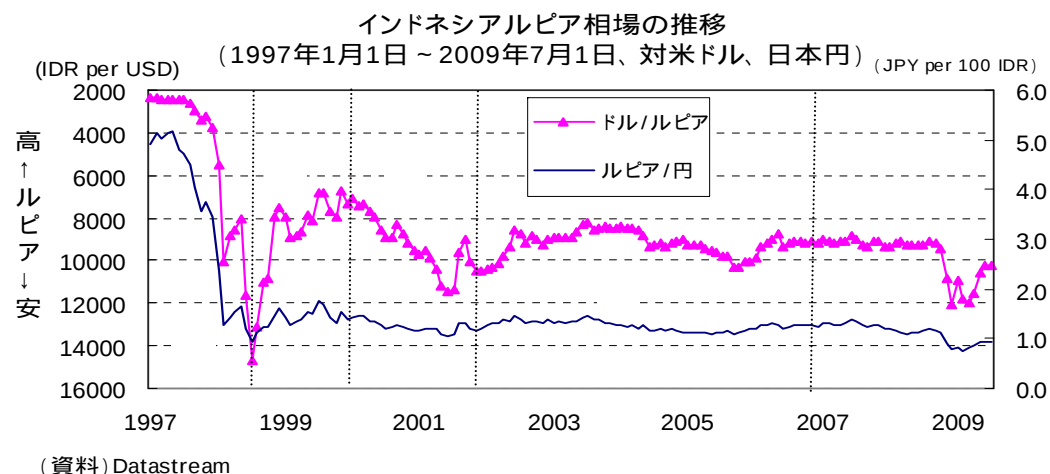


インドネシアルピアを取り巻く状況について - 為替相場の動向と注目材料 -

2009年7月31日

みずほコーポレート銀行
国際為替部

通貨危機以来のインドネシアルピア相場の推移



通貨危機以来のインドネシアルピア相場の推移

アジア通貨危機(97年～98年): 史上最安値を記録。1998年5月にスハルト政権が崩壊し、一時16900レベルまで下落する場面もみられた(数値はBloombergを参照、以下同じ)。97年8月から完全変動相場制へ移行。

アジア通貨危機後の反騰(99年～00年): 介入や総選挙(99年6月)を経た政局安定により、6500レベルまで上昇。

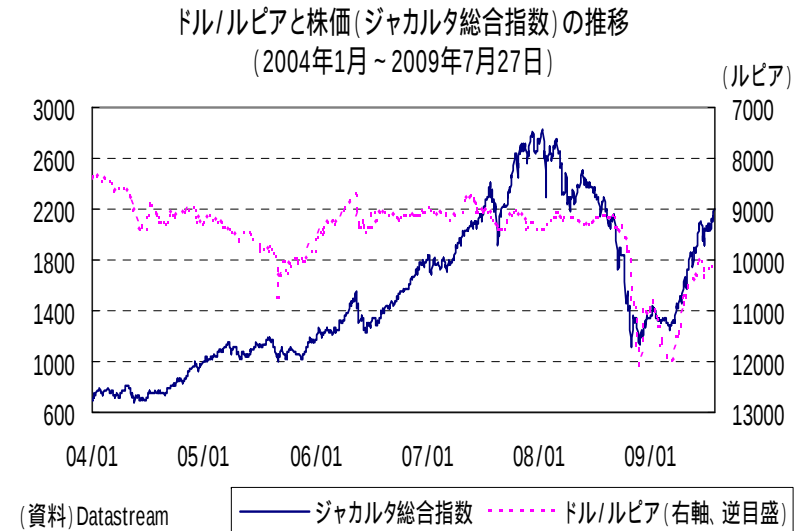
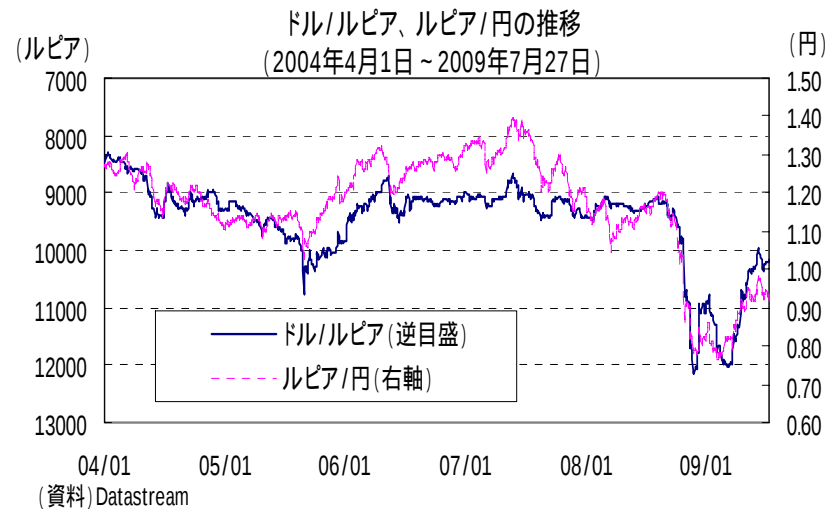
政治混乱を受けた再暴落(01年～02年): ワヒド大統領罷免等を背景とした政乱で一時12000レベルまで下落。

安定期(02年～06年): 04年以降の米国の連続利上げ、原油価格上昇に伴うドル需要の拡大等で軟調になる局面も挟みつつ、長期で見れば概ね8000～10000レベルで推移していた。

サブプライム危機(07年～現在): 07年～08年上期までは軟調地合いながらも、9000～9500レベルで推移していたが、金融危機本格化に伴い、世界的に「新興国離れ」の機運が高まり、ルピアからも資金流出が加速し、通貨危機以来の13000レベルまで急落した。

