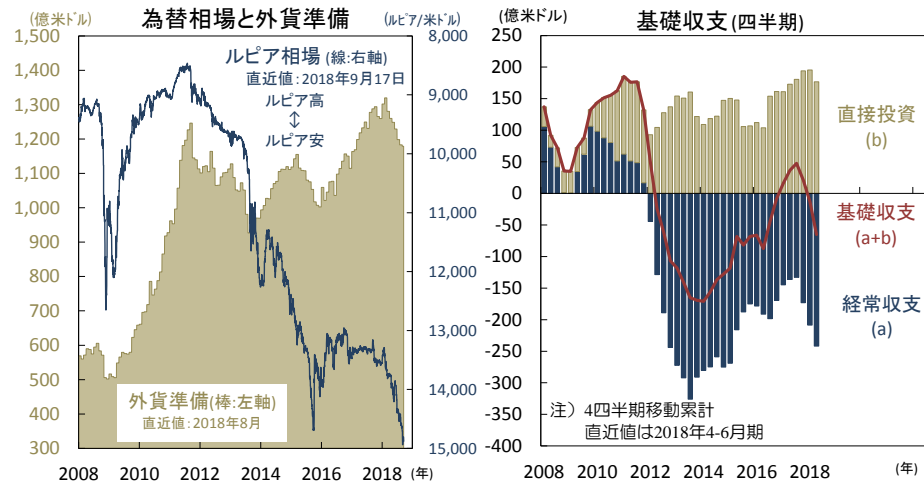


## インドネシア: 低迷するルピアと為替相場の安定化に取り組む当局

【図1】下落するルピア相場(左)、赤字に転じた基礎収支(右)

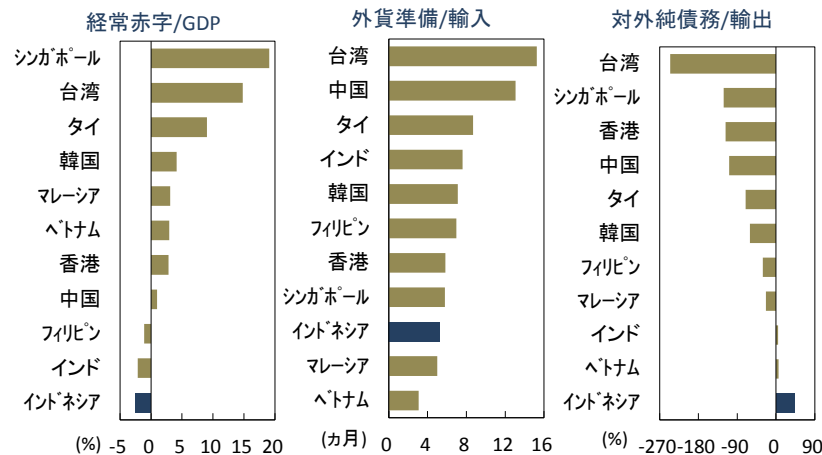


出所) インドネシア銀行(BI)、CEIC、Bloomberg

インドネシア・ルピア相場が軟調です。同通貨は年初より今週17日にかけて対米ドルで▲8.8%下落(図1左)。主要アジア通貨ではインド(▲11.9%)に次ぐ下落率でした。

ルピア相場下落は、4月下旬の米長期金利上昇とドル高の同時進行とともに始まり、8月中旬のトルコ・リラ急落に伴う世界的な新興国資産売りによって加速。インド・ルピーと並んで下落したのは、主要アジア諸国で数少ない経常赤字国であり(図2)、かつ足元で同赤字が拡大し基礎収支(経常収支+直接投資収支)が赤字に転じていたためとみられます(図1右)。同通貨が対外ショックの影響を受けやすいのは、(a)ルピア建て国債の外国人保有比率が高く(図3左)、ルピア安が国債売りを招き更なるルピア安を招くという悪循環に陥りやすいこと、(b)外貨準備の水準が相対的に低いこと(図2)、(c)為替市場の流動性に乏しく相場の変動が増幅されやすいこと等が背景とみられます(図3右)。また、同国は4-6月期には海外への配当・利払いが増加。季節的に経常赤字が拡大する時期に(図4左)、世界的な新興国資産売りが加速したという不運も重なりました。

【図2】インドネシアの対外収支はアジア諸国内ではやや脆弱



注) Fitch Ratingsによる2018年予想値

出所) Fitch Ratings

同国の経常収支のGDP比は今年4-6月期までの4半期で2.3%。ルピアが急落した2013年7-9月期までの3.5%を下回るものの、昨年同年の1.7%より拡大しています(図4右)。

