

【マレーシア】アジア最弱通貨から最強通貨に転じたリングの今後の方向性を考える.....	1ページ
【エマージング・マーケット・ウォッチ】.....	7ページ

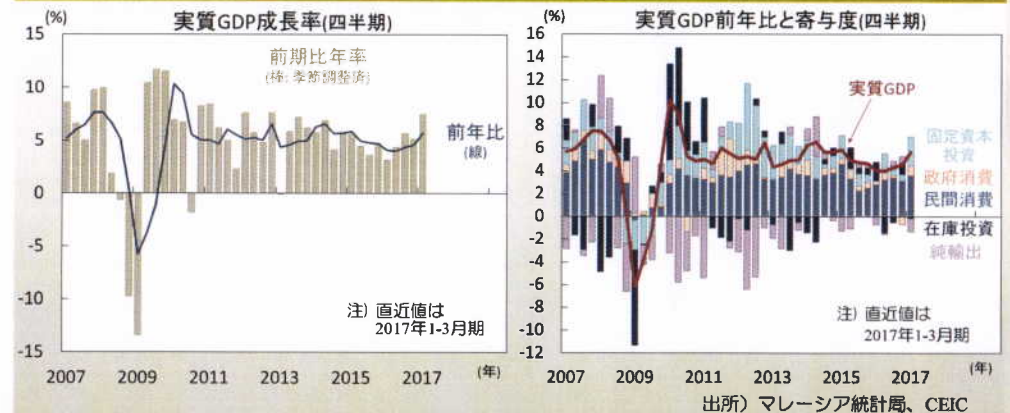
【マレーシア】アジア最弱通貨から最強通貨に転じたリングの今後の方向性を考える*

● 市場予想を上回って加速した1-3月期のGDP成長率

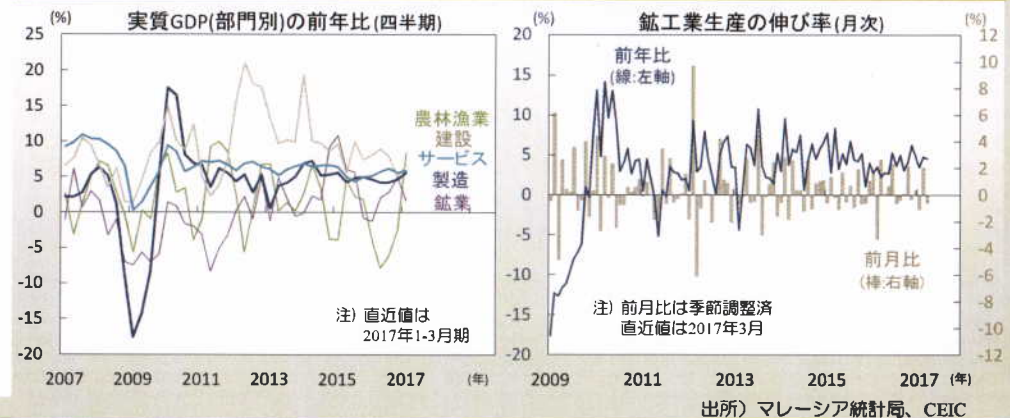
マレーシア・リング相場が堅調です。今年3月末より6月7日にかけて、同通貨は対米ドルで+3.9%と、主要アジア通貨最大の上昇率を記録。昨年11月の米大統領選挙より今年3月末まで低迷を続け主要アジア通貨で最弱となった同通貨は、一転して同最強通貨となりました。何が相場の反発をもたらしたのか、今後も相場は堅調に推移するのか。本稿では、今後のリング相場の動向について考察します。まず、足元の景気物価動向について概観し(1-3頁)、今後の金融政策の方向性について考察(3頁)。次に昨年11月に行われた為替取引規制の強化の影響と海外債券投資家の動向や(4-5頁)、今年4月以降の債券投資資本流入の再開と為替相場反発の背景について分析した上で(5-6頁)、今後のリング相場の動向について考察します(6頁)。

