

【マレーシア】アジア最弱通貨の座を返上か？ リンギ相場安定化の背景を探る…………… 1ページ
【アジア・マーケット・ウォッチ】…………… 7ページ

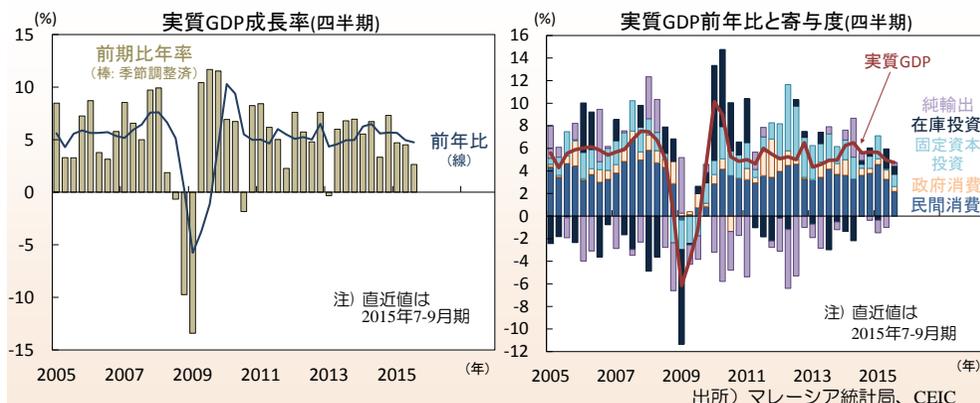
【マレーシア】アジア最弱通貨の座を返上か？ リンギ相場安定化の背景を探る*

● 内需の鈍化に伴って足元で減速する景気

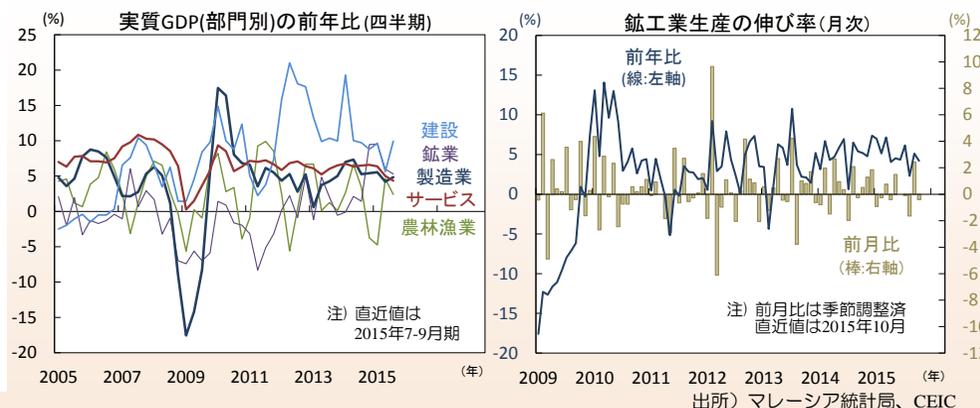
9月末以降、マレーシア・リンギ相場が堅調です。年初より9月末にかけて主要アジア通貨最大の対米ドル相場下落率を記録した同通貨は、その後12月28日にかけて反発し、主要アジア通貨ではインドネシア・ルピアに次ぐ上昇率を記録しました。この反発は、9月までの急落からの反動による一時的なものなのか、相場の転換を示唆するものなのか。本稿では、同相場の今後の動向について考察します。まず、足元の景気動向(1-2頁)と物価状況(3頁)について概観した上で、金融政策の動向について考察(3頁)。次に、9月末までの通貨急落の原因について整理した上で(4-5頁)、その後の相場安定化の背景を探るとともに、今後の相場動向について考察します(5-6頁)。

足元で、景気は鈍化を続けています。7-9月期の実質GDPは前年比+4.7%と前期の+4.9%より鈍化し、季節調整済みの前期比年率は+2.6%と前期の+4.5%より減速(図1左)。前年比と前期比とも3期連続の減速となりました。需要側では、外需が伸びた一方で内需が減速。民間消費と政府投資が減速したことに伴って、内需(在庫投資を除く)は前年比+4.0%と前期の+4.6%より鈍化しました。民間消費は前年比+4.1%と前期の+6.4%より減速。4月の一般消費税(財サービス税: GST、税率6%)導入に伴う下押しや軟調な雇用状況が背景とみられます。政府消費は同+3.5%と前期の+6.8%より鈍化。公務員給与と財サービス購入ともに減速した影響です。固定資本投資は同+4.3%と前期の+0.5%より反発しました。民間投資は同+5.5%と前期の+3.9%より加速、建設投資が堅調でした。公的投資も同+1.8%と前期の▲8.0%より反発、連邦政府と国有企業ともに投資支出が拡大しており、前期の落込みからの反動とみられます。外需では、総輸出が同+3.2%と前期の▲3.7%より反発するとともに、総輸入は同+3.2%と前期の▲2.8%より反発。この結果、純輸出の寄与度は+0.3%ポイントと前期の▲1.0%ポイントより改善、同項目の寄与度がプラスとなるのは4期ぶりです(図1右)。

【図1】実質GDPは前年比と前期比とも3期連続で減速(左)



【図2】民間消費の鈍化などを受けて減速するサービス部門(左)



● 製造業が加速する一方、サービス部門は減速

7-9月期の実質GDPの生産側では、輸出の伸びを背景に製造業が加速し建設業も勢いを増したものの、民間消費の減速に伴ってサービス部門が鈍化しました。農林漁業は同+2.4%と前期の+4.6%より減速(図2左)。雨不足等の影響から油やしの生産が同+4.1%と前期の+10.4%より鈍化しました。鉱業は同+5.3%と前期の+6.0%より減速。天然ガス生産が加速したものの、原油生産が鈍化しました。製造業は同+4.8%と前期の+4.2%より加速。運輸機器や石油・化学などが減速したものの、輸出の伸びを受けて電子・電器が同+10.3%と前期の+4.5%より加速し、繊維・衣服、金属なども加速しました。建設業は同+9.9%と前期の+5.6%より加速。石油化学や運輸関連の土木建設や整地・開墾・埋立などが伸びました。サービス部門は同+4.4%と前期の+5.0%より鈍化。運輸・倉庫や不動産が加速したものの、民間消費の鈍化に伴って小売、ホテル、レストラン等が減速し、資本市場の不振に伴って金融の伸びがマイナスに転じました。