- 現状: 足もとでは根強い成長期待を背景にじり高の展開にあり、9000台で推移している。

最近のインドネシアルピア相場の推移

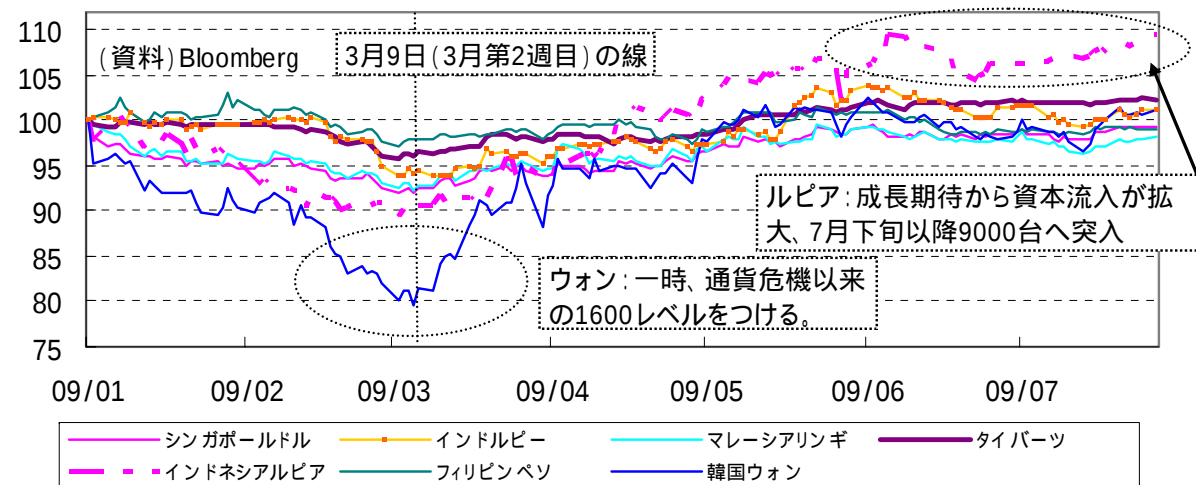


● 近年のインドネシアルピア相場の推移

- サブプライム危機発生後(2007年)は左程大きな下落とはならず9000～9500のレンジで推移。
- だが、金融危機が本格化し始めた2008年9月以降、急落し、一時は13000レベルまで下落。
- 2009年4～6月期はインドネシア経済の成長期待が評価されるような機運が高まり、外国資本が流入。株価の急上昇と共に、ルピアは上昇しており9000台での推移が定着するかが注目。

2009年上半期のアジア為替相場の推移

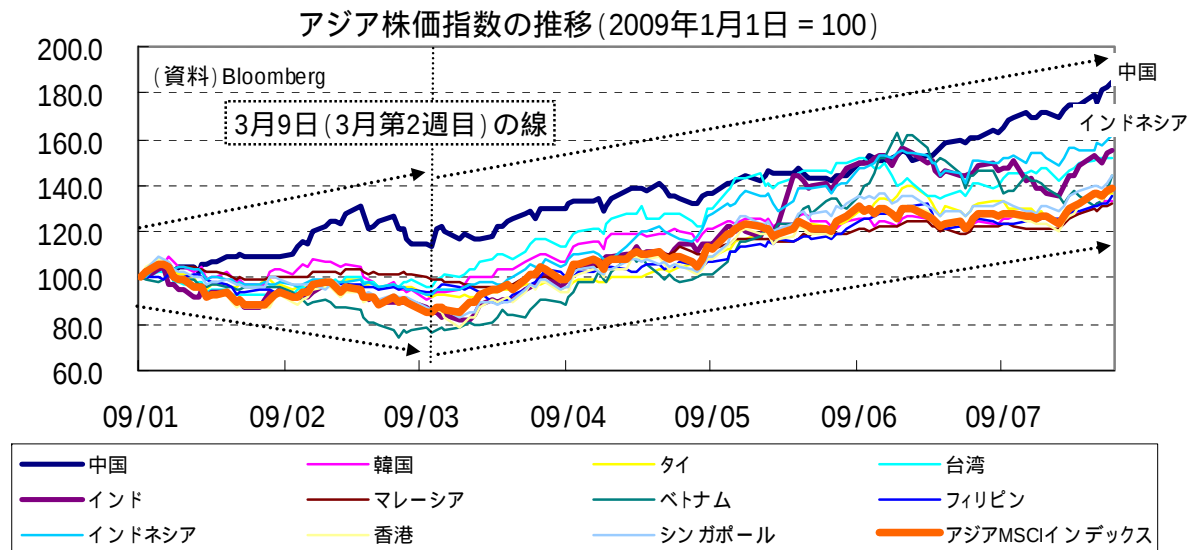
アジア通貨の推移 (2009年1月1日 = 100)



● 2009年上半期のアジア為替相場の推移

- 為替市場、株式市場共に「3月第2週」を越えた辺りから局面に変化。「3月第2週」は米大手金融機関の経営改善観測やバッドバンク構想への期待高揚が材料視され始めていた時期。
- 各国通貨に関し、1～3月期中の上昇率の平均は▲4.6%、4～6月期中の平均は5.6%となり、上半期でも前・後半で方向感が180度変化。
- 特に、韓国ウォンとインドネシアルピアの変動が大きいことが目立った。インドネシアは巨大な人口、相対的に高い政策金利、そして資源国という側面を持ち、中国・インドに次ぐ高い期待がある。

