

12059

## マレーシア

チーフアナリスト 増田 篤  
アナリスト 佐伯 春奈

長期格付

A

見通し\*

安定的

短期格付

(長期格付は、原則として外貨建長期発行体格付を表示)

## 1. 概要

マレーシアは、人口3,000万人を擁する、東南アジア諸国連合（ASEAN）の主要国である。国土は33万平方キロメートルで日本の87%に相当する。15年時点で国内総生産は11,571億リンギット（約36兆円）、一人当たりのGDPは9,563米ドルに達しており、東南アジアでは、シンガポール・ブルネイに次いで所得が高い。石油、ガス、パーム油といった天然資源に恵まれているほか、IC、半導体、通信機器、家電製品といった電機・電子産業を中心とする輸出型製造業が好調である。

## 2. 政治・社会情勢

16年12月13日、マレーシアの第15代国王にクラタン州スルタンのムハマド5世が即位した。マレーシアの国王は全13州のうち、スルタンがいない14州を除く9州のスルタンが統治会議で互選により決める。実体としては9州のスルタンの輪番制となっており、任期は5年であるため、45年後には再度任期が回ってくる。実際、前国王ケダ州アブデュル・ハリム・ムアザム・シャーは第5代と第14代の2回の任期を務めた初めての国王となった。新国王ムハマド5世は就任時点で47歳である。正式の戴冠式は17年4月に執り行われると報道されている。

政治の実権は首相にある。現職の第6代首相ナジブ・ラザクは09年4月の就任で、今年で10年目を迎える。独立以来一貫して与党である統一マレー国民組織（UMNO）への支持率は低下傾向にあり、13年の総選挙では野党の躍進を許した。ナジブ首相は15年7月に自身も経営に関与していた国策不動産投資会

社「1MDB」に絡む汚職への関与が取りざたされ、強い批判にさらされた。16年1月に司法長官が首相に違法性がないとの見解を表明し、国内的にはこの問題は沈静化に向かう方向にある。1MDBについては16年4月に社債の利払いが行われず、デフォルトとなった。利払いが行われなかったのは1MDBが当該社債の債務引き受けを依頼したドバイ首長国のソブリン・ウエルス・ファンドIPICが、債務引き受けに関わる支払いを受け取っていないことが原因といわれ、16年6月にIPICはロンドン国際仲裁裁判所に申し立てを行っている。16年7月には米司法省が本件関連で資産差し押さえを行い、16年10月にはシンガポール通貨庁が同社の資金移動への関与により国内金融機関の免許取り消しを行うなど、海外での動きは収束するに至っていない。

16年中にマハティール元首相がUMNOから離党して、新党ベルサトゥ（PPBM）を立ち上げるなどの動きがあった。与党UMNOはイスラム系政党PASとの距離を縮めるなど野党結束を阻む動きにでている。ナジブ首相率いるUMNOの政権基盤が揺らぐ恐れは今のところ限定的である。

## 3. 経済基盤・経済情勢

マレーシアは60年代以降、製造業の育成を重視し、工業化を推進してきた。80年代後半は製造業に対する優遇税制を整備するとともに、外資の出資規制を大幅に緩和した。これに伴い家電製造や電子部品産業などへの外資の進出が増加し、東南アジアで有数の工業国へと発展した。この結果、国内生産に占める製造業の割合は2000年には30%に高まり農業は10%以下まで低下した。その後、マレーシアの電機・電子産業は

台頭するアジア企業とのし烈な競争にさらされる一方で、輸出産業の拡大に伴う労働者不足や賃金上昇に直面した。政府は経済の高付加価値化を目指して金融その他のサービス部門の育成にも注力するようになった。このため国内生産に占める製造業の比率は15年時点で23%まで低下している。

一人当たりGDPが約1万ドルの同国がさらなる発展を遂げるためには、開放的で競争的な経済環境の中で、教育やインフラ、公共サービスの質をさらに向上させ、ビジネス環境や生産性の水準を改善させるという中期的課題に取り組むことが課題となっている。加えて、世界的な金融環境の変化や商品価格の変動に対する耐性をさらに強化するには、国内金融システムの強化を図りつつ、天然資源依存度を引き下げること重要である。政府は長期的な経済運営の指針として、15年5月に5ヵ年計画および国家戦略を発表したが、産業競争力を強化するとともに金融サービスなどでもASEANでの同国の存在感を高めていく目標を設定している。

