

【インドネシア】利上げや国内為替先物(DNDF)導入によってルピア安定化を目指す中央銀行……………1ページ  
【アジア・マーケット・ウォッチ】……………7ページ

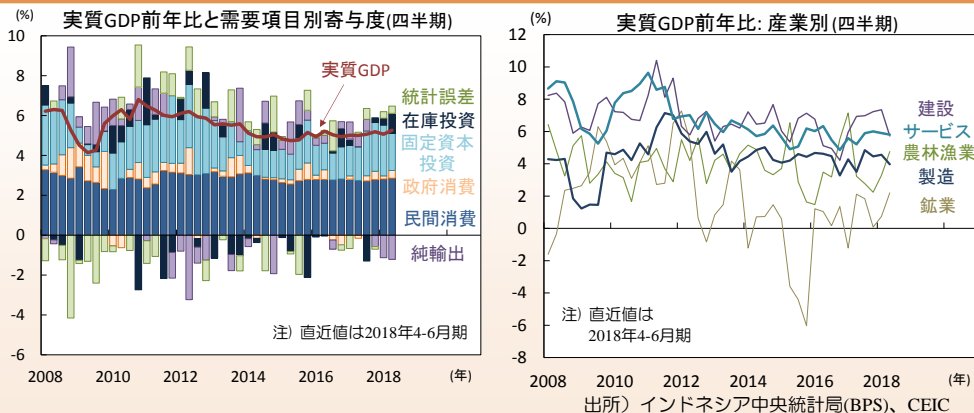
## 【インドネシア】利上げや国内為替先物(DNDF)導入によってルピア安定化を目指す中央銀行\*

### ● 4-6月期の景気は加速するも持続性には不安も

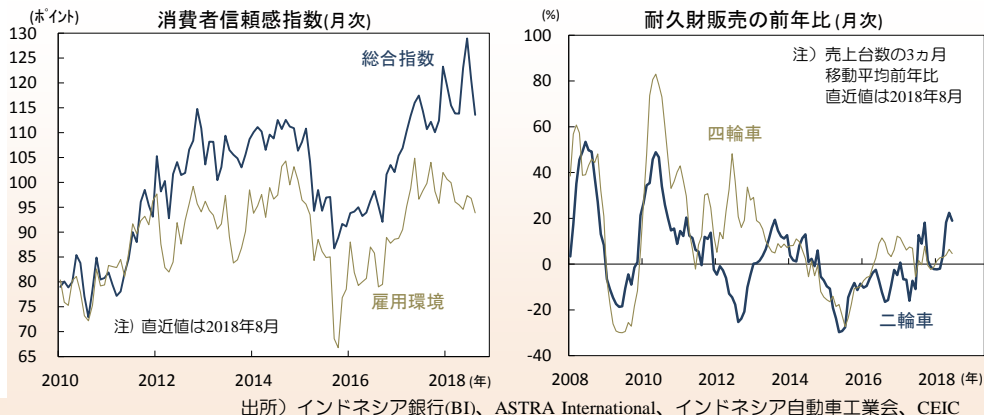
インドネシア・ルピア相場が軟調です。同通貨は年初より10月9日にかけて対米ドルで▲11.0%下落と、主要アジア通貨ではインド・ルピーの▲14.1%に次ぐ下落率でした。国内投資の拡大に伴う資本輸入の増加や燃料輸入価格の上昇とともに拡大する経常赤字などがルピア安の背景です。また、外国人による国債保有額が大きく、国内為替市場の流動性が低いため、海外投資家のリスク許容度が低下する局面では海外投資による国債売却や為替ヘッジのための先物ルピア売りに伴ってルピア相場は大きく下落しがちです。ルピアの下落に歯止めはかかるのか。本稿では、ルピア相場の安定化を目指す当局の取組みや今後の相場動向について考察します。まず、景気物価の状況を概観し(1-3頁)、金融政策動向について分析した上で(4頁)、当局によるルピア相場安定化に向けた取組みを整理し、今後の相場動向について考察します。

8月6日、政府は4-6月期の実質GDPが前年比+5.3%と前期の+5.1%より加速し(図1左)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+5.1%を上回ったことを公表。2015年の低迷を脱して回復を続けつつも勢いに欠けた景気は、ようやく加速を始めたようにも見えます。しかし、4-6月期の成長の加速は、生産側では天候改善や石炭価格の上昇に伴う農林漁業や鉱業の伸び、需要側ではこれを受けた在庫投資の伸びによるものであり、その持続性には不安が残ります。需要側では、民間と政府の消費が加速したものの固定資本投資が減速したため、内需(在庫投資を除く)の寄与度は+5.1%ポイント(pt)と前期の+5.5%ptを下回り、純輸出も輸入の加速に伴って▲1.2%ptと前期の▲1.1%ptより下げ幅がやや拡大。これらの影響を相殺して成長率を上げたのは在庫投資であり、+1.0%ptと前期の+0.4%ptを大きく上回りました(図1左)。今年は断食月(ラマダン)の11日前倒しの結果、ラマダンと断食明け大祭(シバラン)が4-6月期に集中し休日数が増加。これが民間消費を押し上げ投資を押し下げたとみられます。

【図1】天候改善等に伴って、農林漁業や鉱業の生産の伸びが加速(右)



【図2】二輪車販売など、農村部家計を中心に耐久財消費は堅調(右)



## ● 家計消費の加速の一因は断食明け大祭の前倒し

4-6月期の実質民間消費は前年比+5.2%と前期の+5.0%より加速。家計消費が同+5.1%と前期の+4.9%より上昇し、対家計非営利団体(NPISH)支出も同+8.7%と前期の+8.1%より加速。6月半ば以降の地方選挙を控えて、政党による選挙関連支出が増加した影響とみられます。家計消費については、レバラン休暇に伴って食品が伸び、運輸・通信や宿泊・飲食等のサービス支出も加速しました。休日数の増加に加え、公務員賞与の大幅増額と支給対象者の拡大(元公務員の年金受給者)や、燃料小売価格の抑制による購買力の下支えの影響もあったとみられます。政府消費も同+5.3%と前期の+2.7%より上昇。地方選挙に向けて政府の経常歳出の実行が加速しました。固定資本投資は同+5.9%と前期の+7.9%より鈍化しました。設備投資は+22.5%と前期の+23.7%をやや下回りつつ好調であった一方、建設投資が同+5.0%と前期の+6.2%より減速。営業日の減少に伴って政府のインフラ投資の実行が遅れた影響によるとみられます。

