

## マレーシア経済事情：近年の成長モデルが全て裏目に出る

～工業化・輸出主導による成長モデルに試練の状況が続く～

発表日：2009年6月11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)

- 長年に亘り工業化を通じて成長を享受してきたマレーシアは経済の輸出依存度が高く、金融危機後の世界的な需要縮小の影響を受けて景気が急速に冷え込んだ。年明け以降は中国の景気対策効果で中国向け輸出は回復し、生産も底打ち感を強めている。しかし、主要輸出財の高付加価値品を需要する先進地域で景気回復が遅れていることから勢いは乏しい。一方の内需も、雇用・所得環境の悪化で個人消費が減速したほか、企業の設備投資抑制も相次いでいる。また、内需を押し上げてきた海外からの投資流入が細ったことも勢いの乏しさに繋がっている。1-3月期の実質GDP成長率は、前年比▲6.2%とITバブル後以来のマイナスとなった。ただ、急激な景気減速の要因として大幅な在庫調整があり、4-6月期以降は在庫調整の一巡により反発の可能性もあると考えられる。
- 政府は景気悪化を受けて2度に亘る景気対策を打ち出したほか、金融当局も緩和による景気刺激を図っている。補助対象の住宅市場に底入れ感がある一方、自動車には勢いがなく、個人消費の押し上げ効果は未だ出ていない。景気対策に向けた歳出拡大により公的部門主導で国内信用が急拡大している。足元ではデフレ圧力が台頭しているが、景気底入れが進んだ後はインフレの引き金になりかねず、将来的には引き締めタイミングが課題になろう。公的債務残高が低水準なため直ちに問題化することはないものの、先行きは財政負担への懸念も高まることが予想される。一方で対外ポジションは依然底堅く、3月以降の資金回帰の材料に繋がっているとみられる。
- 先行きの同国経済にとっては、外需回復による雇用・所得環境の改善が不可欠とみられる。在庫調整の一巡後も緩慢な回復に留まると予想され、政府の規制緩和も十分な効果が上がらない可能性が高く、2009年はアジア危機以降では最大の景気減速に陥る見通しが強まっている。3月以降は国際金融を取り巻く環境改善で、投資資金に回帰の動きが進み、為替や株式は一転して上昇基調を強めている。一方、財政赤字拡大による国債増発懸念から長期金利は上昇が続く。なお、格付機関による内貨建格付が格下げされたことで、今後は為替に下押し、金利に押し上げ圧力が掛かると予想する。

### 《工業化・輸出主導による成長モデルが裏目。内需も急速に萎み、ITバブル崩壊以来のマイナス成長に陥る》

- マレーシアは、隣国インドネシアと並ぶ東南アジア有数の資源国だが、20年超に及んだマハティール政権下の工業化路線で輸出主導型成長を進めてきた。近年は資源価格の上昇で一次産品の割合が高まったが、輸出がGDP比で100%超にもなる輸出依存の経済構造は変わっていない。そこに昨年夏の資源価格の反落や金融危機後の世界的な需要縮小で輸出が激減し（図1）、景気を急激に冷え込ませた。年明け以降、中国の景気対策効果で中国（含、香港）向け輸出は順調に回復しており（図2）、生産は底打ちの様相を強めている（図3）。しかし、同国の中国（含、香港）向け輸出の割合は13%程度に過ぎず、特に、高付加価値品を需要する欧米日やシンガポールなど先進地域の需要回復が遅れていることから、足元の輸出額はピーク比で7割弱のレベルに留まっている。
- 経済の輸出依存度が高いことから国内の雇用は輸出関連産業に大きく依存している。長年に亘り外資誘致を進めてきたが、急激な業績悪化で半導体部門を中心に外資の撤退が相次ぐなど雇用・所得環境の悪化が進んでおり、急拡大を続けてきた個人消費も失速気味となっている（図4）。また、企業部門では輸出減少による設備稼働など資本投資の抑制が続いている。同国はイスラム教国であり、近年はアジアのイスラム金融セン

ターとして、中東を中心とするソブリン・ウェルス・ファンドによる投資資金の導入を積極的に行ってきたが、金融危機後は資金流出基調にあった（図 5）。これら海外資金の流出により、これまで内需を押し上げてきた過剰流動性が縮小したことも、景気の下押しに繋がったと考えられる。

