

マレーシア経済事情：金融当局は景気対策に自信を見せたが

～これまでの財政・金融緩和から金利据え置きを決めたが、景気悪化が進むリスクは残る～

発表日：2009年4月30日（木）

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)

- マレーシアはアジアで数少ない資源国ながら、電子機器などをはじめ先進国向けの輸出依存度が高い。それ故、金融危機以降の世界的な需要縮小の直撃を受け、景気は一気に減速している。年明け以降、中国の景気対策による中国向け輸出に底入れ機運が高まっているが、景気の下支えしか期待できない。さらに、昨年のコストプッシュ型インフレの影響で内需が弱り、金融危機による信用機能の縮小が追い打ちをかけ、足元では消費・投資といった内需の勢いも陰った。結果、生産も縮小を余儀なくされた。
- 政府は、昨年11月の景気対策に加え、今年3月には2ヵ年でGDP比9%に及ぶ巨額の景気対策を打ち出したほか、金融当局も大幅な利下げを実施するなど、財政・金融政策の両面で景気刺激を志向している。先日の金融政策委員会では金利の据え置きを決定したが、その要因として当局も財政・金融両面での支援効果の見極めを謳っている。なお、財政支出の急拡大で2009年の財政赤字はGDP比7.6%に拡大する見通しだが、公的債務残高はそれほど大きくない。外貨準備もASEAN内で比較して高水準にある上、経常黒字が続いているなど対外ポジションの高さを考えれば、影響は限定的とみられる。
- 先進国をはじめ外需環境が厳しく、中国の景気対策の影響は限定的とみられる中、政府は内需振興策に取り組んだが、市場規模の小ささをみればその効果を期待するのは難しい。規制緩和策を打ち出す一方、市場の期待に沿う内容ではない上、製造業では自国保護の動きも進んでおり、中長期的な輸出競争力を削ぐ可能性も懸念される。世界的なリスク許容度の緩和で株式や為替は足元で上昇基調にあるが、国際金融を巡る不透明感の増大懸念から上昇ペースは鈍化するとみられる。政府による2009年の経済見通しはハードルが高く、内外需の動向をみれば、極めて厳しい状態が続くものと予想される。

《中国向け輸出に底入れの機運も、金融環境は改善されず、消費及び投資ともに厳しい状況が続いている》

- マレーシアは、アジアで数少ない資源国だが、国内市場の小ささから、早くから外資導入による高付加価値の電子機器や精密機械産業の集積を図り、輸出が対GDP比103%（2008年通年）と、経済の外需依存度がASEAN内でも高い。こうした産業構造は、近年の高成長を主導する原動力となった一方、金融危機後の世界的な需要縮小の影響を受け易い体質にした。結果、昨年後半は資源をはじめとする商品市況の急激な下落もあり、輸出は昨年10月以降前年比で大幅マイナスに陥っている（図1）。年明け以降は、中国の景気対策の影響により、中国向け輸出に反転の兆しが出ているが（図2）、これは輸出全体の1割程度と先進国向けと比較して割合が低いため、中国が景気を牽引することは限定的と考えられる。
- 近年の景気の牽引役となった個人消費を中心とする内需は、一昨年から昨年半ばにかけての商品市況の急騰によるコストプッシュ型インフレの中でも底堅さを保ってきた。しかし、金融危機後は急激な信用収縮の影響が出たことで（図3）、好調が続いた自動車販売が急速に落ち込むなど（図4）、個人消費への影響が顕著に出始めている。さらに、内需・外需とも徐々に勢いが弱まったため、生産サイドでは生産調整の動きが強まり（図5）、設備投資などにマイナスの影響を与えていると考えられる。なお、金融危機発生直後の昨年11月、同国政府は70億リンギ（19億ドル）規模の景気刺激策として、住宅投資促進に向けた補助などを行う方針を打ち出した。こうしたこともあり、昨年10-12月期は政府消費が前年比+13.8%と大幅な伸びを示したが、個人消費や資本投資、輸出の減速が深刻であったことから、GDP成長率は前年比+0.1%と大幅に減速、ITバブル崩壊直後の2001年以来の低い伸びに留まった（図6）。なお、前期比（季調済、試算値）は▲