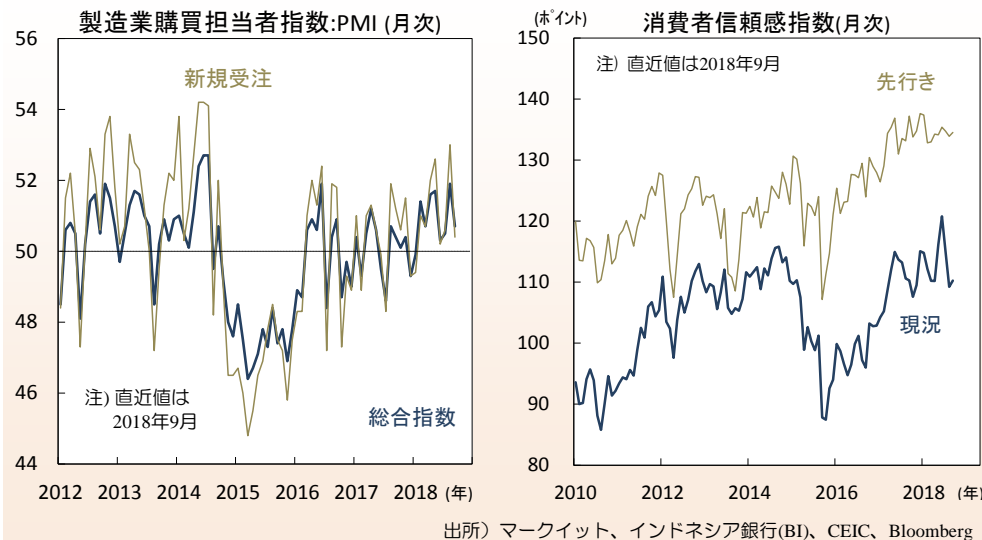
外需では、総輸出が同+7.7%と前期の+6.1%より加速するとともに、総輸入も同+15.2%と前期の+12.7%より加速。この結果、純輸出の寄与度は▲1.2%ptと前期の▲1.1%ptより下げ幅が小幅に拡大しました。

## ● 農林漁業や鉱業が好調な一方で製造業や建設業が鈍化

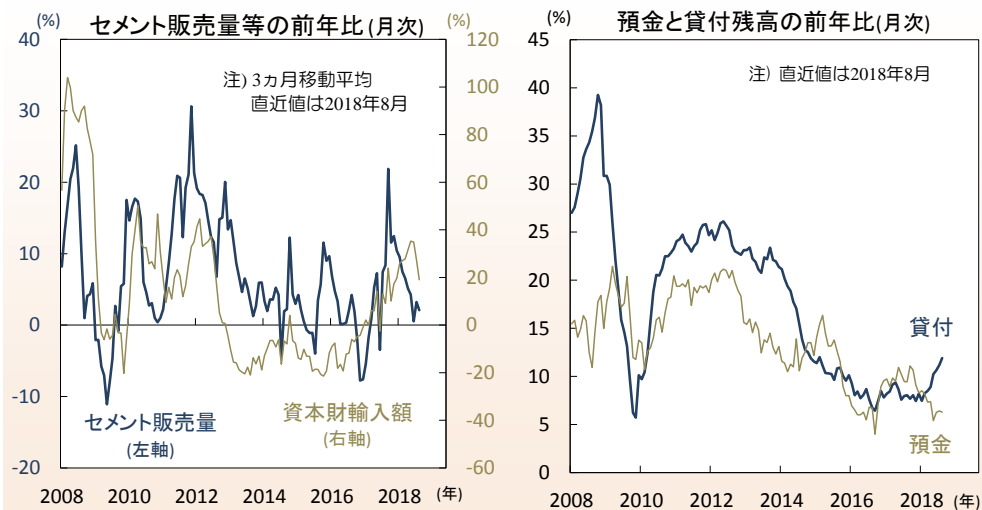
生産側では、天候条件の改善や石炭価格の上昇に伴って農林漁業と鉱業が加速した一方、製造業と建設業とサービス部門が鈍化しました(図1右)。

農林漁業は同+4.8%と前期の+3.3%より加速。プランテーション作物が同+4.7%と前期の+7.2%より鈍化したものの、園芸作物が+8.5%と前期の+7.1%より上昇し、農作物も+3.4%と前期の▲3.5%より反発しました。鉱業は同+2.2%と前期の+0.7%より加速。石油ガス等が同+0.9%と前期の▲2.9%より反発し、石炭等も同▲3.7%と前期の▲4.7%より下げ幅が縮小。恵まれた天候が露天掘り炭鉱での生産を促し、石炭の国際価格の上昇に伴って休鉱中の炭鉱の再稼働の動きが広まりました。製造業は同+4.0%と前期の+4.6%より鈍化。前年比で見た営業日数の減少の影響もあった模様です。ゴム・製品、革製品、電子等が加速したものの、加工食品、卑金属、運輸機器などが鈍化しました。建設業は同+5.7%と前期の+7.4%より鈍化。インフラ投資の遅延等によります。サービス部門は同+5.8%と前期の+5.9%よりやや鈍化。政府の経常歳出の伸びに伴って公共サービス等が同+7.2%と前期の+5.8%より加速し、民間消費の伸びに伴って卸売・小売や宿泊・飲食も上昇したものの、情報通信、金融・保険、不動産等が鈍化しました。

## 【図3】 製造業の景況感(左)や消費者信頼感(現況、右)は足元でやや軟化



## 【図4】 鈍化するセメント販売量(左)、加速する銀行貸付の伸び(右)



## ● 今年通年の成長率は昨年より小幅に上昇か

燃料小売価格は今後も来春の大統領選挙まで据置かれ家計の購買力を支えるものの、レバラン休暇の前ズレや公務員賞与の積増しや地方選挙に向けた政党による支出による押上げからの反動が年後半に生じるでしょう。一方、営業日減少の影響で遅延した政府による投資支出は年後半に回復するものの、ルピア安を警戒する政府は経常赤字の拡大を抑えるために多額の資本財輸入を必要とする建設を先延ばしする方針であり、回復の勢いは弱くなるとみられます。来春の大統領選挙が迫り、政治的な不透明感が高まる中で企業は設備投資に関わる判断を先延ばしするでしょう。今年通年の経済成長率は+5.3%前後と昨年より緩やかに加速すると予想されます。