足元の景気は極めて堅調です。5月19日、政府は1-3月期の実質GDPが前年比+5.6%と前期の+4.5%より加速し、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+4.8%を大きく上回ったことを公表。季節調整済みの前期比年率は+7.5%と前期の+5.1%から加速、足元の景気拡大の勢いは強い模様です(図1左)。需要側では、民間設備投資を中心に固定資本投資が急加速するとともに民間消費も加速し、政府消費も反発(図1右)。内需(在庫投資を除く)は前年比+7.7%と前期の+3.2%より急伸し、外需のマイナス寄与の影響を相殺して成長率を押し上げました。民間消費は前年比+6.6%と前期の+6.1%より加速。低所得家計向けの政府の現金給付(BR1M)の増額や雇用環境の改善などにより(図3左)。政府消費は同+7.5%と前期の▲4.2%より反発。公務員給与と財サービス購入とも伸びが加速しました。固定資本投資は同+10.0%と前期の+2.4%より加速。公的投資が同+3.2%と前期の▲0.4%から反転し3期ぶりにプラスとなり、民間投資も同+12.9%と急加速しました。分野別では設備投資が同+21.8%と前期の+2.9%より急伸し、GDP成長率を+2.0ポイント押し上げ。製造業部門の複数の大型投資によります。

【図1】固定資本投資の急伸などによって1-3月期のGDP成長率は加速(右)



【図2】急伸した農林漁業生産、底堅い製造業とサービス部門の伸び(左)



● 急伸した農林漁業と底堅い製造業・サービス部門

外需では、世界景気の回復に伴って総輸出が同+9.8%と前期の+2.2%より加速し、総輸入も同+12.9%と前期の+1.6%より加速。資本財と中間財の輸入が急伸した影響です。純輸出の寄与度は▲1.2%ポイントと前期の+0.5%ポイントより反落しました。

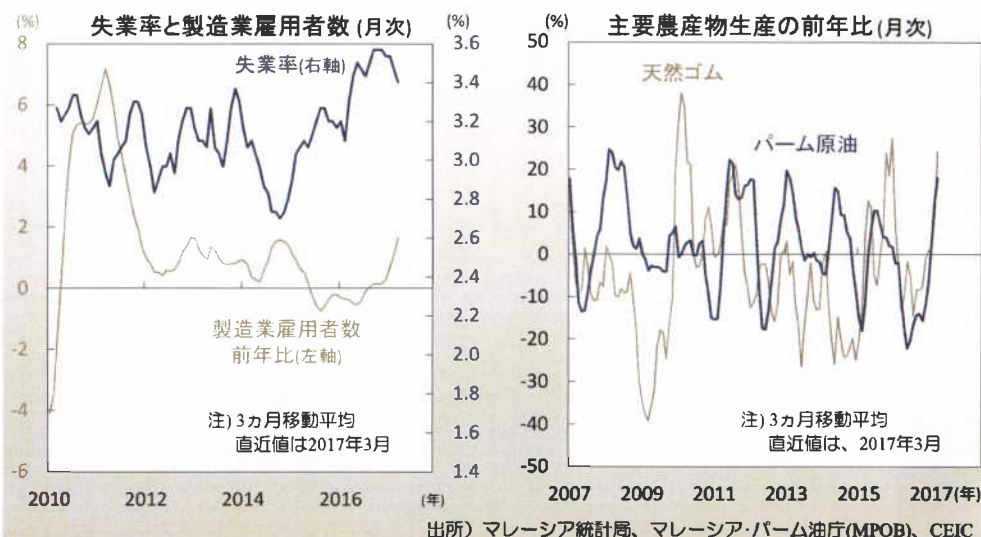
生産側では、鉱業以外の殆どの部門が加速。農林漁業が急反発するとともに製造業、建設業、サービス部門が加速しました(図2左)。農林漁業は同+8.3%と前期の▲2.5%より急反発しました。油やしが同+17.7%、天然ゴムが同+23.5%と急伸し生産を押し上げ(図3右)。天候条件の改善に伴う収穫量の増加によります。鉱業は同+1.6%と前期の+5.0%より鈍化。産油国による協調減産によります。製造業は同+5.6%と前期の+4.7%より加速。輸出の伸びにけん引されて、運輸機器が同+3.5%と前期の▲3.1%より反転し、電子・電器も同+7.9%と前期の+7.3%より加速しました。建設業は同+6.5%と前期の+5.1%より加速。石油化学、発電、運輸部門の土木建築や住宅建設がけん引役となりました。サービス部門は同+5.8%と前期の+5.5%より加速しました。内需と外需の回復に伴って幅広い業種が改善。運輸・倉庫、通信、金融、不動産、政府サービスが加速し、小売や飲食は前期よりやや鈍化しつつ同+7%台の高い伸びとなりました。

