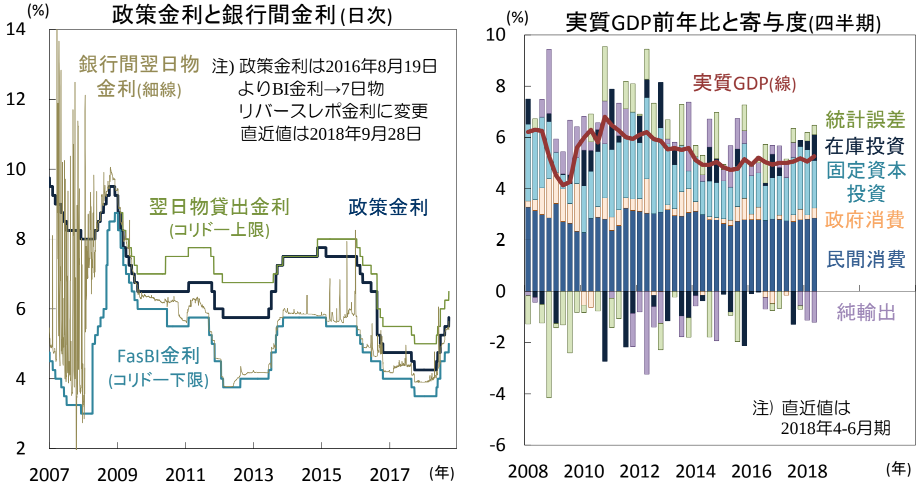
Focus

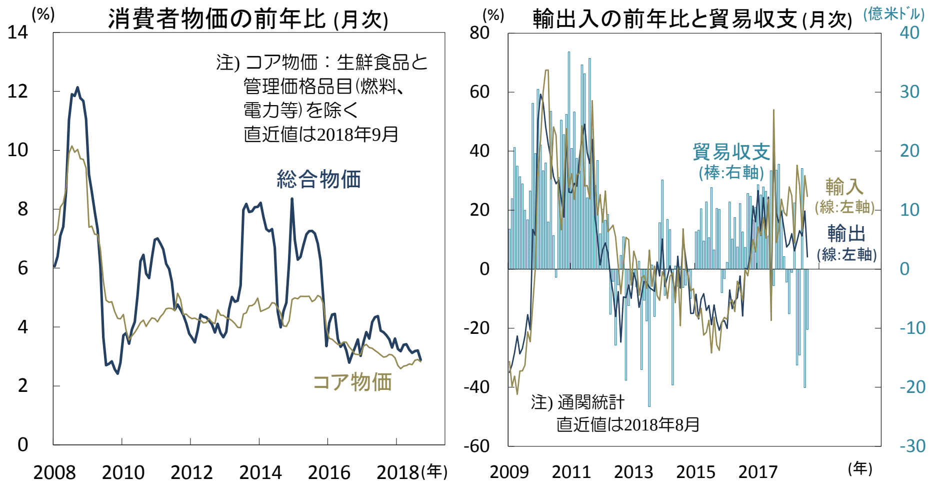
インドネシア：ルピア安定に向けて利上げを行い、国内為替先物(DNDF)を導入

【図1】今年5月以降の累計利上げ幅は1.5%ポイントに(左)



出所）インドネシア銀行(BI)、インドネシア中央統計局(BPS)、CEIC

【図2】近年は輸入の伸びが急伸し、貿易収支が赤字基調に(右)



出所）インドネシア中央統計局(BPS)、CEIC

先週27日、インドネシア銀行(BI)は政策金利を5.5%から5.75%に引上げ。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、2社は据置きを予想)。5月以降の累計利上げ幅は1.5%ポイント(pt)に上ります(図1左)。今回の利上げは米国による利上げ(+0.25%pt)の翌日に実施。また、為替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%)。

BIの声明は、物価は低位で落着いていると指摘(図2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。1-8月の同収支は▲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2右)。国内の産油量の落込みと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(図3左)。国際原油価格の上昇が燃料輸入額を押上げています。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3右)。1-8月期の輸入が前年比+24.5%伸びる一方、輸出は同+10.4%。原油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4)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。

経常赤字の縮小に向けて輸入抑制策を導入

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動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、ルピア相場の下落(図5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。