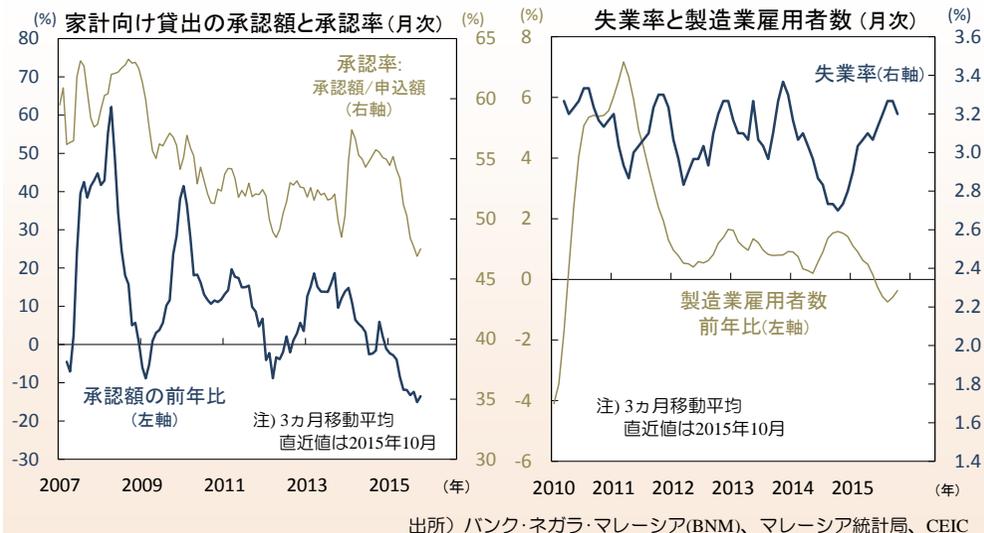
10月以降の景気指標も勢いを欠きます。10月の鉱工業生産は前年比+4.2%と前月の+5.1%より鈍化、季節調整済みの前月比も▲0.4%と前月の+2.4%より反落しました(図2右)。鉱業が前年比▲1.4%と前月の+4.3%より反落し、総生産を押下げました。

● 内需が勢いを欠く中で今後もGDP成長率は緩やかに減速か

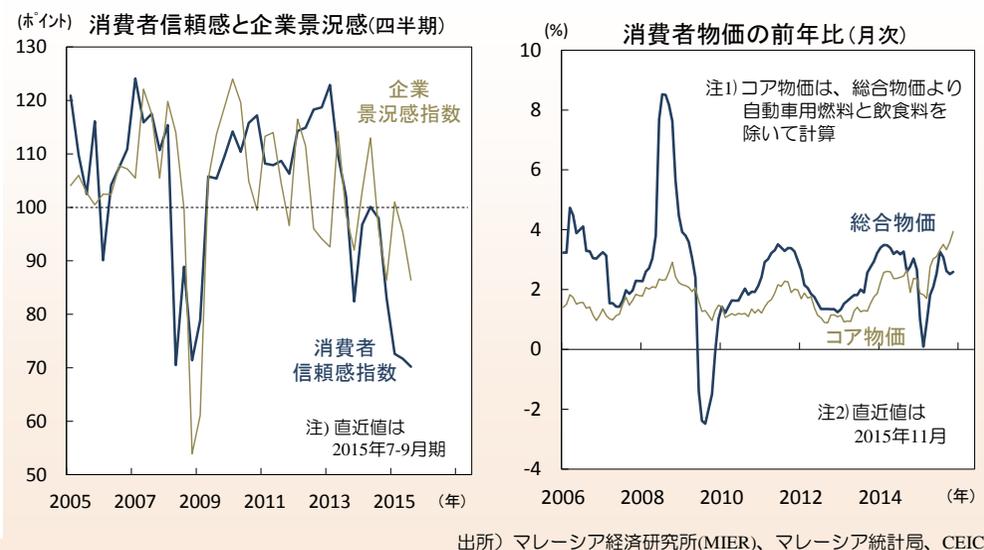
10月の鉱業生産の伸びの反落は、原油生産の減速とガス生産の落込み幅拡大により。電力は同+4.3%と前月の+2.6%より加速し、製造業も同+6.2%と前月の5.6%より加速。輸出の伸びを受けて電子・電器、繊維・衣服などの伸びが加速しました。

家計部門はGDP比8割超の債務を抱え返済負担の増加に見舞われている上、銀行は健全性規制の強化などを受けて与信基準を厳格化しており、家計向け融資の承認率は低下しています(図3左)。雇用環境が悪化するとともに(図3右)、消費者信頼感も悪化しており(図4左)、民間消費の伸びは今後も抑制されるでしょう。また、連邦政府の2016年度予算では、石油公社ペトロナスからの配当の減少分100億リング(GDPの0.9%)を經常歳出の抑制等で賄うとしており、政府消費の鈍化が見込まれます。固定資本投資に関しては、政府の開発支出によるインフラ投資が底堅く伸びるであろうものの、総投資の2割弱を占める石油ガス関連の投資は低迷が続くと見込まれます。外需については、先進国向け電子・電器輸出等が堅調さを保つ一方、一次産品関連輸出と中国や近隣アジア諸国向け輸出は引き続き伸び悩むでしょう。今年通年の成長率は+5%弱と昨年の+6.0%を下回り、来年は+4%台半ばと景気は更に鈍化すると予想されます。

【図3】 低迷する家計向け融資承認額(左)、悪化する雇用状況(右)



【図4】 悪化する消費者信頼感と企業景況感(左)



