

【マレーシア】主要債券指数からの国債除外等の懸念から軟調に推移するリンギ相場 1ページ
 【アジア・マーケット・ウォッチ】 7ページ

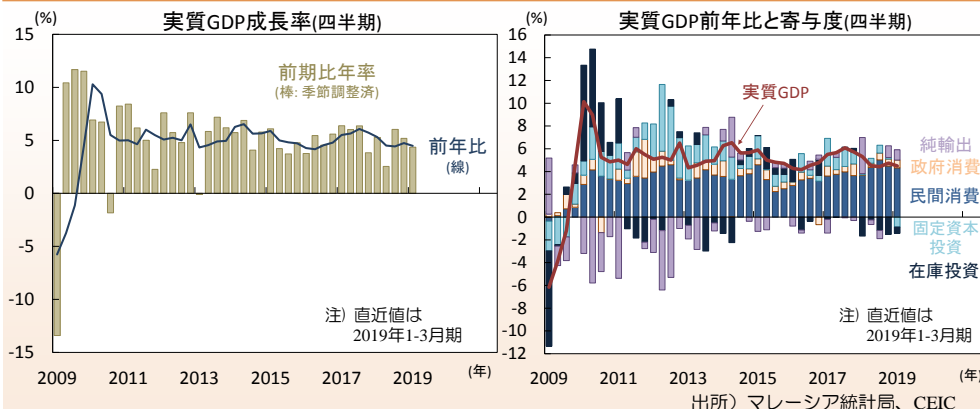
【マレーシア】主要債券指数からの国債除外等の懸念から軟調に推移するリンギ相場*

● 軟調な総輸出や固定資本投資の下で成長率が鈍化

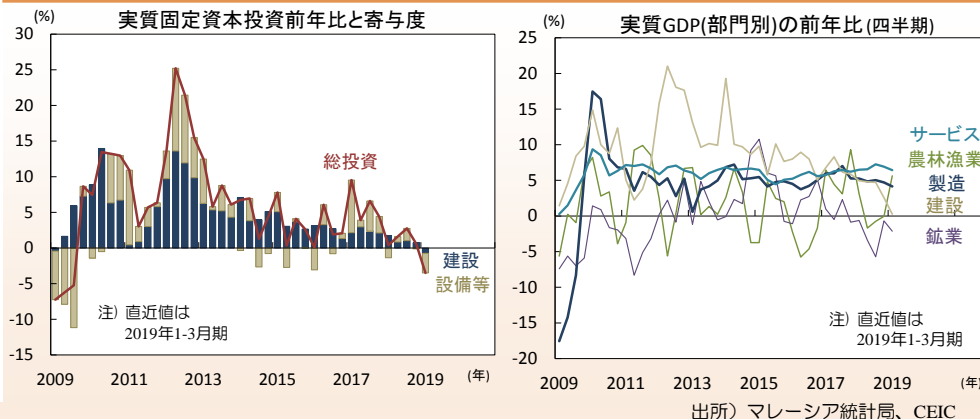
マレーシア・リンギ相場が軟調です。同通貨は3月末から5月末にかけて対米ドルで▲2.6%下落と、主要アジア通貨では韓国に次ぐ下落率。主要な債券指数から同国債が除外される可能性が浮上する中、資本流出のリスクも意識され相場が押下げられました。リンギ相場は今後も軟調に推移するのか。本稿では同通貨を取り巻く環境と今後の相場動向について考察します。まず、足元の景気物価の動向を概観した上で(1-3頁)、5月の利下げ後の金融政策の動向について考察(3-4頁)。次に、4月以降のリンギ相場低迷のきっかけとなった、主要債券指数算出機関によるマレーシア国債の除外検討の動きについて概観し(4-5頁)、除外検討の背景とみられる為替取引規制の強化に伴う市場の変化や、その後の当局による市場の流動性改善策について整理(5-6頁)。最後に今後のリンギ相場の方向性について考察します(6頁)。

5月16日、マレーシア政府は1-3月期の実質GDPが前年比+4.5%と前期の+4.7%より減速しつつ、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+4.3%を上回ったことを公表。季節調整済みの前期比年率は+4.4%と前期の+5.2%から鈍化しました(図1左)。需要側では、世界景気の減速により総輸出の伸び率がほぼゼロまで鈍化。不動産市場の低迷や公的投資の落込みに伴って固定資本投資が反落するなど、内需の低迷も目立ちました。在庫投資の寄与度は▲0.5%ポイント(pt)と前期の▲1.5%ptより下げ幅が縮小し、純輸出も+0.9%ptと前期の+1.0%ptとほぼ変わらなかったものの、内需(在庫投資を除く)が+4.1%ptと前期の+5.2%ptより低下し、成長率を押下げました(図1右)。民間消費は前年比+7.6%と前期の+8.4%より鈍化しつつ堅調に拡大しました。現政権による消費税改革(財サービス税:GST廃止と売上サービス税:SSTの再導入)の間に生じた免税期間に駆込み消費が見られたものの、SST導入に伴って消費は正常化。底堅い消費の拡大は、消費者物価の低迷に伴う家計の購買力の改善によるとみられます。

【図1】固定資本投資の伸びがマイナスとなりGDP成長率を下押し(右)



【図2】建設・設備投資とも反落(左)、製造、建設等幅広い部門が減速(左)



● 財政再建に伴う投資歳出抑制も固定資本投資を下押し

足元では自動車販売も回復(図3左)。主要車種の新モデル投入の影響とみられます。政府消費は同+6.3%と前期の+4.0%より加速。政府による財サービス購入を中心に経常歳出が拡大した影響です。固定資本投資は同▲3.5%と前期の+0.6%より反落し、約10年ぶりのマイナスとなりました。公的投資が同▲13.2%と前期の▲5.9%より下げ幅が拡大。財政再建に取組む政府が投資歳出を抑制した影響です。民間投資も+0.4%と前期の+5.8%より急減速。米中通商摩擦に伴う企業心理の悪化も影響したとみられます。分野別では、建設投資が同▲1.3%と前期の+1.3%から反落し、設備投資も同▲7.4%と前期の▲1.3%より下げ幅が急拡大。不動産市況の低迷や(図3右)、企業による業務用車両購入の減速が背景です。外需では、世界景気が減速する中で総輸出が同+0.1%と前期の+3.1%より鈍化し、内需の減速を背景に総輸入も同▲1.4%と前期の+1.8%より反落。この結果、純輸出の寄与度は+0.9ptと前期の+1.0ptよりやや縮小しました。

