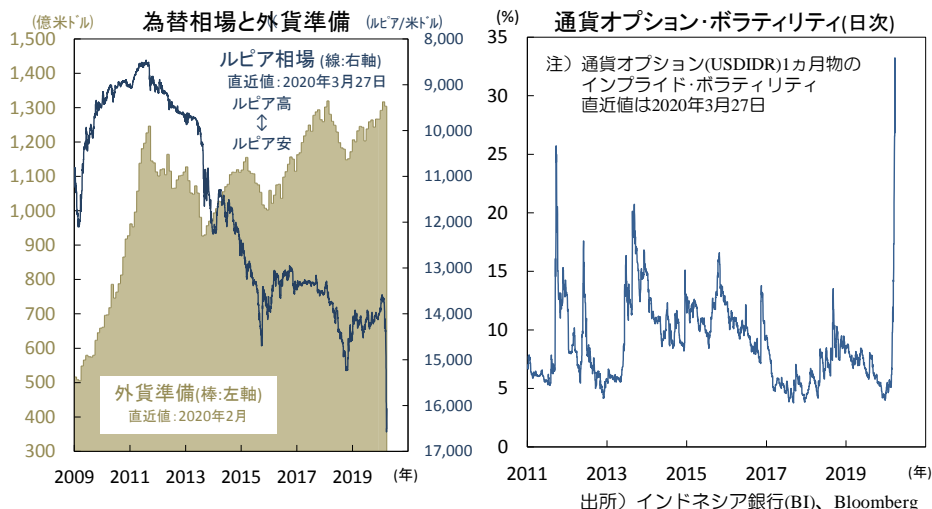


インドネシア:先週初にかけて急落したルピアは今後安定化するのか

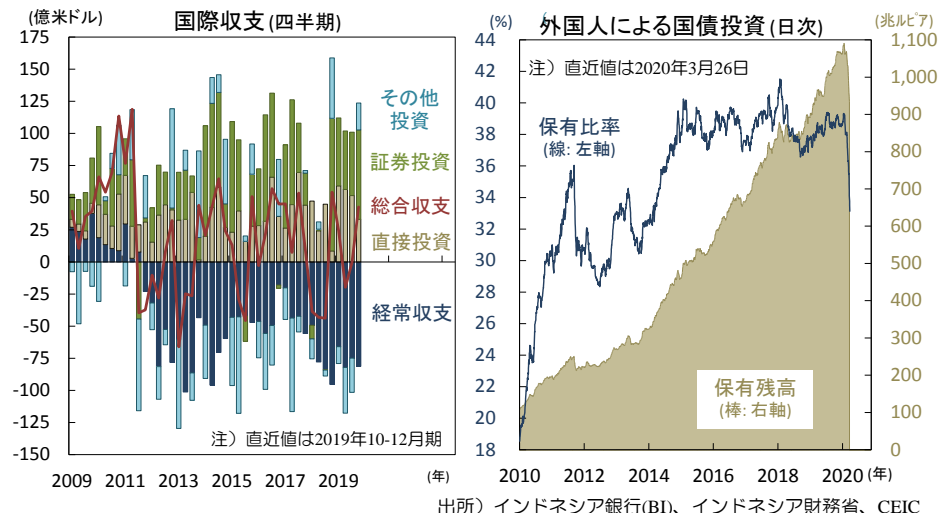
【図1】急落したルピア相場(左)、高まる相場の変動性(右)



インドネシア・ルピアが軟調です。1月末から先週27日にかけて同通貨は対米ドルで▲15.6%下落(図1左)。主要アジア通貨ではマレーシア(▲5.5%)を上回り首位の下落率、主要新興国通貨でもメキシコ(▲19.3%)とロシア(▲18.9%)とブラジル(▲16.0%)に次ぐ下落率でした。新型コロナウイルスの世界的な感染拡大や原油価格の暴落などをきっかけに、国際金融市場は2月下旬より混乱。世界的なリスク資産の換金売りが進む中で、同国の資本市場からも多額の資本が流出し、ルピア相場を押し下げました。

同国は経常赤字の6-7割程度を証券投資資本によって調達(図2左)。高金利の国債には多額の資本が流入しており、昨年末時点の外国人保有比率は39%に上りました(図2右)。一方、国内為替市場の流動性は低く(図3左)、海外資本の流出が加速すると、国債売りとルピア売りに伴って国債価格とルピア相場が同時に下落するというもろさを抱えていました。自国市場の弱さをよく知る当局は、近年、市場の安定化に向けた措置を相次いで導入。しかし、今回の市場混乱を抑えることはできませんでした。

【図2】経常赤字の相当部分を証券投資資本の流入で調達(左)



