

国内外経済の動向

インドネシアルピアの安定性について

【ポイント】

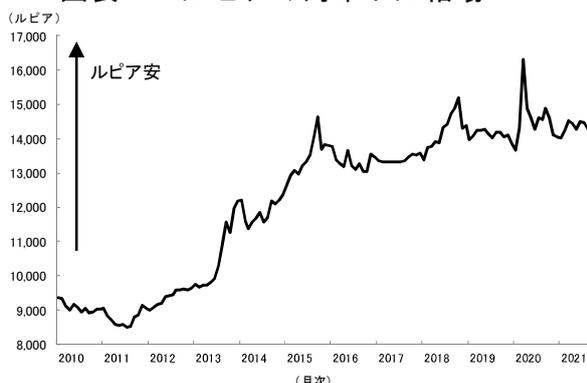
1. インドネシアルピアは対米ドルで度々暴落の憂き目にあってきた。特にここ 10 年では、米国のテーパリング示唆を契機とした 2013 年から 2015 年までの継続的な下落と、2018 年のトルコ・ショックや 2020 年のコロナ禍初期における一時的なルピアの下落が目立つ。
2. ルピアの下落が長期にわたるか一時的なものとなるかは、経常収支と財政収支の 2 つの収支と、外貨準備高の水準が重要な要素となろう。
3. パウエル FRB 議長は 11 月からのテーパリング開始を発表したが、2013 年と比べて経常収支と外貨準備高の水準は安定しており、ルピアは当面堅調だろう。

インドネシアルピア（以降、「ルピア」）は幾度にわたって対米ドルで暴落に直面してきた。ここ 10 年間で見ても、2013 年 5 月の米連邦準備制度理事会（FRB）による量的緩和縮小の示唆に始まる「テーパータントラム（緩和縮小による金融市場の混乱）」およびその後の利上げ局面、2018 年のトルコ・ショック、2020 年のコロナ禍初期などが挙げられる。特に、その中でもテーパータントラムを契機とした局面は、2015 年後半に至るまで継続的な下落が見られた。一方、2018 年や 2020 年は一時的に下落したものの、為替介入や政策金利の引上げなどのインドネシア中央銀行の施策もあり、ほどなく反発してそれ以前に近い水準で推移している。過去の下落事例を概観しルピアを取り巻く環境の変化を整理し、今後のルピアの見通しを考察したい。

1. 2013 年のテーパータントラムおよびその後の米国利上げ観測による継続的な下落

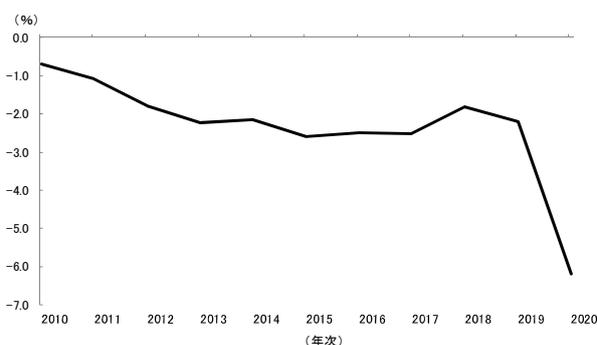
2013 年 5 月にバーナンキ FRB 議長（当時）が量的緩和の縮小の可能性について言及すると、それまでの緩和政策の転換が意識され、新興国市場を中心に大きな混乱をもたらした。インドネシアを含む 5 つの経常収支赤字国（他、ブラジル、インド、トルコ、南アフリカ）とともに「フラジャイル（脆弱）・ファイブ」と呼ばれ通貨売りの標的となり、ルピアは 2013 年 6 月以降急落した（図表 1）。

