

Economic Monitor

マレーシア経済：農業・鉱業の不振から足元の成長テンポは鈍化、先行き減速基調ながら民間消費をけん引役に底堅い推移を予想

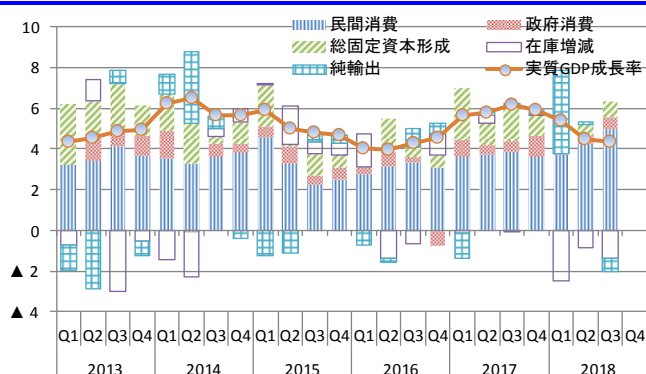
マレーシア経済は、GST 廃止から SST 導入までの免税期間（6～8 月）に乗用車など高額商品を中心に発生した特需が 2018 年 7～9 月期の成長率を押し上げたものの、農業・鉱業の不振から成長テンポは鈍化傾向が続く。先行きについては、雇用・賃金情勢の改善に加えて家計所得を後押しする政策の相次ぐ発動により民間消費が堅調に拡大、これがけん引役となって減速基調ながら景気は底堅く推移する見通し。米中貿易戦争の過熱に伴う貿易停滞とともに、原油安と通貨安が下振れリスク要因として要注意。

強弱材料入り混じる中で 7～9 月の成長率はやや減速

マレーシアの 2018 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+4.4%と、前期（4～6 月）の同+4.5%を下回り、2016 年 7～9 月期（+4.3%）以来の低い伸びにとどまった。ただ、季節調整値では前期比年率+6.7%と、前期の同+1.2%から大きく加速。瞬間風速ながら+7%に迫る高成長を記録しており、後述のように強弱の材料が入り混じる中で、数字としては悪くない結果となった。

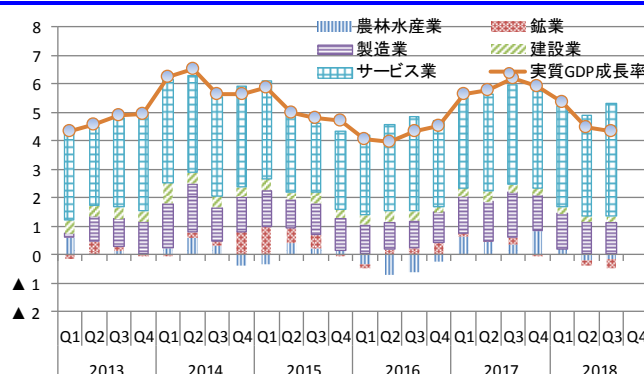
GDPの内訳を需要項目別に見ると、民間部門については、個人消費は前年同期比+9.0%と、前期の同+8.0%からさらに伸びを高めた。6 月 1 日より GST（物品・サービス税）を廃止する一方、それに代わる SST（売上・サービス税）を再導入する 9 月初までの 3 か月間（6～8 月）が免税措置期間（タックスホリデー）となったため、高額商品を中心に駆け込み的な消費行動が広がったことが影響したと考えられる。政府消費は同+5.2%と、前期（+3.1%）から伸びが高まった。また、民間投資（民間総固定資本形成）が同+6.9%と、前期の同+6.1%から伸びを高めたほか、公的投資（公的総固定資本形成）も同▲5.5%と前期（▲9.8%）と比べてマイナス幅が縮小、景気を押し上げる方向に働いた。外需に関しては、輸出が同▲0.8%と前期の同+2.0%からマイナスに転じる一方、輸入が同+0.1%と前期（+2.1%）と比べて鈍化したもののプラスを維持。結果、外需の寄与度は前期の+0.1%Pt から▲0.7%Pt となり、7～9 月期の景気の足を引っ張る要因となった。