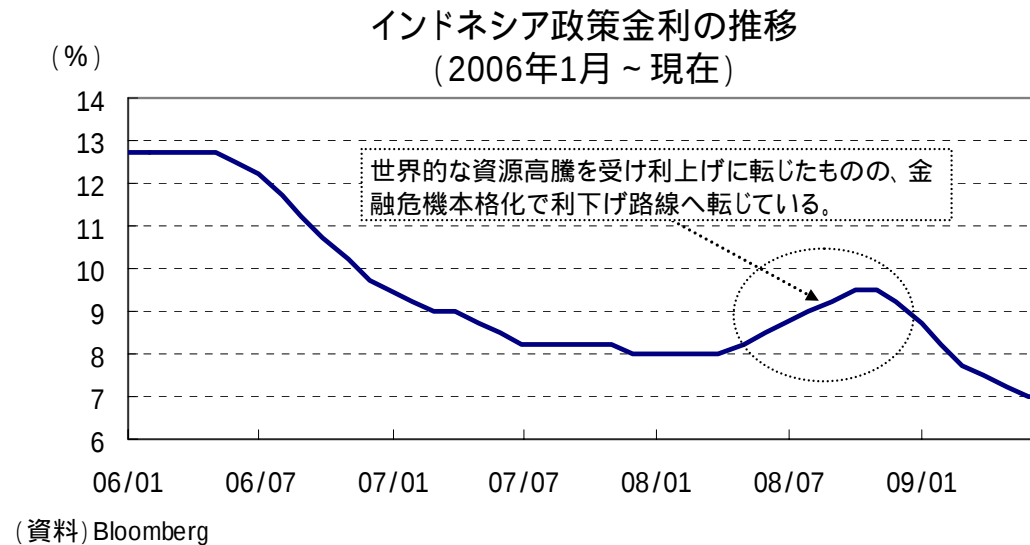
2009年上半期のアジア株式相場の推移



● 2009年上半期のアジア株式相場の推移

- 為替市場同様、株式市場も「3月第2週」を越えた辺りから局面に変化。但し、中国だけは2009年入り後から継続して上昇基調を維持。7月24日までで年初来85.2%の上昇。なお、以下、インドネシア61.3%、インド55.3%、台湾51.9%と続く。中国の上昇率が突出して高い。
- 4～6月期においてはインドネシアの株、通貨共に、アジアでも特に大幅な上昇を示している。
- 台湾株式市場(加権指数)の上昇率が高いのは中国本土からの投資規制緩和に起因する部分も。
- 各国株式市場の上昇率について平均を取ると、1～3月期中は2.8%、4～6月期中は32.2%と急回復。なお、1～3月期の上昇は中国による寄与が大きい。

インドネシア政策金利の推移



● 近年のインドネシア政策金利(BIレート)の推移

- 2006年末頃から利下げ基調が続いているが、諸外国と比較すれば高い政策金利を維持している。
- 直近では7月3日に25bpの利下げを行い、政策金利は6.75%に。金融危機が本格化した2008年9月以降では250bpの利下げを行っている。
- インドネシア中銀は7月3日の声明のなかで「金融緩和の余地が限られてきているため、金融政策は今後、より慎重に行われるだろう(7月3日、ロイター)」と方向性を示した。一層の利下げ余地は限定的とみられ、金利の先安感は薄れつつある。

対外経済部門からみるインドネシア

～ 経常収支・資本収支 ～

- 2009年1～3月期に経常収支は黒字に転換。

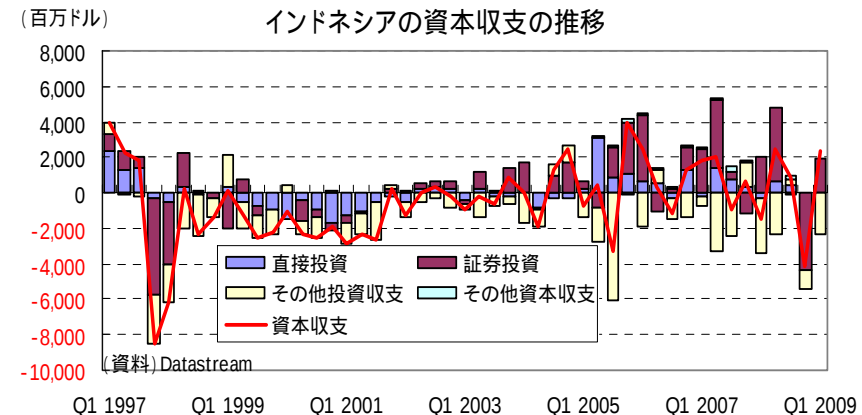
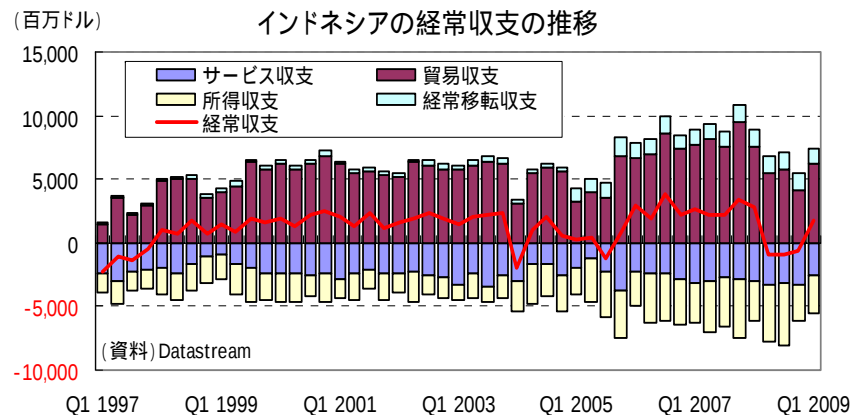
- － 基本的に経常収支は黒字基調

- ・ 足もとでは貿易収支は改善。内需減速により輸入が輸出以上に減少したことが背景。
 - ・ 主要輸出品目は鉱物性燃料(石油・同製品、ガス等々)で全体の4割程度を占める。
 - ・ 最大の輸出相手国は日本。最大の輸入相手国はシンガポール。シンガポールからは精製石油燃料を輸入している。2008年は前半に資源高が輸入額を押し上げ、経常収支が圧迫された。
 - ・ 所得赤字は2005年以降の対内証券投資が増加を背景に配当金や利払いが嵩んだためとみられる。

