

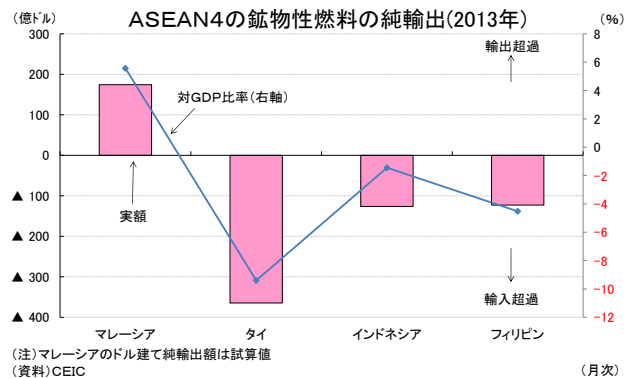
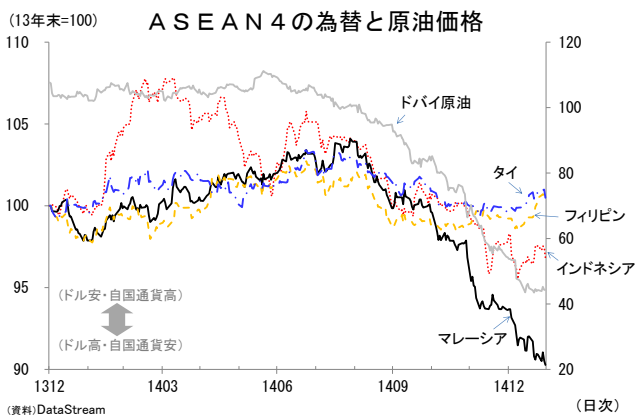
Weekly エコノミスト・ レター

リング安進むマレーシア ～原油安による経済への影響～

経済研究部 研究員 齊藤 誠

(03)3512-1780 msaitou@nli-research.co.jp

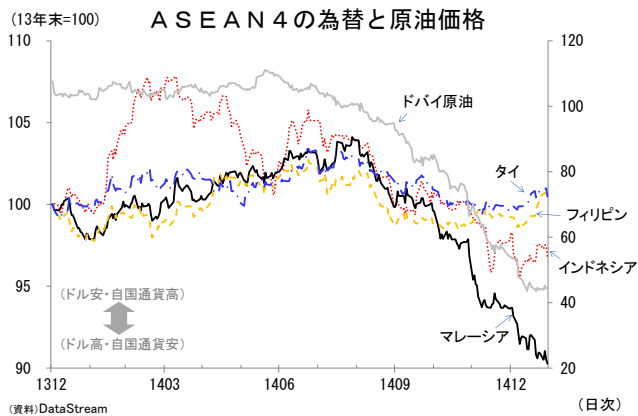
1. 昨年9月頃から世界経済の景気減速懸念と原油安を背景とするリスク回避の動きが強まり、ASEAN4の中では産油国マレーシアの通貨リングットが相対的に下落している。本稿では、原油安がマレーシアのファンダメンタルズに与える影響について考える。
2. マレーシアは産油国であるが、原油・石油製品の貿易黒字は僅かであり、原油よりも天然ガスやパーム油の価格下落の方が貿易収支に対する負影響は大きいといえる。また今後、天然ガス価格の下落した場合にも貿易収支は赤字化には至らないと見ているが、所得収支とサービス収支は恒常的に赤字が続いているだけに、経常収支が赤字化するリスクは付きまとう。
3. また、政府は2015年度予算を見直すなど財政健全化に向けた強い姿勢を示しており、財政赤字が拡大するリスクは低下したが、緊縮財政による景気減速の確度は高い。従って、景気減速によって政権支持率が低下するなかでも財政再建のスタンスを維持できるか、また第11次マレーシア計画の公表に合わせて規制改革など民間投資の活性化策が打ち出されるかに注目したい。
4. 金融政策については、原油安によってインフレ圧力が緩和されたことから、政策金利は当面据え置かれるだろう。しかし、外貨準備の水準を見る限り、米利上げ観測が高まる頃にマレーシア中銀は利上げを迫られると予想する。