実質GDP(支出側)成長率の推移(前年同期比、寄与度、%)



(出所)Department of Statistics (CEIC)

実質GDP(供給側)成長率の推移(前年同期比、寄与度、%)



(出所)Department of Statistics (CEIC)

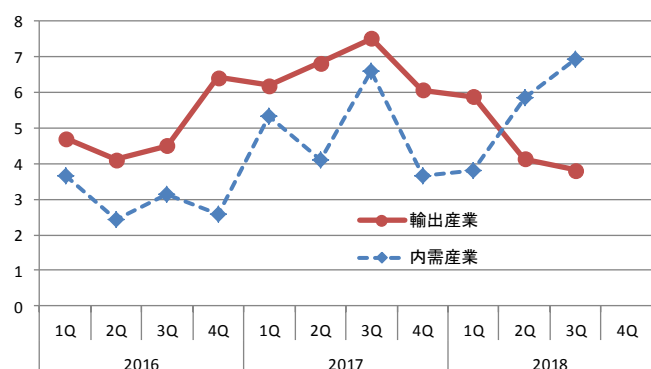
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

供給サイドを見ると、内需好調を背景に製造業（前年同期比+5.0%）とサービス業（+7.2%）が、前期（それぞれ+4.9%、+6.5%）から加速した。他方で、天候不順の影響からパーム油の原料となるアブラヤシが同▲8.0%の大幅減となった農林漁業が同▲1.4%と前期（▲2.5%）に続いてマイナス成長を記録。また、鉱業も天然ガスの落ち込みにより同▲4.6%と前期（▲2.2%）からマイナス幅が拡大。これら2つの業種が成長率を押し下げた。他方で、製造業の内訳を見ると、主力の電気・電子機器が同+6.4%と、前期（+6.2%）から着実に伸びを高めるとともに、輸送機器等が同+8.0%と、高い伸びを記録した。また、サービス業（第3次産業）では、小売が同+12.3%と2ケタ増を記録したほか、レストラン（+5.8%）、情報通信（+8.4%）などが相対的に高い伸びを示している。

製造業の生産指数も7～9月に前年同期比+4.8%と、やはり前期（+4.7%）から加速。ただ、輸出向け製品と内需向け製品とでは動きが異なっている。すなわち、輸出向け製品が同+3.8%と前期（+4.1%）から減速する一方で、内需向け製品は同+6.9%と前期（+5.8%）から加速しており、GDPにおける内外需の好不調と整合的である。

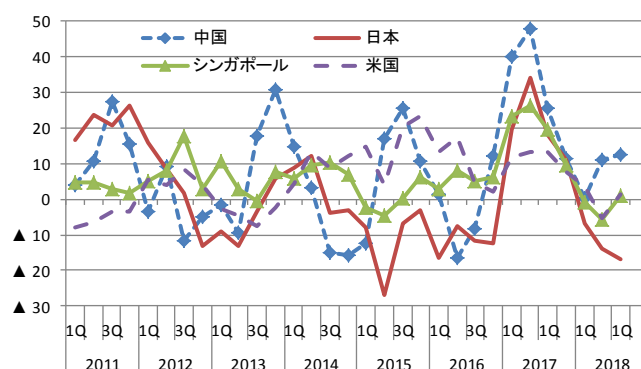
品目別に細かく見ていくと、輸出向け製品では、原料であるアブラヤシの生産が大きく減少したことを受けてパーム油が同▲5.7%とマイナスに転じたものの、電気機器・電子部品の同+5.6%（前期は+5.3%）、ゴム製品の同+5.3%（前期は+3.7%）では伸びが高まるなど総じて堅調に推移している。他方、内需向け製品では、食料品（+10.1%）や輸送機器（+9.3%）などの好調が続いている。

