

【インドネシア】ルピアは主要新興国最弱通貨の座を返上できるのか ..... 1ページ

【アジア・マーケット・ウォッチ】 ..... 7ページ

## 【インドネシア】ルピアは主要新興国最弱通貨の座を返上できるのか\*

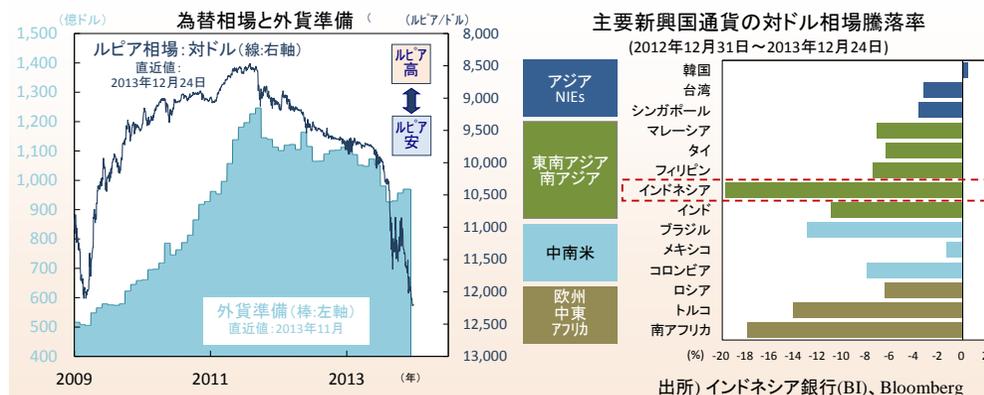
## ● 「有望な新興国」から「通貨低迷国」への転落

ルピア相場の軟調さが目立ちます。米国の量的緩和縮小の思惑が再浮上した10月末から12月24日までのルピアの対ドル相場は7.6%下落(図1左)、2013年初来の下落率は19.7%と主要新興国通貨で最大(図1右)。12月23日のジャカルタ市場終値は1ドル12,246ルピアと、国際金融危機直後の2008年12月以来の安値となりました。本稿では、ルピア相場低迷の原因を探るとともに、今後の相場動向について考察します。

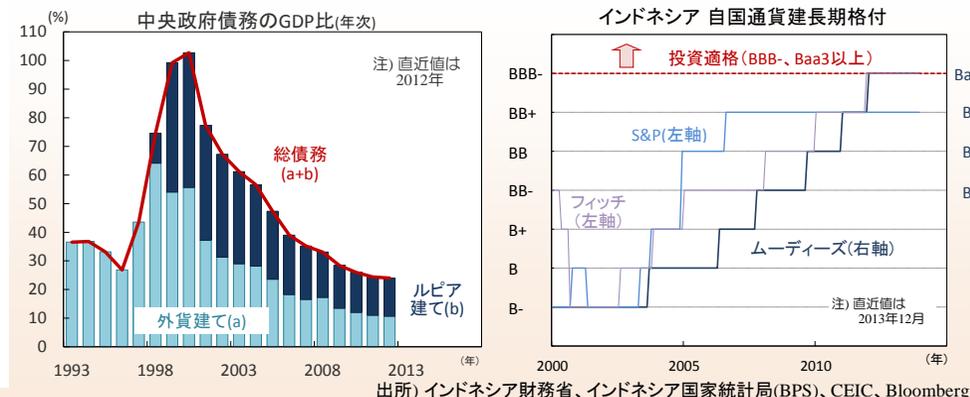
インドネシアは恵まれた人口動態を背景に、豊富な労働力、所得水準の上昇とともに増加する中間所得者層が支える巨大な消費市場などを持っています。1997-98年の通貨危機をきっかけに悪化した政治社会状況は、2004年に就任したユドヨノ現大統領の下で安定化しました。また、同危機によって著しく上昇した政府債務(図2左)や対外債務の水準は経済の安定化とともに徐々に低下。格付会社は信用力の改善を評価し、近年、相次いで同国の格付けを上げました(図2右)。海外企業も同国の恵まれた投資環境に注目、中国の沿海部における賃金上昇が目立ち始めた2010年より、繊維・衣服や靴など労働集約型の製造業部門への直接投資が目立って増加し、上記の通貨危機以降長らく低迷してきた総投資率の上昇が続きました。経済の安定化と総投資率の上昇などに伴って経済成長率も加速、2012年まで6年間の年間成長率は国際金融危機直後の2009年を除くすべての年で+6%台に上り(図3左)、2000-06年の平均+4.9%を上回りました。同時期に中国が固定資本投資を加速させたことに伴う国際的な一次産品の価格上昇と需要増加も、同国の一次産品部門の生産を支え経済成長率を一層押し上げたとみられます。こうした中、同国は巨大で有望な新興国として海外証券投資家の注目を集め、多額の証券投資資本をひきつけることになりました。

しかし、こうした恵まれた環境が続く中で、政策当局者の間に徐々に慢心が広まり、経済運営の質は近年少しずつ低下していたと考えられます。

【図1】ルピアの2013年初来の下落率は主要新興国通貨で最大(右)



【図2】低下する政府債務の水準(左)と上昇する格付(右)



## ● 多額の燃料補助金など緩和的過ぎた財政政策

同国では、近年、財政金融政策が緩和され景気が過熱気味となり(図3右)、経常赤字の拡大など経済の不均衡が徐々に拡大していました。2013年5月以降の国際的な新興国からの資本流出に伴って同国の不均衡に注目が集まるとともに、同国は「最も有望な新興国」から「不均衡を抱えた通貨低迷国」に転落することになりました。

