

【インドネシア】連続利下げ直後からのルピア安は弱気相場入りを示唆するのか ..... 1ページ

【エマージング・マーケット・ウォッチ】 ..... 6ページ

## 【インドネシア】連続利下げ直後からのルピア安は弱気相場入りを示唆するのか\*

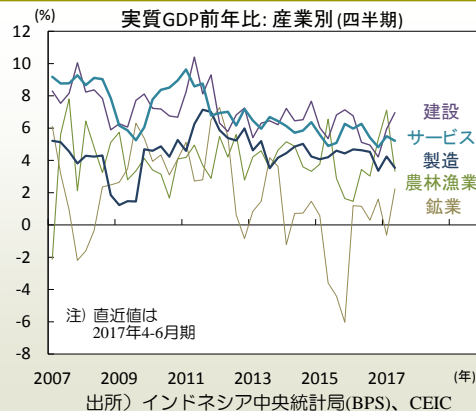
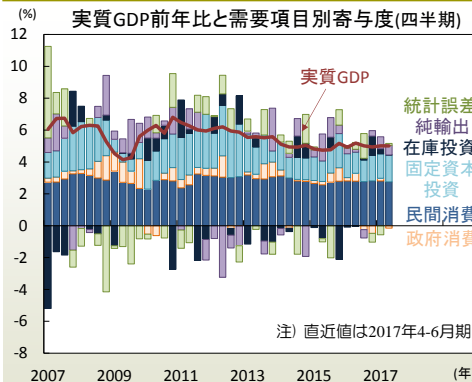
### ● 景気は底を打ちつつ、拡大の速度は緩やか

インドネシア・ルピア相場が足元で軟調です。9月の最終週に同通貨の対ドル相場は昨年12月初以来の水準まで下落。米政府による減税策への期待等から米長期金利と米ドルが上昇する局面であり、他の新興国通貨も下落したもののルピアの下げ幅は特に大きく、前週に行われた2回連続の利下げの影響も無視できなかったと思われます。利下げは物価の鈍化が見込まれる中で、勢いを欠く景気を支えるために行われました。過剰な金融緩和を行い最終的にルピア安を招くという同国経済運営の「悪いくせ」が再発し、ルピアは弱気相場に入ったのか。本稿では、ルピア相場の今後の方向性について考察します。まず、景気物価動向を概観し(1-3頁)、金融政策の方向性について分析した上で(3-4頁)、今後のルピア相場動向について考察します(4-5頁)。

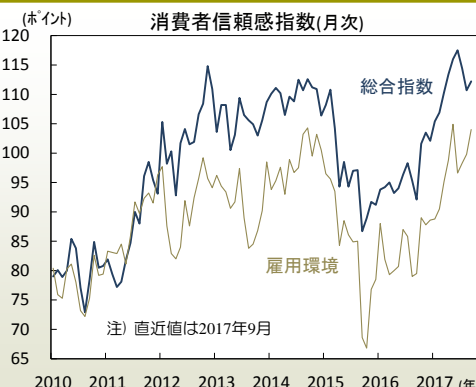
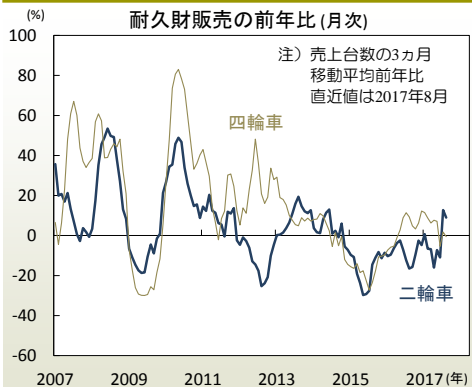
2015年半ばにかけて鈍化した景気はその回復に転じたものの、回復は力強さに欠けます。8月7日に政府が公表した4-6月期の実質GDPは前年比+5.0%と前期と同率となり(図1左)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+5.1%を下回りました。やや期待はずれの成長率の背景には、断食明け大祭(レバラン)の前ずれ(昨年:7月上旬→今年:6月下旬)に伴う営業日の減少の影響もあったとみられます。

需要側では、固定資本投資が加速したものの政府消費が反落し、内需(在庫投資を除く)は同+4.5%と前期の+4.8%を下回りました(図1左)。民間消費は前年比+5.0%と同率。飲食・宿泊関連が加速した一方で、保健・教育や運輸・通信関連が鈍化しました。政府消費は同▲1.9%と前期の+2.7%より反落。前年同期の歳出加速からの反動と公務員特別給与の支給時期の後ずれ(6月末→7月中旬)によるとみられます。固定資本投資は同+5.4%と前期の+4.8%より加速しました。設備投資が同▲2.2%と前期の+1.2%より反落したものの、建設投資が同+6.1%と前期の+5.9%より加速。輸出や生産が鈍化する中で民間設備投資が低迷する一方、政府のインフラ投資が加速しました。

【図1】4-6月期のGDP成長率は前期と同率の+5.0% (左)



【図2】耐久財販売の伸びは底を打ち(左)、消費者信頼感も改善(右)



出所) インドネシア銀行(BI)、ASTRA International、インドネシア自動車工業会、CEIC

## ● 生産側では製造業やサービス部門の伸びが鈍化

4-6月期の実質GDP統計の外需では、総輸出が同+3.4%と前期の+8.2%より鈍化しました。主にレバランの前ずれに伴う営業日数減少の影響とみられます。総輸入も同+0.5%と前期の+5.1%より鈍化しており、この結果、純輸出の寄与度は+0.6%ポイントと前期の+0.7%ポイントよりやや低下しました。