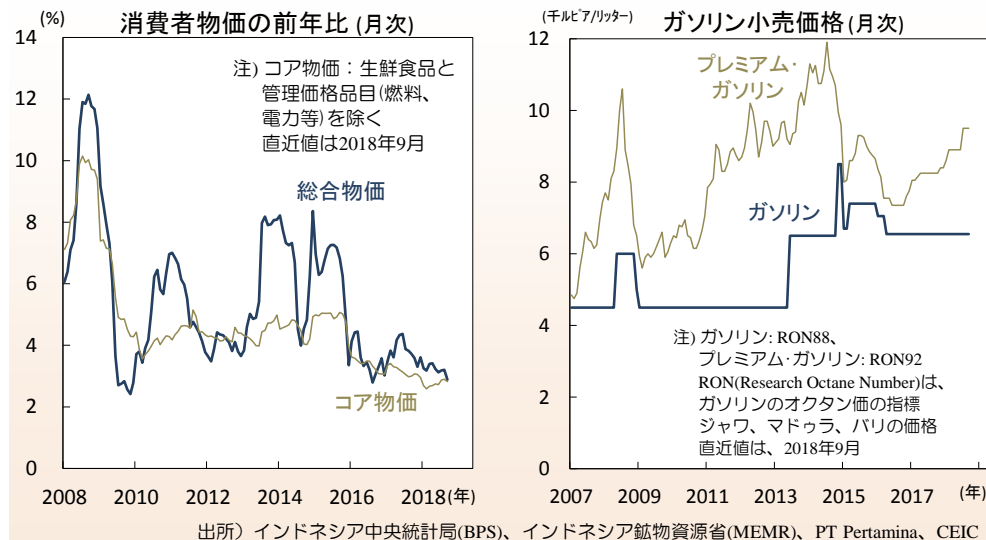
足元の物価は極めて落ち着いています。9月の総合消費者物価は前年比+2.9%と前月の+3.2%より鈍化し、約2年ぶりの水準まで低下(図5左)。食品物価の鈍化や燃料物価の落ち着きが背景です。食品は同+3.7%と前月の+4.9%より低下。前月比(季節調整前)は▲1.6%と2カ月連続でマイナスとなりました。機動的な食品輸入など政府による食糧管理の改善が背景とみられます。肉類が前年比+6.1%と前月の+10.1%より低下、香辛料も同+2.3%と前月の+4.5%を下回り、食品物価の伸びを押し下げました。

## ● 燃料価格の据置きもあり消費者物価は低下

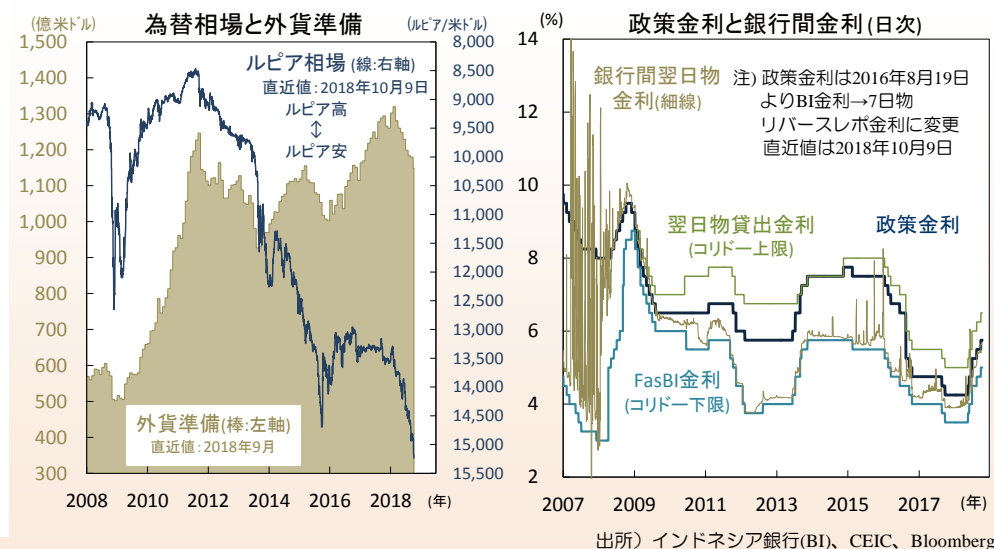
燃料など管理価格は前年比+2.4%と前月の+2.5%よりやや低下し、前月比は+0.0%。国際燃料価格が上昇ルピアが下落する中でも、主要燃料の小売価格を政府が据置いていることが背景です(図5右)。燃料価格の据置きは、(a)内外価格差の拡大に伴って燃料の過剰消費が促されルピア安による輸入抑制効果(経常赤字改善効果)が減じられること、(b)将来の価格引上げ時に物価を大きく押し上げることなど副作用が多いのも事実。しかし、来春に大統領選挙を控える中で、政府は有権者に不人気な燃料価格引上げを先延ばしする可能性が高く、燃料価格は当面低位で推移するとみられます。

通貨ルピアは年初より9月末にかけて対米ドルで▲9.0%下落(図6左)。こうした中でも輸入インフレが顕在化していないのは、(a)燃料小売価格が事実上の固定、(b)大豆やパーム油や金などの一次産品価格が鈍化していること、(c)輸入物価が上昇している資本財は消費者物価指数に占める比重が低いこと等が背景とみられます。また、輸入抑制のための一部の消費財への輸入関税上げの影響は現在のところ限定的とみられます。コア物価は前年比+2.8%と前月の+2.9%より小幅に低下。今年通年の総合物価の前年比は+3.2~3.3%と、昨年の+3.8%より低下すると予想されます。

【図5】鈍化する総合消費者物価(左)、据置かれるガソリン小売価格(右)



【図6】下落を続けるルピア相場(左)、政策金利を上げる中央銀行(右)