- 1-3 月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比▲6.2%と前期（同+0.1%）から大幅に減速し、四半期ベースでは IT バブル崩壊後の 2001 年下期以来のマイナス成長に陥った（図 6）。個人消費が前年比▲0.7%と勢いを失ったほか、資本投資も企業の設備投資意欲の低迷を受けて同▲10.8%と前期（同▲10.2%）同様に大幅マイナスとなるなど、内需の減速が顕著となった。また、外需面でも輸出は同▲15.2%と前期（同▲13.3%）を上回る減少となった一方、内需の弱さや鉄鋼製品への強制規格導入などの保護主義的な政策を映して輸入が同▲23.5%と輸出を上回る減少となり、純輸出は成長率にプラス寄与した。なお、企業部門の積極的な在庫調整の結果、在庫投資の成長率寄与度が前年比▲9.7%となるなど大幅に成長を下押ししており、これが事前の市場予想を大きく下回った要因とみられる。

図 1 輸出入の推移(前年比)

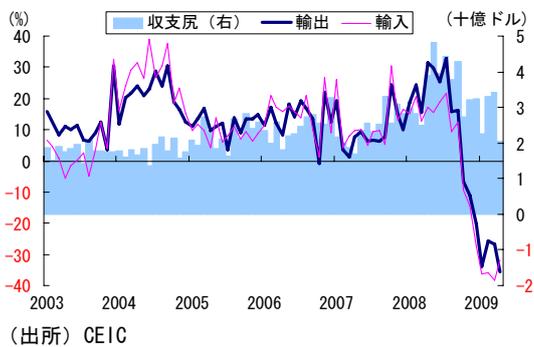


図 2 中国・香港向け輸出額の推移

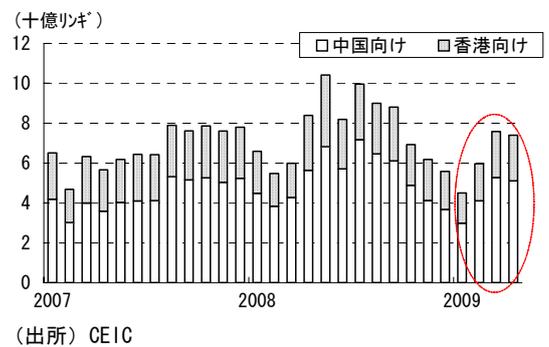


図 3 鉱工業生産の推移(前年比)

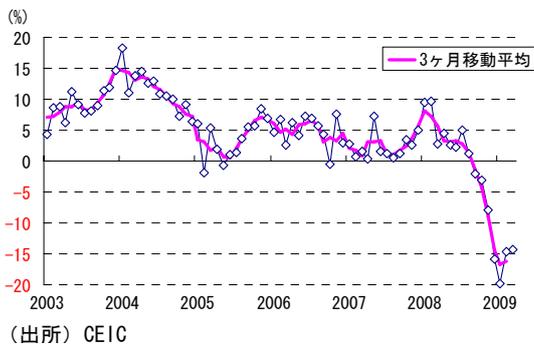


図 4 小売売上高の推移(前年比)

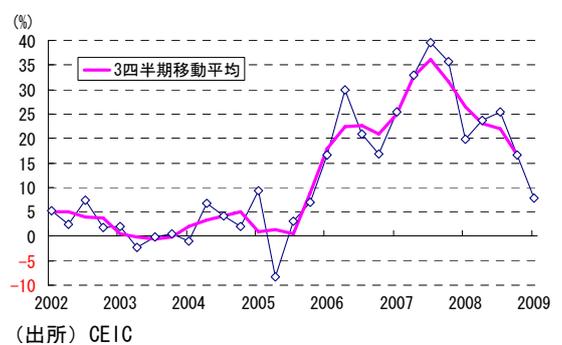


図 5 ファンドによる資金流出入の推移

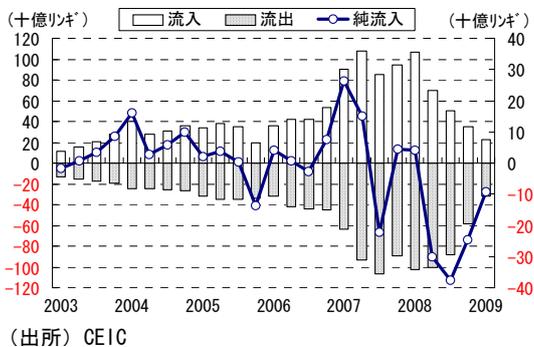
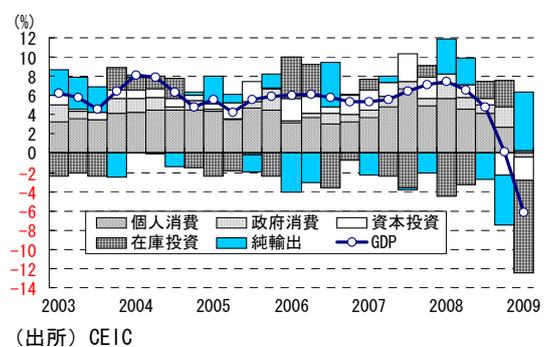