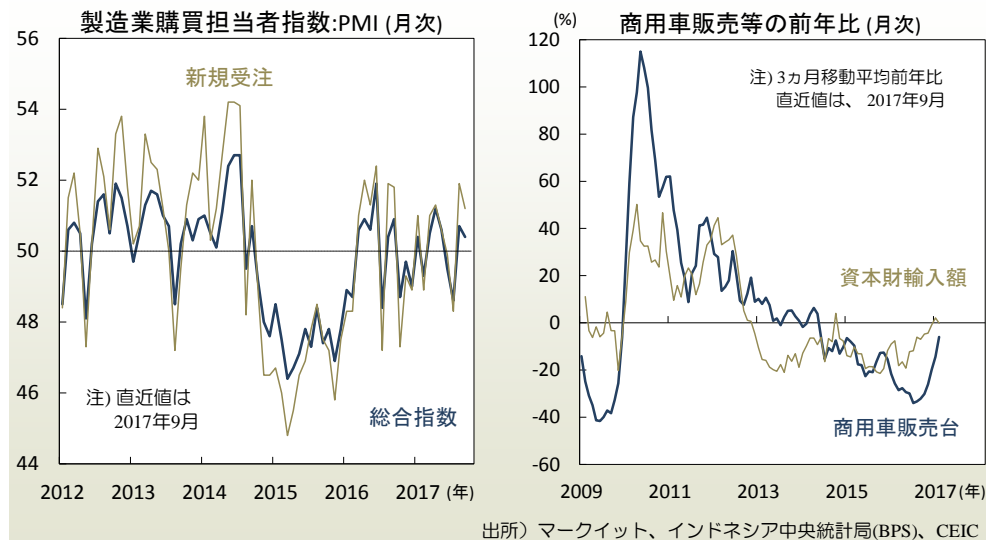
生産側では、政府のインフラ投資等に支えられて建設業が加速した一方で、製造業、サービス部門、農林漁業の伸びが鈍化しました(図1右)。農林漁業は同+3.3%と前期の+7.1%より鈍化。園芸作物の生産が加速したものの、プランテーション作物が鈍化し農産物が反落しました。天候条件の改善等に伴う前期の高い伸びからの反動とみられます。鉱業は同+2.2%と前期の▲0.6%より反発。政府による鉱物精鉱の輸出停止措置の影響は一巡した模様です。製造業は同+3.5%と前期の+4.2%より鈍化しました。卑金属や電子機器や繊維・衣服の伸びが加速したものの、輸出の低迷などを受けて運輸機器の伸びが鈍化し、ゴム・製品や紙パルプなどの伸びも反落。営業日数減少の影響もあった模様です。建設業は同+7.0%と前期の+5.9%より上昇。政府のインフラ投資の加速などが同部門の活動を押し上げました。

## ● 政府支出にも支えられ、景気は今年後半より加速か

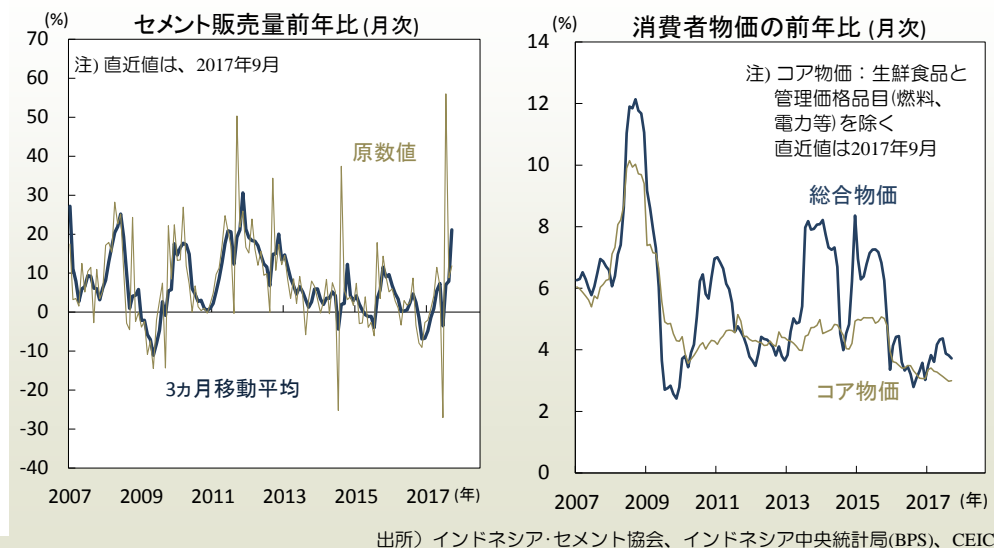
4-6月期のサービス部門の実質生産は同+5.2%と前期の+5.5%より鈍化。宿泊・飲食や運輸・通信などが加速したものの、政府の経常歳出の落込みを受けて公共サービス等が小幅に反落し、卸売・小売、金融、教育などの伸びが鈍化しました。

今年初以降は、一次産品価格の上昇を受けて同品目関連の政府歳入が伸びる一方、政府歳出の伸びは勢いを欠いており、財務相は歳出実行を今後加速する方針を公表。7月末に成立した今年度の修正予算では財政赤字のGDP比が2.9%と当初予算の2.4%を大きく上回りました。従来の実績が示す通り、政府の歳出執行能力上の制約などから予算が満額実行される可能性は低いため、実際の赤字幅は同2.7%程度となる見込みです。昨年は、年初より政府の歳出実行が加速したものの、その後の歳入の低迷を受けて年後半に歳出の抑制が行われました。今年度は、これから年末にかけて歳出が加速する見込みであり、昨年後半の歳出水準の低さ(前年低ベース効果)も加わり政府歳出の前年比は大きく伸び、GDP成長率を押し上げるでしょう。今年前半に同+5.0%であった成長率は年後半にかけて+5.4%前後まで上昇し、今年通年では+5.2%前後と昨年の+5.0%をやや上回る水準まで回復すると予想されます。

【図3】 製造業PMIは50を超え(左)、資本財輸入の伸びも回復中(右)



【図4】 総合消費者物価の前年比は9月まで3ヵ月連続で鈍化(右)



