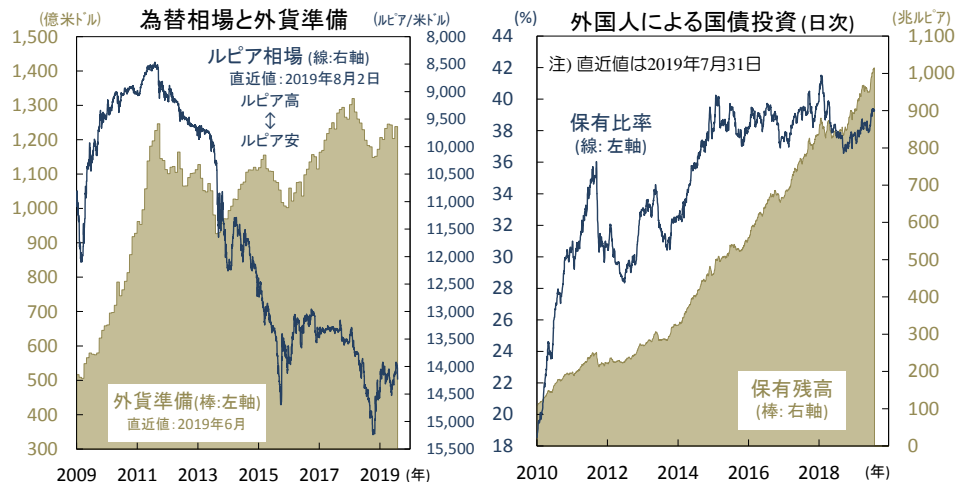


## インドネシア: 資本流出とルピア安の進行は中央銀行に利下げの休止を迫るのか

【図1】ルピアは7月に堅調に上昇した後、8月初に下落(左)



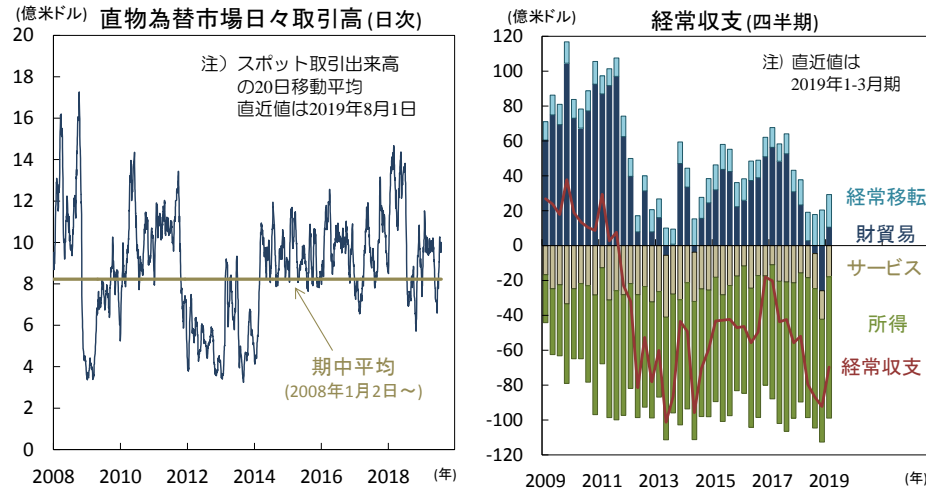
出所) インドネシア銀行(BI)、インドネシア財務省、CEIC、Bloomberg

インドネシア・ルピアが軟調です。同通貨は7月に対米ドルで+1.6%と主要アジア通貨最大の上昇率を記録した後、先週2日にかけて同▲1.1%下落(図1左)。7月に流入した資本が逆流し相場を下げました。7月の資本流入は、(a)米利下げ期待による先進国長期金利の低下、(b)6月末の米中通商対立の「休戦」に伴うリスク選好度の回復、(c)人民元相場の安定化に伴うルピアの変動性の低下とキャリー取引の活発化、(d)5-6月の貿易収支の改善、(e)5月末のS&Pによる格上げなどが背景(注1)。しかし、先週31日の米利下げ直後の会見で米FRB議長がこれは長期的な利下げの始まりではないと発言したことが市場を失望させ、1日に米大統領が対中追加関税適用の方針を示したために、世界的にリスク回避の動きが強まり同国の市場に流入していた資本は逆流しました。