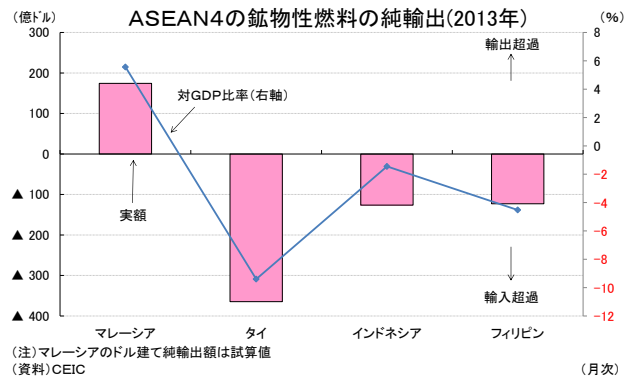
1. 通貨リングが下落

昨年9月頃から中国・欧州を中心とする世界経済の景気減速懸念と原油価格の下落を背景とするリスク回避の動きが強まり、マレーシアの通貨リング（以下、リングと表記）が下落している（図表1）。特に12月以降はマレーシアが鉱物性燃料の純輸出国¹であることが材料視され、他のASEAN4との乖離が広がっている（図表2）。2014年の高値圏であった8月末を基準にするとリングは15%ほど下落している。本稿では、原油安がマレーシアのファンダメンタルズに与える影響について考える。

（図表1）



（図表2）



2. 貿易収支・経常収支への影響

原油はマレーシアの主要輸出品目であり、価格の大幅下落によって貿易収支および経常収支の悪化が懸念されている。もっともマレーシアの品目別輸出シェアは上から電気・電子製品、パーム油、石油製品、天然ガス、原油の順に大きい（図表3）。また、輸出入の内訳を見ると原油・石油製品の黒字は小額であり、天然ガスやパーム油の黒字の方が大きい（図表4）。このことから貿易収支は原油・石油製品よりも天然ガスやパーム油の価格変動の影響を大きく受けることが分かる。

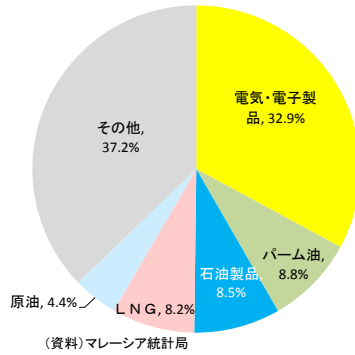
天然ガスとパーム油の価格推移を見ると、概ね原油に連動している（図表5）。特に天然ガスは数ヶ月遅れで連動する傾向が見られる。天然ガスは長期契約を締結するため、短期的な原油価格の下落が即座に影響する訳ではないためである。従って、天然ガス価格は今後下落すると予想され、貿易黒字は縮小することになりそうだが、赤字化するとは考えにくい。実際、2008年10-12月は現在よりも商品市況の下落幅は大きかったが、貿易黒字は約3分の1の縮小に止まっている（図表6）。当時と比べて現在は中国の資源需要が減退し、価格下落を数量でカバーすることは難しいかもしれないが、足元のリング安による価格競争力の向上と今後予想される内需の鈍化は貿易収支に対してプラスに寄与するだろう。

それでは経常収支はどうだろうか。サービス収支・第一次所得収支・第二次所得収支は恒常的に赤字である。経済が低調なときは所得収支とサービス収支の赤字幅が縮小する傾向は見られるが、貿易収支と比べれば経常収支の赤字化する可能性は高そうだ。

¹ OPEC非加盟国

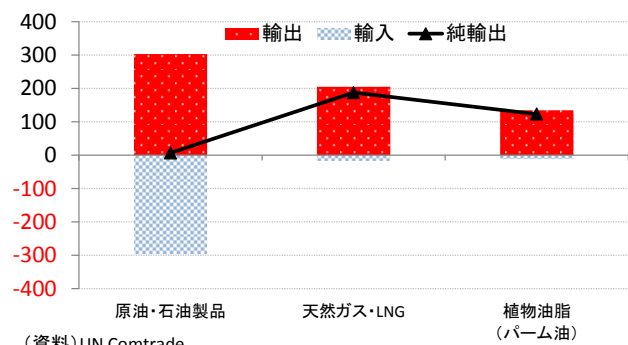
(図表 3)

