

【インドネシア】出張報告: 4月の大統領選挙が迫る中、今後もルピア相場は堅調に推移するのか ..... 1ページ  
【アジア・マーケット・ウォッチ】 ..... 7ページ

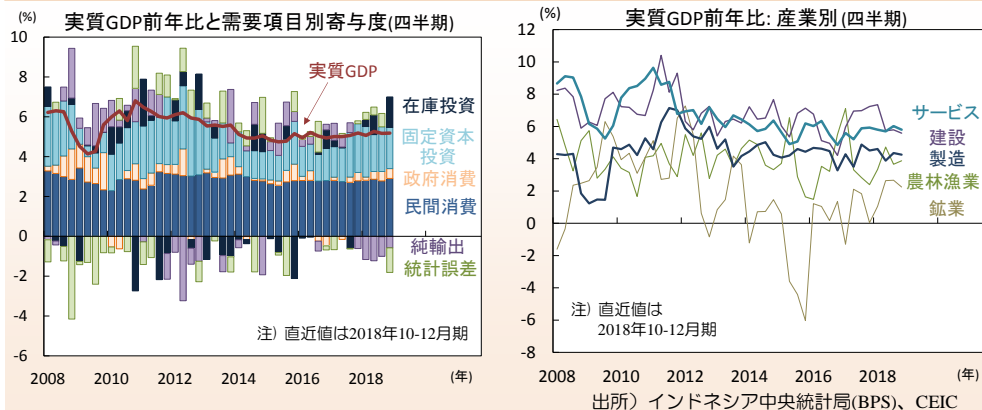
## 【インドネシア】出張報告: 4月の大統領選挙が迫る中、今後もルピア相場は堅調に推移するのか\*

### ● 年間成長率は3年連続で緩やかに加速

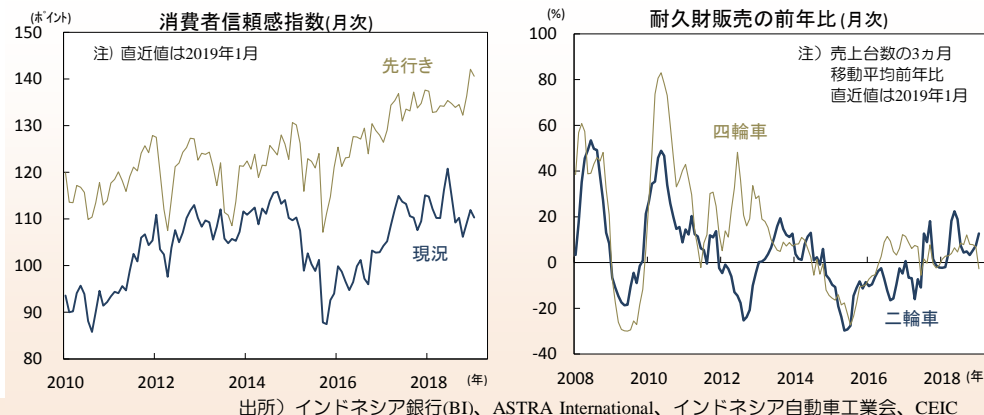
今年2月の下旬、インドネシアの投資環境調査のために同国に出張し、首都ジャカルタの中央銀行、財務省、国際機関、民間金融機関と面談。また、同国を含む東南アジア諸国への証券投資動向について、同投資の拠点であるシンガポールの民間金融機関にも聞き取り調査を行いました。本稿では、足元の景気物価動向(1-3頁)、今後の金融政策の方向性(3-4頁)、4月17日に大統領選挙を控えた足元の政治状況(5頁)、今後の為替相場の方向性などについて(6頁)、現地の政策当局者や市場参加者の見方を紹介しつつ分析。年初来の堅調なルピア相場の上昇の背景を探るとともに、今後4月より経常収支が季節的に悪化し、選挙の前後にかけて政治的な不透明感が意識される中でも同通貨が安定的に推移するのかについて考察します。

足元では内需にけん引され景気が堅調に拡大しています。2月6日、インドネシア政府は10-12月期の実質GDPが前年比+5.2%と前期と同率となり(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。2018年通年の成長率は+5.2%と前年の+5.1%を超過し、2015年に+4.9%に鈍化した成長率は3年連続で緩やかに加速しました。10-12月期のGDPの需要側では底堅い内需が景気をけん引。固定資本投資や政府消費の鈍化を堅調な民間消費がカバーし、内需(在庫投資を除く)の寄与度は+5.5%ポイント(pt)と前期と同率でした。在庫投資が+1.5%ptと前期の0.0%ptより改善し、輸入の鈍化を受けて純輸出も▲0.6%ptと前期の▲1.0%ptより下げ幅が縮小したものの、統計誤差が▲1.2%ptと前期の+0.7%ptより反落しました(図1左)。民間消費は前年比+5.2%と前期の+5.1%より加速。家計消費が同+5.1%と前期の+5.0%より上昇しました。食品や衣服・履物など非耐久財の消費が鈍化したものの、家電製品や運輸・通信等の消費が加速。落ち着いた物価や政府による低所得家計向け給付金や改善する消費者信頼感(図2左)が耐久財消費を押し上げた模様です。

【図1】 内需にけん引された景気の拡大(左)、サービス部門が堅調に拡大(右)



【図2】 改善する消費者信頼感(左)、加速する二輪車販売の伸び(右)