● 自国通貨安による輸入物価上昇の下でも落ち着いた物価

年初より11月にかけて自国通貨が対米ドルで18%も下落し輸入物価の上昇がみられたにもかかわらず、足元の物価は落ち着いています。

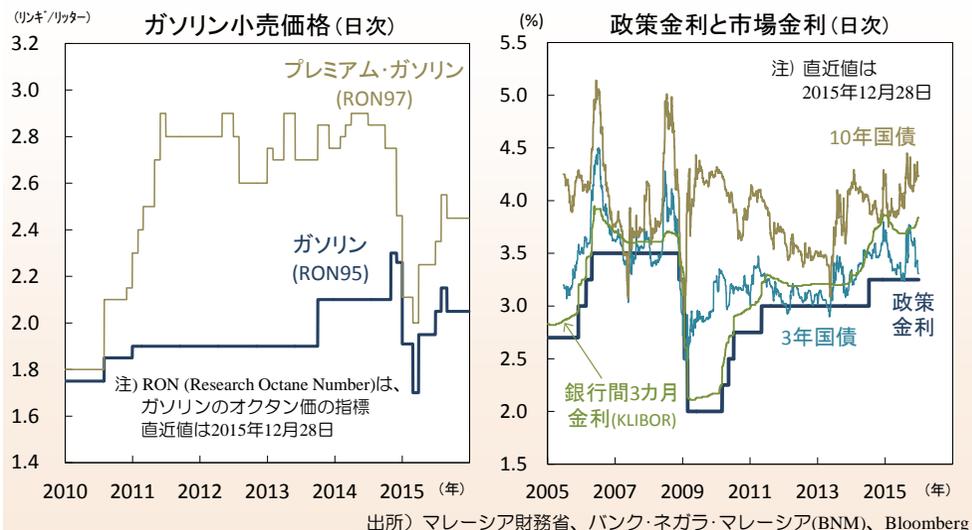
11月の総合消費者物価は前年比+2.6%と前月の+2.5%よりやや上昇(図4右)。11月のタバコ税の40%引上げに伴って、酒類・タバコが前年比+20.7%と前月の13.3%より上昇し、総合物価を押し上げました。一方、燃料は同▲10.5%と前月の▲10.8%に続き大幅なマイナスとなり、食品も同+4.1%と前月の+4.7%より鈍化し、タバコ税の引上げの影響を緩和しました。ガソリン価格は燃料補助金の削減に伴って昨年10月に上げられた後、国際燃料価格の低下で12月以降に引下げられました(図5左)。その後は、リング相場下落に伴う輸入物価上昇で6-7月に再び上げられ、国際燃料価格の低下で8月に引下げられています。今年10-11月の燃料物価の前年比は、前年10月の価格引上げの反動(前年高ベース効果)で▲10%台に押下げられたものの、12月以降は前年同月の価格引下げの影響で押し上げられる見込みです。同物価の前年比は2月に+20%前後まで急騰した後、+5%前後で推移し、総合物価の前年比も2月に+5%前後まで押し上げられた後、3月以降+3%前後で推移し、通年で+3%と今年の+2%前後を上回ると予想されます。

● 景気下振れのリスクを意識しつつ金利を据置く中央銀行

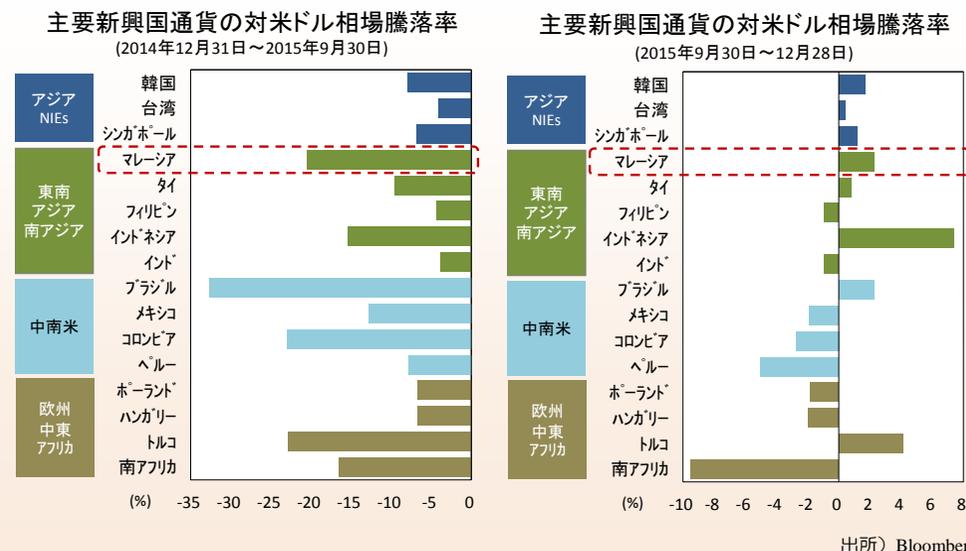
11月5日、バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)は、政策会合で政策金利を3.25%で据置くことを決定。据置きは昨年9月以降8回連続です(図5右)。

声明は、前回9月と同様に内外景気に対して慎重な見方を示しました。世界経済は、主要国の景気鈍化、資源価格の変動、主要国の金融政策の変化に伴う市場の動揺の可能性などから「下振れリスクが高い」と記述。国内経済に関しては、外需低迷の影響を受けており、今年の成長率は+4.5-5.5%で来年は+4-5%とやや低下するという見通しを示し、「景気の下振れリスクは高い」としました。物価に関しては、自国通貨安にもかかわらず資源価格の低迷等もあり足元で落ち着いていると指摘。2016年の1-3月には物価が(ベース効果で)上昇するものの、その後は鈍化するだろうとしました。現在の政策金利に関しては、前回と同様に「緩和的であり景気回復を支えている」と記述。BNMは景気下振れのリスクを意識しつつ、リング相場下落による金融環境の緩和効果に期待しているとみられます。同国の外貨準備水準は低く、米国が利上げを開始する中で利下げを行い、ようやく安定化したリング相場を危険にさらすことはしないでしょう。BNMは来年にかけても金利を据置き、鈍化する景気の自律反発を待つと予想されます。

【図5】中央銀行は、昨年9月以降8回連続で政策金利を据置き(右)



【図6】9月末までアジア最弱だったリングは(左)、その後反発(右)



