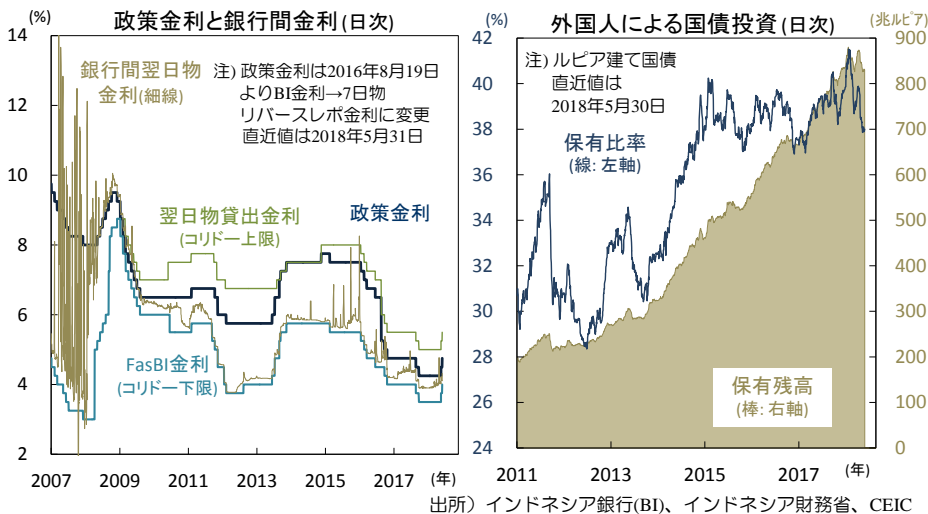


インドネシア: 新任中銀総裁による緊急利上げを受けて反転上昇するルピア相場

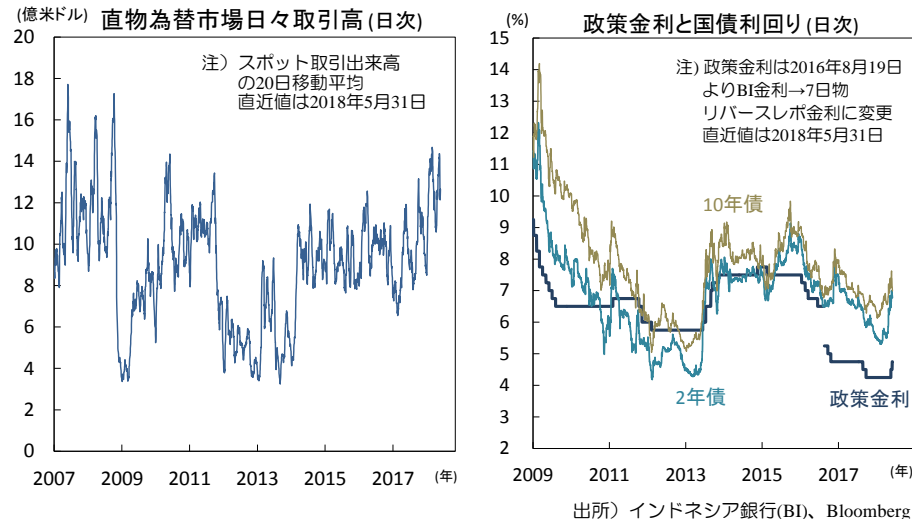
【図1】ルピア相場防衛のため、臨時会合で追加利上げを実施(左)



先週30日、インドネシア銀行(BI)は臨時の政策会合で政策金利を4.5%から4.75%に引上げ(図1左)。Bloomberg集計では26社中25社が同利上げを予想していました。BIは5月17日の定例会合で政策金利を引上げたばかり(4.25%→4.5%)。2週間後の追加利上げは異例であり、ルピア相場の安定化に向けたBIの強い意思をうかがわせます。

BIの声明は、今回の利上げは、為替相場を安定化させるため動きであると説明。前回5月17日の「経済の安定を保つための利上げ」という表現を改め、ルピア相場防衛の意図を明確にしました。声明は、同国の経済状況は健全であるものの、外部要因による新興国資産売りの影響で、株価や自国通貨の対ドル相場が下落し国債利回りが上昇していると指摘。外部要因として、(1)米国の利上げ加速や財政悪化の思惑による米長期金利の上昇とドル高、(2)米中貿易摩擦の激化、(3)地政学リスクの高まりを挙げました。今回の利上げは、ルピア相場の安定を重視する短期的な政策に基づくものと記述。当面は景気物価動向より為替相場の変動の抑制を重んじる姿勢を明らかにしました。

【図2】外国人の国債売り等に伴って国債利回りは上昇(右)