## ● 足元で低下する総合消費者物価の伸び

今年6月にかけて上昇した物価は、その後再び低下しています。10月2日、政府は、9月の総合消費者物価が前年比+3.7%と前月の+3.8%より鈍化したことを公表(図4右)。食品が同+1.0%と前月の+1.5%より低下し、総合物価を押下げました。野菜・果物等がやや上昇したものの、香辛料が同▲13.4%と前月の▲7.0%より下げ幅が拡大。足元の価格下落と前年同期の急騰からの反動(ベース効果)によります。燃料等の管理価格は同+9.3%と前月と変わらず。低所得家計向けの電力料金引上げ(補助金削減)の影響は一巡しました。コア物価も同+3.0%と前月と同率。衣服や教育・娯楽等が上昇した一方で保健・医療や通信等が下落しており、需要側からの物価上昇圧力は見られません。

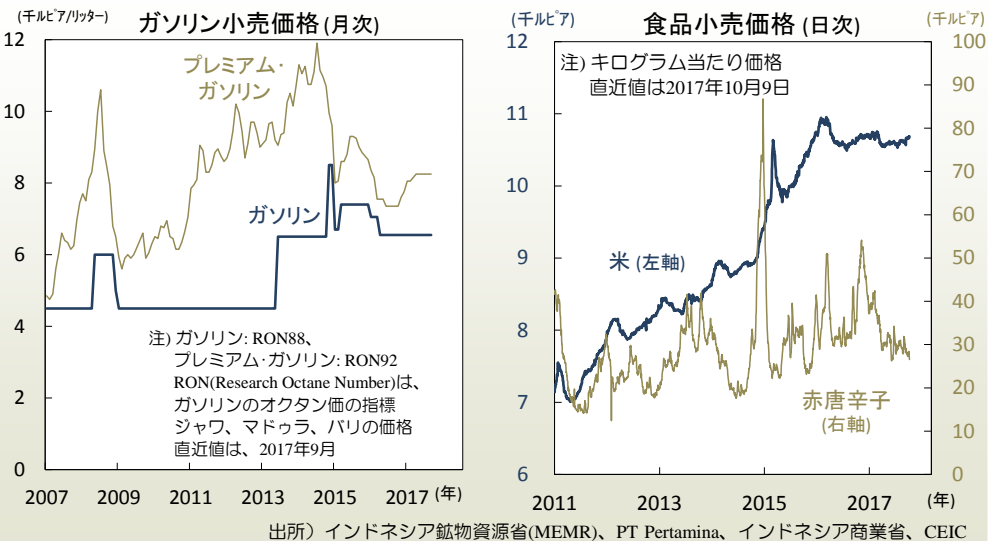
政府は、10-12月にかけてガソリンと軽油の小売価格を据置く方針であり(図5左)、電力料金やLPガス価格も来年末まで据置くこと公表。足元では食品物価も落ち着いています(図5右)。また、来年初からは今年前半の電力料金引上げからの反動(ベース効果)による同物価の前年比の押し下げも始まるでしょう。総合消費者物価の前年比は来年前半にかけて+3%を下回る水準まで低下し、その後、上記のベース効果のはく落などによって年末にかけて+4%台半ばまで上昇すると予想されます。

## ● 2ヵ月連続で市場の予想外の利下げを実施

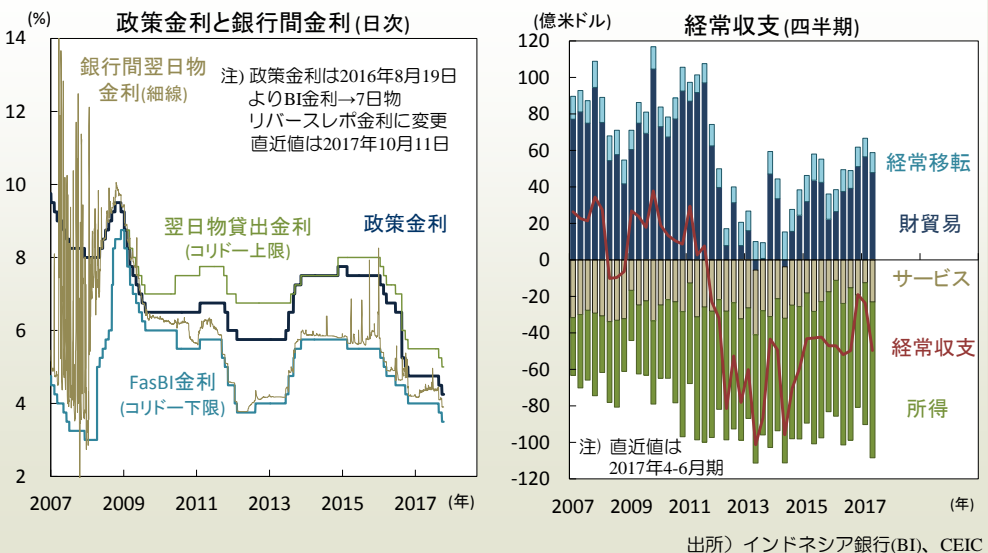
物価が鈍化する中、インドネシア銀行(BI)は利下げを実施。9月22日に政策金利を4.5%から4.25%に引下げました(図6左)。Bloomberg集計ではエコノミスト27人中20人が据置きを予想。利下げを予想したのは7人に留まりました。BIは、前回の8月22日(4.75%→4.5%)に続き2回連続で市場の予想外の利下げを行ったこととなります。

BIの声明は、利下げは低いインフレ率や安定的な経常赤字の下で行われたと説明。総合消費者物価は今後もBIの目標(2017年:+3~5%、2018-19年:+2.5~4.5%)の中央値より低い水準で推移するであろうと予想しました。今年4-6月期まで4期累計の経常赤字は142億米ドルであり(図6右)、GDPの1.4%に相当。昨年通年の1.8%や一昨年の2.0%より低下しています。声明は、景気について、家計消費の改善や政府支出に支えられ伸びる建設投資に言及し、今後は輸出部門を中心に設備投資も改善するだろうとしました。政府支出の拡大と金融緩和効果の浸透に伴って今後も景気は拡大し、経済成長率は今年は+5.0~5.4%、来年は+5.1~5.5%になるだろうと前回と変わらぬ予想を公表。また、7月の銀行貸付の伸びは前年比+8.2%と前月の+7.8%より上昇しつつ未だ低いと指摘しており(図7左)、貸付や景気の回復の遅さを問題視している模様です。

