

通貨の減価圧力に見舞われるインドネシア

【ポイント】

1. FRBの量的緩和縮小観測の台頭をきっかけとした今回の新興国市場からの資金流出では、インドネシアなど経常収支赤字国が標的となっている。
2. 97年のアジア危機当時との比較で、インドネシアの外的ショックに対する耐性は高まっており、短期流動性の逼迫から危機的状況に陥る可能性は低い。
3. とはいえ、少しでも余力のある今のうちに、国内産業の育成や経済の構造改革を推し進め、対外ショックへの対応力強化を図っておくのが得策だろう。

米連邦準備理事会（FRB）のバーナンキ議長が2013年5月22日の議会証言で、今後数回の会合で量的緩和の出口戦略に着手する可能性があると発言して以降、新興国の金融市場に動揺が走っている。世界第4位の人口規模を有し、世界でもっとも有望な投資先の1つとして持て囃されてきたインドネシアもその例外ではない。通貨ルピアが大幅な下落に見舞われる中、一部には97年のアジア通貨危機の再来を心配する声や、2008年のリーマンショック後のような市場の大混乱が再び起きるのではないかと身構える向きもある。果たして同国を想定外のショックが襲い、長期成長のシナリオに狂いが生じる展開はあり得るのだろうか。本稿では、同国のファンダメンタルズに焦点を当てながら、資金流出の背景および今後のルピア相場の展開について考えてみたい。

1. 動揺する金融市場

バーナンキ議長が量的緩和の年内縮小の可能性に言及してから約4ヵ月が経過した。この間のインドネシアの金融市場動向を概観すると（図表1-1、1-2）、代表的な株価指数であるジャカルタ総合指数は、5月22日時点では史上最高値近傍の5,208.0ポイントを付けていたが、翌23日より急落に転じ、8月27日には終値ベースで一時3,967.8ポイントまで下落した。10年国債金利は、5月22日時点では5.67%と比較的低位な水準に留まっていたが、その後はほぼ一本調子で売り込まれ、9月9日には終値ベースで一時8.85%まで上昇（価格は下落）。また、通貨ルピアは、5月22日時点では1ドル=9,770ルピアであったが、6月10日に心理的節目とされる10,000の大台を突破すると、その後はじり安の

図表1-1. インドネシアの株価・10年国債金利



(資料)ブルームバーグより富国生命作成

図表1-2. インドネシアの為替



(資料)ブルームバーグより富国生命作成

展開となり、9月5日には終値ベースで一時1ドル＝11,650ルピアまで下げ幅を拡大した。金融市場では、株式、債券、通貨が同時に売られる「トリプル安」の展開となり、正にインドネシア売りの様相を呈した。

米国では、2008年に発生したリーマンショックとそれに伴う経済や金融市場への強い下押し圧力に対処する為、同年11月に量的緩和政策（QE）の導入に踏み切り、その後数次に亘ってQEの強化を図ってきた。金融緩和によって生じた過剰流動性は、相対的に有利で魅力的な投資先として新興国の金融市場に流入し、株式や債券等の資産価格を押し上げてきたと見られるが、バーナンキ発言により状況は一変。これまでの資金の流れが逆回転するとの思惑が、新興国からマネーを引き上げる動きに繋がっている。

尚、FRBは9月17、18日に開いた米連邦公開市場委員会（FOMC）で、QEの縮小開始の見送りを決定した。市場の事前予想では、FRBがQE縮小に着手するとの見方が大勢だったこともあり、新興国からのマネー流出懸念はひとまず後退し、足元では一部値を戻す動きも見られる。しかし、FRBが今後も緩和縮小のタイミングを模索していくことには変わりはない。また、市場は今回、いわばバーナンキ議長の口先介入に大きく反応していた事になるが、実際の金融引締め（＝量的緩和の解除）は未だ何も始まっていない。FRBは現在、市場から毎月850億ドル（約8.5兆円）もの米国債や住宅ローン担保証券（MBS）を購入しているが、マーケットへの影響を最小限に抑えながら量的緩和の幕引きを図るといふ難しい舵取りが今後求められるだろう。これまで米国の異例の金融緩和の恩恵を受けてきた新興国についても、今後はFRBの金融政策正常化に向けた歩みの中で、資金流出というこれまでとは逆の資金の動きに見舞われる可能性が高い。