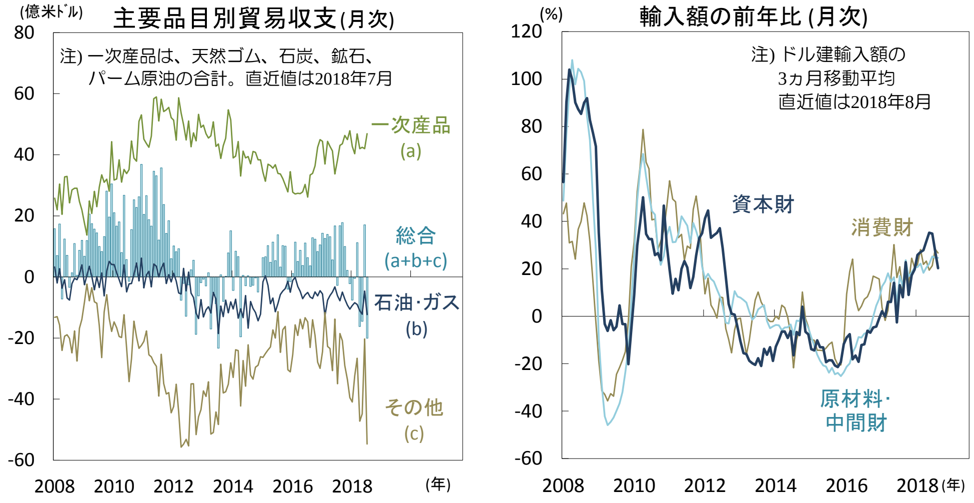
国内ルピア差金決済為替先物(DNDF)取引を導入

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5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相場の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。

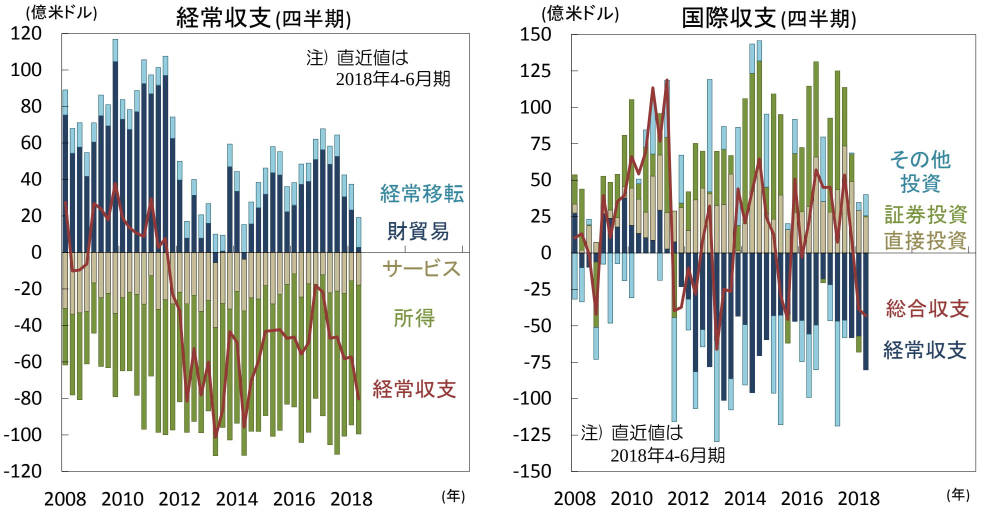
注）アジア投資環境レポート 2018年9月18日号 を参照。

【図3】石油ガス貿易赤字が定着（左）、資本財輸入は拡大基調（右）



出所）インドネシア中央統計局(BPS)、CEIC

【図4】経常赤字が足元で拡大し、直接投資黒字ではカバーできず（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6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6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6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。