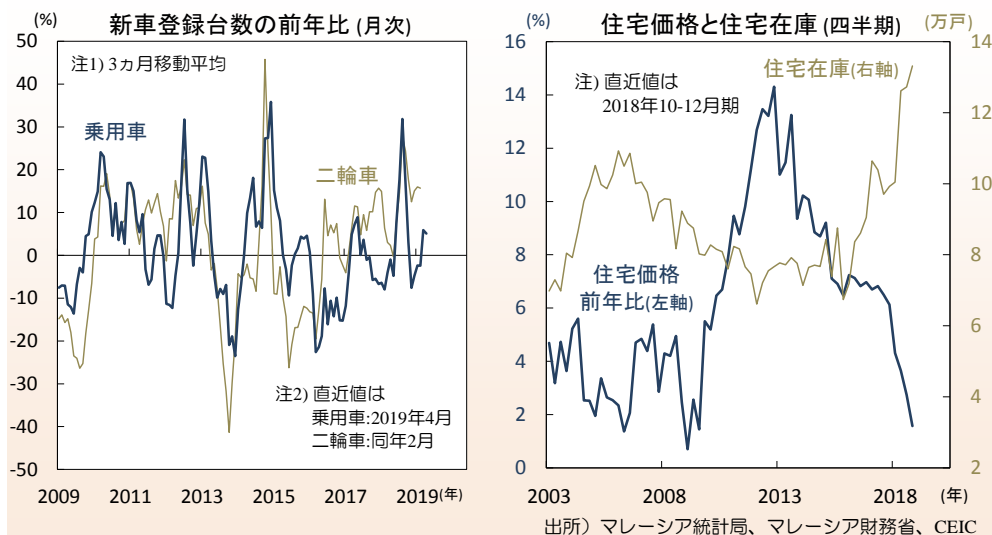
生産側では、内需と外需に低迷に伴ってサービス部門、製造業、鉱業、建設業など幅広い部門が減速した一方、油やしや天然ゴム生産の伸びに伴って農林漁業が急加速(図2右)。同部門を除く生産は同+4.4%と前期の+5.1%より▲0.7pt悪化しました。

● 外需の低迷で製造業が鈍化し、建設業も急減速

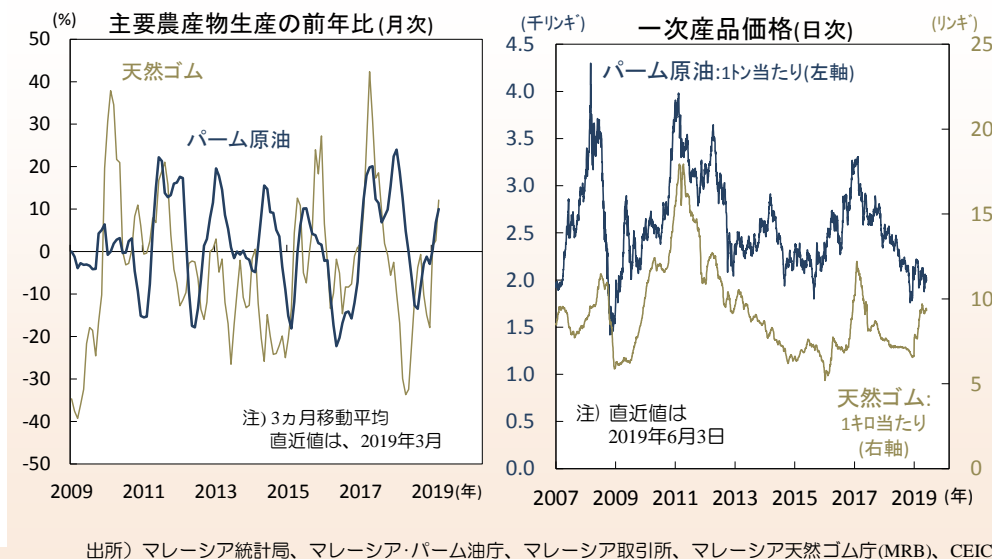
農林漁業は同+5.6%と前期の▲0.1%より急反発しました。油やしと同+9.8%と前期の▲2.7%より急反発し、ゴムや林業も反発。昨年悪天候の影響による油やし生産の低迷が一巡し(図4左)、天然ゴム価格の上昇が採取活動を促しました(図4右)。鉱業は同▲2.1%と前期の▲0.7%より下げ幅が拡大。サラワク州の天然ガス生産施設やマレー半島部とサバ州の原油生産施設の操業が停止した影響です。製造業は同+4.1%と前期の+4.7%より鈍化しました。油やし生産の拡大とともにパーム油など動植物油が加速したものの、輸出の低迷に伴って電子部品・製品が同+4.5%と前期の+7.6%より減速し、運輸機器、精密機器、ゴム製品も鈍化。世界的な半導体需要の低迷に加え、欧州の自動車CO2排出規制の強化や中国の自動車販売の低迷が、自動車用電子部品の輸出を押し下げ、天然ガス生産の落込みに伴って精製燃料の生産も減速しました。

建設業も同+0.3%と前期の+2.6%より減速。大型石油化学プロジェクトが完成に近づき土木建設が鈍化するとともに、商業用不動産と住宅の過剰供給なども建設投資を押し下げました(図2右)。サービス部門は同+6.4%と前期の+6.9%より鈍化。家計消費の鈍化に伴って小売が同+9.5%と前期の+12.0%より減速し、卸売や情報通信も鈍化しました。

【図3】回復する自動車販売(左)、住宅在庫が増加し住宅価格は低迷(右)



【図4】パーム原油と天然ゴム生産が回復(左)、天然ゴム価格は底打ち(右)



出所) マレーシア統計局、マレーシア・パーム油庁、マレーシア取引所、マレーシア天然ゴム庁(MRB)、CEIC

● 外需の低迷が続く中、今年の成長率は昨年より低下か

世界景気が勢いを欠く中で、今後も輸出は低迷を続けるでしょう。同国は貿易依存度が高く、通商問題を巡る米中対立の激化に伴う国際的な工業製品供給網の混乱の影響を受けやすいと考えられます。民間企業の景況感足元で悪化(図5左)。世界景気の弱さや米中貿易摩擦を巡る不透明感もあり、今後も民間投資は低迷するとみられます。

