

マレーシアは「第2のギリシャ」になるのか

～短期的な資金流出リスクはあるが、それ以外に克服すべき課題は山積～

発表日：2018年5月25日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

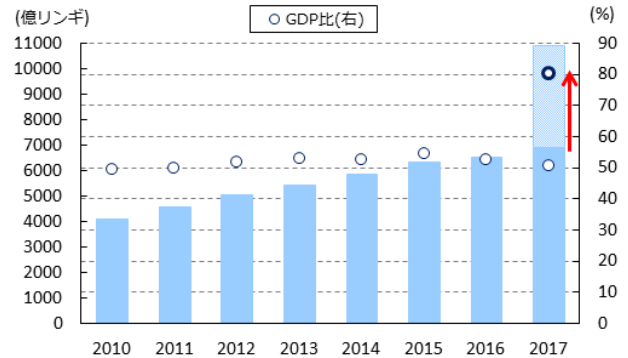
担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 今月発足したマハティール新政権を巡っては、バラ撒き色の強い政権公約が財政悪化を招く懸念がある。こうしたなか、新政権は前政権下での財政粉飾を公表し、昨年末時点の公的債務残高がGDP比80%に上る見通しを示した。新政権は歳出圧縮などを通じて財政健全化に務める姿勢を示すが、政権公約の反故は総選挙で地滑りの勝利をもたらした民意の反発を招くリスクもある。新政権は船出早々荒波に直面している。
- 「財政粉飾」と聞いて、一部にギリシャを連想する向きがある。資金流出懸念はあるが、通貨安に伴う債務負担増リスクの一方、輸出依存度が高い同国にとっては価格競争力向上に繋がる可能性もある。足下の原油相場の底入れの動きは、経常黒字国である同国の追い風にもなる。銀行セクターも資本不足が懸念される状況になく、新政権が舵取りを誤れば一時的に悪影響が出るが、比較的早期に収束する可能性も考えられる。
- 金融市場が懸念するのは、マハティール氏がアジア通貨危機後に実施した「反金融市場」的な姿勢であろう。仮にそうした動きに出れば、米国の反発も予想されるなか、新政権は中国との関係相対化を模索しており、投資などに悪影響が出る可能性もある。足下の状況は過去の「成功体験」が生きにくい。「中所得国の罠」に嵌りつつある同国には局面打開が不可欠だが、現時点で新政権はその道筋を描けていないことが問題である。
- 今月9日に行われた総選挙の結果、1957年の独立後初の政権交代が行われたマレーシアでは、翌10日に与党連合・希望連盟（PH）を主導するマハティール元首相が15年ぶりに首相に返り咲く形で新政権が発足した。マハティール新政権を巡っては、選挙戦を通じて様々なバラ撒き色の強い政権公約を訴えたため、経済に占める公的部門の関与が大きく、公的債務残高の対GDP比が他のASEAN（東南アジア諸国連合）諸国に比べて相対的に高いなど財政健全化が急務のなか、そうした動きに逆行する懸念がある。政権発足直後には、ナジブ前政権が財政健全化の観点から2015年に導入したGST（財・サービス税）を6月1日から事実上廃止する一方、その影響を相殺するために売上サービス税を導入する方針を示し、財政状況が悪化する可能性が出ている。こうしたなか、マハティール新首相は閣僚を発表したが、財政運営の要となる財務相にはPHの一翼を担う民主行動党（DAP）の幹事長で、2008年からペナン州首相を務めてきたリム・グアンエン氏を起用した。同氏は華人出身であり、政界入り前には銀行員や会計士としての経験を有し、マレー人が太宗を占める同国で唯一の華人系知事を務めたペナン州では、同国の国是であるブミプトラ（マレー系優遇政策）を放棄するなどの取り組みで経済運営の実績を挙げた。ただし、同氏は前回のマハティール政権下の1987年に人種暴動の防止を謳う一斉検挙、1998年には扇動に関する法に基づき2度に亘り検挙され、前ナジブ政権下の2016年には土地取引を巡る汚職容疑で3度も逮捕されるなど常に時の政権と対立してきた。他方、マハティール氏は一昨年に当時の最大与党・統一マレー国民組織（UMNO）をナジブ前首相との権力闘争に敗れる形で追われ、今回の選挙戦では華人系など少数派民族政党を束ねたPHを主導して勝利に導き、閣僚人事に当たってはPHを構成する華人系政党などに配慮する必要に迫られたとみられる。マハティール新政権は発足直後から、ナジブ前政権下で設立された政府系ファンド（1MDB）を巡る巨額汚職問題などに伴う資金の動きを把握すべく汚職対策委員会を設立し、リム新財務相の下でナジブ前政権下での財政運営が精査された。同国では、財政法

