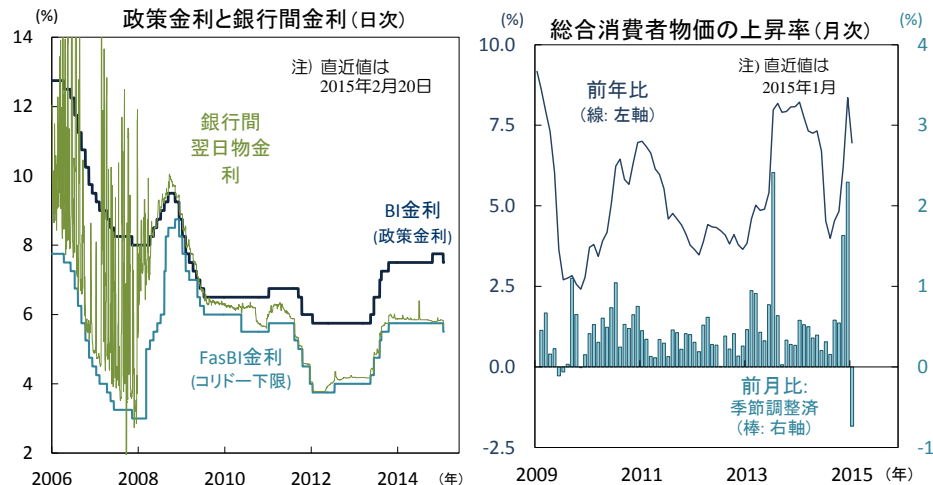


## インドネシア:市場の予想外の利下げは吉と出るのか凶と出るのか

【図1】3年ぶりの利下げ(左)、足元で低下するインフレ圧力(右)

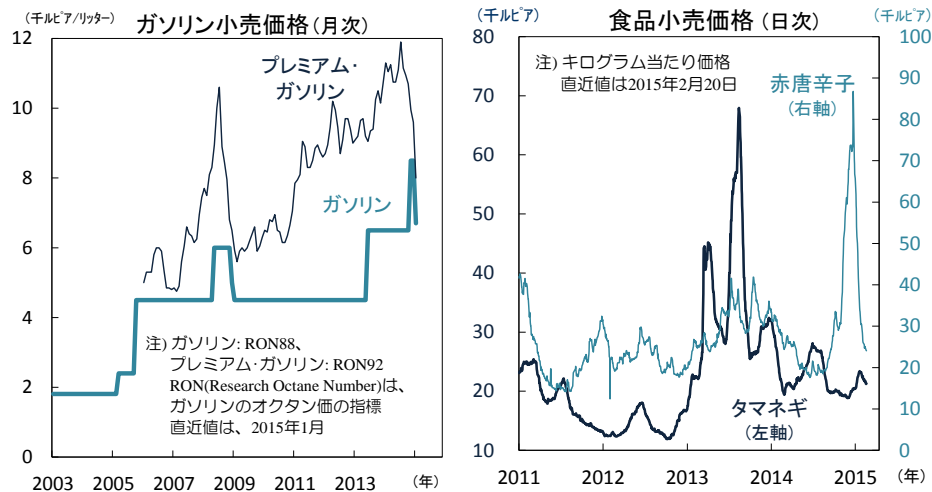


出所) インドネシア銀行(BI)、インドネシア中央統計局(BPS)、CEIC、Bloomberg

先週17日、インドネシア銀行(BI)は、政策金利を7.75%から7.5%に引下げ。Bloomberg集計ではエコノミスト20人全員が据置きを予想、予想外の利下げでした。

約3年ぶりの利下げは(図1左)、物価の鈍化に促されました。今月2日公表の1月の総合消費者物価は前年比+7.0%と前月の+8.4%より低下(図1右)。燃料物価が同+13.8%と前月の+24.4%から鈍化、食品物価も同+8.2%と前月の+10.6%から鈍化し、総合物価を押下げました。1月以降の燃料小売価格の市場連動制移行に伴う同価格の下落(図2左)、急騰していた赤唐辛子価格の反落(図2右)が、燃料物価と食品物価の下落の背景です。季節調整済みの総合物価の前月比は▲0.2%になりました。BIの声明は、2015-16年の同物価は目標の+3-5%の下限近くで推移するだろうと記述。昨年末の燃料、LPガス、電力価格の引上げの影響(前年低ベース効果)がはく落する今年末に、同物価の前年比が+4%以下になるとの見通しを示しました。今回、市場参加者が政策金利の据置きを予想した背景には、BIは経常収支の安定を重視するとの見通しがあったとみられます。