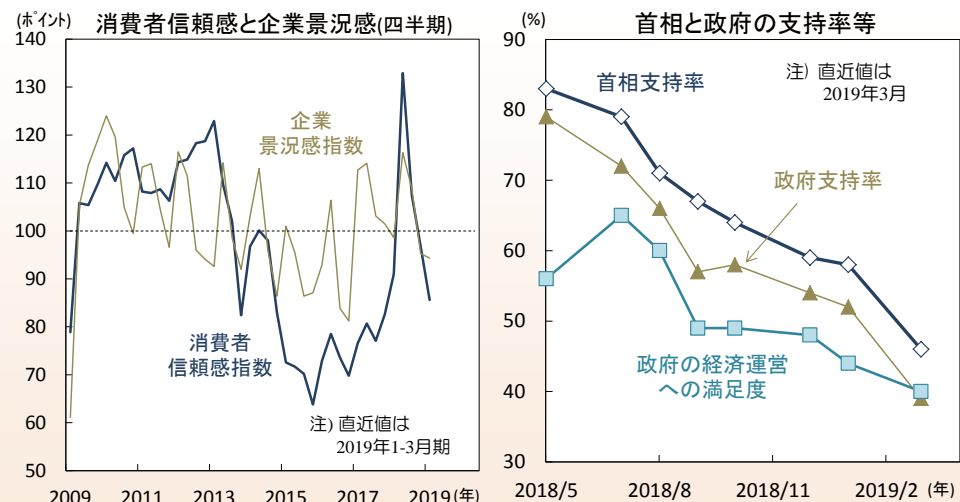
一方、現政権は昨年の発足直後に凍結した東海岸鉄道(ECRL)など一部の開発投資の再開を決定。公的投資は今後も低迷するものの、大型投資の再開に伴って下げ幅は徐々に縮小するでしょう。消費税免税期間の終了と同期間の駆け込み消費からの反動に伴って、今後も家計消費は鈍化。しかし、今年10月までに完了する税還付(GSTと給与所得税)が同消費の鈍化を和らげる見込みです。建国後初の政権交代を経て、現政権の支持率は今年3月に39%と昨年の総選挙直後の79%より急落(図5右)。補欠選挙での与党候補敗退も目立ち始める中、財政再建を重視してきた政府が支持率回復のために歳出拡大に転じる可能性も無視できません。燃料小売価格の抑制や家計への現金給付の増増し等が行われた場合、家計消費の短期的に押し上げると思われます。今年通年の経済成長率は+4.5%前後と、昨年の+4.7%を下回ると予想されます。

● 消費者物価上昇率は足元0%から緩やかに上昇の見込み

足元の物価は落ち着いています。4月の総合消費者物価は前年比+0.2%と前月と同率(図6左)。燃料が同▲4.2%と前月の▲4.8%より下げ幅が縮小した一方、食品は+1.1%でコア物価も+0.5%と前月と同率でした。食品の前月比(季節調整前)は+0.1%と前月の+0.5%より低下。例年、断食月(ラマダン)から断食明け大祭(ハリラヤ)にかけて食品物価が上昇するものの、今年の上記期間(5-6月)には政府が27品目に対する価格統制を行い、食品物価等の上昇を抑える見通しです。運輸燃料の前月比は+0.6%と前月の+4.7%より低下。ガソリン(RON95)価格には上限が適用され1リッター2.08リングで推移しています(図6右)。政府は7月までに対象を絞った燃料補助金制度を設立する見込みであり、8月までにはガソリンと軽油の小売価格が上げられるでしょう。足元の物価の前年比は、昨年6月のGST廃止前までの高ベースによって押し上げられているものの(図7右)、その効果は今年6月にはくろし総合物価の前年比は+2%前後まで上昇するとみられます。今年通年の上昇率は+1.3%と昨年の+1.0%よりやや上昇すると予想されます。

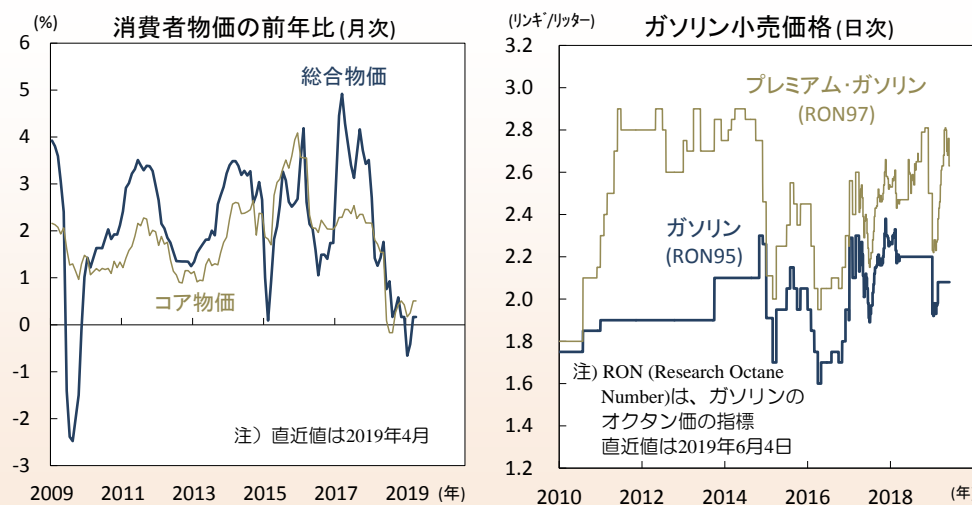
落ち着いた物価の下、当局は利下げを実施。5月7日、バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)は政策金利(翌日物金利)を3.25%から3%に引下げました。

【図5】悪化する消費者信頼感と企業景況感(左)、低下する政府支持率(左)



出所) マレーシア経済研究所(MIER、Merdeka Center、CEIC)

【図6】低迷する消費者物価(左)、ガソリン小売価格は足元で横ばい(右)



