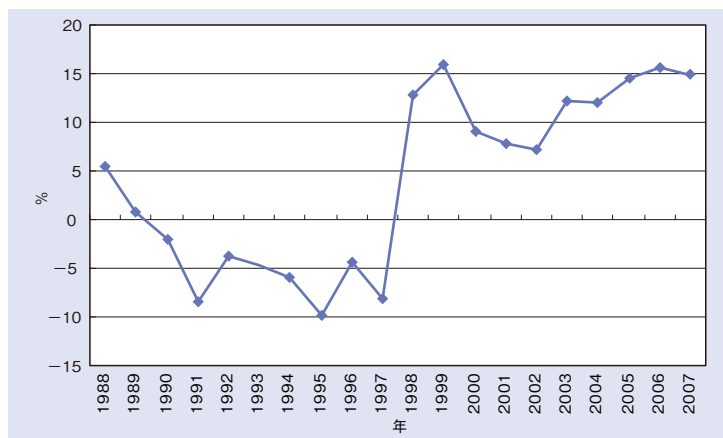


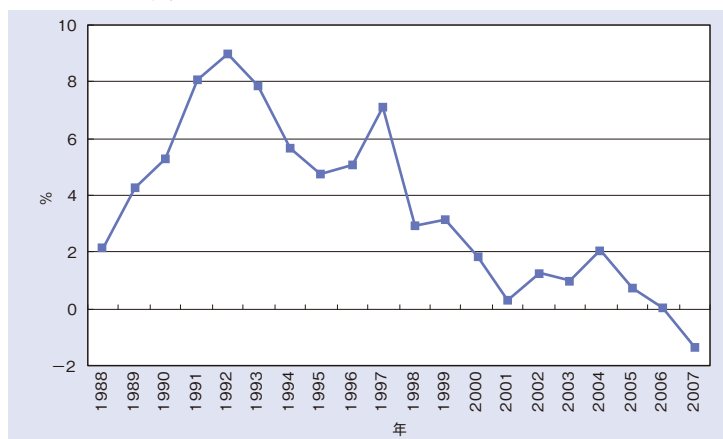
特集

図1 経常収支の推移 (対GDP比)



(出所) IMF, IFS.

図2 直接投資の推移 (対GDP比)



(出所) IMF, IFS.

はじめに

近年、世界的な過剰流動性の発生とともに資本移動が活発になっている。マレーシアでも二〇〇二年頃を境に資本フローに変化

が生じ、通貨危機前とは異なる傾向を示すようになった。そうした中、アメリカでリーマンブラザーズの破綻をきっかけに金融危機が発生し、その影響が世界中に及んだ。マレーシアではサブ・プライム・ローン

マレーシアにおける資本フローの変化と金融危機の影響

中川利香

を組み込んだ複雑な金融商品を販売していなかったため、金融機関や国内の投資家が直接的な被害を受けることはなかったといわれている。マレーシアで最も早く影響が現れたのは輸出部門である。先進国の需要が低迷したことから、輸出を中心とした製造業の販売が落ち込んだ。続いて、景気低迷による雇用状況が悪化した。二〇〇九年にはこの影響が金融部門に出はじめている。以上の背景より、本稿はマレーシアの資本フローについて通貨危機前後一〇年の変化に着目し、その背景を国内の政策と国際経済環境の変化という視点から考察したい。後者に関しては、世界的な金融危機がマレーシア経済に及ぼした影響についても触れることとする。

国際資本移動の変化

まず、国際収支の動向をみてみよう。マレーシアでは、一九九〇年代から一九九七年まで経常収支がマイナスであり、それを資本収支の黒字でファイナンスする状態であった。経常収支の対GDP比率でみると、赤字が最も大きくなったのは一九九五

表2 ポートフォリオ投資（上位国抜粋）
 上段：1991年、下段：2007年 単位：US\$ million

	流入	(シェア)	流出	(シェア)
アメリカ	365 22,609	5.1 19.9	254 22,607	3.3 21.2
ベルギー	65 4,166	0.9 3.7	182 4,604	2.3 4.3
香港	1,737 19,792	24.5 17.4	1,959 18,838	25.1 17.7
シンガポール	3,804 26,365	53.5 23.2	4,304 24,169	55.1 22.7
イギリス	798 21,496	11.2 18.9	866 18,969	11.1 17.8
合計*	7,103 113,849	100.0 100.0	7,811 106,642	100.0 100.0