- 近年では対内証券投資を介した資本流入が大きい。

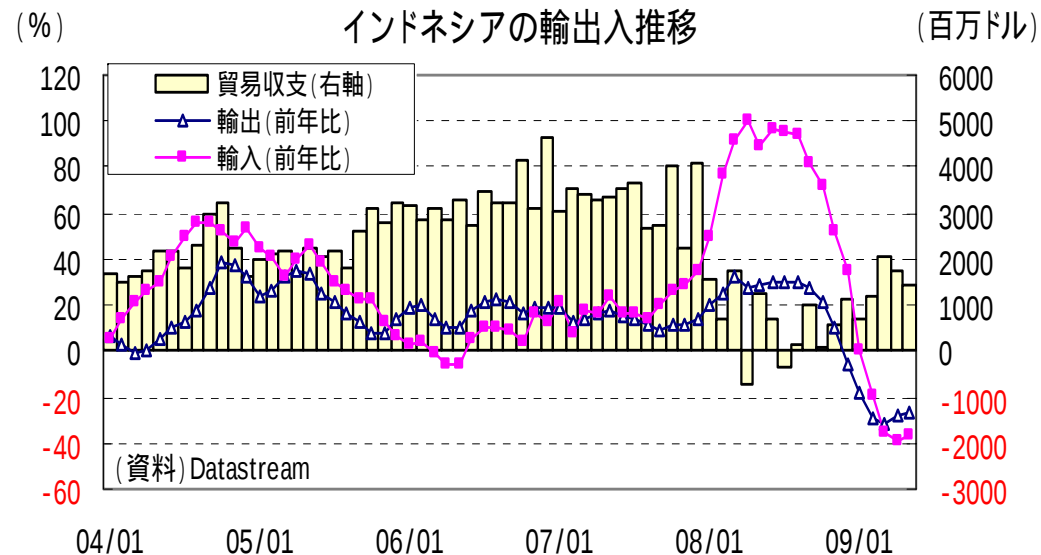
- － 近年では対内証券投資を介した資本流入が大きい。

- ・ 直近1～3月期では証券投資流入が復活している。
 - ・ なお、他のアジア新興国同様、2008年10～12月期に▲44億ドルと大幅純流出を記録。この流出規模は通貨危機時(1997年10～12月期)の▲54億ドルに次ぐ。同時期にルピアは13000レベルまで下落した。



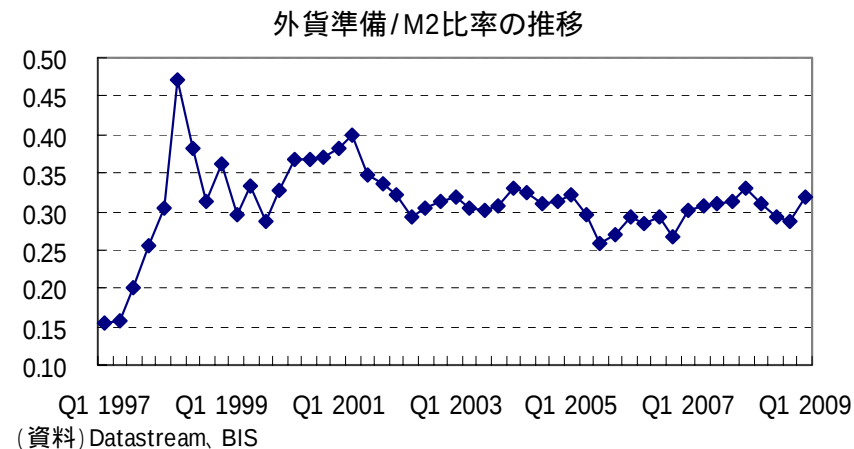
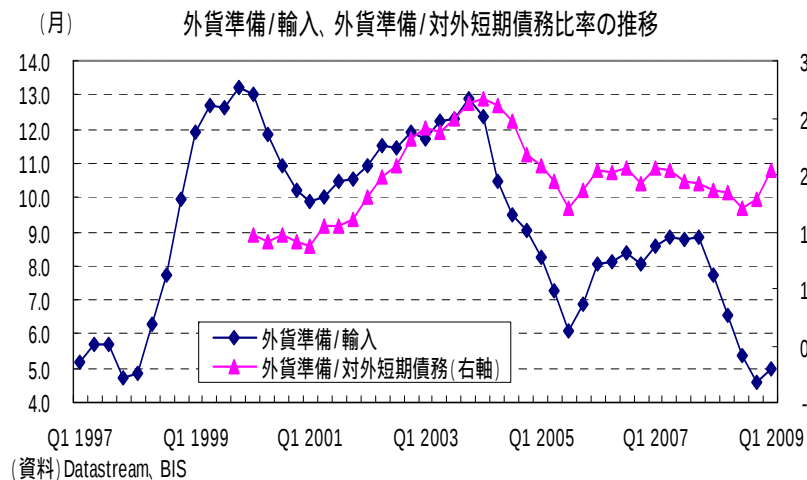
対外経済部門からみるインドネシア ～ 貿易収支 ～

- 2008年は資源高により輸入が急拡大。13年ぶりの貿易赤字に。
 - － 一時は月次ベースで貿易赤字を記録。1995年6月以来の出来事。
 - ・ 2008年入り後、資源高と相俟って輸入が輸出を大きく上回る伸びで推移したことが要因。
 - ・ 2009年入り後は、輸出・輸入共に前年比で2ケタを超える激しい減少が継続しており、底打ちの兆しはみられない。
 - ・ 2009年も外需・内需の減退を背景に、貿易活動は停滞する見込み。
 - ・ 但し、インドネシアの輸出依存度(28.8%)はアジアではインド(15.0%)に次いで低く、経済への影響は軽微なものに留まる。



通貨危機への耐性を考える

- 危機が発生した97年当時と比較すると・・・(外貨準備は2009年3月末時点を使用)
- **外貨準備/輸入額(単月平均)**: 5.19か月(1997年1～3月期) 4.97か月(2009年1～3月期)
 - ・ 金融危機で下落するも健全性基準(約3～6か月)の範囲内。09年1～3月期に5四半期ぶりに上昇。
- **外貨準備/マネーサプライ(M2)**: 0.15 (1997年1～3月期) 0.32 (2009年1～3月期)
 - ・ 健全性基準(0.05-0.20) を大きく超える水準を維持。
- **外貨準備/対外短期債務比率**: 0.53 (1996年10～12月期) 2.04 (2009年1～3月期)
 - ・ 通貨危機直前と比較して、対外短期債務に対する外貨準備は大幅改善(BIS統計の制約上、同比率だけ1996年の10～12月期を使用した)
- **対外純資産・債務のネットポジション**: ▲470億ドル(1997年1～3月期) ▲298億ドル(2009年1～3月期)
 - ・ グローバルなデレバレッジ局面を経て、2008年10～12月期(▲446億ドル) から比較すると対外純債務が大幅縮小した。