### 【図5】据置かれるガソリン小売価格(左)、落ち着いた食品物価(右)



### 【図6】8-9月に連続利下げを実施(左)、低水準の経常赤字(右)



## ● 米金融当局が資産圧縮を決めた直後に利下げを実施

声明は、9月20日の米金融当局による政策金利(据置き)と資産規模の正常化に関する決定は、市場とBIの予想通りであったと記述しました。上記決定直前の20日のアジア時間に、BIのアグス総裁は、米政策金利動向を注視しており、「ルピア相場の安定を当然視するべきではない」と発言。米当局による決定後も資本流出やルピア安が加速しなかったことが、22日の利下げを後押ししたとみられます。9月16日、スリ・ムルヤニ財務相は「中央銀行は物価の安定を損ねることなく利下げができるか検討中」と発言。足元の景気回復の鈍さを問題視する政府は、BIによる利下げを期待していた模様です。BIの声明は、現在の政策金利は物価など経済見通しに照らして「十分」と指摘。また、今後も政府と協力し、経済を安定させ景気回復の勢いを強めるべく政策を強化するとしました。今後、BIは不動産融資の担保掛目規制などマクロ健全性規制の緩和を通じて融資の伸びを促しつつ、政策金利を据置くでしょう。追加利下げが行われるのは、現在の予想以上に物価と景気が下振れた場合に限られると考えられます。

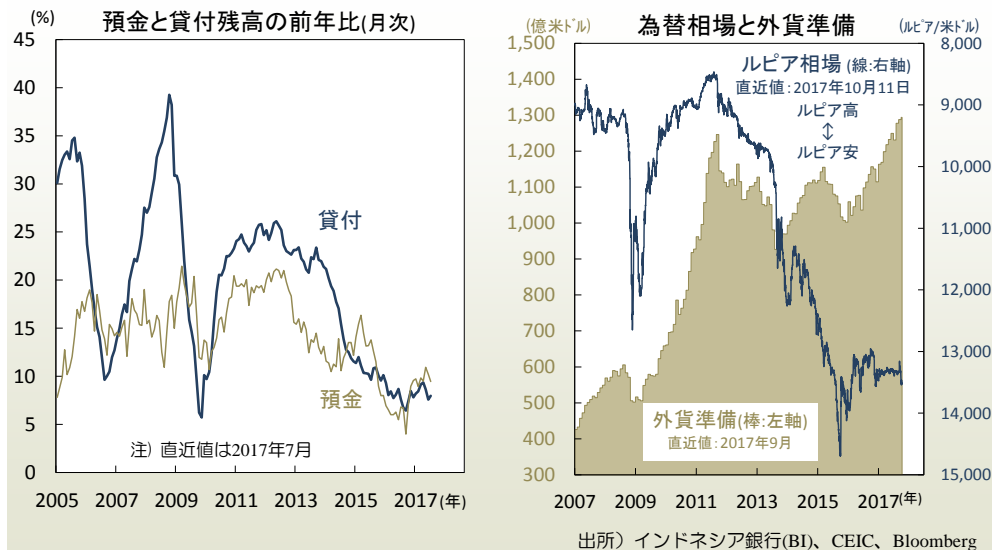
9月の利下げの翌週には、通貨ルピアが対ドルで下落(図7右)。2回連続の利下げは、同国の経済運営に対する海外投資家の懸念を招いた面もあったと考えられます。

## ● 利下げの翌週には、債券投資資本が流出しルピアが下落

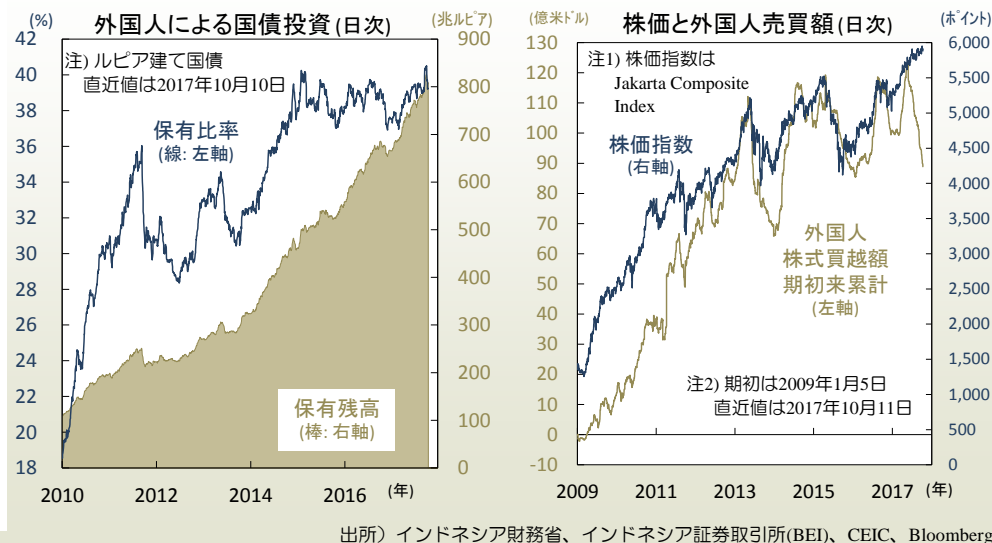
利下げの翌週の27日、米政権が減税策を公表すると米長期金利が上昇し、米ドルの実効相場も上昇。こうした中で、ルピアは28日に一時1ドル13,594ルピアと昨年12月初以来の水準まで下落しました。利下げ前日の先月21日から今週9日にかけてのルピアの対ドル相場下落率は1.7%と主要アジア通貨最大(図7右)。ルピア建て国債市場からの資本流出と、同国債を保有する投資家による為替ヘッジ(先物ドル買い)などが同相場を押し下げたとみられます。9月25日から10月6日にかけて、ルピア建て国債市場から17.6兆ルピア(13.0億ドル)の資本が流出しました(図8左)。

