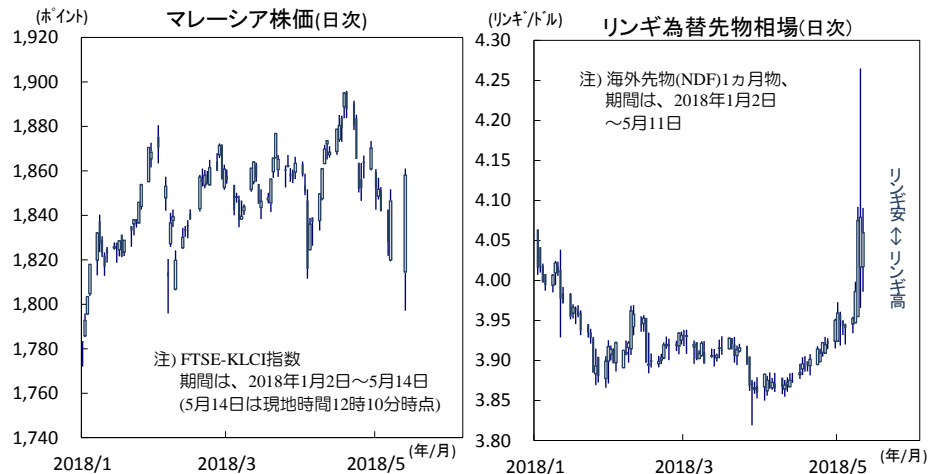


## マレーシア: 建国以来初の政権交代による財政悪化懸念は通貨リングの重石となるのか

【図1】総選挙直後の海外市場ではマレーシア資産売りが加速



出所) Bloomberg

先週9日のマレーシアの総選挙で野党連合PH(希望同盟)が勝利し、建国以来初の政権交代が実現。61年間政権を担った国民戦線(BN)は下野しました。事前の世論調査は連立与党の勝利を示唆しており、海外投資家は予想外の結果に動揺。米国上場の同国株式ETF(米ドル建)は一時9.5%下落し、通貨リングの海外先物(NDF1ヵ月物)も同4.5%下落しました(図1右)。政治的な不透明感と新政権下での財政悪化の懸念等が背景とみられます。勝利したPHの方針に従い、当局は10-11日を休日とし国内の株式・債券・為替市場を休場とすることを決定。選挙後の国内市場取引は今週14日より始まります。

今回の総選挙で、PHは下院222議席中121議席(55%)を獲得(注1)。同日の統一地方選挙でも、サラワク州(唯一選挙時期が異なる)を除く12州中7州で勝利しました(従来からの政権州2州を維持し、ジョホール、ペラ、クダ州等を獲得)。10日には野党連合PHを率いるマハティール元首相が新首相に就任。同氏は、近い将来、野党連合指導者であったアンワル元副首相(現在服役中)に首相の座を譲る意向であると報じられています。

注1) PHの主要政党と選挙協力協定を結んだサバ伝統党(Warisan)も含む

【図2】新政権の公約は前政権による財政健全化策の撤回を提唱

希望同盟(PH)による選挙公約の概要

就任100日以内に実現	就任5年以内に実現(主要項目)
財サービス税(GST)の廃止等生活費の抑制	政治行政制度の改革
燃料補助金の復活(燃料小売価格の抑制)	最低賃金を漸進的に月1,500リングまで引上げ
大規模農場(FELDA開発)移住者の債務免除	低所得家計向け現金支給(BR1M)の継続
専業主婦向け従業員積立基金(EPF)の設立	公立大学の学費の免除
最低賃金の引上げと地域差の是正	外国人労働者数の制限
低所得者による学生ローン返済の猶予	通貨リングの安定化
汚職疑惑に関する調査委員会の設立	有料道路運営権の見直し
サバ・サラワク州との合意(1963年)につき協議する特別委員会の設立	小型車輸入関税の引下げ
低所得家計の民間医療費補助制度の導入	首相府予算の削減
外国資本による大型開発計画の見直し	開発予算の半分を低所得州に配分
	低所得層向け住宅を10年間で100万户供給

出所) 希望同盟(PH) “Baku Harapan: Rebuilding our Nation Fulfilling our Hopes”

