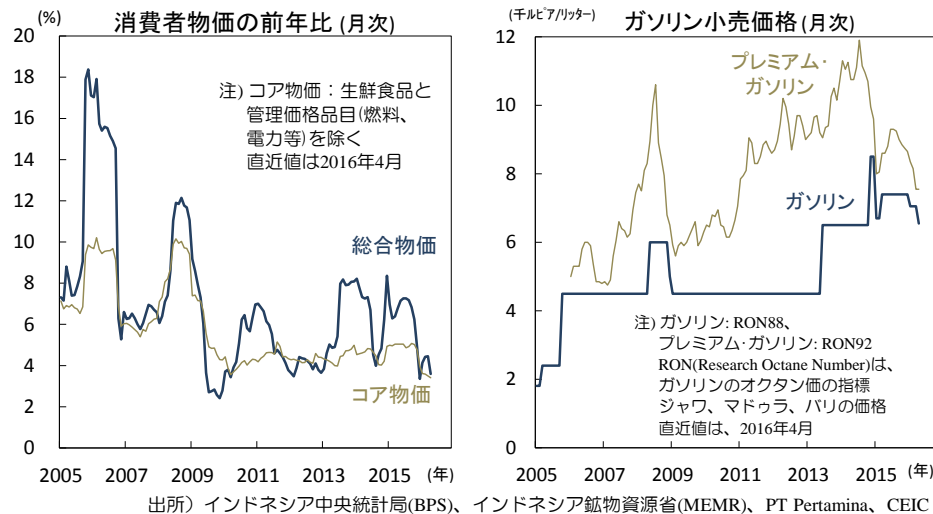


## インドネシア:政策金利体系の変更を8月に控え、4ヵ月ぶりに利下げを休止した中央銀行

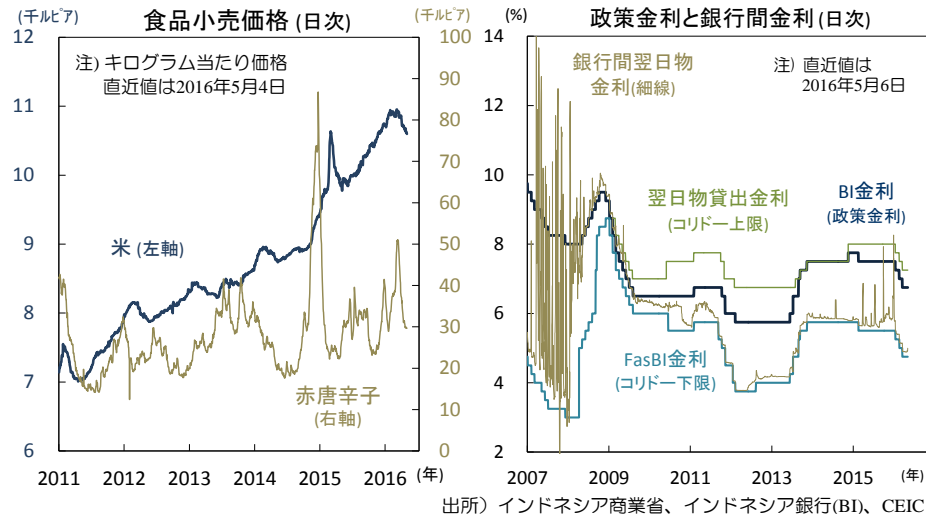
【図1】食品や燃料価格に下押しされ消費者物価が鈍化(左)



先週2日、インドネシア政府は4月の総合消費者物価が前年比+3.6%と前月の+4.4%より鈍化したことを公表(図1左)。燃料が同▲6.3%と前月の▲0.2%より落込み幅が拡大、食品が同+6.0%と前月の+6.2%より鈍化し、総合物価を押下げました。国際燃料価格の低位安定とルピア相場の反発による輸入価格の低下を背景に、政府は4月にガソリン等の燃料小売価格を引下げており(図1右)、併せて公共運賃等も低下しました。食品では香辛料が同+33.1%と前月の+45.0%より鈍化(季節調整前の前月比は▲5.5%と反落)。雨不足によって高止まっていた赤唐辛子価格は収穫の正常化等で沈静化しました(図2左)。食品と管理価格を除くコア物価は同+3.4%と前月の+3.5%より鈍化しました。

