

分析レポート

海外経済金融

遅れて「新興国ショック」に反応したインドネシア経済

多田 忠義

要旨

バーナンキ FRB 議長が 13 年 5 月に量的緩和策第 3 弾を年内にも規模縮小開始する可能性を示唆したことに端を発して新興国通貨が大幅に売られ、株価も大きく値を下げた「新興国ショック」が発生した。しかし、インドネシア・ルピアは他の新興国通貨とは異なり、5～6 月よりも 7～8 月にかけて下落幅が拡大している。

この原因は、インドネシア中央銀行による為替介入が継続して行われたものの、8 月に経常赤字が過去最大規模になる中、ルピア売りの圧力が為替介入でコントロールできなくなったことにある。また、6 月に燃料補助金の削減が実施されたことでガソリン価格や公共交通機関の運賃等が引き上げられたことにより消費者物価が急上昇し、インフレ懸念からルピア売りが急速に広まった要因も大きいと考えられる。

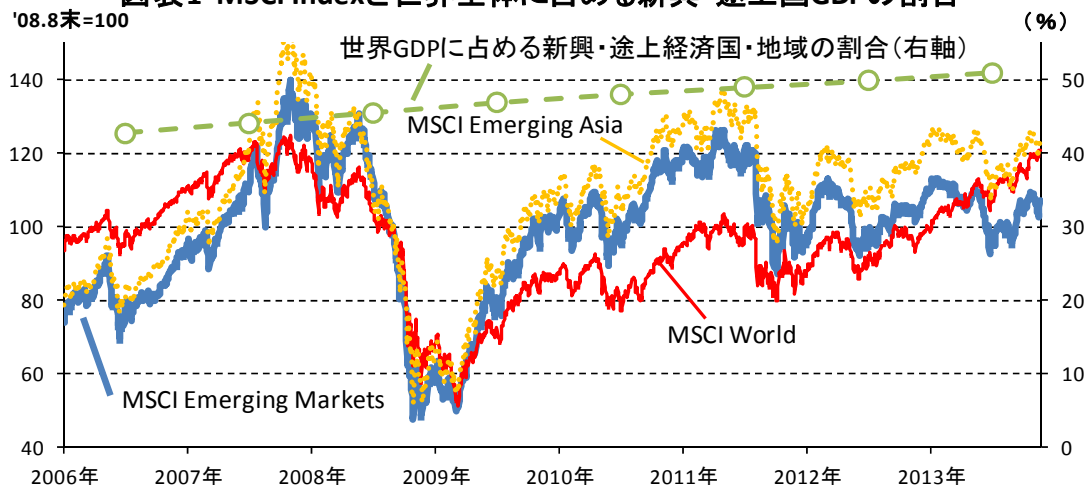
はじめに

本レポートは、13 年 5～8 月の新興国通貨安時に、タイムラグを伴って下落し始めたインドネシア・ルピアの変動要因を分析し、今後の同国経済を見通すことを目的とする。多田（2013）は、新興国株式市場の指数を用いて新興国通貨安を論じたが、本レポートではその情報をアップデートし、株価指数や外国直接投資からインドネシアのポジションを明らかにしたうえで、ルピアの下落要因に迫った。

プレゼンスが高いアジア新興国の株価

13 年 5～6 月の金融資本市場は、5 月に発表された米雇用統計や、5 月 22 日のバーナンキ FRB 議長による議会証言をきっかけに、世界各地でボラタイルな動きを見せた。図表 1 は、近年の先進国、新興国経済、新興国経済のうちアジア地域の株価指数（リーマン・ショック直前の 08 年 8 月末を 100 として指数化）と新興・途上国 GDP の世界シェアを示したものである。13 年 5 月以降新興国株式指数と先

図表 1 MSCI Indexと世界全体に占める新興・途上国GDPの割合



(資料) Bloomberg、Datastream (IMF WEO GDP based on PPP share of World total)より作成

(注) MSCI Emerging Markets Indices は、米地域(ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ、ペルー)、欧州・中東・アフリカ地域(チェコ、エジプト、ギリシャ、ハンガリー、ポーランド、ロシア、南ア、トルコ)、アジア(中国、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン、台湾、タイ)の計21の国・地域における浮動株の時価加重平均を1987年12月31日=100として算出。図表のMSCI Indexは2008年8月末を100とした。

進国株式指数が逆転し、現在に至っている。一方、アジア地域の新興国株価（・・・線）に限ってみると、先進国や新興国全体の株価に比べ高水準に推移している地域であり、今もなお成長ポテンシャルの高い地域として注目されているといえる。