出所) マレーシア統計局、マレーシア財務省、CEIC

● 昨年1月の利上げを経て、今年5月に利下げを実施

Bloomberg集計では23社中14社が5月の同利下げを予想するなど、今回の利下げの可能性を巡り市場の見方は二分されていました。政策金利の変更は、昨年1月の利上げ以来です(図7右)。BNMの声明は外需減速のリスクを強調。世界景気について未解決の貿易対立(米中問題等)や一部主要国の景気低迷の長期化など、無視できない下振れリスクがあると指摘しました。国内景気に関しては、安定的な雇用環境や主要部門の設備拡張が家計消費と投資支出など内需を押し上げると指摘。一方、貿易を巡る対立や一次産品価格低迷の長期化などの外部要因が景気の下押しリスクであるとしてきました。

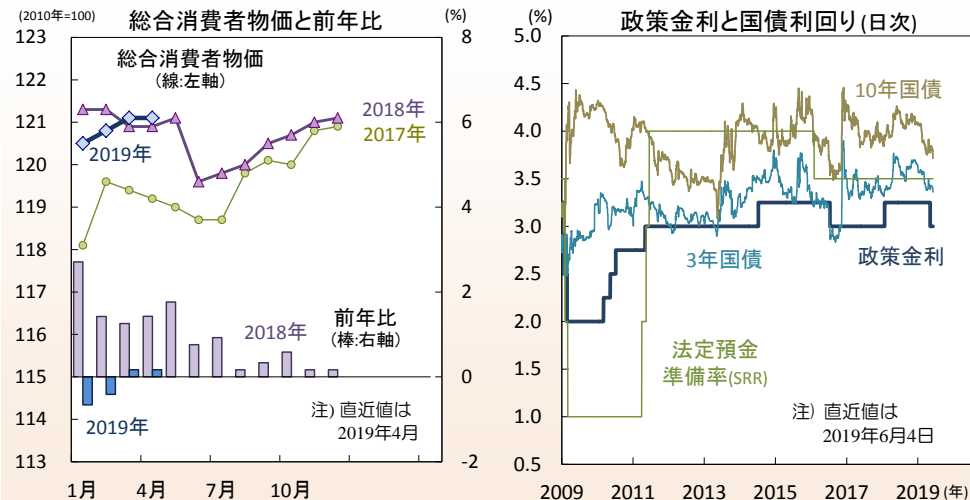
声明は、物価は当面低いであろうと記述。燃料小売価格の上限設定や消費税の変更など政策措置が背景と指摘しました。今年通年の総合消費者物価は昨年と比べ概ね安定的と予想。コア物価についても、景気拡大が持続しつつも強い需要側からの圧力がない中で安定的であろうとしました。また、金融環境タイト化の兆しもいづらか見られると指摘。今回の利下げは金融緩和の度合いを維持するためのものであると説明しました。「金融環境タイト化」の内容は記述していないものの、物価の低下による実質金利の上昇(図8左)、貸付の伸びの鈍化(図8右)、株価の低迷等を指すと考えられます。

● 予防的な利下げ後、今後は政策金利を据え置きか

今回の利下げは、米中貿易摩擦の激化など対外環境が悪化し景気下押しリスクが高まる中での予防的なもの。金融環境のタイト化にも配慮したものでしょう。「今後も景気物価見通しに関わるリスクのバランスを注視する」との末尾の文言は前回と同様。しかし、直前にあった「経済と金融環境の下振れリスクを認識しつつ」の一節は今回削除されました。今回の利下げ実施に伴って、近い将来の利下げを示唆する一節は不要になった模様です。BNMは、今後は政策金利を据置きつつ、対外環境悪化が国内景気に与える影響等を見極めるとみられ、今年内は政策金利を維持すると予想されます。

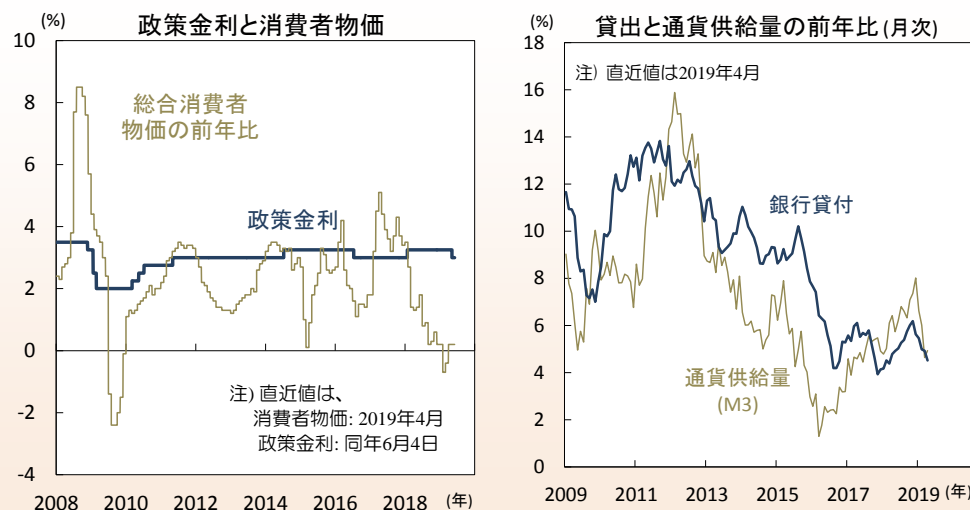
通貨リングは3月末より5月末にかけて対米ドルで▲2.6%と(図9左)、主要アジア通貨では韓国(▲4.7%)に次ぐ下落率。同国の国債市場からの資本流出懸念等が相場の重しとなりました。代表的な国債指標であるFTSE世界国債指数(WGBI)の算出機関(FTSE Russell)は、採用国分類の見直しの結果、マレーシア国債(MGS)を除外することを検討中であると4月15日に公表。分類基準を市場障壁から市場アクセスの度合いに変更したことに伴って、MGS市場へのアクセスの容易さが問題視されました。次回の指標の見直しは今年9月の予定であり、早ければ同月にMGSの除外が決まる可能性があります。

【図7】10年債利回りは、資本流出局面でも3.5~4.5%の範囲で安定推移(右)



出所) マレーシア統計局、バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)、CEIC、Bloomberg

【図8】物価の低下に伴って上昇する実質金利(左)、低迷する銀行貸付(右)



