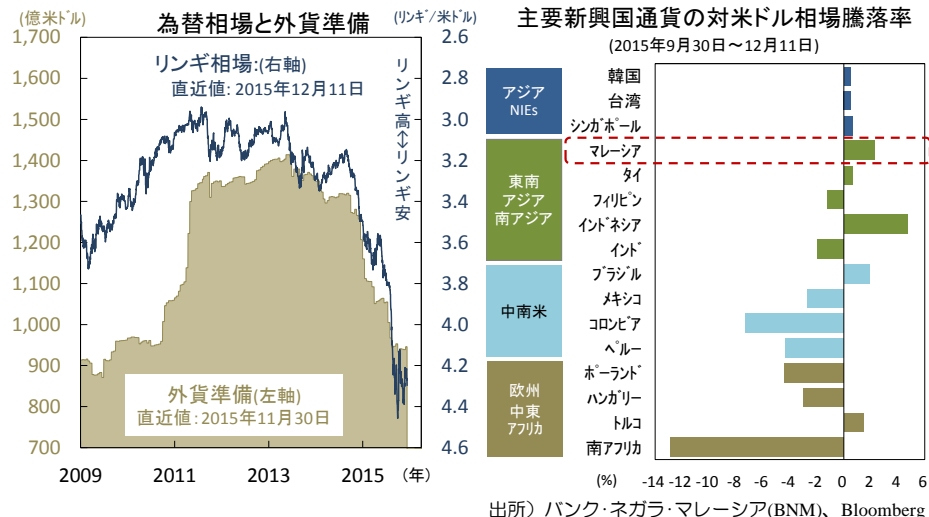


マレーシア:リングはアジア最弱通貨の座を返上し、安定化したのか

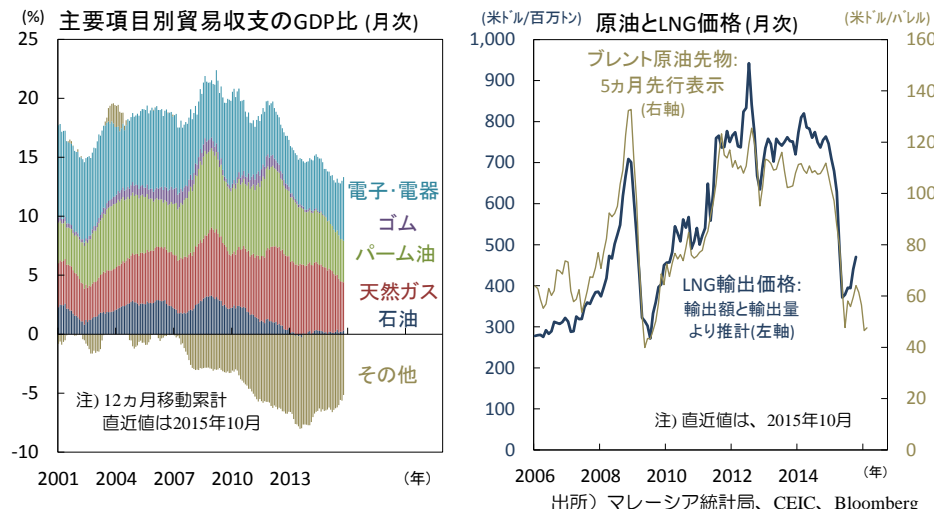
【図1】9月末まで軟調だったリング相場はその後反発(左)



マレーシア・リング相場が堅調です。同通貨は9月末より先週11日にかけて対米ドル(以下「ドル」)で2.4%上昇と、主要アジア通貨ではインドネシアの5.0%に次ぐ上昇率(図1)。年初より9月末にかけてリングは同20.5%下落と、主要アジア通貨最大の下げ幅を記録。9月末以降の上昇が一時的な反発か安定化の兆しなのかに注目が集まります。

9月までのリングの急落の原因は、(a)一次産品価格の低迷に伴う交易条件の悪化と財政・経常収支の悪化や信用力の低下の懸念、(b)政府投資公社の経営危機と不正資金流用疑惑に伴う政治的不透明感、(c)低水準の外貨準備や外国人による多額の国債保有額など対外資本流出への弱さなどでした(アジア・マーケット・マンスリー7月号 3-6頁参照)。同国は、アジアでは数少ない一次産品の純輸出国。一次産品価格の低迷は、成長率の下押し、石油ガス関連歳入の落込みによる財政の悪化、貿易・経常収支の悪化につながります。また、政府は2013年の下院総選挙までの数年に渡って大規模な財政刺激策を導入。この結果、財政赤字は拡大し、政府債務の水準は上昇していました。