図表 1. ルピアの対米ドル相場



(資料) ブルームバーグより富国生命インベストメント(シンガポール)作成

図表 2. 財政収支（対 GDP 比）

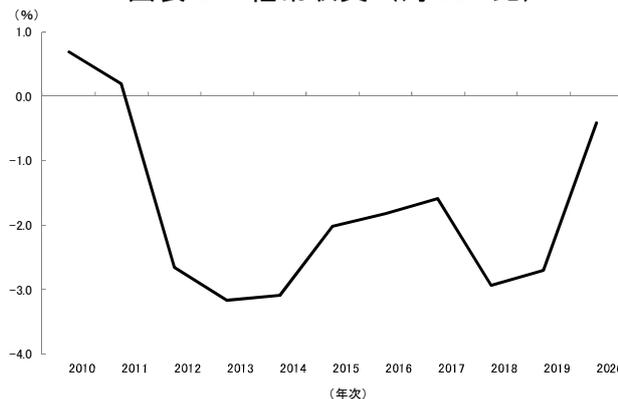


(資料) インドネシア中央銀行より富国生命インベストメント(シンガポール)作成

インドネシアは財政収支が赤字（図表 2）だっただけでなく、2012 年に経常収支（図表 3）も赤字に転落しており、ルピア安の懸念を増幅させていた。インドネシア中銀はこれに対して 5 回に分けて段階的に政策金利の引上げを行い（図表 4）、ルピア安に歯止めをかけようと試みた。平行して、政府は財政赤字の拡大を抑制するため、補助金付き燃料価格の引上げ（補助金の削減）および電力料金改定を行った。さらに、外貨準備高の推移から、2013 年 5 月から 7 月に掛けて為替介入を行ったものの、以降は介入の規模が縮小したか、介入を停止したと見られる。結果として、ルピアの安定は 2014 年初頭まで時間を要した。IMF はこの政策について、為替介入を積極的に行うことを避けてルピアの下落を市場に任せたことで、同国輸入の抑制に繋がり経常収支の悪化を防いだ、と評価している¹。

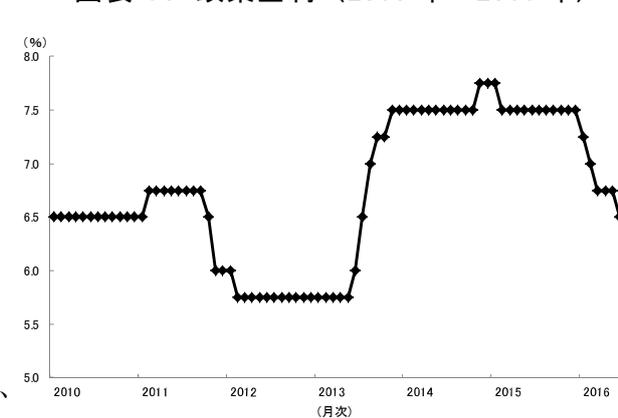
しかしながら、その後も米国の利上げが示唆されるたびにルピア安の圧力は強まり、継続的に下落することとなった。2014 年終盤からの米国の利上げ観測の高まりに中国人民幣元の切下げも加わり、2015 年 8 月にはアジア通貨危機以来の安値をつけた。中央銀行はインドネシア国内の決済におけるルピア使用の義務化などを含む中銀令に加えて、先物市場も含めた積極的な為替介入や公開市場操作によってルピア流動性の管理を行った。これら一連の政策を受けて、2015 年 10 月によりやくルピアは反転し、その後しばらくは比較的安定的に推移した。

図表 3. 経常収支（対 GDP 比）



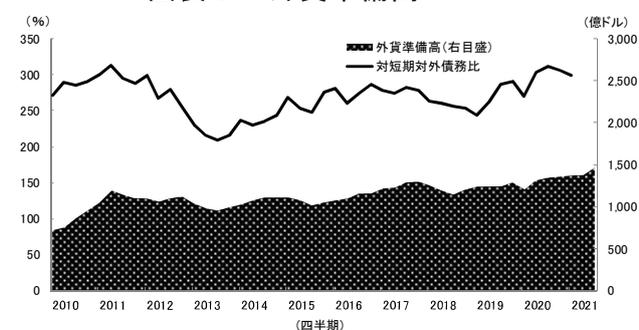
（資料）ブルームバーグより富国生命インベストメント（シンガポール）作成

図表 4. 政策金利（2010 年～2016 年）



（資料）インドネシア中央銀行より富国生命インベストメント（シンガポール）作成

図表 5. 外貨準備高



（資料）インドネシア中央銀行、世界銀行より富国生命インベストメント（シンガポール）作成

2. 2018 年のトルコ・ショックおよび 2020 年のコロナ禍初期の一時的な下落

2015 年 12 月に金融危機以降で初めて米国が利上げを行うと、その後の継続した利上げによるグローバル経済への影響が意識され、新興国などに流入した資金の巻き戻しに繋がるとの連想から米ドル高の圧力が強まり、ルピアの対ドル相場は下落傾向を強めた。2018 年 4 月には約 2 年半ぶりの水準に低下し、これに対してインドネシア中央銀行は 5 月から 6 月にかけて計 3 回の政策金利の引上げを行った（図表 6）。しかしその後、8 月にはトルコリラの暴落を引き金とするトルコ・ショックが発生し、新興国通貨への懸念が広がることとなった。ここから中央銀行は計 3 回の政策金利の追加引上げを実施した。さらにこの

