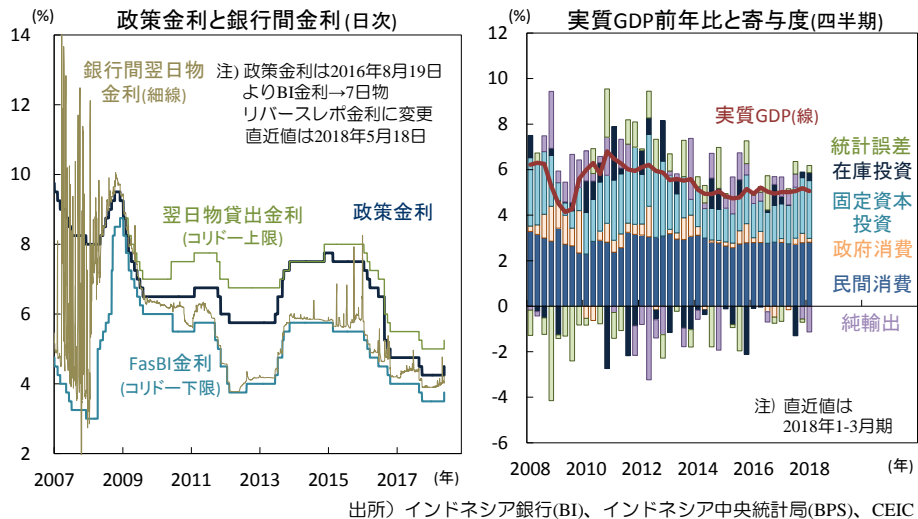


## インドネシア: 自国通貨防衛のために低インフレ下での利上げを実施

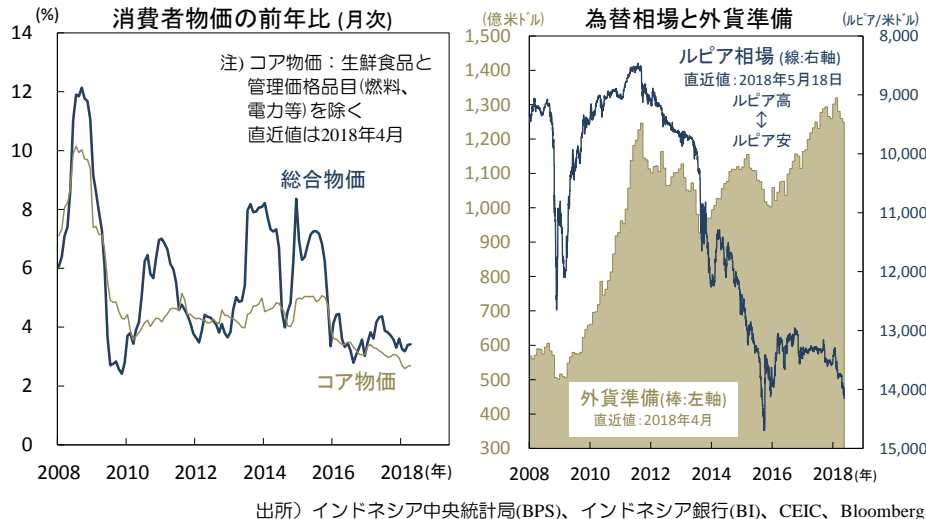
【図1】ルピア相場の防衛のため、3年半ぶりに利上げを実施(左)



先週17日、インドネシア銀行(BI)は政策金利を4.25%から4.5%に引上げ(図1左)。Bloomberg集計では、エコノミスト33人中19人と多数が同利上げを予想していました。景気に加速感がなく落ち着いた物価の下での利上げは、通貨防衛のためとみられます。