● リンギは年初より9月末まで主要アジア通貨最大の下落率

冒頭で述べたとおり、足元でマレーシア・リンギ相場の堅調ぶりが目立ちます。同通貨は9月末より12月28日にかけて対米ドル(以下「ドル」)で2.3%上昇と、主要アジア通貨ではインドネシア・ルピアの7.3%に次ぐ上昇率となりました(図6右)。年初より9月末にかけてリンギは同20.5%下落と、主要アジア通貨最大の下げ幅を記録(図6左)。9月末以降の上昇が一時的な反発なのか安定化の兆しなのかに注目が集まります。

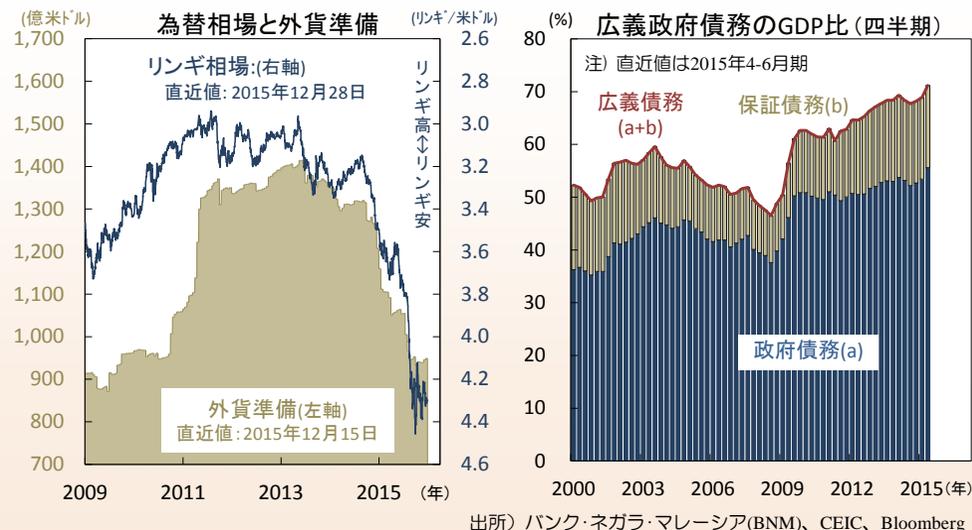
9月までのリンギの急落の原因は、(a)一次産品価格の低迷に伴う交易条件の悪化と財政・経常収支の悪化や信用力の低下の懸念、(b)政府投資公社の経営危機と不正資金流用疑惑に伴う政治的な不透明感の高まり、(c)低水準の外貨準備や外国人による多額の国債保有額など対外資本流出への弱さなどであったと考えられます(本レポート7月号 3-6頁参照)。同国は、アジアでは数少ない一次産品の純輸出国です。一次産品価格の低迷は、経済成長率の下押し、石油ガス関連歳入の落込みによる財政収支の悪化、貿易・経常収支の悪化につながります。また、政府は、2013年の下院総選挙までの数年に渡って大規模な財政刺激策を実施しました。この結果、財政赤字は拡大し、政府債務の水準は上昇していました(図7右)。

● 財政悪化による信用力低下や経常収支悪化の懸念も浮上

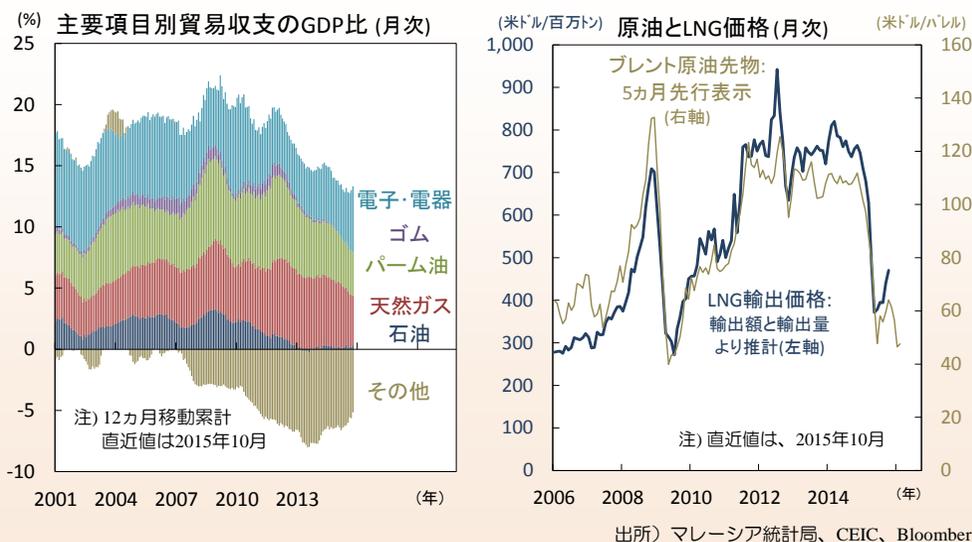
格付大手フィッチは2013年より同国の格付(外貨/本国通貨: A-/A)の見通しをネガティブに変更しており、市場参加者は石油ガス関連歳入の減少に伴う更なる財政悪化で、格下げは不可避と考えていました(ただし、同社は今年6月末に格付据置きを決定。格付事由の概要等は、[アジア投資環境レポート7月13日号](#) 2頁を参照)。

経常黒字の縮小も投資家の懸念を招きました。液化天然ガス(LNG)とパーム油は2014年にGDP比5.4%と4.2%相当の多額の純輸出額を計上しており(図8左)、両品目の価格低下は貿易・経常黒字額を押下げます。LNGの主要な輸出先は日本であり、その価格は日本の原油輸入価格に連動し4-6カ月の時間差で調整されます。昨年9月より今年初にかけての国際原油価格の急落の影響は今年春先より顕在化し(図8右)、LNGの輸入額を押下げました。また、同国の資本収支は、直接投資は赤字基調で証券投資もしばしば赤字となっています(図9右)。直接投資勘定の赤字は、国有企業や大手銀行など国内企業による海外投資が近年急増したことが背景です(図10左)。また、証券投資に関しては(図10右)、同国最大の機関投資家である被雇用者積立基金(EPF)が海外証券投資の比率を引上げる過程で資本流出が増加した模様です。