通貨危機時との比較

●危機目安までの距離を考える

- ・ 対輸入比率も、対短期債務比率も直近では上昇に転じており、同比率の水準は安心できる水準にある。
- ・ だが、インドネシアの外貨準備/輸入比率も外貨準備/対外短期債務比率もアジアでは決して高い方ではない。
- ・ 原油価格が上昇する局面では輸入額が拡大しやすい傾向にあるため、これが比率悪化に繋がる可能性はある。

【現状の数値】単位：百万ドル(M2は10億ドル)	
2009年3月時点の平均輸入額 (単月)	10590
2009年Q1マネーサプライ(M2)	165
2009年Q1の対外短期債務	25830
2009年3月末時点の外貨準備	52663

単位：百万ドル(M2は10億ドル)	現在	目安となる 健全性水準	危険水準に達する外貨準備額	現外貨準備水準との乖離
外貨準備/輸入額(単月平均)	4.97	3.00	31770	20893
外貨準備/マネーサプライ(M2)	0.32	0.05	8265	44398
外貨準備/対外短期債務	2.04	1.00	52663	-

輸入は過去1年間(08年4月～09年3月)の単月平均輸入

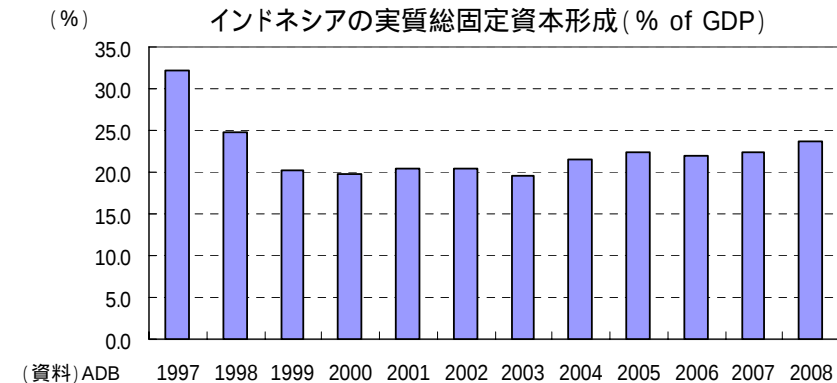
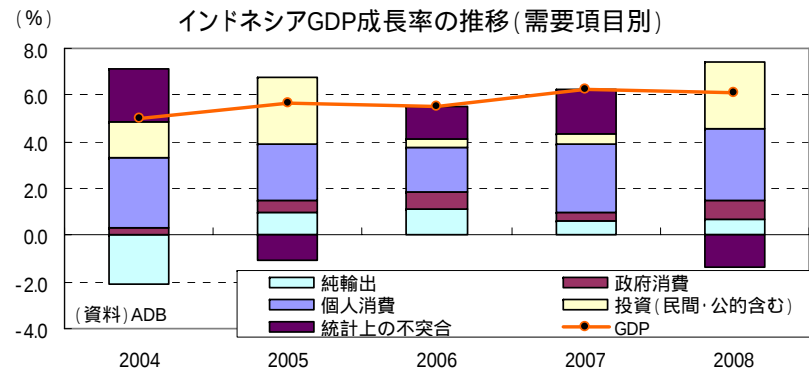
対外短期債務は国際決済銀行(BIS)の「国際与信統計」で対BIS報告銀行に対する1年未満債務を対象とした。

危険水準は米財務省等が注視しているレベルで、一般的に上述のような水準が想定されている。

Source : Datastream, BIS

インドネシアの経済の現状

～ 需要側からみるGDP ～



- 外需減速の影響を補って余りある内需の勢い

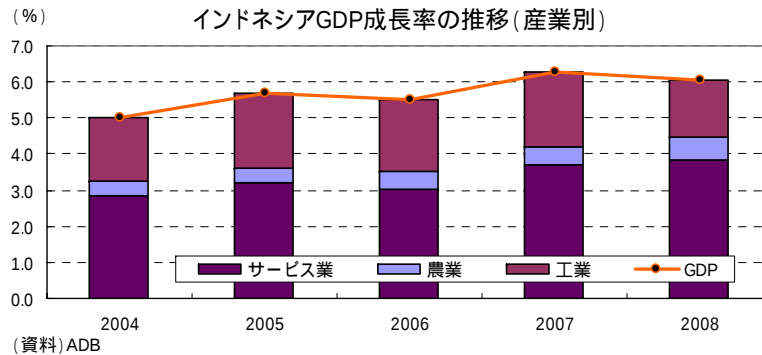
- 成長のほぼ100%を内需項目で賄う内需主導の成長

- 需要サイド:

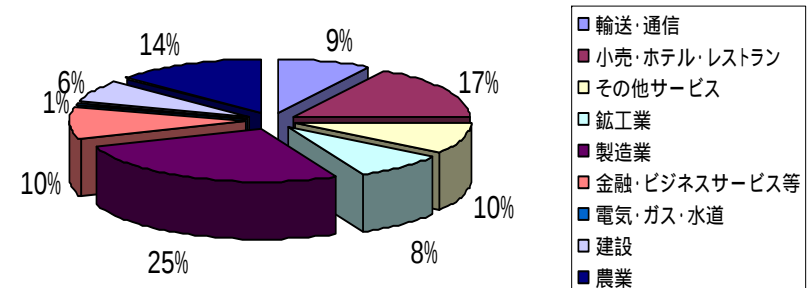
1. 個人消費: GDPの約6割を占める。激しいインフレに見舞われながらも2008年の平均伸び率は5.3%。背景には消費者金融の発展を背景とした耐久財消費があるとの指摘がある (ADB Economic outlook 2009)。
2. 投資: GDPの2割を占める固定資産投資の約75%は建物 (building) に向かっている。なお、実質総固定資本形成は2008年でGDP比23.7%と2年連続上昇中。