【図2】1月より低下したガソリン小売価格(左)



出所) インドネシア鉱物資源省(MEMR)、PT Pertamina、インドネシア商業省、CEIC

同国の経常収支は2012年より赤字に転落し(図3左)、2013年の同赤字のGDP比は3.2%に拡大。米国の金融緩和縮小の思惑に伴って2013年5月に新興国から資本が流出した際、ルピアはインド・ルピー等とともに急落しました(図3右)。10-12月期の経常赤字は62ドルとGDP比2.8%に縮小したものの、赤字縮小の速度はインドなどに比べ緩慢です。同国は、石油は純輸入ながら石炭やパーム油が純輸出であり、一次産品価格下落の恩恵を受けづらい貿易構造です。BIは経常収支の安定を重視しており、輸入の押し上げにつながる内需の刺激(利下げ)を当面は行わないだろうと市場参加者は考えていました。

2012-13年の経常収支悪化は、前総裁下のBIが金利を低く据置き内需を刺激し過ぎたことも一因でした。現総裁を迎えたBIは、2013年のルピア急落を契機に方針を転換し、同年6月から11月にかけて政策金利を5.75%から7.5%に引上げ(図1左)。昨年11月の燃料小売価格引上げの翌日にも、緊急利上げ(7.5%→7.75%)を行いました。インフレ警戒的なBIは、かつての拙い政策運営で失った信認を取戻しつつあるようにも見えました。

## ● 予想外の利下げを受けて株価と国債価格は上昇

今回の利下げは、昨年11月に引上げられた燃料小売価格が1月初より引下げられたことを受けて、同月の予防的な緊急利上げ0.25%ポイントを帳消しにするという面もあったとみられます。BIは2015年の経常赤字のGDP比を3%前後と予測。政府がインフラ投資を加速させ、資本財の輸入が増加するため、経常赤字は当面は縮小しないとの見通しとみられます。今回のBIの声明は、足元のルピア安は消費財輸入の抑制や工業製品の輸出競争力の向上を通じて経常赤字の改善を促すと指摘。高金利の維持による内需抑制ではなく、ルピア安の容認によって経常赤字縮小を縮小させたいという考えを、従来以上に明確に示しました。足元で燃料物価や食品物価が鎮静化する中、BIは年内に0.5~0.75%ポイント程度の追加利下げを行う可能性が高いと考えられます。

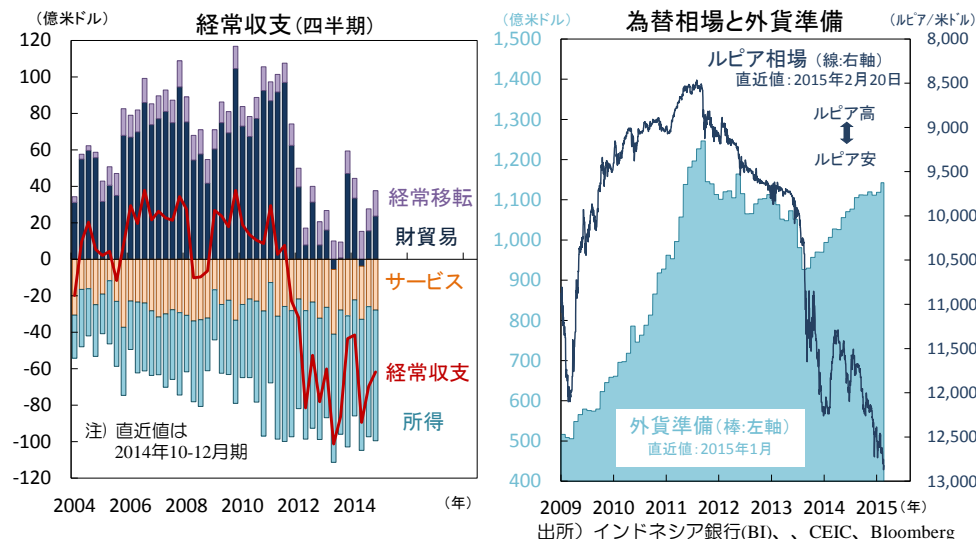
17日夜の利下げを受けて、18日のルピア相場は対米ドル(以下「ドル」)で0.8%下落し、株価(ジャカルタ総合指数)は1.0%上昇、ルピア建て10年国債利回りは7.195%へと0.198%ポイント低下(価格は上昇)しました。予想外の利下げに伴って今後の追加利下げの期待が高まり、市場参加者は金利の低下と景気の下支え効果を予想。これが、株価と債券価格にプラスに、通貨にマイナスに働いた模様です。