物価が沈静化、経常赤字が緩やかに縮小しルピア相場も安定化する中、インドネシア銀行(BI)は年初より3回連続で利下げを実施。政策金利を7.5%から6.75%に引下げました(図2右)。4月21日の政策会合では4ヵ月ぶりに金利を据置き。BIの声明は、1-3月期と4-6月期のGDP成長率は政府の投資と消費に支えられて加速すると予測しました。

【図2】年初来3回連続で利下げの後、4月には利下げを休止(右)



先週4日に公表された1-3月期の実質GDPは前年比+4.9%と前期の+5.0%よりやや鈍化し、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+5.1%を下回りました。政府消費や固定資本投資がやや鈍化(図3左)。前期まで2期連続でプラスとなった設備投資の反落等が背景です。一方、民間消費は同+5.0%と前期と同率の底堅い伸びを維持しました。生産側では、運輸機器の回復などに支えられ製造業が同+4.6%と前期の+4.4%より加速(図3右)。鉱業の落込み幅が縮小し、建設は同+7.9%、サービス部門は同+6.0%と前期より鈍化しつつ底堅い伸びを維持しました。政府はインフラ投資に注力しており、今後は民間投資の誘発も徐々に進むとみられます。民間消費も堅調さを保つ中、BIの声明が予想するとおり、今後も緩やかな景気拡大の加速がみられる可能性が高いでしょう。

BIの声明は、インフレ期待の落ち着きや限定的な内需の伸びなどを背景に、3月のコア消費者物価は低位にあると指摘。今後の金融政策の方向性については言及せず、前回声明の「今後の追加緩和に関しては慎重に判断する」という文言は削除されました。

## ● 利下げ休止の背景には8月に控える政策金利体系の変更も

今回、BIが政策金利を据置いた背景には、年初から3回連続で行った利下げを経てこれまでの累積利下げの効果の浸透を見極めたいとの考えに加え、政策金利体系の変更を控えて当面は金利の水準を動かしたくないとの配慮も働いたと考えられます。

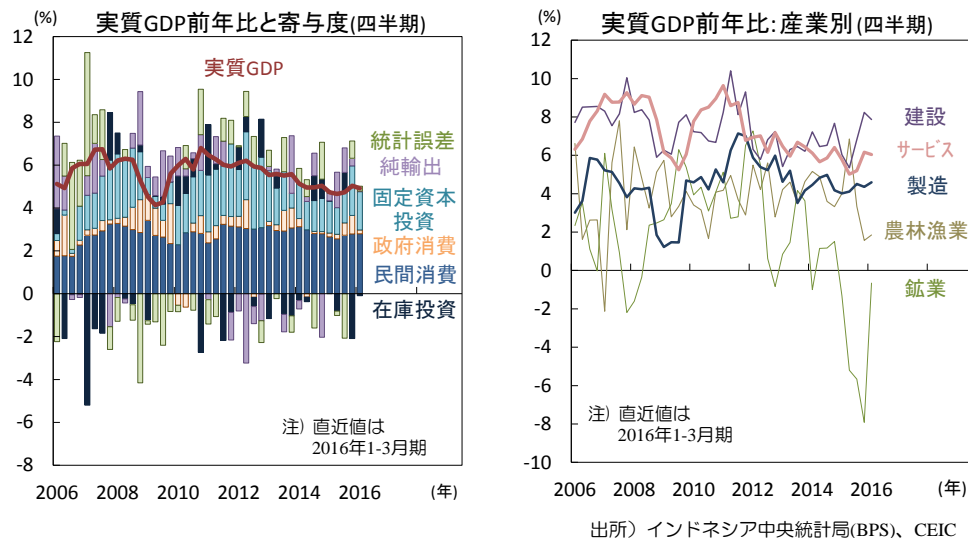
先月15日、BIは政策金利を現行のBI金利から7日物リバース・レポ(RRP)金利に変更する方針を公表(8月19日に実施予定)。同変更は、現在の金利体系の持つ歪みと問題点を是正するためのものとみられます。現行の政策金利(BI金利)は6.75%、金利下限(FasBI金利)は4.75%、金利上限(翌日物貸付金利)は7.25%(図2右)。上下限が2.5ポイントと広いうえ、上下非対称です。かつ、銀行間の短期金利が政策金利ではなく下限金利に近い水準で推移しており、政策金利のシグナル効果が制約されています。かつては短期金利の誘導目標であったBI金利がその機能を失ったのは、BIによる2011年以降の政策運営によります。2005年に導入された当時のBI金利は、1ヵ月物中銀手形(SBI)金利と同水準(当初は誘導目標、その後発行金利)であり、SBI金利が安定する一方で銀行間の翌日物金利は大きく変動していました(図2右)。その後、2008年に、BIは利回り曲線の起点である翌日物金利を安定させるために制度を変更しました。