【図2】今年前半より低下した液化天然ガス(LNG)の輸出価格(右)



格付大手フィッチは2013年より同国の格付(外貨/本国通貨: A-/A)の見通しをネガティブに変更しており、市場参加者は石油ガス関連歳入の減少に伴う更なる財政悪化で、格下げは不可避と考えていました(ただし、同社は今年6月末に格付据置きを決定)。

経常黒字の縮小も投資家の懸念を招きました。液化天然ガス(LNG)とパーム油は2014年にGDP比5.4%と4.2%相当の多額の純輸出額を計上しており(図2左)、両品目の価格低下は貿易・経常黒字額を押下げます。LNGの主要な輸出先は日本であり、その価格は日本の原油輸入価格に連動し4-6か月の時間差で調整。昨年9月より今年初にかけての原油価格の急落の影響は今年春先より顕在化し(図2右)、LNGの輸入額を押下げました。同国の資本収支は、直接投資は赤字基調で証券投資もしばしば赤字となっています(図3左)。直接投資勘定の赤字は、国内企業による海外投資が近年急増したことが背景です(図3右)。また、証券投資に関しては、同国最大の機関投資家である被雇用者積立基金(EPF)が海外証券投資の比率を引上げる過程で資本流出が増加した模様です。

● 政府投資公社の不正経理問題から高まった政治リスク

経常黒字の相当部分を直接投資や証券投資勘定の資本流出が相殺するため、同国の国際収支は、海外投資家によるリング建て債券投資などの動きの影響を強く受けているとみられます。11月時点でリング建て国債(イスラム債を除き短期債と中央銀行債を含む)の51.3%は外国人が保有しており、主要アジア諸国では最高の保有率です。

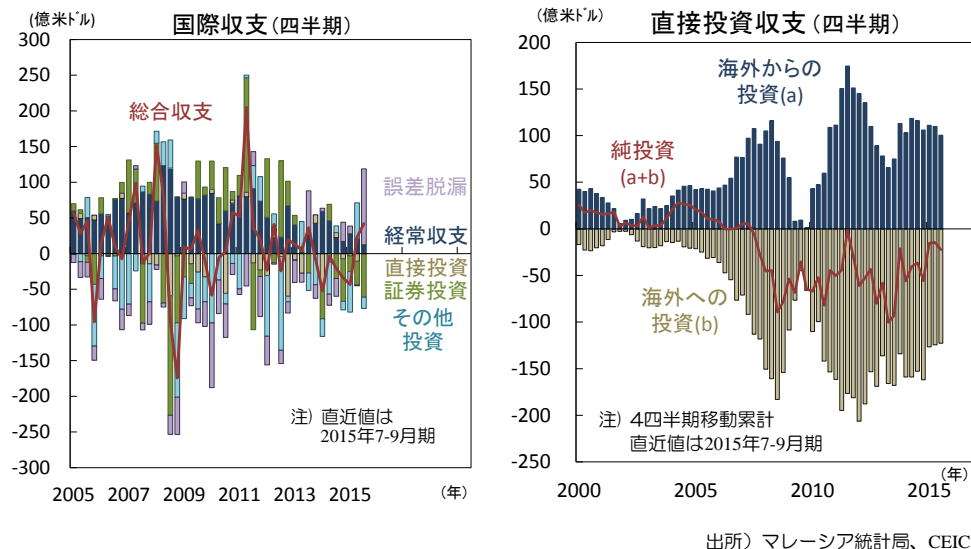
また、ナジブ首相の下で設立された政府投資公社の1MDBは、多額の負債(昨年3月時点で420億リング)を抱え返済能力が低下。昨年末以降、国内大手銀行による同社向け貸付が不良債権化し、政府が同社救済を強いられ政府債務が一層増加するとの懸念も浮上しました。同社による不正経理の疑惑も浮上する中、4月にはマハティール元首相が公然とナジブ首相の引責辞任を要求し、7月には米紙(WSJ)が1MDB関連企業がナジブ首相の個人口座に26億リングを入金したと報道。海外投資家は、政治混乱に伴う首相の求心力の低下と政策運営の迷走などのリスクを懸念し始めました。しかし、ナジブ首相は自身に批判的であったモヒディン副首相を7月末に解任するとともに、司法長官の交代を決定。また政府は1MDBにかかわる多くの報道を行ってきた現地メディア(The Edge)に発行禁止を命じるなど、力づくで事態の収拾を図り始めました。