● 今後も内外需にけん引され堅調な景気拡大が継続か

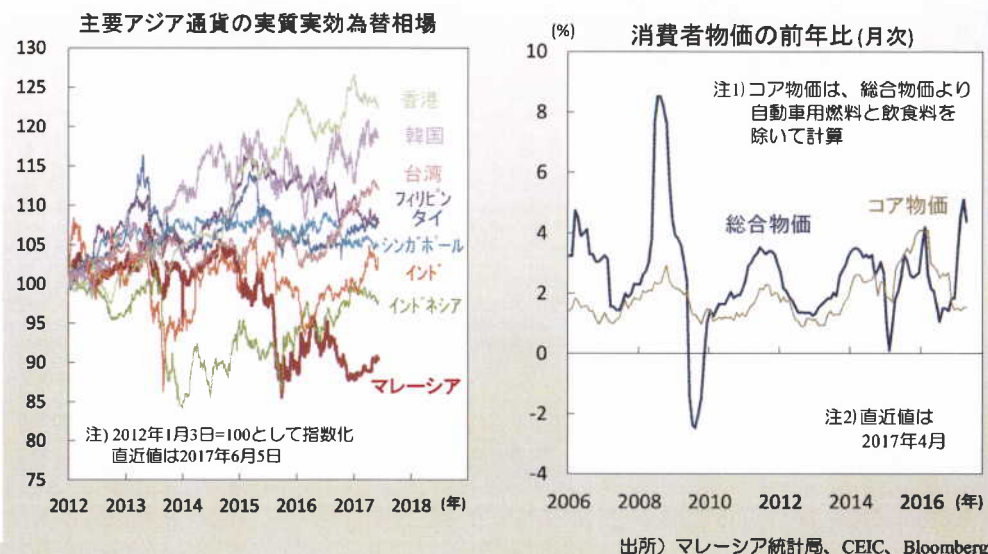
一昨年より鈍化を始めた景気は昨年半ばに底を打ち、足元で加速していると思われます。雇用環境の改善、パーム油や天然ゴム価格の安定化に伴う農業所得の改善などが今後も民間消費を支えるでしょう。2017年度予算による低所得家計向け現金給付(BRIM)は、2月、6月、8月に実施されます。現金給付による消費の押し上げは一時的なものであり、かつ、2020年度までの財政均衡を目指す政府にとって同様の支出の続行は困難。しかし、2018年までの総選挙を控える中、政府は当面歳出の大幅抑制は難しかった模様です。上記の給付は今年7-9月期までの家計消費を押し上げる見込みです。

1-3月期に急伸した民間設備投資は変動が大きく、4-6月期より反動減も予想されます。しかし、製造業とサービス部門の多額の投資計画や一次産品価格の安定化を受けた鉱業部門の投資の増加もあり、同投資は減速しつつ底堅い拡大を続けるとみられます。輸出は、世界景気の拡大や相対的に割安なリンギ相場(図4左)に支援され今後も伸び、今年末にかけて世界的な電子需要の一巡とともに鈍化を始めると考えられます。生産側では輸出志向の製造業や天候条件の改善の恩恵を受ける農業の伸びが続くでしょう。今年通年の成長率は+5%強と昨年の+4.2%より加速すると予想されます。

【図3】改善する雇用環境(左)、加速するパーム油とゴム生産の伸び(右)



【図4】相対的に割安なリンギ相場(左)、4月の消費者物価の伸びは鈍化(右)



● 3月に加速した物価は、燃料物価の鈍化で4月より低下

今年3月にかけて上昇した物価は4月より低下しています。4月の総合消費者物価は前年比+4.4%と前月の+5.1%より低下。昨年12月の+1.8%より3ヵ月連続で上昇した後、物価はひとまず鈍化しました(図4右)。燃料が同+29.2%と前月の42.1%より低下し、総合物価を押下げ。足元の燃料小売価格の低下と、前年同月の同価格引上げ(RON95ガソリン: 1リッター 1.6リンギ→1.7リンギ)からの反動(ベース効果)によります(図5左)。食品は同+4.2%と前月の+4.1%よりやや上昇(図5右)。天候条件の改善で野菜や果物が鈍化したものの、肉や魚など高タンパク食品が上昇しました。コア物価は同+2.5%と前月と同率。堅調な景気拡大にもかかわらず、需要側からの物価上昇圧力は限定的です。

