

【インドネシア】景気支援のための連続利下げが行われる中で底堅く推移するルピア相場…………… 1ページ  
【アジア・マーケット・ウォッチ】…………… 6ページ

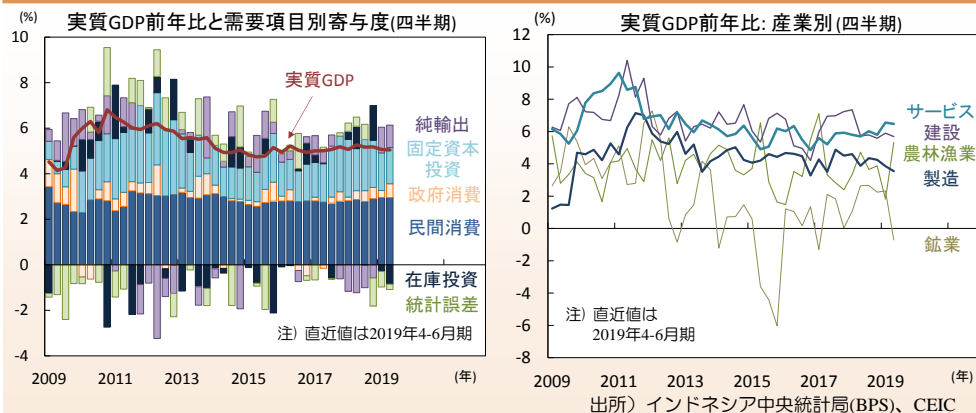
## 【インドネシア】景気支援のための連続利下げが行われる中で底堅く推移するルピア相場\*

### ● ルピア相場は年初より底堅く推移

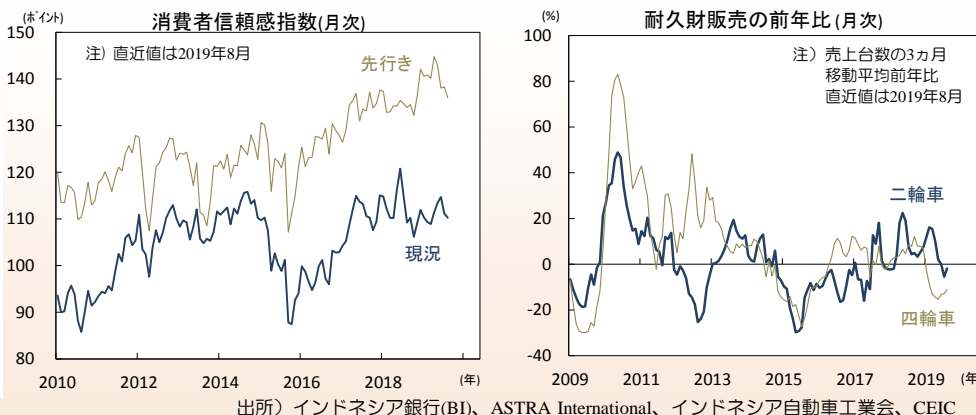
インドネシア・ルピア相場が堅調です。年初来の同通貨の対ドル相場騰落率は主要アジア通貨では、タイやフィリピンに次ぐ第3位。昨年的大幅利上げと足元の落ち着いた物価もあり実質金利の水準は高く、同国への資本流入を促しています。中央銀行は今年7月より3回連続で利下げを行い低迷する景気の支援を図っているものの、利下げはルピア相場の重しとはならず。昨年の果敢な利上げや今年7月まで利下げ開始を待った慎重な姿勢が内外の投資家による中央銀行への信頼を高めたため、予想以上の速度で利下げが行われたものの、今のところ懸念を招いてはいない模様です。今後も追加利下げが見込まれる中で、ルピア相場は安定を保つのか。本稿では同相場を取り巻く環境について考察します。まず、足元の景気と物価の動向を概観し(1-3頁)、今後の金融政策の方向性について分析(4頁)。次に足元の貿易収支と経常収支の動向を概観した上で(5頁)、今後のルピア相場の方向性について考察します(5頁)。

足元で景気は鈍化を続けています。政府が8月5日に公表した4-6月期の実質GDPは前年比+5.0%と、前期の+5.1%より減速しました。需要側では、投資が勢いを欠いたものの、4月の大統領選挙と議会総選挙にかけて家計消費と政府消費が加速したため、内需(在庫投資を除く)が+5.2%ポイント(pt)と前期の+4.9%ptより改善。純輸出も+1.0%ptと前期の+1.1%ptとほぼ変わらなかった一方で、在庫投資が▲0.9%ptと前期の▲0.3%ptより下げ幅を広げ、成長率を下げました(図1左)。民間消費は前年比+5.4%と前期の+5.3%より上昇。家計消費が同+5.2%と前期の+5.0%を上回りました。落ち着いた物価や良好な雇用環境に加え、6月上旬の断食明け大祭(レバラン)時の支出、政党による選挙関連支出、政府による低所得家計向け社会保障支出と公務員特別賞与などが同消費を押し上げ。自動車販売が低迷したものの(図2右)、食品、衣服・履物などの非耐久財や保健・教育、飲食・宿泊などのサービス消費が伸びました。

【図1】GDP成長率は約2年ぶりの水準に低下(左)、鉱業や製造業が減速(右)



【図2】二輪車と四輪車の販売は足元で低迷(右)