なお、2013年5月からは米国の量的緩和縮小の思惑から主要新興国通貨が下落。ルピアはインドやブラジルやトルコや南アフリカの通貨とともに「脆い5通貨」と呼ばれました。当時の同国では、拡張的な財政金融政策の下で景気が過熱し、物価が上昇するとともに経常赤字が拡大するなど経済の不均衡が拡大していました。また、インドネシア銀行(BI)はルピア相場下落を抑えるための市場介入に伴う外貨準備の減少を懸念。市中銀行にルピア安水準での相場提示の自粛を求めたため、市場の流動性が急低下し、相場が乱高下するなど極めて不安定な状況でした(注1)。現在の同国は景気回復の過程にあるものの過熱感はなく物価も安定的で(図5左)、前述の通り経常赤字の水準も2013年当時を下回ります。アルゼンチンやトルコなど経済状況が著しく悪化した新興国の通貨危機の影響が伝染した背景には対外環境の変化もあったと思われる。

注1) アジア・マーケット・マンスリー-2014年1月号 2-3頁を参照。

強い ↑ 対外ショックへの耐久力 ↓ 弱い

## ● 米利上げ継続や中国景気悪化も資本流出を誘発

2013年当時、米金融当局(FRB)は政策金利をゼロ近辺(0~0.25%)に据置くとともに資産買入による量的金融緩和(QE)を実施中でした。しかし、現在ではQEによって拡大した自身のバランスシートを縮小しつつ利上げを実施中。現在の政策金利は1.75~2%であり、金利先物市場は年内あと2回、来年も2回程度の追加利上げの可能性を織込んでいます。また、中国の景気は2013年当時とは堅調に拡大していたものの、足元では企業債務削減や金融規制強化の影響などから鈍化。こうした外部環境の変化が、アルゼンチンやトルコで生じた通貨危機の他国への感染力を高めたと考えられます。

1月末から今月14日にかけて、同国のルピア建て国債市場から34.2兆ルピア(23億米ドル)の資本が流出(図3左)。投資家の一部は市場での売却を急がず国債を保有したまま海外為替先物(NDF)等によるルピア売りヘッジを行っている模様です。国内企業の負う外貨建て債務の内、280億米ドル相当の期限は今後12ヵ月以内に到来。同債務の為替ヘッジも進んでいるとみられます。こうしたヘッジ取引もあり、1ヵ月物NDF金利は先週11日に25%前後まで上昇し国内先物金利の6.8%を大きく超過(図6左)。NDFルピア相場の急落が、裁定取引を通じて直物ルピア相場を押下げているとみられます。

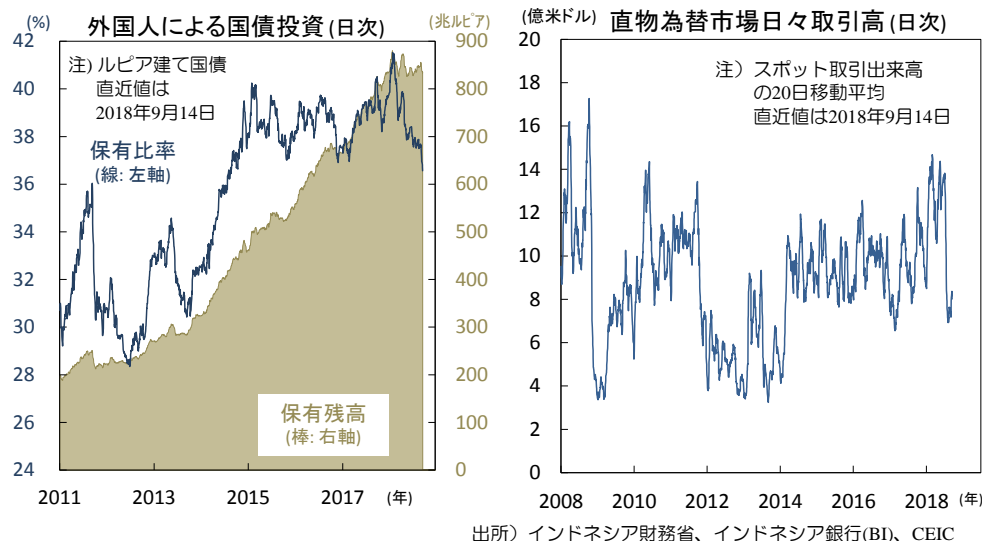
## ● 当局はルピア下落の抑制に向けて多くの手段を投入

資本流出に対する自国の弱さを熟知する当局は、4月より相場の安定化に向けて、(a)利上げ、(b)市場介入、(c)輸入抑制策、(d)財政健全化策の導入などを行いました。