出所) インドネシア銀行(BI)、ASTRA International、インドネシア自動車工業会、CEIC

## ● 固定資本投資が鈍化、純輸出の下げ幅は縮小

対家計非営利団体(NPISH)の消費も同+10.8%と前期の+8.6%より加速。4月に大統領選挙と議会総選挙を控えて政党による選挙関連支出が増加したことに加え、9月にスラウェシ州で発生した地震と津波被害への支援活動も同支出を押し上げました。政府消費は同+4.6%と前期の+6.3%より減速。前期に政府の経常歳出が加速したことからの反動とみられます。固定資本投資は同+6.0%と前期の+7.0%より鈍化しました。総投資の4分の3を占める建設投資が同+5.0%と前期の+5.7%より減速。発電所等大型公共建設の一部が完成に近づいた影響とみられます。設備投資も同+12.3%と前期の+22.1%より鈍化しました。一方、業務用車両購入は同+8.4%と前期の+4.5%を上回り、知的財産投資も同+8.1%と前期の+1.5%より加速しました。外需では、総輸出が同+4.3%と前期の+8.1%より鈍化し、総輸入も同+7.1%と前期の+14.0%より減速。この結果、純輸出の寄与度は▲0.6%ptと前期の▲1.0%ptより下げ幅を縮めました。

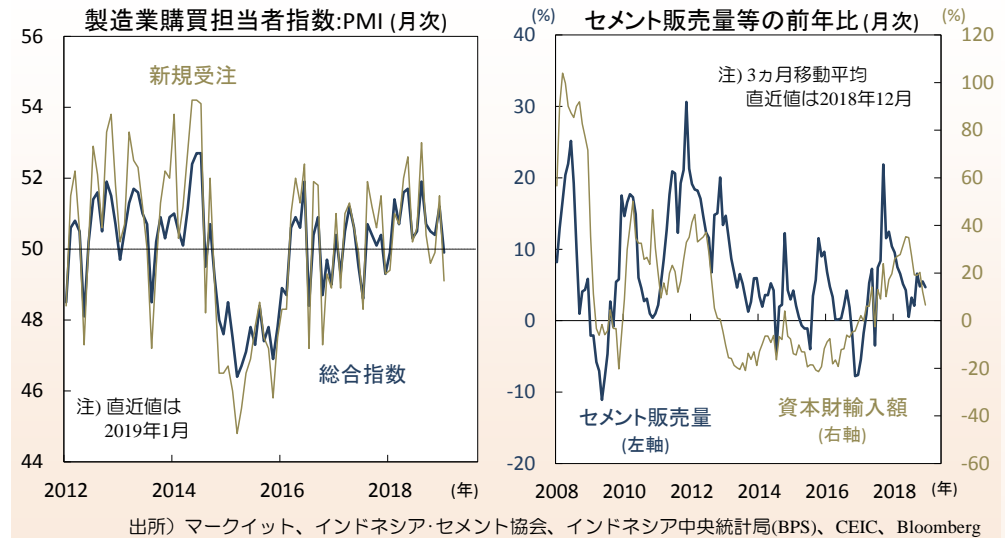
生産側では、非貿易財部門の加速が目立った一方、貿易財部門が鈍化しました。農林漁業、金融、不動産、保健などが前期より加速したものの、製造業、鉱業、建設業、公益、卸売・小売、運輸・倉庫、情報通信など多くの部門の生産が鈍化しました。

## ● サービス部門では、金融、不動産、保健等が加速

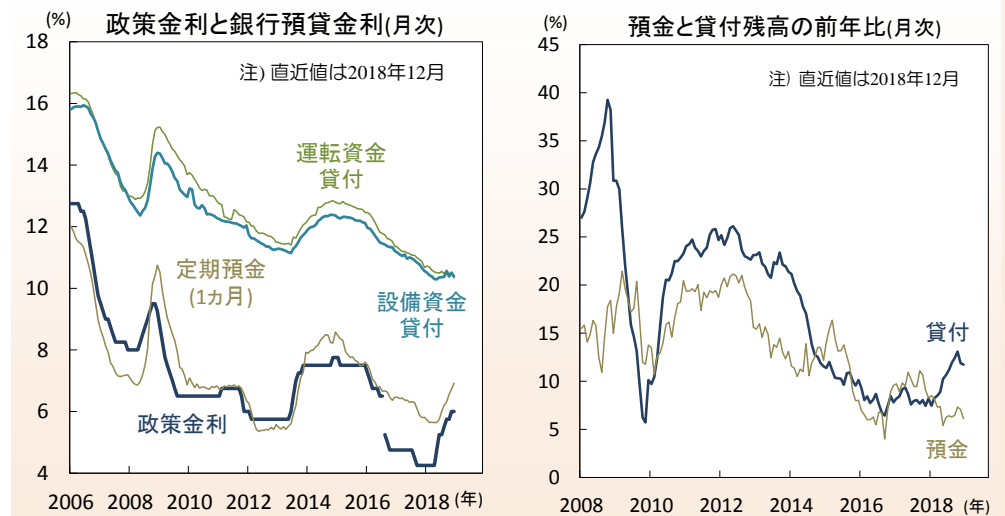
10-12月期の農林漁業生産は前年比+3.9%と前期の+3.7%より加速(図1右)。園芸作物や畜産が鈍化したものの、農作物やプランテーション作物や漁業が堅調に伸びました。鉱業は同+2.2%と前期の+2.7%より鈍化。石炭生産が加速し石油ガス生産も下げ幅を縮めたものの、鉱石生産が▲16.4%と前期の+10.6%より反落し総生産を押し下げました。製造業は同+4.2%と前期の+4.4%より鈍化。化学・医薬や電器・電子が反発し機械設備の伸びも加速したものの、加工食品が同+2.7%と前期の+8.1%より大きく鈍化し、ゴム・製品や運輸機器や家具等の伸びも減速しました。公益は同+5.5%と前期の+5.6%よりやや鈍化。電力が伸びたもののガスが減速しました。建設業は同+5.6%と前期の+5.8%より鈍化。一部の大型公共投資が完成に近づいた影響とみられます。