出所) マレーシア統計局、バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)、CEIC

● 主要債券指数からの除外に伴う資本流出のリスク

MGSのWGBIに占める比重は0.4%。WGBIを参照指標とする債券ファンドの残高は2.5兆ドル程度とみられ、指標からの除外に伴ってMGSが売却されれば、最大で80-100億ドル相当の資本が流出します。また、ノルウェーの外貨準備等を運用するNBIMは新興国債券投資を圧縮する方針を公表。同機関によるMGS保有額は20億ドル程度とみられ、MGSからの資本流出がリング相場を押し下げる懸念は拭えません。

FTSE RussellはMGSの評価引下げ検討の理由を公表していないものの、MGSそのものの取引高は相応に大きいため、為替市場の流動性や為替ヘッジの容易さ等が問題視されている可能性が高いと思われます。為替ヘッジ手段の問題は、BNMによる2016年の規制強化によって生じました。2016年11月の米大統領選挙(トランプ候補が当選)の直後に起こった資本流出とリング相場下落に対処するため、BNMは為替市場規制を強化。BNMは、同国の銀行(外国銀行の支店や現地法人を含む)だけでなく、その親会社や関係会社に対しても海外為替先物(NDF)の取引を自粛するように求めました。この結果、リングNDFの出来高は急減(図9右)。海外の機関投資家は、保有するMGSの為替リスクを機動的にヘッジする手段を事実上失いました(注)。

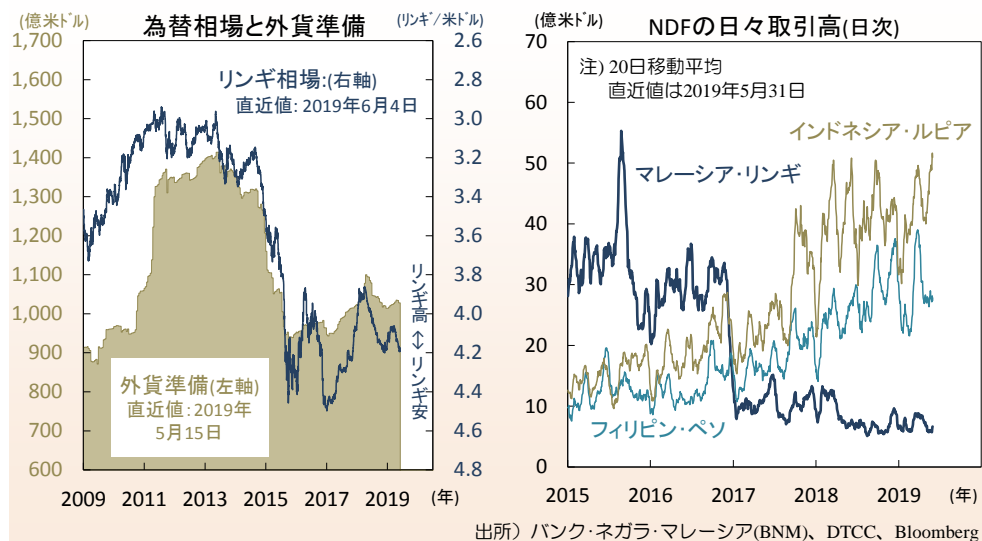
● 指数からの除外の回避に向け金融市場の流動性を強化

その後、BNMは国内為替先物(DF)市場の海外投資家への開放に着手。投資取引証明書の提出義務を緩和し、アクティブ・ヘッジ比率上限を引上げ、海外機関投資家に対して為替ヘッジを国内市場で行うよう促しました。BNMによれば、同行に登録し国内DF取引を行える海外機関投資家は現在88社、運用資産は308億米ドルに上ります。

5月16日、BNMは金融市場の流動性とアクセス改善のための6つの措置を公表(図10)。MGSのWGBIからの除外を避けるための取組みとみられ、6つの措置の内3つが為替取引にかかわるものです。上記の措置によってMGSが指標からの除外を免れうるのかは現段階で定かではなく、9月の指標見直し前後には市場の警戒感が再び高まるでしょう。なお、FTSE RussellはMGSの除外に加え、人民元建て中国国債の採用の検討も開始。仮に同国債が採用されれば、既に同国債採用を決めたBBGA(Barclays Bloomberg Global Aggregate Bond Index)と同様に6%前後の比重となると考えられます。もっとも、WGBIはBBGAと同様に主要先進国の国債を主体とする指標であり、中国国債の採用に伴って比重が低下するのは主に米国、欧州、日本などの国債でしょう。中国国債の新規採用がMGSの比重低下に繋がるのは新興国債券指数(JPM GBI-EM GD)と考えられます。

注) アジア・マーケット・マンスリー2017年1月号 5-6頁を参照。

【図9】やや軟調なリング相場(左)、低下するリングNDFの取引高(右)



【図10】金融市場の流動性の改善等に取り組む当局

金融市場の流動性とアクセス改善に向けた措置

1. 債券レポ市場の流動性と柔軟性の向上	指標銘柄以外の国債(MGS)のレポ借入を容易に 期間1年超の取引を可能にするための取引指針の見直し
2. 国債(MGS)先物の決済(受渡)	MGS先物の現物決済制度の改善(証券委員会や証券取引所と連携)
3. 為替ヘッジ取引主体の拡大	信託銀行やグローバル・カストディアンによる顧客のための為替ダイナミック・ヘッジ取引の解禁
4. 為替ヘッジ取引の自由化	登録機関投資家による先物リング買い上限の引上げ (BNMの事前承認を得れば、裏付投資資産の25%を超える先物購入が可能に)
5. 為替取引と契約書類等の簡素化	為替取引の標準契約書を作成し、マレーシア銀行協会(ABM)を通じて提供
6. 現地取引時間外のリング流動性の改善	国内銀行(外国銀行の現地法人等を含む)が指名する指名海外拠点(AOO)の取引能力の改善 (現在、国内銀行21行の指名した156のAOOが36カ国で業務を展開)

注) BNIM, Development Initiatives to Enhance Market Liquidity and Accessibility, 16 May 2019

出所) バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)