服役中のアンワル氏は6月8日に出所予定。出所後に恩赦を受け5年間の政治活動禁止を解かれた上で、補欠選挙に出馬し国会議員となれば、首相に就任する見込みです。

政権交代に伴う不透明感から、金融市場は当面不安定な動きを続けるでしょう。注目されるのは、(a)新政権の政策、(b)財政悪化のリスク、(c)景気下振れのリスクなどです。(a)新しい連立与党政権による経済運営の方向性は不透明です。PHの構成政党の多くはかつての首相時代のマハティール氏と対立。今回、同氏を首相候補に迎えたのは、汎マレーシア・イスラム党(PAS)の連立脱退に伴ってマレー系有権者の支持低下が懸念され、同層に人気のある同氏が必要であったためです。PHはナジブ政権の倒閣のために結集した面が強く、各党の政策志向には多くの相違があります。マハティール氏は、かつての首相時代に貿易投資の活性化を通じて経済発展を実現。しかし、1997-98年のアジア通貨危機時には、為替市場参加者を敵視する発言を繰り返し資本取引規制と固定相場を導入した過去もあり、海外投資家の一部には同氏への警戒感も残ります。

## ● 新政権は前政権による財政健全化策を撤回するのか

(b)財政に関しては、PHの選挙公約に財政悪化につながる施策がみられることが懸念されます。BNとPHの公約は似通っており、生活費上昇への対応、分かち合いを伴った力強い経済成長、教育訓練の重視、汚職の抑制などが共通点。しかし、PHの公約は前政権による財政再建策の撤回を提唱していることが大きな相違点です(図2)。

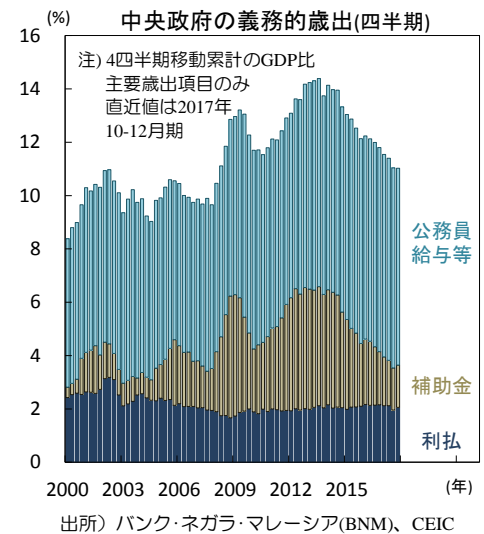
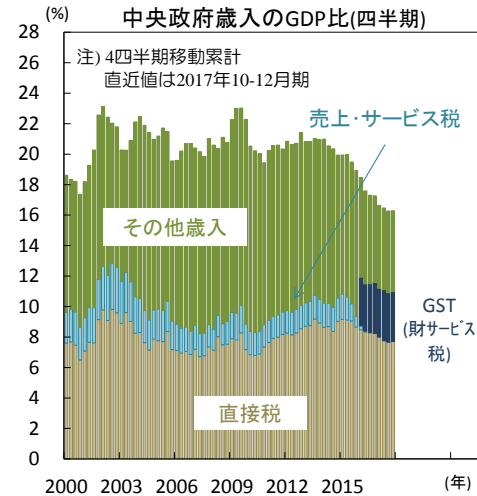
PHは、一般消費税(財サービス税:GST、税率6%)の廃止と燃料補助金の復活を公約。財政健全化策の撤回による財政悪化が懸念されます。公約はGSTの撤廃と売上・サービス税の復活を提唱。後者の範囲や税率は不明ながら、現在のGSTがGDP比3%前後の税収に対してかつての売上・サービス税は同1.5%程度であり(図3左)、歳入減少の懸念は拭えません。また、前政権は2014年の燃料補助金の削減によってGDP比2.5%相当の歳入を削減(図3右)。補助金の復活は、国際燃料価格の上昇局面の財政悪化と対外収支の悪化(安い燃料の過剰消費や退職に伴う燃料輸入の増加等)を招きかねません。格付け大手ムーディーズの担当アナリストは、PHの公約の一部は信用力を低下させる可能性があると言明。歳入強化策なしにGSTを廃止すれば歳入基盤が狭くなり、燃料補助金の復活は市場機能を歪め財政と対外収支に影響すると警告しました。