## ● 政策金利体系の変質を招いた2011年以降の政策運営

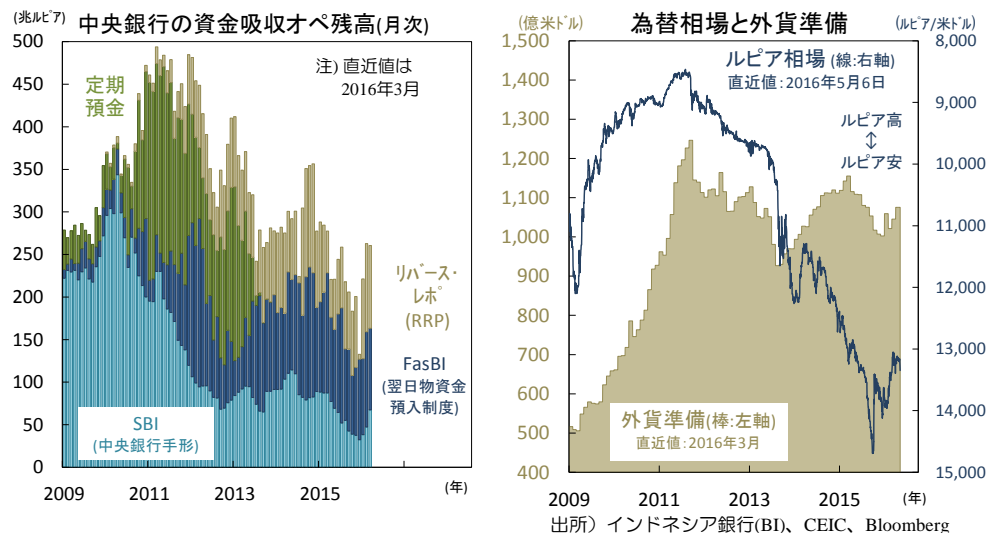
2008年、BIはBI金利を翌日物金利の誘導目標に変更し、同金利を中心に上下対象の金利上下限(コリドー:翌日物の預貸制度金利)を設け、翌日物金利がこの範囲で推移するように誘導。しかし、その後、2011年より上記の枠組みは大きく変質しました。

当時BI総裁であったダルミン氏は、投資の回復のためには低金利が必要との考えを持っていた模様であり、2011年より利下げを開始。この際に、FasBI金利をBI金利を上回る幅で引下げ、金利上下限(コリドー)を上下対照でなくしました(アジア・マーケット・マンスリー-2014年1月号 2頁参照)。多額の銀行間流動性の存在もあり、銀行間の翌日物金利はBI金利よりもFasBI金利に近い水準で推移しました。BIは、資本流入に伴う通貨上昇圧力を抑えるためのドル買い介入を行っており、市中に放出したルピア資金の吸収(不胎化)の金利負担に悩んだBIが、金利吸収手段となったFasBI金利を引下げたという面もあった模様です。また、主要な金融調節手段であったSBI(主に1ヵ月もの)への多額の資本流入を問題視したBIは、SBIへの最低投資期間を定めるなど資本流入の抑制策を導入。SBIの発行期間を長期化するとともに発行量を徐々に抑制し、定期預金やリバース・レポ等の手段を用いた資金吸収を増加させました(図4左)。

## 【図3】民間消費の伸びにけん引され底堅く拡大する景気(左)



## 【図4】中央銀行手形の残高を縮小し、リバース・レポ等を拡大(左)



## ● 今年8月の金利体系の変更で、金融政策の有効性が向上か

一連の措置の結果、銀行間の翌日物金利はFasBI金利と同水準となり、BIの資金吸収手段である定期預金、リバース・レポ、SBI(主に期間9ヵ月以上)等が期間に応じてFasBI金利を上回る水準に設定されたため、事実上、FasBI金利が翌日物、BI金利が12ヵ月物の資金調節手段(SBI)の金利という金利構造が成立することになりました。