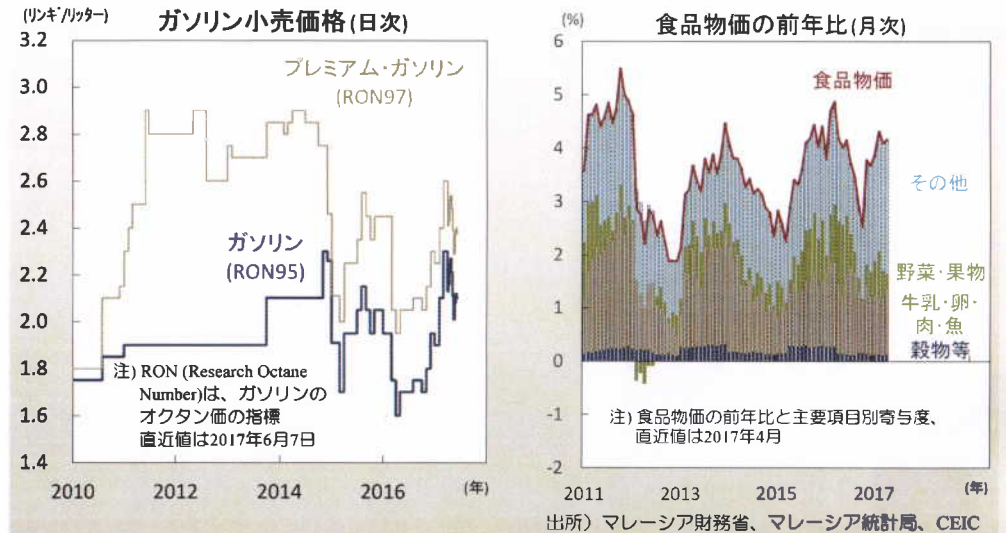
今年5月のガソリン価格(月中平均)は1リッター2.1リンギと4月の2.2リンギより低下(図5左)。5月の燃料価格の前年比は4月より鈍化し、総合物価の前年比を+4%前後まで押下げるでしょう。昨年は10-12月にかけて同価格が引上げられており、前年高ベース効果から今年年末にかけて同物価の前年比はさらに低下すると予想されます。今後、燃料小売価格の大幅な上昇がない限り、今年通年の総合物価の上昇率は+4%前後と、バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)の予想の範囲(+3-4%)に収まるとみられます。

● 中央銀行は今年末以降に利上げを開始か

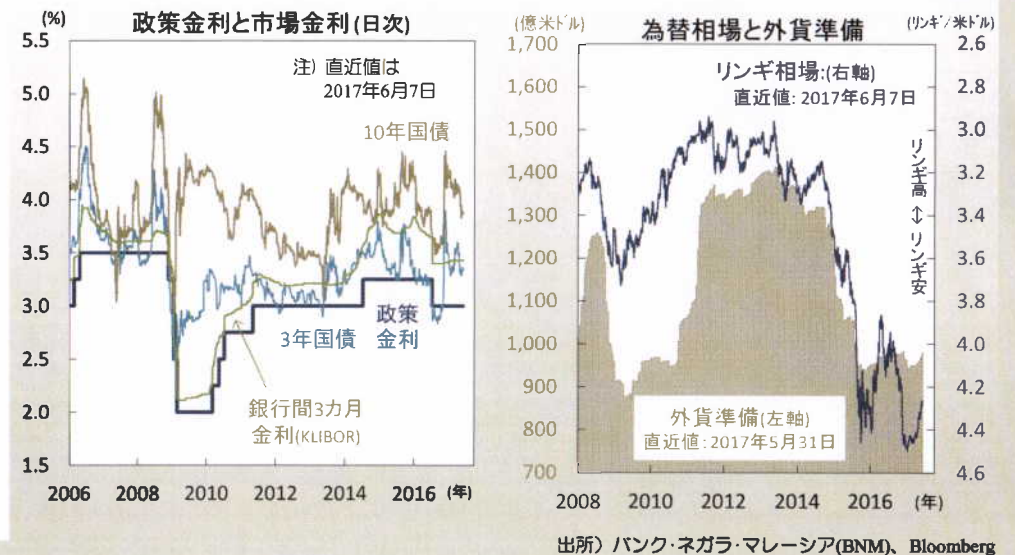
今年3月にかけて消費者物価が上昇したものの、BNMは政策金利の据置きを続けています。5月12日、BNMは政策金利を3%に維持。据置きは昨年9月以来5回連続であり(図6左)、Bloomberg集計でエコノミスト22人全員が予想した通りの決定でした。