ルピア建て国債の外国人保有率は4月末時点で38.4%と(図1右)、主要アジア諸国の中でも高く、資本流出に伴うルピアと国債価格の下落は更なる国債売りを招きがちです。また、多額の外貨建て対外債務を負う企業はルピア下落局面でドル買いヘッジを急ぎ、市場の流動性の低さ(図2左)も相まって相場下落を加速させる傾向があります。

BIは過去の市場混乱の経験からこうした弱みを熟知しており、2009年以降は市場混乱時に為替市場と国債市場に介入して価格下落を抑える体制を整備。また、近年は企業による対外債務の為替ヘッジ義務(返済期限が近づくほど所要ヘッジ比率を引上げ)を導入しました。今回は、さらに予防的な利上げを行うことで、市場の動揺とルピア相場の変動が高まることを予防しようとしたとみられます。BIの声明は、今回の利上げは、為替相場安定化のための「予防的で、前倒しで、先手を打った」動きであると記述。「予防的」で始まる同義語を重ねた(ややくどいとも思える表現の)一節からは、従来の後手に回った金融政策運営から決別したいという意味もうかがえます。

● 景気支援より為替相場安定化を重視し予防的な利上げへ

過去には、過剰な金融緩和と景気の過熱→インフレ率の上昇と経常収支の悪化→資本流出とルピア相場下落→通貨防衛のための大幅利上げ→景気の減速という循環も見られ、拙い政策運営が景気変動の振幅を増幅しているとの批判も聞かれました。

足元4月の総合消費者物価は前年比+3.4%と(図3左)、BIの物価目標(3.5%±1%)の中央値近辺。過去10年間の利上げの殆どがインフレ率が目標上限を上回った後に始まったのとは対照的であり、今回「先手を打った」という表現は誇張ではありません。また、為替相場の下落幅を見ても、今回の利上げは予防的と言えます。年初より初回の利上げ前日の5月16日にかけてルピアは対米ドルで▲3.7%下落(図5左)。下落率は、トルコ(▲14.0%)、ブラジル(▲10.0%)、ロシア(▲6.6%)、インド(▲5.8%)等の通貨を下回り、未だ輸入インフレの波及が懸念される水準ではありません。加えて、今年1-3月期の実質GDPは前年比+5.1%と前期の+5.2%よりやや鈍化(図3右)。同成長率は2015年半ばに+4.7%に低下した後に底を打ったものの回復の速度は鈍く、潜在成長率とみられる+5.5~6%に回復するには時間がかかりそうです。落ち着いた物価と勢いを欠く景気の下での利上げは、BIがルピア相場の安定性を重視していることを印象付けました。