【図7】 広義政府債務のGDP比は、近年大きく上昇(右)



【図8】 原油価格に連動し、4-6ヵ月差で調整されるLNG輸出価格(右)



● 政府投資公社の不正経理問題から高まった政治リスク

経常黒字の相当部分を直接投資や証券投資勘定の資本流出が相殺するため、同国の国際収支は、海外投資家によるリンギ建て債券投資などの動きの影響を強く受けているとみられます。11月時点でリンギ建て国債(イスラム債を除き短期債と中央銀行債を含む)の51.3%は外国人が保有しており、主要アジア諸国では最高の保有率です。

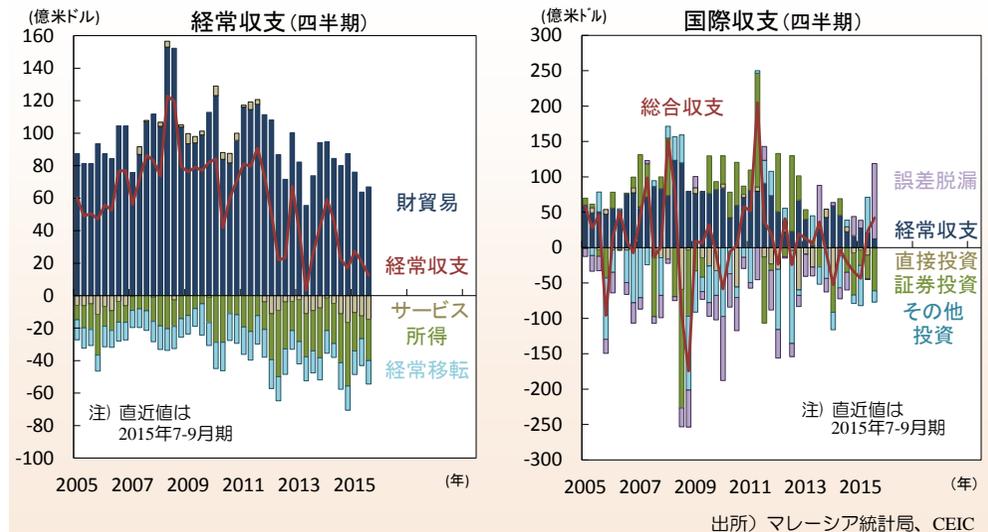
また、ナジブ首相の下で設立された政府投資公社の1MDBは、多額の負債(昨年3月時点で420億リンギ)を抱え返済能力が低下。昨年末以降、国内大手銀行による同社向け貸付が不良債権化し、政府が同社救済を強いられ政府債務が一層増加するとの懸念も浮上しました。同社による不正経理の疑惑も浮上する中、4月にはマハティール元首相が公然とナジブ首相の引責辞任を要求し、7月には米紙(WSJ)が1MDB関連企業がナジブ首相の個人口座に26億リンギを入金したと報道。海外投資家は、政治混乱に伴う首相の求心力の低下と政策運営の迷走などのリスクを懸念し始めました。しかし、ナジブ首相は自身に批判的であったモヒディン副首相を7月末に解任するとともに、司法長官の交代を決定。また政府は1MDBにかかわる多くの報道を行ってきた現地メディア(The Edge)に発行禁止を命じるなど、力づくで事態の収拾を図り始めました。

● 足元の政治リスク低下もリンギ相場の安定化に貢献か

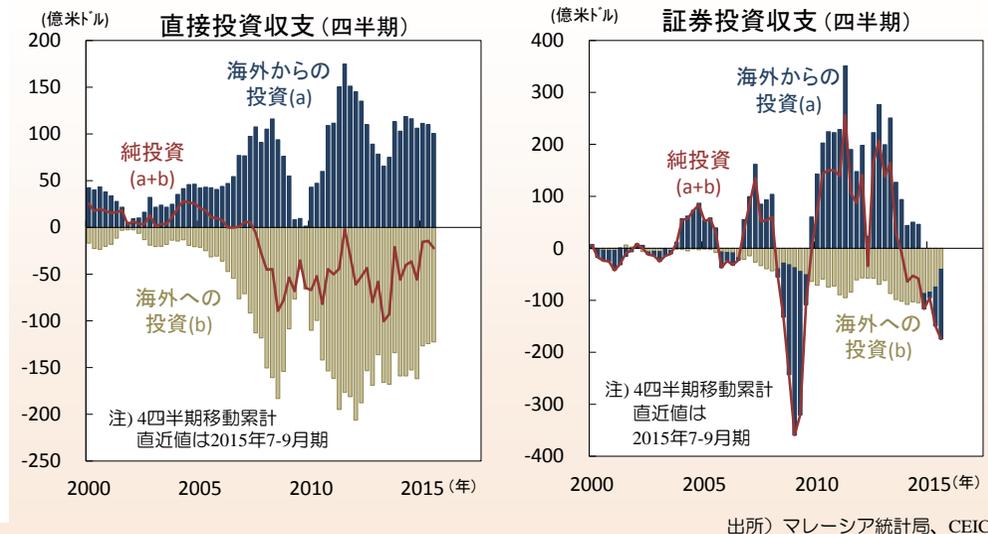
11月23日、中国国有企業の中国広核集団(CGN)が1MDBの発電事業資産を23億ドルで買収することを公表。1MDBの経営危機がひとまず回避されるとの安心感が広まりました。昨年末から今年8-9月にかけては汚職疑惑の拡大と政治的混乱を示唆する動きや報道が相次いだものの、その後こうした動きは沈静化。力づくの抑込みが奏功し、一時は引責辞任の可能性すら意識された首相は、その地位を強化した模様です。

政治混乱の沈静化に加え、対外収支の緩やかな改善も、9月末以降のリンギ相場の安定に寄与したとみられます。政府の指導の下で政府系企業による対外直接投資や機関投資家による対外証券投資が抑制され、両勘定からの資本流出額は緩やかに縮小(図10)。また、11月の貿易収支は+121.6億リンギと前月の+96.9億リンギ、前年同月の+10.8億リンギを超過しました(図11左)。内需の低迷に伴って輸入が前年比▲0.4%の伸びとなる一方、輸出が同+16.7%と急伸。一次産品輸出額が低迷する一方で電子・電器など工業製品が伸張(図11右)、リンギ安の恩恵も及び始めた模様です。また、4-6カ月遅れて原油価格に連動するLNG輸入価格も、昨年9月より今年初にかけての原油価格急落の影響を既に反映しており(図8右)、LNG輸出額の下押しもほぼ一巡しました。