外需の寄与度は小さい。2008年の成長率6.1%のうち、個人消費が3.1%ポイント、投資が2.8%ポイント。一方、純輸出は0.7%ポイントに留まる。

インドネシアの経済の現状 ～ 生産側からみるGDP ～



インドネシア経済の構成 (産業別GDP, 2009年1～3月期)



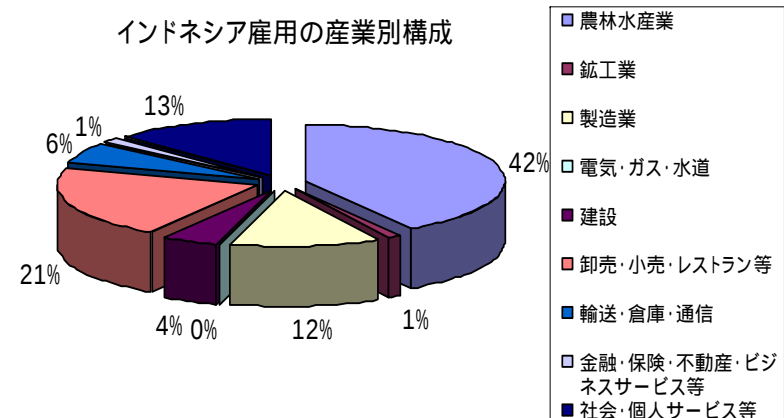
● 近年サービス業の成長寄与が高まっている。

- 依然として農業も重要なセクターとして存在。

➤ 生産サイド:

1. **サービス業**: GDPの40%以上を占める。2008年成長率(6.1%)に対して3.8ポイントの寄与。主な背景には携帯電話の普及で通信分野の成長が大きかったことがある。
2. **鉱工業**: 外需減速等の煽りを受け製造業が減速、2008年成長率に対し1.6ポイントの寄与に留まる。電力インフラが未熟で電力不足等が生じていたことも影響。
3. **農業**: ゴムやパーム油の市況が高騰したこと等で近年の平均を上回る生産量を実現。2008年成長率に対し、0.7ポイントの寄与。なお、農業はインドネシア経済の14%に過ぎないが、雇用では40%以上を占め、依然重要なセクター。

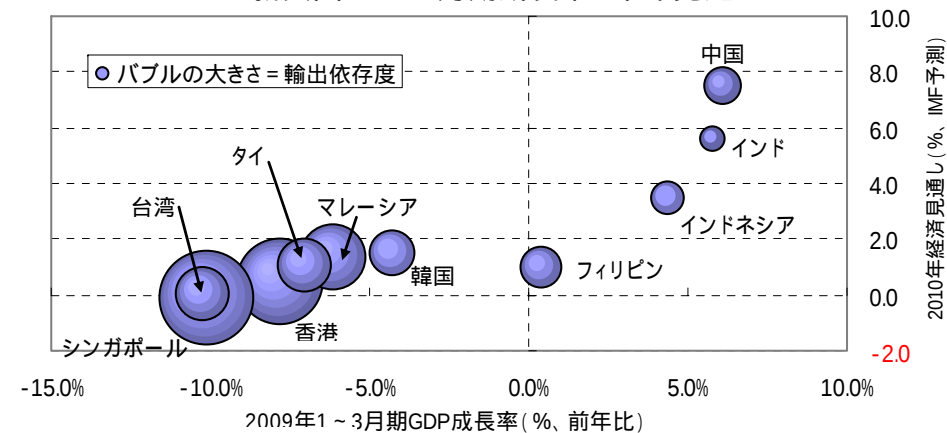
インドネシア雇用の産業別構成



インドネシアの経済見通し

- 現状、先行き、共にアジアの中では堅調な部類に位置する
 - 1～3月期は多くのアジア諸国が低成長に留まるなか、インドネシアは相対的に軽度の落ち込みに。
 - 1～3月期GDP成長率は前年比4.4%。中国、インドに次ぐ高成長率となった。来年の見通しもアジアのなかでは1つ抜け出る水準が見通されている。下図の通り、輸出依存度が小さい国の現状・見通しが高め。
 - 2009年経済見通しはIMF春季見通しで2.5%、ADB経済見通しでは3.6%が予想されている。
 - 2009年6月11日、ムーディーズはインドネシアのソブリン格付けの見通しを「安定的」から「ポジティブ」へ引き上げ。金融危機本格化以降、新興国経済の格付けが引き上げられるのは珍しい。ムーディーズは格付けの理由について「内需依存度が高く、経済政策も効果的で、力強い成長が期待できるため(6月11日、ロイターニュース)」としている。
 - 雇用悪化や投資減速は避けようが無い。また、2008年は例外的に天候に恵まれ農業生産が好調であったが、2009年はこれが剥落する。但し、2010年にかけて高い成長率が見込まれる。