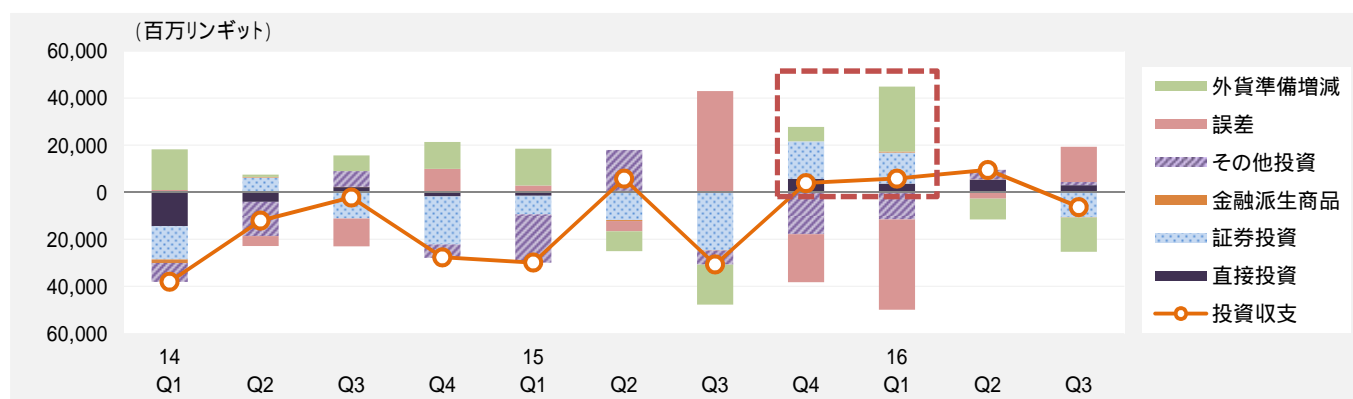
16年第3四半期の経済成長率は前年同期比で4.3%を記録、民間消費が底堅く、景気を支えており16年通年でも4%台の成長になったとみられる。マレーシア統計局は16年の通年の消費者物価指数が前年比で2.1%上昇したと発表した。消費者物価の上昇を項目別にみると、30.2%のウエイトを占める「食品・非アルコール飲料」が3.7%の上昇となり、指数を押し上げた。ナジブ首相兼財務相は、17年1月に17年のGDP成長率は4.5-5%になるとの見通しを明らかにしている。物価についても原油価格の上昇に伴い、17年は物価全体に値上げ圧力がかかると予想されている。

電機・電子産業を中心とする輸出型製造業の産業基盤に支えられ、貿易・経常収支は長年にわたり大幅な黒字を維持してきた。ただし、リーマンショック前にはGDP比15%を上回る黒字であった経常収支が、15年には同3%まで縮小している。経常収支黒字縮小の要因としては、産業やインフラ開発を支える資本財・中間財輸入の増加と、一次産品価格下落や世界需要の減速に伴う輸出の停滞がある。

対外債務残高はGDP比60%超と比較的高く、中でも非居住者による証券投資や銀行・民間セクターの借入れが多い。このため対外流動性が国際資本フローの影響を受けやすいが、中央銀行は巧みに資本規制を導入することで急激な資本流出を防ぎ、危機を乗り越えてきた実績を有する。最近では国内の政治情勢や米国の利上げ観測を受けて15年中盤以降証券投資を中心に海外資金が流出（図表1参照）、リングgit安が進行した。リングgit安に歯止めを掛けるために中央銀行は、16年12月5日よりマレーシア企業が輸出取引で得た外貨の75%以上をリングgitに両替することを義務付ける規制を実施した。これまではマレーシア企業は輸出で得た外貨は全額外貨のまま保有できたが、今後は75%以上をリングgitに替えることが義務付けられ、外貨のまま保有できる部分は25%以下となる。中銀はリングgitへの転換のインセンティブとして全銀行に特別口座を設置させ、輸出業者が両替をしたリングgitについて市中金利より高い年3.25%の金利を保証する。輸出業者がドル建て債務の返済の予定がある場合には、中銀の承認を得て外貨を手元に残すことができる。中央銀行は、同時にリングgitを借りた居住者による外貨建資産の購入についても500万リングgit（約13億円）の上限を設けた。この措置も居住者による