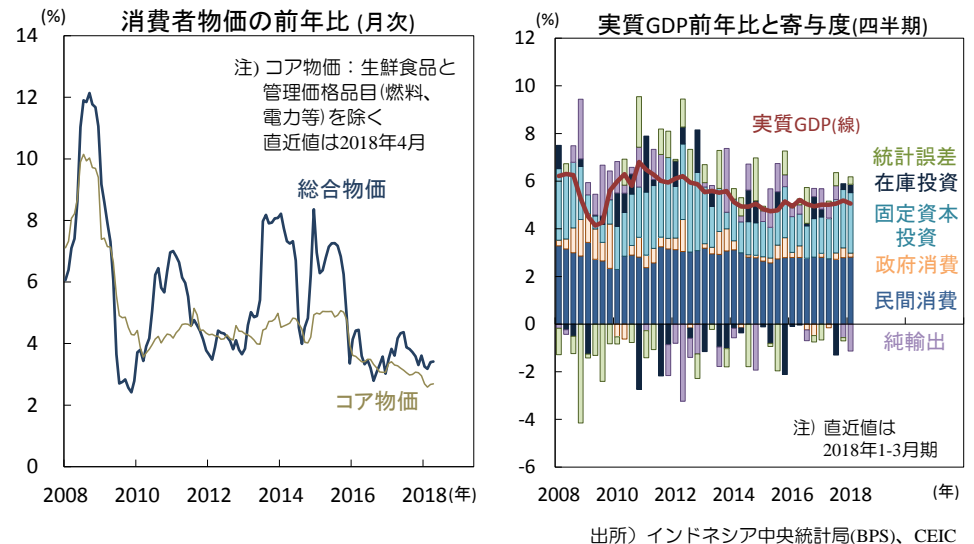
● 異例の臨時会合の背景には米国の利上げへの配慮も

来年4月に大統領選挙、今年6月には前哨戦の統一地方選が控えます。今回の利上げは、現政権が低金利維持による景気回復支援を望む中での決断であったとみられます。

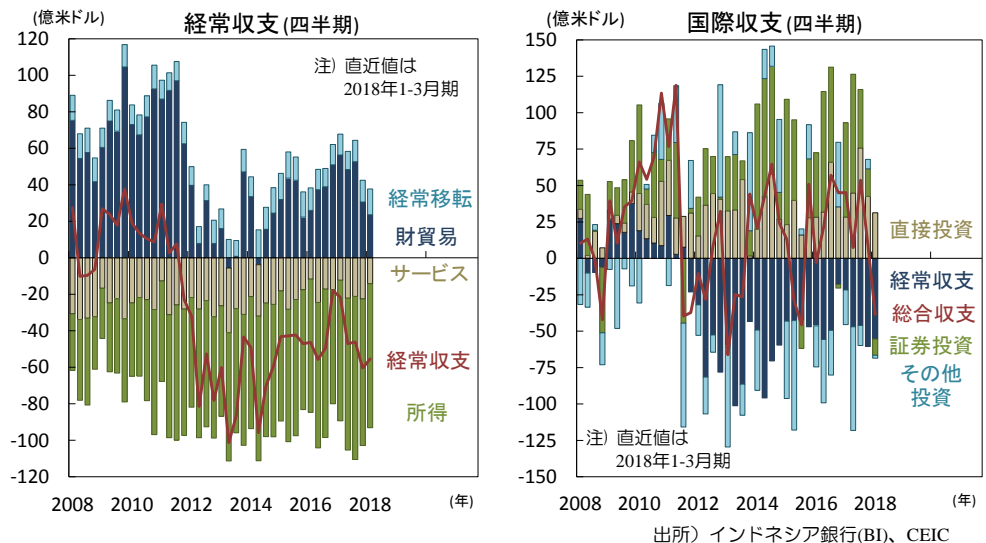
臨時会合での利上げの背景には、米国の金融政策への配慮もあったと考えられます。6月の第3-4週が断食明け大祭(レバラン)で休日となるため、BIの6月の政策会合は6月28日と、米国の政策会合(FOMC)の約2週間後。0.25%ポイントの利上げが確実視される米FOMC前に自らの政策金利を引上げ、通貨下落を防止する意図もうかがえます。また、今回の利上げは、BIのペリー・ワルジヨ新総裁への信認を高める効果もあったと考えられます。前任者のアグス前総裁は、健全な政策志向と政治的な圧力にも容易に屈しない強い意思で知られる人物でした。同氏は、就任から間もない2013年にはルピアが急落する中で大幅な連続利上げによって相場を安定化し、市場参加者の為替取引に対するBIの不透明な指導も撤廃。前任者による不適切な政策運営によって地に落ちたBIへの評価を回復させました(注1)。BI生え抜きのペリー氏は副総裁から総裁に昇格。中央銀行の運営経験に不足はないものの、金融市場が安定を欠く局面で、市場の信認の厚い前任者と同様の巧みな舵取りができるかに不安があったことは事実です。

注1) アジア・マーケット・マンスリー-2014年1月号 2-4頁を参照。

【図3】 落ち着いた物価(左)とやや勢いを欠くGDP成長率(右)



【図4】 経常赤字の水準は2013年半ばのほぼ半分程度



● ペリー総裁は就任直後の緊急利上げで信認を獲得か

アグス前総裁は、退任直前の政策会合(5月17日)で予防的な利上げを実施(注2)。その7日後の24日に就任したペリー新総裁は、就任演説でルピア相場の安定化のために金融政策を用いると明言し、翌25日にはBIが臨時の政策会合を30日に開くと公表しました。3日後の28日には、政府や金融サービス庁(OJK)との共同声明を公表し、ルピア相場の安定化等に取り組むと宣言。当局が一体となって市場混乱に対処する姿勢を強調するなど、調整能力の高さを印象付けました。そして、満を持して迎えた30日の臨時会合で、BIは市場が織込んだとおりの利上げを行いました。ペリー新総裁が就任する前日の5月22日より先週31日にかけて、ルピアは対米ドルで+1.8%上昇。異例な臨時会合での連続利上げによって、BIはひとまずルピア相場の安定化に成功した模様です。

声明は、BIが為替市場と国債市場に介入し相場の安定化を図りつつ市場に十分な流動性を供給しており、市場参加者等と緊密な対話を行って合理的な相場期待の形成を促していると記述。また、マクロ健全性規制の緩和などの追加措置を準備中ともしており、住宅ローンの担保掛目上限の引上げや自動車ローンの頭金下限の引下げなどを通じて、金利の引上げに伴う景気下押し圧力を和らげる構えとみられます。