(出所) 表1に同じ。
 (注) *上位国の合計ではなく、全ての国の合計。

表1 直接投資（地域別：上段 1991年、下段2007年） 単位：US\$ million

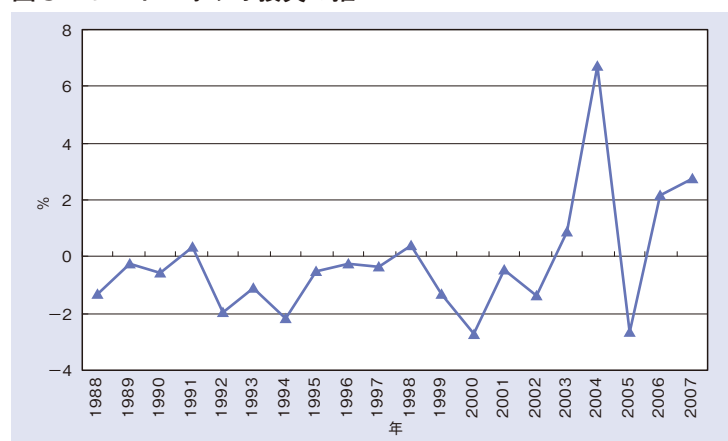
	流入	(シェア)	流出	(シェア)
アフリカ	- 25	- 0.3	1 214	0.5 3.3
中南米	9 415	0.5 5.5	3 145	0.9 2.2
北米	98 1,182	5.9 15.6	43 124	16.0 1.9
西アジア	0 318	0.0 4.2	1 55	0.5 0.8
南アジア	1 20	0.0 0.3	— 40	— 0.6
東南アジア	260 2,484	15.5 32.8	107 3,027	39.5 46.5
北東アジア	1,031 788	61.6 10.4	50 779	18.5 12.0
西ヨーロッパ	228 1,258	13.6 16.6	33 656	12.3 10.1
その他	46 855	2.7 11.3	28 1,307	10.1 20.1
ラバアンオブショア金融センター	— 220	— 2.9	4 169	1.5 2.6
合計	1,673 7,566	100.0 100.0	271 6,516	100.0 100.0

(出所) Bank Negara Malaysia, *Monthly Statistical Bulletin*, March 2009より作成。
 元データはリンギ建につき年末時点の為替レートで算出。
 (注) その他にはロシアおよび東ヨーロッパとオセアニアなどが含まれている。

年のマイナス九%である。その後、一九九八年には二・八%と黒字に転じ、それ以後は七%以上の黒字を維持している(図1)。一九九八年に比率が大きくプラスになったのは、GDPが落ち込んだためであるが、一九九九年以降は輸出が大きく伸びたことにより経常黒字を維持している。

資本収支に着目すると、ネットでみた直接投資(対GDP比)は一九九七年を境に前後一〇年の傾向が明らかに異なっていることがわかる(図2)。直接投資の比率は一九八七年より増加し、一九九二年に

図3 ポートフォリオ投資の推（対GDP比）



(出所) IMF, IFS.

八・九%のピークを記録した。その後は比率が縮小したが一九九七年に再び増加した。ところが、一九九八年以後はこの比率が次第に小さくなり、二〇〇一年にITバブルの崩壊の影響で〇・三%となった。その後も危機前の状態には回復せず、マレーシアから外国に向かう直接投資の増加が比率の縮小につながり、二〇〇七年に始めてマイナス一・三%となった。ここで、もう少し細かい状況を確認するために、マレーシア中央銀行の統計から地域別資本フローの動向をみてみよう(表1)。一九九一年と二〇〇七年を比較すると、つぎのような特徴が見えてくる。まず、合計金額をみると、流入が約四・五倍に拡大したのに対し、流出は二・四倍も拡大している。また、流入面をみると北米と東南アジアのシェア拡大が顕著である。その一方で、日本を含む北東アジアのシェアは大きく縮小した。そして、流出面では東南アジアのみがシェアを拡大している。マレーシアの海外直接投資が大きく増加するなかで、東南アジア域内諸国との関係がより深くなっているといえよう。