【図9】経常収支は黒字を保つも、直接投資は近年赤字基調に(右)



【図10】近年増加していた対外直接投資(左)と対外証券投資(右)



● 外国人の債券保有額は多額だが、内訳は従来より安定化

海外投資家による証券投資の構造も安定化しています。同国への債券投資は、主に長期国債(MGS)と短期の中央銀行証券(BNB)が対象です。主要な債券指標(Citi-WGBI等)に採用されるMGSには、主に海外の機関投資家(年金、保険会社、投資信託等)が投資。価格変動の小さい短期債のBNBは、短期的な売買を好む海外投資家(いわゆる投機筋)による相場上昇を見越したリング買い持ちや、金利裁定取引(海外NDFを用いて調達したリング資金で同証券に投資等)などに用いられてきました。BNBなど短期債からは、昨年末より多額の資本が流出。バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)がBNB発行を停止したこともあり、同債券の保有額は急減しています(図12左)。また、昨年以降の対ドル相場下落に伴って、リングの実質実効相場(REER)は、他の主要アジア通貨より大きく下落しており、相対的な割安感も相場を支えているとみられます。

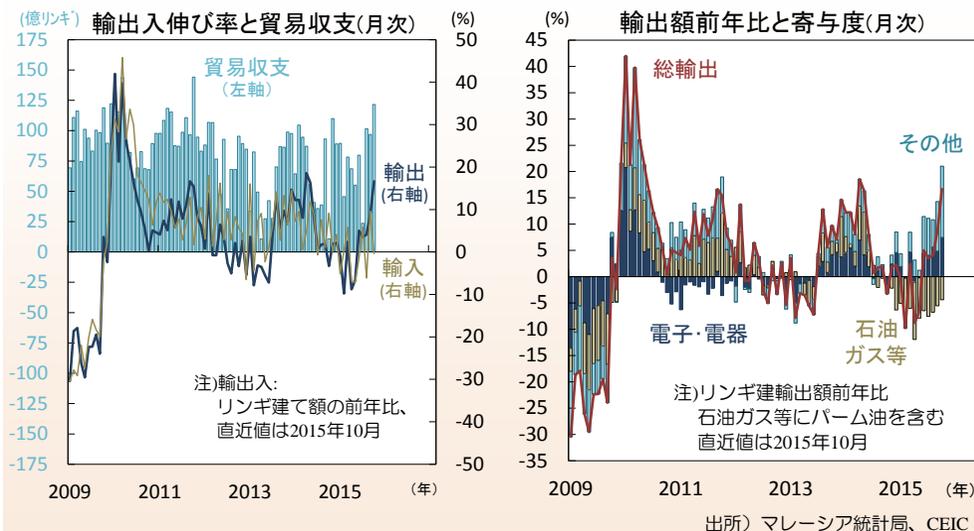
しかし、従来に比べ脆弱さが低下しているとはいえ、同国は依然として複数の弱みを持っており、リングのリスク感応度は相対的に高いとみられます。弱みとは、(1)低水準の外貨準備など対外バランス・シートの弱さ、(2)中国景気下ブレや人民元安への脆弱性、(3)中央銀行総裁の交代にかかわる不透明感などです。

● アジア最弱通貨の座を返上したとみられるリング

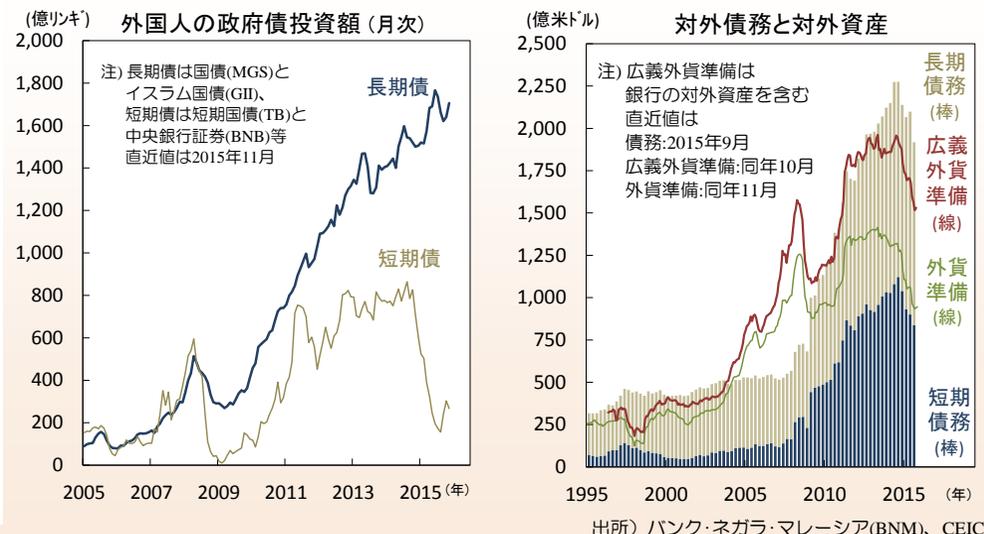
リング相場下落抑制のためのドル売り介入に伴って外貨準備は減少し、11月時点で946億ドル(先物も考慮すると881億ドル)と、9月末の短期対外債務839億ドルの1.1倍強(図12右)。資本流出への抵抗力は近隣諸国に見劣りする上、リング上昇局面で外貨準備の増強のためのドル買い介入が行われ通貨の上値を抑えられる可能性があります。また、中国の景気減速に伴う一次産品価格の低下に脆い上、同国の為替相場柔軟化に伴う人民元安の影響も受けやすいとみられます。加えて、来年4月末に到来するBNM現総裁の任期も不確定要因です。ゼティBNM総裁は過去16年に渡り慎重な金融政策運営を行い、同行への信頼を獲得。一方、BNMは外為法違反でIMDBを起訴するよう新任の司法長官に勧告(起訴は行われず)。同行とナジブ首相の間の緊張関係を懸念する市場参加者は少なくはなく、総裁の交代がBNMの信認低下を招くリスクも残ります。