BNMの声明は、世界景気について先進国と新興国の成長が同時に加速し成長見通しの改善が続く兆しがあると記述。国内景気については、昨年後半に始まった景気回復は今年1-3月期に加速し今年いっぱい勢いが持続するであろうと、先行きに自信を深めた模様です。物価に関して、原油価格の動向次第ではあるが総合物価は今年後半に鈍化すると予想。落ち着いた内需の下でコスト要因による物価押し上げの影響は限定的で、コア物価は穏やかにしか上昇しないであろうと指摘しました。現在の政策に関しては、前回と同様に「緩和的で景気を支えている」と指摘。好調な景気と沈静化が見込まれる物価の下、直ちに政策金利を変更する必要はないとの考えをうかがわせます。総合物価の鈍化が見込まれる中、BNMは今後も当面政策金利の据置きを続けるでしょう。その後、景気拡大の継続に伴って産出ギャップが縮小し需要側からの物価上昇圧力が徐々に高まる中、今年年末から来年初にかけて利上げの時期を探ると予想されます。

【図5】ガソリン小売価格は足元で低下(左)、食品物価はやや上昇(右)



【図6】政策金利を据置く中央銀行(左)、4月より上昇に転じたリンギ相場(右)



● 昨年11月より低迷していたリングは今年4月より反発

通貨リングは、米大統領選挙のあった昨年11月8日から今年3月末にかけて対米ドルで▲5.1%下落した後、6月7日にかけて同+3.9%上昇。3月末までの主要アジア通貨最弱の地位から一転、同最強通貨に転じました(図6右、図7)。

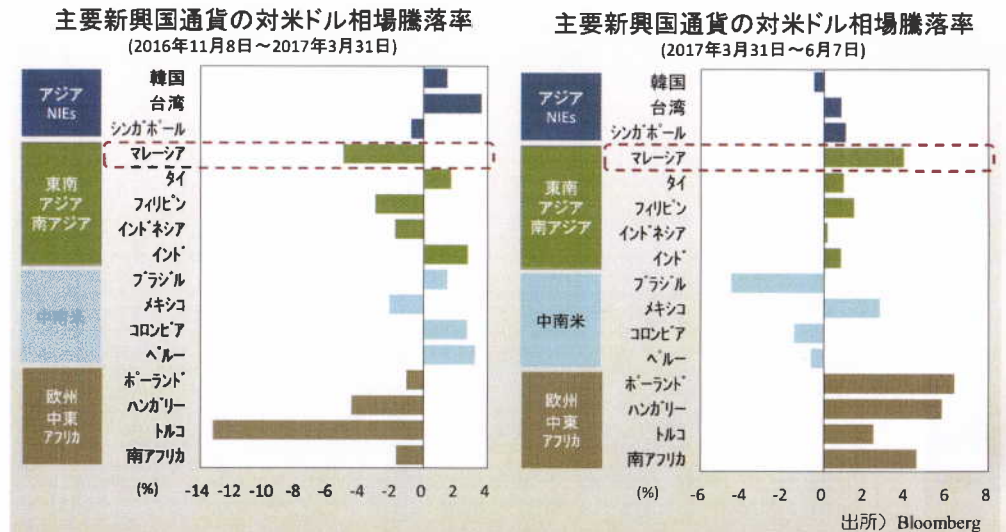
昨年11月から今年3月にかけての通貨低迷は、(a)為替取引規制の強化に伴う不透明感の高まり、(b)外国人による多額のリング建て国債保有額(図8左)、(c)国内為替市場の流動性の低さ(図8右)、(d)低水準の外貨準備残高(図9左)など対外収支の弱さへの懸念などによるとみられます(本レポート1月号 4-6頁参照)。昨年11月8日の米大統領選挙の直後より、米新大統領による減税やインフラ投資が米景気と物価を押し上げるとの期待から米長期金利が上昇し、新興国債券に流入してきた投資資本が流出。同国からも多額の資本が流出しリング相場を押し下げました。同選挙の直後の11月11日には、同国債が売込まれ為替ヘッジのための先物ドル買いの動きも加速し、相対的に流動性の低い同国の国内為替市場では流動性が枯渇。ドルの出し手が姿を消し、直物取引も一時成立しなくなりました。為替市場の混乱に伴って投資家の間に広まった懸念は、その後のマレーシア当局による規制強化の動きによって更に深まりました。