2. インドネシア個別の要因

もともと、全ての新興国が一様に影響を受けている訳ではない。各国の通貨騰落率を比較すると、経常赤字国からの資金逃避がより深刻であることが分かる（図表2）。貿易等を通じて国外に資金が流出することを意味する経常収支の赤字は、それ自体、構造的な需給要因から通貨安の要因となる。また、経常収支が赤字ということは、政府の財政ファイナンスを海外に依存していることを意味する為、世界のリスクイベントや海外投資家動向の影響をより受け易いという脆弱性も併せ持つ。インドネシアの経常収支は、2011年10～12月期に赤字に転落して以降、赤字額の拡大傾向が続いており、国債市場などに流入していた逃げ足の速い海外資金の格好のターゲットになってしまったようだ（図表3）。尚、ルピア建てインドネシア国債の外国人保有比率は、2006年末時点の15%以下、2009年末時点の20%以下から着実に上昇し、足元では30%を超える水準にある。国債を安定的に購入する国内投資家の層が薄く、海外からの資金に多くを依存するこうした構図は、危機時の価格ボラティリティを増幅させる要因となる。

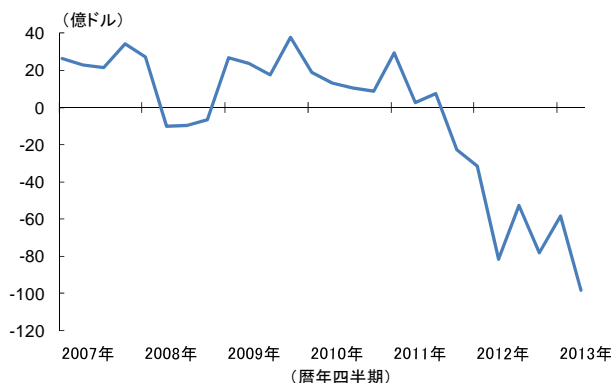
また、減速感を強める同国の景気も資金流出に拍車をかけた可能性がある。これまで内需主導の堅調な拡大を続けてきたインドネシア経済であるが、ここに来て成長の勢いに陰

図表2. 各国の経常収支と通貨騰落率

	経常収支 <GDP比>	5月22日以降の通貨騰落率<対米ドル>	
		※9月23日現在	※最大下落率
インドネシア	▲2.8%	▲17.1%	▲19.2%(9/5)
インド	▲5.1%	▲12.8%	▲24.1%(8/28)
トルコ	▲5.9%	▲7.4%	▲11.8%(9/5)
ブラジル	▲2.3%	▲7.3%	▲19.7%(8/21)
マレーシア	+6.4%	▲5.9%	▲10.4%(8/28)
フィリピン	+2.9%	▲4.9%	▲8.5%(8/28)
タイ	+0.7%	▲4.3%	▲8.0%(9/5)
シンガポール	+18.6%	+1.3%	▲1.3%(8/21)
韓国	+3.7%	+3.6%	▲4.3%(6/24)