## ● 大型インフラ投資が一巡したため建設投資はやや軟調

対家計非営利団体(NPISH)の支出は同+15.3%と前期の+16.9%を下回りつつ好調。4月の大統領選挙と総選挙にかけて政党による選挙関連支出が拡大した影響です。政府消費は同+8.2%と前期の+5.2%より加速。選挙期間に向けて、政府の社会保障関連支出が加速しました。固定資本投資は同+5.0%と前期と同率でした。設備投資が同+9.9%と前期の+8.4%より加速したものの、建設投資が同+5.5%と前期と同率とやや軟調。大型インフラ投資が一巡したことによります。足元ではセメント販売量が低迷(図3左)。建設投資の回復の兆しは見えません。また、知的財産権や育成生物資源への投資が落込み、業務用車両購入も同+0.0%と軟調。鉱業やインフラ部門の投資ブームの終息が背景とみられ、2017年に急伸した大型トラックの販売台数は足元で急減しています(図3右)。外需では、海外景気の鈍化等を受けて総輸出が同▲1.8%と前期の▲1.9%に続きマイナスの伸びとなり、総輸入は同▲6.7%と前期の▲7.4%より下げ幅が縮小。この結果、純輸出の寄与度は+1.0ptと前期の+1.1ptより小幅に縮小しました。

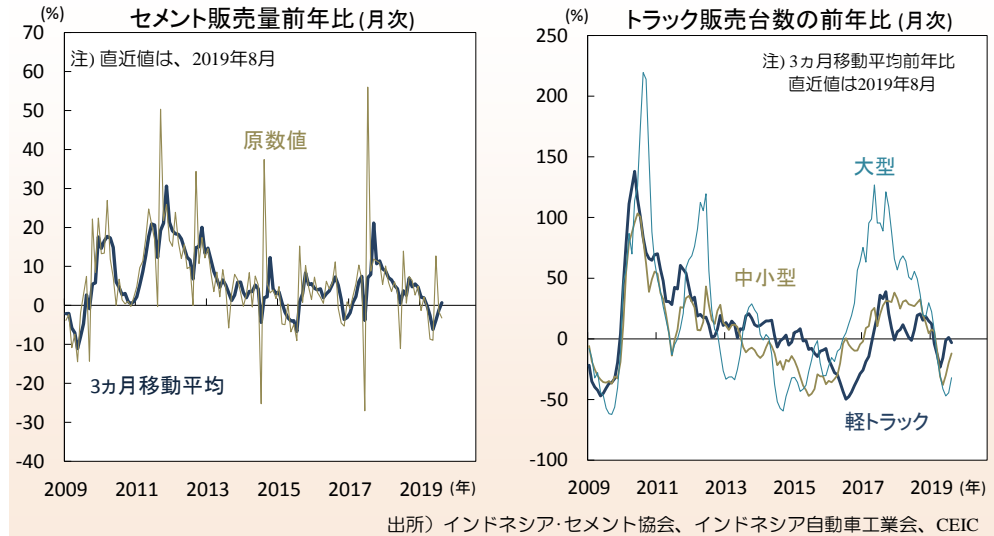
生産側では家計消費の伸び等を背景にサービス部門が堅調に拡大し農林漁業も加速したものの、冴えない投資や低迷する輸出等を背景に製造業や建設業が鈍化しました。

## ● 自動車販売や輸出の低迷を受けて製造業生産が鈍化

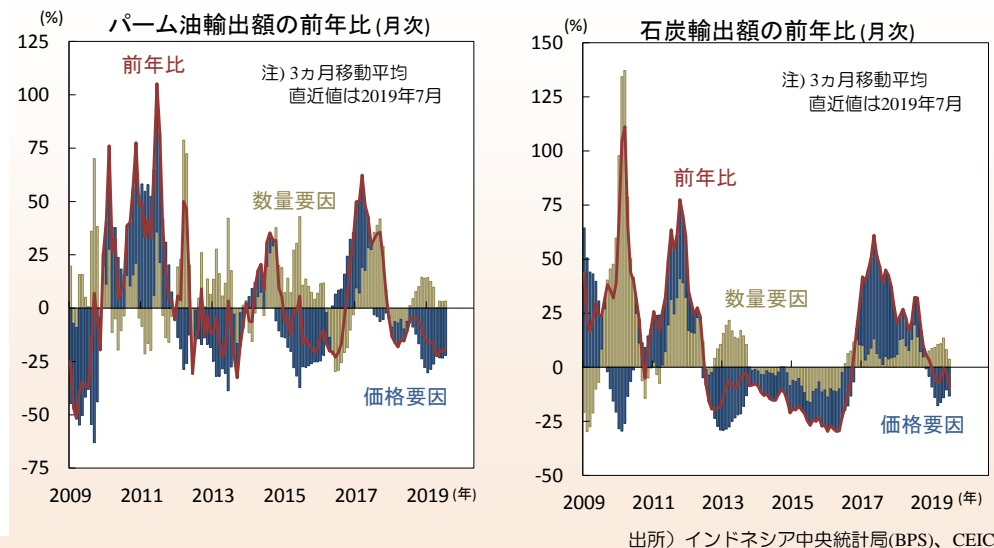
農林漁業は同+5.3%と前期の+1.8%より加速しました(図1右)。農作物が同+5.1%と前期の▲5.9%より反発。収穫のピークが前年の3月から4月に後ずれしたことが背景です。一時的な収穫期のズレの影響を除くために今年1-6月期の農作物生産を計算すると、同▲0.4%と昨年10-12月期の+4.5%より鈍化。雨不足の影響とみられます。