● 新興国債指数における比重が低下し、資本流入額が低迷

MGSは、主要な先進国債券指数であるWGBIやBBGAに加え、主要な新興国の自国通貨建て債券指数であるJPM GBI-EM-GDにも採用されています。同指数における比重は、2015年末の9.8%から今年5月末時点で6.2%へと低下(図11左)。チェコ等の新規採用国の比重が増した影響もあるものの、機動的な為替ヘッジ手段を失った海外機関投資家がMGS保有額の抑制を望み、同指数の算出機関に比重引下げを求めたとの観測も絶えません。2017年以降のアジアの新興国債券への資本流入の受け皿となったのは主にインドネシアやインドや韓国であり、MGSへの資本流入は限定的でした(図11右)。

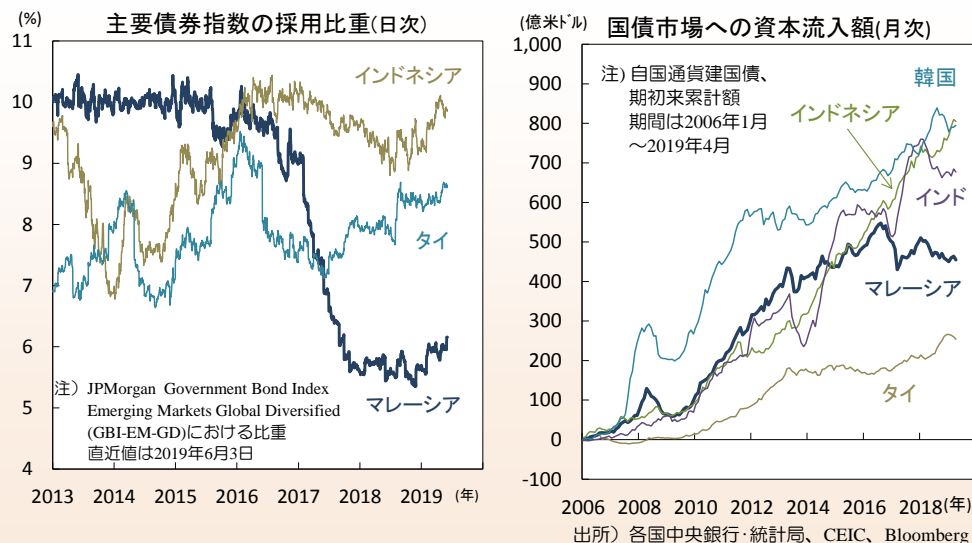
多額の外国人投資額ゆえに、潜在的な資本流出リスクに直面するMGS市場。しかし、10年物MGSの利回りは、2014年より足元まで3.5~4.5%のレンジで推移しており(図7右)、2017年の資本流出局面(図12左)でも利回りの急騰(債券価格の急落)はみられません。同国には、被雇用者積立基金(EPF)など巨大な機関投資家が存在。彼らの運用目標利回りは4.5%弱とみられ、外国人による売却によってMGS利回りが上昇する局面では積極的な買い手となり、市場を安定化させています。MGS市場からの資本流出の影響は、国債利回りではなく主にリング相場に現れると考えられます。

● 当面上値が重いとみられるリング相場

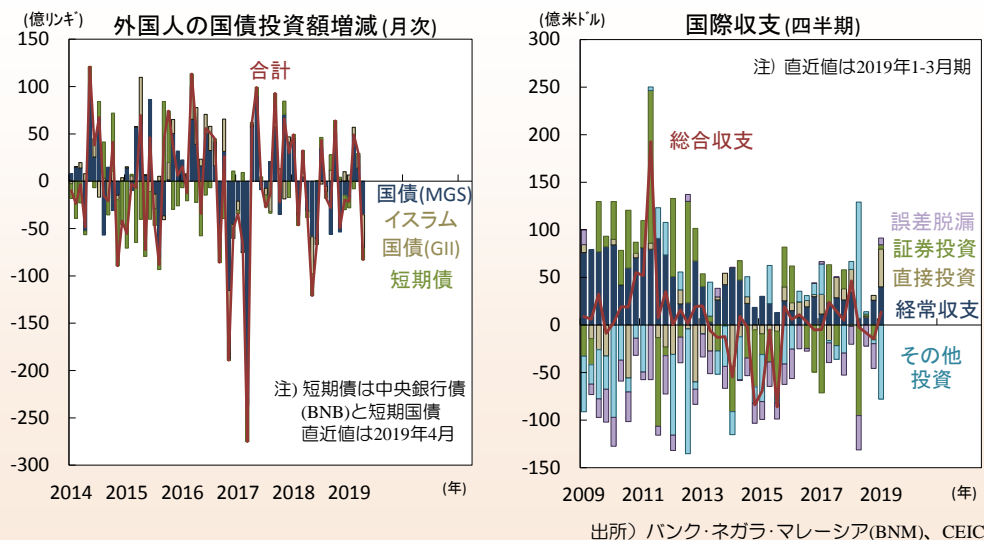
5月28日、米財務省は半期為替政策報告書を公表。審査基準を変更するとともに調査対象国を20カ国に拡大。マレーシアも調査対象となり監視対象国リストに追加されました。外貨準備が過去12カ月で減少するなど継続的なドル買い介入は認められなかったものの、経常黒字のGDP比が2.1%(基準:2%以上)、対米貿易黒字が270億ドル(同200億ドル以上)と為替操作国認定基準3つの内2つに該当したことがリスト入りの理由です。

WGBIからMGSが除外されるのか、JPM GBI-EM GDが中国国債を採用するとともにMGSの比重を引下げるのか等は定かでないものの、海外機関投資家はMGSへの新規投資に慎重になるでしょう。今年後半には約200億リングのMGSの償還期限が到来。アクティブ・ファンドの一部はこの機会にMGSへの再投資を行わず投資残高を圧縮する可能性が高いと思われます。また、通商問題を巡る米中の対立の継続も、輸出依存度の高い同国のリングの重しとなると考えられます。5月初に米中対立が先鋭化すると、人民元は5月に対米ドルで▲2.5%下落。リングは韓国、台湾、シンガポール等の通貨と並び人民元との連動性が高く、今後も人民元安が続ければ影響を受けざるを得ないでしょう。今後も当面、リング相場の上値は重いと予想されます。(入村)