年初より9月25日までに同市場には159.7兆ルピアの資本が流入していました。今年2月初より9月初まで、ルピアの対ドル相場は1ドル13,250~13,400ルピアの狭いレンジで推移(図7右)。資本流入に伴って国際収支が黒字基調となり、ルピア相場に上昇圧力がかかる中、BIはドル買い介入で相場の上昇を抑えるとともに外貨準備を蓄積。この結果、ルピアの対ドル相場がほぼ横ばいで推移すると共に外貨準備が増加していきました。2013年半ばの新興国からの資本流出局面(バーナンキ・ショック)で、同通貨が下落すると共に相対的に低水準の外貨準備が問題視されたことからの反省とみられます。

【図7】ルピア相場は9月初に上昇した後、9月最終週に下落(右)



【図8】9月初より国債市場への資本流入が加速(左)



## ● 年初より多額の海外資本が国債市場に流入

当時、安定的なルピア相場と相対的に高い金利が、同国債券市場への資本流入を促していました。その後、9月6日から11日にかけてルピアは対ドルで1.3%上昇と(図7右)、主要新興国通貨最大の上昇率を記録。9月11日中には一時1ドル13,126ルピアまで上昇しました。この間、米国のハリケーン被害の懸念や北朝鮮を巡る緊張などから米長期金利が低下し、米ドルの実効相場が下落。高金利の新興国資産への資本流入が促される中での動きでした。それまでほぼ動かなかったルピアの対ドル相場が上昇したことを受けて、BIの相場運営が変化したとの見方も浮上。外貨準備が1,300億ドル近くまで増加したため、BIは今後ドル買い介入の規模を縮小しルピア相場の上昇を容認するとの観測も一部の海外投資家の間で語られ始めました。9月初より同月25日までの外国人の国債買越額は40.3兆ルピアと8月の9.6兆ルピア、7月の5.0兆ルピアより急増。ルピア相場の上昇を期待し、為替ヘッジなしで国債に投資する動きが加速した模様です。

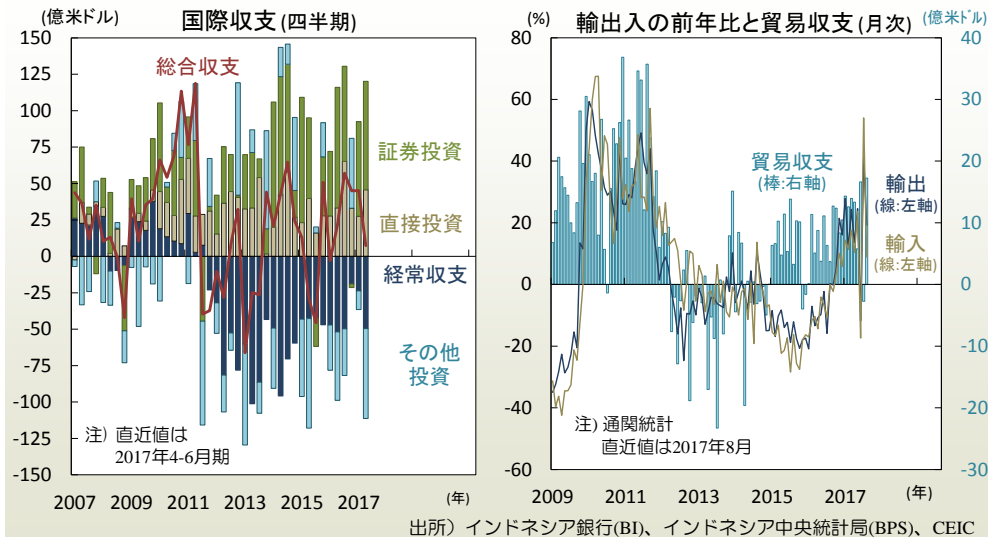
しかし、前述の通り、9月最終週に米長期金利とドル高が進んだ局面で、国債市場から多額の資本が流出。海外機関投資家の一部は参考指標対比で超過保有(オーバーウェイト)してきた国債持高の解消を図ったとみられます。

## ● 複数の支援要因に支えられ、ルピアは当面底堅く推移か

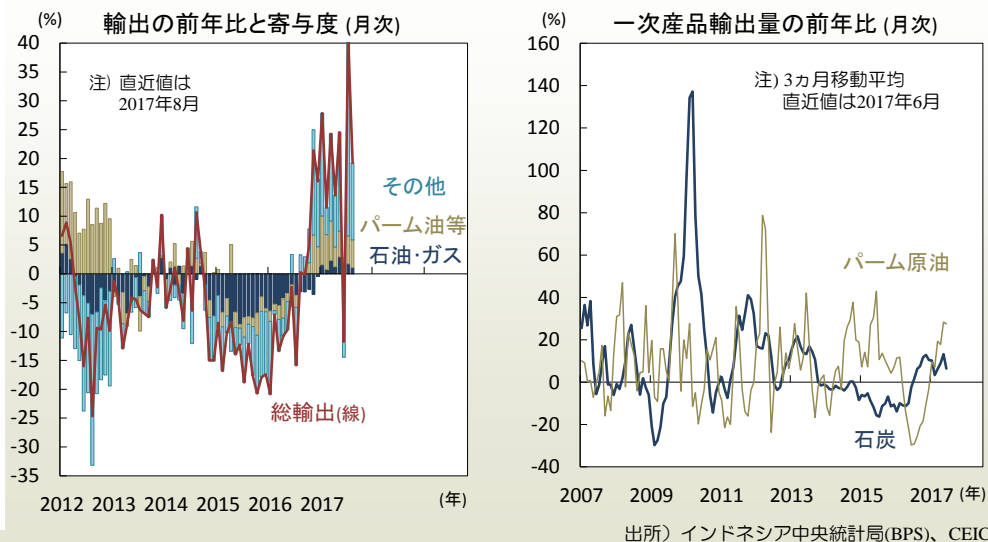
2回連続の利下げが、「過剰な金融緩和→景気過熱に伴う経常収支の悪化と物価の上昇→ルピア相場の下落」という過去に見られた経済運営の失敗(2005年や2013年当時)を連想させた面もあったと考えられます。米金融当局が10月より資産圧縮を始め12月には追加利上げの可能性も残る中での連続利下げは、拙速との非難を免れないでしょう。