サービス部門は同+5.8%と前期の+6.0%より鈍化しつつ堅調。金融が同+6.3%と前期の+3.1%より加速し、不動産や保健等も加速したものの、卸売・小売が同+4.4%と前期の+5.3%より鈍化し、運輸・倉庫も同+5.3%と前期の+5.6%より減速しました。情報通信も同+7.2%と前期の+8.1%より低下。4-6月期の携帯電話用SIMカードの個人情報登録義務化を受けて7-9月期にデータパッケージ契約が増加した反動とみられます。

## 【図3】資本財輸入が鈍化する一方、セメント販売量は増加(右)



## 【図4】昨年の利上げ後も貸付金利は上がらず(左)、貸付残高も伸張(右)



## ● 今年も内需にけん引された底堅い景気拡大が持続か

民間消費は、今年前半にかけても堅調な拡大を続けるでしょう。落ち着いた物価や恵まれた雇用環境に加え、政党による選挙関連支出や政府による低所得家計向けの条件付現金給付などが同消費を支えるとみられます。一方、民間投資は今年前半に低迷する見込みです。足元では直接投資が鈍化。大統領選挙と議会総選挙を控えた政治的な不透明感から、内外の企業は新規投資を抑制しているとみられます。

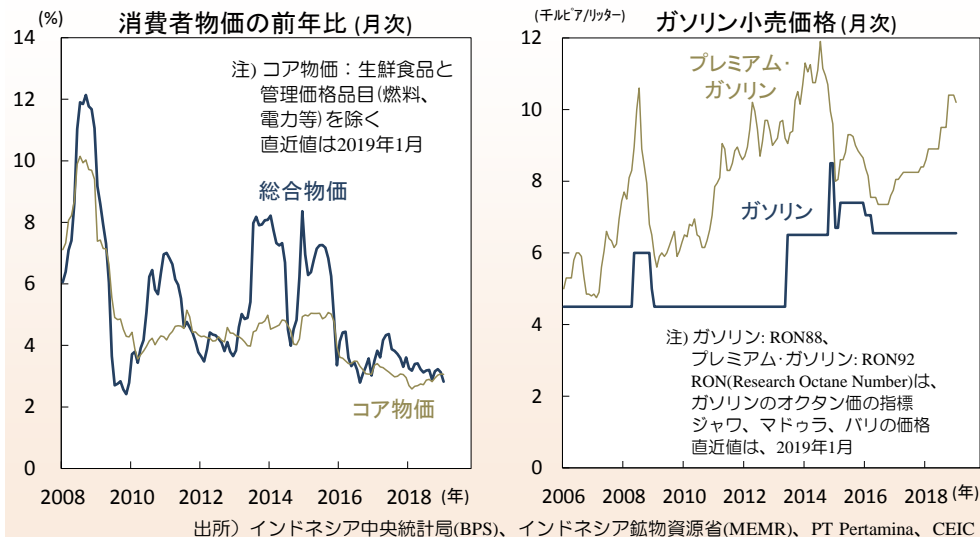
今年後半には年前半の加速の反動から民間消費が鈍化するでしょう。なお、ブレント原油価格は一昨年末の1バレル66.87ドルから昨年9月末には同82.7ドルまで上昇したものの、今年2月末には66.0ドルまで低下。選挙後に内外価格差を修正するための燃料小売価格の引き上げが行われたとしても小幅なものに留まり、消費の下押しは限定的とみられます。一方、年後半には、選挙が(恐らくジョコ大統領再選という形で)終わり政治的な不透明感が後退し、民間投資が緩やかに回復するでしょう。昨年累計1.75ptもの利上げが行われたものの、銀行の厚い利ざや等を背景に貸付金利は上昇せず(図4左)、銀行貸付の伸びも緩やかに上昇(図4右)。今年通年の経済成長率は+5.1%前後と、昨年の+5.2%を小幅に下回りつつ堅調なものとなると予想されます。