ASEAN5 に対する直接投資額の推移

そこで図表 2 には、特に注目されている ASEAN 諸国のうち、国内総生産（GDP）の割合が高い 5 ヶ国に注目し、外国直接投資額（流入額、フロー）の経年変化を取りまとめた。世界全体の外国直接投資（FDI）は、1995 年以降では IT バブル崩壊、リーマン・ショックと 2 度の世界的不況期に FDI は減少したが、1995 年に比べ 2012 年は約 3 倍まで拡大している。

一方、ASEAN10 ヶ国の GDP のうち、約 9 割を占める ASEAN5（インドネシア、シンガポール、タイ、フィリピン、マレーシア）でみると、シンガポールに FDI が集中しており、近年、インドネシアに対する FDI が伸びていることが特徴的である。

BRICs 諸国は 2000 年代に入りいち早く注目を集めた新興経済国であったが、東南アジア諸国、特にインドネシアは最近になって直接投資が増加している国の一

つであることが図表 2 をとおしてわかる。

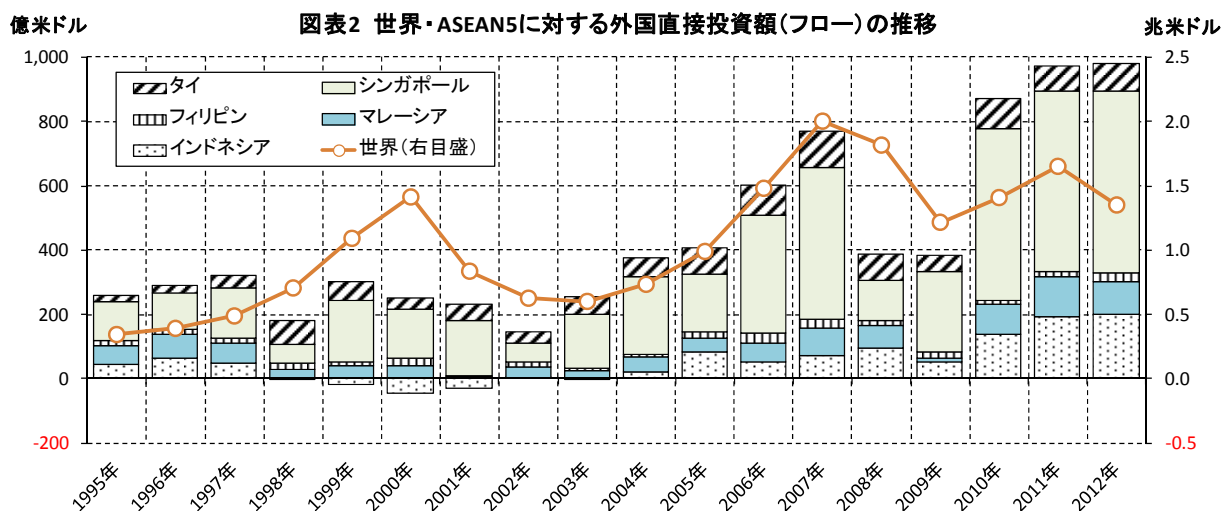
インドネシア・ルピアの動きの特徴

08～09 年のリーマン・ショックや、13 年 5 月の「新興国ショック」を受けてもなお、他の新興国や先進国経済に比べ高い株価の伸びを示すアジア諸国の一つであるインドネシア共和国は、世界第 4 位である人口約 2.4 億人を有し、2000 年代以降の短い期間で中間所得層が急増した国の一つである。

佐藤（2013）によれば、インドネシア中央銀行はかつて政府から独立しておらず、1997 年のアジア通貨危機を契機として 1999 年の法律改正を経て、政府から独立して金融政策を運営できるようになった。また、政府債務や財政赤字の GDP 比は 2000 年代に大きく低下し、財政の健全化を実現してきた。

インドネシアの通貨政策は「通貨高を志向」との指摘（棚瀬[2012]）もあるが、通貨安定を目指す変動相場制で、同国の良好なファンダメンタルズが実質実効レートを上昇させている面にも注目する必要がある。