図 6 実質 GDP 成長率の推移(前年比)



《景気対策や利下げで住宅は底打ちするも消費全体への波及効果は依然薄い。今後は財政悪化が懸念される》

- 政府は、景気の急激な減速を受けて昨年 11 月に 70 億リング規模の景気対策を公表し、裾野産業の広い住宅投資の促進を狙った補助金を打ち出したことで年明け以降は住宅建設に底入れ感が出ている（図 7）。さらに、

この3月には総額600億リング（162億ドル）の追加対策を打ち出し、向こう2カ年で150億リングの歳出拡大のほか、中小企業融資や農業・漁業関係者を対象とするマイクロ・ファイナンス、株式市場振興に向けた株価下支え策（PK0）を行うとしている。また、追加対策でも住宅ローン減税が組み込まれるなど、先行きも住宅投資は増加が期待される。なお、景気対策では国産車のみを対象とする買い替え補助など保護主義的な政策も含まれており、自動車売上は足元で底入れムードは高まっているが上昇基調には転じておらず（図8）、雇用・所得環境の悪化が消費を下押しし、足元ではデフレ懸念も台頭している。

- 金融当局は、商品市況急騰でインフレ懸念が高まった昨年は、国内景気の維持を目的に利上げに一貫して反対する姿勢を示してきた。その後、商品市況の下落と金融危機を経て、世界経済の減速による影響が避けられない状況になると一転して大幅利下げを繰り返し、2月以降の政策金利は過去最低水準の2.0%で据え置かれている（図9）。しかし、政府が景気対策を通じて中小企業金融やマイクロ・ファイナンスに取り組むように依然金融機能は回復しておらず、需要に見合った資金供給がなされていない懸念がある。年明け以降は国内信用の伸びが急拡大しているが（図10）、公的部門向けの信用拡大が全体を押し上げる一方、民間部門向け信用の伸びが緩やかに鈍るなど景気対策を通じた公的部門の肥大化が進んでいる。3月末時点の公的債務残高はGDP比43%と（図11）必ずしも高水準とは言えないものの、2009年度の財政赤字は予算時点でGDP比▲7.6%に拡大する見通しであり、財政懸念が今後高まると予想される。また、足元ではデフレ懸念が続いているが、政府主導の需要押し上げだけに、将来的には引き締めタイミングも課題となろう。
- 対外面では、輸出の激減に見舞われた一方、輸入も大幅に減少したことで貿易収支は依然として大幅黒字を確保している。結果、経常収支は過去数年に亘って黒字状態が続くなど、対外ポジションは底堅さを保っている。3月以降、国際金融を取り巻く環境が一服したことで投資家のリスク許容度が緩和し、新興国への投資資金が再び勢いを取り戻しつつあり、同国通貨のリングも為替高に転じている（図13）。対外ポジションの底堅さはこうした動きの下支え要因に繋がっていると考えられる。なお、外貨準備は昨年半ば以降は緩やかに減少しているが、4月末時点でも877億ドルを有する（図14）。

図7 住宅建設許可件数の推移(前年比)

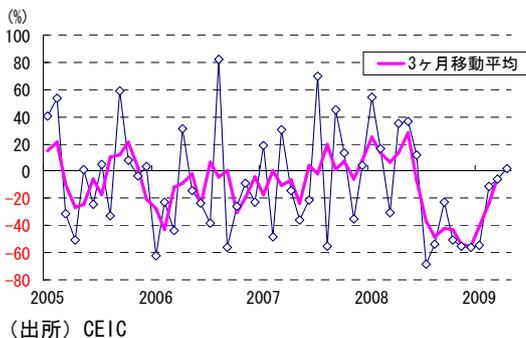


図8 自動車販売台数の推移(前年比)