2.6%と大幅なマイナス成長に陥り、景気の悪化が急激に進んだことを示している。

図1 輸出入の推移(前年比)

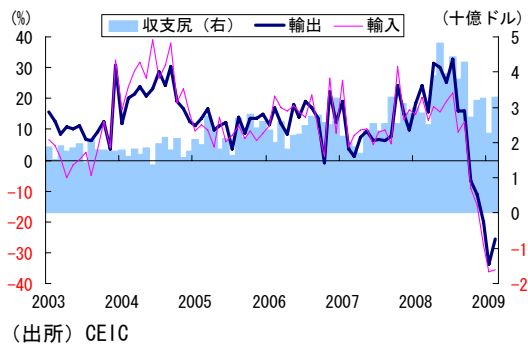


図3 マネーサプライの推移(前年比)

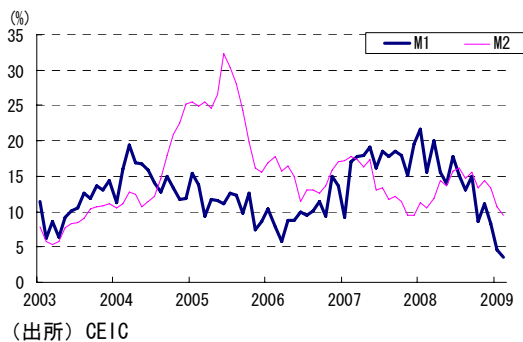


図5 鉱工業生産の推移(前年比)

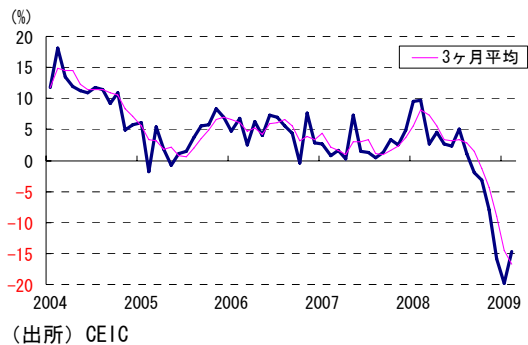


図2 中国・香港向け輸出額の推移

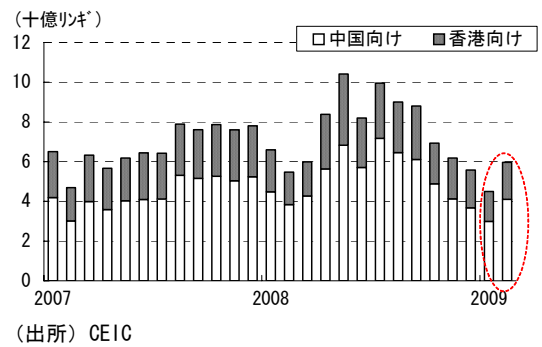


図4 自動車販売台数の推移(前年比)

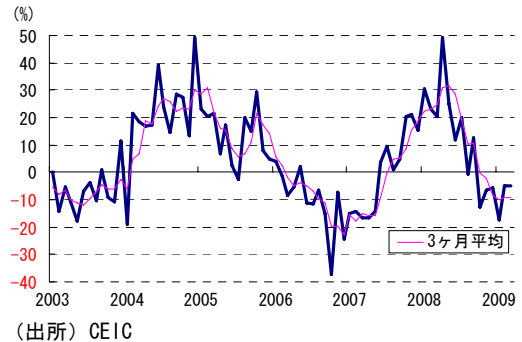
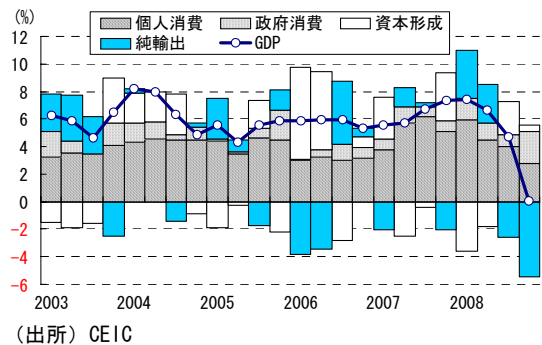