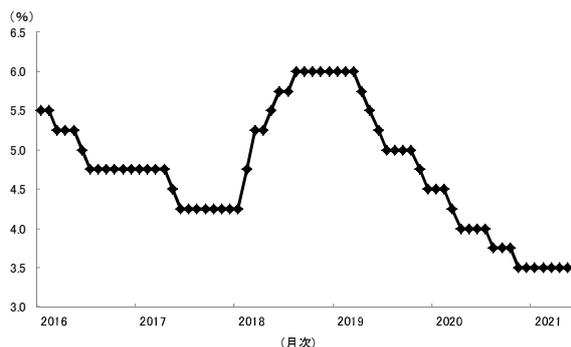
¹ IMF (2016), “2015 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Indonesia”

間、為替介入を積極的に行っており、9月末の外貨準備高は年初から150億ドル以上減少した。これらの金融政策の効果もあり、11月以降のルピア相場は落ち着きを取り戻した。

2020年になり、中国での新型コロナウイルスの流行（以降、「コロナ禍」）が始まると中国経済への下押し圧力が懸念され、そのことがグローバル経済、なかでもサプライチェーンを通じて中国経済との連動性が高いアジア新興国景気の重石となることが警戒された。そこでアジア新興国において

は『利下げドミノ』とも呼べる動きが広がりを見せ、インドネシア中央銀行もこの動きに追随して2020年2月に利下げ実施を決定した。しかし、世界的にコロナ禍が広がると、2月中旬以降国際金融市場は混乱、インドネシアから資金が流出し、ルピア相場を押し下げることとなった。3月下旬には1998年のアジア通貨危機以降の最安値となる1ドル=16,575ルピアまで急落した。中央銀行は2015年や2018年と同じく、為替介入を積極的に実施し、3月末の外貨準備高は年初から80億ドル以上も減少した。加えて、4月と5月には為替相場の安定性を重視して2回連続で利下げを休止して据置きとする対応をとった。この結果、4月から6月初めにかけてルピアは急反発し、その後は風の状況が続いている。

図表6. 政策金利（2016年～）



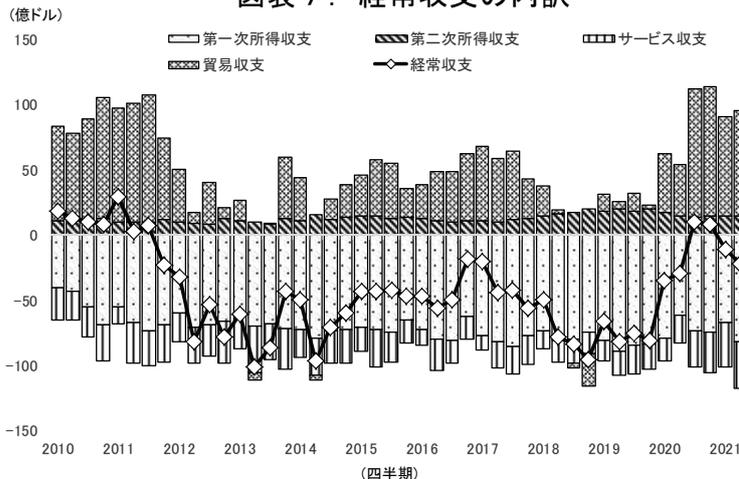
（資料）インドネシア中央銀行より富国生命インベストメント（シンガポール）作成

3. 下落が継続するか一時的かは双子の赤字と外貨準備高の水準が鍵

継続的なルピア安となった2013年から2015年までと、一時的な下落にとどまった2018、2020年とはどのような差があったのか。第一に注目するのは経常収支と財政収支の双子の赤字である。