内外需別生産指数の推移（前年比同期比、%）



(出所) Department of Statistics <CEIC>

国別輸出増減の推移（前年同期比、%）



(出所) Ministry of Commerce <CEIC>

輸出は7～9月に低迷したものの、10月には持ち直し

貿易動向（通関ベース）を見ると、7～9月の輸出金額（リング建て）は前年同期比5.1%増と、4～6月の同8.3%増から減速、低い伸びにとどまったものの、10月には前年同月比17.7%増と一転して高い伸びを記録した。同月の輸出数量が同13.9%増と、7～9月の前年同期比1.8%増から急加速したことが要因である。

そこで、10月単月の輸出金額（リング建て）の動きについて品目別に見ると、主力の工業製品では、電気・電子製品（2017年輸出シェア25.3%）が前年同月比30.8%増と、7～9月（17.7%増）と比べて大きく加速したほか、情報通信・音響機器（シェア4.7%）も同7.2%増と、7～9月（8.3%減）からプラスに転じた。一次産品でも、天然ガス（シェア4.7%）が同39.4%増（7～9月は19.6%減）、原油及び石油製品（シェア10.6%）が同31.4%増（7～9月は13.5%増）、パーム油（シェア5.1%）が同4.2%減（7～9

月は17.5%減)、工業製品と同様に軒並み好転している。

相手国別には、最大シェアの ASEAN 向け (2017 年輸出シェア 29.1%) は 10 月に同 16.0%増と、7～9 月の前年同期比 2.6%減からプラスに転じている。ASEAN 向けの内訳を見ると、域内最大の シンガポール向け (シェア 14.5%) が前年同月比 18.3%増 (7～9 月は 9.2%減)、タイ (シェア 5.4%) が同 20.8%増 (7～9 月は 8.8%増)、インドネシア (シェア 3.6%) が同 32.6%増 (7～9 月は 0.2%減)、ベトナム (シェア 3.0%) が同 36.3%増 (7～9 月は 3.7%増)、フィリピン (シェア 1.8%) が同 9.8%増 (7～9 月は 7.0%減) と、軒並みプラスに転じるあるいは伸びが大きく高まっている。その他の主要な輸出先国についても、米国向け (シェア 9.5%) は同 7.6%増 (7～9 月は 3.3%減)、日本向け (シェア 8.1%) は同 10.2%増 (7～9 月は 13.2%減)、中国向け (シェア 13.5%) は同 33.0%増 (7～9 月は 9.1%減) と、軒並みプラスに転じた。

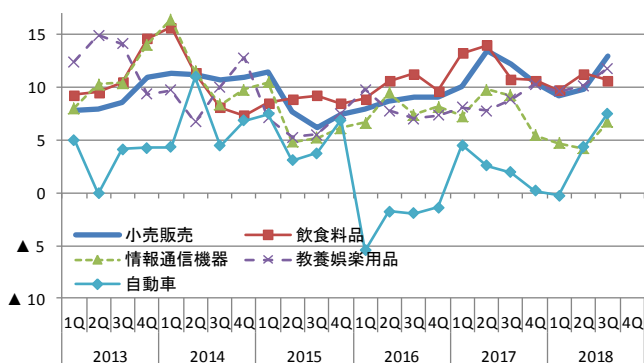
他方、輸入金額 (リンギ) については 10 月に同 11.4%増と、輸出同様、7～9 月の前年同期比 6.3%増から急加速している。主要品目別に見ると、機械類 (2017 年輸入シェア 44.6%) が前年同月比 4.1%増 (7～9 月は 2.9%増)、鉱物性燃料 (シェア 12.8%) が同 74.2%増 (7～9 月は 15.9%増)、化学品 (シェア 10.3%) が同 21.6%増 (7～9 月は 13.1%増) と、軒並み伸びが高まっている。

輸入相手国別に見ると、シンガポールから (シェア 11.1%) が同 11.8%増 (7～9 月は 1.6%増) と急増したものの、中国から (シェア 19.7%) は同 7.6%増 (7～9 月は 9.3%増)、米国から (シェア 7.8%) も同 9.0%増 (7～9 月は 10.1%増)、タイから (シェア 5.8%) も同 2.8%増 (7～9 月は 3.6%増) と堅調ながら伸びはやや鈍化。日本から (シェア 7.6%) は同 2.1%減 (7～9 月は 1.3%減) とむしろマイナスが拡大、国によってばらつきが見られるのが特徴である。