図6 実質 GDP 成長率の推移(前年比)



《景気刺激策により財政が急速に悪化する懸念はあるも、対外ポジションを考えれば、その影響は限定的》

- 同国政府は、足元の経済状況が急速に悪化していることに対応して、昨年11月の景気対策に続く第2弾目として、3月にGDP比で9%に上る600億リンギ（162億ドル）の追加対策を公表した（図7）。第2弾目では、向こう2ヵ年で150億リンギの歳出拡大を行うほか、金融環境の急激な悪化に対応して、中小企業を中心に流動性確保に向けた公的支援を行い、さらに、昨年1年間で大幅に下落した株式市場の下支え策、農業・漁業関係者に対するマイクロ・ファイナンス、住宅ローン減税なども実施されることとなった。ただし、国民からの要望の高かった所得税や法人税に関する減税は、2009年度当初予算の中に盛り込まれたため、景気対策として追加的には実施しないとした。
- 金融当局は昨年インフレ懸念が高まった中であっても、他国の金融当局とは一線を画し、利上げによる金融引き締めを行わなかった。一方、商品市況の急速な低下によりインフレ懸念が完全に後退し、金融危機により景気悪化が進むと、昨年11月以降は一転して急激な利下げを繰り返し、景気刺激に向けた後方支援を展開している。なお、29日に開催された金融政策委員会では、政策金利を2.00%据え置く決定がなされている（図8）。金融危機後は利下げ幅が既に150bpに及んでいる上、今後は利下げの余地が少なくなっている。ま

た、同委員会後の声明において、金融当局はこれまでの利下げの効果と先日打ち出された財政拡張策により、十分に内需は押し上げられるとの見解を示している。一方、インフレ率は直近3月には前年同月比+3.5%、前月比でも▲0.2%と大きく低下しており(図9)、財のみならずサービス価格の低下も著しくなるなど、今後はデフレ圧力の台頭も懸念され始めている。このように金融緩和に向けた材料も揃っており、状況によっては追加利下げを行い景気刺激姿勢を強める可能性は高いとみられる。

- 2度に亘る景気対策の結果、2009年度の財政赤字はGDP比で▲7.6%に拡大するとの見通しを示した。なお、昨年末時点における公的債務残高はGDP比41%程度と、他の主要ASEAN諸国と同水準に留まっている(図10)。景気対策による歳出拡大で財政規律の緩和が懸念されるが、公的債務の多くが国内債務で対外的な影響を受けにくいと、財政赤字拡大によるインパクトは限定的とみられる。一方、対外債務は近年急拡大を続けてきたが、民間セクターを併せてもその規模は小さく(図11)、外貨準備は昨年半ばから大幅に減少したものの3月末時点で878億ドルを確保しており(図12)、こちらについても影響は小さいと言える。

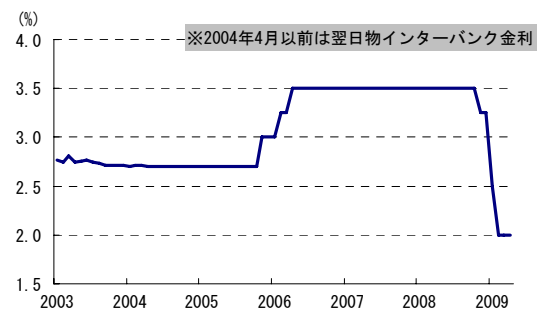
図7 景気対策第2弾目の内容

(単位:億リンギ)