米中の対立は容易に解消せずリスク回避的な相場が当面続くでしょう。為替市場の変動が高まる局面では、多額の国債を保有する海外投資家(図1右)が先物による為替ヘッジを実施。同国の為替市場の流動性は低く(図2左)、ルピア相場を下げがちです。

注1) アジア投資環境レポート 2019年7月22日号 を参照。

【図2】流動性に乏しい為替市場(左)、経常収支は4-9月に悪化(右)



出所) インドネシア銀行(BI)、CEIC

8-9月には対外利払いや配当支払いが季節的に増加し、8月のイスラム教徒の大巡礼に伴う旅行収支の悪化も加わり経常赤字は拡大。資本流出は国際収支の赤字を押し上げます。石油輸入業者によるドル買いヘッジも加わり、ルピアは下落しやすいでしょう。先週2日、インドネシア銀行(BI)の幹部は、為替市場と債券市場で介入を行い市場の安定化を図っていると発言。自国市場の対外ショックへの弱さをよく知る当局は、国際的なリスク回避局面で市場が大きく混乱しないよう、臨戦態勢に入った模様です。

当面注目されるのは、7月に利下げを開始したBIが市場の動揺を受けて利下げの休止に追込まれるかです。BIは昨年5月から11月にかけて政策金利を4.25%から6%に上げた後に7回連続で金利を据置き、7月18日に金利を5.75%に下げました(図3左)。昨年の利上げはルピア相場の安定化を目指したもので、リスク回避の動きが強まる中で、経常赤字の拡大等が懸念され資本流出とルピア安が加速したため、BIは利上げによって経常赤字の縮小や海外資本の流入を促し、ルピア相場を安定化しようと試みました。

## ● 低迷する景気と落ち着いた物価は利下げを促すが....

昨年11月以降は、世界的に新興国への資本流入が回復するとともにルピア相場が反発(図1左)。その後ルピアが堅調に上昇したため、BIが昨年5-11月の累積利上げ1.75%ポイントの一部を巻き戻して低迷する景気を支える余地を生みました。

足元では景気が低迷しています。1-3月期の実質GDPは前年比+5.1%と前期の+5.2%より鈍化。設備投資や家計消費が減速しました。景気が勢いを欠く中で、物価は落ち着いています。先週1日に公表された7月の総合消費者物価は前年比+3.3%と前月と同率(図3右)。19ヵ月連続でBIの物価目標の中央値3.5%を下回りました。内訳を見ると、食品物価が同+4.8%と前月の+4.9%より低下。断食月(ラマダン)と断食明け大祭(レバラン)は6月の中旬に終わり、高止まっていた同物価が低下した模様です。赤唐辛子価格の急騰に伴って香辛料が同+26.9%と前月の+15.3%より上昇したものの、穀物や肉類や野菜・果物など幅広い品目の伸びが鈍化し食品物価を押下げました。燃料など管理価格は同+2.2%と前月の+1.9%より上昇した一方、生鮮食品と管理価格を除くコア物価は同+3.2%と前月の+3.3%より小幅に鈍化。保健や加工食品物価などの低下によります。内需が鈍化を続ける中で、需要側からの物価上昇圧力は限定的な模様です。

