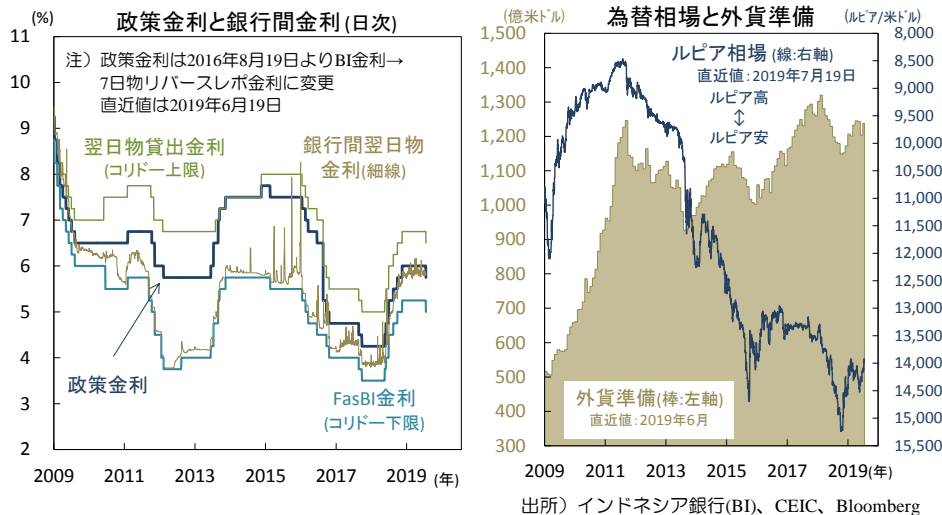


## インドネシア:ルピア相場が堅調に推移する中で利下げを開始

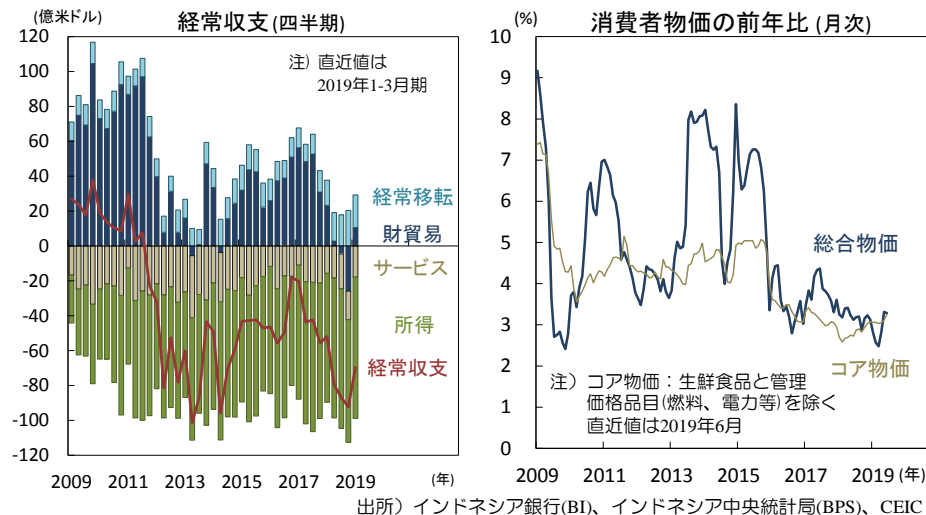
【図1】先週18日に利下げを実施(左)、年初より堅調なルピア相場(右)



先週18日、インドネシア銀行(BI)は政策金利を6%から5.75%に引下げ(図1左)。Bloomberg 集計では33社中27社が同利下げを予想。ほぼ市場予想通りの決定でした。