## ● 政治的不透明感や大型インフラ投資見直しで投資は鈍化か

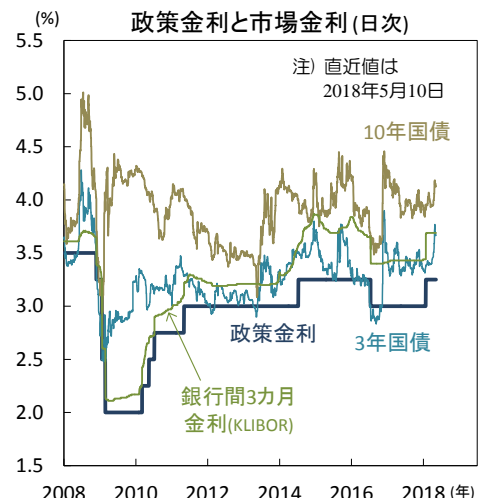
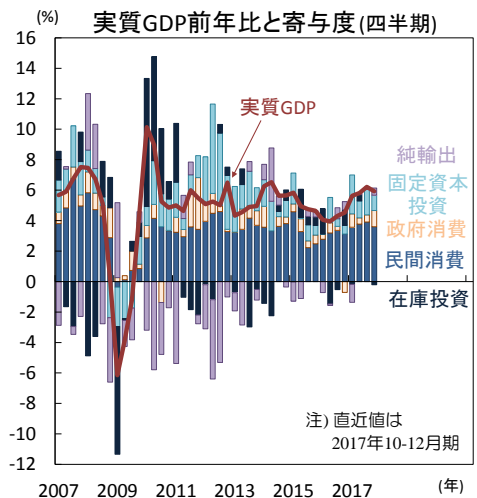
(c)今後の景気動向に関しては、政治的な不透明感による投資の低迷等も懸念されます。昨年のGDP成長率は+5.9%と一昨年+4.2%より急伸(図4左)。足元では好調な外需と底堅い内需にけん引された堅調な景気拡大が続いています。

今後、公約どおりにGSTの廃止や燃料補助金の復活や最低賃金の引上げ等が行われれば、民間消費が押し上げられるでしょう。一方、短期的には、選挙終了とともに政党等による選挙関連支出による押し上げはく落日、同消費を下押しするとみられます。また、新政権の経済政策を巡る不透明感から民間企業の様子見姿勢が強まり、民間投資は当面低迷すると見込まれます。加えて、新政権は前政権下で外国資本が受注した大型インフラ投資計画の全てを見直しと公約。マハティール首相は中国資本による多額の投資に批判的な発言をしており、中国資本の参加する東部沿海鉄道開発など複数の開発投資が遅延するリスクは無視できないと考えられます。また、政権移行期間には、政府による歳入の一時的な減速も予想されます。経済は民間消費や輸出にけん引され底堅く拡大しつつも、投資の鈍化等に伴って若干下押しされるでしょう。今年通年のGDP成長率は+5.5%弱と昨年+5.9%よりやや鈍化すると予想されます。

## 【図3】前政権はGST導入(左)と補助金抑制(右)で財政を健全化



## 【図4】底堅く拡大する景気(左)、政策金利を据置く中央銀行(右)



## ● 選挙翌日に政策金利を据置き、声明は新政権に言及せず

総選挙翌日の10日、バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)は政策金利を3.25%に維持。今年1月の利上げ(3%→3.25%)以降、2回連続の金利据置きです(図4右)。BNMの声明は、景気は民間部門の消費や投資と外需に支えられ、今後も拡大すると予測。総合物価の軌道は国際原油価格に左右されるものの、堅調なリング相場による輸入物価の抑制もあり穏やかに推移するだろうとしました。現在の金融緩和度については、低インフレ下での堅調な景気拡大を維持する政策スタンスと整合的と、前回と同じ文言を使い、当面金利を据置くことを示唆しました。今回の声明は、総選挙や新政権による政策への影響には一切言及せず。マハティール氏が正式に首相に就任する直前の決定であったためとも考えられます。新政権がGSTの廃止や燃料補助金の復活を行った場合、物価が一時的に下押しされる一方、景気は前述の投資の鈍化によって下押しされるでしょう。BNMは景気物価動向を注視しつつ、年内は金利を据置きと予想されます。

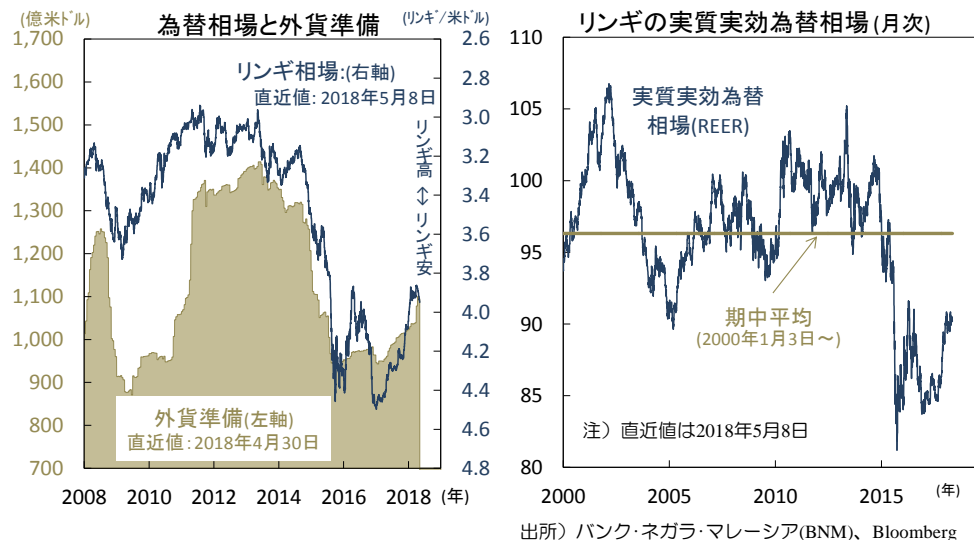
通貨リングは、年初より選挙前日の先週8日にかけて対米ドルで+2.5%上昇と堅調(図5左)。ドル高基調の下でもプラスの伸びとなった数少ない新興国通貨です。ドル高基調の強まった4月17日以降も▲1.5%と多くの新興国通貨の騰落率を上回りました。