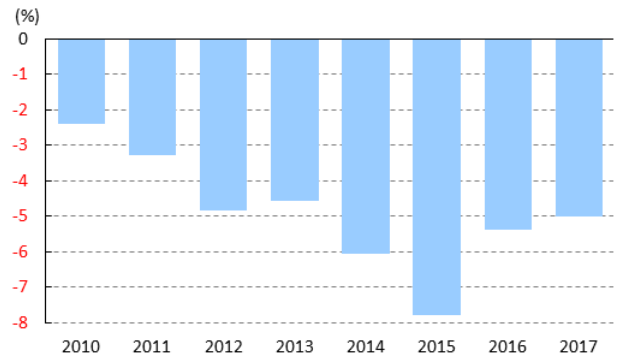
に基づいて公的債務残高の対GDP比の上限を55%とすることが定められており、ナジブ前政権下ではこの上限に近づく展開が続いてきたが、新政権は「前政権下での財政の「悪用」に伴い、昨年末時点の公的債務残高が1兆870億リングに達した」との見方を示している。公式統計上は昨年末時点における連邦政府債務残高は6868億リング（対GDP比50.8%）に留まるが、返済不能に陥った国営企業に対する政府保証のほか、官民連携事業に関連するリース料の支払いなどが含まれていないとし、これらを含めると対GDP比80.3%と法定上限を大きく上回る。マハティール首相はこれを受け、債務削減に向けてインフラ関連をはじめとする一部事業の見直しや、閣僚の給与削減などを通じて歳出の圧縮を図る考えを示している。他方、1MDBを巡っては69.8億リング相当の債務返済が困難になるとの見方もあり、仮に歳出削減を行っても公的債務削減の観点では「焼け石に水」となることは否めない。また、上述したように新政権は安定財源であるGSTを廃止して歳入の見通しが立ちにくい売上サービス税を導入する一方、選挙公約では燃料補助金の復活や低所得者層を対象とするヘルスケア制度の実施、国立大学の授業料無償化、自動車購入支援策、高速道路無料化といったバラ撒き政策の「オンパレード」であり、これらの見直しも必至である。なお、ナジブ前政権下では2015年のGST導入を経て財政赤字の圧縮が進んだとの見方が示されていたものの、新政権の説明に拠ればこの数字自体がすべて「出鱈目」となり、結果的にそれ以上の歳入増ないし歳出減に取り組む必要に迫られる。今回の総選挙でPHが地滑り的な大勝利を取った背景には、ナジブ前首相及びその周辺による汚職疑惑のほか、前政権の強権的な政治姿勢に対する反発がある一方、上述のバラ撒き的な政権公約も影響した可能性はある。新政権の財政政策が大きく引き締め舵を切れば、そうした期待が一転して失望に変わることも予想され、新政権は船出早々厳しい荒波に直面している。

図1 連邦政府債務残高及び対GDP比の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 財政赤字(公的部門全体)対GDP比の推移



(出所)CEIC, IMF より第一生命経済研究所作成

- 政権交代を期に前政権による財政粉飾が明らかになった例として、2009年に政権交代が行われたギリシャがある。ギリシャでは、2001年のEU（欧州連合）の統一通貨ユーロに加盟に向け、財政赤字幅（対GDP比3%以内）及び公的債務残高（対GDP比60%以下）の条件を満たすべく当時の政権が財政粉飾を行ったとされる。なお、その後の同国の公的債務残高は対GDP比120%を上回るなどユーロ参加基準を著しく上回り、その太宗を欧州系金融機関をはじめとする外国人投資家が保有していたことで、同国国債に対する信用リスクは急速に高まった。結果、ギリシャは債務再編のために欧州委員会やIMF（国際通貨基金）に救済を求める事態に追い込まれ、その後は長きに亘って支援プログラムに沿った財政運営を行っている。今回のマレーシアの政権交代に伴い発覚した財政粉飾を巡っては、一部にギリシャを連想する向きもある。主要格付機関は同国の外貨建長期信用格付をいずれもA格（ムーディーズ：A3、S&P：Aマイナス、フィッチ：Aマイナス）としているが、公的債務残高の水準が他のA格の国々に比べて高いことを勘案すれば、格下げされる可能性は