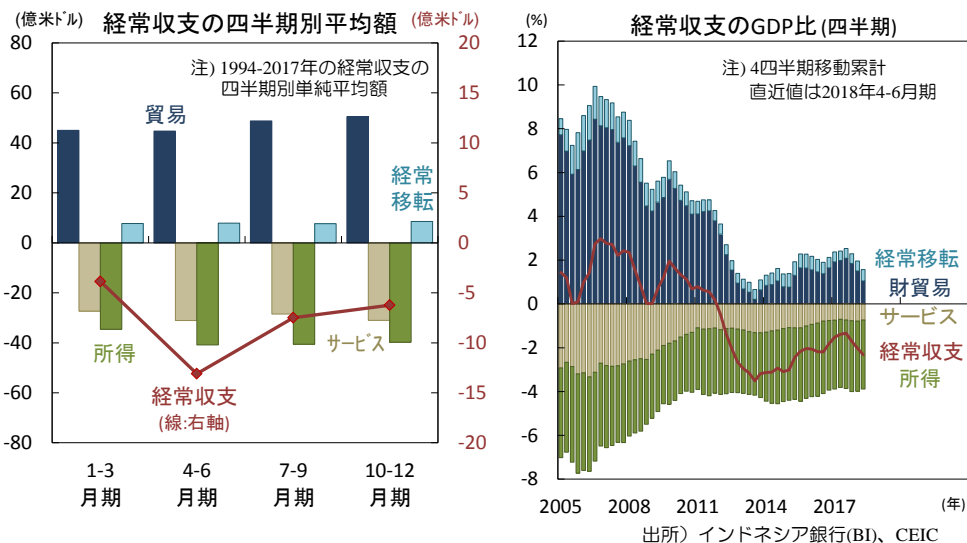
(a)利上げに関しては、5月から8月にかけて政策金利を4.25%から5.5%へと引上げ(図5右)。5月末の臨時会合での利上げ(注2)や(4.5%→4.75%)、6月定例会合での利上げ幅の拡大(4.75%→5.25%)は、相場安定に向けた強い意思を印象付けました。同国景気は回復中ながら勢いに欠け、物価も低位で推移(図5左)。利上げは景気下押しのリスクも覚悟したものでしょう。(b)市場介入については、国内の直先物為替市場と国債市場での介入を通じてルピア相場と国債価格を安定化。1月末より8月末にかけて外貨準備は141億ドル減少し(図1左)、先物ドル売り残高は25億ドル増加しました。BIは為替スワップ入札も実施。流動性の供給によって市場の機能が低下することを防いでいます。市場での国債買入によって、BIによる国債保有額(リバース・レポ分を含む)は2月末から6月末にかけて81兆ルピア(57億米ドル)増加しました(図6右)。(c)輸入抑制策は経常赤字の縮小を目指したものであり、(1)輸入関税の引上げ、(2)バイオディーゼル使用の義務化、(3)多額の資本財輸入を要するインフラ投資の先送り等からなります。

注2) アジア投資環境レポート 2018年6月4日号 を参照。

【図3】 外国人が多額の国債を保有(左)、為替市場出来高は低位(右)



【図4】 経常赤字は拡大基調だが、2013年当時を下回る(右)



## ● 輸入削減や財政赤字の縮小に取り組む政府

9月5日、政府は1,147品目の輸入関税の引上げを公表。輸入抑制に向けた動きです。奢侈財(ぜいたく品)210品目(大型車、大型バイク等:税率7.5%→10%)、国内生産可能な消費財218品目(エアコン、冷水機、洗剤等:同2.5%→10%)、その他消費財719品目(建材、AV機器、衣服等:同2.5%→7.5%)が引上げの対象になりました。もっとも、上記措置に伴う輸入抑制額は年間3億ドル程度に留まる見込みです。また、政府は国内で流通する自動車用の軽油について国産パーム油等から生産したバイオディーゼルを20%混合すること(B20)を義務化。燃料輸入を抑制するための措置であり、従来からの政策の強化です。パーム原油価格は昨年初より低迷しており、政府の追加的な補助金は不要でしょう。年間40-60億ドル程度の貿易赤字縮小につながるとみられます。