## ● ルピア相場は当面は安定的に推移か

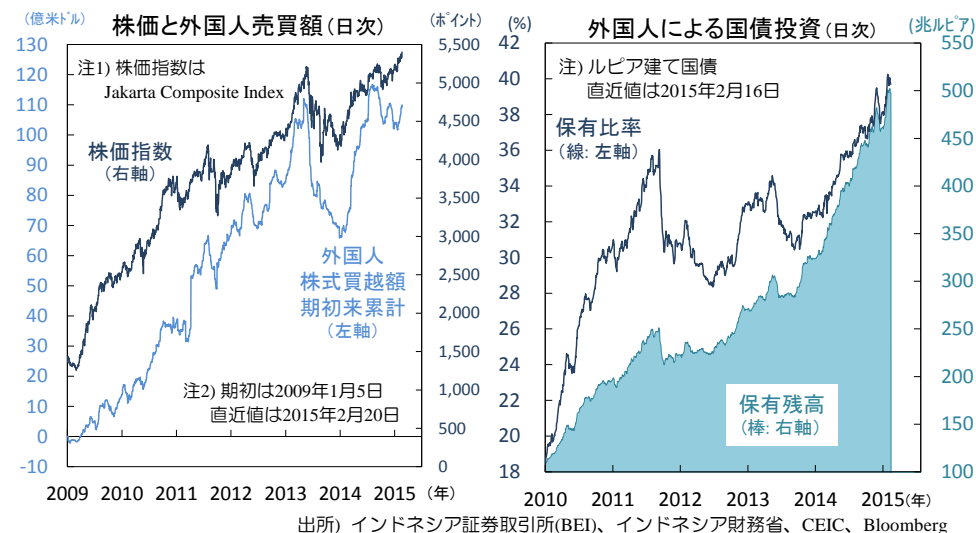
BIによる外貨準備増強もルピア相場の上値を重くしています。1月末時点の外貨準備は1,142億ドルと輸入の6.8ヵ月分に相当し、伝統的に必要水準とされる3ヵ月分を超過。しかし、ブラジルなど他の主要新興国に比べその水準は低く、2013年の相場急落局面では同準備水準の低さが懸念されました。ルピアは昨年8月末から先月末にかけて対ドルで7.7%下落した一方、外貨準備は同期間に30.3億ドル増加(図3右)。BIは、相場に上昇圧力がかかる局面で外貨準備増強のためのドル買いを行う一方、下落圧力がかかる局面では大規模なドル売りは行わず相場の下落を容認してきたとみられます。

一方、同国の株式・債券市場への資本は流入基調です(図4)。現政権によるインフラ投資の加速や投資環境の改善に向けた取組み(土地収用に関わる大統領令や投資許認可窓口の一本化等)は、同国の中期的な成長見通しを改善させるでしょう。また、最大野党ゴルカル党の内紛は継続。連立野党の攻勢で経済改革が停滞するとの懸念は後退し、ジョコ大統領の下で経済改革が進むとの期待が高まっています。証券投資資本の流入により同国の国際収支は黒字基調となり、ルピア相場は安定的に推移し、相対的に高金利な同国債への投資の総合収益率を高位に保つと予想されます。(入村)

【図3】 緩やかに縮小する経常赤字(左)、増加する外貨準備(右)



【図4】 株式と国債市場への海外資本は流入基調



### 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。
- 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経済調査部の見解です。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。