## ● 落ち着いた物価の下で政策金利を据置く中央銀行

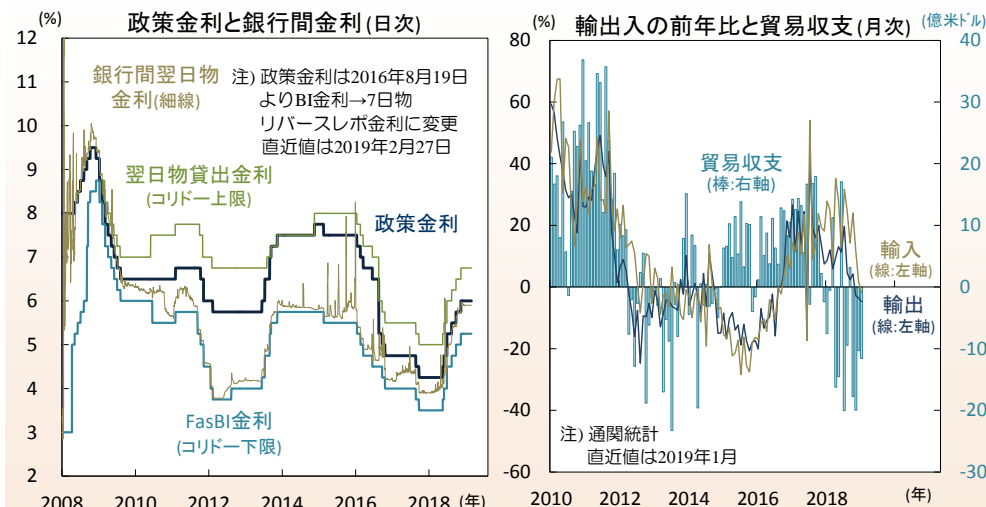
足元の物価は落ち着いています。1月の総合消費者物価は前年比+2.8%と前月の3.1%より鈍化。食品が同+2.0%と前月の+3.4%より低下した影響です。野菜や肉類の価格が鈍化し食品物価を押下げました。燃料を含む運輸は同+4.1%と前月の+3.9%より小幅に上昇したものの、前月比(季節調整前)は▲0.3%と前月の+1.9%より反落。国際燃料価格の低下を受けて、価格統制対象外のガソリン(RON90やRON92等)の小売価格が低下した影響です。生鮮食品と管理価格(燃料等)を除くコア物価は同+3.1%と前月と同率でした。

落ち着いた物価の下で、インドネシア銀行(BI)は政策金利を据置いています。2月21日の政策会合で、BIは政策金利を6%に維持。Bloomberg集計で金融機関33社全てが予想した通りの決定でした。BIは、昨年5月から11月にかけて同金利を累計1.75%pt上げた後、3回連続で金利を据置きました(図6左)。今回の決定は、経常赤字を管理可能な範囲に抑えつつ国内金融資産の魅力を保つことを通じて、対外的な安定性を保つためのものとBIの声明は説明。従来と同様の文言で、景気物価等よりも対外収支とルピア相場の安定を重視した政策運営をしていることを示唆しました。今回の声明で注目されるのは、今後「緩和的なマクロ健全性政策を実行する」との一文が加わった点です。

### 【図5】 落ち着いた消費者物価(左)、据置かれるガソリンの小売価格(右)



### 【図6】 昨年累計1.75%ptの利上げを実施(左)、鈍化する輸出の伸び(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

## ● 預金の伸びが鈍化し貸付が伸びる中で流動性がタイト化

声明は、昨年の貸出の伸びが前年比+11.75%と前年の+8.2%より加速した一方、預金の伸びは同+6.5%と前年の+9.4%より減速したと指摘。昨年は資本流出等に伴って国際収支が赤字化し(図7右)、銀行間の流動性の水準が低下。預金の伸びが低迷し(図4右)、政策金利の引上げも相まって預金金利が上昇しました(図4左)。一方、社債金利の上昇など環境の悪化に伴って大企業が社債調達から借入調達にシフト。銀行貸付の伸びが加速しました。BIの声明は、今年も貸出の伸びが+10~12%と預金の+8~10%を上回ると予測。銀行間の流動性はタイトな状況が続くとみられます。声明の「緩和的なマクロ健全性政策」とは近い将来の預金準備率の引下げを指すと考えられます。

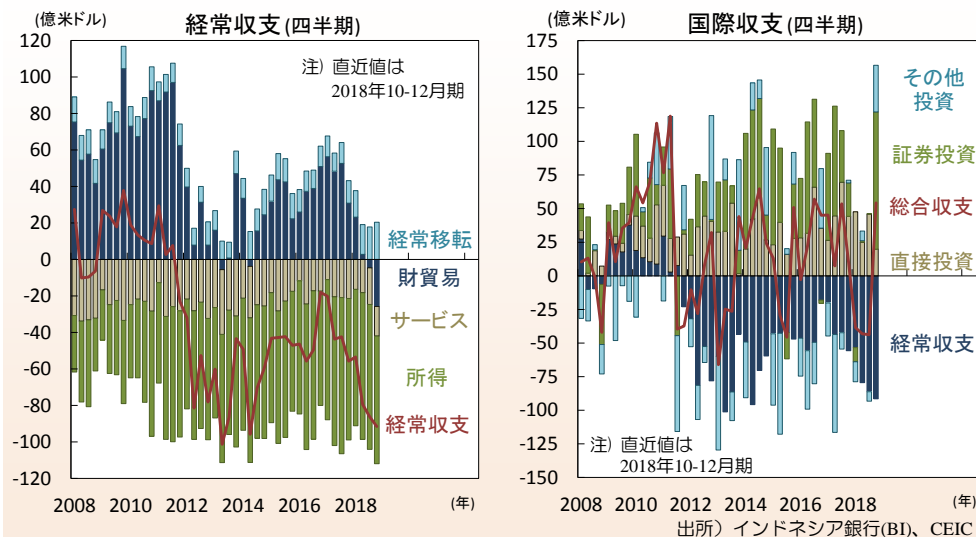
一方、経常赤字の縮小は進んでいません(図7)。10-12月期の同赤字は91億ドルとGDPの3.4%に相当し、前年同期の2.2%より拡大。昨年同年の赤字は同3.0%と前年の1.6%を上回りました。10-12月期には、海外就労者送金の増加によって経常移転収支の黒字が拡大した一方、貿易収支が▲26億ドルと前年同期の+31億ドルより大きく悪化(図7左)。同統計が公表された2月10日、BIのペリー総裁は赤字は予想以上の大きさであり、今後とも政府と協力し赤字の抑制に努めると発言しました。