マレーシア 品目別輸出シェア(2013)



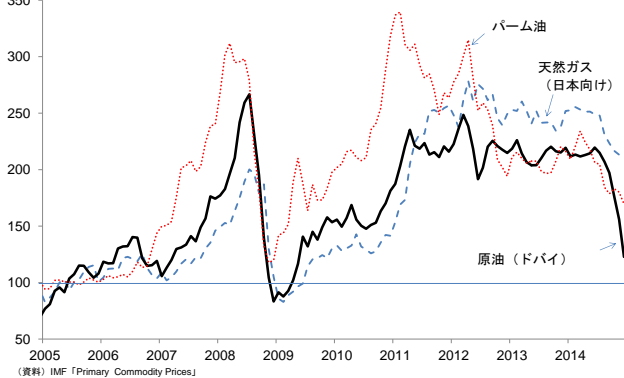
(図表 4)

マレーシアの主要資源の輸出入(2013年)



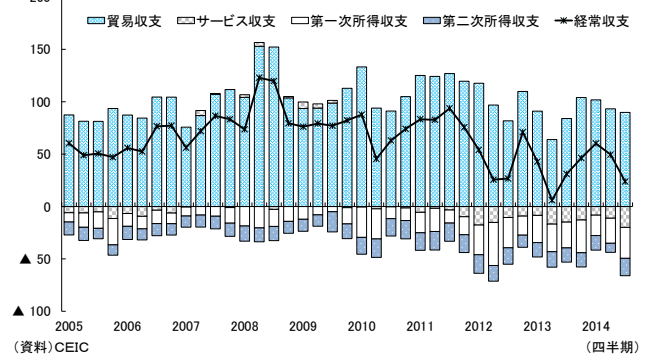
(図表 5)

原油・天然ガス・パーム油の価格の推移



(図表 6)

マレーシアの経常収支



3. 財政収支への影響

原油価格の下落による財政収支への影響は、プラス要因として①歳出の約1割を占める燃料補助金の減少、マイナス要因として②歳入の約3割を占める石油関連収入の減少が挙げられる。

①については、政府は昨年10月に燃料補助金を削減²し、昨年12月には燃料補助金の廃止に踏み切っている。通常、燃料補助金を削減すると、販売価格は値上げされるものだが、12月の制度廃止時には実勢価格が販売価格を下回っていたため、むしろ小幅値下げとなった³。これによって10月に作成した15年度予算ベースで110億リングの歳出削減が実現された。②については、石油関連企業の業績悪化で特にペトロナスからの配当やロイヤルティ、そして石油税などの石油関連収入が194億リング減少と見込まれていた。①・②を合計すると15年度は当初予算から84億リング(GDP比▲0.9%)ほど財政赤字が拡大すると見られていた。

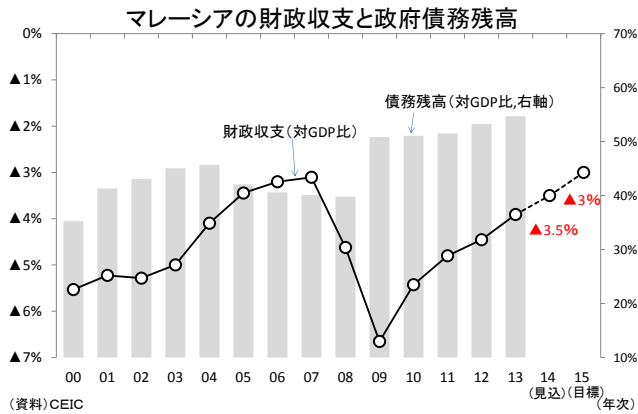
マレーシアの政府債務残高(対GDP比)は昨年末時点で54.8%と法定上限の55%近くまで拡大していることから、現在、政府は財政健全化に取り組んでいる(図表7)。財政目標は、財政収支(GDP比)を2014年の▲3.5%から2015年には▲3.0%としており、10月に作成した2015年度予算はこの目標を達成するように組まれていた。しかし、原油安による影響で目標達成が難しくなったため、政府は1月20日に15年度予算を見直し、財政赤字のGDP比を当初の3%から3.2%に上方修正した(図表8)。昨年10月の予算策定時に1バレル=100ドルとしていた原油の想定価格を55ドルに引き下げ、歳入減に対しては経常支出を55億リング削減することで対応する方針とな