	事業規模
追加歳出(向こう2カ年)	150
公的金融支援	250
株式市場支援	100
PFI事業や予算外事業実施	70
減税措置対象額	30
総計	600

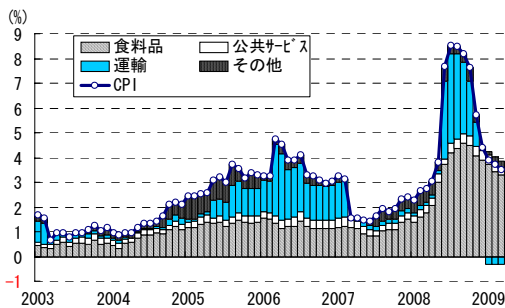
(出所) 各種報道より第一生命経済研究所作成

図8 政策金利の推移



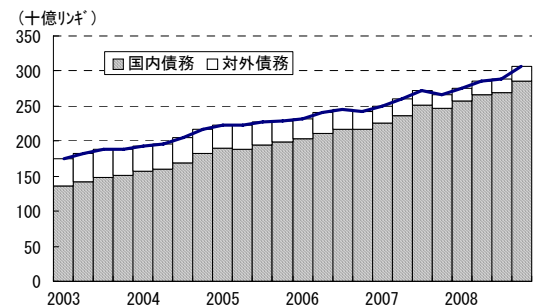
(出所) CEIC

図9 消費者物価の推移(前年比)



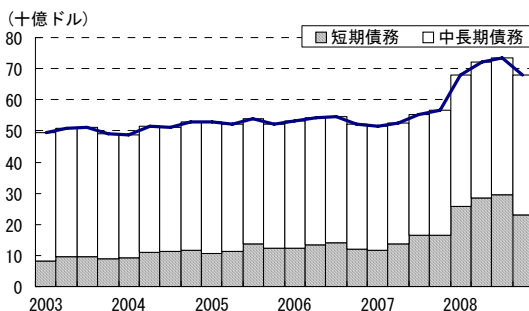
(出所) CEIC

図10 公的債務残高の推移



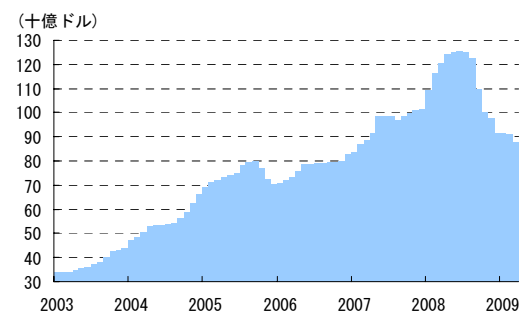
(出所) CEIC

図11 対外債務残高の推移



(出所) CEIC

図12 外貨準備高の推移



(出所) CEIC

《外需の底入れは見通し難く、内需振興による景気浮揚も難しい。当面、内外需とも厳しい環境が続く見通し》

- 同国経済は外需依存度が高いが、年明け以降は中国による大規模景気対策の影響で中国向け輸出が伸びており、足元では輸出、ひいては生産に底入れの兆しが始まっている。しかしながら、同国の輸出が主に先進国

向けの高付加価値品に力を入れてきたことを考えると、先進国景気の底入れには未だ時間を要する上、中国による景気対策も必ずしも高付加価値品の消費に向かっていないため、輸出の落ち込みを十分カバーするには至らないとみられる。したがって、中国要因はあくまで景気の下支えに留まると考えられる。また、政府は内需振興策を行っているが、同国民は 3,000 万人強の小さな市場で、外需の落ち込みを内需だけで補うのは極めて難しい。なお、個人消費には比較的底堅さが残るが、設備や雇用面で調整圧力が一層強まる懸念があり、そうなれば足元で高まるデフレ圧力に加え、消費にマイナスの影響が予想される。