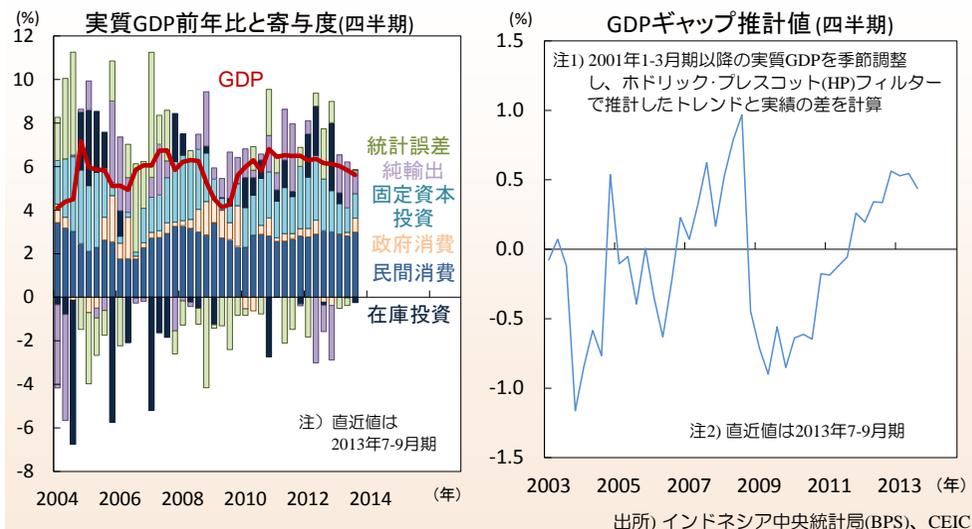
同国では、ガソリンなど燃料価格をルピア建てで固定しており、原油価格の上昇やルピア相場下落によって内外の燃料価格に開きが生じた場合は、財政資金による補助金がこれをカバー。補助金負担が大きくなり財政の健全性が危うくなると、燃料小売価格を上げて補助金の圧縮を図るといった対応が繰り返されてきました。政府が燃料価格の引上げを行おうとすると、しばしばこれが政治問題化し、大規模な抗議デモなどが発生。2012年3月には政府の燃料価格引上げ案を国会が否決し、同引上げは2013年6月まで先送りされることになりました。内外価格差の拡大は、燃料の過剰消費や小売価格の高い近隣諸国への密輸を誘発、また財政負担軽減のために将来の価格引上げは不可避との見通しの下で、燃料の退蔵も促しました。この結果、燃料の輸入量は増加し(図4左)、同国の貿易収支と経常収支は悪化していきました。

## ● 近年、景気刺激的となりすぎた金融政策

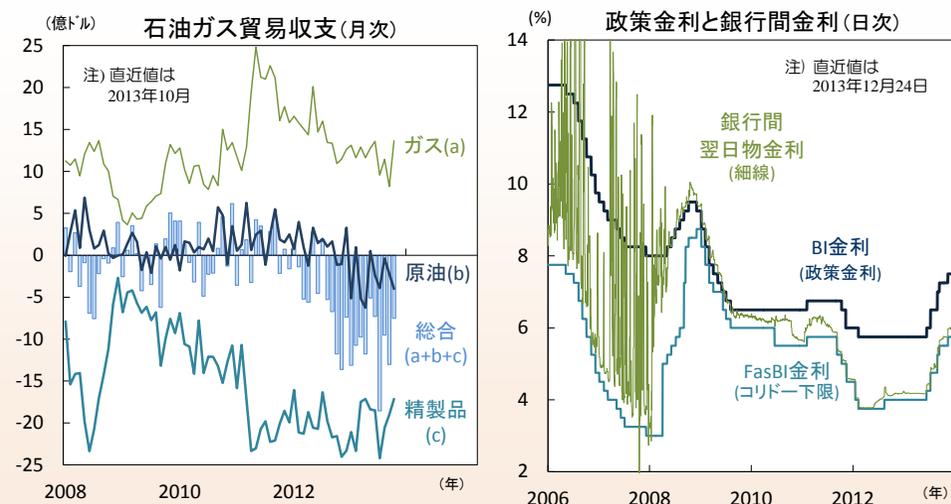
また、金融政策も近年緩和的となり過ぎていました。2009年にインドネシア銀行(BI)総裁代行に就任したダルミン氏(2010年に総裁に昇格)は、国内投資の活性化のためには低金利が好ましいとの考えを持っていた模様です。同氏は、インフレ抑制のために利上げが必要とする同行幹部の主張を退け、2010年中は政策金利を当時の最低水準であった6.5%に据置きました。BIは、物価上昇懸念などからルピアが売込まれた直後の2011年2月には6.75%への利上げを行ったものの、以後は「ルピア相場の上昇を容認し輸入物価を抑える」との方針を表明し、追加利上げを回避。その後、消費者物価が徐々に鎮静化すると、同年10月より連続利下げに踏み切りました。同年9月以降は、銀行間翌日物金利の事実上の下限であったFasBI金利を政策金利の低下を上回る幅で引下げ、政策金利が低下した以上に市場金利を引下げました(図4右)。

極めて堅調な景気拡大が続く中で短期金利の引下げに対して、一部のエコノミストは景気刺激的すぎると懸念の声を上げたものの、補助金による燃料価格の抑制や同年初の商品物価高騰からの反動によって消費者物価が低位で落ち着いていたため(図5左)、海外投資家の多くは同国の経済に懸念を抱かずにはいたと思われま

【図3】近年の高成長(左)に伴ってプラスのGDPギャップが拡大(右)



【図4】拡大が続いていた精製燃料貿易赤字(左)