## 4. 対外ポジション

図表 1 投資収支の動向



(注) プラスは流出超、マイナスは流入超を示す  
(出所) Bank Negara Malaysia (マレーシア中央銀行)

外貨投資を抑制し通貨安に歯止めを掛ける狙いがある。

マレーシア中央銀行は、17年1月13日時点の外貨準備高が943億米ドル（約10兆9,668億円）だったと発表した。外貨準備高は、輸入額の8.7ヵ月分となり、12月30日時点の8.8ヵ月分から0.1ヵ月分減少した。短期対外債務の1.3倍に相当する。

## 5. 金融システム

マレーシアの金融部門はアジア通貨危機以降に再編が進み、地場の5大銀行グループを中心に銀行部門が形成されている。5大銀行のうち4行は政府系ファンドが主要株主となっているが、政府は銀行経営に対して直接介入はせず、企業の経営権は尊重されている。ASEAN諸国の中ではシンガポールとならび金融部門が発達しており、銀行総与信や預金残高はGDP比で100%を超え、債券市場の整備も進んでいる。とりわけ税制面の優遇も後押ししイスラム金融の成長が顕著であり、16年末現在、銀行部門の貸出残高の3割弱（07年初は7%程度）をイスラム金融が占める状況となっている。先般、ジョハリ・アブドゥル・ガニ第二財務相がイスラムファンドのハブ化を目指す内容の5ヵ年計画を打ち出しており、今後もイスラム金融の発展が見込まれる。ASEAN諸国を中心に銀行の海外展開が積極的に進められてきた点も、マレーシアの金融システムの特徴である。

銀行システムの健全性は維持されている。貸し出しは早いペースで増加しているが、預貸バランスは良好であり、海外事業についても現地預金を着実に確保するなど総じて堅実に運営されている。一部の大手銀行では不安定な世界経済情勢の中で海外向け与信を中心に劣化がみられるものの、高い収益力と資本水準が損失吸収のバッファーになっている。

リーマンショック後に不動産価格が上昇し、住宅ローンなど個人向けの与信も名目GDPの伸びを大きく上回るペースで増加した。低金利環境下で家計債務が増加してきたため、不動産市場の調整や金利上昇時には銀行の貸出資産に一定のストレスがかかる可能性がある。ただし家計部門全体で見ると金融資産が負債残高の2倍にのぼるなど、バランスシートは良好である。中央銀行がプルーデンス規制を強化したことが功を奏し、13年後半以降は不動産価格の上昇も抑制されている。

マレーシア中央銀行の総裁が16年ぶりに交代した。2000年から総裁を務めたゼティ・アクタル・アジズ総裁に代わり、同氏の下で10年から副総裁を務

めてきたムハマド・イブラヒム氏が新総裁に就任した。新総裁の下で16年7月、マレーシア中銀は世間の予想に反して政策金利の引き下げを実施した。同中銀による利下げは09年2月以来7年ぶりで、政策金利を25bp引き下げて3%とした。その後は17年1月現在、政策金利は維持されている。

## 6. 財政

14年12月には管理変動価格制度の導入により燃料補助金を廃止、15年4月には財サービス税(GST)を導入するなど、財政改革でも実績をあげた。現政権は、20年までに財政収支を均衡させるとともに、債務水準をGDP比55%を上回らない水準におさえる目標を設定し、原油価格の低迷の中でもそれらの目的を堅持する方針を明らかにしている。

16年の財政は、当初予算を油価前提48ドルで策定したが、油価下落を受けて予算を修正し、歳入の減少に見合った支出の削減を実施した。これにより財政赤字は油価の下落にも関わらず、GDP比では当初予算並みの水準を実現したとみられる。油価の下落に伴い歳入における石油関連収入の比率は14年の30%から16年には15%以下へと低下した。

17年の予算は石油価格の回復に伴う歳入の増加の範囲内に支出の増加を抑制し、財政赤字をほぼ前年並みのGDP比3.0%に収めることを目標としている。支出面では、公務員に対する特別支給金の支給や、低所得者支援の拡充が目玉の措置として計上されている。徴税の強化により法人税が9.5%伸びるといった楽観的な見通しも織り込まれているため、徴税措置が十分でない場合は、歳入不足が発生する懸念もある。ただし、支出コントロールに関するトラックレコードは良好であり、財政赤字目標の達成はさほど困難ではないと思われる。