## ● 今後は政策金利を据置く一方で預金準備率を引下げか

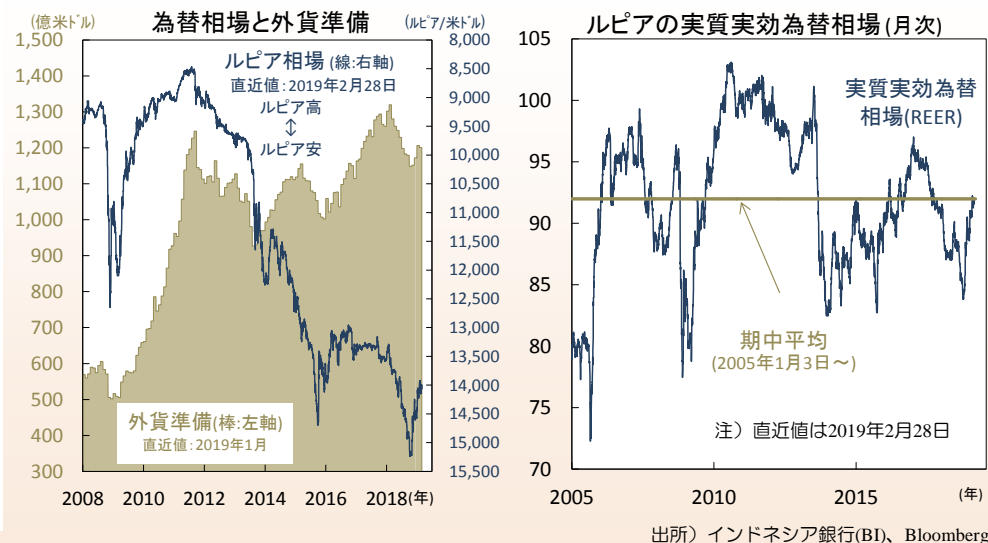
昨年の累計1.75ptもの利上げにも関わらず、銀行貸出金利は上昇せず貸出の伸びも加速。利上げは通貨を安定化させた一方で、内需と輸入の伸びを抑え経常赤字を縮小させることには貢献しませんでした。経常収支が容易に改善しない中で、BIは今後も今年末近くまで政策金利の据置きを続ける可能性が高いとみられます。現地の市場参加者によれば、4月に選挙を控えるジョコ大統領が望んでいるのは、ルピア相場の安定と景気の拡大です。同大統領に極めて忠実とされるペリー総裁は、政策金利を現行水準に維持することでルピア相場の安定化を図りつつ、預金準備率を引下げて銀行貸出の拡大を促すことを通じて景気を支えようとしていると考えられます。

BIは期間1週間から12カ月の資金吸収オペを実施。足元では、流動性のタイト化に伴ってBIへの預入残高が減少する中で、相対的に金利の高い期限9-12カ月の預入残高が増加しています。政策会合後に行われた月次の12カ月物手形の入札では、最高落札金利が従来の7%から6.85%に低下。BIは、1週間物の政策金利(リバース・レボ金利)を据置いたまま上記期間のオペ金利を引下げることを通じて銀行による預入資金を短期に移動させ、銀行間の流動性のタイト化を緩和させる構えとみられます。

【図7】10-12月期には経常赤字が高止まる一方、資本流入が加速



【図8】年初より堅調なルピア相場(左)、割高感のない実効相場(右)



## ● 内外の市場参加者はジョコ大統領の再選をほぼ確信

4月17日の大統領選挙に関しては、ジョコ大統領の再選は内外市場(ジャカルタとシンガポール)のコンセンサスであり、大統領の交代を予想する市場参加者は皆無でした。同大統領の支持率がやや低下傾向ながら対立候補のプラボウォ氏を大きく上回っていること、野党が現政権を攻めあぐねていることが背景です。ジョコ氏とペアを組む副大統領候補のマアルフ・アミン氏は同国最大のイスラム教団(ナフダトゥル・ウラマ)の幹部であり、野党陣営が前回の選挙で用いられた宗教的な攻撃(ジョコ氏が敬虔なイスラム教徒でないといった根拠不明の中傷)を繰り返すことは難しい模様です。