出所) インドネシア中央統計局(BPS)、インドネシア銀行(BI)、CEIC、Bloomberg

## ● 悪化する経常収支と緩やかな下落を始めたルピア相場

景気刺激的すぎる財政金融政策が取られる中、輸入が増加し同国の貿易収支は徐々に悪化(図5右)。また、2010年以降の海外からの直接投資の増加を受けて(図6左)、海外への配当支払に伴う所得収支の赤字も拡大してまいりました(図6右)。こうした経常収支の悪化は、国際的な一次産品ブームに伴う同価格の上昇と輸出数量の増加(一次産品貿易収支の改善)によってカバーされていたものの(図7左)、2011年半ばより同価格が低迷すると(図7右)、一気に顕在化。黒字基調であった同国の経常収支は、2011年10-12月期より赤字に転じ、以後赤字幅が拡大しました(図6右)。経常収支の悪化とともに、2011年9月以降はルピアの対ドル相場は緩やかな下落基調に転じました。しかし、BIは短期金利を上げはせず、ドル売り介入による相場下落の速度抑制を図ります。この結果、外貨準備の残高は2011年8月末の1,246億ドルをピークに減少を始めました(図1左)。

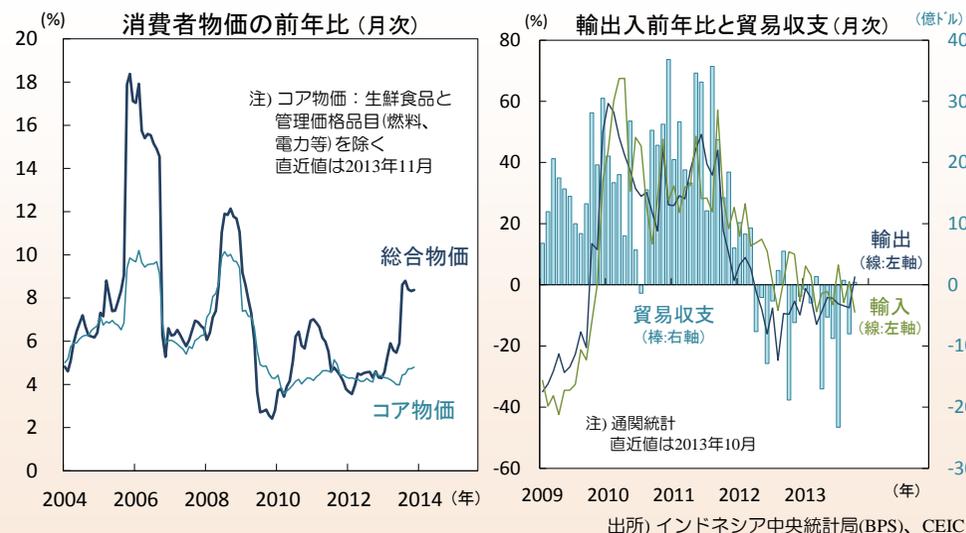
こうした中、市場参加者の一部は「二つの引き金」を意識し始めたといわれます。ルピア相場が1ドル10,000ルピアを超えて下落した場合、または、外貨準備残高が1,000億ドルを割込んで減少した場合、パニック売りが起こりルピア相場が急落するのではないかと懸念が語られるようになりました。

## ● 為替市場の流動性を低下させた中央銀行の指導

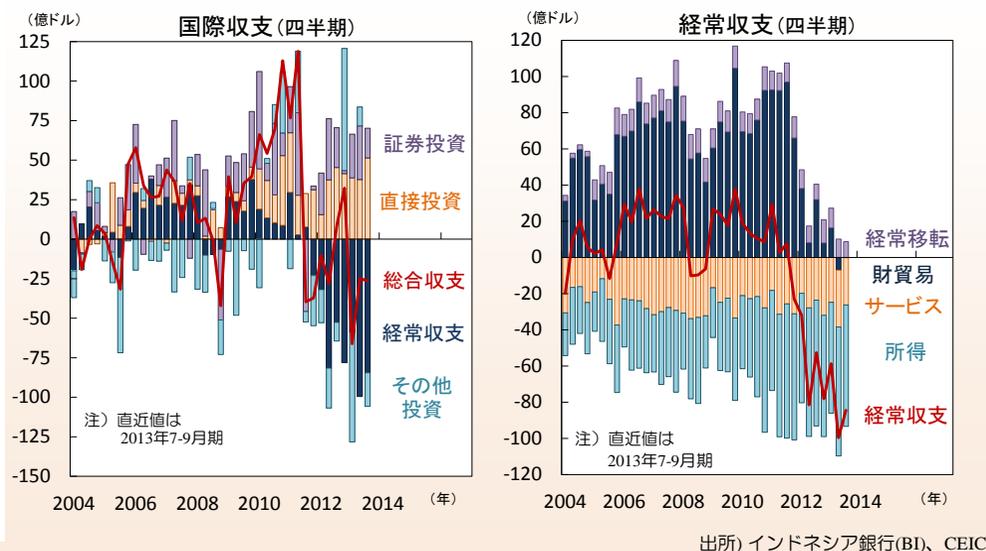
上記の懸念を耳にしたBIは、為替相場の下落を抑えなければならないものの、大規模なドル売り介入で外貨準備を減らすこともできないという難しい立場に追い込まれました。追込まれたBIは、後のルピア相場急落につながる致命的な過ちを犯しました。それは、為替市場の機能を麻痺させる市場参加者への為替取引の自粛要請でした。