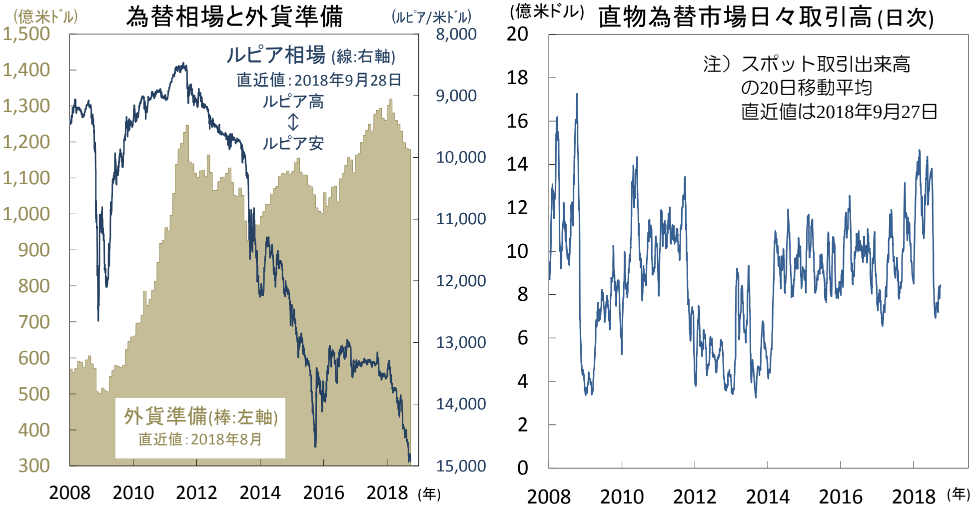
また、DNDF市場の育成に成功すればBIによる市場介入の柔軟性も高まるでしょう。ドル不足等によるパニック的な現地通貨売りが生じた際に同市場で介入を行いパニックが収束するのを待つことができれば、外貨準備は減少しません。ブラジルの証券･先物取引所には流動性の高い米ドル先物(レアル差金決済)があり、同国の中央銀行は同市場で先物ドル売り介入を行いつつ、高水準の外貨準備を維持しています。

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し国内銀行の参加を促進、(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。

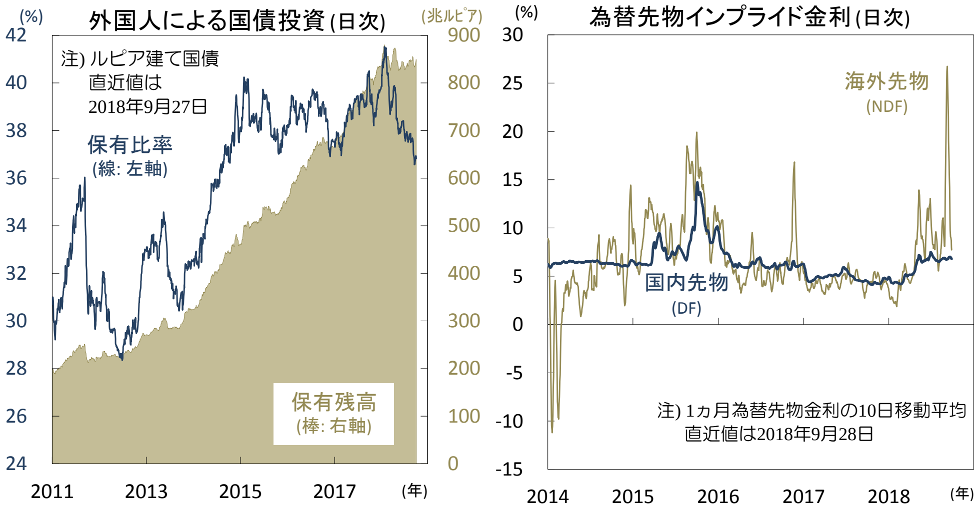
BIや政府は、経常赤字の大きさや為替市場の流動性の低さなどルピア安の原因を認識し、これに対処しようとしています。BIによれば、4-6月期に同国企業が受取った外貨建て輸出代金の内、ルピアに交換されたのはわずか13.7%。政府は、マレーシアで導入されたような、輸出代金の自国通貨交換義務の導入も検討している模様です。経常赤字の縮小や為替市場の育成には時間がかかり、ルピアは引続き軟調とみられるものの、一連の措置は中期的な相場安定化に寄与すると期待されます。（入村）

【図5】下落するルピア相場（左）、低水準の国内為替市場取引高（右）



出所）インドネシア銀行(BI)、CEIC、Bloomberg

【図6】国内市場に比べて変動の大きい海外先物（NDF）金利（右）



出所）インドネシア財務省、インドネシア銀行(BI)、CEIC、Bloomberg

・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。

MUFG
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