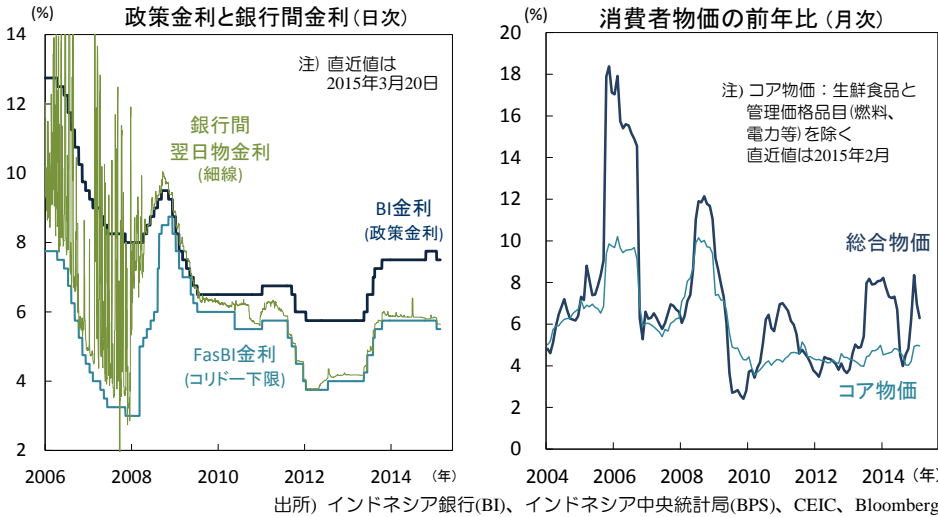


## インドネシア:下落するルピア相場と据置かれた政策金利

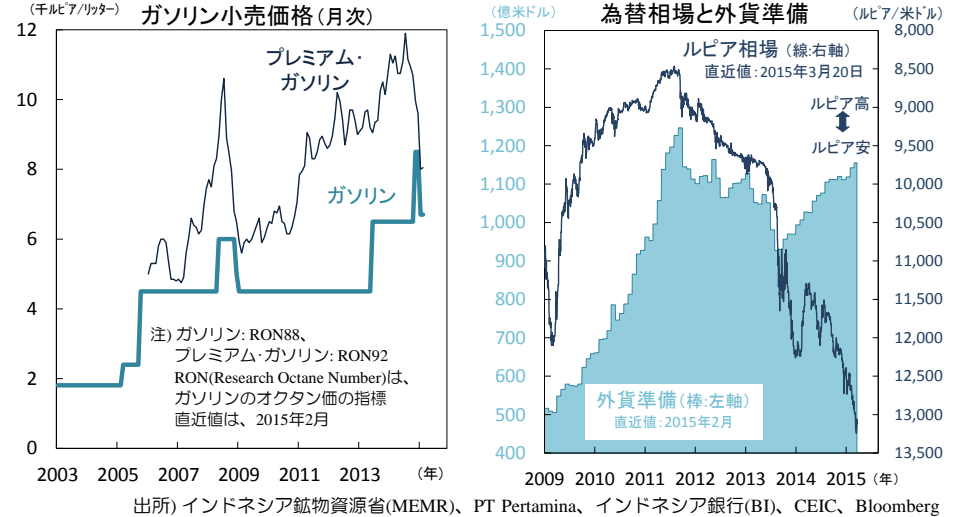
【図1】市場の予想外の2月の利下げ後、利下げを休止(左)



先週17日、インドネシア銀行(BI)は、政策会合で政策金利を7.5%で据置き。先月17日の利下げ後(7.75%→7.5%)、ひとまず利下げを休止しました(図1左)。

消費者物価が鈍化する中での利下げ休止は、足元のルピア相場下落への懸念などが背景とみられます。2月の総消費者物価は前年比+6.3%と前月の+7.0%より低下、昨年12月の+8.4%から大きく鈍化しました(図1右)。燃料物価が同+11.3%と前月の+13.8%から鈍化、食品物価も同+6.3%と前月の+8.2%より低下し、総合物価を押下げました。燃料物価の鈍化は、1月以降の燃料小売価格の市場連動制への移行に伴う同小売価格の下落(図2左)、食品物価の低下は、急騰していた赤唐辛子価格の反落等によります。コア物価は同+5.0%と前月と変わりませんでした。前回2月の利下げは市場の予想外のもの。当時、燃料価格の低下による物価の鈍化が予想されたものの、BIは経常赤字の縮小ペースが遅いことを懸念し、内需を刺激し輸入を押上げる利下げを当面は行わないとの予想が太宗でした(アジア・マーケット・マンスリー2015年3月号 4-5頁参照)。