- 政策の遂行能力に対する疑問の声がある中、2 度に亘って公表された景気対策だが、ウェブなどを通じて政府が円滑な進捗を喧伝する一方、第 1 弾目さえ思わしくないとの指摘もあるなど、円滑な対策の推進が不可欠となっている。なお、独立以来政権与党の座にある統一マレー国民組織 (UMNO) は、去年のインフレ対策など経済運営を巡る不手際から国民の信頼が大きく低下しており、昨年春に実施された総選挙では、結党以来初めて国会議席数が 3 分の 2 を切る状況に追い込まれた。アブドラ前首相はナジブ財務相に政権を禅譲し、この 4 月にナジブ政権が誕生した。しかし、直近の選挙では、野党に転じたアンワル元首相が猛迫するなど、政治的に安定感を欠く状況に変わりはない。なお、ナジブ首相は景気対策の実施に当たり、外資参入の障壁となってきたブミプトラ政策 (マレー人及び先住民族の優遇政策) の緩和を提唱し、22 日には観光や運輸など一部サービス産業に対する外資参入の緩和を表明したほか、27 日にはイスラム金融専門銀行や投資銀行、保険などの金融業の一部も規制緩和の対象に加えた。ただし、海外からの要請が強かった商業銀行は緩和対象とならず、効果も限定的とみられる。
- 外需面で先進国向けを中心に厳しい状況が続く中、政府は景気対策で雇用創出を目的に、内需向け産業の振興を図り、雇用拡大に向けた取り組みを進める方針を明らかにした。しかし、これまでの経済構造を考えれば、内需振興だけで雇用を生み出すことは難しい上、支援対象となる企業の多くが政府関連企業であるなど、経営の非効率さが一段と増すことも懸念される。世界的に自国産業保護の動きがある中で、一部で規制緩和を進めるなどの対応は評価出来る一方、内需振興と称して国産車への買い替えを優遇する補助も行われており、規制緩和の取り組み姿勢については今後も注視が必要だ。
- 年明け以降、同国経済はその外需依存度の高さから、景気の悪化が懸念され続けたため、通貨リングには売り圧力が掛かり易い状況が続いた。しかし、3 月に入り G20 などを通じて国際金融環境がひと段落すると、海外投資家を中心にリスク許容度の緩和が進み、利回りの高い同国にも投資資金が回帰し、一転してリング高方向で推移している (図 13)。輸出の激減にも拘らず、輸入も大幅に減少したことで貿易収支は黒字を確保し、経常収支も黒字で推移するなど (図 14)、対外ポジションの底堅さが買いに繋がったとみられる。先行きはこれまでの安値調整に対する反動が続くとみられるが、国際金融を巡る不透明感は払拭されておらず、その勢いは緩やかなものに留まるであろう。
- 株式相場についても、年明け以降は輸出産業を中心に厳しい環境に直面する一方、資源価格に底入れの兆しも生まれるなど、一進一退の状況が続いてきたが、国際金融環境がひと段落すると、国内外からの資金回帰の動きが強まっている (図 15)。さらに、政府が景気対策第 2 弾の中で株式市場を下支えする方針を打ち出したことも、3 月半ば以降の急激な上昇の後押し材料になったと考えられる。先行きについても中国向け輸出の押し上げ期待などもあり、国際金融を巡る不透明感は払拭されておらず、上昇基調が続く可能性はある。とはいえ、その勢いはここ 1 ヶ月以上の動きに比べると緩やかなものに留まるとみられる。
- 当研究所では、先月の同レポートにおいて、2009 年の経済成長率の見通しが前年比▲3%程度的大幅マイナス成長に陥る可能性を示した。その後、主要国際機関が相次いで見通しの引き下げを表明しており、世界銀行は「東アジア・太平洋経済見通し (改定版)」で同▲1.0%に、ADB は同▲0.2%、IMF は「世界経済見通し」

で同▲3.5%としている。同国政府は依然、2009年の経済成長率を前年比▲1～+1%のレンジとする見通しを示しているが、そのためには円滑な景気対策の進捗と海外からの投資資金の流入が前提となっている。規制緩和などの動きは進んでいるものの、国際金融を取り巻く環境は不透明感が払拭出来ていない中、こうした状況を想定するのは厳しく、政府見通しを下回る可能性は高いと言える。

図13 為替相場の推移



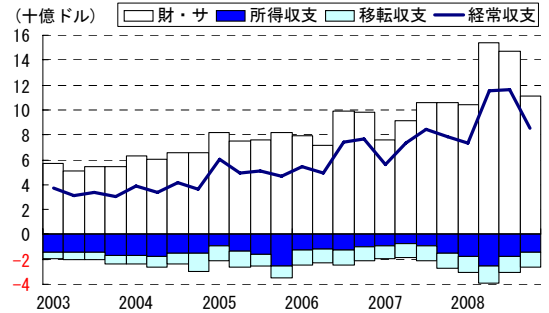
(出所) Bloomberg

図15 株式相場の推移



(出所) Bloomberg

図14 経常収支の推移



(出所) CEIC

以上