ポートフォリオ投資は、対GDP比率でマイナスとなつていている年が多いなか、二〇〇四年は六・七%と流入が大幅に増加したが、翌年はマイナスに転じた(図3)。中央銀行によれば、この時期に中国の人民元の対ドル為替レートの切り上げ期待が高まったため、投機目的の資金がマレーシアに大量に流入したと説明している(参考文献

献①)。ポートフォリオ投資の上位国を示した表2みると、つぎの特徴をあげることができる。第一に、合計金額が流入面、流出面ともに大きく増加していることである。一九九一年の流入・流出はそれぞれ七億ドルと七八億ドルであったが、二〇〇七年にはそれぞれ一〇倍以上に増加し、一一三八億ドルと一〇六六億ドルであった。とくに、流入・流出ともにアメリカの増加が顕著である。第二に、香港、アメリカ、イギリスのシェアが大きくなったことである。その一方で、シンガポールのシェアは一九九一年の五〇％超から二〇〇七年には二〇％台にまで縮小した。

このように、マレーシアでは資本フローの構造が通貨危機前と後で大きく変化した。このような変化が生じた背景について、以下では国内の政策と国際経済環境の変化という二つの視点から考えてみたい。

●国内の政策変化

資本フローの変化をもたらした政策として最も注目すべきは、外国為替管理の緩和と為替政策の変更であろう。前者に関しては、二〇〇四年に中央銀行が直接投資の規制を緩和したことがあげられる。居住者による一定額を上回る対外投資は事前許可を必要としていたが、それを撤廃したのである。これを受けて、銀行や保険、通信などのサービス業や国営石油公社（ペトロナス）がアジア諸国を中心に積極的に進出するよ

うになった。マレーシアの対外直接投資は二〇〇五年から大きく増加し、二〇〇六年は前年比で九六％増、二〇〇七年は七二％増となった。

また、後者の為替政策の変更は、特にポートフォリオ投資に影響を与えたといえるだろう。マレーシアは通貨危機の対応策として一九九八年に資本流出規制と同時に一ドル＝三・八リンギに固定する為替制度を導入した。二〇〇五年七月二日、中国が為替制度の変更を発表するとマレーシアもそれに追随し、中央銀行が管理フロート制への移行を発表した。その影響でリンギ高が進むと考えた投資家が資本を引き上げたと考えられる。

国別ポートフォリオ投資においてシンガポールのシェアが縮小しているのは、通貨危機の際に政府が講じた政策が影響しているだろう。危機前はシンガポールの店頭市場（Central Limit Order Book）を通してマレーシア株が活発に取引されていた。ところが、危機の際にマレーシア株式市場の混乱の原因がCLOBでの空売りであるとされたため、一九九八年に政府はCLOBでの取引を禁止したのである。このような理由により、ポートフォリオ投資の金額が急増し、上位国のシェアが拡大するなかでシンガポールのシェアが相対的に小さくなっていった。

●国際経済環境の変化

資本フローの変化をもたらした対外的な背景としては、世界的な過剰流動性の問題があげられよう。この影響が最も顕著に現れたのは、経常黒字と外貨準備の増加である。通貨危機前、例えば一九九六年の外貨準備は七〇〇億ドル（輸入の四・四ヶ月分）であったのが、二〇〇七年は一〇一三億ドル（輸入の八・四ヶ月分）にまで増加した。外貨準備の蓄積は他のアジア諸国でもみられる現象であり、将来の通貨危機に備えようという動機があるものと推測できる。

また、アメリカで発生した金融危機の影響も無視できない。冒頭でも述べたとおり、中央銀行の発表では、マレーシアではサブプライム・ローンを組み込んだ複雑な証券化商品を販売した金融機関はなく、金融部門が直接的な影響を受けることはなかった。マレーシアで最も早く影響が現れたのは、輸出を中心とする製造業である。とくに電機・電子部門の生産量の減少が大きく、二〇〇七年は前年比で一・五％減、二〇〇八年は三・五％減であった。輸出量も二〇〇七年は三・五％減、翌年は八・二％減となった。これは金融危機によりアメリカなど主要先進国の需要が落ち込んだことが原因である。二〇〇八年後半には、国内各メーカーの受注量が大幅に減少し、減産や工場の操業停止の動きが広がった。それにともない、人員削減に踏み切った企業もある。外資系製