● 足元の政治リスク低下もリング相場の安定化に貢献か

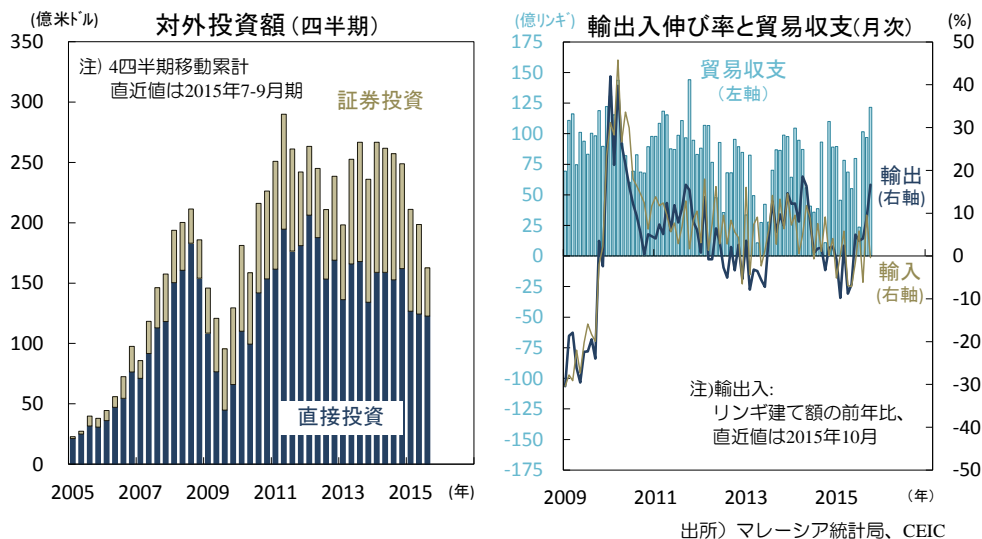
11月23日、中国国有企業の中国広核集団(CGN)が1MDBの発電事業資産を23億ドルで買収することを公表。1MDBの経営危機がひとまず回避されるとの安心感が広まりました。昨年末から今年8-9月にかけては汚職疑惑の拡大と政治的混乱を示唆する動きや報道が相次いだものの、その後こうした動きは沈静化。力づくの抑込みが奏功し、一時は引責辞任の可能性すら意識された首相は、その地位を強化した模様です。

政治混乱の沈静化に加え、対外収支の緩やかな改善も、9月末以降のリング相場の安定に寄与したとみられます。政府の指導の下で政府系企業による対外直接投資や機関投資家による対外証券投資が抑制され、両勘定からの資本流出額は緩やかに縮小(図4左)。また、11月の貿易収支は+121.6億リングと前月の+96.9億リング、前年同月の+10.8億リングを超過しました(図4右)。内需の低迷に伴って輸入が前年比▲0.4%の伸びとなる一方、輸出が同+16.7%と急伸。一次産品輸出額が低迷する一方で電子・電器など工業製品が伸張(図5左)、リング安の恩恵も及び始めた模様です。また、4-6カ月遅れて原油価格に連動するLNG輸入価格も、昨年9月より今年初にかけての原油価格急落の影響を既に反映しており(図2右)、LNG輸出額の下押しもほぼ一巡しました。

【図3】縮小する経常黒字(左)と赤字基調の直接投資収支(右)



【図4】減少する対外投資額(左)、輸出急伸で拡大する貿易黒字(右)



● 外国人の債券保有額は多額だが、内訳は従来より安定化

海外投資家による証券投資の構造も安定化しています。同国への債券投資は、主に長期国債(MGS)と短期の中央銀行証券(BNB)が対象です。主要な債券指標(Citi-WGBI等)に採用されるMGSには、主に海外の機関投資家(年金、保険会社、投資信託等)が投資。価格変動の小さい短期債のBNBは、短期的な売買を好む海外投資家(いわゆる投機筋)による相場上昇を見越したリング買い持ちや、金利裁定取引(海外NDFを用いて調達したリング資金で同証券に投資等)などに用いられてきました。BNBなど短期債からは、昨年末より多額の資本が流出。バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)がBNB発行を停止したこともあり、同債券の保有額は急減しています(図5右)。また、昨年以降の対ドル相場下落に伴って、リングの実質実効相場(REER)は、他の主要アジア通貨より大きく下落(図6左)、相対的な割安感も相場を支えているとみられます。