鉱業は同▲0.7%と前期の+2.3%より反落。石油・ガスや銅など鉱石類の下げ幅が拡大した影響です。製造業は同+3.5%と前期の+3.9%より鈍化。食品や衣服が堅調に伸びたものの、その他多くの部門が減速しました。繊維・衣服は+20.7%と前期の+19.0%に続き好調。堅調な家計消費や、米中貿易摩擦に伴う米国向け輸出の伸びが背景です。レバン休暇期の消費の伸びを受けて、食品も同+8.0%と前期の+6.8%より加速しました。運輸機器は同▲3.7%と前期の▲6.6%に続くマイナスの伸び。家計による二輪車・四輪車購入や企業による業務用車両購入の低迷によります(図2右、図3右)。軟調な建設投資を背景に卑金属が減速し、非金属鉱業製品もマイナスの伸び。輸出の低迷を受けて電子や化学が鈍化し、ゴム・製品の下げ幅も拡大しました。公益は同+2.2%と前期の+4.1%より鈍化。電力が減速し、ガス供給もマイナスの伸びとなりました。

【図3】 鉱業やインフラ部門の投資ブームは終息し大型トラック販売が低迷 (右)



【図4】 パーム油や石炭価格の低迷から交易条件が悪化し、輸出を下押し



## ● 今年通年の経済成長率は昨年を下回る見込み

建設業は同+5.7%と前期の+5.9%より鈍化。大型インフラ投資の一巡等によります。サービス部門は同+6.5%と前期の+6.6%よりやや鈍化しつつ堅調でした。デジタル産業の急発展を背景に情報通信が同+9.6%と前期の+9.1%より加速し、新設のインフラが稼働を始める中で運輸・倉庫も同+5.8%と前期の+5.3%より上昇。政府の経常歳出の加速を受けて公共サービス等が同+8.8%と前期の+6.4%を上回りました。卸売・小売や宿泊・飲食や金融・保険が鈍化したものの、不動産、教育、保健などは加速しました。

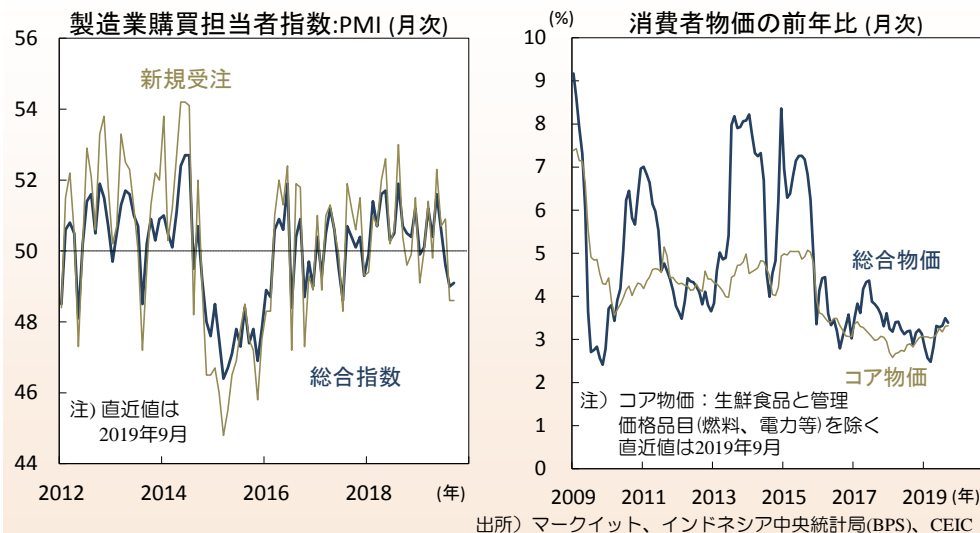
今後も落ち着いた物価や堅調な雇用が家計消費を支えるものの、選挙関連支出による押し上げがはく落し、社会保障支出も年前半の前倒し執行の反動で鈍化し、消費の重しとなるでしょう。選挙前の政治的不透明感から先送りされてきた民間投資は、今後徐々に回復する見込み。政府による新規のインフラ投資も始まるものの、成長率を押し上げるのは来年初以降とみられます。一方、輸出の低迷と交易条件の悪化は今後も景気の重しとなるでしょう(図4)。世界的な天然ガスの過剰供給が石炭需要を下押ししており、マレーシアによる生産拡大に伴って同国のパーム油在庫は増加し国際価格を押し下げています。今年通年の成長率は+5.1%前後と昨年の+5.2%を下回ると予想されます。

## ● 食品物価の上昇が一巡し、総合消費者物価は鈍化

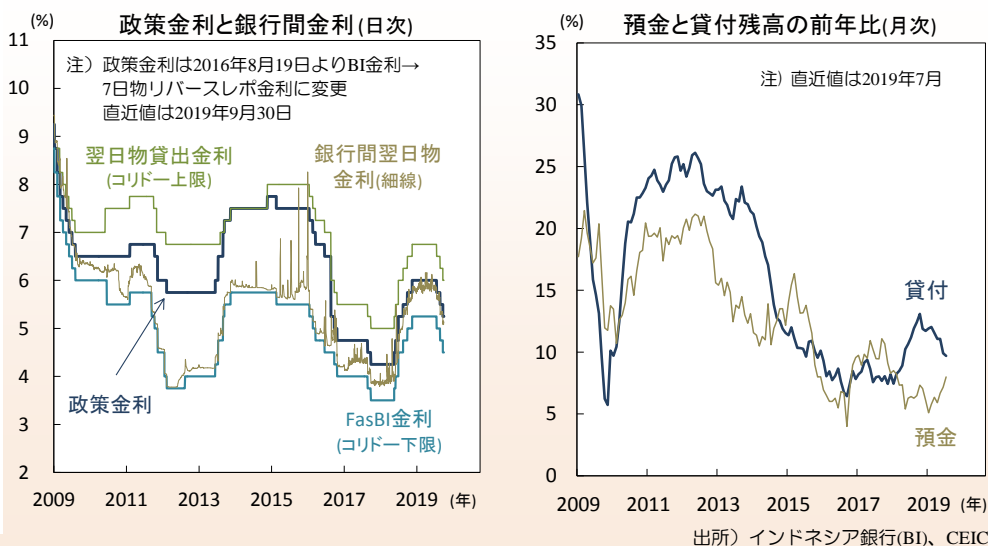
足元の物価は落ち着いています。9月の総合消費者物価は前年比+3.4%と前月の+3.5%より小幅に鈍化(図5右)。食品が同+5.4%と前月の+5.8%より低下し、総合物価を下げました。食品物価の低下は6カ月ぶり。雨不足と熱波等の影響から高止まっていた同物価は、農作物の収穫期入りとともに鈍化しました。香辛料は同+30.0%と前月の+37.0%より低下(季節調整前の前月比は▲9.9%)。高騰していた赤唐辛子価格の反落が背景です。一方、燃料など管理価格は同+1.9%、コア物価も同+3.3%と前月と同率でした。