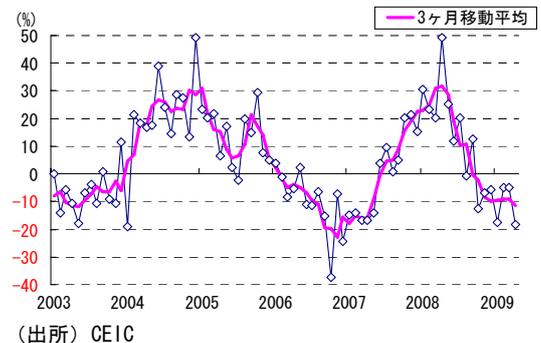


図9 政策金利の推移

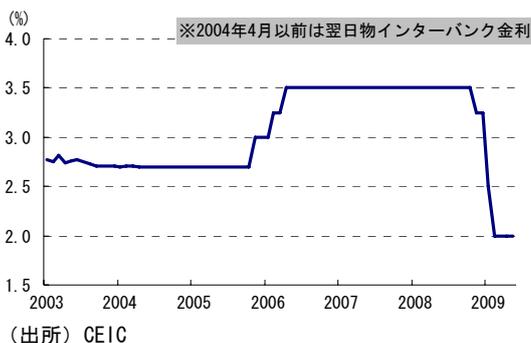


図10 M3と国内信用の推移(前年比)

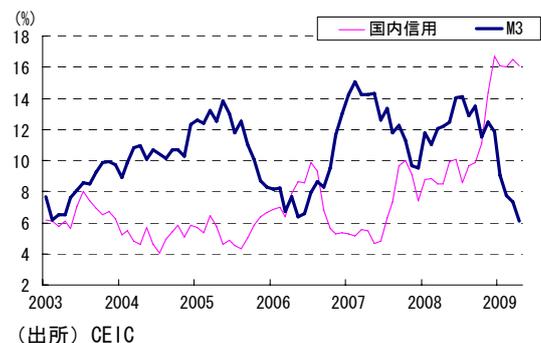


図 11 公的債務残高の推移

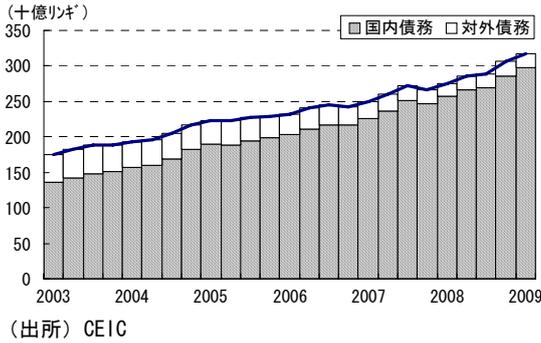


図 12 経常収支の推移

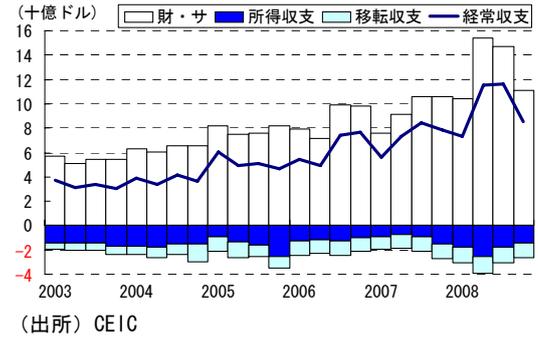


図 13 為替相場の推移

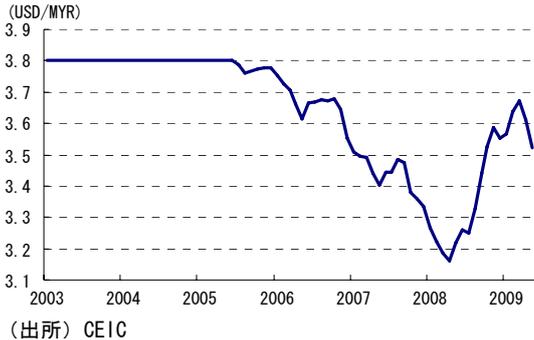
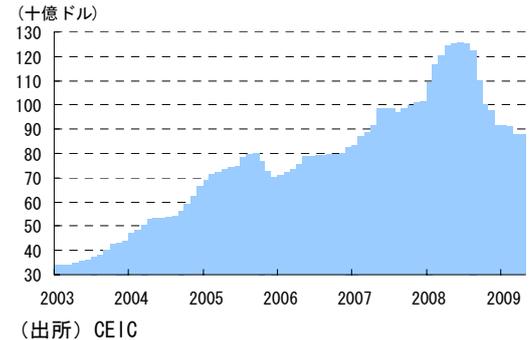