これらインドネシア当局の通貨政策を踏まえ、「新興国ショック」時のインドネ



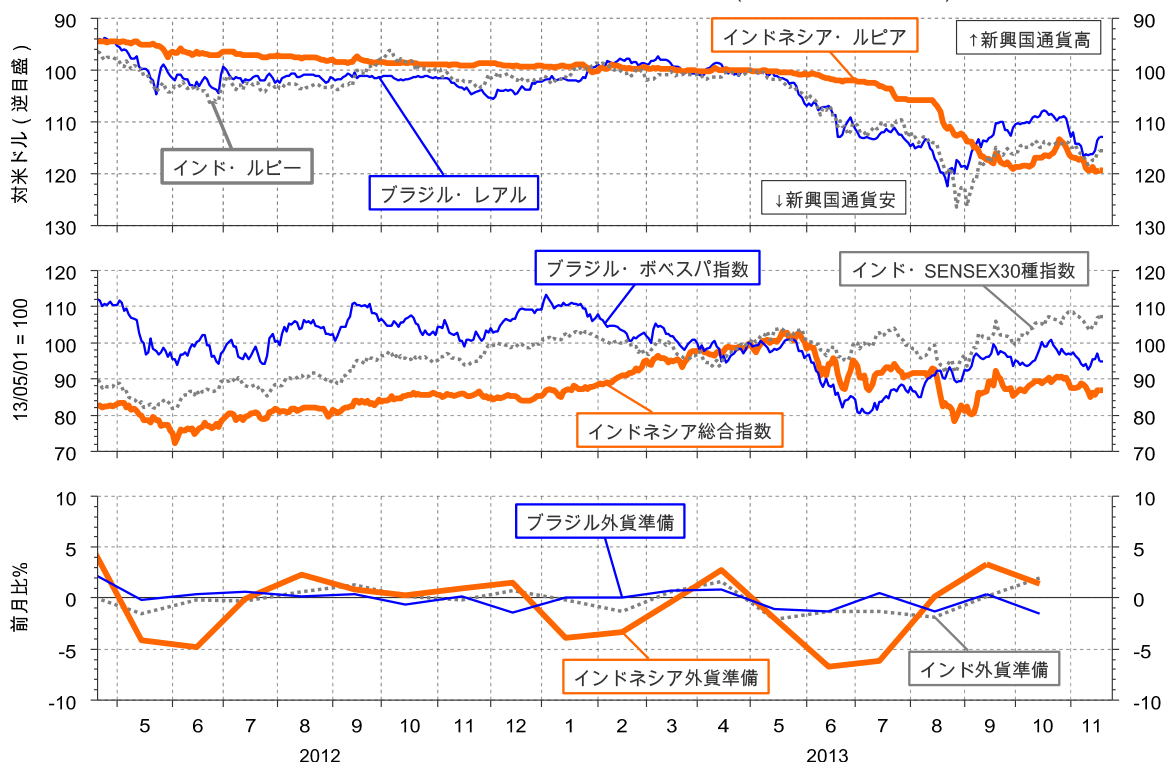
シア・ルピアの動向を、他の主要新興国通貨であるインド・ルピー、及びブラジル・リアルとで比較する(図表3)。なお、比較のために、上段は対米ドルの為替(13年5月1日を100として指数化)、中段を3国の株価指数(インドネシア総合指数、インド SENSEX30 種指数、ブラジル・ボベスパ指数)、下段を3国の外貨準備高の増減率(前月比)とした。

まず、為替動向をみると、ルピアは近年緩やかなペースで減価してきており、「新興国ショック」が起きた直後、ルピーやリアルのようにただちに通貨安とならなかったことが特徴である。ルピアが急落し始めたのは7~8月にかけてであり、そのころ、ルピー、リアルともに回復し始めた頃であった。この時の外貨準備高の増減率をみると、インド、ブラジルはともに変動がほとんどない一方で、インドネシアでは5~7月に外貨準備を取り崩していることが分かる。このことから、「新興国ショック」の始まる5~7月にか

けて為替介入が行われたものとみられる。そして8~9月は外貨準備が増加に転じていることから、為替介入の規模は縮小、ないし介入停止であったとみられる。つまり、7月以降のルピア急落は為替介入で防衛できないほどのルピア売り圧力が発生し、他国に遅れて「新興国ショック」が襲ったと考えられる。

また、もう一つの原因として、燃料補助金の削減と物価高騰が考えられる。現在インドネシアは産油国でありながら、内需拡大に伴う原油・石油製品の需要増、国内の原油生産量減少により、04年以降、原油の純輸入国となっている。政府はこれまで貧困対策の一環として燃料に対する補助金を出してきたが、原油高が財政負担を増大させていることから、13年6月に燃料補助金を削減したが、その結果、ガソリン価格や公共交通機関の運賃が急上昇し、09年2月以来、約4年半ぶりに前年比8%を超える消費者物価指数の上昇率を記録した(図表4)。交通の寄与度

図表3 新興国通貨の対米ドル為替相場の動き(2013/05/01=100)