消費はタックスホリデーの影響から急伸

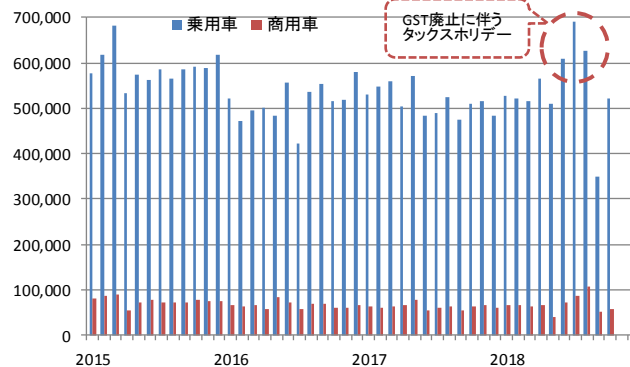
7～9 月の小売販売額は前年同期比 12.9%増と、前期の同 9.8%増と比べて加速。現行統計で遡ることが可能な 2011 年 1～3 月以降で、2017 年 4～6 月期 (13.5%増) に次ぐ 2 番目に高い伸びを記録した。主要品目別に見ると、ガソリン (12.9%増)、教養娯楽用品 (11.8%増)、住宅設備 (11.7%増) などが相対的に高い伸びとなっていることから、GST 廃止から SST 導入までの空白期間 (6～8 月) に比較的高額あるいは買い置きが容易な製品を中心に特需が発生したことは間違いなさそうである。

小売販売額の推移 (前年同期比、%)



(出所) Department of Statistics <CEIC>

自動車販売台数の推移 (季調済年率換算、台)



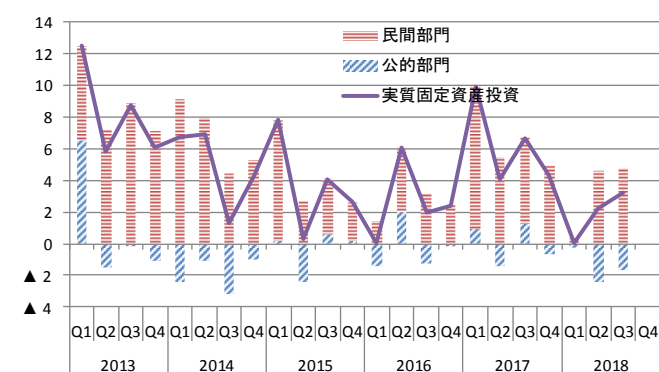
(出所) Malaysian Automotive Association <CEIC>

実際、乗用車販売台数について、当社で季節調整を施した季調済系列（年率換算）の推移を見ると、5月の50.9万台から6月には60.8万台と急増、7月も69.1万台、8月も62.6万台と高水準で推移した。予想をはるかに上回る需要増に対し、タマ不足から販売機会を逸するカーディーラーもあるなど、タックスホリデーの影響は販売現場にも如実に表れた。その後、9月には一転35.1万台に急減したものの、翌10月には2017年通年実績の51.5万台を上回る52.1万台まで持ち直しており、早くも需要先食いの影響は薄れつつあると考えられる。