2012年5月、欧州債務懸念をきっかけに新興国からの資本流出が加速し、ルピア相場も下落。この時、BIの担当官たちは、市中銀行(外国銀行の支店や現地法人も含む)に対して、ルピア安の相場による銀行間取引やBloomberg/Reutersなど情報会社への価格情報提供を自粛するように求めたとされます。この結果、国内の為替市場の流動性は急激に低下(図9左)、ルピア建て国債を売却した外国人投資家が、売却代金をドルに容易に交換できないという事態も生じました(本レポート2013年8月号、以下「資料」3頁参照)。市場実勢が不透明となる中で、輸出業者は自らに不利な相場での交換などを嫌い輸出代金のドル資金を海外に滞留させるようになり、流動性は一層低下。石油会社による燃料輸入代金の調達など大口のドル買い注文で相場が急落するようになり、BIは、自らが同会社の取引相手になることを余儀なくされました。

【図5】2012年前半より赤字に転じた通関統計貿易収支(右)



【図6】直接投資の増加(左)とともに所得収支赤字が拡大(右)



## ● 2013年5月以降の資本流出局面で始まった政策転換

やがて、下落を続けるルピアに最後の一撃が加わりました。2013年5月22日、バーナンキ米FRB議長が量的金融緩和の縮小の可能性を示唆すると、新興国からの資本流出が加速。近年の経常赤字の悪化が著しかった同国のルピアは大きく下落、為替市場の流動性の低さも相場の変動幅を高め更なるルピア売りを誘発したとみられます。

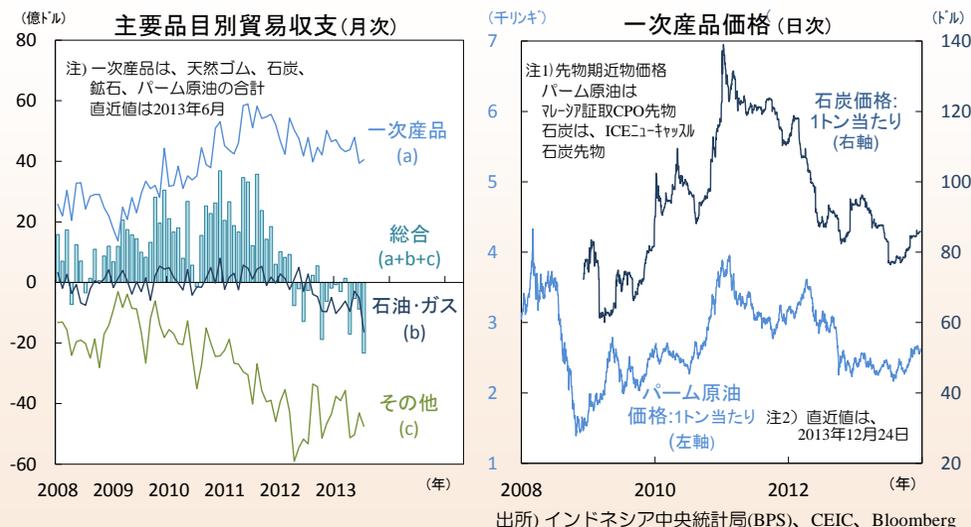
こうした中、政策当局者の交代などにも後押しされ、経常赤字の拡大や為替市場の機能の低下をもたらした政策の見直しが始まりました。2013年6月下旬、政府は燃料価格の引上げ(補助金の削減)を実施(図9右)。同月上旬からは、長らく低位に据置かれていた政策金利の引上げも始まりました。また、同年5月より、BIによる市中銀行への取引自粛の要請も影を潜めた模様です。市場参加者によれば、前任者の任期満了に伴って同年5月に就任したアグス現BI総裁(前財務相)は、上記要請による市場の機能不全が有害であることを理解しており、就任後まもなく担当部局に対してこうした要請を行わないよう求めた模様です(資料 4頁参照)。この時点以降、BIは為替介入でルピア相場下落速度を抑えつつ市場にドルの流動性を供給する一方、特定の相場(1ドル10,000ルピア等)にこだわらず、需給を反映した相場形成を容認する方針に転じたとみられます。

## ● 金融政策の目標は物価から経常赤字縮小にシフトか

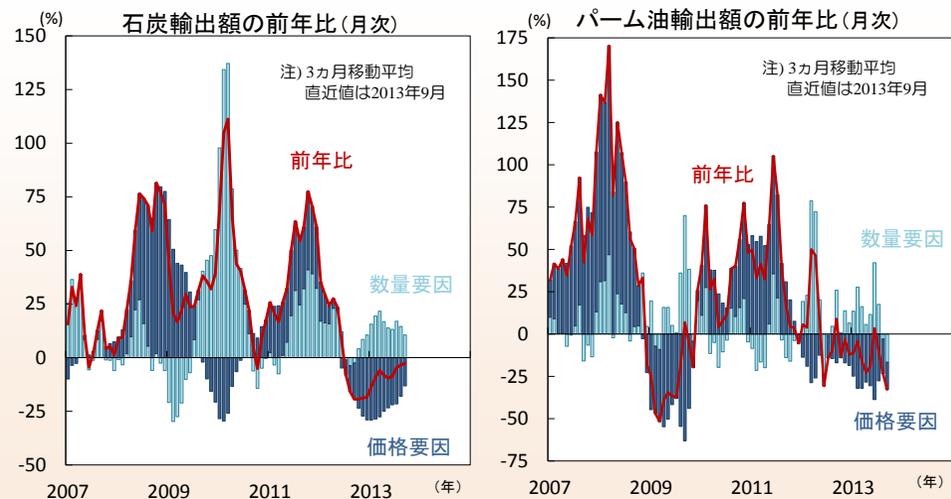
BIは2013年6月より11月にかけて、臨時会合を含め計5回の利上げを実施。この結果、政策金利は5.75%から7.5%へ、FasBI金利は4%から5.75%へとそれぞれ1.75%ポイントずつ上げられました(図4右)。利上げを開始した6月時点では、BIは物価の抑制を重視、燃料価格の引上げや通貨下落による輸入インフレの影響を警戒した模様です。香辛料など食品物価の高騰も重なり物価は予想以上に上昇、8月の総合消費者物価の前年比は8.8%と、燃料価格引上げ前の5月の5.5%から大きく上昇しました(図10左)。その後、食品価格の沈静化(図10右、図11左)と燃料価格上昇の影響の一巡とともに、物価上昇の勢いは鈍化。消費者物価の前年比は前年ベース効果で高止まっているものの、季節調整済の3ヶ月前比は10月より低下を始めました(図11右)。こうした中でもBIは利上げを継続、政策目標は物価の抑制から経常赤字の縮小にシフトしたとみられます。