今年の8月19日以降、BIは政策金利はBI金利から7日物RRP金利(現在5.5%)に変更し、同金利±0.75%ポイントの短期資金預貸制度による金利上下限(コリドー)を設置。この結果、政策金利は6.75%→5.5%、金利上限は7.25%→6.25%、金利下限は4.75%(変更なし)となる見込みです。政策金利は低下するものの、銀行間の短期金利が新しい政策金利と同水準で推移すれば、小幅な金利上昇が生じる見込みです。また、BIは、1週間物リバース・レポによる資金吸収を固定金利(政策金利)で行うと同時に、2週間物と12ヵ月物の資金調節を変動金利入札で実施する方針を公表。7日ものの金利を固定する一方で、期間の長い金利は市場需給を反映して変動するよう誘導する模様です。一連の変更が混乱なく実施されれば、政策金利のシグナル効果の強化や短期金利水準の安定化にも貢献し、BIによる政策運営への信頼度を高めると期待されます。

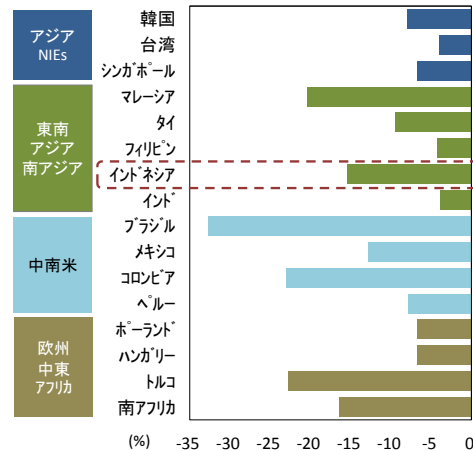
## ● ルピアは今後も底堅いものの相場上昇速度は鈍化か

ルピアは、昨年初から9月末にかけ対米ドルで15.5%下落した後、先週6日にかけて10.7%上昇(図4右、図5)。昨年は米利上げや中国景気悪化の懸念と一次産品価格の低迷等に伴うリスク回避から高金利経常赤字国の通貨が売込まれるも、以降は同懸念の後退や一次産品価格の反発でリスク選好が強まり、それまで売込まれ割安感のある新興国通貨が買戻されました。同国に関しては、昨年8月の内閣改造や9月の政界再編で大統領の求心力が高まり経済改革に向けた取組みが進み、経済の供給能力を高めるべくインフラ投資も加速。また、BIが物価の沈静化や経常赤字の縮小(図6)と通貨の安定化を待って市場の混乱を招くことなく連続利下げを行ったことも好感されました。

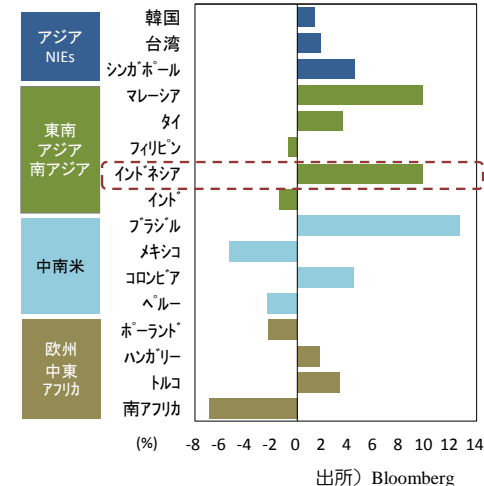
しかし、主要新興国通貨の売持ちは解消されルピアを含む多くの通貨が既に買持ちされているとみられ、相場上昇の勢いは今後鈍化するでしょう。また、同国の経常収支は4-6月期に季節的に悪化することに加え、通貨上昇局面ではBIが外貨準備増強のためのドル買い介入を行うため、相場の上値はやや重くなるとみられます。政治経済状況の改善をなど背景にルピアは今後も他の新興国通貨より底堅く推移するであろうものの、相場上昇の速度は徐々に緩やかなものとなると予想されます。(入村)