もっとも、前述のとおりリングのリスク感応度を高めていた多くの脆弱性は低下しています。今後、国際金融市場で再びリスク回避的な動きが起こったとしても、同通貨の下げ幅は今年初より9月末までより小さいものとなるでしょう。同通貨の騰落率は、今後、アジア通貨平均並みへと改善してゆくと予想されます。(入村)

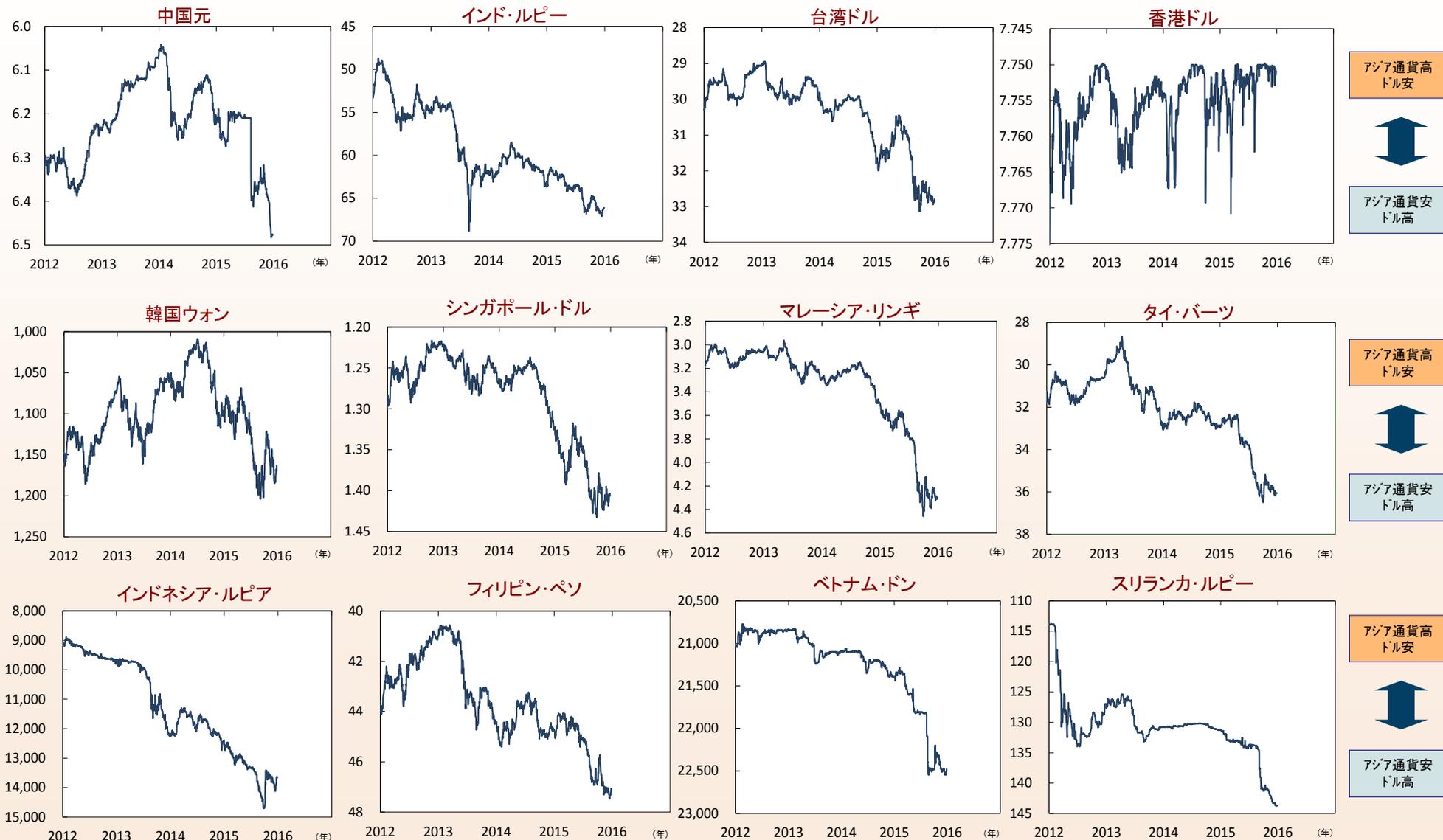
【図11】工業製品輸出の伸びが一次産品輸出を落込みをカバー(右)