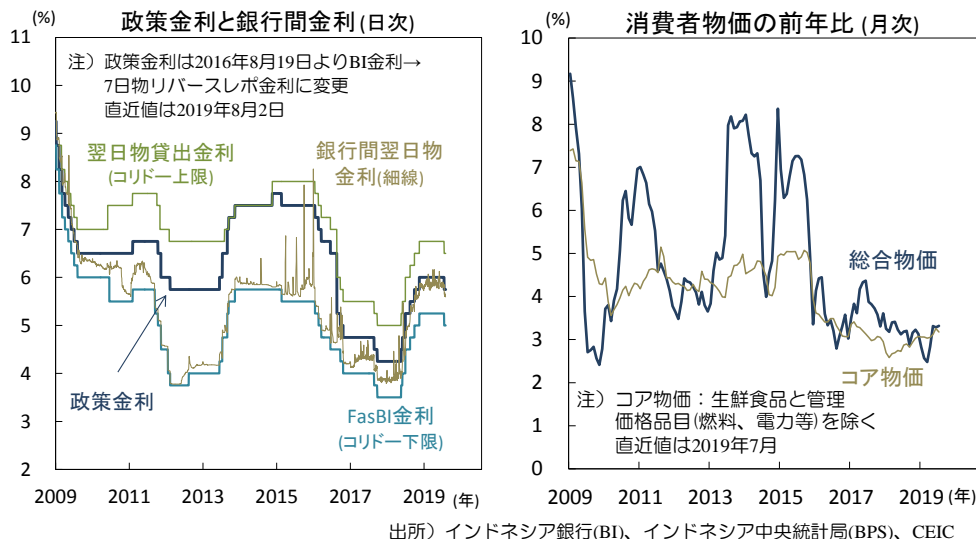
## ● 追加利下げは国際金融市場の安定化を待って実施か

一方、景気は4月以来も低迷を続けているとみられます。先週1日に調査機関マークイットが公表した7月の製造業購買担当者指数(PMI)は49.6と前月の50.6より低下(図4左)。企業活動の縮小を示す50台割れば7ヵ月ぶりです。生産が49.2と前月の51.2より急落、雇用も49.2と前月の50.3より低下し(図4右)、総合指数を押下げました。新規受注は50.9と前月の50.7より小幅に改善した一方で、新規輸出受注が50.1と前月の51.1より悪化。世界景気の減速や国際通商摩擦が背景とみられます。需要の低迷とともに同部門の生産と設備稼働率が低下し、雇用を下押ししているとみられます。

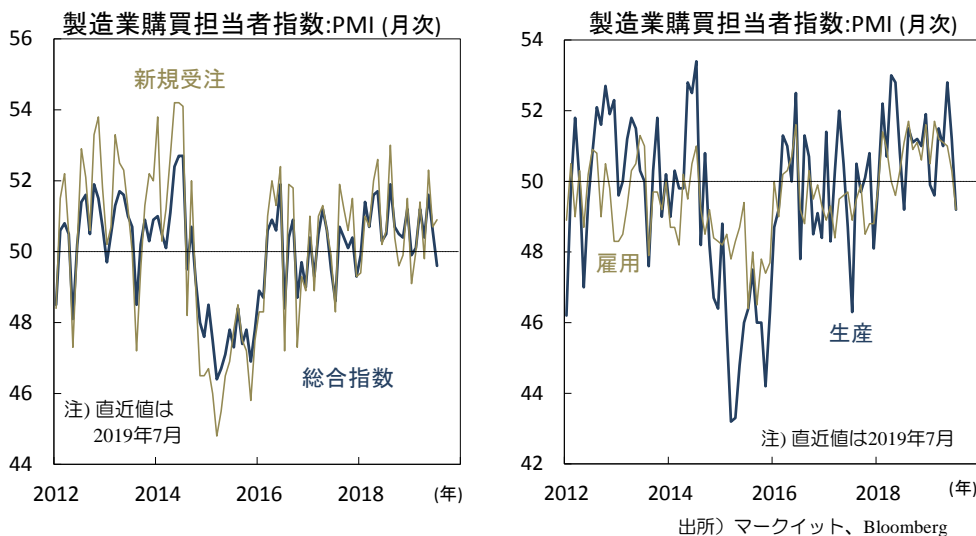
落ち着いた物価の下で景気が低迷を続けており、国内の状況を見る限りは、昨年引上げた政策金利を更に引下げて景気を支えることを検討すべきでしょう。しかし、前述の通り国際金融市場の環境は厳しく、資本流出を促しかねない利下げを行うことは当面難しそうです。9月以降には、3年前の租税特赦措置の際に国内に持込まれた資産の海外持出制限期間が満了。これに伴う資本流出は大きくはないと思われるものの、市場の変動が増す可能性は残ります<sup>(注2)</sup>。BIは国際金融市場とルピア相場の安定化を待ちつつ、来年春にかけて追加利下げの機会を慎重に探すと予想されます。(入村)

注2) アジア投資環境レポート 2019年7月22日号 を参照。

【図3】7月に利下げを実施(左)、落ち着いた消費者物価上昇率(右)



【図4】7ヵ月ぶりにPMIが50台割れ(左)、生産・雇用指数が悪化(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