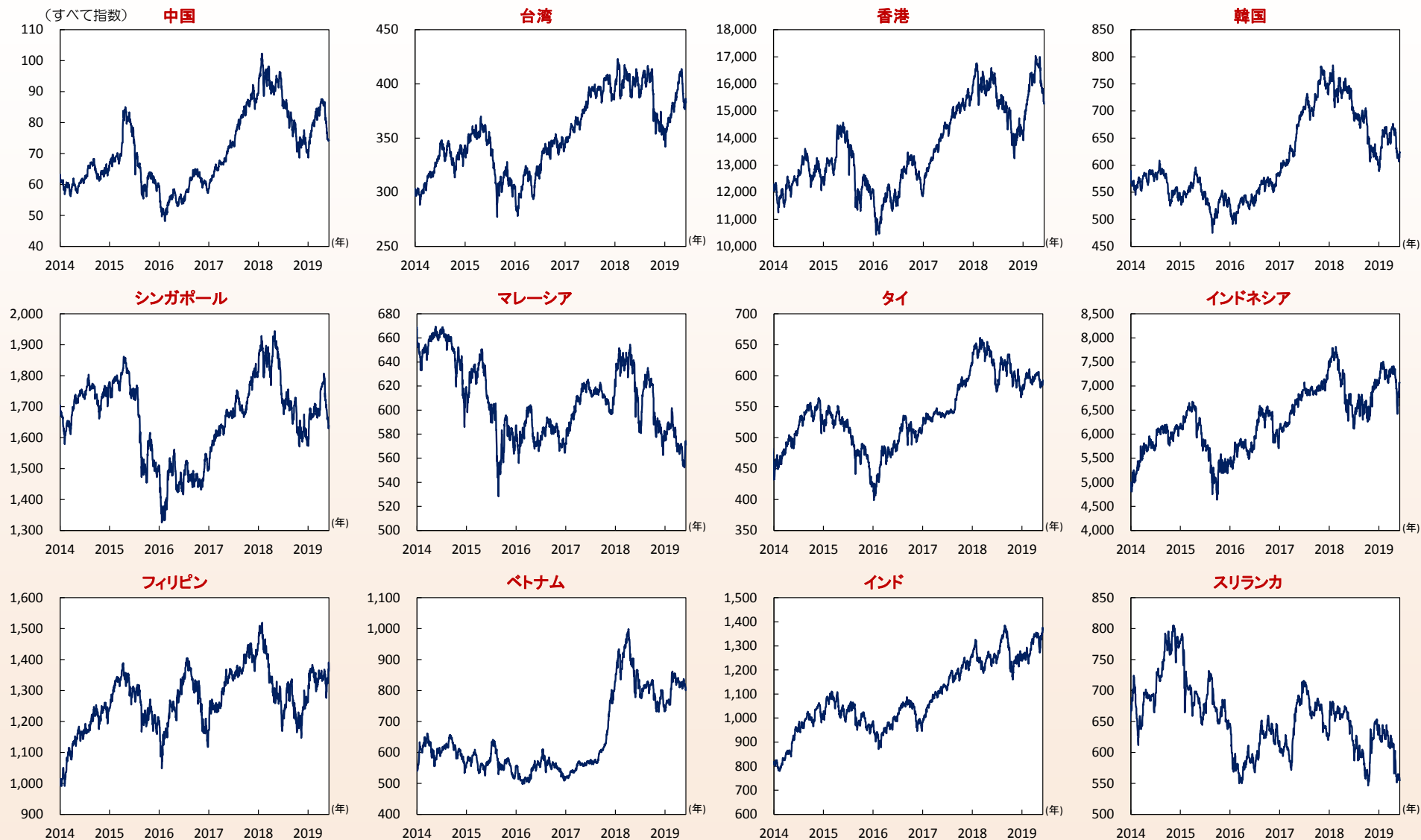
【図11】新興国債券指数での比重が低下(左)、近年細る資本流入額(右)



【図12】2-3月に国債市場に流入した資本は4月に流出(左)