4月より上昇を続けてきた食品物価が落ち着くとともに、総合消費者物価の前年比は今年末まで+3%半ばで推移するでしょう。今年通年の総合物価は前年比+3.2%と前年と同率となった後、来年初以降は緩やかに上昇するとみられます。先月13日、財務省は来年初よりタバコ税を23%上げる方針を公表。同税の引上げは2年ぶりです。増税に伴う増収はGDPの0.1%程度とみられ、個人所得税減税(基礎控除の引上げ等)に充てられる見込みです。この措置に伴って総合物価は0.5%pt押し上げられるとみられ、同時期に軽油など燃料小売価格の引上げも重なれば押し上げ幅は更に大きくなるでしょう。来年初にかけて総合物価は+4%を超えて上昇すると予想されます。

【図5】製造業PMIは3ヵ月連続で節目の50割れ(左)、落ち着いた物価(右)



【図6】3回連続で利下げを実施(左)、預金を上回る貸付の伸び(右)



## ● 中央銀行は、今年7月以降3回連続で利下げを実施

落ち着いた物価の下で、インドネシア銀行(BI)は政策金利を引下げ低迷する景気の支援を図っています。BIは、昨年5月から11月にかけて、低迷する通貨ルピアを安定化するために政策金利を累計1.75%pt引上げ(4.25%→6%)。その後は金利を据置いた後に今年7月より利下げを始め、3回連続で累計0.75%ptの引下げを行いました(図6左)。

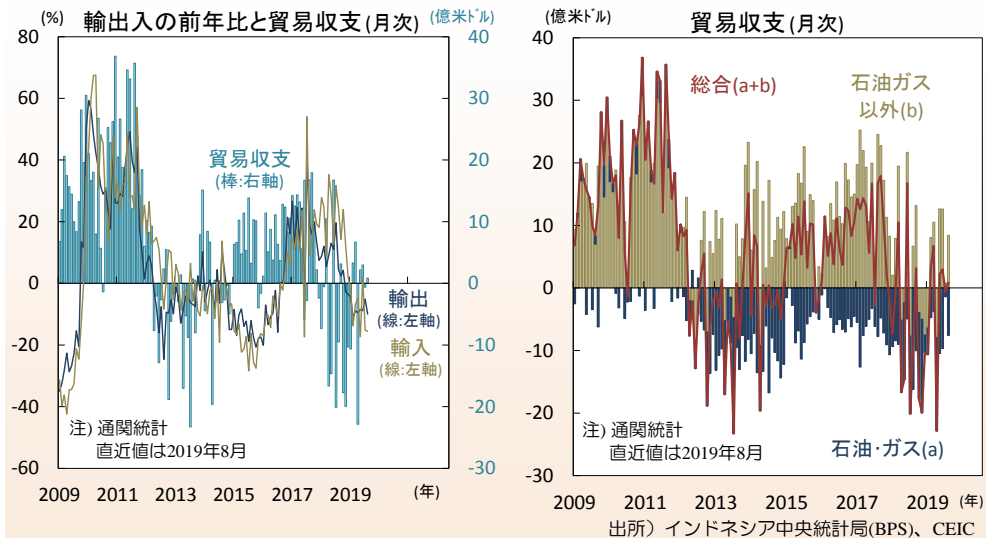
9月19日の政策会合では利下げ(5.5%→5.25%)に加え、マクロ健全性規制の緩和も実施。銀行による貸付を促し金融緩和の効果の浸透を図るための措置とみられます。今回行われたのは、マクロ健全性仲介比率(RIM)の緩和と、不動産融資と自動車融資に関わる担保掛目(LTV)と頭金規制の緩和です。RIMは債券投資/調達を含む広義の預貸率であり、今回は分母となる預金等に一定要件を満たす借入が加えられました。これに伴って、貸付の伸びとともにRIMが規制上限の94%近くまで上昇していた銀行の貸付余力が増すとみられます。BIの声明は、今回の利下げの背景として、(a)落ち着いたインフレ率、(b)国内金融資産の魅力的な投資収益率、(c)世界景気減速から国内景気を守るための予防的な措置の必要性等を列挙。上記(b)は実質金利が対外収支とルピア相場の安定を保つのに十分な水準であるとの判断を示したものとされます。