高い。他方、公式統計ベースの昨年末時点の連邦政府債務残高（6868 億リング）のうち、対外債務残高は 2028 億リングと全体の 3 割に留まり、国債保有者全体に占める外資系金融機関を含む外国人比率も 3 割弱に留まるなど、ギリシャに比べて外国人投資家の動きに伴う影響は出にくい。なお、4 月末時点の外貨準備高は 1029 億ドルである一方、3 月末時点の対外債務残高のうち短期債務は 1030 億ドルとこれを上回る水準にあり、仮に対外債務を巡る借り換えが難しい状況となれば、外貨準備不足に陥るリスクはある。ただし、マレーシアは足下の国際金融市場における米国長期金利の上昇に伴う米ドル高を受けて資金流出圧力が強まる国々と異なり、経常黒字であるなど対外収支構造は比較的堅牢であり、足下の原油相場の底入れの動きは原油及び天然ガスの輸出国である同国経済にとって追い風となりやすい。また、外国人投資家による資金流出を巡っては、ギリシャは通貨ユーロの採用に伴い通貨安を免れたものの、マレーシアでは通貨リング安が進むことで外貨建債務の債務負担が増大する可能性はある。他方、マレーシアは輸出が対 GDP 比で 7 割強を占めるなど経済の輸出依存度が高く、通貨安は価格競争力の向上に繋がるため、足下のように世界経済の自律回復が続き貿易量が底入れする状況では早期の景気回復が促されやすい。さらに、同国の銀行セクターも足下において資本不足が懸念される状況にはなく、中銀は物価安定を重視する形で慎重なマクロプルーデンス政策を行っており、金融市場における流動性への懸念も低い。このように考えると、新政権による財政運営を巡る不透明感が高まれば、一時的に資金流出圧力が強まり、それに伴って同国経済に悪影響が出る可能性はあるが、一時のギリシャのように右にも左にも動けない事態に陥る可能性は必ずしも高くはないと捉えられる。

- 他方、マハティール新政権の誕生によって国際金融市場が警戒しているのは、かつての政権時にナジブ前政権以上に強権も辞さない「開発独裁」を絵に描いたような政権運営を行ってきたことにある。1997 年から翌 98 年にかけて起こったアジア通貨危機では、マレーシアでも通貨リング相場が大きく切り下がったものの、その後はリング相場の安定のために米ドルにペッグ（固定）制を採用し、通貨危機の発端となったタイやインドネシアがペッグ制を放棄した動きと逆行した。さらに、IMF への支援要請を拒否して独自の資本規制に踏み切るなど国際金融市場に背をみせるとともに、同国内では金融緩和を通じて景気の下支えを図るなど、周辺国とまったく異なる処方せんで対応した。なお、一連の対応を通じてマレーシアは周辺のタイやインドネシアに比べて早期に景気回復を果たし、その後は周辺国が景気回復を反映して通貨高圧力を強める一方、同国はペッグ制を敷いたことで相対的に通貨安となり、輸出依存度が高い同国経済は外需をけん引役とする高成長を享受した。マハティール氏を巡っては、固定相場制への復帰を提唱する動きをみせるほか、直近のインタビューにおいて実需に基づかない通貨取引などを忌み嫌う姿勢をみせており、こうしたことも国際金融市場の新政権に対する警戒に繋がっている。ただし、足下でそうした動きに出れば、米国のトランプ政権が『為替報告書』で為