過去数年に渡って維持された緩和的過ぎる財政金融政策が修正されたことに伴って、過熱気味の内需が沈静化し輸入が抑制されることなどを通じて、拡大した経常赤字が縮小することも期待されました。しかし、こうした調整には時間がかかるため、いまだに同赤字の縮小は大きく進んではいません。

## 【図7】一次産品貿易黒字は2012年より徐々に縮小(左)



## 【図8】一次産品価格の下落に伴って輸出額の伸びが鈍化



出所) インドネシア中央統計局(BPS)、CEIC

## ● 政策転換にかかわらず容易に改善しない経常収支

7-9月期の経常赤字は84億ドル(図6右)とGDPの3.8%に相当、前期の同4.4%よりは縮小したものの、前年同期の同2.4%より高水準です。

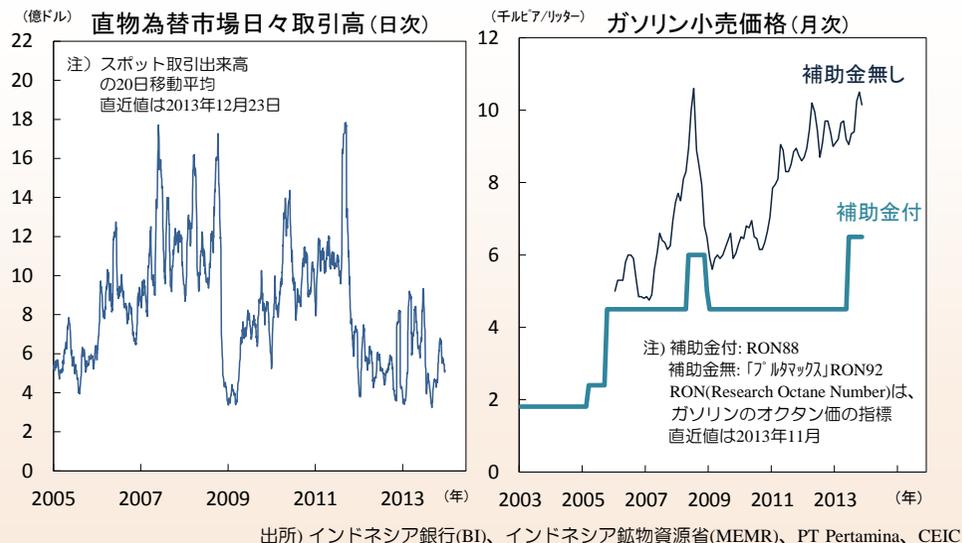
財政金融政策の引締めにもかかわらず、内需が強いことも、経常赤字の縮小が遅れている一因とみられます。7-9月期のGDPの前年比は+5.6%と前期の+5.8%から減速し、約4年ぶりの水準に低下(図3左)。しかし、成長率を下げたのは、輸入の伸びによる純輸出の寄与の低下や企業の在庫投資の圧縮などで、鈍化が予想された民間消費は加速しました。総輸出の前年比は+5.3%と前期の+4.8%より伸びるも、強い内需を背景に総輸入が同+3.8%と前期の+0.5%より反発、純輸出の寄与度は+1.1ポイントと前期の+2.1ポイントから低下しました。また、在庫投資は減速しGDP成長率への寄与度は▲0.2%ポイントと前期の0.0%ポイントを下回りました。民間消費の前年比は+5.5%と前期の+5.1%より上昇。利上げや燃料価格の上昇にもかかわらず、消費需要は依然として堅調な模様です。燃料価格引上げの影響を緩和するために政府が低所得家計に対して行った現金給付も消費を支えたとみられます。また、政府消費の前年比も+8.8%と前期の+2.2%より加速。固定資本投資の前年比は、前期と同率の+4.5%でした。

## ● 一次産品価格の低迷も経常赤字縮小の阻害要因に

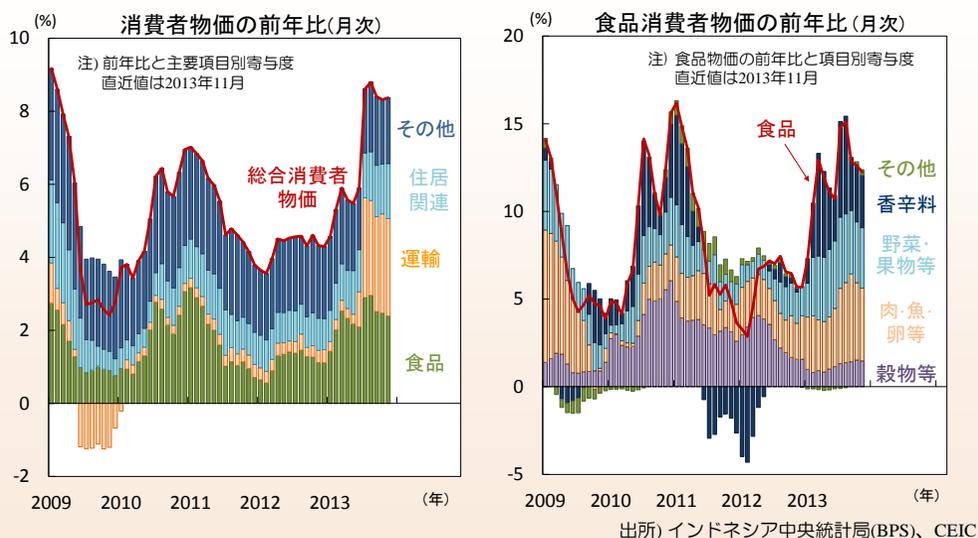
資金調達コストの上昇にもかかわらず、市中銀行はいまだ貸出金利の引上げを十分に行っておらず(図12左)、累積利上げの経済への波及は道半ばとみられます。BIは、貿易収支動向をにらみつつ、銀行与信の伸びの鈍化と貸付金利の上昇など累積利上げの効果の浸透度合いを見極めるでしょう。経常赤字の縮小のため、2014年1-3月にかけて1-2回の0.25%ポイントの利上げが行われる可能性が高いと思われます。