## ● 今後も為替相場の安定に配慮しつつ追加利下げを実施か

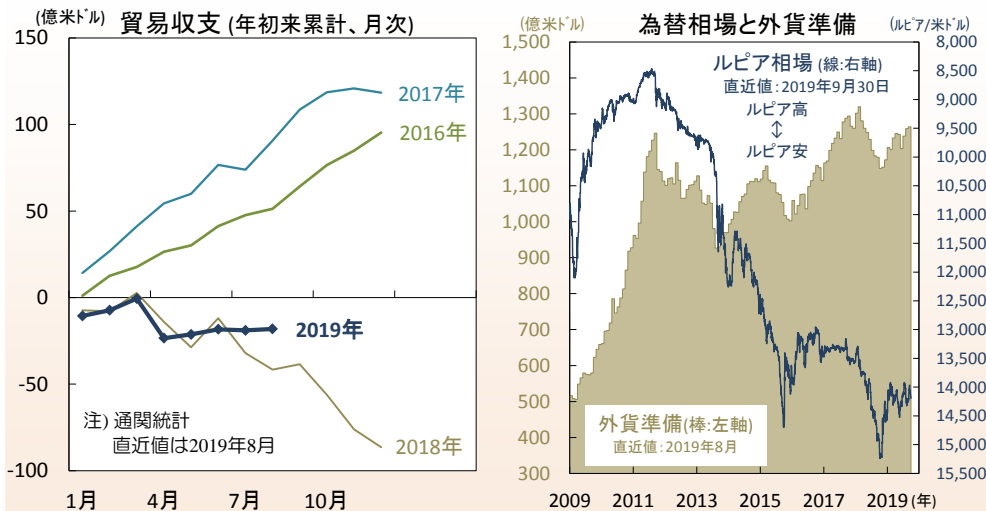
今回の声明は、「経済は対外的な逆風に晒されている」と景気減速への警戒感を強調。世界景気の低迷や一次産品価格の低下を背景に輸出が加速しておらず、設備投資も勢いを欠くとなりました。なお、前回の声明は、世界的な通商対立や地政学リスクが貿易や世界景気を下押ししているとしつつ、国内景気は「高い投資の伸びなどの内需に支えられて今後も堅調な拡大が予想される」と記述。今回の声明の警戒感が目立ちます。

声明は、前回と同様に今後も「緩和的な政策の組合せを保つ」とし、この方針は(d)低いインフレ率の見通し、(e)対外的な安定性の持続、(f)景気を加速させる必要性に沿ったものと記述。低迷する景気を支援するために、今後も追加利下げを行うことが可能との考えを示唆しました。上記(e)の対外的な安定性については、直接投資と証券投資の流入基調が続いており、経常赤字のGDP比も2019-20年に2.5~3.0%と管理可能な範囲で推移すると予想。経常赤字縮小の速度は従来予想したより遅いものの、十分な規模の資本流入が国際収支を黒字に保ち通貨ルピアを安定させることを期待している模様です。同行の予想通りに今後もルピア相場が安定的に推移した場合、BIは今年末から来年初にかけてあと1~2回の追加利下げを行って景気の支援を図ると予想されます。

【図7】輸入が低迷するとともに貿易収支は足元でやや改善(左)



【図8】年初来の貿易赤字は昨年より縮小(左)、底堅いルピア相場(右)



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

## ● 昨年大きく悪化した貿易収支は足元で改善

昨年は貿易収支が急速に悪化し経常赤字を押し上げたものの、貿易収支は足元で改善しています。8月の貿易収支は+8,500万ドルと前月の▲6,400万ドルや前年同月の▲9億5,300万ドルより改善。輸出が前年比▲10.0%と前月の▲5.1%より下げ幅を広げたものの、輸入も同▲15.6%と前月の▲15.2%に近い大幅なマイナスとなった影響です(図7左)。石油・ガス輸出は同▲38.5%と前月の+13.4%より急反落。輸出量の低下と輸出価格の低迷によりです。一方、石油・ガス以外の輸出も同▲7.2%と前月の▲6.9%より下げ幅が拡大。輸出数量はプラスの伸びであったものの、パーム油や石炭等の輸出価格が低迷し(図4)、輸出額の伸びを押下げました。輸入側でも、石油・ガスが同▲46.5%まで落込んだ一方、石油・ガス以外は▲8.8%と下げ幅は限定的。輸入分類別では、消費財:▲12.1%、原材料:▲18.1%、資本財:▲5.8%と主要部門全てがマイナスとなりました。

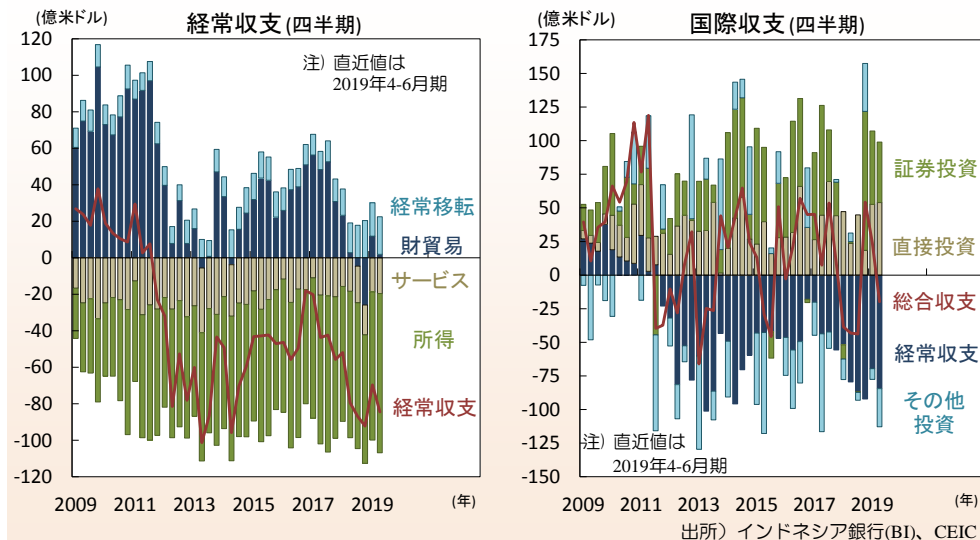
1-8月累計の貿易赤字は▲18.1億ドルと、前年同期の▲41.6億ドルより縮小(図8左)。内需が鈍化を続ける中で輸入は今後も低迷し、輸出の低迷による貿易赤字押し上げ圧力を抑えるでしょう。昨年の経常赤字はGDP比3.0%と前年の1.6%より急拡大したものの、今年通年では2.7%前後、来年は2.4%前後へと緩やかに縮小すると予想されます。