² 政府は2014年10月2日に燃料補助金削減を実施した。補助金付きRON95(レギュラーガソリン)と軽油の価格を20セン引き上げ、それぞれ+9.5%、+10.0%の値上げとなった。

³ 過去1カ月の原油の平均価格から算出する管理フロート制に移行。

った。金融市場で懸念されていた開発予算の減額はなく、中期的な成長期待の低下は幾分免れることに成功したと言える。ただし、政府は原油価格が 40 ドル台を割り込んだ場合には追加の財政緊縮策を打ち出す構えを見せている。財政再建に対する前向きな姿勢は感じられるが、政府は経常支出を削減する考えを示しており、景気への影響が懸念される。

(図表 7)



(図表 8)

2015年度予算の変更

	2014年 (見込み)	2015年 (初案)	2015年 (修正)
	歳出	264.1	270.9
経常支出	221.1	223.4	217.9
開発支出	42.2	47.5	47.5
歳入	225.1	235.2	226.9
財政収支 (GDP比、%)	▲37.3 (▲3.5)	▲35.7 (▲3.0)	▲38.5 (▲3.2)

(資料)財務省

4. 成長率への影響

日本のような石油の消費国であれば、原油価格の下落が景気にプラスに働くことに違和感を持たれないだろうが、マレーシアのような産油国にはどのような影響があるだろうか。

原油価格の下落は、マレーシアにとってもインフレ率の低下を通じた実質所得の増加や、サプライチェーンの川下に位置する製造業の調達コストの減少という景気のプラス要因はある。しかし、経済全体で見ると原油・天然ガスなどの出荷価格の減価によってサプライチェーンの川上に位置する鉱業の業績悪化というマイナスの影響の方が大きい。その結果、雇用環境の悪化や設備投資の鈍化を通じて成長率は減速すると見られる。

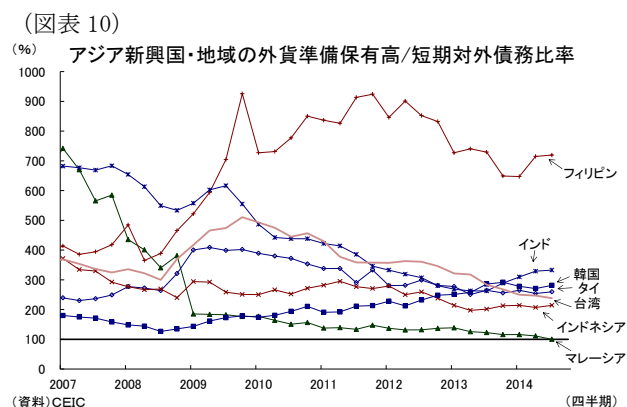
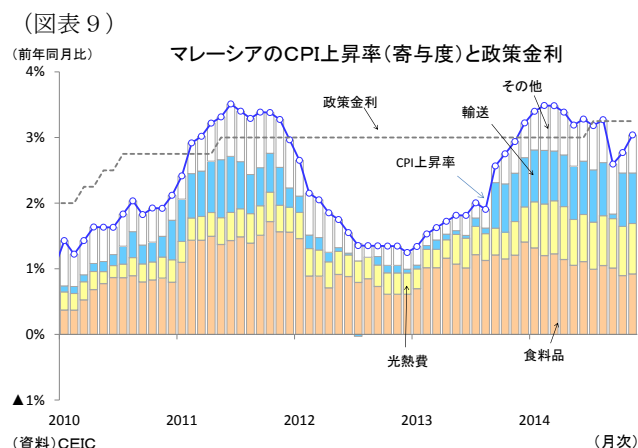
このように原油安が国内景気にマイナスに働くことを踏まえ、マレーシア政府は今年に入って2015年の実質GDP成長率の見通しを従来の5~6%から4.5~5.5%に下方修正した。マレーシアは、2014年上期にASEAN主要国の中ではフィリピンと並んで高成長を遂げていたが、2015年は4月にGST(日本では消費税に相当)の導入が予定され、以前から成長率の鈍化が見込まれていた。そのため、政府はGSTのゼロ税率品目の拡大や個人所得税・法人税の税率引下げ、低所得層向け一時金の支給などを打ち出すことによって、GST導入による景気減速は幾分和らぐとの期待もあった。しかし、現時点においても原油価格に反転上昇の動きは見え、深刻な業績悪化を抱える企業が出てくる可能性は高まっているほか、上述の15年度予算の見直しによる予算削減によって財政面からの手当てが期待できない状況にある。