もっとも、前回ルピアが急落した2013年に比べて現在の経済状況は安定的です。今年4-6月期まで4半期の経常赤字のGDP比は1.4%と2013年の3.2%より低位。原油高の下で多額の補助金が燃料の価格を抑え過剰消費を促していた2013年当時とは状況が異なります。また、現在は景気の加速に伴うコア物価の上昇圧力も見られません。落ち着いた物価と相対的に高い実質金利、安定化した国際収支など通貨の支援要因も健在。1-8月の輸出は前年比+17.7%と輸入の+14.1%を上回り、貿易黒字は拡大基調です(図9右)。資本流入局面でのドル買い介入によって同国の外貨準備は9月末時点で1,294億ドルと過去最大の水準に増加(図7右)。BIはルピア相場の安定性を重視しており、今後は政策金利を据置き、必要に応じてドル売り介入によって相場の安定化を図る可能性が高いとみられます。ルピア相場は、当面、底堅く推移すると予想されます。(入村)

【図9】輸出の伸びが加速するとともに貿易黒字が拡大(右)

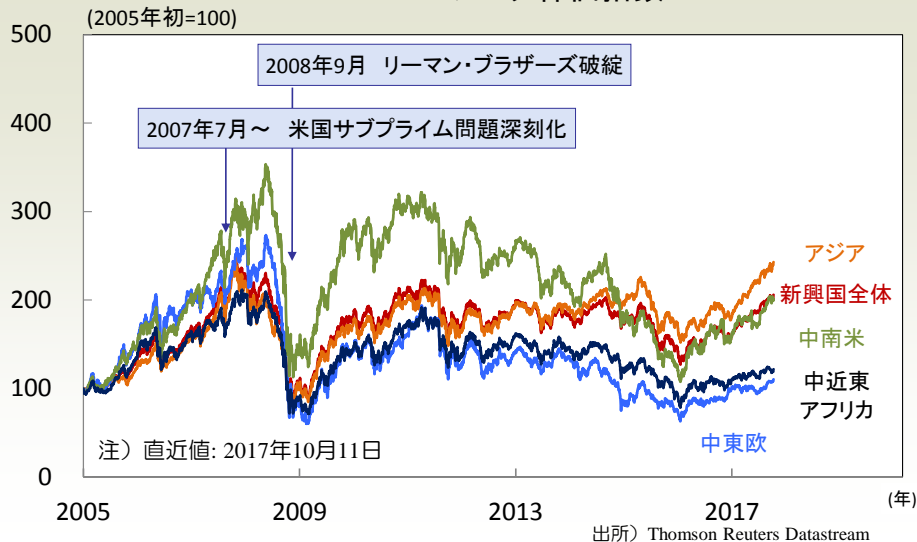


【図10】足元ではパーム油や工業製品輸出の伸びが加速

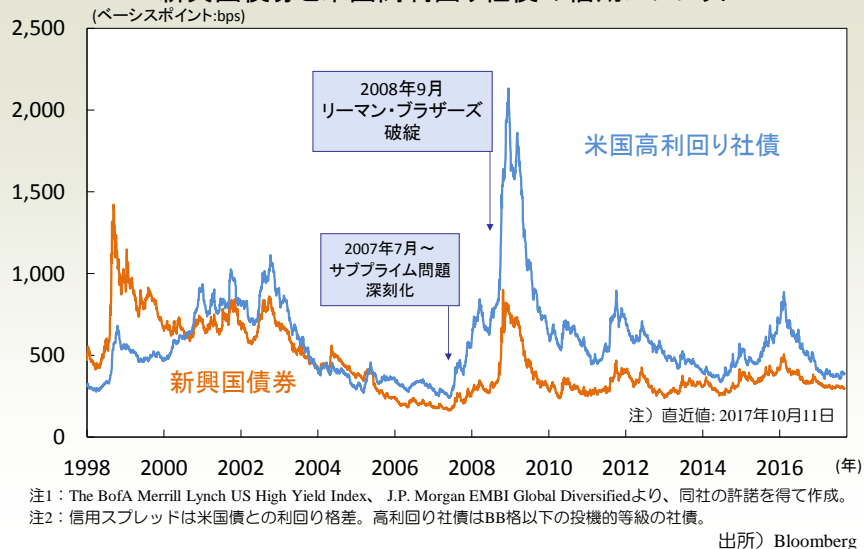


# 【エマーシング・マーケット・ウォッチ】①新興国の債券・株・金利スプレッド

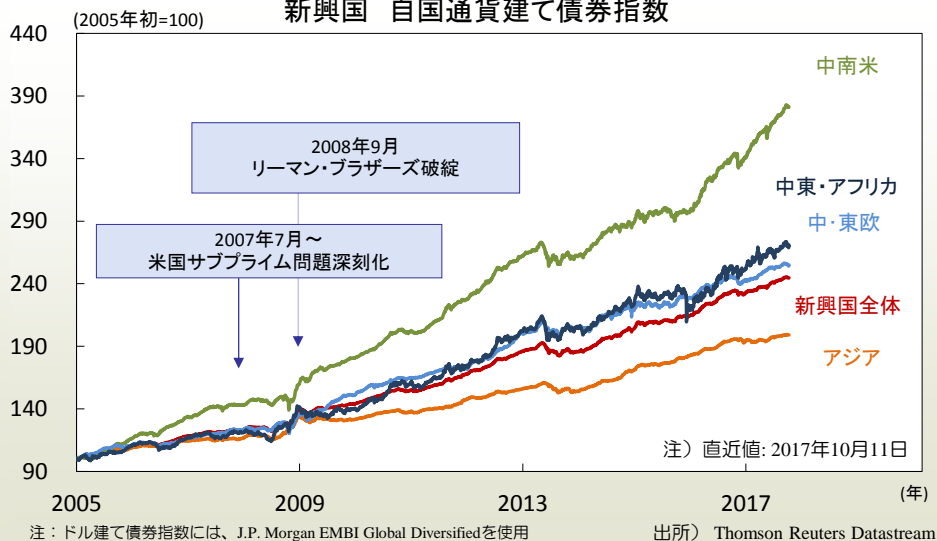
MSCIエマーシング株価指数



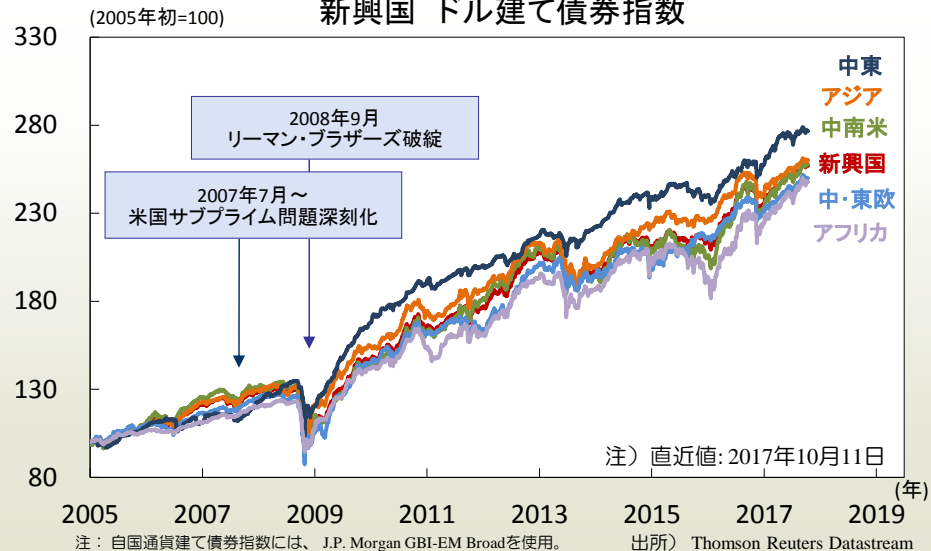
新興国債券と米国高利回り社債の信用スプレッド



新興国 自国通貨建て債券指数

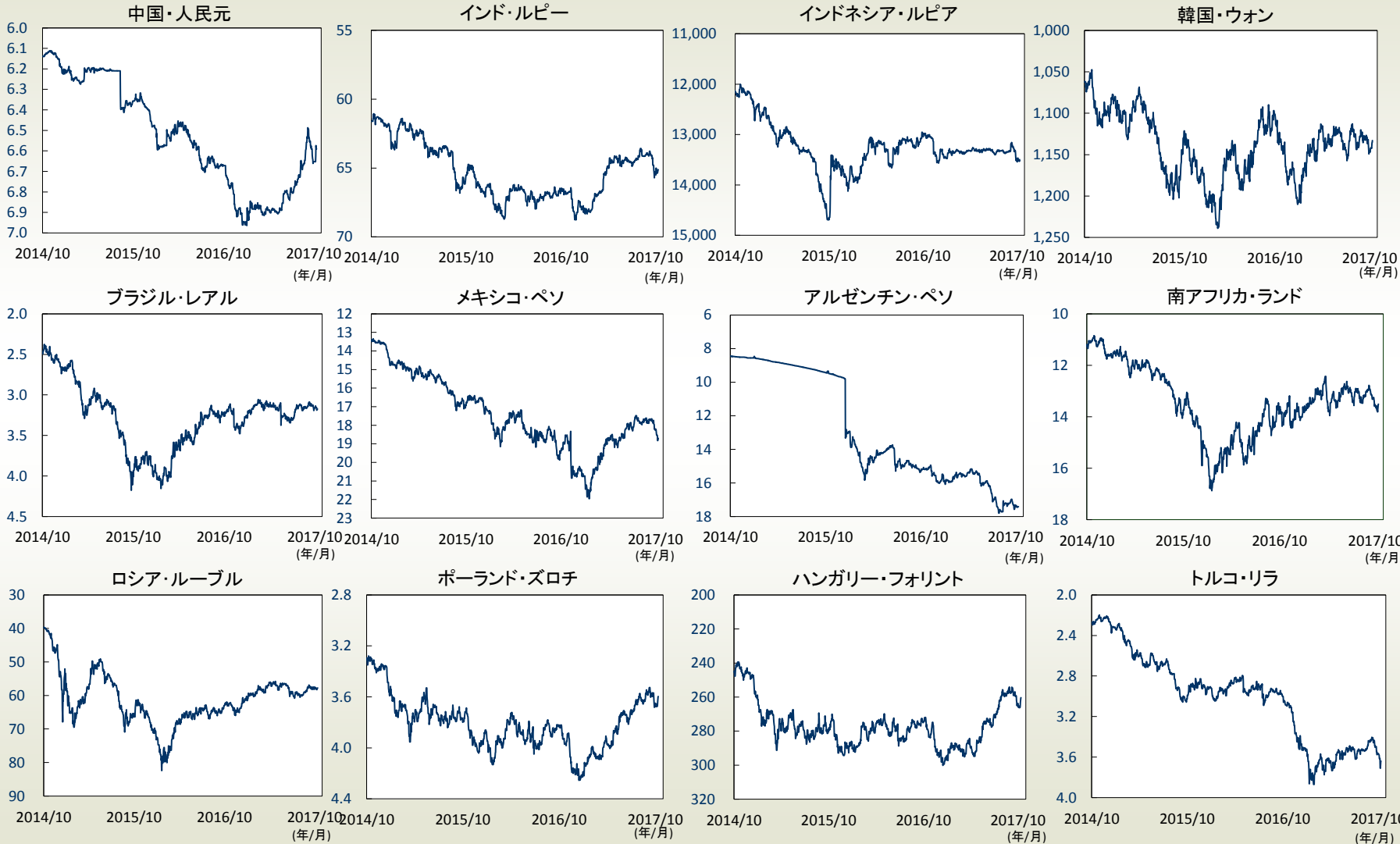


新興国 ドル建て債券指数



# 【エマーシング・マーケット・ウォッチ】②主要新興国通貨の対ドル相場：過去3年間

(自国通貨/1米ドル)