また、燃料小売価格の引上げも、当初期待されたような燃料輸入の抑制効果を生んではいません。6月下旬の価格引上げ以降、ルピア相場が大きく下落したため再び内外の燃料価格差は拡大。2014年に選挙を控える中、当面、燃料価格の再引き上げは政治的に困難とみられます。また、世界的な一次産品価格の低迷に伴い、同国の交易条件は悪化しています。加えて、2014年初からは未加工の鉱石の輸出が禁止され、年間50億ドルの同輸出の相当部分が影響を受ける可能性も懸念されます。所得収支赤字も多額です(図6右)。同国に現地法人を置く海外企業は、通貨下落局面では為替差損を恐れ配当の回収を急ぐ傾向がある上、今後の景気悪化の見通しや選挙を巡る不透明感の中で再投資をためらう可能性も懸念されます。

【図9】2012年より低下した国内為替市場の直物取引高(左)



【図10】燃料価格の引上げと食品物価高騰で、総合消費者物価が上昇(左)



## ● 低下する内外為替市場の流動性

經常収支の縮小が十分に進んでいないことに加え、内外の為替市場の流動性が低下し、相場の変動が大きくなっていることも、ルピア安につながっているとみられます。

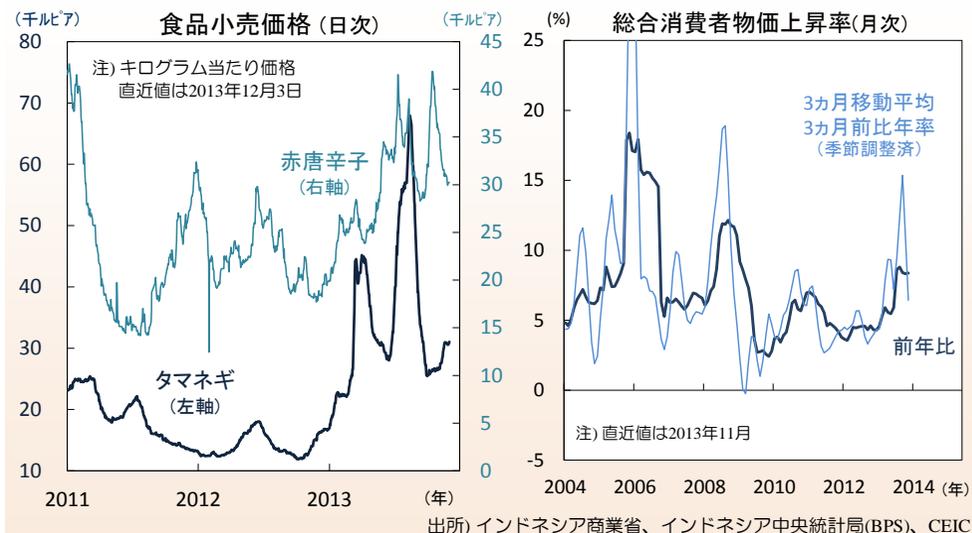
前述の通り、BIは2013年5月より市中銀行への指導(銀行間取引の自粛要請など)を慎むようになり、国内市場の流動性は徐々に回復。しかし、上記の指導によって日々10億ドル前後から5億ドル前後まで落込んだ直物市場出来高は、足元で6-7億ドル程度に回復したに過ぎません(図9左)。また、海外証券投資家が為替ヘッジに利用していたシンガポールのルピア先物(NDF)市場の出来高も低下しています。ロンドンなどで大手銀行による短期市場指標金利(LIBOR)や指標為替相場(WM/Reuters)などの不正操作の疑惑が浮上する中、シンガポールでもアジア通貨為替先物の決済相場(fixing)の不正操作疑惑が浮上。シンガポール銀行協会(ABS)がルピア先物(NDF)の決済相場の算出方法を2013年8月より改めたところ、同相場と国内相場とのかい離が一時拡大(図12右)。海外投資家は、ヘッジ手段としての有用性の低下を懸念し取引を控えるようになったため、同市場の流動性は低下。内外市場の流動性が低下する中で、保守的な海外投資家にとってルピア建て国債等への投資に取組みづらい環境となっている模様です。