## ● 相対的に高い実質金利に支えられルピアは底堅く推移か

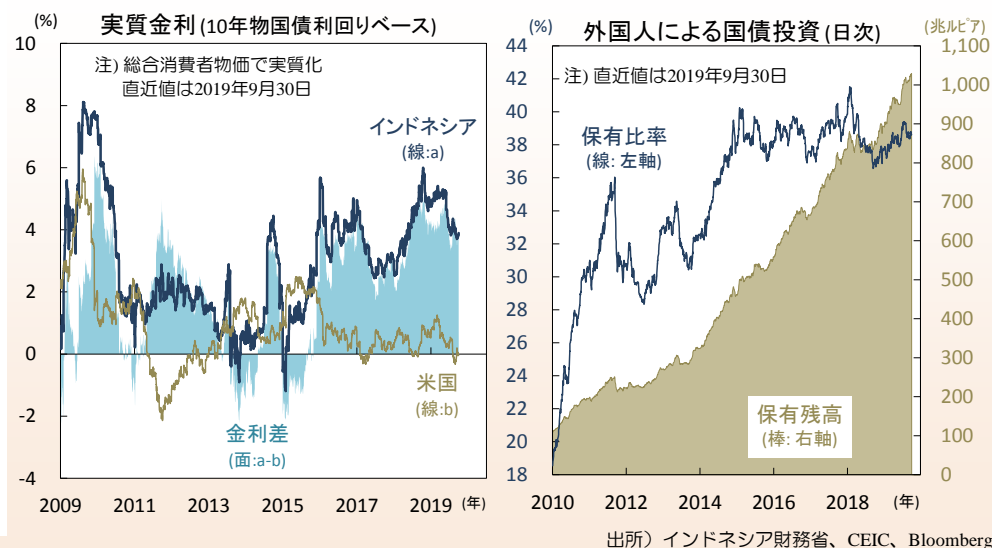
通貨ルピアは今年初より9月末にかけて対米ドルで+1.4%上昇と、主要アジア通貨ではタイ(+6.4%)やフィリピン(+1.5%)に次ぐ騰落率。米ドルの名目実効相場指数(DXY)が同期間に+3.3%上昇する中でも堅調に推移しました。

経常赤字縮小の速度は遅いものの、直接投資や証券投資が流入し国際収支は黒字基調(図9右)。相対的に高い実質金利が資本流入を促しています。前述の通り、BIは7月以降3回連続で利下げを実施。8月は米中通商対立懸念からリスク回避が強まり市場参加者の多くが据置きを予想する中での利下げでした。こうした動きが投資家の懸念を招いていないのは、昨年の果敢な利上げや今年7月まで利下げ開始を待ったBIの慎重な姿勢が同行への信頼を高めたためとみられます。前述の通り、BIは景気悪化への警戒感を高めており、今後も1~2回の追加利下げを実施の見込み。しかし、同行は米国との実質金利差等も重視しルピア相場の安定を図るでしょう。海外投資家は多額のルピア建て国債を保有。資本流出やルピア売りヘッジの加速を避けるため、BIは為替市場と国債市場に介入し為替相場と金利の安定化を図っています。世界景気や通商摩擦への懸念はくすぶるものの、ルピアは今後も底堅く推移すると予想されます。(入村)