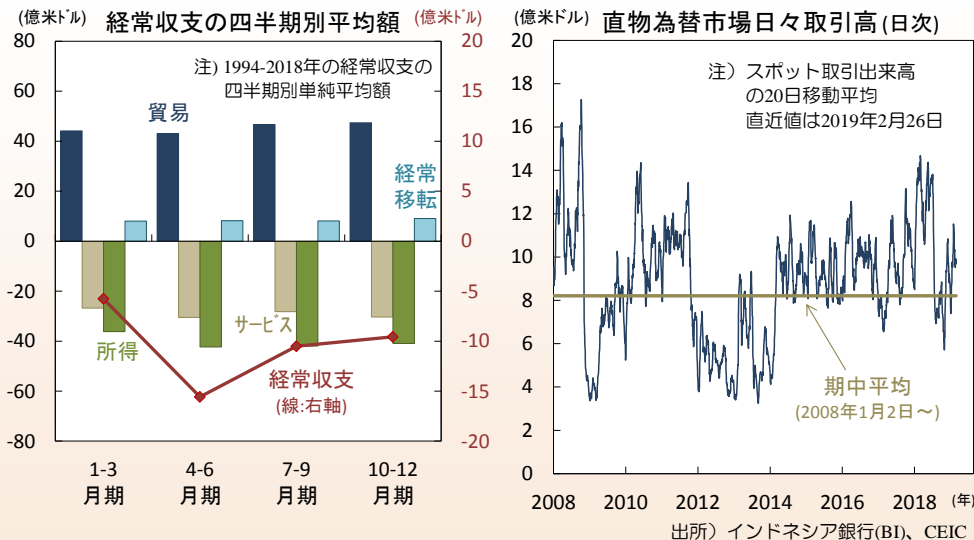
万が一、予想外のプラボウォ氏の勝利となった場合、市場はまず失望売り一色となるとみられます。同氏は古いタイプの政治家であり、汚職等ガバナンスの悪化が懸念されるとの指摘が聞かれました。また、景気を重視するあまり中央銀行の政策目標をインフレのみでなく景気や雇用も含むものに変更すべきと発言したことがあることも問題視されていました。一方、同氏とペアを組む副大統領候補のサンディアガ・ウノ氏(実業界出身のジャカルタ副知事)への市場参加者の評価は高く、同氏が経済運営の指揮を執ることになれば市場は好感するであろうとの指摘も聞かれました。

## ● 2期目のジョコ政権では市場の信任の厚い財務相が退任か

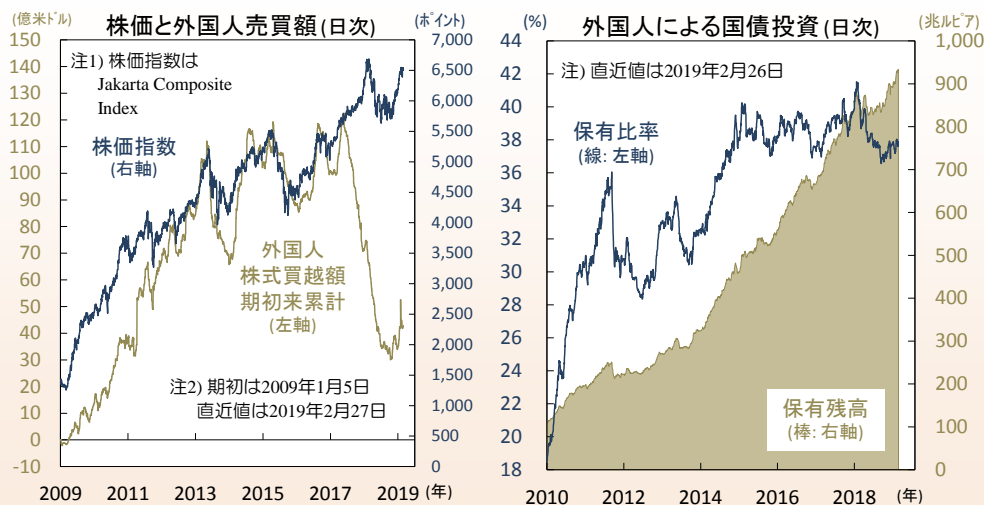
ジョコ氏再選の場合、二期目の政権では海外投資家の信認の厚いスリ・ムルヤニ財務相が同ポストを離れる可能性が現地では意識されていました。現政権を批判する手段に乏しい野党は政府が債務を膨張させているなどと根拠不明な批判をしており(同国の政府債務のGDP比は主要新興国の中でも低位)、矢面に立つ同財務相は疲弊している模様です。また、景気浮揚を重視するジョコ大統領が財政刺激策を求めた際に、財政の健全性を重視する同財務相がこれを拒んだこともわだかまりとして残っている模様です。同氏が退任した場合の後任には、マルティアスモ副財務相の名前が挙がりました。なお、同氏は能力的には問題ないものの、ジョコ大統領に極めて近いため大統領が財政刺激策を求めた際にこれを拒むことはできまいとの懸念も一部で聞かれました。

中央銀行(BI)では、海外投資家との対話を一手に引き受けているミルザ・アディティヤスワラ上級副総裁の任期が今年5月に到来。現地では同氏の再任の可能性は低く、有能な後任探しが課題との指摘が広く聞かれました。ジョコ大統領の続投が決まり安心感が広まったとしても、スリ・ムルヤニ財務相とミルザBI副総裁という海外投資家向けの経済チームの「顔」がいなくなることには若干の不安がある様子でした。

【図9】例年4-6月期に経常収支が悪化(左)、低水準の為替取引高(右)



【図10】株式市場と債券市場に流入する外国資本



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

## ● 年初来のルピア相場上昇の背景にはドル売り介入も

通貨ルピアは年初より2月28日にかけて対米ドルで+2.3%上昇と(図8左)、主要アジア通貨ではタイ(+3.3%)と中国(+2.8%)に次ぐ騰落率。投資家のリスク選好度が回復する中で高金利国への資本流入が加速したことに加え、中央銀行が直物のドル売り(ルピア買い)介入を行ったことも一因との指摘が複数の現地トレーダーから聞かれました。外貨準備は、1月末に1,201億ドル、12月末に1,207億ドルと、11月末の1,172億ドルより増加。12月に米ドル建て国債30億ドルを発行していることに加え、米ドル実効相場が12月に▲1.1%、1月に▲0.6%下落しており、外貨準備の為替評価益も発生。中央銀行はこうした要因によって増加した外貨準備の一部をドル売り介入に用いたとみられます。