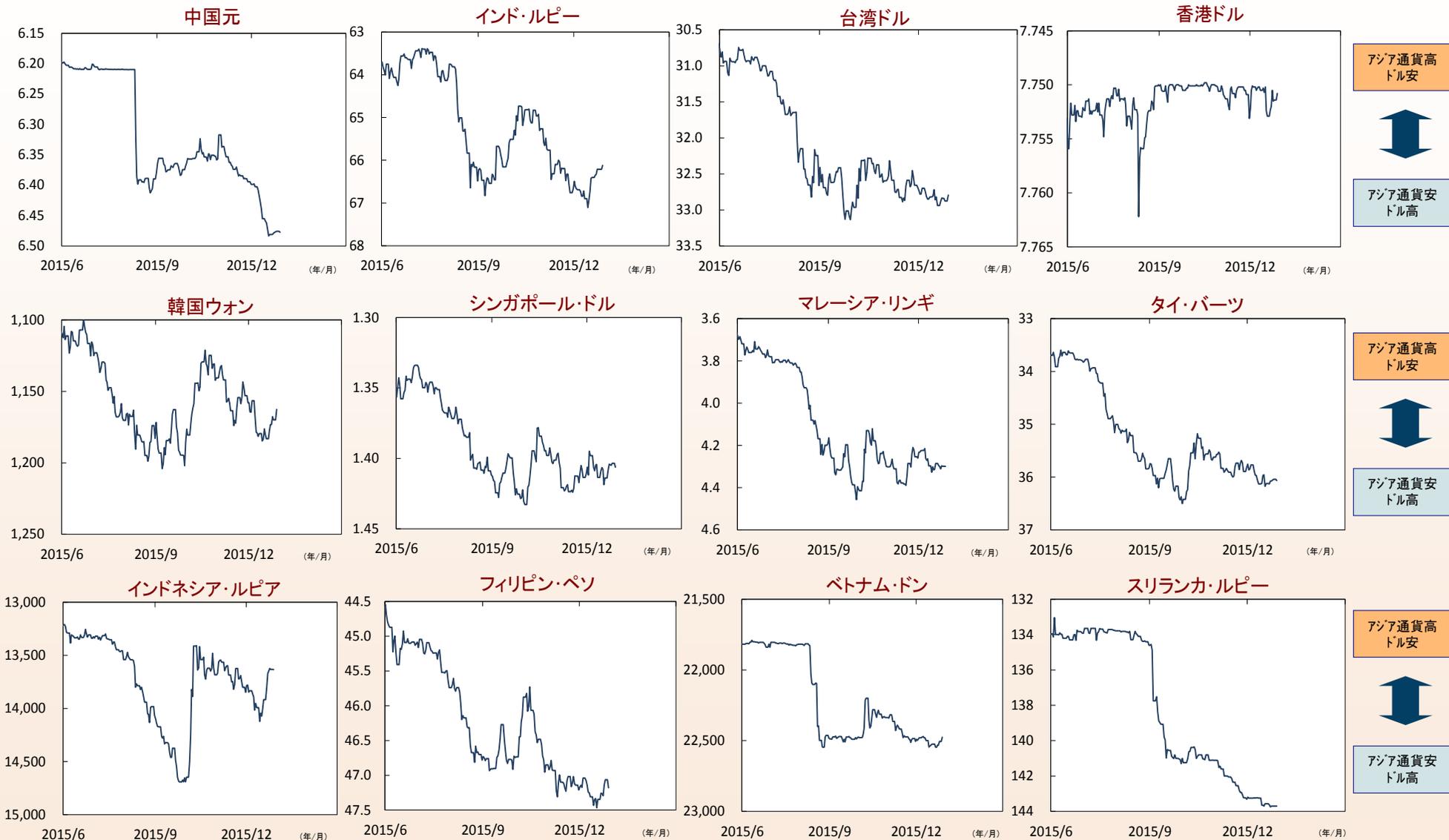
【図12】急減した外国人の短期債券保有額(左)、低水準の外貨準備(右)



【アジア・マーケット・ウォッチ】アジア通貨の対ドル相場(1)過去3年間



【アジア・マーケット・ウォッチ】アジア通貨の対ドル相場(2)過去6か月間



注) 単位は、アジア通貨/米ドル(1米ドル=アジア通貨)、直近値は、2015年12月28日、出所) Bloomberg

留意事項

◎投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としているため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。したがって、投資者のみなさまの投資元金が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。運用により信託財産に生じた増益はすべて投資者のみなさまに帰属します。

投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をよくご覧ください。

◎投資信託に係る費用について

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

■購入時（ファンドによっては換金時）に直接ご負担いただく費用

- ・購入時（換金時）手数料 ... 上限 3.24%（税込）

※一部のファンドについては、購入時（換金時）手数料額（上限 37,800円（税込））を定めているものがあります。

■購入時・換金時に直接ご負担いただく費用

- ・信託財産留保額 ... ファンドにより変動するものがあるため、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

- ・運用管理費用（信託報酬） ... 上限 年3.348%（税込）

※一部のファンドについては、運用実績に応じて成功報酬をご負担いただく場合があります。

■その他の費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等でご確認ください。

※その他の費用・手数料については、運用状況等により変動するものであり、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

お客さまにご負担いただく費用の合計額もしくはその上限額またはこれらの計算方法は、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の利率につきましては、三菱UFJ国際投信が運用するすべての公募投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の利率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をご覧ください。

各資産のリスク

◎株式の投資に係る価格変動リスク

株式への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、株式の価格は個々の企業の活動や業績、市場・経済の状況等を反映して変動するため、株式の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

◎公社債の投資に係る価格変動リスク

公社債への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、公社債の価格は市場金利の変動等を受けて変動するため、公社債の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

◎信用リスク

信用リスクとは、有価証券等の発行者や取引先等の経営・財務状況が悪化した場合またはそれが予想された場合もしくはこれらに関する外部評価の悪化があった場合等に、当該有価証券等の価格が下落することやその価値がなくなること、または利払いや償還金の支払いが滞る等の債務が不履行となること等をいいます。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

◎流動性リスク

有価証券等を売却あるいは取得しようとする際に、市場に十分な需要や供給がない場合や取引規制等により十分な流動性の下での取引を行えない場合または取引が不可能となる場合、市場実勢から期待される価格より不利な価格での取引となる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

国内株式・国内債券への投資は上記のリスクを伴います。海外株式・海外債券への投資は上記リスクに加えて以下の為替変動リスクを伴います。

◎為替変動リスク

海外の株式や公社債、REIT、オルタナティブ資産は外貨資産ですので、為替変動の影響を受けます。そのため、為替相場が円高方向に進んだ場合には、投資元金を割り込むことがあります。

新興国への投資は上記リスクに加えて以下のカントリーリスクを伴います。

◎カントリーリスク

新興国への投資は、先進国への投資を行う場合に比べ、投資対象国におけるクーデターや重大な政治体制の変更、資産凍結を含む重大な規制の導入、政府のデフォルト等の発生による影響を受けることにより、市場・信用・流動性の各リスクが大きくなる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込む可能性が高まる場合があります。

当資料を閲してご留意頂きたい事項

- 当資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJ国際投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当資料は投資勧誘を目的とするものではありません。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。銀行等の登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の補償の対象ではありません。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。（作成基準日：2015年12月29日）
- 当資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況であり、また、見通しのない分析は作成時点での見解を示したものです。したがって、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また税金・手数料等は考慮していません。
- 当資料に示す意見等は、特に断りのない限り当資料作成日現在の三菱UFJ国際投信経済調査部の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。
- 投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認ください。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号
加入協会：一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会