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、今回金利を引下げました。昨年の利上げは景気や物価の過熱が見られない中で、ルピア相場の安定化を目指したもので、ルピアは昨年初から10月末にかけて対米ドルで▲10.8%下落と(図1右)、主要アジア通貨ではインド(▲13.6%)に次ぐ下落率でした。昨年は世界的に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たインドやインドネシアからの資本流出が加速。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。その後、世界的な新興国への資本流入もありルピア相場は反発。後述する通りルピアは年初より堅調に上昇しており、BIが昨年の累積利上げの一部を巻き戻し低迷する景気を支える余地を生みました。1-3月期の実質GDPは前年比+5.1%と前期の+5.2%より鈍化しています。

【図2】昨年拡大した経常赤字は縮小の兆し(左)、落ち着いた物価(右)



BIの声明は外需が落込む中で今年のGDP成長率はBI見通し+5.0~5.4%の中央値を下回ると予想。投資など内需の刺激が必要としました。6月の総合消費者物価は前年比+3.3%と前月と同率(図2右)。声明は今年通年の同物価が目標(+2.5~4.5%)の中央値を下回ると予想しました。BIが重視するのは国際収支の安定です。5月初に高まった米中対立懸念は6月末より後退し、米国による7月末以降の利下げ期待が高まるなど対外環境は改善。同国でも大統領選挙を経てジョコ大統領の続投が確定し政治的な不透明感が後退、5-6月の貿易収支が黒字に転じるなど経常収支改善の兆しも見えます(図3左)。

BIの声明は、期待インフレ率が低く経済成長をさらに刺激する必要がある中で、「今後も緩和的な金融政策の余地が十分ある」と、追加利下げを検討していることを示唆。BIは、今後も資本収支を左右する国際金融市場の動向や経常収支の動向を注視しつつ、慎重に追加利下げの機会を探るでしょう。BIは来年3月末までの間に、累計3回0.75%ptの利下げを行い、政策金利を5%にまで引下げる可能性が高いと考えられます。

## ● 多額の債券投資資本流入とともに上昇するルピア相場

通貨ルピアは今年初より先週19日にかけて対米ドルで+3.2%と主要アジア通貨ではタイ(+5.7%)に次ぐ上昇率で、7月初来では+1.4%とトップの上昇率でした。年初より先週16日にかけて、ルピア建て国債市場に109.6兆ルピアの資本が流入しており、その約半分は6月初以降に流入(図3右)。現地の市場参加者によれば、海外機関投資家が保有する国債の為替ヘッジのための先物ルピア売り持高を解消したことも相場を押し上げた模様です。(a)米国の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(外貨建長期:BBB→BBB-)なども資本流入とルピア相場上昇を促しました。

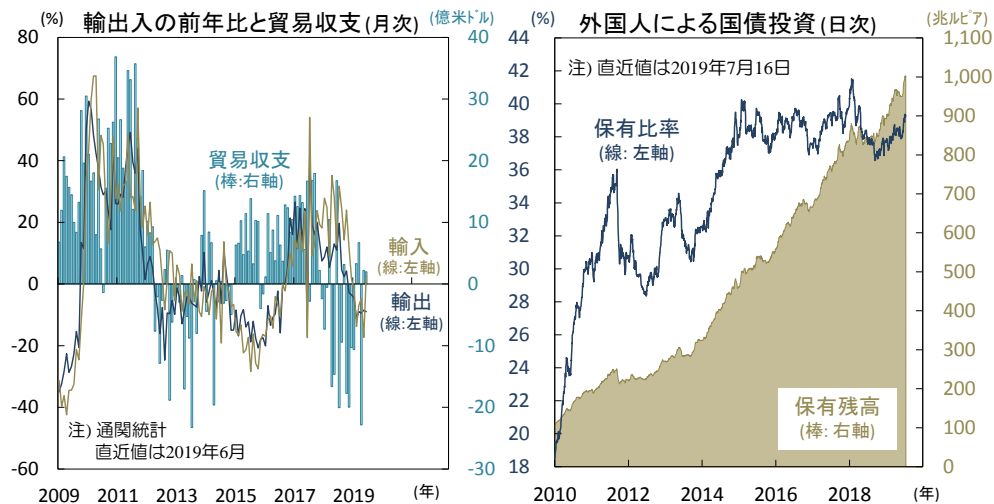
しかし、今後8-9月にかけては対外利払いや配当支払いに伴って経常収支が季節的に悪化。また、8月のイスラム教徒の大巡礼に伴う旅行収支の悪化も見込まれます。海外勢による国債保有額は急増しており、今後の追加利下げに伴って長期金利が一層低下した際には利益確定の国債売りが国債価格とルピア相場を押し下げる可能性も否定できません。加えて、租税特赦(Tax Amnesty)制度関連の資金流出も懸念されます。