(資料)IMF、ブルームバーグより富国生命作成
(備考)経常収支は2012年、()内は通貨騰落率が最大を記録した日

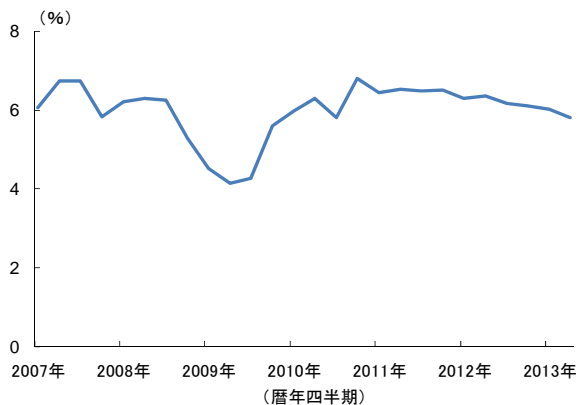
図表3. インドネシアの経常収支



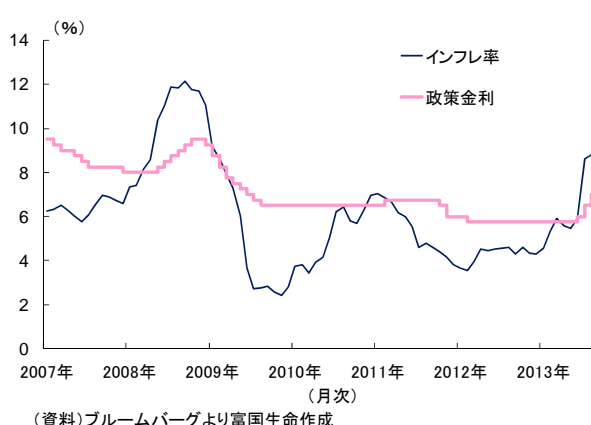
りが見え始めている。8月2日に発表された2013年第2四半期の実質GDP成長率は前年比+5.81%と、前期の同+6.03%から鈍化し、2010年第3四半期以来の6%割れとなった(図表4)。若年層が多い同国では、人口動態上、毎年200万~250万人もの若者が新たに労働市場に参入してくるが、この新規労働力を吸収する為、そして失業率を悪化させない為に、最低でも6%の経済成長が必要だと言われている。今回、この象徴的な数字を下回ってきた事で、同国経済に対する警戒感が一部に浮上したようだ。

インフレ率の上昇懸念もルピア売りの要因である。9月2日に発表された8月のインフレ率は前年比+8.79%と、4年7ヵ月ぶりの高水準を記録した(図表5)。同国政府は、6月下旬に補助金付き石油燃料の値上げに踏み切っており、ガソリン及びディーゼル油の小売価格がそれぞれ44%、22%引き上げられた影響が大きい。市場で高まるインフレ期待を抑制すべく、また、通貨安を背景とした輸入物価の上昇懸念に対処する為、中央銀行は6月以降金融引締め動き出したが、止まらない通貨の下落に催促される形で政策を小出しにしてきた感が拭えない。政府の通貨安・インフレ対策も動きが鈍い。足元で進むインフレ率の上昇そのものも通貨価値に対してマイナス要因であるが、こうした政府・中銀の対応の拙さも市場の失望売りを誘う結果となったことは間違いない。

図表4. 実質GDP成長率の推移



図表5. 政策金利とインフレ率



3. 外的ショックに対する耐性

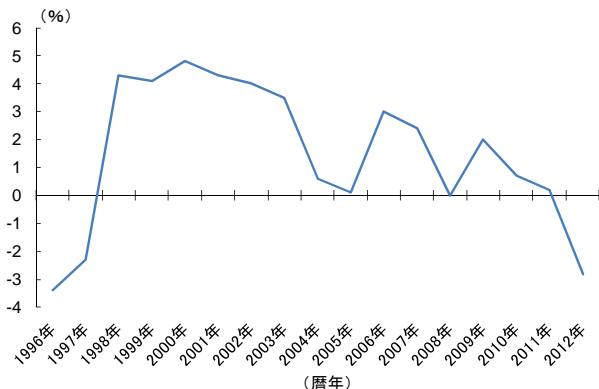
バーナンキ議長の量的緩和縮小発言から始まった今回の新興国市場の混乱。実際の量的緩和の解除はこれからであるが、果たして大丈夫なのか。97年のアジア通貨危機当時の状況と比較すると、経常収支赤字額の名目国内総生産(GDP)に対する比率は2012年のデータで▲2.8%と、危機前夜96年の▲3.4%から特段改善していない(図表6)。経常収支の赤字は、アジア通貨危機が勃発した元凶の1つであり、海外発要因に対する脆弱性という観点から、今後注意して見ていく必要がある。一方、外貨準備高は、96年末時点の193億ドルから2012年末には1,128億ドルに増加。ドル売り市場介入を繰り返してきた結果、2013年8月末時点では930億ドルまで減少しているものの、それでも危機当時の5倍近い水準を確保している(図表7)。但し、この間の同国における経済規模の拡大も踏まえて評価する必要がある。ここで、国際通貨基金(IMF)が目安を提示する外貨準備の適正保有水準と比較してみる。輸入代金の何ヵ月分を外貨準備で賄うことができるかを表す「外貨準備/財・サービスの輸入額」は5.9ヵ月(輸入額は過去1年の平均を使用)、また、1年以内に期限が到来する短期債務を外貨準備でどれだけ返済できるかを表す「外貨準備/短期対外債務残高」は2.1倍(6月末データ)と、IMFが望ましいと考える水準である3ヵ月以上、1倍以上をそれぞれ上回っている。インドネシアの外貨準備保有高は現時点で心配するレベルにはない。