## ● 蓄積した歪みの是正が終わればルピア相場は再び上昇か

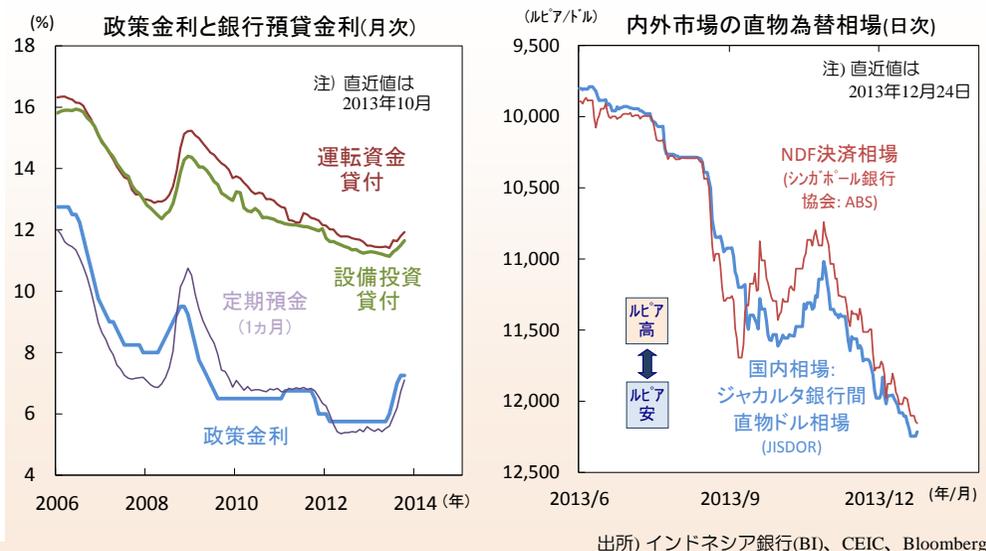
現在のBIは、特定の為替相場の防衛を目指してはいない模様です。2013年10月末よりルピアの対ドル相場は下落し、11月末には、国際金融危機直後の2009年3月以来となる1ドル12,000ルピアを突破(図1左)、月間の下落率は5.8%と主要アジア通貨最大でした。しかし、BIはルピアの下落を容認。11月末の外貨準備は前月とほぼ同額で、大規模なドル売り介入で下落する相場を支えようとした形跡は見られません(図1左)。BIは12月の金融政策声明で、「経済の基礎条件に見合った水準で為替相場を安定させ、経済の秩序だった健全化を促す」と表明。經常赤字国の通貨が下落するのは当然と考え、通貨安による対外収支の安定化を図ろうとする姿勢もうかがえます。

容易に縮小しない經常赤字、米国の量的金融緩和の縮小開始を受けてドル高基調の為替相場、通貨安を許容する当局の下、当面ルピアの上値は重いでしょう。現在は、過去の不適切な政策(景気刺激的過ぎた財政金融政策や為替市場への不適切な介入)によって生じた膿を出す過程ともいえます。内需抑制による經常赤字の縮小や為替相場下落による製造業の競争力回復などが実現した後は、同国経済は再び高成長軌道に戻り、ルピア建て資産の価格も再び緩やかな上昇を始めると予想されます。(入村)

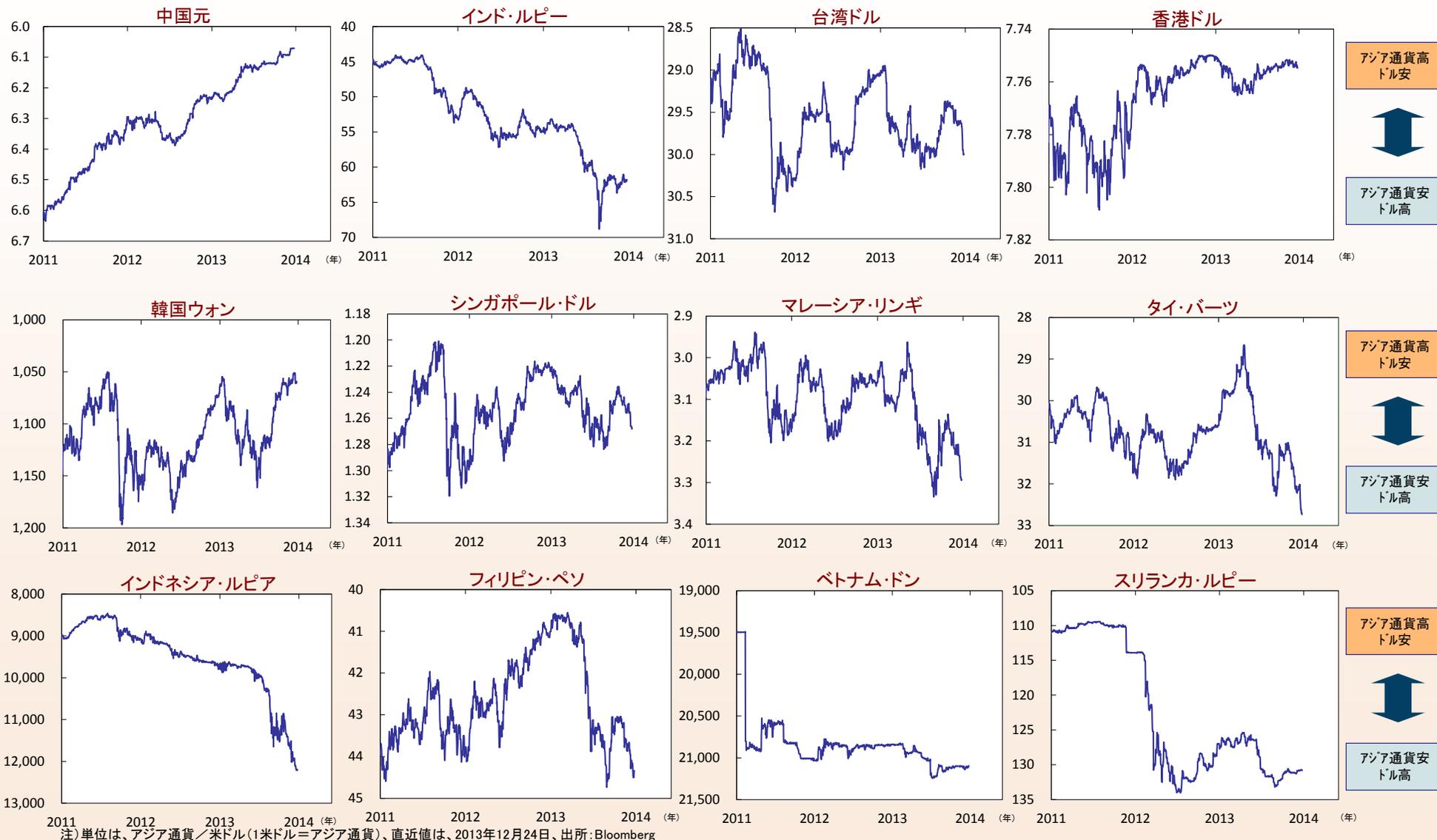
【図11】2013年7月より一時高騰した食品物価も徐々に鎮静化(左)