ルピア相場がしばしば急変動するのは、為替市場の流動性の低さによります。企業の対外債務は大きく、元利返済が集中すると大口のドル買いがルピア相場を押し下げがちです。当局は、2014年より返済期限が近づくごとに対外債務の為替ヘッジ比率を引上げることを義務付け、ドル需要が一時期に集中することを抑制。また、為替市場と国債市場へのインドネシア銀行(BI)による介入によって国債価格とルピア相場を安定的に保ち、海外投資家が相場変動を懸念して国債売却を急ぐことを防いできました。

加えて、BIはルピア相場の変動性を高めてきた為替先物市場にも手を加えました。同国債を保有する海外投資家は、為替相場の変動が高まる局面では海外の為替先物(NDF)を使って為替ヘッジを実施。こうした際にはNDF市場がルピア売り一色となり相場が急落。銀行による裁定取引を通じて国内の直物相場も下落してきました。BIは、2018年11月に新しい国内為替先物(DNDF)を導入。ルピア差金決済のドル先物であり、従来からの国内先物(DF)と同様に、その取引には実需の裏付けが求められます。

● 先物市場介入を行うも資本流出による相場下落は防げず

BIは、DNDF市場でドル売り介入を行い、同市場でのルピア安を抑制。外国銀行が国内のDNDF市場と海外のNDF市場での裁定取引を活発化したため、NDF相場がDNDF相場に鞘寄せされ、資本流出時のNDF市場でのルピア相場の急落が起こりづらくなりました。もっとも、2月下旬以降はルピアNDFがDNDFを上回って下落し、ルピアの直物相場も急落(図3右)。2月下旬より国際金融市場の混乱の度合いが2008年の国際金融危機に近い水準まで高まる中で、BIはDNDF市場介入によってルピア相場の変動を抑え込むことができませんでした。ほぼ全てのリスク資産が換金売りの対象となる中で、高い実質金利や恵まれた経済環境ゆえに海外投資家に好まれてきたルピア建て国債から多額の資本が流出。各国の基礎条件よりも投資残高の大きさが資産価格の下落幅を左右する相場展開の下で、ルピアは下落すべくして下落しました。

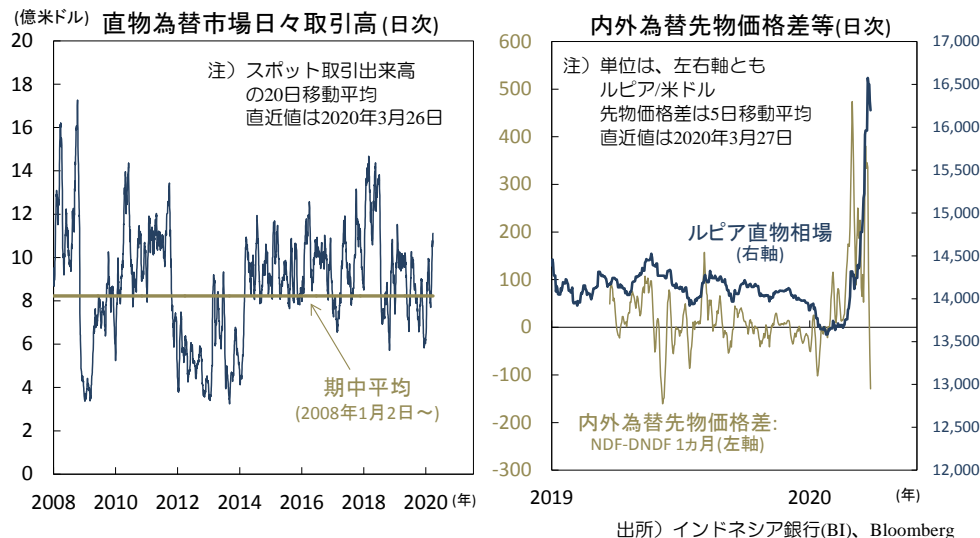
BIは、2月よりDNDF市場に加えて直物市場での介入も強化した上で、DNDF市場介入の効果を高めるための措置を導入。(a)外貨流動性の供給と(b)銀行のネット為替持高(NOP)規制へのDNDF残高の加算などです。(a)に関しては、外貨建て預金に対する預金準備率を8%から4%に引下げ、32億ドル相当の資金を市中に放出しました