Source: Thomson Reuters Datastream

は約2%に達し、生鮮食料品の寄与度(約1%)を上回った。インフレ率の上昇は自国通貨安を招きやすいことから、7月以降、ルピアが売られたといえよう。こうして内需型経済が弱含み始めた中、8月に発表された経常収支が04年以來の赤字を記録したことを受け、一段のルピア売りへ転じたとみられる。なお、インドネシア中銀は、年間のインフレ目標を3.5~5.5%としていることから、「新興国ショック」以降、150bpsの利上げを実施してインフレ率の低下に努めている。

ルピアの現状と今後の見通し

ルピアの水準は9月末~10月初めに低位に推移しており、11月に入り、一段と水準を切り下げている(図表3)。一方、インドネシアの株価指数は、8月末で底を打っており、内需の底堅さを改めて確認する結果となった。ただし、インドの株価は「新興国ショック」を経ても水準を下げず、上昇トレンドを維持している他、ブラジル株価も6月末に底を打ち、足元では「新興国ショック」以前の水準付近まで回復している。このことから、イン

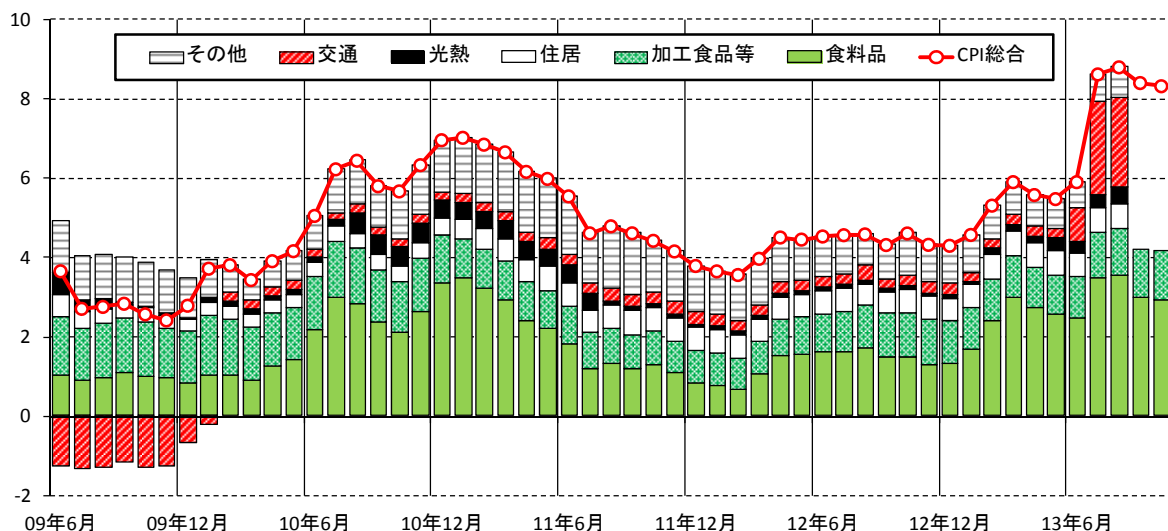
ドネシア経済が今夏を経て受けた影響の大きさを物語っている。

インドネシアの場合、内需型経済のため「新興国ショック」の当初では通貨安とはならず、為替介入による通貨安定化政策、燃料補助金削減による高インフレ、これによる為替介入の限界と介入停止等の結果、近年注目されてきた投資対象国からの資金流出という経路をたどり、「新興国ショック」が遅れてルピアにもたらされたと考えられる。燃料補助金を削減したことによる財政支出の改善が見込まれたものの、足元のルピア安と物価高による財政悪化が懸念されており、IMFやOECDなどの各機関は経済成長率の鈍化を見込んでいる。しかし、先行きについては、中国などの資源輸出相手国の景気回復によって資源輸出が増加すれば、同国の通貨安に歯止めがかかるとみられる。

参考文献

- 佐藤百合(2013)「財政と金融」. 間瀬朋子・佐伯奈津子・村井吉敬編著『現代インドネシアを知るための60章』明石書店.
 多田忠義(2013)「最近の新興国通貨下落とインド経済」『金融市場』2013年10月号, 20-25.
 棚瀬順哉(2012)『エマージング通貨と日本経済』日本経済新聞出版社.

(前年比%) 図表4 インドネシアにおける消費者物価指数の項目別寄与度分解



(資料) 消費者物価指数はThomson Reuters Datastream、消費者物価指数の項目別ウェイトはCEICより作成
 (注) 13年9~10月の「住居」、「光熱」、「交通」、「その他」は指数が未公表のため、寄与度を算定できず