## ● 当面はリング売りヘッジと国債売却がリング相場を下押ししか

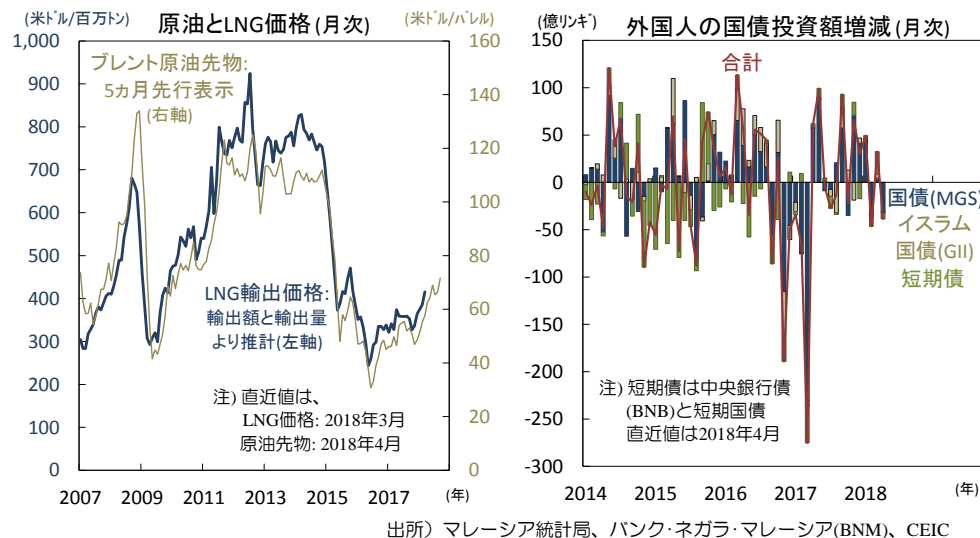
底堅い景気と落ち着いた物価、原油高に伴う経常収支改善の期待、割安な為替相場(図5右)、相応に高い実質金利等が堅調な相場の背景です。主要輸出品である液化天然ガス(LNG)価格の多くは原油価格に連動しており(図6左)、原油高は経常収支を改善させます。同通貨は、2015年には原油安に伴う財政・経常収支の悪化と政治不安、2016年11月以降は為替先物取引への規制強化などが懸念され低迷(図5左)。しかし、その後、2017年4月の国内為替先物市場の規制緩和等が好感され反発しました。

海外投資家の殆どが政権交代を予想しておらず、割安感等が注目され同通貨を買持ちにする投資家も多かったため、当面リングは軟調に推移するでしょう。規制強化の影響で海外先物(NDF)の流動性は低下。リング建て資産を保有する海外投資家に開放された国内為替先物市場も強い圧力に耐えた経験はありません。当面は外国人によるリング売りヘッジと国債売却の動きがリング相場を下押しすると予想されます。もっとも、底堅い景気、安定的な物価と経常収支、割安な為替相場等の支援要因は健在。また、新政権は通貨安定の維持も公約しています。新政権の経済運営方針等が判明し政治的な不透明感が拭われれば、リングは再び安定化すると予想されます。(入村)

## 【図5】 堅調に上昇してきたリング相場(左)、未だ残る割安感(右)



## 【図6】 足元の原油高は、LNG価格上昇を通じて貿易収支を改善(左)



### ・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。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成した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。
- 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おりません。
- 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

- FTSE International Limited(“FTSE”)©FTSE。“FTSE®”はロンドン証券取引所グループ会社の登録商標であり、FTSE International Limitedは許可を得て使用しています。FTSE指数、FTSE格付け、またはその両方におけるすべての権利は、FTSE、そのライセンサー、またはその両方に付与されます。FTSEおよびライセンサーは、FTSE指数、FTSE格付け、もしくはその両方、または内在するデータにおける誤りや省略に対して責任を負わないものとします。FTSEの書面による同意がない限り、FTSEデータの再配布は禁止します。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。



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