設備投資は民間部門を中心に持ち直し傾向

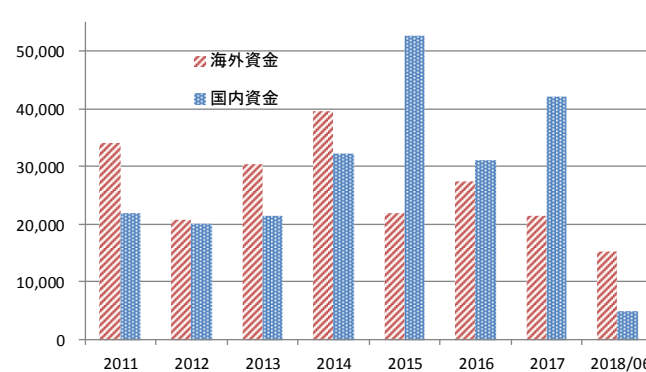
前述のGDP統計ベースの設備投資を見ると、7～9月期の固定資産投資（総固定資本形成）は前年同期比3.2%増と、1～3月期の同0.1%増をボトムに（4～6月期は同2.2%増）持ち直しつつある。主体別の内訳を見ると、民間部門が同6.9%増と前期の同6.1%増から伸びが高まったうえ、公的部門も同5.5%減と、前期の同9.8%減からマイナス幅が縮小した。内容別には、土木建設が同1.8%増と前期の同2.1%増からやや伸びが鈍化したものの、機械設備が同5.9%増と前期の同3.6%増から加速、全体をけん引した。

固定資産投資の推移（前年同期比、寄与度、%）



（出所）Department of Statistics 〈CEIC〉

製造業の投資の推移（認可ベース、百万リンギット）



（出所）Malaysian Industrial Development Authority 〈CEIC〉

こうした設備投資持ち直しの背景には、外資流入が製造業を中心に堅調に拡大していることがある。2018年6月までの外国資本による投資額（認可ベース）は前年同期比59.5%増の152億リンギと、ここ4年間で最も早いペース¹で順調に拡大している。特に製造業向け投資は外資に依存するところが大きい、業種別には化学製品、ゴム製品、非鉄金属での増加が目立っている。

成長テンポは鈍化しつつも引き続き底堅い景気拡大が見込まれる

景気の先行きに関するメインシナリオとしては、成長テンポはさらに鈍化しつつも、底堅く拡大傾向を持続させると考えられる。実質GDP成長率は、2017年の+5.9%から、2018年は+4.8%程度まで減速、2019年も+4%台半ばと、低下傾向が続く見通しである。

良好な雇用・賃金情勢に支えられて堅調に拡大する民間消費が主なけん引役となる。前述のように6～8月のタックスホリデー中に高額商品を中心に急伸したことから、この先しばらくは需要先食いの反動から消費の伸びは鈍化を余儀なくされる。ただし、製造業の雇用者数が前年比2%前後の堅調な伸びを続けるなど雇用情勢が良好な中、家計の所得を後押しする政策²が相次いで発動されることで落ち込み分はカバー

¹ 6月までの累計値を比較すると、2016年の125億リンギ、2015年の131億リンギを上回っている。

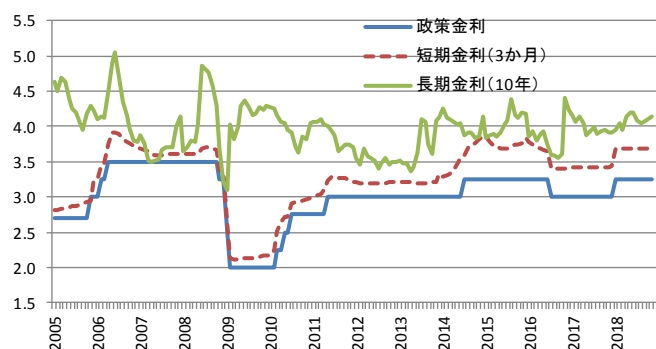
² エンジン排気量1,500cc以下の自動車及び125cc以下の自動二輪車を対象とする燃油補助が来年4月より開始の予定。

されると見るのが妥当であろう。政策とはすなわち、①1月1日より、法定最低賃金が全国一律で月額1,100リンギ（約3万円）に引き上げられる、②所得の下位40%世帯（B40）向け補助金支給制度が新年度も継続される、③当面大規模な増税がなく、GSTからSSTへの切り替えに伴うネット減税効果が期待できる。