1-3月期の実質GDPは前年比+5.1%と前期の+5.2%よりやや鈍化(図1右)。固定資本投資が同+7.9%と前期の+7.3%より加速したものの、民間消費は+5.0%と前期と同率となり、政府消費は+2.7%と前期の+3.8%より鈍化しました。輸出の鈍化と輸入の加速に伴って純輸出の寄与度は▲1.1%ポイント(pt)と前期の▲0.6%ptより下げ幅が拡大しました。一方、4月の総合消費者物価は前年比+3.4%と前月と変わらず(図2左)、BIによる物価目標の中央値の3.5%を小幅に下回りました。食品物価が同+5.2%と前月の+4.2%より上昇したものの、管理物価は同+4.0%と前月の+5.1%より鈍化。国際燃料価格が上昇する中でも主要な燃料の小売価格が据置かれている影響です。コア物価は同+2.7%と前月と変わらず。内需が勢いを欠く中で、需要側からの物価上昇圧力の兆しは見られません。

【図2】落ち着いた物価(左)、4月下旬より下落するルピア相場(右)



4月下旬より米金利の上昇と米ドル高が進む中、同国の国債市場から資本が流出し、ルピア相場を押下げています。同通貨は4月17日から先週18日にかけて対米ドルで▲2.7%下落しました(図2右)。4月17日より先週17日にかけて国債市場から45.9兆ルピアの資本が流出(図3左)。同国債の外国人保有比率は4月末時点で38.4%と主要アジア諸国の中でも高く、米金利と米ドルの上昇に対して脆い面があったと考えられます。

国債市場からの資本流出は債券価格とルピア相場の下落を招き、更なる国債売りとルピア売りを誘いがちです。危機感を持ったBIは、4月26日と5月11日に緊急声明を公表、前者では、十分な外貨とルピアの流動性を(市場介入を通じて)市場に供給し、為替相場への圧力が高まれば利上げの可能性も排除しないとしました(本レポート5月8日号参照)。後者の声明では、金融政策運営において(景気の支援より)経済の安定性を重視するとし、「政策金利を調整する十分な余地がある」と通貨防衛のための利上げを検討していることを示唆。市場参加者の多くは17日の利上げをほぼ確信しました。

## 中央銀行は為替介入と不胎化オペで市場に流動性を供給

利上げ時のBIの声明は、国際金融市場を巡るリスクが高まる中で経済の安定性を保つために利上げを行ったと説明。ルピア相場の安定化に取組み、為替市場と資金市場に十分な流動性を供給することを目指すとしました。荒れ模様の相場にも関わらず国内の直物為替市場の出来高は低下しておらず(図3右)、4月末に4.8%近くまで上昇した銀行間翌日物金利も4.2%台に低下(図1左)。ドル売り介入で為替市場にドル流動性を供給する一方、吸収したルピア資金の還流(不胎化)を行い資金市場にルピア流動性を供給し、市場を機能させている模様です。4月末の外貨準備は1,249億ドルと前月より11億ドル減少。2016年初以降の資本流入局面でのドル買い介入によって増強した同準備を用いて、ルピア相場の安定化のためにドル売り介入を行っていると考えられます。

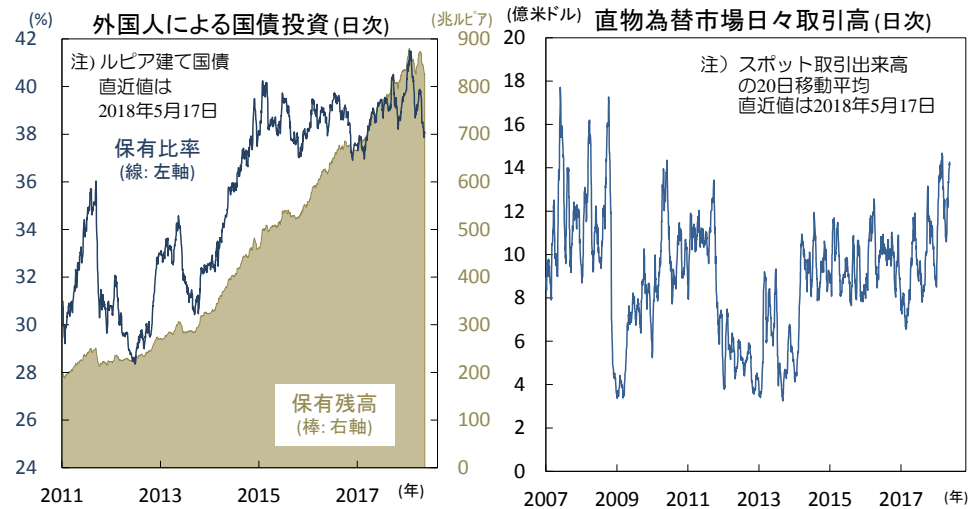
年初来のルピアの対ドル下落率は▲4.1%であり、輸入インフレ等が懸念される水準ではありません。今回の利上げは、相場が更に下落することを防ぎ、多額の外貨建て債務を負う企業部門を守る意図もあると考えられます。格付大手S&Pによる試算では、企業が返済上の困難に直面する相場水準は1ドル15,000ルピア前後。相場がそこまで下落する前に利上げを行い相場下落の加速を防ぐことが目指されたと考えられます。