【図2】低下する燃料価格(左)、足元で下げ足を早めるルピア相場(右)



しかし、BIは2月に利下げを断行。この時のBI声明は、足元のルピア安は消費財輸入の抑制や工業製品の輸出競争力の向上を通じて経常赤字の改善を促すだろうと指摘。ルピア安を容認する姿勢を示唆しました。高金利の維持による内需の抑制ではなく、ルピア安の容認によって経常赤字を縮小させたいという考えもうかがえました。

同利下げ直後は落ち着いていたルピア相場もその後下げ足を早め、2月25日から3月16日にかけて対米ドル(以下「ドル」)で2.9%下落(図2右)。主要アジア通貨最大の下落率でした。2月末より同国の証券市場から資本が流出を始め、3月3日から16日にかけて9.6億ドル(13.2兆ルピア)の国債と2.2億ドルの株式が売り越され(図3)、為替相場を押下げました。複数の市場参加者によれば、ユスフ・カラ副大統領からの圧力の下でBIが不本意な利下げを強いられたとの憶測が現地で浮上、これがシンガポール等海外市場に伝わり資本流出を促した模様です。市場参加者の一部は、BIが政府の圧力の下で連続利下げを強いられ、経済の安定化が頓挫するとの懸念を持ったとみられます。

## ● 米利上げの影響への警戒感を表明した中央銀行声明

同国では、(1)緩和的な金融政策→(2)景気過熱で物価が上昇し経常収支が悪化→(3)資本流出が加速し通貨が急落→(4)連続利上げによる景気沈静化と経常収支改善というサイクルが過去に何度か見られました。BIは、2005年、2008年、2013年に通貨急落後の連続利上げを行っています。2013年の連続利上げは、同年に就任したアグスBI総裁の下で実施。市場参加者は総裁の交代とともにBIの政策運営が健全化したと、この動きを歓迎しました。BIは昨年11月の燃料価格引上げ直後に緊急利上げを実施(7.5%→7.75%)。かつての拙い政策運営で失った信認を取戻しつつあるかに見えました。

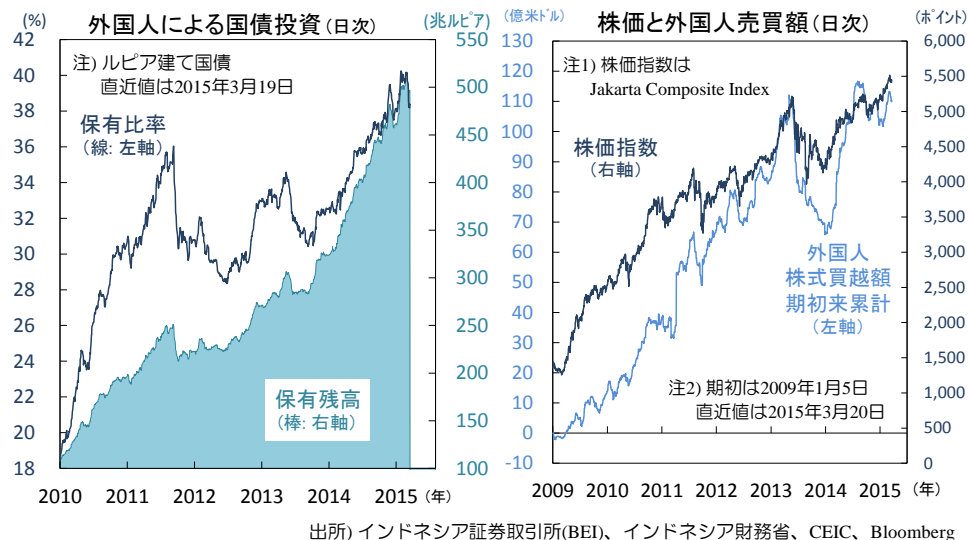
今回の金利据置き時の声明は、ルピア安が経常赤字縮小を促すと前回文言を削除し、BIは市場介入や国債購入などルピア相場の安定化策を強化すると記述。国際環境についても、「欧州中銀の量的金融緩和が新興国への資本流入を促す」との楽観的な前回文言に代え、「米金融政策の正常化が国際金融市場の不確実性を高める」と警戒感を表明。今年半ば以降に米利上げ開始が予想され、国際金融市場の変動性が高まりやすい中、BIは当面政策金利を据置くでしょう。米利上げ開始後に市場が安定化し、国内物価も鈍化を続けた場合、年末にかけて追加利下げの可能性が高まると予想されます。