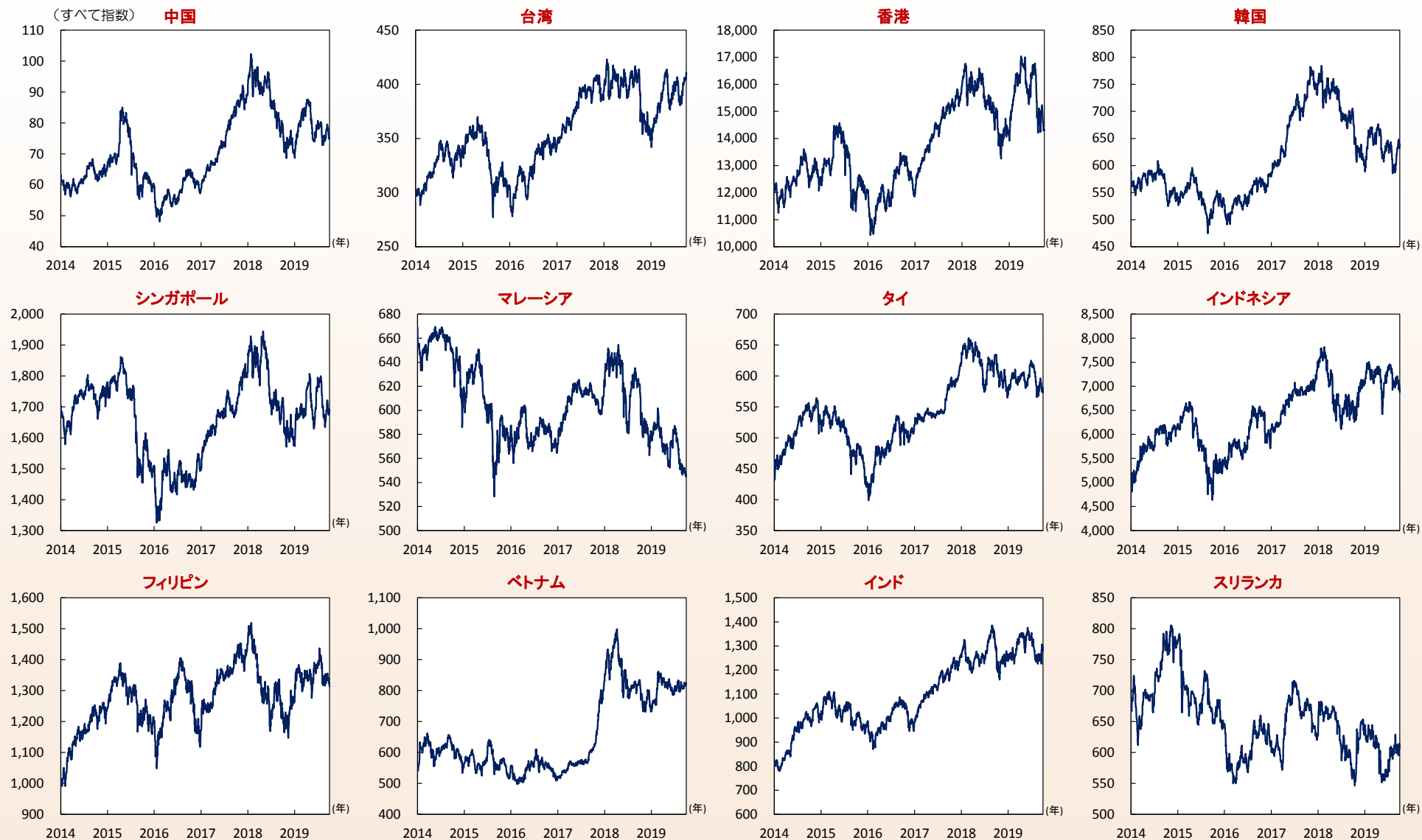
【図9】 昨年より経常赤字が拡大(左)、直接投資と証券投資資本が流入(右)



【図10】 対米実質金利差は高水準(左)、外国人は多額の国債を保有(右)