【アジア・マーケット・ウォッチ】(1) 株価

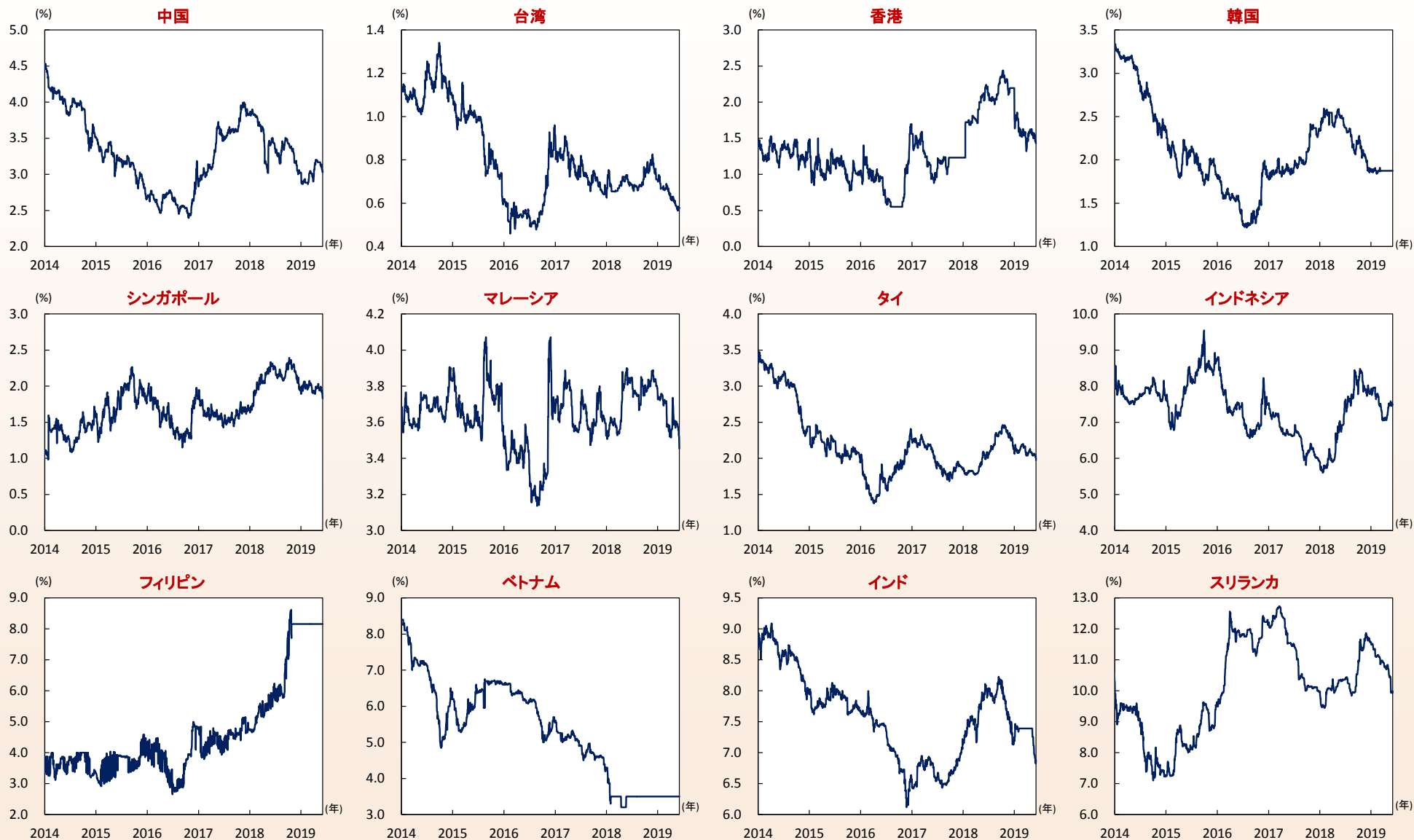


注1) 直近値は、2019年6月4日。

注2) ベトナムとスリランカはMSCIフロンティア・マーケット インデックス、その他はMSCI オールカントリー・ワールド インデックスの国別指数（現地通貨ベース、配当込み）。

出所) MSCI、Bloombergより当社経済調査室作成

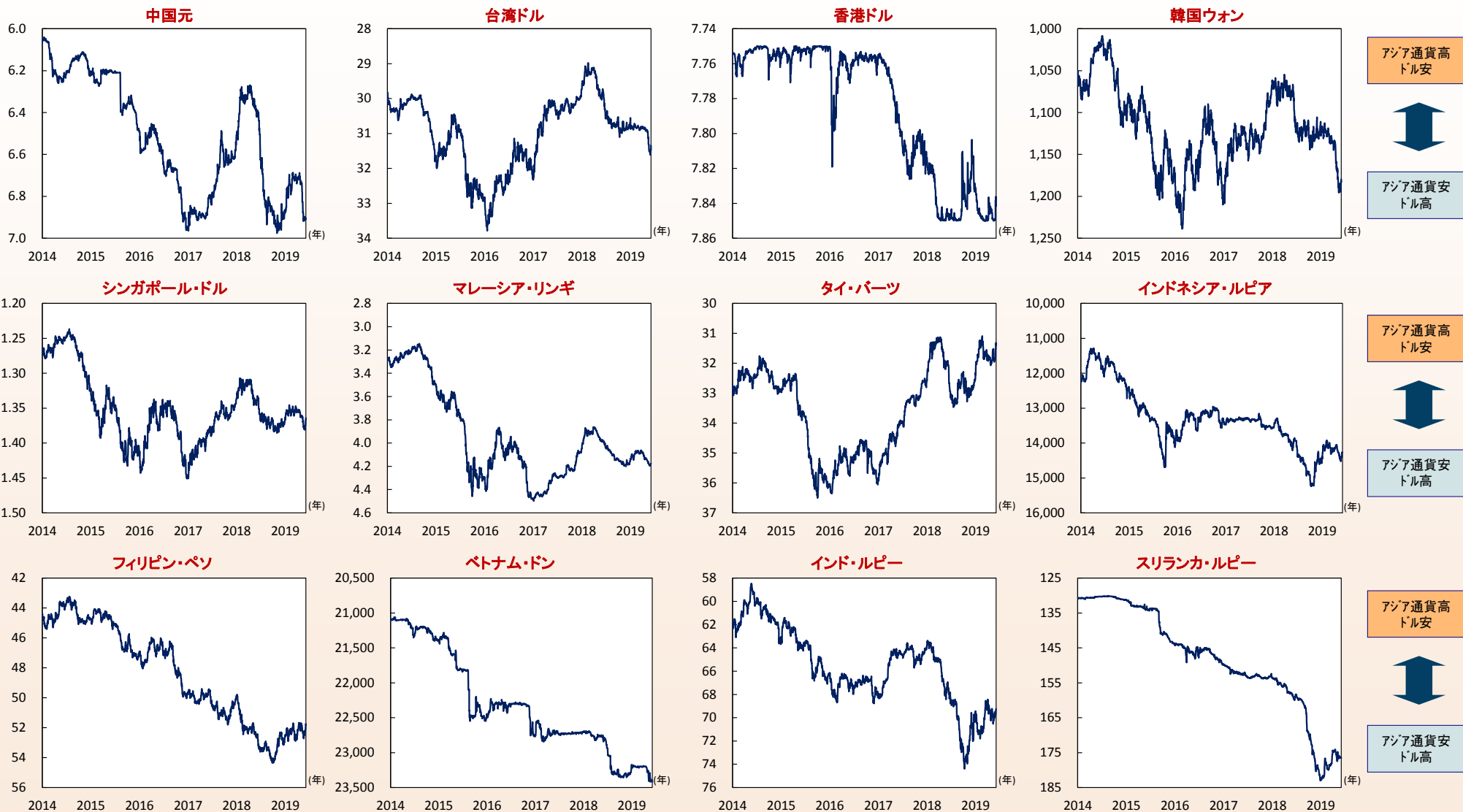
【アジア・マーケット・ウォッチ】(2) 自国通貨建国債利回り



注) すべて5年国債利回り、直近値は、2019年6月4日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【アジア・マーケット・ウォッチ】(3)アジア通貨の対ドル相場



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、2019年6月4日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、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。本資料は、投資勧誘を目的とするものではありません。
- 本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: 2019年6月5日）
- 本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・完全性等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・状況または作成時点での見通し・分析であり、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・手数料等を考慮していません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJ国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。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。

本資料中で使用している指数について

MSCI オールカントリー・ワールド インデックス、MSCI エモティフ・マーケット インデックスに対する著作権およびその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。Markit Economics Limitedの知的財産権およびその他の一切の権利はMarkit Economics Limitedに帰属します。



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