## ● 経常赤字は縮小するもその速度は緩慢

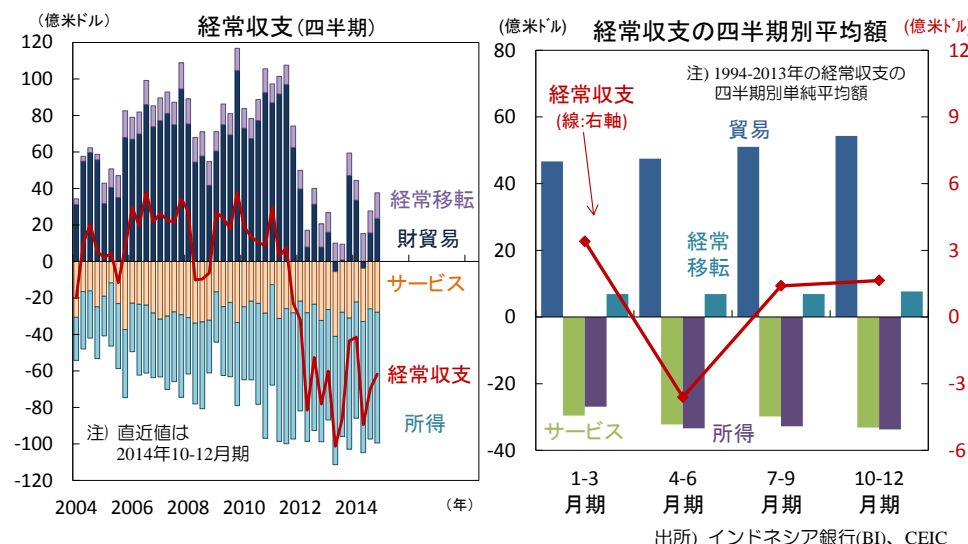
10-12月期の経常赤字は62億ドルとGDP比2.8%に縮小し(図4左)、2014年通年でも同3.0%と前年の3.2%より縮小。しかし、同期間に同2.6%から1.9%に赤字幅を縮小させたインドに比べると、縮小の速度は緩慢です。同国は、石油は純輸入ながら石炭やパーム油が純輸出であり、一次産品価格下落の恩恵を受けづらい貿易構造です。

今年半ばにかけ、米利上げ開始時期を巡る不透明感から金融市場の変動性が高まるでしょう。同国は、海外への配当/利払支払の増加などで4-6月期の経常収支が悪化する季節性があり(図4右)、国内為替市場の相対的な流動性の低さも相まってルピア相場の変動が増すリスクは無視できません。外国投資家によるルピア建国債保有額は先週19日時点で497兆ルピアと発行残高の38.2%に相当。国際的な新興国資産売りが生じた場合の影響は小さくないでしょう。同国の外貨準備は昨年初より今年2月までに161億ドル増加(図2右)。BIは、2013年の通貨急落時に外貨準備の水準が低いことを懸念された経験から、外貨準備の増強を重視。資本流入局面でドル買い介入を行う一方、資本流出局面のドル売り介入を控え、ルピア相場の緩やかな下落を容認しているとみられます。今後も当面、ルピア相場の上値はやや重くなると予想されます。(入村)

【図3】2月末より多額の資本がルピア建て国債市場より流出(左)



【図4】例年、4-6月期にかけて悪化する経常収支(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を目的として、国際投信投資顧問が作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。なお、以下の点にもご留意ください。

- 本資料中のグラフ・数値等はあくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。
- 本資料の内容は作成基準日のものであり、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をもとに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。
- 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国際投信投資顧問経済調査部の見解です。また、国際投信投資顧問が設定・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。