## 【図5】昨年9月末にかけて急落したルピアはその後反転

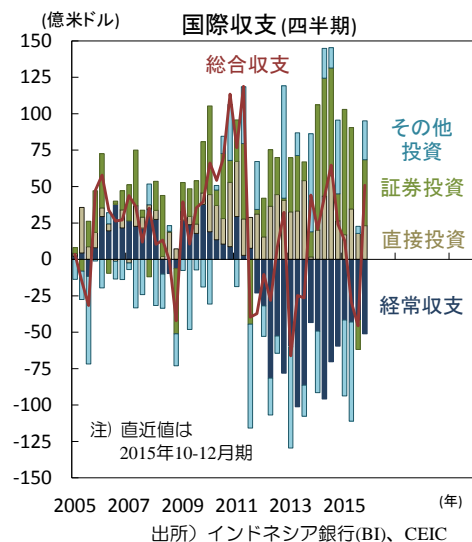
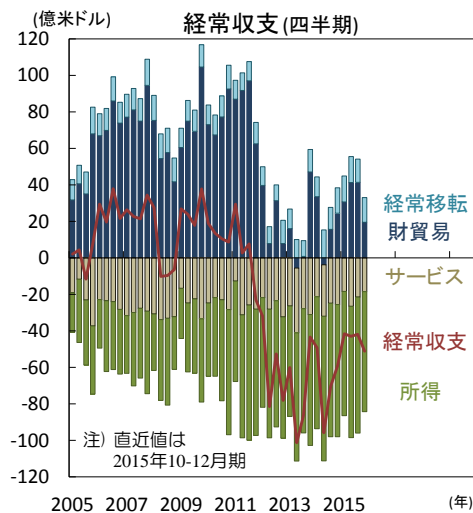
主要新興国通貨の対米ドル相場騰落率  
(2014年12月31日～2015年9月30日)



主要新興国通貨の対米ドル相場騰落率  
(2015年9月30日～2016年5月6日)



## 【図6】経常赤字は2013年半ばのピークに比べて縮小



## 留意事項

### ◎投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としているため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。したがって、投資者のみなさまの投資元金が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。運用により信託財産に生じた損益はすべて投資者のみなさまに帰属します。

投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をよくご覧ください。

### ◎投資信託に係る費用について

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

#### ■購入時（ファンドによっては換金時）に直接ご負担いただく費用

- ・購入時（換金時）手数料 ... **上限 3.24%（税込）**

※一部のファンドについては、購入時（換金時）手数料額（**上限 37,800円（税込）**）を定めているものがあります。

#### ■購入時・換金時に直接ご負担いただく費用

- ・信託財産留保額 ... ファンドにより変動するものがあるため、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

#### ■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

- ・運用管理費用（信託報酬） ... **上限年3.348%（税込）**

※一部のファンドについては、運用実績に応じて成功報酬をご負担いただく場合があります。

#### ■その他の費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等でご確認ください。

※その他の費用・手数料については、運用状況等により変動するものであり、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

お客さまにご負担いただく費用の合計額もしくはその上限額またはこれらの計算方法は、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

### 《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、三菱UFJ国際投信が運用するすべての公募投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をご覧ください。

## 各資産のリスク

### ◎株式の投資に係る価格変動リスク

株式への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、株式の価格は個々の企業の活動や業績、市場・経済の状況等を反映して変動するため、株式の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

### ◎公社債の投資に係る価格変動リスク

公社債への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、公社債の価格は市場金利の変動等を受けて変動するため、公社債の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

### ◎信用リスク

信用リスクとは、有価証券等の発行者や取引先等の経営・財務状況が悪化した場合またはそれが予想された場合もしくはこれらに関する外部評価の悪化があった場合等に、当該有価証券等の価格が下落することやその価値がなくなること、または利払いや償還金の支払いが滞る等の債務が不履行となること等をいいます。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

### ◎流動性リスク

有価証券等を売却あるいは取得しようとする際に、市場に十分な需要や供給がない場合や取引規制等により十分な流動性の下での取引を行えない場合または取引が不可能となる場合、市場実勢から期待される価格より不利な価格での取引となる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

国内株式・国内債券への投資は上記のリスクを伴います。海外株式・海外債券への投資は上記リスクに加えて以下の為替変動リスクを伴います。

### ◎為替変動リスク

海外の株式や公社債、REIT、オルタナティブ資産は外貨建資産ですので、為替変動の影響を受けます。そのため、為替相場が円高方向に進んだ場合には、投資元金を割り込むことがあります。

新興国への投資は上記リスクに加えて以下のカントリーリスクを伴います。

### ◎カントリーリスク

新興国への投資は、先進国への投資を行う場合に比べ、投資対象国におけるクーデターや重大な政治体制の変更、資産凍結を含む重大な規制の導入、政府のデフォルト等の発生による影響を受けることにより、市場・信用・流動性の各リスクが大きくなる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込む可能性が高まる場合があります。

## 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。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。銀行等の登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の補償の対象ではありません。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
- 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・状況であり、また、見通しなし分析は作成時点での見解を示したものです。したがって、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・手数料等は考慮していません。
- 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国際投信経済調査部の見解です。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。
- 投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認くださいのうえ、ご自身でご判断ください。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。



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