アジア新興国の1～3月期成長率と来年見通し

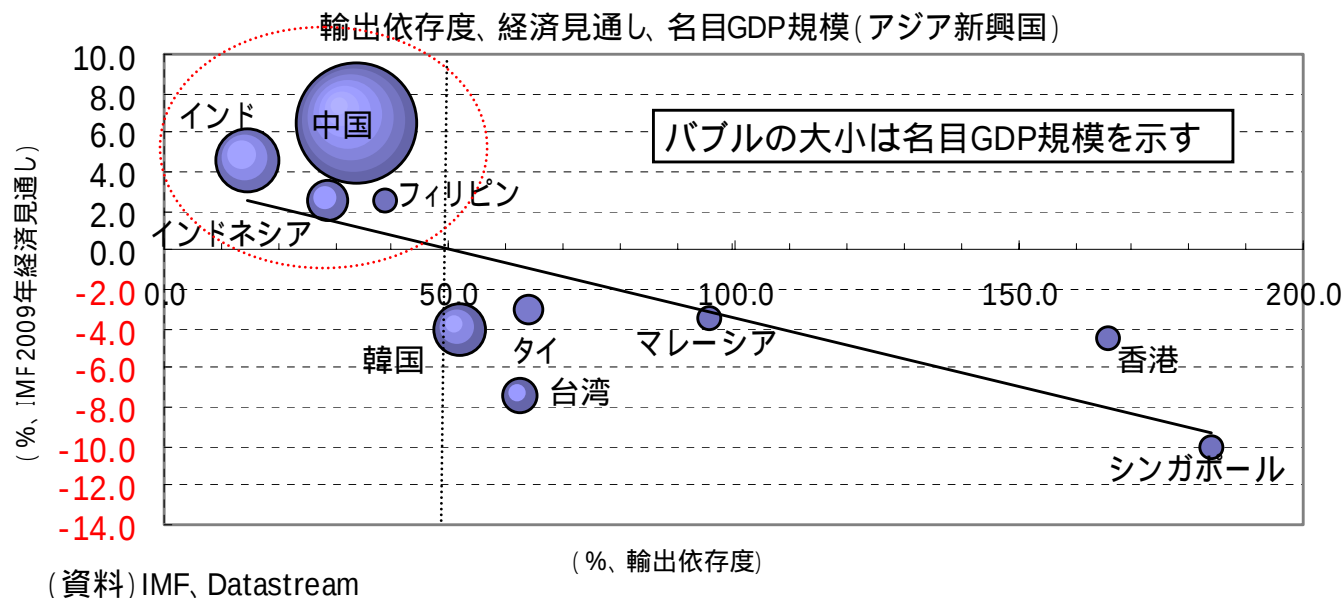


(資料) IMF、各国統計より筆者作成

インドネシアの経済見通し

● 欧米需要依存型からアジア域内需要依存型を期待

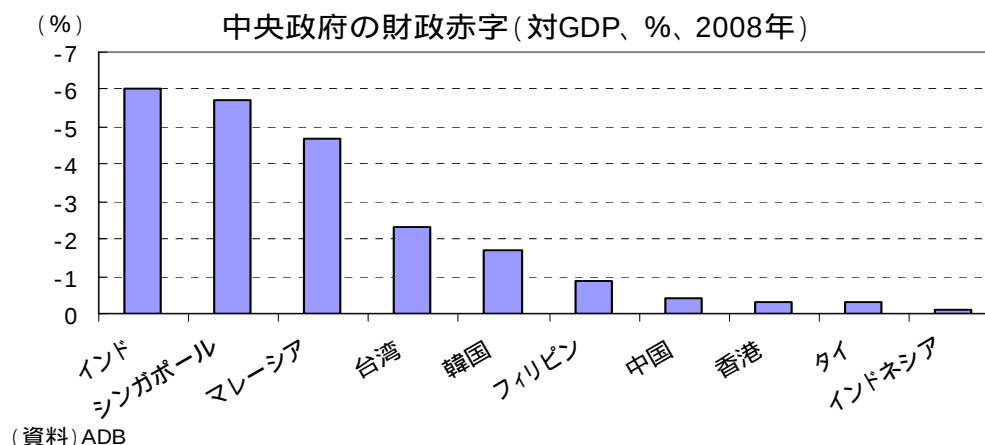
- 欧米への外需が縮小するなか、輸出依存度の高い国のマイナス成長見通しが目立つ。
- 一方、赤丸で囲われた4か国は比較的高めの成長見通しとなっている。この4か国はアジアの中で相対的に輸出依存度が低めの国々であると同時に、アジアで最も人口の多い4か国でもある。
- 次のステージは「欧米需要型」から大きな人口と潜在成長率を持つ「アジア域内需要依存型」か。
- インドネシアは中国、インドに次ぐ成長期待。但し、人口増を雇用として吸収できなければ社会不安に。



インドネシアの景気刺激策について

● 73.3兆ルピア(65億ドル)の景気刺激策を予定

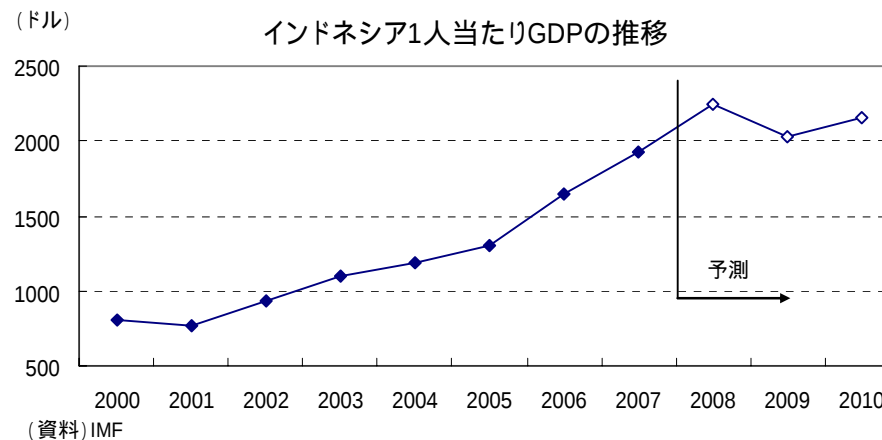
- 年内に予算執行予定。予算枠のうち、35%は減税措置。所得税減税に加え、料理油やジェネリック薬品に掛かる付加価値税(消費税)の免税等を含むもの。
- 50%は産業支援に充てられる。具体的には、法人税控除や燃料への補助金、電気代の割引措置、そして貿易金融への補助等が含まれている。
- 13%はインフラ投資に充てられる。具体的には道路、港、水供給プロジェクト等の労働集約的な事業を含む。また、1%は農村部の共同体振興のために充てられる。
- 公式推計では刺激策により、財政赤字はGDP比で▲2.5%に拡大する見込みだが、「昨年予算の未使用分により一部ファイナンス可能」であり、管理可能な水準(ADB見通し)。
 - 中央政府の財政赤字規模(2008年)はアジア新興国のなかでは健全な部類に入る。
- なお、インドネシアは過去の経緯から政策の執行遅延懸念を指摘する見方もある。同国の景気刺激策を評価するうえではこの点も重要かと思われる。