● ドル資金放出や為替持高規制の変更を行った中央銀行

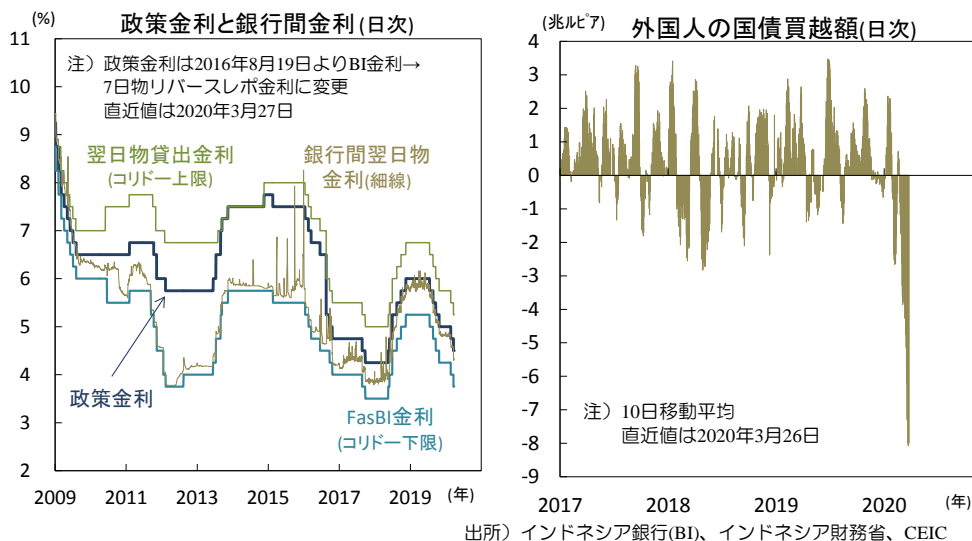
外国人投資家が保有する国債を売却し売却代金をドル転した場合、取引相手となった金融機関は、買い取った国債を市中で売却し、ドル売り持高を解消するために直物市場や先物市場でドル買いを行います。BIが国債市場とDNDF市場での介入を強化した今年初以降は、国債売り圧力がBIの国債購入によって吸収されるとともに、金融機関は割安なBIとのDNDF取引によってドル売り持高をカバー。しかし、DNDFはルピア差金決済であり、直物や通常の国内為替先物(ドルとルピアの交換を行うDF)とは異なりドル資金の受渡しが生じないため、金融機関のドル流動性は低下していました。

(b)に関しては、銀行が直先物等のネット為替持高(NOP)を自己資本の20%以内におさめることを義務付けられる一方、ルピア差金決済のDNDFはNOP規制の加算対象外でした。このため、DNDFによって為替ヘッジを行った銀行には、NOP規制上のドル売り持高が残ることになりました。BIが主たる為替介入の場を直物市場からDNDF市場にシフトしたことに伴って、多くの銀行のNOPは規制上限に近づいており、BIによるDNDF市場介入の余地も低下していたとみられます。BIは3月20日よりDNDF持ち高を規制上のNOPに加算することを決定。上記の問題は解消されました。

【図3】流動性の低い国内直物為替市場(左)



【図4】多額の国債売りがあったものの(右)、短期金利は上昇せず(左)



● 米FRBとの為替スワップ協定締結を目指す中央銀行

BIは3月19日の政策会合で政策金利を4.75%から4.5%へ引下げるとともに、金融市場安定化に向けた措置を導入。今後も直物と先物為替(DNDF)市場と国債市場での介入を強化しルピア相場安定化を図るとした上で、(a)12カ月物国債レポによるルピア資金供給、(b)為替スワップ入札によるドル資金供給を毎日実施すること(従来は週3回)、(c)DNDFの裏付取引の追加(非居住者ルピア勘定に預けられた国債売却代金のヘッジ)を行いました。外貨資金に関しては、BIは中国、韓国、豪州、日本等と二国間通貨スワップ協定を結ぶも、米ドル引出しが可能なのは日本のみで(227.6億ドル)、多国間協定(CMIM)からIMF融資の適用なしで引出せるのは68億ドルのみ。BIのペリー総裁は、2国間スワップ協定について米当局と交渉中と先週26日に発言しており、もし締結に成功すれば、非常時のドル資金供給能力の増強につながると考えられます。

