加えて、足元の金融環境下でこれだけの大規模政策を実施するための資金調達は難しいと考えられる。したがって、2009年はさらに大幅なマイナス成長に陥る可能性があるとして予想する。

図7 経常収支の推移

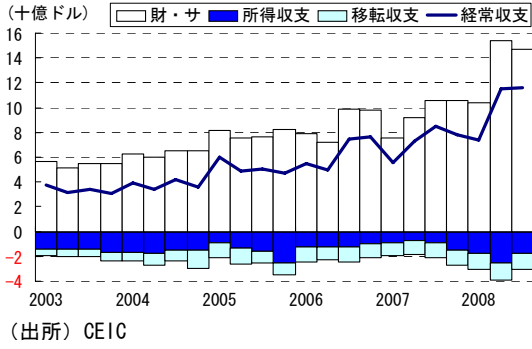


図8 外貨準備高の推移

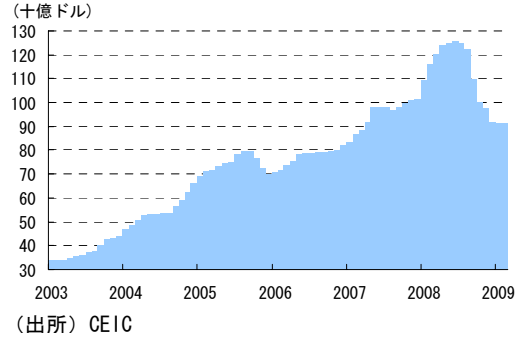


図9 為替相場の推移



図10 株式相場の推移



図11 公的債務残高の推移

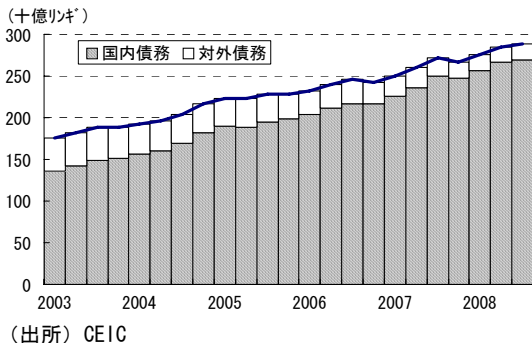
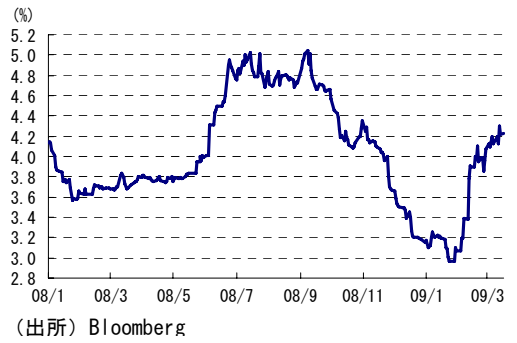


図12 国債利回りの推移(10年債)



以上