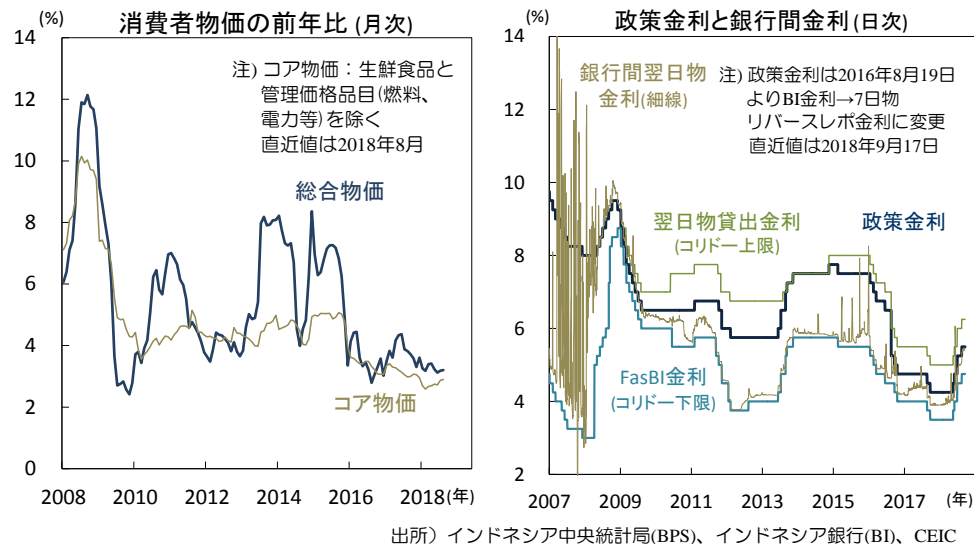
(d)財政健全化については、財政赤字の抑制による経常赤字の縮小が目指されています。政府は、8月17日に提出した来年度予算案で、財政赤字のGDP比を1.8%と今年度(暫定見込)の2.1%や昨年度の2.5%より抑制。足元の景気が勢いを欠き、かつ、来春に選挙を控える中での赤字幅の圧縮は、市場安定化を重視する姿勢の表れでしょう。インフラ関連歳出の伸びを抑えるなど資本財輸入の抑制に向けた配慮も見られます。

## ● 来春に選挙を控えた不透明感もルピアの上値を抑制か

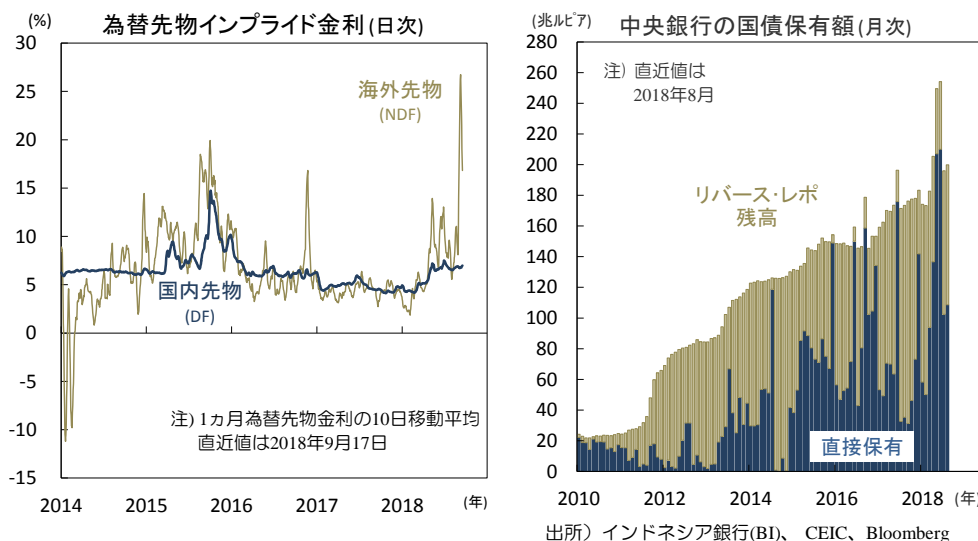
当局は様々な措置を導入してルピア相場安定化を図るものの、資本流出の勢いが弱まるかは外部環境次第。米景気は堅調であり、同国当局者の発言を見る限り今後も粛々と利上げを続ける可能性が高いでしょう。強い米景気と弱い中国景気は新興国資産の上値を抑えるとみられます。また、米国の貿易政策を巡る不透明感、英国のEU離脱交渉やEUによるイタリア政府予算の審査等を巡る欧州の政治懸念など、リスク回避の動きを誘発する材料は数多くみられます。対外不均衡を抱えるトルコやアルゼンチン経済の安定化も容易に進まず、新興国懸念の払拭には時間がかかるでしょう。

インドネシアに関しては、4-6月期を越えると経常赤字が季節的に緩やかに縮小(図4左)。しかし、来年4月にはジョコ大統領の再選のかかる大統領選挙が控えており、政治的な不透明感から直接投資の流入は一時的に低迷し、国際収支の基礎収支を悪化させるとみられます。BIは積極的な市場介入によって相場下落の速度を抑えているものの、今後も資本流出と介入が続いた場合、外貨準備が更に減少し、同準備の水準が不十分ではないかという懸念も意識され始めると考えられます。ルピア相場は、当局の介入に支えられつつも、今後も上値の重い展開となると予想されます。(入村)

【図5】 落ち着いた物価の下ながら(左)、大幅な利上げを実施(右)



【図6】 上昇する海外先物金利(左)、中央銀行は国債を買入れ(右)



### ・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。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成した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。
- 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おりません。
- 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。



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