● 中央銀行による為替取引規制強化を嫌気した市場

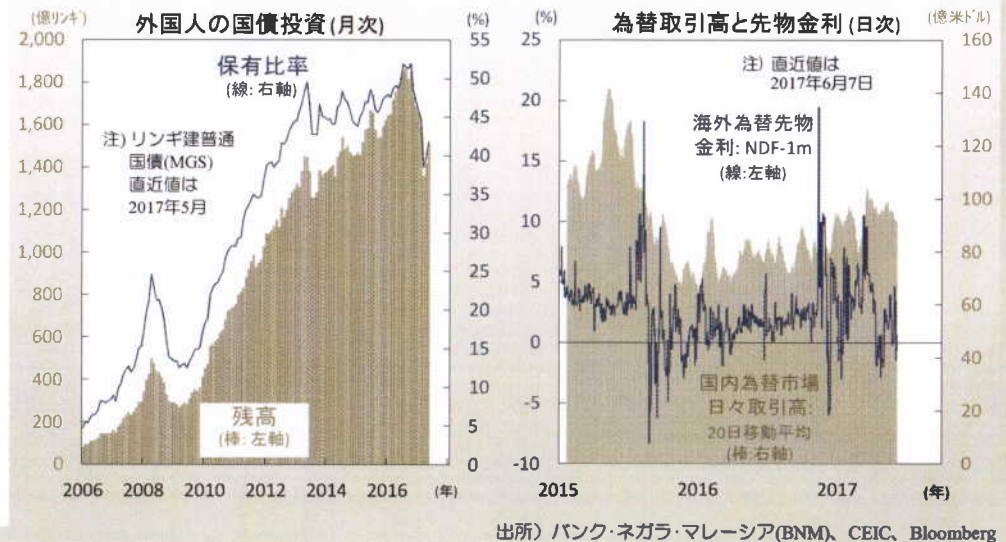
BNMは、投機的な為替取引を問題視。11月13日に、国内銀行による海外為替先物(NDF: ドルによる差金決済)の取引が禁じられていることを改めて通知し、上記の規制の実効性を高める措置を導入すると公表しました。一部の報道によれば、BNMは国内銀行に対して海外の取引相手に「リングのNDFを取引しない」という誓約書を提出させるよう要求。BNM総裁は、11月18日の講演で、「NDF取引を行わないことを確約しなかった外国銀行とは取引しないよう国内銀行に通告した」と発言し、上記の報道が事実無根ではなかったことを示唆しました。同国で事業を行う主要外国銀行が相次いでNDF取引を自粛する中、NDFの取引高は急減しました(図9右)。

BNMは、海外でのリング為替先物取引の根絶を目指す一方で、国内為替市場の育成にも着手しました。12月2日には、国内為替取引の自由化を含む措置(12月5日より適用)を公表。海外投資家は、リング建て資産の25%相当までを投資取引証明を提出することなく国内為替先物でヘッジすることが可能になり、国内投資家も同様に海外投資資産の為替ヘッジが可能になりました。また、国内投資家による為替ヘッジは、1銀行6百万リング以内(純額)であれば投資取引証明を提出することなく可能になりました。

【図7】3月にかけて低迷したリングはその後反発しアジア最強通貨に



【図8】外国人による多額の国債投資額(左)、低水準の為替取引高(右)



● 昨年11月より保有国債の売却を進めた海外投資家

当局は、リング売りを抑制する措置も導入。リング建て借入を有する居住者による国内での外貨建て資産購入への上限(個人:百万リング、法人:5千万リング)、輸出業者による外貨支払の先物ヘッジを6ヵ月以内のものに限る規制が設けられました。その他、輸出代金の75%をリングに交換する義務(従来は6ヵ月以内の国内持込のみ義務付け、全額の外貨保有も可能)も設けられました。当局は、輸出業者に対して市場金利を上回る年利3.25%の特別預金制度(SDF)を提供。輸出代金のリングへの交換を促すための措置とみられます。また、国内取引の決済をリングで行うことも義務付けられました。