## ● ルピア相場の支援に向けて低金利下でも利上げを続行

落ち着いた物価の下にもかかわらず、インドネシア銀行(BI)は、通貨ルピアの下落を抑制するために利上げを続けています。9月27日、BIは政策金利を5.5%から5.75%に引き上げることを決定。Bloomberg集計で37社中27社が予想したとおりの決定でした(残り8社は6%への利上げを予想し、2社は据置きを予想)。5月以降の利上げ回数は5回、累計利上げ幅は1.5%ポイント(pt)に上ります(図6右)。今回の利上げは米国による利上げ(+0.25%pt)の翌日に行われました。また、ルピア相場の安定化に向けて、新しい国内為替先物取引(後述)を導入することも併せて公表されました。

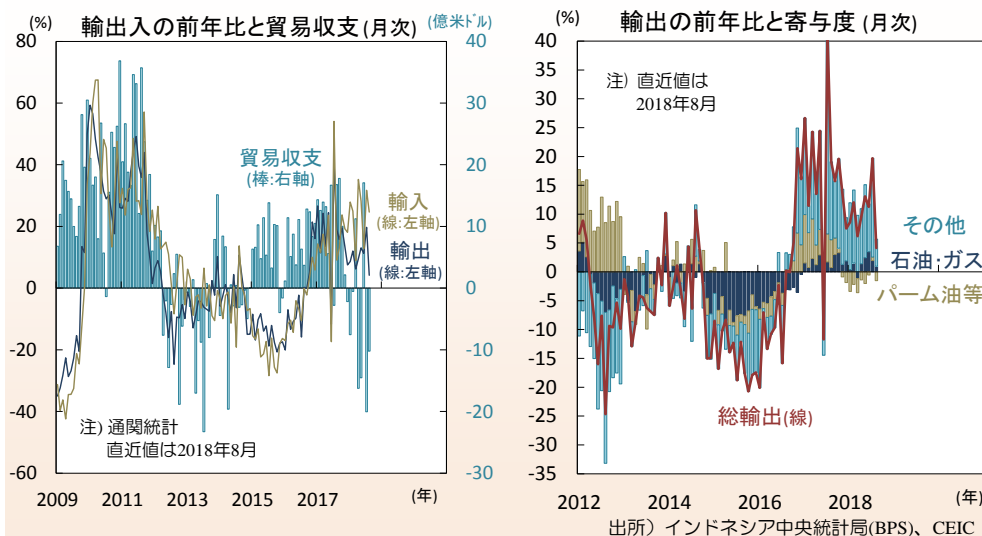
今回の利上げは、「経常赤字を管理可能な範囲に抑え、国内金融資産の魅力を維持することを通じて、対外ショックへの抵抗力を高めるための取組み」に沿ったものと、BIの声明は説明。前回の声明に近い表現を用いて、景気や物価への配慮ではなく、低迷する通貨ルピアを安定化するために追加利上げを行ったことを明らかにしました。足元で景気は底堅く拡大しているものの過熱感はなく(図1右)、物価も落ち着いています。声明は、景気は力強い消費や堅調な投資にけん引されていると指摘。BIは、経済成長率見通しを前回と同水準に据置きました(2018年:+5.0~5.4%、2019年:+5.1~5.5%)。

## ● 悪化する貿易収支と拡大する経常赤字がルピアを下押し

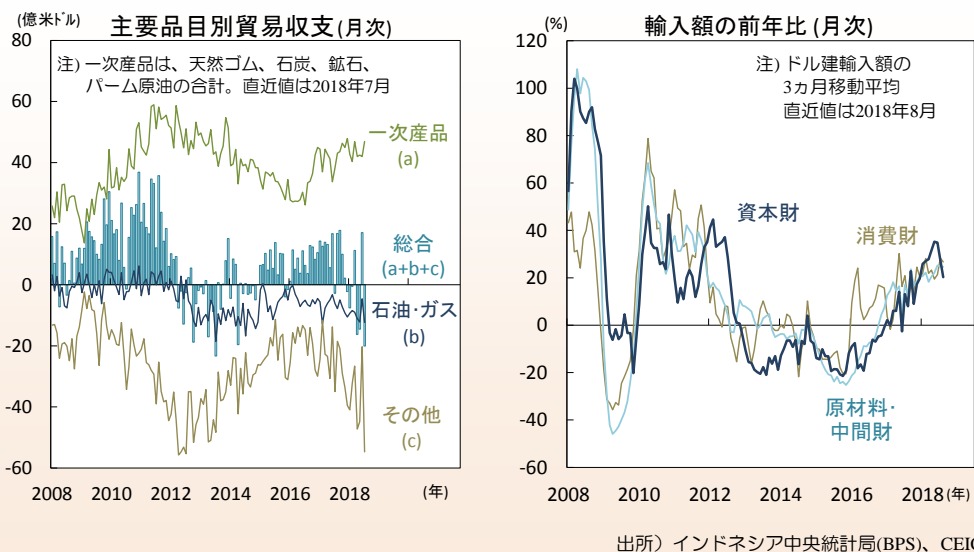
BIの声明は、物価は低位で落ち着いていると指摘(図5左)。コア物価も抑制されており、今年の消費者物価上昇率は目標(+2.5~4.5%)の範囲内に収まると予測しました。

足元では貿易収支が悪化しており、1-8月の同収支(通関統計ベース)は▲41億ドルと前年同期の+90億ドルから赤字に転じました(図7左)。開発投資の低迷等を背景にした国内の産油量の落込みと自動車の普及等による燃料消費量の増加とともに、同国の石油ガス貿易収支は2012年より赤字が定着しており(図8左)、足元の国際原油価格の上昇によって燃料輸入額が押上げられています。また、BIの声明は、内需の強さを背景に石油ガス以外の輸入も高水準であると指摘。足元では、投資の拡大とともに資本財の輸入が加速しています(図8右)。1-8月期の輸入が前年比で+24.5%伸びた一方、輸出は同+10.4%の伸び。主要な輸入品である原油や精製燃料の価格が上昇する一方で、主要な輸出産品であるパーム原油価格が低迷していることに伴って同国の交易条件は悪化しています。4-6月期の経常赤字は60億ドルで(図9)、GDPの3.0%と、前年同期の1.9%より拡大。経常赤字の拡大と投資家のリスク許容度の低下に伴う新興国からの資本流出の動きが重なったことが、ルピア相場の低迷の背景であると考えられます。

【図7】貿易収支は足元で赤字基調(左)、低迷するパーム油輸出(右)