もつとも、固定資産形成は民と官で明暗分かれることになりそうだ。前述の通り、堅調な外資流入によって、製造業を中心に民間部門の設備投資は下支えられる。他方で、公的部門については、マハティール首相の公約に基づき大型プロジェクトを中心にインフラ案件の見直し³が進められ、高水準ながら開発支出の伸びは抑制される。インフラ投資が力強く伸びない状況とは、新興国経済にとってそれだけで十分な足かせと言える。

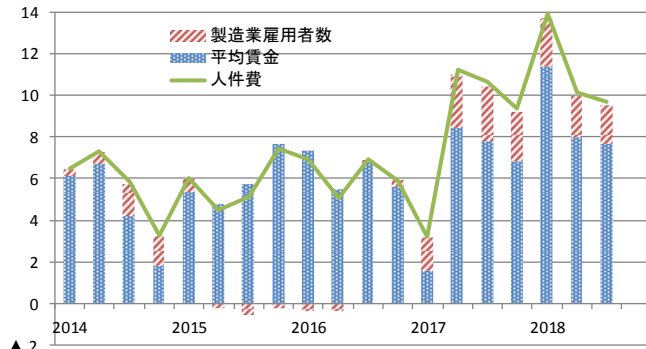
新政権は11月2日、政権交代後初めての予算案（2019年度）を連邦議会に提出。ナジブ前政権から大きな方針転換はなく、緊縮財政を志向した大規模増税による景気後退という懸念はひとまず遠のいた。歳入面では、GST廃止とSST再導入に伴い発生する歳入不足を、国営石油会社ペトロナスからの配当など石油関連収入の増加で補う構図となっており、油価水準に依存する点で課題は残っている⁴。なお、財政赤字GDP比は、2018年修正予算の▲3.7%に続き、2019年度は▲3.4%、翌2020年度も▲3.0%と、政府が目標とする▲2.8%には当面未達にとどまり、目標達成は2021年度にずれ込む見通しである。

長短金利の推移(%)



(出所) Bank Negara Malaysia (CEIC)

雇用者数と平均賃金の推移(製造業; 前年比, %)



(出所) Bank Negara Malaysia (CEIC)

もつとも頼みの輸出にも過度の期待は出来ない。前述のように7～9月の輸出低迷の原因だった天然ガス（LNG）とパーム油の反動増から当面は強含む可能性もあるものの、米中貿易摩擦の影響は短期と中期それぞれにプラス・マイナス両面があり、より慎重な見方が妥当である。

米国企業は中国からの輸入関税が追加で引き上げられる前に、駆け込み的に調達を拡大させていると見られ、これが足元までのマレーシアの中国向け輸出にもプラスの影響を及ぼしていると考えられる。しかしながら、今後は一部の品目で前倒し調達の反動減の影響が世界的に拡散する可能性もある。すなわち、中

³ 【大型プロジェクトの見直し】

- ・ MRT2 号線：当初見込みの約 393 億リンギから 22.4%減となる 305 億リンギまで事業規模を縮小
- ・ MRT3 号線：(事業規模 600 億リンギ) 中止
- ・ LRT3 号線：当初計画の 316 億リンギから 166 億リンギへ予算削減
- ・ マレー鉄道(KTM)事業：再入札

⁴ 【新年度から導入予定の新税】

- ・ 糖分含有量の多い清涼飲料に対する物品税導入(2019/4～)
- ・ 出国税の新設(2019/6～) (ASEAN 域内は 20MYR、域外は 40MYR)
- ・ 不動産譲渡益税の引き上げ (企業・外国人は 5%から 10%へ)

国を含むグローバルなサプライチェーンに組み込まれているマレーシア製電子部品等の輸出には負の影響が及ぶ公算が大きい⁵。もっとも、他方で従来の中国製からマレーシアを含む周辺国製品に調達先をシフトする動きも予想されることから、全体的な影響はふたを開けてみるまで分からない。また、中期的にとらえた場合も、中国からマレーシア等の周辺国に生産拠点そのものを移転する可能性がある一方で、一連のサプライチェーンからマレーシアが外される可能性も否定できない。