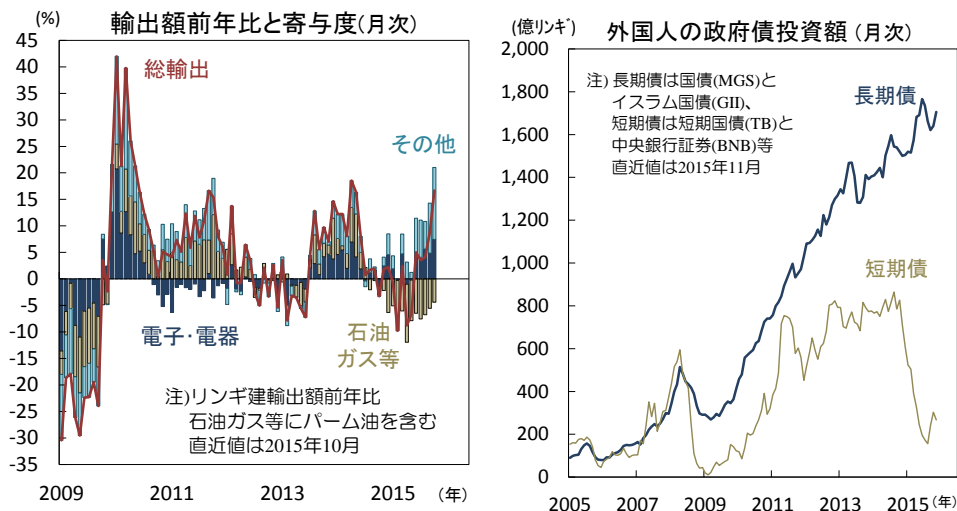
しかし、従来に比べ脆弱さが低下しているとはいえ、同国は依然として複数の弱みを持っており、リングのリスク感度は相対的に高いとみられます。弱みとは、(1)低水準の外貨準備など対外バランス・シートの弱さ、(2)中国景気下ブレや人民元安への脆弱性、(3)中央銀行総裁の交代にかかわる不透明感などです。

● アジア最弱通貨の座を返上したとみられるリング

リング相場下落抑制のためのドル売り介入に伴って外貨準備は減少し、11月時点で946億ドル(先物も考慮すると881億ドル)と、9月末の短期対外債務839億ドルの1.1倍強(図6右)。資本流出への抵抗力は近隣諸国に見劣りする上、リング上昇局面で外貨準備の増強のためのドル買い介入が行われ通貨の上値を抑える可能性があります。また、中国の景気減速に伴う一次産品価格の低下に脆い上、同国の為替相場柔軟化に伴う人民元安の影響も受けやすいとみられます。加えて、来年4月末に到来するBNM現総裁の任期も不確定要因です。ゼティBNM総裁は過去16年に渡り慎重な金融政策運営を行い、BNMへの信頼を獲得。一方、BNMは外為法違反でIMDBを起訴するよう新任の司法長官に勧告(起訴は行われず)。BNMとナジブ首相の間の緊張関係を懸念する市場参加者は少なくなく、総裁の交代がBNMの信認低下を招くリスクも残ります。

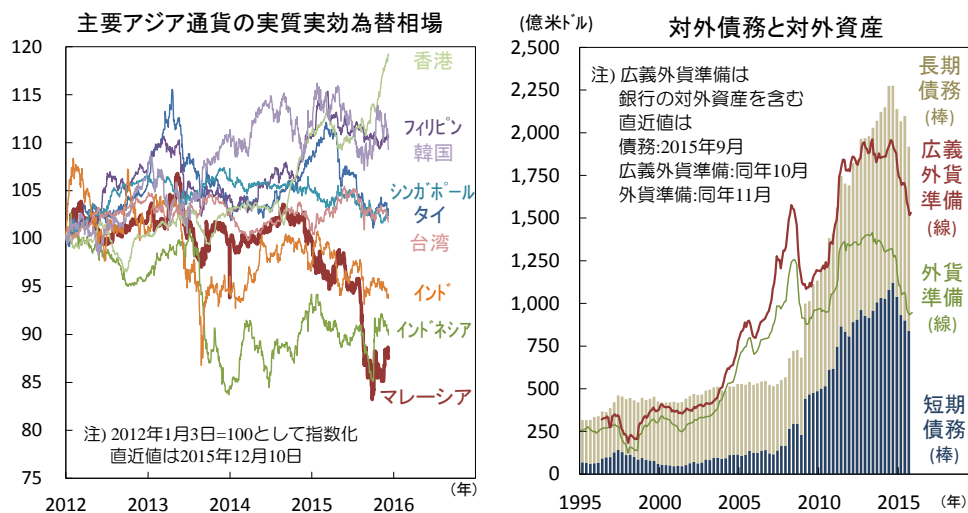
もっとも、前述のとおりリングのリスク感度を高めていた多くの脆弱性は低下しています。今後、国際金融市場で再びリスク回避的な動きが起こったとしても、同通貨の下げ幅は今年初より9月末までより小さいものとなるでしょう。同通貨の騰落率は、今後、アジア通貨平均並みへと改善してゆくと予想されます。(入村)