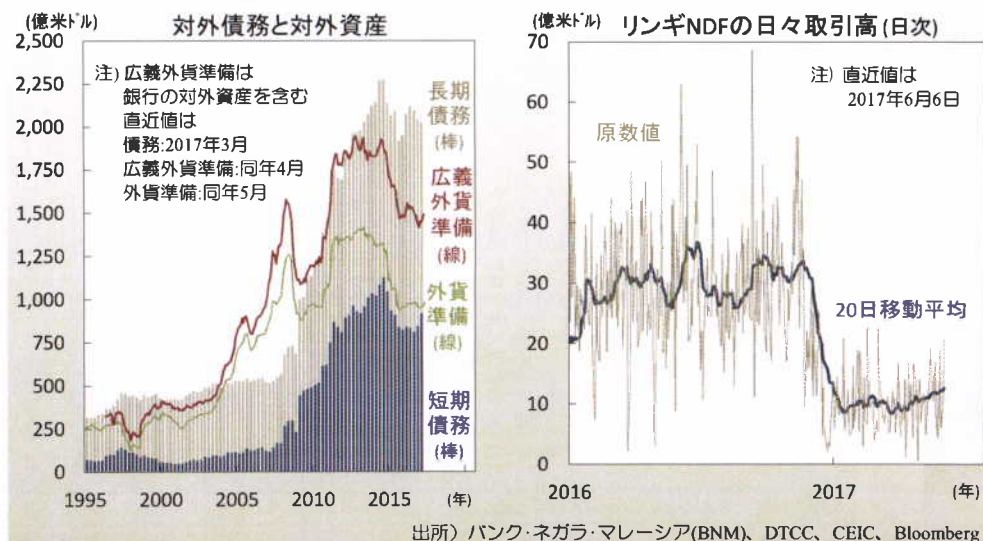
こうした中で、同国債市場からの資本流出が継続。昨年11月から3月までに累計486.7億リング(138.2億米ドル)の資本が流出しました(図10左)。BNMによると11-12月には外国銀行、それ以降は海外機関投資家による売りが集中。銀行は、海外NDFを用いて調達したリング資金(NDFリング売り/直物リング買い)による国債投資(金利裁定取引)を解消したとみられます。一方、海外機関投資家は不透明な政策運営などを嫌い、参照債券指標に対してでオーバーウェイトとしていた同国債をアンダーウェイトとすべく売却を進め、参照指標を持たない投資家も国債の処分を急いだ模様です。

● 3月の国債大量償還時に資本流出が加速

今年3月には、同市場からの流出額が275.1億リングまで拡大(図10左)。同月の国債償還額は大きく、償還期限を迎えた国債を保有していた投資家は再投資を行わないことで投資額の圧縮を図った模様です。市場参加者によれば、大手海外機関投資家の一部は債券指標の算出先に対して同国債の比重引下げを打診。参照指標比で可能な限りアンダーウェイトとしたものの、更なる売却ができないかを検討した模様です。代表的な新興国債指標であるJPM-GBI-EMでは同国債の比重が若干引下げられたものの、アルゼンチン債等の追加が理由であり、マレーシアの国債や為替市場の流動性の低下が理由ではありません。国債市場の流動性は相応に高く、相対的に流動性が低い国内為替市場についてもBNMが直先物取引に応じて市場に流動性を供給していることを見る限り、今後も主要指標の比重の引下げが行われる可能性は低いと考えられます。

3月まで低迷していたリング相場は4月より反発(図6右)。(a)規制の効果もあり達成された国内市場の安定、(b)BNMによる為替取引自由化への評価、(c)国債売却の一巡、(d)通貨の割安感などが相場の反転を促しました。4月13日、BNMは、外国人によるリング建て投資資産のアクティブ・ヘッジ上限を総資産の25%から100%に上げました。

【図9】短期対外債務と同水準の外貨準備(左)、低下するNDF取引高(右)



【図10】4月以降国債市場に資金が回帰(左)、減少する純外貨準備(右)