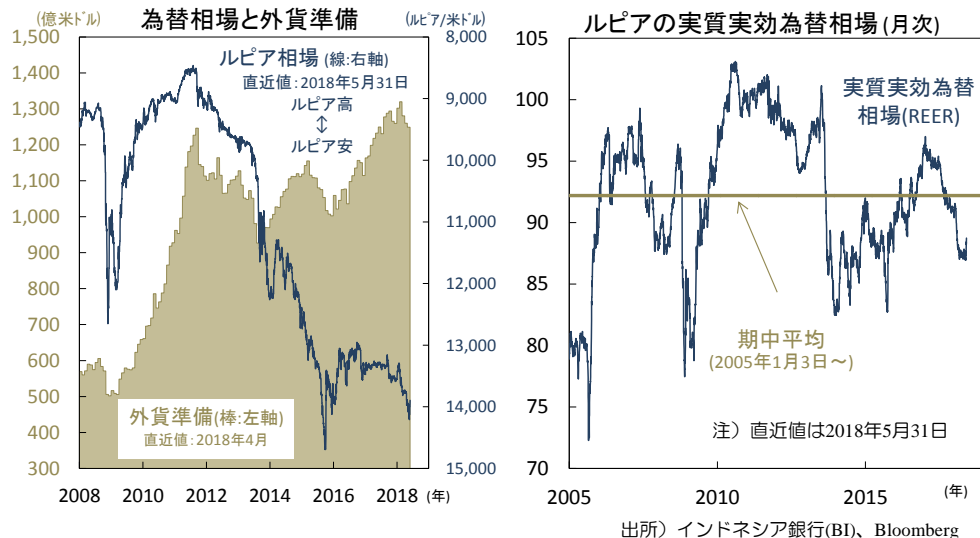
● 当面、底堅い推移が予想されるルピア相場

BIの声明は、今後は利上げ余地を慎重に活用すべく内外経済を注視すると記述。米国の追加利上げ等もにらみつつ、年内に1-2回の追加利上げを行い、ルピア相場の安定を図ると予想されます。国内の景気物価動向よりも国際金融市場とルピア相場の動向が重視されるとみられ、再びルピア安が進めば前倒しの利上げが行われるでしょう。

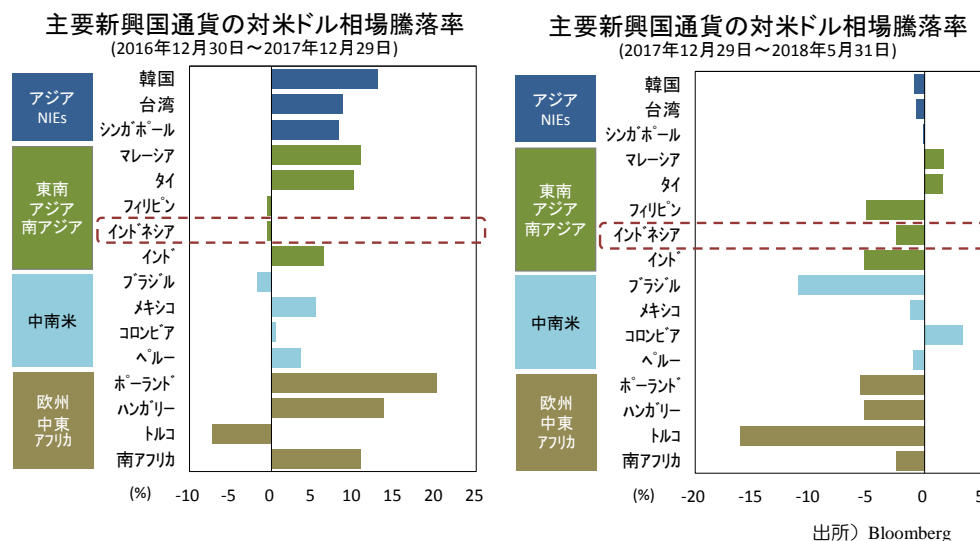
昨年対米ドルで▲0.7%下落と米ドル安基調下でも低迷したルピアは、今年は年初より先週31日にかけて同▲2.3%と、ドル高が進む中でも下げ幅は小幅でした(図6)。昨年は国債投資資本の流入が加速する中で、BIはドル買い介入で相場上昇を抑えつつ、外貨準備を増強。今年は4月下旬以降の国債市場からの資本流出局面で外貨準備を用いたドル売り介入を行い、2回連続の利上げで相場下落抑制を図りました。割高感のない相場(図5右)や落ち着いた物価の下で相応に高い実質金利などルピアの支援要因は健在です。4月16日から5月30日にかけて国債市場からは43.2兆ルピアの資本が流出。今後、海外投資家のリスク選好度が回復する局面では同市場への資本流入が見込まれます。また、短期的には、6月初の主要債券指標への採用に伴うインデックス運用資本の流入も予想されます。ルピアは当面底堅く推移すると予想されます。(入村)

注2) アジア投資環境レポート2018年5月21日号を参照。

【図5】昨年まで2年間で外貨準備が増加(左)、割高感のない相場(右)



【図6】昨年は、米ドル安新興国通貨高の中でもルピアは上昇せず(左)



・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。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成した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。
- 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。



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