図 14 外貨準備高の推移



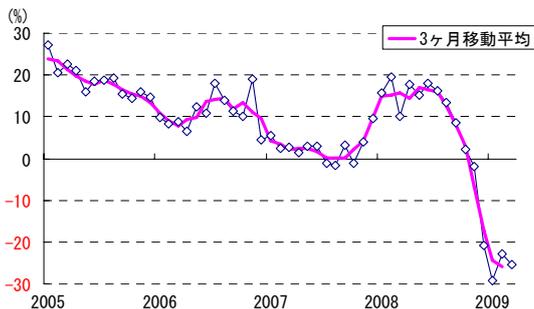
### 《景気動向は先進国の需要動向が握る。政治不安の上、財政悪化など懸念材料で先行きは厳しい状況が続く》

- 大規模な景気対策にも拘らず消費の回復が進まないなど、効果は十分に発揮されておらず、雇用・所得環境の改善が景気回復に不可欠になっている。在庫調整は概ね一巡したが、内需の勢いは乏しい状況が続いており（図 15）、輸出主導による回復に期待せざるを得ない。中国向け輸出のみに依存することが難しい中、日米欧やシンガポールなどの先進地域の需要回復が同国の景気を左右するとみられる。また、政府は長きに亘って外資参入や経済活動の妨げとなってきたブミプトラ政策（マレー人優遇策）の緩和を 4 月に公表し、観光・運輸など一部のサービス部門のほか、金融業の一部でも外資参入を認めるなどの方針を示している。しかし、海外から最も要望の高かった商業銀行は対象とならないなど、外資参入による景気の押し上げも多きを期待できないであろう。
- 政府が性急に大規模な景気対策や規制緩和を行った背景には、昨年春に実施された総選挙での与党統一マレー国民組織（UMNO）の大敗がある。その結果、アブドラ元首相はナジブ首相に政権を禅譲する形で 4 月に新政権が誕生し、民族間の融和により再び高成長を目指すとの方針を示した。国民の 7 割を占めるマレー人は所得レベルが華僑（中国系住民）や印僑（インド系住民）に比べて低く、その是正を図る意味でブミプトラが築かれた経緯がある。しかし、隣国シンガポールが外資の積極的な取り込みにより高成長を図る一方、外資にとっての参入障壁となる同政策は、中長期的な潜在成長率の押し下げに繋がりがかねない上、国内の民族間対立を煽ることで政治不安を生む可能性があった。一連の政策を通じてナジブ政権は UMNO による政権運営を磐石にする意図があるとみられるが、アンワル元首相率いる野党の躍進も続いており、政治不安は当面続く予想される。
- なお、3 月以降の国際金融を巡る環境の変化もあり、投資家のリスク許容度の緩和によって、同国を含む新興国へのマネーフローは再び勢いを取り戻している。通貨リングは、年明け以降同国経済の輸出依存度の高さを背景に景気減速が続くとの観測から、大きく売り込まれる展開が続いていた。しかし、3 月以降は一転して為替高基調が続いている（図 16）。また、主要株式指数である KLSE 総合指数は、年明け直後は軟調な動きが続いたが、景気対策による政府の株価買い支え策発表のほか、海外からのマネー回帰の動きに沿って上昇が

続いている（図 17）。一方、大規模な景気対策による財政悪化への懸念から国債利回りは年明け以降上昇基調が続いている（図 18）。9 日には、格付機関のフィッチ社が同国の内貨建格付を「A（安定的）」に 1 ノッチ引き下げる発表を行っており、先行きは為替に下押し圧力が、国債利回りには上昇圧力が掛かり易くなると予想される。

- 政府は、1-3 月期の GDP 統計公表に合わせて 2009 年の経済成長率の見通しを前年比▲5.0～▲4.0%とアジア通貨危機の直撃を受けた 1998 年（同▲7.4%）以来の低成長に陥るとし、その要因として欧米経済の見通しの悪化により輸出環境の好転が望めないとしている。なお、国際機関も年明け以降相次いで 2009 年の成長率見通しの下方修正を行っており、直近では IMF が同▲3.5%、ADB が同▲0.2%とマイナス成長入りを予想している。なお、当研究所も先月に経済見通しの見直しを行い、経済成長率は前年比▲2.9%、インフレ率は前年比+0.7%に下方修正を行っている。

図 15 製造業売上高の推移(前年比)



(出所) CEIC

図 17 株式相場の推移(KLSE 総合指数)



(出所) Bloomberg

図 16 為替相場の推移



(出所) Bloomberg

図 18 長期金利の推移(10年債利回り)



(出所) Bloomberg

以上