図 3 外貨準備高と短期対外債務残高の推移

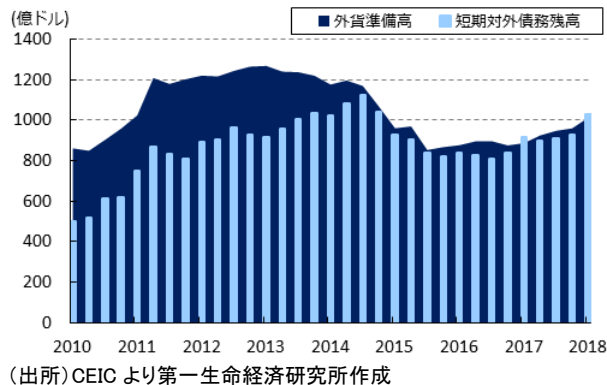
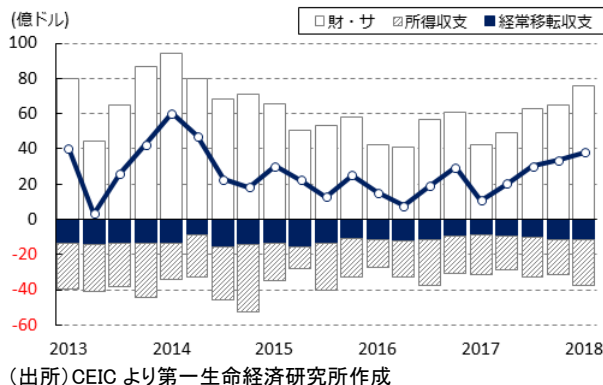
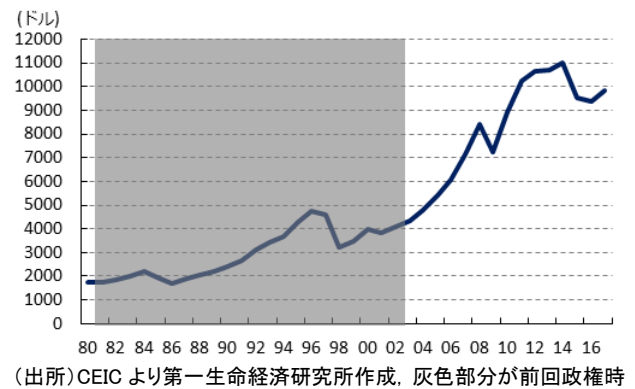


図 4 経常収支の推移



替操作国に認定することで貿易制裁の対象に指定することも予想される。マハティール氏自身はかつての政権時代から元々米国と距離を置く姿勢をみせたものの、新政権ではナジブ前政権下で関係が深化した中国との関係相対化を目指す考えをみせており、インフラ関連をはじめとする対内投資の行方に影響が出る可能性もある。そうなれば、外需依存度が高いマレーシア経済に下押し圧力が掛かることも考えられ、政権交代によって高揚した国民の民意が急速に冷める事態も考えられる。マハティール氏自身は過去の「成功体験」を元に政権運営を行う可能性が高いとみられるが、前回政権を担っていた頃のマレーシアの1人当たりGDPは5000ドルに満たない水準であり、日本をはじめとする先進国に「追いつけ追い越せ」の形で経済成長を実現することが出来た。しかし、今やマレーシアの1人当たりGDPは約1万ドルに達するなど周辺のASEAN諸国に比べて高く、「中所得国の罠」に嵌りつつあるなか、さらなる経済成長の実現には産業の高度化や生産性向上など新たな軸を切り開くことが必要である。こうした状況にも拘らず、新政権が打ち出す選挙公約は生活レベルの底上げに向けた短期的志向が強い内容が並んでおり、事態打開に向けた根本的な動きはみられない。また、マハティール氏はナジブ前政権下で参加表明したTPP（環太平洋パートナーシップ協定）に反対してきたことを勘案すれば、1月末にわが国が主導する形で最終合意に至ったCPTPP（包括的及び先進的な環太平洋パートナーシップ協定：TPP11）の批准に動く望みは低く、これをてこにした投資環境の整備に逆行する事態も予想される。さらに、新政権は少数民族政党の集合体であるが、現時点では少数民族職を隠すことで国民の太宗を示すマレー人の支持を集めるなど、不透明感もくすぶる。よって、今後のマレーシアをみる上では、公的債務問題に伴う短期的な影響の行方にも注意する必要があるが、それ以上に新政権が同国経済の直面する課題の克服に向けて適切な対応を採ることが出来るか否かが重要になっていると言えよう。

図5 1人当たりGDPの推移



以上