自国通貨高  
米ドル安



自国通貨安  
米ドル高

自国通貨高  
米ドル安



自国通貨安  
米ドル高

自国通貨高  
米ドル安



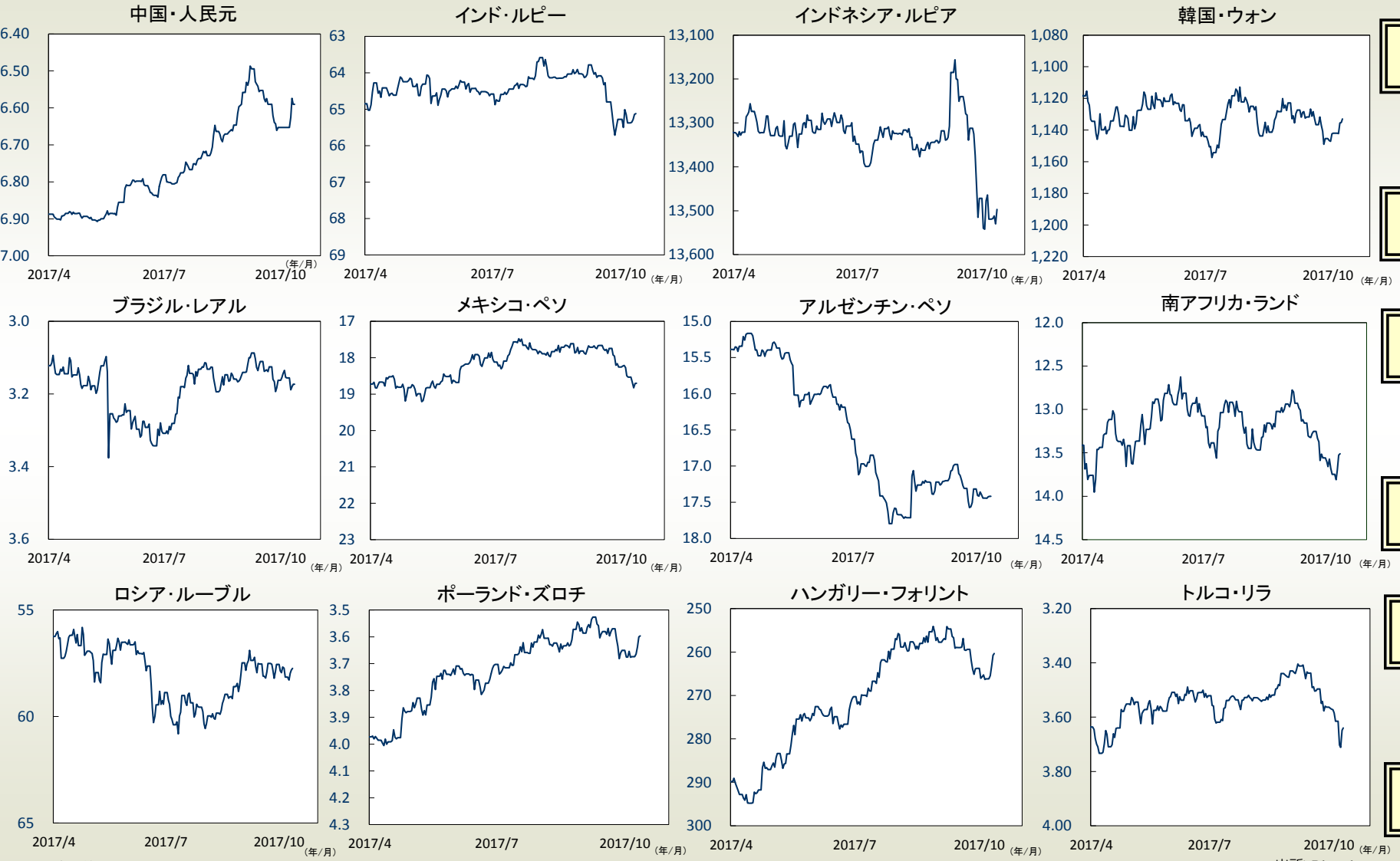
自国通貨安  
米ドル高

注) 直近値は2017年10月11日

出所) Bloomberg

# 【エマージング・マーケット・ウォッチ】③主要新興国通貨の対ドル相場：過去6か月間

(自国通貨/1米ドル)



自国通貨高  
米ドル安



自国通貨安  
米ドル高

自国通貨高  
米ドル安



自国通貨安  
米ドル高

自国通貨高  
米ドル安



自国通貨安  
米ドル高

注) 直近値は2017年10月11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。本資料は、投資勧誘を目的とするものではありません。
- 本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。（作成基準日: 2017年10月11日）
- 本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・完全性等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・状況または作成時点での見通し・分析であり、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・手数料等を考慮していません。
- 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三菱UFJ国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。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。

## 本資料中で使用している指数について

MSCIエマーシングに対する著作権およびその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。

J.P. Morgan EMBI Global DiversifiedおよびJ.P. Morgan GBI-EM Broad：情報は、信頼性があると信じられる情報源から取得したものです。J.P. Morganはその完全性・正確性を保証するものではありません。本指数は許諾を受けて使用しています。J.P. Morganからの書面による事前承認なしに本指数を複製・使用・頒布することは認められていません。Copyright 2017, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.

The BofA Merrill Lynch US High Yield Indexに関する知的所有権、その他一切の権利はBofAメリルリンチに帰属します。BofAメリルリンチはThe BofA Merrill Lynch US High Yield Indexを参照して行われる当社の事業活動・サービスに関し一切の責任を負いません。

Markit Economics Limitedの知的財産権およびその他の一切の権利はMarkit Economics Limitedに帰属します。



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