原油価格以外で現在の下向きのマインドが変わる材料はない訳でもない。今年5月には第11次マレーシア計画(11MP、対象期間2016~20年)の公表が予定されている。11MPでは原油が暫くの間、低水準で続くリスクが織り込まれ、おそらく今後5年の石油関連収入(見積もり)は減額されるだろう。従って、11MPによる政府支出(初案)にはあまり期待が持てそうもない。しかし、マレーシアは周辺の新興国と比べて財政負担の大きいインフラは既に充実している。生産性向上に向けて雇用規制や外資規制の改革に取り組むなど民間企業の投資意欲を刺激することができれば、緊縮下でも成長できる姿を描くことができるのではないだろうか。

5. 金融政策への影響

上述のとおり、原油価格の下落によってインフレ率には下押し圧力が掛かることから、中央銀行が政策金利を引き下げる国が増えてきたが、マレーシアにおいてはどうか。12月のインフレ率は前年同月比2.7%と、昨年夏場に見られた3%台半ばのインフレ圧力は見られないが、足元では原油価格は下げ止まっており、一層の大幅下落は見込みにくい（図表9）。先行きのインフレ率は、4月のGST導入やリンギ安による輸入インフレによって上昇圧力が掛かりやすいが、不透明な海外景気と今後の国内経済の鈍化を考慮すると、当面の金融政策は現行の緩和的水準を維持するものと見ている。

また、外貨準備保有高を見ると、米国の量的緩和縮小観測が起こった13年5月から14年12月にかけて18%ほど減少している。マレーシア中銀は自国通貨安に対してドル売り介入を行ってきたものと見られる（図表10）。ギドッティ・ルールと呼ばれる外貨準備保有高（短期対外債務比率）は14年12月時点で1.0倍⁴まで低下している。現時点では金融危機時の流動性確保の適正水準を確保しているとはいえ、外貨準備の取り崩しが続いており、中央銀行は為替介入を行っている可能性が高いことから注意して見る必要があるだろう。特に今年、米国の利上げ観測が再び高まる際には、ドル売り介入による通貨の安定化は限界に達し、マレーシア中銀は政策金利の引き上げに迫られると見ている。



6. おわりに

以上、原油安がマレーシアのファンダメンタルズにどのような影響を及ぼすか整理してきた。

マレーシアは産油国であるが、原油・石油製品の貿易黒字は僅かであり、原油よりも天然ガスやパーム油の価格下落の方が貿易収支に対する負影響は大きいといえる。また今後、天然ガス価格の下落した場合にも貿易収支は赤字化には至らないと見ているが、所得収支とサービス収支は恒常的に赤字が続いているだけに、経常収支が赤字化するリスクは付きまとう。

また、政府は2015年度予算を見直すなど財政健全化に向けた強い姿勢を示しており、財政赤字が拡大するリスクは低下したが、緊縮財政による景気減速の確度は高い。従って、景気減速によって政権支持率が低下するなかでも財政再建のスタンスを維持できるか、また第11次マレーシア計画の公表に合わせて規制改革など民間投資の活性化策が打ち出されるかに注目したい。

⁴ 中央銀行は、昨年4-6月期より対外債務の定義を変更している。新しい定義は、非居住者に対する債務をより適正に評価したものとなった。旧基準の短期対外債務に対する外貨準備保有高は2.8倍（昨年9月末時点）。

金融政策については、原油安によってインフレ圧力が緩和されたことから、政策金利は当面据え置かれるだろう。しかし、外貨準備の水準を見る限り、米利上げ観測が高まる頃にマレーシア中銀は利上げを迫られると予想する。