## 7. 総合判断・格付の見通し

マレーシアの格付は、電機・電子産業を中心とする輸出型製造業の産業基盤、豊富な石油・ガス資源の賦存量、堅実なマクロ経済運営の実績、国際資本フローの変動に対する耐性、良好な成長パフォーマンス、健全な金融セクターの存在などを反映している。他方、格付は、財政での石油・ガス資源への依存度の高さ、石油・ガス価格の下落とボラティリティの高まりなどに制約されている。原油価格の大幅下落に対応して政府は16年に入って、予算の原油価格前提を15年10月の予算承認時のバレル当たり48ドルから30-35ドル

に修正した。これにより最大94億リングットの歳入減が予想されたが、歳出削減により16年の財政赤字はGDP比3.1%の水準に据え置き、財政規律を堅持する方針を明らかにした。GDP成長率は、14年の6%から15年は5%にゆるやかに鈍化、16年も4-4.5%へ若干減速したとみられるが、厳しい国際環境の中であって比較的良好的な経済パフォーマンスを維持していると言える。以上を踏まえて格付の見通しは安定的としている。

JCR

## 12059 マレーシア

## 財務指標

			2013	2014	2015	2016E	2017F
経済	名目GDP	十億ドル	323.3	338.1	296.3	294.4	304.4
	実質GDP成長率	%	4.7	6.0	5.0	4.3	4.6
	消費者物価上昇率	%	2.1	3.1	2.1	1.9	2.3
	失業率	%	3.1	2.9	3.2	3.2	3.1
	人口増減率	%	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3
財政	歳入/GDP	%	20.9	19.9	18.9	17.6	17.4
	歳出/GDP	%	24.7	23.3	22.1	21.0	20.5
	一般政府財政収支/GDP	%	-3.8	-3.4	-3.2	-3.4	-3.1
	基礎的財政収支/GDP	%	-1.7	-1.3	-1.1	-1.4	-1.1
	一般政府債務/GDP	%	53.0	52.7	54.5	55.4	55.3
国際収支 対外債務	経常収支/GDP	%	3.5	4.4	3.0	1.8	2.3
	貿易収支/GDP	%	9.5	10.2	9.5	7.9	8.8
	対内FDI/GDP(フロー)	%	-3.5	-3.1	-3.7	-3.4	-3.8
	対内FDI/GDP(ストック)	%	41.4	40.1	39.7	43.0	45.2
	外貨準備高	十億ドル	133.4	114.6	94.0	96.1	97.2
	外貨準備高/月間輸入	倍	7.5	6.4	6.1	6.4	6.2
	外貨準備/短期対外債務	%	129.8	110.3	108.1	109.3	102.6
	対外債務残高	十億ドル	212.4	210.8	189.4	193.3	200.7
	対外債務/GDP	%	65.7	62.4	63.9	65.7	65.9
	対外債務/輸出(財サ)	%	65.7	62.4	63.9	65.7	65.9
	公的対外債務/輸出(財サ)	%	28.8	26.5	29.3	31.1	29.6
	デットサービスレシオ	%	4.6	4.8	4.4	5.5	5.1
	為替レート(期中平均)	リングgit/ドル	3.2	3.3	3.9	4.1	4.3

(出所) EIU

## 格付明細

(単位: 百万円、%)

対象	格付	見通し*	発行額	利率	発行日	償還期限	公表日
外貨建長期発行体格付	A	安定的	-	-	-	-	2016.10.05
自国通貨建長期発行体格付	A+	安定的	-	-	-	-	2016.10.05

## 長期格付推移 (外貨建長期発行体格付)

日付	格付	見通し*	発行体名
2001.10.03	A-		マレーシア
2003.12.25	A-	安定的	マレーシア
2004.12.29	A-	ポジティブ	マレーシア
2006.08.28	A	安定的	マレーシア

\*「見通し」は、長期発行体格付の見通し。クレジット・モニターの場合は、見直し方向を表示。

本ウェブサイトに記載された情報は、JCRが、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCRは、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCRは、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCRは、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCRの格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCRの格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいております。JCRの格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。JCRの格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。