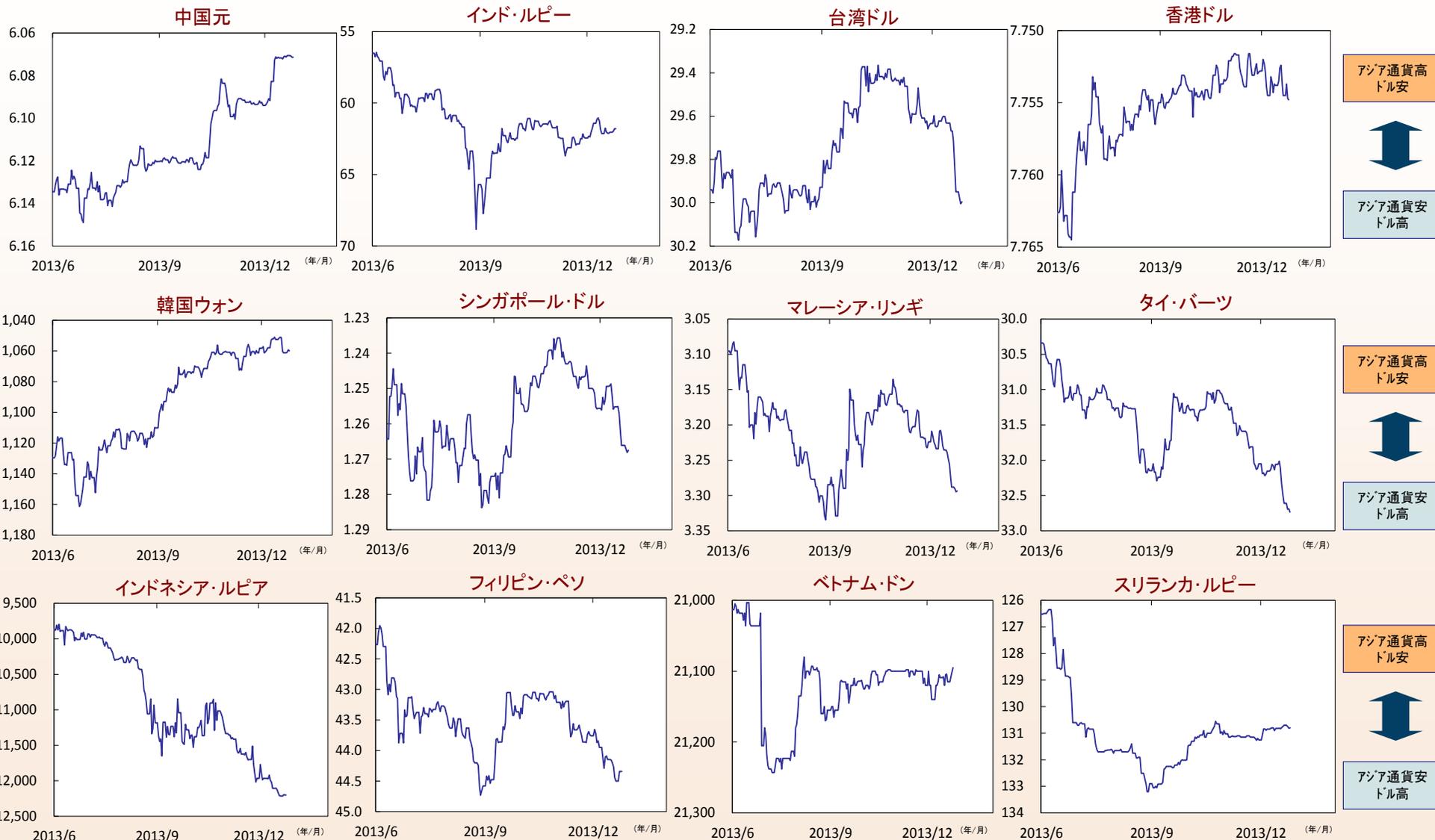
【図12】一時大きくかい離した内外市場のルピア相場(右)



## 【アジア・マーケット・ウォッチ】アジア通貨の対ドル相場(1)過去3年間



## 【アジア・マーケット・ウォッチ】アジア通貨の対ドル相場(2)過去6か月間



注)単位は、アジア通貨/米ドル(1米ドル=アジア通貨)、直近値は、2013年12月24日、出所:Bloomberg

### 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を目的として、国際投信投資顧問が作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。なお、以下の点にもご留意ください。

- 本資料中のグラフ・数値等はあくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。
- 本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。（作成基準日：2013年12月24日）
- 本資料は信頼できると判断した情報等をもとに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。
- 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国際投信投資顧問投資情報部の見解です。  
また、国際投信投資顧問が設定・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。