造業も例外ではない。日系製造業のパナソニック・マレーシアはマラッカ州の工場閉鎖を決定した(参考文献②)。また、大手コンピュータメーカー、デルもマレーシア法人の従業員に対して自主退職スキームを実施した(参考文献③)。今後、景気が更に悪化するようなことになれば、二〇〇九年の失業率は二〇〇八年の三七・七%を上回ることが予想される。

このように、世界的な金融危機は資本フローのみならず国内の実物経済にも影響を及ぼしている。二〇〇八年第4四半期にはそれが金融部門に現れるようになった。銀行がローンの供与に慎重になりはじめたのである。とくに建設業と個人がその影響を受けている。建設業界では工事の受注件数が減少し、とりわけ小規模建設会社がそのあおりを受けているといわれている。経営状況の悪化により支払い遅延が発生し、ローン獲得が困難になっている(参考文献④)。個人も雇用情勢の悪化を受けて、自動車や住宅ローンの獲得が難しくなっている(参考文献⑤)。金融機関では、今後は個人ローンの不良債権が増加するとの見通しをたてている(参考文献⑥)。多くの銀行の自己資本比率は、国際決済銀行が設定した基準の八%よりも高い水準を維持しており、銀行の経営状態がすぐに悪化することはないだろう。しかし、不良債権が急増し、銀行のバランスシートが悪化するような事態に陥れば、景気回復が遅れることも

予想される。

こうした状況に対し、政府と中央銀行は積極的に景気対策に取り組んでいる。財政面では二〇〇九年三月一〇日に総額六〇〇億リンギ(約一六二億ドル、二〇〇七年GDPの約一六%)の補正予算を発表した。中央銀行も二〇〇八年十一月から二〇〇九年一月にかけて政策金利を二度引き下げたが、二〇〇九年二月には更に二%まで引き下げた。世界各国で実施されている景気刺激策の効果がいつ現れるのか不透明な中、電機・電子部門の輸出回復の目処はたっていない。したがって、当面はこのような国内の景気対策がマレーシア経済にとって重要である。状況によっては、更なる緩和策の実施も求められよう。また、一連の景気刺激策に水を差すようなことがないよう、中央銀行は金融機関の経営状態を注視することが必要である。

●むすび

以上にみてきたように、マレーシアの資本フローは通貨危機前後で大きく変わった。資本の種類によってその背景は異なっており、直接投資の場合は外国為替管理の緩和によってマレーシア企業による海外直接投資の増加が関係している。一方、ポートフォリオ投資の場合は、為替制度の変更と世界的な過剰流動性が資本フローに影響を与えた。リーマン・ショックに端を発したアメリカの金融危機の影響も関係している。

金融危機のマレーシア経済への影響に関しては、輸出部門への影響が大きい。これは先進国の景気悪化にともなう需要減退によるものであった。しかし、二〇〇八年第4四半期に入ると、国内経済の低迷が金融部門に影響を及ぼし始めたことが明らかになっている。政府と中央銀行は景気対策として財政出動と金融緩和を行っている。輸出の回復に期待が持てないなか、財政・金融の緩和がさらに求められることも予想される。また、金融部門への実物経済の悪化の影響を軽減にとどめることも必要だろう。(なかがわりか/東洋大学経済学部准教授)

《参考文献》

- ① Bank Negara Malaysia (2005) *Annual Report 2004*, Kuala Lumpur: Bank Negara Malaysia.
- ② "Technology Progress Puts Paid to 480 Jobs," *The Star* January 29, 2009.
- ③ "Up to 5% of Dell Employees Offered VSS," *The Star*, March 20, 2009.
- ④ "Small Contractors Facing a Host of Problems," *The Star*, February 23, 2009.
- ⑤ "Tighter Vehicle Loan Approvals," *The Star*, March 30, 2009.
- ⑥ "Potential Rise in NPLs in Some Sectors," *The Star* April 13, 2009.