【図8】石油ガス貿易収支は赤字が定着(左)、増加する資本財輸入(右)



## ● 経常赤字の縮小に向けて政府は輸入抑制策を導入

経常赤字の抑制に向けて、政府は輸入抑制策を導入。(a)選別的な輸入関税の引上げ、(b)国産バイオディーゼル使用義務の強化(軽油への20%混合を義務付け燃料輸入を抑制)、(c)多額の資本財輸入を伴う新規インフラ投資の先送り等です。(a)による輸入抑制効果は年間3億ドル、(b)は40-60億ドル程度の見込み(注)。(c)に関しては着工済みの投資も多く、輸入抑制効果は限定的でしょう。建設着工済の発電所の稼働開始時期のピークは2020-22年に到来。同時点までは多額の資本財が輸入されるとみられます。なお、ルピア相場下落(図6左)が輸入抑制効果を持つのも事実。ルピア安に伴う資本財価格の上昇は民間部門の投資を抑制する見込みです。また、海外企業の現地子会社はルピア建てで収益を計上。ルピア安に伴って親会社への配当支払いに伴う外貨流出額も圧縮される見込みです。もっとも、前述の通り投資の加速に伴う資本財輸入は依然として高水準です。今年通年の経常赤字はGDP比3%弱と昨年の1.7%を上回り、来年にはBIの予想する2.5%前後へと緩やかに低下すると予想されます。

BIのペリー総裁は、政策決定後の会見で、金融面の安定性、とりわけ為替相場の安定性を重視しており、今後も「予防的で前倒しの」政策運営を行うと発言しました。

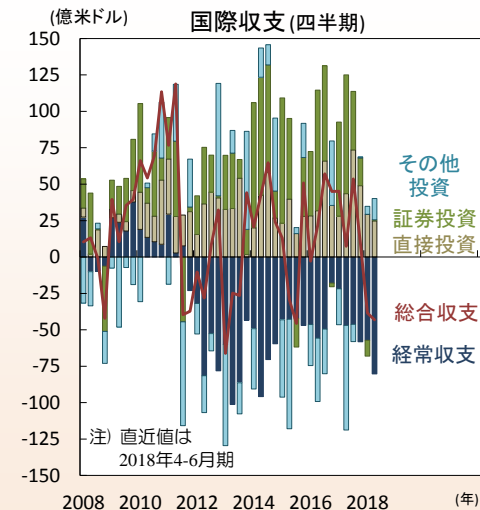
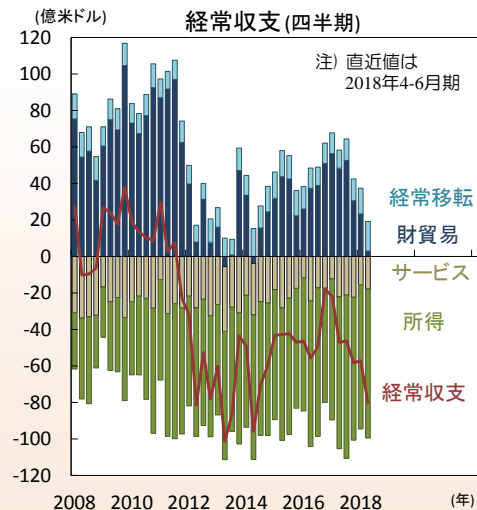
## ● 国内ルピア差金決済為替先物(DNDF)取引を導入

BIは、経常赤字の縮小とルピア相場の安定に向けて年内に0.25%ptの利上げを行い、来年初にも更なる追加利上げの余地を探る可能性が高いと考えられます。

BIは、経常赤字の縮小を図るとともに、ルピア安のもう一つの原因である為替市場の流動性の低さにも対処(図10右)。直物市場でのドル売り介入や為替スワップ入札を通じて市場に流動性を供給してきました。今回は、ルピア差金決済による国内為替先物(DNDF)を導入。決済日には、先物価格と国内直物相場基準値(JISDOR)の差金決済が行われます。銀行が国内外の顧客と行うもので、裏付取引が必要。同取引とは(a)財サービス貿易、(b)貸付等の投資、(c)貿易投資のための外貨建て貸付です。ルピアとドルの交換を伴う従来型の国内為替先物(DF)と同様の要件であり、海外投機筋がシンガポール等の海外先物(NDF)市場で行うレバレッジを利かせたルピアの売持ちや買持ちはできません。BIの公表した付属文書によれば、上記取引の導入は、(a)ルピア相場の安定化、(b)国内為替市場の深化、(c)市場参加者に対する代替的な為替ヘッジ手段の提供のために行われます。また、変動の大きい海外NDF相場下落が市場のセンチメントを悪化させ、直物相場を押下げることを防ぐ意図もあるとみられます。

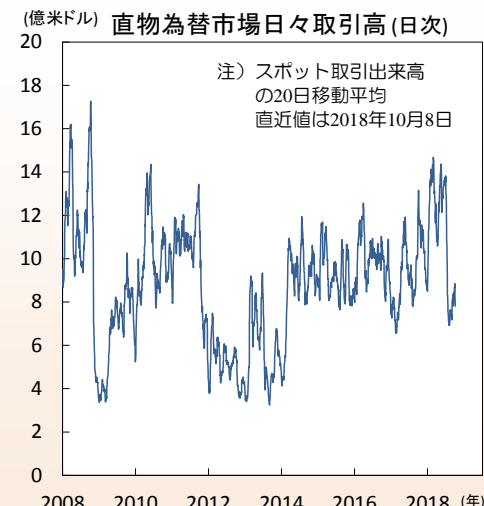
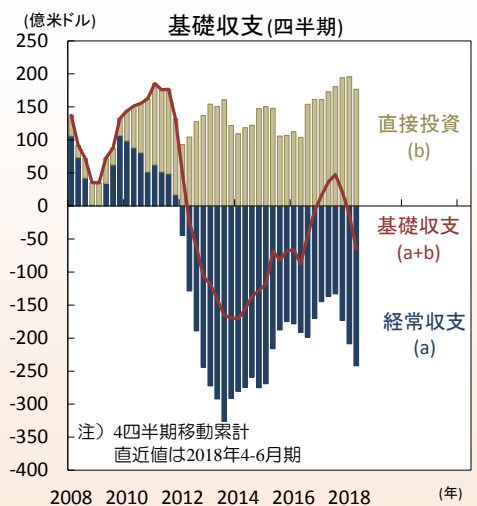
注) アジア投資環境レポート 2018年9月18日号 を参照。