資本流入に伴って国際収支が黒字となり、自国通貨が上昇する局面でのドル売り介入は異例。流入した証券投資資本が将来流出することに備えて、ドル買い介入による外貨準備の増強を行うこともできたはず。直物市場介入の背景には、選挙を控えてルピア相場を堅調に推移させたい政府の意向が働いた模様です。ジョコ大統領と出身大学が同じであるペリーBI総裁は大統領に極めて忠実であり、大統領による利下げ要求を拒んだことのあるアグス前総裁とは異なるとの指摘も聞かれました。

## ● 4月以降、ルピアの上値が重くなる可能性も

政府がルピア相場の安定を重視する背景には、同相場が低迷すると消費者信頼感や企業の景況感が悪化することに加え、昨年のルピア相場低迷時に野党がこれを政府の失策であると非難した経緯もある模様です。ペリー総裁はしばしばルピアは割安であると相場に上昇余地があることを示唆し、他のBI幹部も同様のコメントを口にしてきました。もっとも、どのように相場の評価を行っているかが示されたことはなく、根拠が不明との批判も聞かれました。経常赤字が拡大している局面で自国通貨の上昇を容認する姿勢には疑問が残ります。内外の市場参加者によれば、ヘッジファンド等の短期筋は年初よりルピアの買持ち高を拡大。相場上昇を容認する一方で相場下落局面ではドル売り介入で相場下落の抑制を図るBIの姿勢を好感している模様です。

1-3月期は例年季節的に経常収支が改善する時期であり(図9左)、上記のBIの姿勢もまあってルピア相場は当面堅調に推移するでしょう。しかし、4-6月期は対外配当支払いや対外債務の利払いが集中するため、経常収支が季節的に悪化します。選挙が近づくとつれて政治的な不透明感も意識されるとみられ、1-3月期に堅調に上昇したルピアの上値は4月以降は徐々に重くなると予想されます。(入村)

## 【図11】ジャカルタ出張時の撮影写真より(1)



左上: インドネシア銀行(中央銀行)ロビーの絵画(一部にルピア紙幣)