## 足元のドル高が収束すれば、ルピア相場は底堅く推移か

上記の声明は、今後も経済状況を注視し経済の安定性を保つために「強い措置」を実施できるよう備えると記述。通貨下落圧力が高まった場合には追加利上げも辞さないとの意思を示唆したものとみられます。今後も相場下落圧力が強まれば、BIは景気下押しリスクを負いつつ追加の利上げを行うことをためらわないと予想されます。今回は、5月末に退任するアグス総裁の最後の会合。政治的な圧力にも容易に屈さず経済と金融市場の安定性を重視する同総裁は、難しい決断をしてBIを去ります。今後は、副総裁より昇格するペリー新総裁が、現総裁の敷いた路線を引継ぐとみられます。

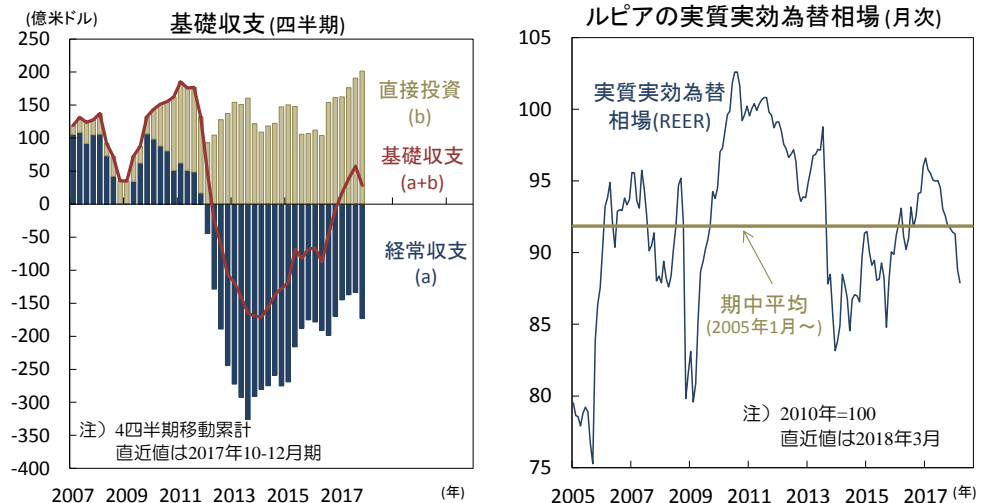
今回の決定が、経済の安定を重視するBIへの投資家の信頼を高めたのは事実。しかし、米金利と米ドルの上昇が止まらない限り、ルピア相場は容易に安定化しないでしょう。4-6月期は対外債務の元利払いや直接投資の配当支払いによって経常収支が季節的に悪化します。一方、6月初の主要債券指標への採用に伴うパッシブ運用ファンドの資金流入は短期的な支援材料であり、改善する基礎収支(図4左)や相対的に割安な為替相場(図4右)は中期的な支援材料です。ドル高の動きが一巡し世界的な新興国市場の混乱が収束すれば、ルピア相場は底堅く推移すると予想されます。(入村)

【図3】 国債市場より資本が流出(左)、為替市場出来高は低下せず(右)



出所) インドネシア財務省、インドネシア銀行(BI)、CEIC

【図4】 黒字に転じた基礎収支(左)、割高感のないルピア相場(右)



出所) インドネシア銀行(BI)、国際決済銀行(BIS)、CEIC

### ・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