### 【図9】貿易収支の悪化とともに拡大する経常赤字(左)



出所) インドネシア銀行(BI)、CEIC

### 【図10】国際収支の基礎収支が赤字に(左)、低水準の為替取引高(右)



出所) インドネシア銀行(BI)、CEIC

## ● 変動の大きい海外先物(NDF)の影響の抑制を目指す

1月末から9月13日にかけて、同国のルピア建て国債市場から36.4兆ルピア(約25億米ドル)の資本が流出(図12左)。投資家の一部は流動性の低い国債市場での売却を急がず国債を保有したままNDFによるルピア売りヘッジを行いました。こうした取引もあり、1ヵ月物NDF金利は9月11日に25%前後まで上昇し国内先物金利の6.8%を大きく超過(図11右)。NDFルピア相場の急落が、裁定取引を通じて直物ルピア相場を押下げました。海外投資家による多額の国債保有額ゆえに(図12左)、ルピア安局面での潜在的なヘッジ需要は大きいとみられます。BIは、流動性が高く相場の安定的なDNDF市場を作り海外投資家によるヘッジの場としようとしており、海外投機筋も活発な取引を行い変動の大きいNDF市場の影響を低下させることを目指しているとみられます。

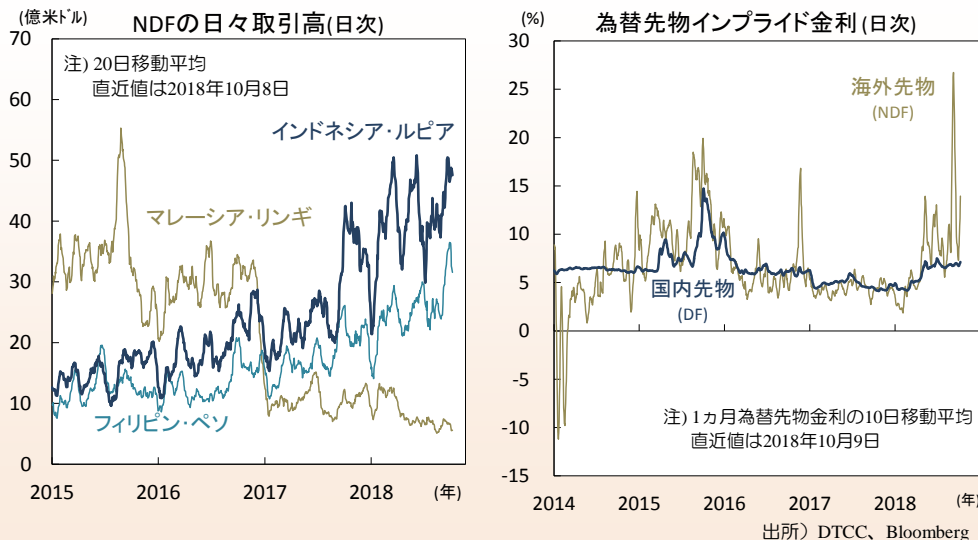
また、DNDF市場の育成に成功すればBIによる市場介入の柔軟性も高まるでしょう。ドル不足等によるパニック的な現地通貨売りが生じた際に同市場で介入を行いパニックが収束するのを待つことができれば、外貨準備は減少しません。ブラジルの証券・先物取引所には流動性の高い米ドル先物(レアル差金決済)があり、同国の中央銀行は同市場で先物ドル売り介入を行いつつ、高水準の外貨準備を維持しています。

## ● 当面軟調なルピア相場も中期的には安定化か

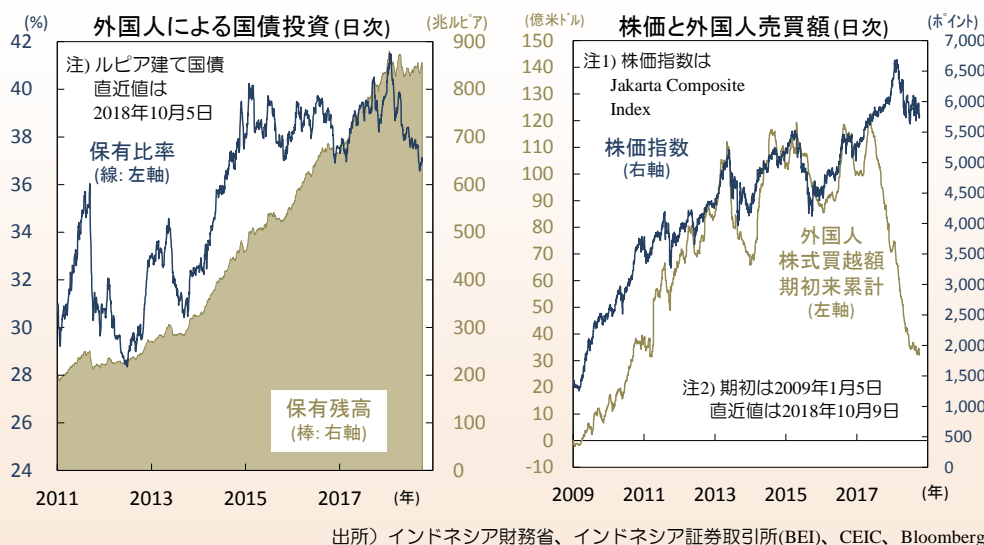
もっとも、流動性の高いDNDF市場を育成できるかは現段階では不透明。海外投資家が新たに創出されるDNDF市場を活用するためには、十分な流動性や価格形成の透明性が必要です。少なくとも、現行の国内先物(DF)より使い勝手を良くすることが不可欠でしょう。(a)DFでは禁止されているダイナミック・ヘッジ(証券投資残高を上限とした、機動的なヘッジ比率の調整)の解禁、(b)DNDF残高を為替の純持高(NOP)上限規制の対象外とすることによる国内銀行の参加促進、(c)取引の標準化等も検討すべきと思われます。なお、海外機関投資家が新市場に参入するためには、社内コンプライアンス手続きやITシステム上の対応も必要であり、相応な時間がかかると予想されます。