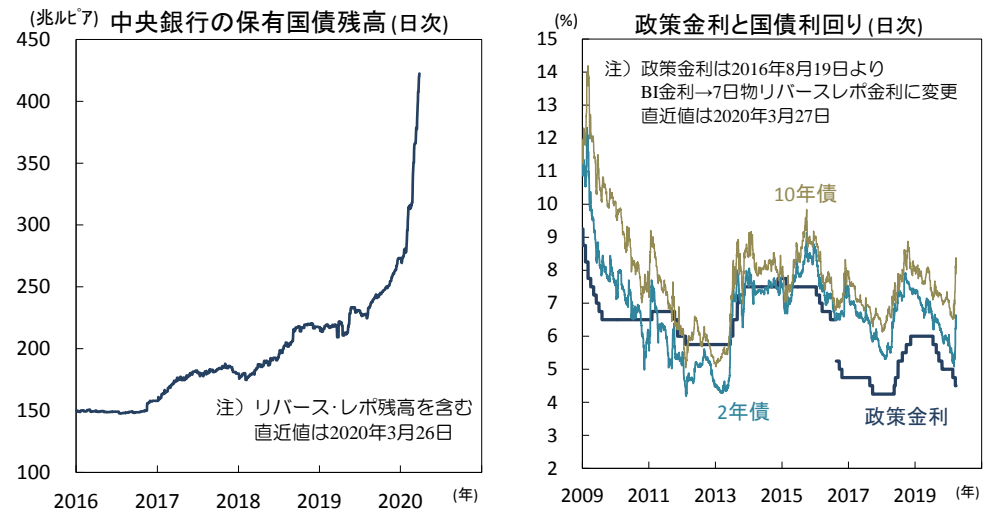
1月末から先週26日にかけて、国債市場から141兆ルピアの資本が流出した一方(図4右)、同期間にBIの保有する国債残高(リバース・レポ取引を含む)は126兆ルピア増加(図5左)。BIは国債市場で外国人が売却した国債の約9割相当を買い取ることで国債価格の安定化を図りつつ、市中に多額のルピア流動性を供給しました。

● 当面ルピアの上値は重く、相場の反発は今年後半からか

BIによる国債の購入は、国債価格の安定化に加え、金融調節オペの担保を増強する意図もあったとみられます。BIは、自身が発行する手形(SBI)による資金吸収を縮小するとともに、国債を担保にしたリバース・レポによる資金吸収を拡大しています。

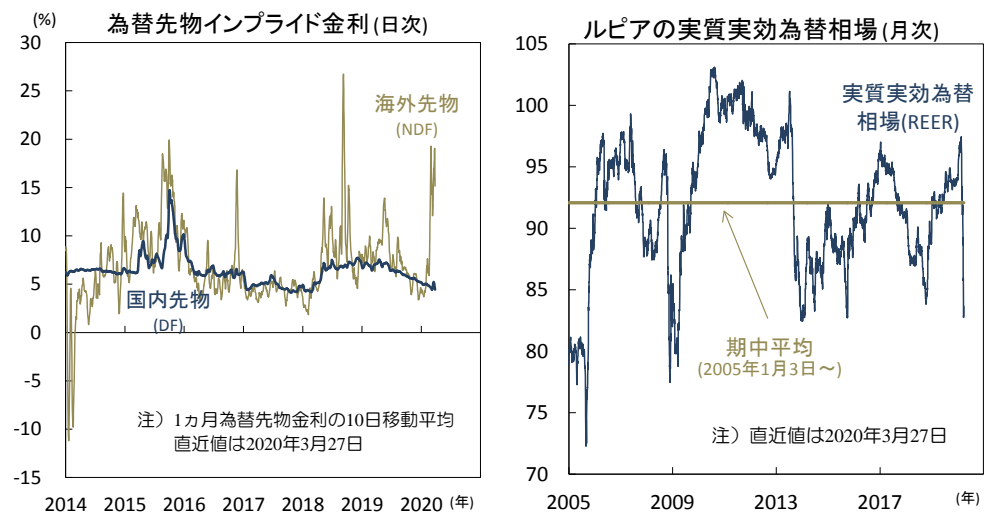
ルピアの対ドル直物相場は先週23日に一時1ドル16,625ルピアと史上最安値を更新した後に27日まで3日連続で上昇、10年国債利回りも24日に8.376%に上昇した後に27日まで2日連続で低下(図5右)。米欧の当局による大規模な金融緩和と財政刺激策がコロナ・ショックで下押しされる世界景気を回復させるとの期待から世界的にリスク資産が買戻される中での動きでした。前述のNOP規制変更によるBIの為替介入余力の改善やパニック売りの収束もあり、NDF利回りも低下(図6左)。割安な水準まで売込まれた相場や(図6右)恵まれた経済環境の下でルピア建て資産は魅力的に見えます。しかし、経常赤字を証券投資で調達する同国は国際金融市場が安定を欠く中でもろさを抱えます。米欧諸国でコロナ感染が拡大し景気後退が進む中、今週の相場反発で市場混乱が収束したと考えるのは拙速でしょう。ルピア相場の上値は当面重く、売込まれた相場が緩やかな回復に向かうのは今年後半以降になると予想されます。(入村)

【図5】 国債買入を行う中央銀行(左)、国債利回りは上昇(右)



出所) インドネシア銀行(BI)、インドネシア財務省、Bloomberg

【図6】 為替先物金利が上昇(左)、割安感のある実効相場(右)



出所) インドネシア銀行(BI)、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。



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