左下: 国内最大手グループのタクシー

右上: 財務省債務管理局の受付脇: 「謝礼は汚職の元」との垂れ幕

出所: 筆者撮影

## 【図12】ジャカルタ出張時の撮影写真より(2)



左上: オフィスビル前で談笑する会社員

左下: 乗合バスの窓にある、喫煙・飲食・痴漢行為禁止の表示

右上: 幹線道路ステッドマン通りを走るバイクとバイク・タクシー

出所: 筆者撮影

## 【アジア・マーケット・ウォッチ】(1) 株価

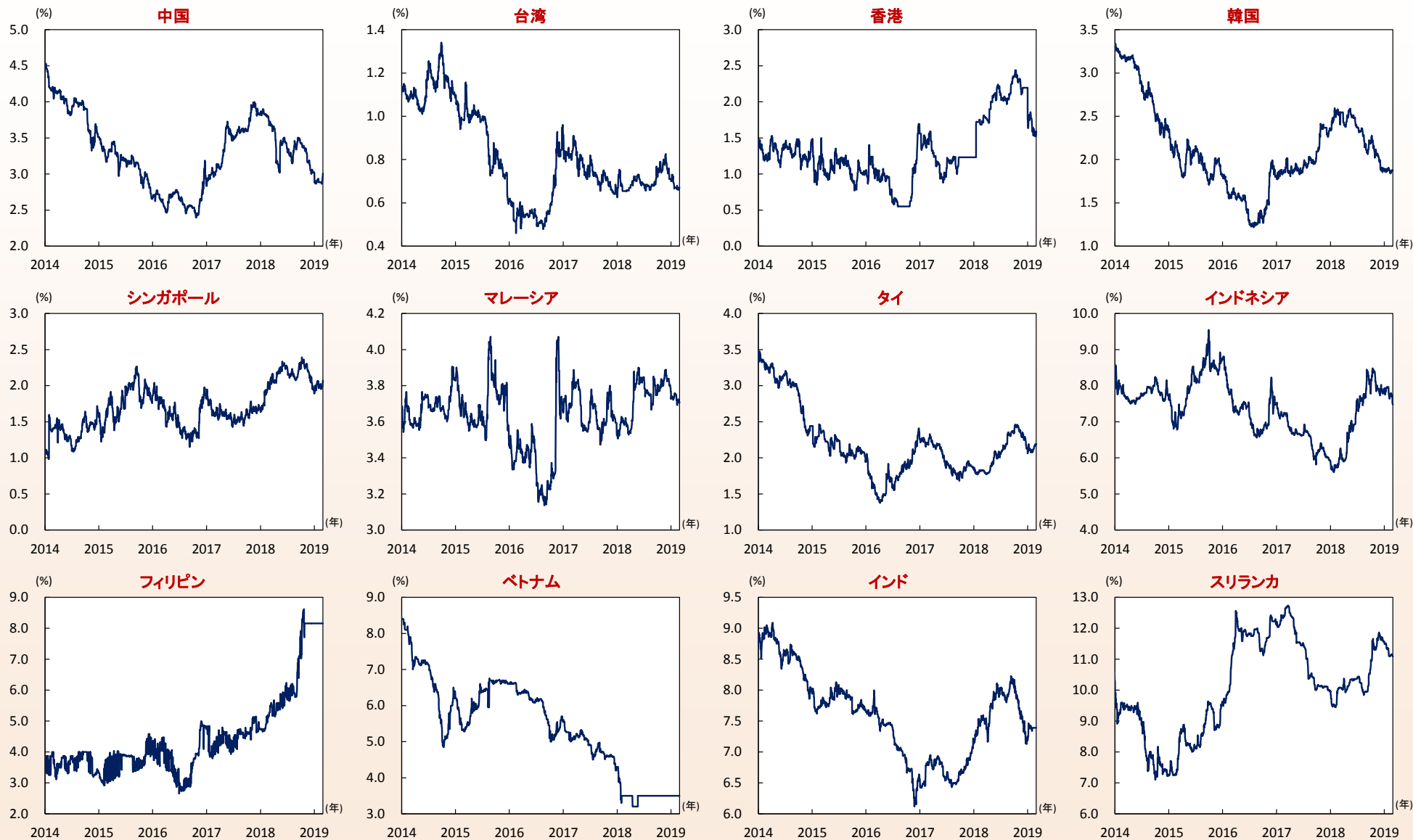


注1) 直近値は、2019年2月28日。

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

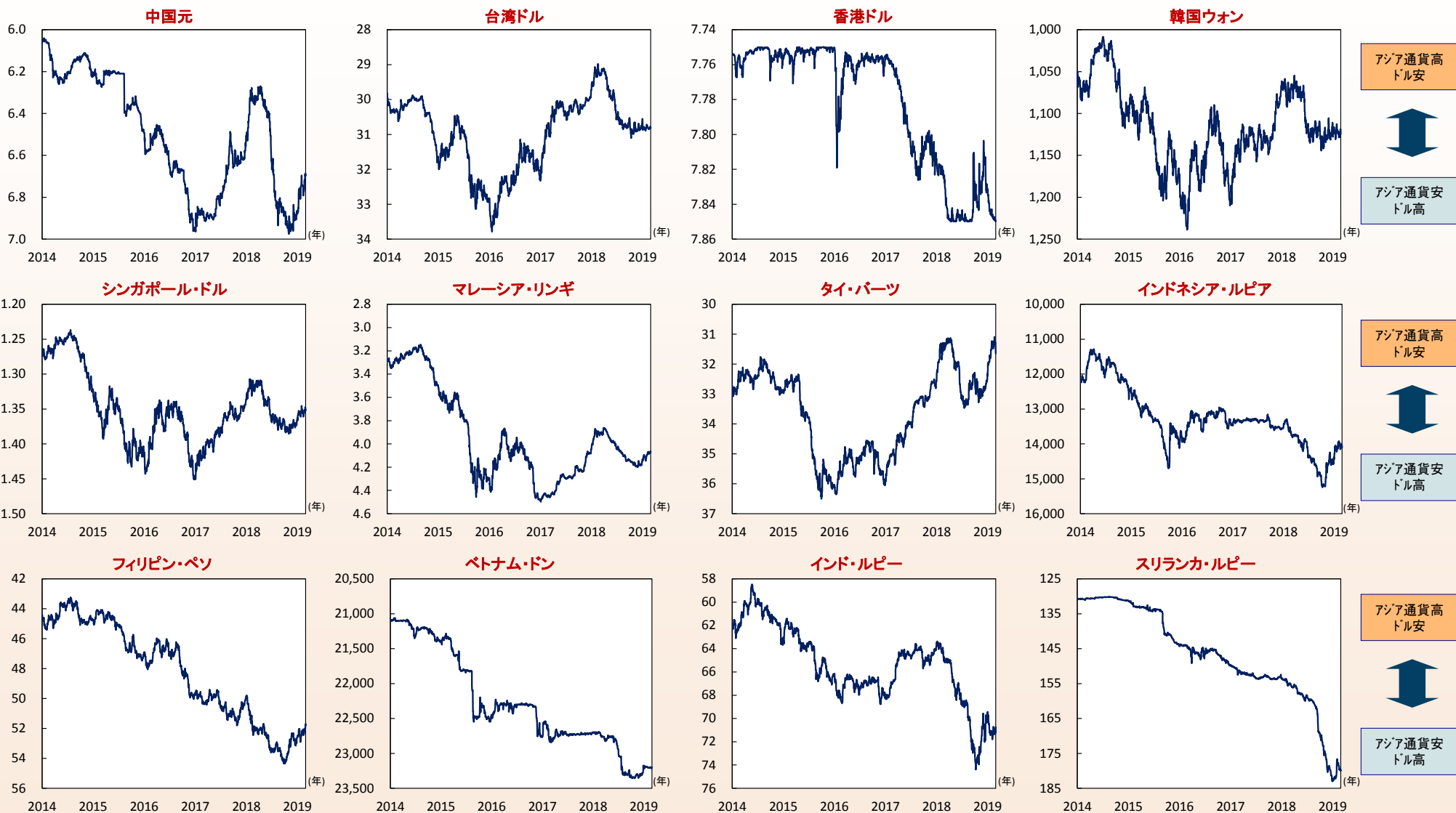


注) すべて5年国債利回り、直近値は、2019年2月28日。

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2月28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3月1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