【図5】 堅調な工業製品輸出(左)、外国人の短期債投資が減少(右)



出所) マレーシア統計局、バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)、CEIC

【図6】 大きく低下したリングの実質実効為替相場(左)



出所) バンク・ネガラ・マレーシア(BNM)、CEIC、Bloomberg

留意事項

◎投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としているため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。したがって、投資者のみなさまの投資元金が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。運用により信託財産に生じた損益はすべて投資者のみなさまに帰属します。

投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をよくご覧ください。

◎投資信託に係る費用について

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

■購入時（ファンドによっては換金時）に直接ご負担いただく費用

- ・購入時（換金時）手数料 ... **上限 3.24%（税込）**

※一部のファンドについては、購入時（換金時）手数料額（**上限 37,800円（税込）**）を定めているものがあります。

■購入時・換金時に直接ご負担いただく費用

- ・信託財産留保額 ... ファンドにより変動するものがあるため、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

- ・運用管理費用（信託報酬） ... **上限年3.348%（税込）**

※一部のファンドについては、運用実績に応じて成功報酬をご負担いただく場合があります。

■その他の費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等でご確認ください。

※その他の費用・手数料については、運用状況等により変動するものであり、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

お客さまにご負担いただく費用の合計額もしくはその上限額またはこれらの計算方法は、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、三菱UFJ国際投信が運用するすべての公募投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をご覧ください。

各資産のリスク

◎株式の投資に係る価格変動リスク

株式への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、株式の価格は個々の企業の活動や業績、市場・経済の状況等を反映して変動するため、株式の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

◎公社債の投資に係る価格変動リスク

公社債への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、公社債の価格は市場金利の変動等を受けて変動するため、公社債の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

◎信用リスク

信用リスクとは、有価証券等の発行者や取引先等の経営・財務状況が悪化した場合またはそれが予想された場合もしくはこれらに関する外部評価の悪化があった場合等に、当該有価証券等の価格が下落することやその価値がなくなること、または利払いや償還金の支払いが滞る等の債務が不履行となること等をいいます。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

◎流動性リスク

有価証券等を売却あるいは取得しようとする際に、市場に十分な需要や供給がない場合や取引規制等により十分な流動性の下での取引を行えない場合または取引が不可能となる場合、市場実勢から期待される価格より不利な価格での取引となる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

国内株式・国内債券への投資は上記のリスクを伴います。海外株式・海外債券への投資は上記リスクに加えて以下の為替変動リスクを伴います。

◎為替変動リスク

海外の株式や公社債、REIT、オルタナティブ資産は外貨建資産ですので、為替変動の影響を受けます。そのため、為替相場が円高方向に進んだ場合には、投資元金を割り込むことがあります。

新興国への投資は上記リスクに加えて以下のカントリーリスクを伴います。

◎カントリーリスク

新興国への投資は、先進国への投資を行う場合に比べ、投資対象国におけるクーデターや重大な政治体制の変更、資産凍結を含む重大な規制の導入、政府のデフォルト等の発生による影響を受けることにより、市場・信用・流動性の各リスクが大きくなる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込む可能性が高まる場合があります。

当資料に関してご留意頂きたい事項

- 当資料は、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。当資料は投資勧誘を目的とするものではありません。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。銀行等の登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の補償の対象ではありません。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
- 当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。
- 当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・状況であり、また、見通しなし分析は作成時点での見解を示したものです。したがって、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・手数料等は考慮していません。
- 当資料に示す意見等は、特に断りのない限り当資料作成日現在の三菱UFJ国際投信経済調査部の見解です。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。
- 投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認くださいのうえ、ご自身でご判断ください。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。



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