BIや政府は、経常赤字の大きさや為替市場の流動性の低さなどルピア安の原因を認識し、これに対処しようとしています。BIによれば、4-6月期に同国企業が受取った外貨建て輸出代金の内、ルピアに交換されたのはわずか13.7%。政府は、マレーシアで導入されたような、輸出代金の自国通貨交換義務の導入も検討している模様です。経常赤字の縮小や為替市場の育成には時間がかかり、ルピアは引き続き軟調とみられるものの、一連の措置は中期的な相場安定化に寄与すると期待されます。(入村)

【図11】変動の大きい海外ルピア為替先物(NDF)金利(右)

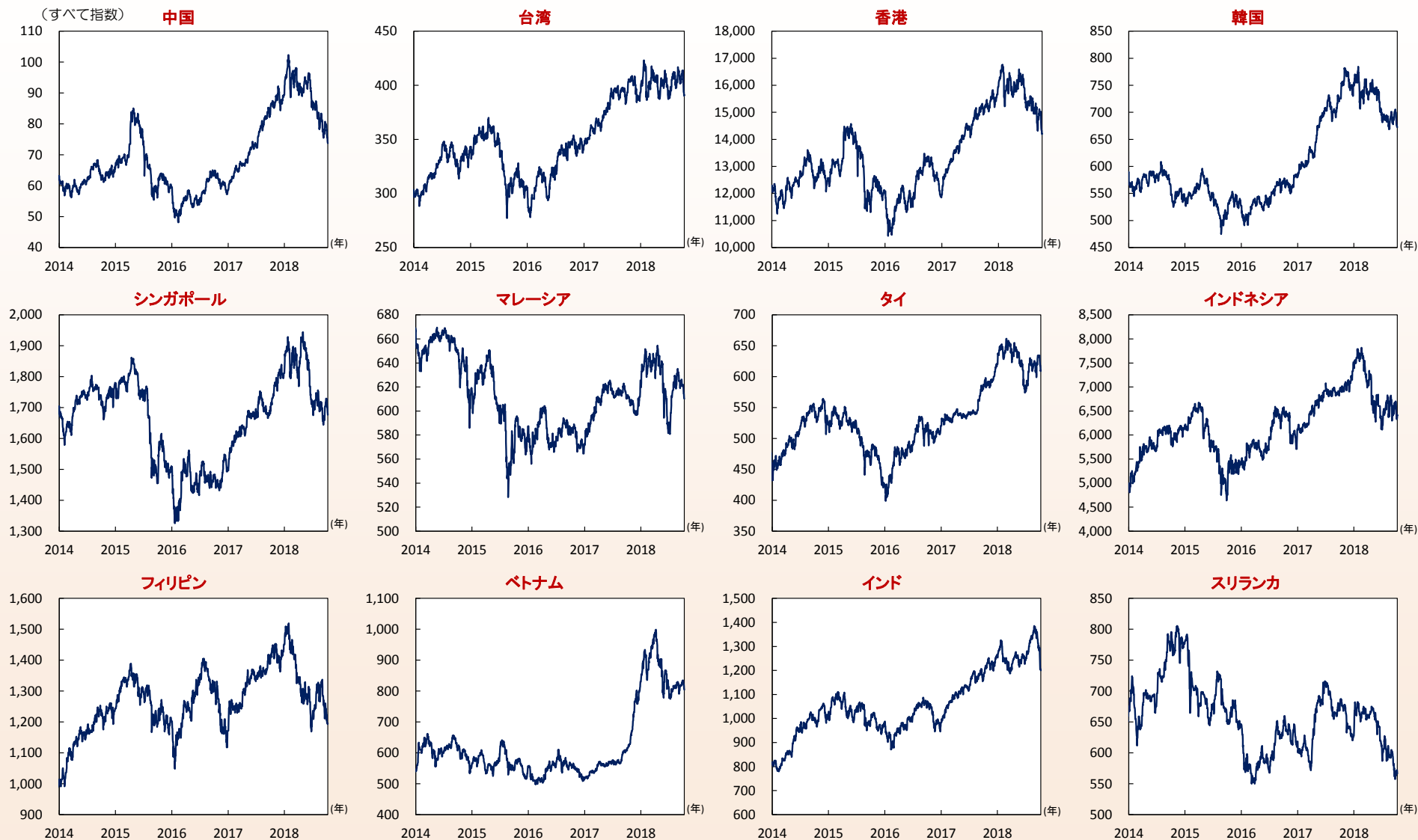


【図12】外国人投資家は多額のルピア建て国債を保有(左)