さらに、97年の経験を活かし、現在は短期流動性の危機時に参加国間で外貨準備を融通

し合うチェンマイ・イニシアティブと呼ばれる金融安全網が整備されており、二国間通貨スワップ協定の利用可能枠についても、投資家の懸念を払拭すべく、順次金額の上積みが図られている。仮に外貨準備が枯渇するような展開になったとしても、危機の発生に至る可能性は低い。

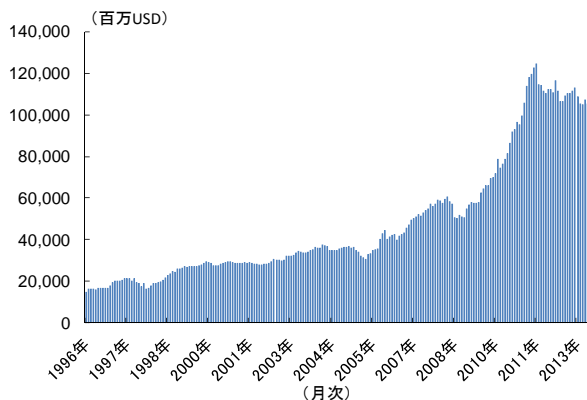
尚、現在のインドネシアは通貨危機時とは異なり、変動相場制を採用している為、通貨の価値は日常的に変動している。従って、溜まりに溜まったルピア売りのマグマがある日突然一気に爆発した97年アジア通貨危機の再来はそもそもない。

図表6. 経常収支／名目GDP



(資料)アジア開発銀行資料より富国生命作成

図表7. 外貨準備額の推移



(資料)Datastreamより富国生命作成

4. 今後の展開

ここで、購買力平価¹を参考に、ドル／ルピア相場の水準感を確認する(図表8)。97年のアジア通貨危機時は理論値から大きく乖離する形でルピアは売り込まれたが、その後は落ち着きを取り戻し、購買力平価レートに収斂するように、均衡点を探って行った。また、2008年のリーマンショック直前まではルピアは強含みで推移していたものの、危機発生後

は国外への資金流出の影響で理論値近傍まで調整を余儀なくされた。このように見てみると、バーナンキ発言をきっかけとした現在のルピア相場の動揺についても、緩和マネーの流入で同国経済の実力以上に買われていた分の修正が入っている、との解釈も可能かもしれない。為替相場の急落は問題であるが、近年のインドネシアの高いインフレ率を前提とすれば、通貨の緩やかな減価傾向はむしろ自然とさえ言える。ところで、通貨当局は8月以降、前月までとは打って変わり、自国通貨防衛のための為替介入を手控え始めた。急激な外貨準備の減少を避ける方向に舵を切り始めたと見るのが自然であるが、ルピアのある程度の減価を当局が容認し始めた兆候と見る事もできるだろう。

通貨ルピアは、FRBの出口戦略や海外発のリスクイベントに対し、今後も市場の標的となる展開が暫く続くに違いない。しかし、上述の通り、深刻な危機に陥る可能性は低いと見ている。少しでも余力のある今のうちに、国内産業の育成や経済の構造改革を推し進め、対外ショックへの対応力強化を図っておくのが得策だろう。

(シンガポール駐在員事務所長 成江 新吾)

図表8. 購買力平価の推移



(資料)ブルームバーグより富国生命作成

(備考)米国とインドネシアの消費者物価を基に購買力平価レートを計算

¹ リーマンショックやユーロ危機の影響がなく、インドネシアの経常収支が近年で最も均衡していた2005年を基準とした。