## 【アジア・マーケット・ウォッチ】(1) 株価

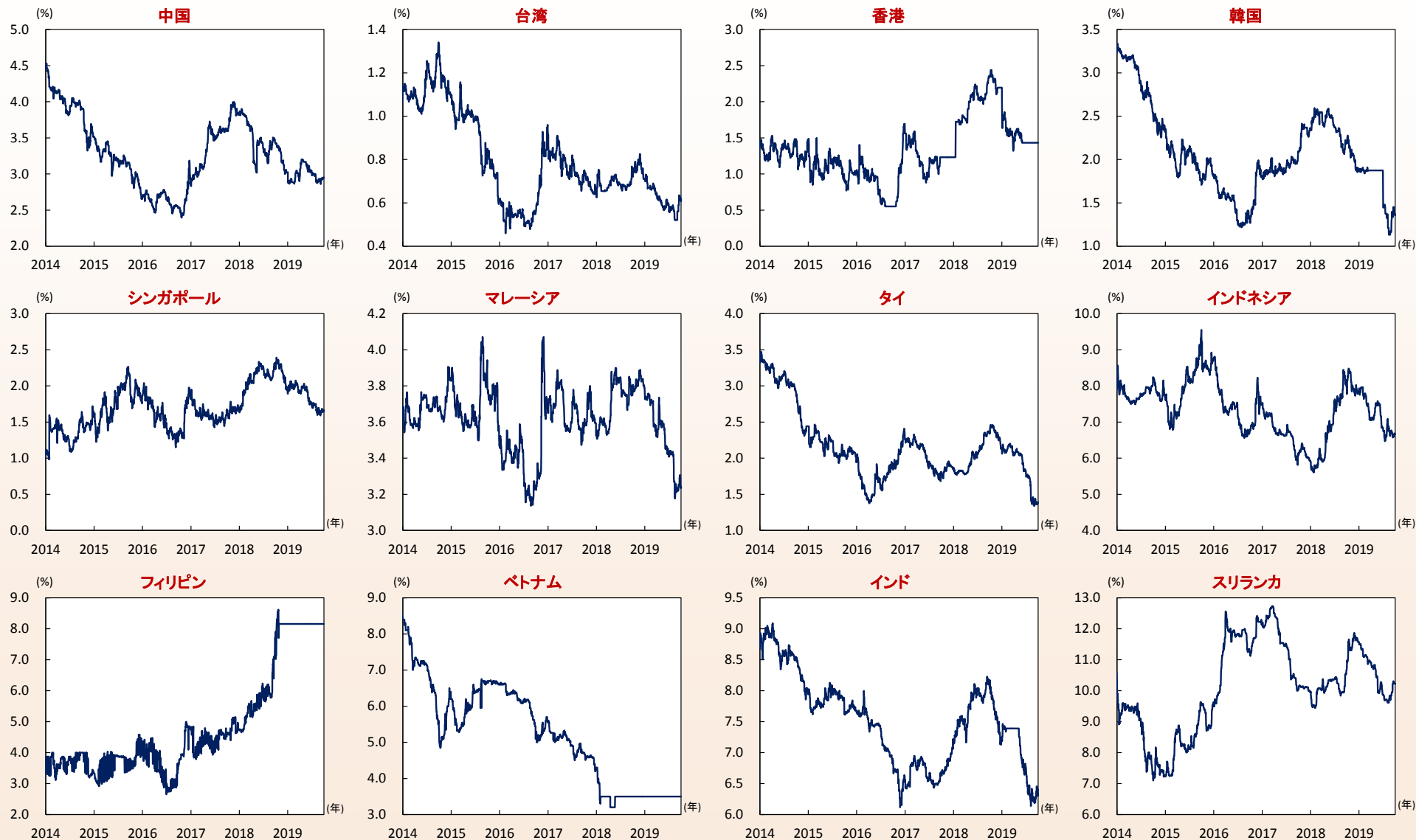


注1) 直近値は、2019年10月1日。

注2) ベトナムとスリランカはMSCIフロンティア・マーケット インデックス、その他はMSCI オールカントリー・ワールド インデックスの国別指数（現地通貨ベース、配当込み）。

出所) MSCI、Bloombergより当社経済調査室作成

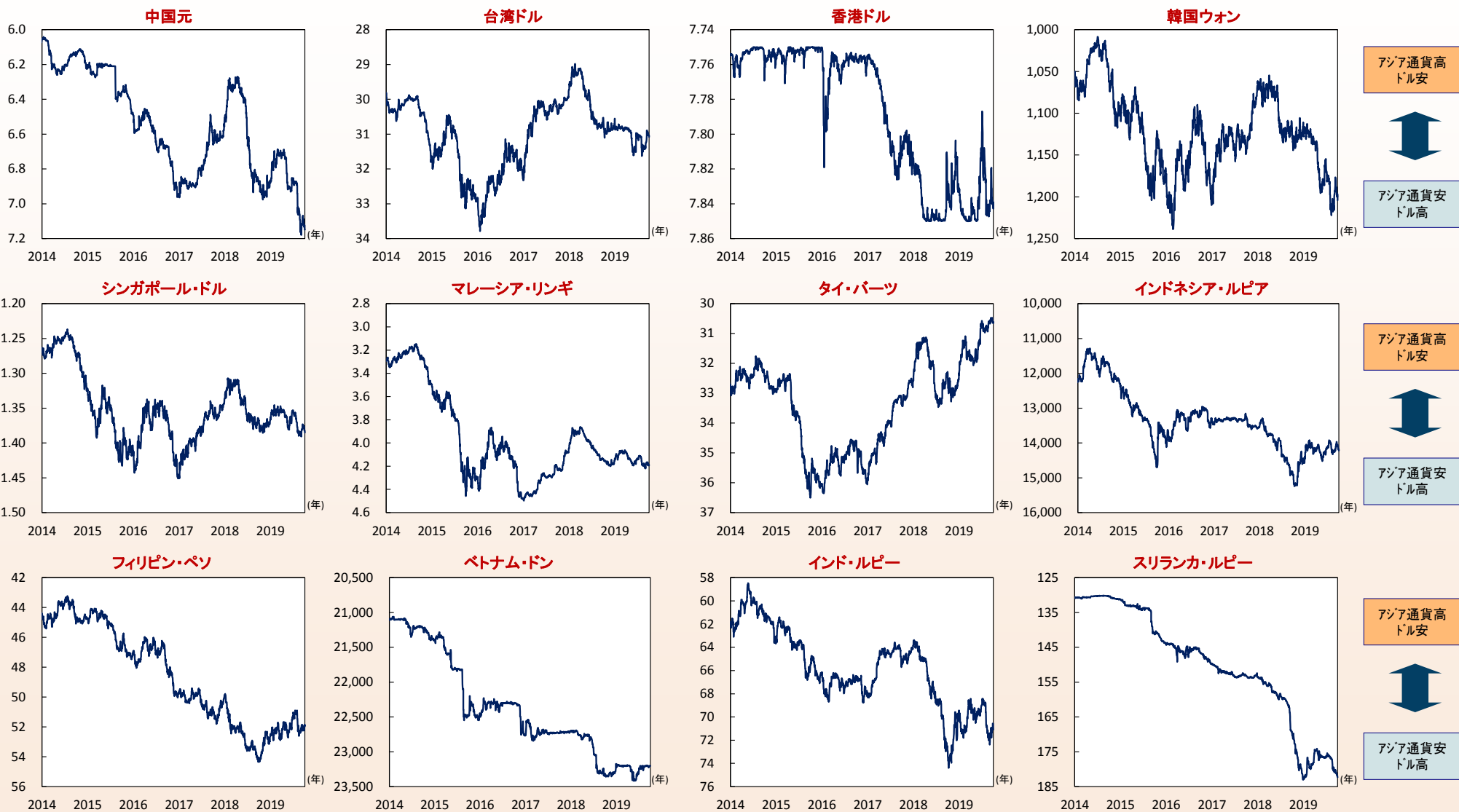
## 【アジア・マーケット・ウォッチ】(2) 自国通貨建国債利回り



注) すべて5年国債利回り、直近値は、2019年10月1日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## 【アジア・マーケット・ウォッチ】(3)アジア通貨の対ドル相場



注) 単位は、アジア通貨/米ドル(1米ドル=アジア通貨)、直近値は、2019年10月1日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成



### 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。本資料は、投資勧誘を目的とする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。（作成基準日: 2019年10月2日）
- 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。

### 本資料中で使用している指数について

MSCI オールカントリー・ワールド インデックス、MSCI エモフィア・マーケット インデックスに対する著作権およびその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。Markit Economics Limitedの知的財産権およびその他の一切の権利はMarkit Economics Limitedに帰属します。



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