出所) インドネシア財務省、インドネシア証券取引所(BEI)、CEIC、Bloomberg

## 【アジア・マーケット・ウォッチ】(1) 株価

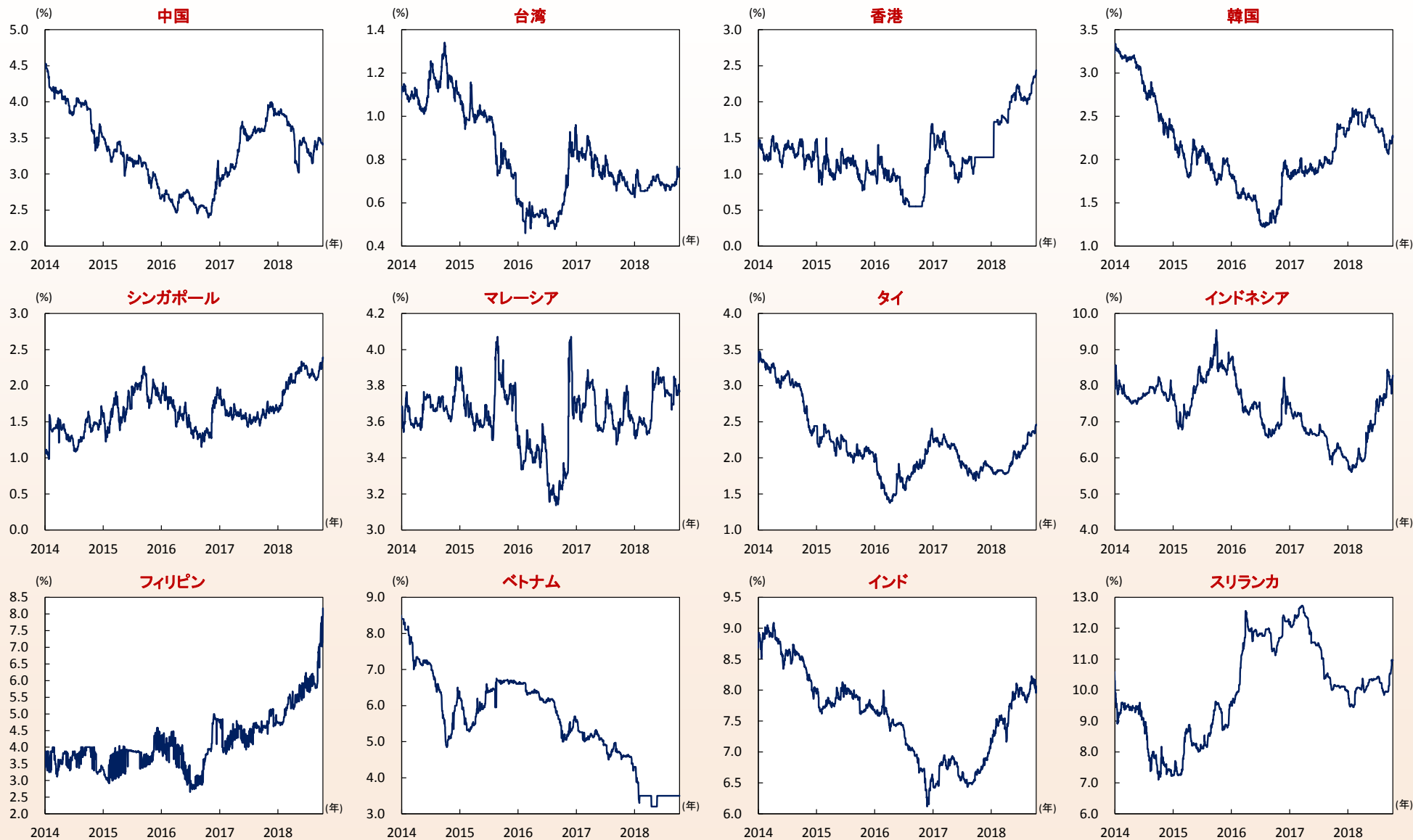


注1) 直近値は、2018年10月9日。

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

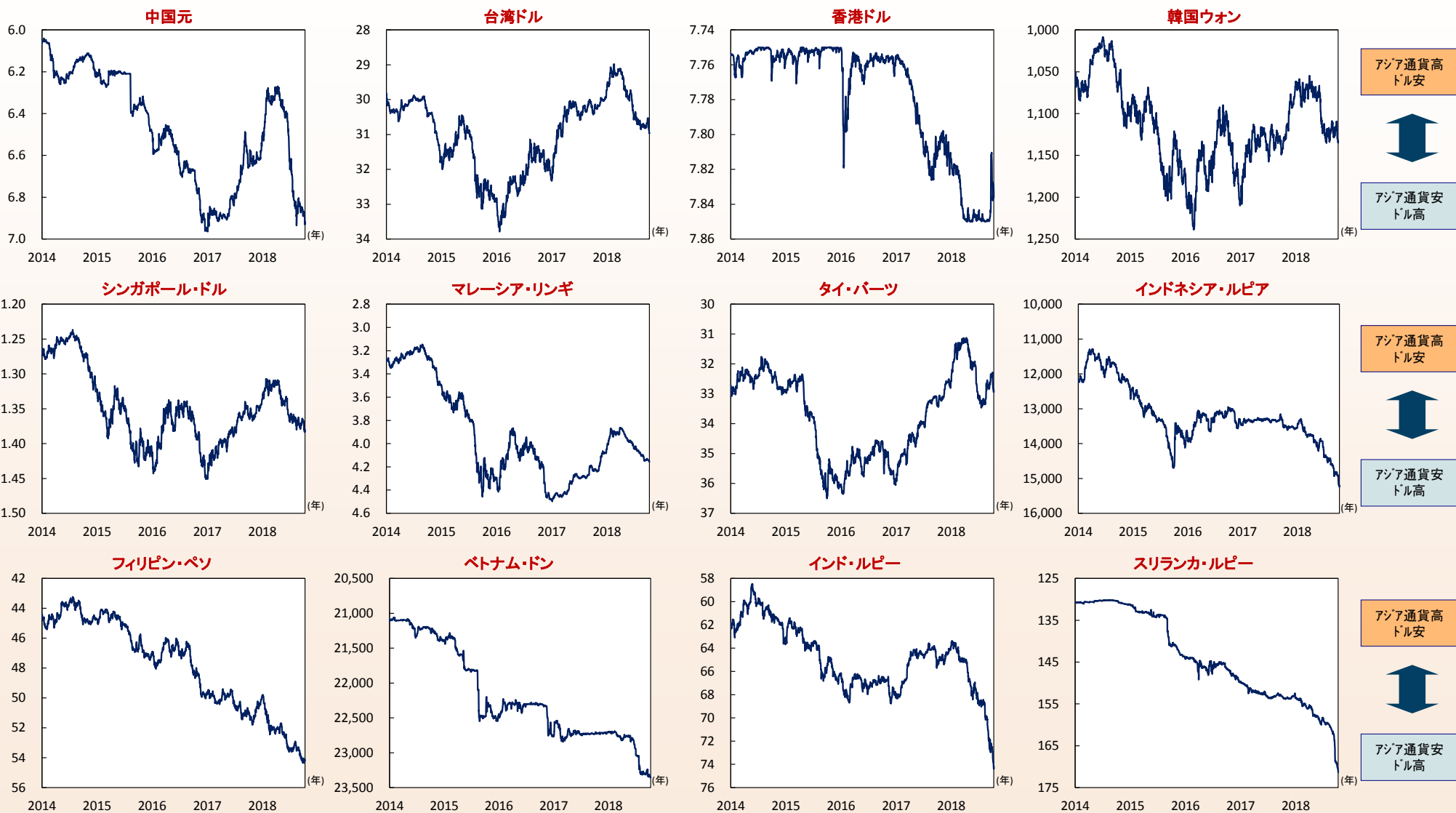


注) すべて5年国債利回り、直近値は、2018年10月9日。

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、2018年10月9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: 2018年10月9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いません。
- 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