## ● 一時的な調整はあれどルピアと国債価格は底堅く推移か

政府は2016年7-9月期に多額の租税特赦(未申告資産を申告すれば追徴課税や訴追を免除する措置)を実施。この際に持込まれた資金は3年間国内に留まることを義務付けられており、今年7-9月期にその期限が到来します。租税特赦対象額4,000兆ルピアの内、国内持込資金は147兆ルピア(105億ドル)。その大部分はドル建てとみられ、期限到来とともにドルに交換され得るルピア資金は20-30億ドル程度と推計されます。政府は同資金が今後も国内に留まるような優遇措置を検討中。もっとも、9月前後にかけては同資金流出の懸念に伴って一時的にルピア相場の変動性が増すでしょう。

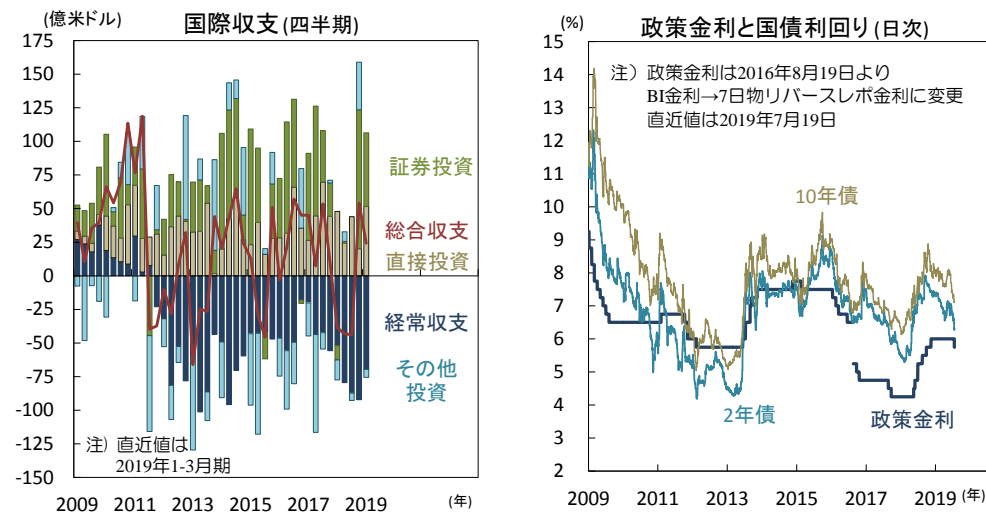
5月末に7.962%であった10年債利回りは先週19日には7.145%に低下(図4右)。今後の追加利下げを経て同利回りは来年初には6.5%前後まで低下する可能性が高いと考えられます。なお、今後8-9月にかけては季節的な経常収支の悪化や租税特赦措置を巡る不透明感から国債市場から資本が流出する可能性が高く、一時的にルピア相場と国債価格の下落がみられるでしょう。しかし、米国等主要先進国が金融緩和に舵を切る中で実質金利の高い同国への資本流入基調は続く見込みです。一時的な価格調整はあれど、ルピア相場と国債価格は底堅く推移すると予想されます。(入村)

## 【図3】貿易収支は改善(左)、6月初より国債投資資本流入が加速(右)



出所) インドネシア中央統計局(BPS)、インドネシア財務省、CEIC、Bloomberg

## 【図4】国際収支は昨年末より黒字に(左)、低下する国債利回り(右)



出所) インドネシア銀行(BI)、CEIC、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。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