まず、インドネシアの経常収支の水準は、貿易収支の黒字幅により左右されることが見て取れる（図表7）。2012年には、前年に発生した欧州債務危機に端を発するグローバル経済の混乱を受けた国際的な資源需要の低下による輸出の低迷と、相対的に堅調だった国内経済を背景とした輸入の伸びにより、貿易収支が大きく悪化していた。資源輸出国として潤沢な貿易黒字を確保していると認識されていたインドネシアが経常赤字に転落したことは大きなショックを市場に与えた。これに対して、現在のコロナ禍においては逆の状況となっている。グローバルでワクチン接種の進展などにより需要が拡大していることや、資源価格の上昇により輸出が増加している中、インドネシア国内は2020年に続き2021年6月以降においても感染者数急増により経済活動が大きく制限されるなど内需は低下し輸入が伸び悩んでいる（図表8）。結果として貿易収支は大きく改善しており、2021年の経常赤字もGDPの1%前後と2020年とほぼ同水準に納まると見られている。

図表7. 経常収支の内訳



（資料）インドネシア中央銀行より富国生命インベストメント（シンガポール）作成

ることや、資源価格の上昇により輸出が増加している中、インドネシア国内は2020年に続き2021年6月以降においても感染者数急増により経済活動が大きく制限されるなど内需は低下し輸入が伸び悩んでいる（図表8）。結果として貿易収支は大きく改善しており、2021年の経常赤字もGDPの1%前後と2020年とほぼ同水準に納まると見られている。

今後の見通しとしても、インドネシアはワクチン接種率がまだ低いため当面は輸入の伸び悩みが続くと見られ、経常収支は 2022 年も同様の水準で推移すると見込まれる。

一方で、財政収支は悪化している。インドネシアはこれまで国家財政法で財政赤字に GDP 比 3%以下という上限を設け、財政赤字の拡大に歯止めをかけてきたが、コロナ禍への対応のため行政令により上限を一時的に撤廃した。政府は、2020 年に

GDP 比 4%程度の景気刺激策「国家経済復興プログラム」を導入し、年間の財政赤字は GDP 比 6%超まで拡大することとなった。しかしながら、スリ・ムルヤニ財務相は 2021 年の財政赤字は当初の予想を下回る GDP 比 5.4%との見通しを示しており、すでに改善傾向にある。2022 年予算についても、ジョコ・ウィドド大統領は GDP 比で 5%弱を掲げており、「2022 年予算案は 2023 年の財政赤字を 3%以下に抑えるための基盤とすることを意味する」と述べている。そもそも、上限撤廃の行政令は 2022 年までと期限が設定されており、それ以降はコロナ禍前と同程度の財政赤字の水準となると考えられるため、ルピア安に対する大きな懸念材料とはなっていない。

第二には外貨準備高の水準である。振り返った 3 つの局面において、中央銀行はどの局面でも為替介入を積極的に行っている。唯一、2013 年から 2014 年にかけては十分な為替介入が出来なかったと見られ、その結果、ルピアは継続して下落した。この背景には、外貨準備高の対短期対外債務の割合が 2012 年には既に低下していたことがあると考えられる。インドネシアの外貨準備高は 2011 年半ばまでは増加基調だったが、欧州債務危機以降のグローバル経済の混乱によるルピア安への対応のために為替介入を行ったと見られ、減少傾向に転じた。加えて、リーマン・ショックによる世界金融危機後において相対的に安定した経済パフォーマンスが評価されたことで資金が流入していたため短期対外債務も増加していた。一方、近年は介入により一時的に外貨準備高が減少しても、ルピア反発後には積み上げに転じており、現在の外貨準備高の対短期対外債務の割合は 300%前後となっている。外貨準備高は通貨下落局面において為替介入の源泉となる。過去の下落局面において為替介入が大きな効力を発揮してきたことを考えれば、外貨準備高が高水準であることは為替の安定性に大きく影響するといえるだろう。

4. テーパリング開始後もルピアは堅調と推測

パウエル FRB 議長は、今年 11 月からテーパリングを開始すると発表した。2013 年の時のような長期的なルピア安が想起されるが、これまで見てきたように、インドネシアは過去の局面と比較して、経常赤字の縮小と外貨準備高の積み上がりによりルピア安リスクは縮小している。懸念材料である財政収支の拡大もコロナ禍による一時的なものと思込まれることから、当面のルピアは堅調に推移するだろう。

図表 8. 輸入・輸出