米中貿易戦争の激化に加えて原油安と通貨安が景気下振れの三大リスク

景気下振れリスクとして、以下の3つの要因を挙げることが指摘できる。第1に、米中貿易戦争がさらにヒートアップして、最終的には世界全体の貿易停滞にまでつながるリスクである。そうなると、もはや勝者は存在せず、当然ながらマレーシアも電気・電子製品を中心に輸出減退を免れない。

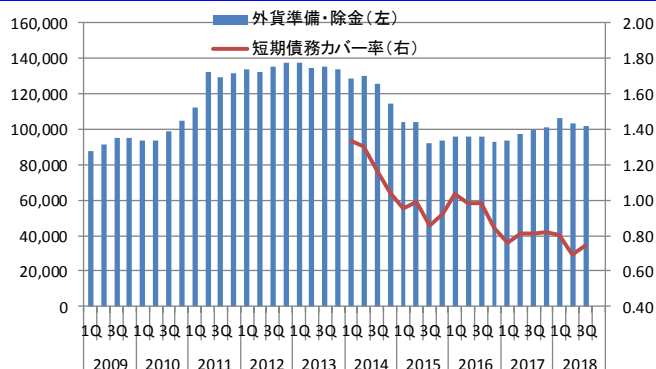
第2には、11月に入って急落した原油価格が下げ止まらず、低下傾向が長引くリスクである。原油価格の低迷は、連動するLNG価格の低下を通じてマレーシアの貿易収支、ひいては経常収支の悪化につながる。さらに、ペトロナスからの配当など石油関連収入が減少することによって財政収支の悪化をもたらすことにもなりかねない。

対ドル リングレートの推移(リング/ドル)



(出所) Bank Negara Malaysia <CEIC>

外貨準備高(100万ドル)と短期債務カバー率(%)の推移



(出所) Bank Negara Malaysia <CEIC>

第3に、通貨リング安の進行である。対ドル・リングレートは、2018年初来のドル高・新興国通貨安の基調の下、今のところ相対的には小幅安にとどまってきた。すなわち、年初の4.00リング/ドル前後から11月下旬につけた2018年の最安値4.20リングまではほぼ一本調子で下落したものの、2017年初頃の既往最安値4.50リングと比較すれば、なお高く未だ切羽詰った状況ではない。もっとも、外貨準備高は減少傾向にこそ歯止めが掛かったとはいえ、短期対外債務の1倍を大きく下回る低水準にとどまっております、市場のリング売り圧力が高まった際、それに抗い、相場の流れを押し戻すだけの余力には乏しい。

中央銀行のマレーシア国立銀行(BNM)は11月8日の金融政策委員会で政策金利を3.25%に据え置いた。2018年1月に0.25%引き上げて以来、5回連続で変更を行っていない。現行基準で遡ることができる2004年4月以降の政策金利上限は3.50%で、2006年4月から2008年10月まで続いた。当時は実質GDP成長率がピーク時で前年同期比+7.6%を記録、平均成長率でも+6%を上回る好況が持続していたことを勘案すると、景気動向の観点からは残り1回で上限に達してしまう利上げカードを簡単には切り難い。なお、

⁵ サプライチェーンに組み込まれている電子部品でも、コンデンサのような汎用部品は調達先の変更が容易でも、マイコンのようにカスタマイズを要するものは調達先の対応力次第であり、変更は必ずしも容易でないと考えられる。

物価の先行きは、加糖飲料に対する物品税の導入（4月から）など景気の過熱＝需要の高まりに依らない税制等の要因から上昇圧力が次第に強まっていく可能性が高いものの、コアインフレは引き続き落ち着いた推移が予想されている。他方で、世界貿易の停滞などから景気が大きく下振れしない限りは、利下げの可能性は低い。そうした状況下で通貨安が進行した場合、通貨防衛のための利上げが景気を冷え込ませてしまうリスクを否定できない。経常収支の悪化などの通貨安を想起させる材料に対する市場の反応には引き続き警戒が必要である。