インドネシアの政治情勢

● ユドヨノ氏がインドネシア大統領再選

- 高い経済成長、汚職への取り組み、テロ対策等が幅広く評価された。
- 前任期中は高成長を継続。2007年、2008年と6%以上の成長を達成。2004年からの2008年の4年間で1人当たりGDPは約2倍(1188ドル→2246ドル)となっている。
- インドネシア総選挙委員会は7月25日、ユドヨノ大統領の再選を正式発表。対抗陣営は有権者登録に問題があったとして無効を訴えているが、覆る可能性は低い(日本経済新聞朝刊)。新政権の任期は2009年10月からの5年間。
- 同氏率いる民主党が勝利した4月総選挙の勢いをそのまま反映したかっこう。政権基盤は第1期目より盤石なものに。
- 選挙結果を受けて、通貨・株式共に反発。新政権は外資誘致に積極的な姿勢を示しており、今後の外資流入も期待されるところ。



インドネシアの社会情勢

～ 懸念されるテロのリスク～

- テロの頻発を防げるかがカギ。資本流出リスクも。

- 2009年7月17日にジャカルタの外資系ホテル2か所を狙った爆破テロ発生。
- 発生直後こそ株価・通貨共に軟調推移となったが、程なくして上昇基調へ復帰。
- 2005年10月1日にバリ島で爆破テロが発生した際は、株価の下落を取り返すのに約2か月間掛かっているが、今回の下落幅極めて小さかった。
- 世界的に経済成長が低く押さえ込まれるなかで、インドネシア経済への相対的な評価が高まっていることが一因と思われる。
- 今回のテロ事件を受けては、ムルヤニ財務相をはじめ閣僚が相次いで「成長率見通しへの影響は限定的」との見方を表明しており、ひとまず市場もこれに追随しているかっこう。
- 但し、同様の事件が頻発するようであれば、外国資本の国外流出は不可避とみられる。ユドヨノ大統領は対テロ対策も評価されて再選されている部分があり、テロが頻発するような事態になれば、同国には大きなマイナスと成りかねない。

補強が進むアジア地域金融協力

- 2009年5月、ASEAN+3財務大臣会議において地域金融協力に大きな進展～整備進む、インドネシア支援～

- チェンマイ・イニシアチブのマルチ化(CMIM: Chiang Mai Initiative Multilateralisation)

- アジア危機以来課題であった「域内の短期流動性問題への対応」、「既存の国際的枠組みの補完」が主目的。従来の実質810億ドルから1.5倍拡充され1200億ドルへ拡充することで合意。
- 貢献額の割合は日本・中国が同額で全体の64%。だが、日本は独自の資金供給制度も創設(下記詳述)。
- モラルハザード防止のための域内サーベイランス機関を創設することでも合意。

- 日本はCMIMとは別に 6兆円規模の円スワップ、 最大5000億円のサムライ債発行支援を提案

- 「円の利用拡大」を目的とする。中国経済の台頭による円の存在感低下に歯止めをかけるのが狙いか。
- の資金源も外貨準備。CMIMの384億ドルと併せると約10兆円規模に達し、日本の外貨準備の10%がアジアの金融安定のために使用される。なお、インドネシアに対しては1兆5000億円の通貨スワップ協定が別途締結されている(7月6日、ロイター)。
- は金融混乱時、債券発行が難しくなるアジア新興国はサムライ債発行であればJBIC保証をつけるというスキームで、最大5000億円を保証。2009年2月、インドネシアに対しては既に支援が先行表明されている。

CMIMに基づくアジア各国の拠出額と各国の最大借入可能額

国名	貢献額(10億ドル)	最大借入可能額(10億ドル)
日本	38.4	19.2
中国()	38.4	19.2
韓国	19.2	19.2
インドネシア	4.77	11.9
マレーシア	4.77	11.9
シンガポール	4.77	11.9
タイ	4.77	11.9
フィリピン	3.68	9.2
ベトナム	1	5.0
カンボジア	0.12	0.6
ミャンマー	0.06	0.3
ブルネイ	0.03	0.2
ラオス	0.03	0.2
合計	120	

但し、中国は香港拠出分の42億ドルを含む。但し、香港は非IMF加盟国なので、借入はIMFとリンクしない部分のみ(42億ドル×0.5×20% = 4.2億ドル)。

(資料)財務省発表資料より筆者作成

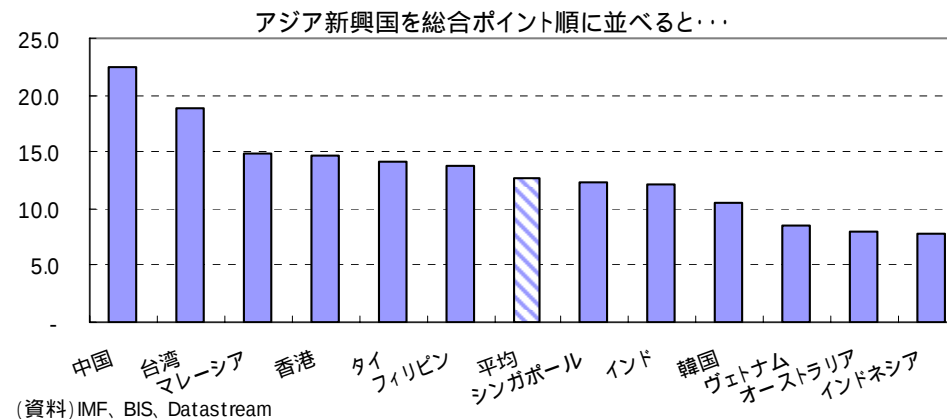
当面のインドネシアルピア相場のイメージ

- **半年程度の予想レンジ: 9000 ~ 10700 – 当面堅調推移も、介入等もあり上値も限定的か–**
 - 高い政策金利、巨大な人口、そして資源国としての側面も有するインドネシア経済には中国、インドに次ぐ高い期待がある。同国の潜在力を見越した外資流入が期待されるところ。
 - 次期ユドヨノ政権は外資誘致に積極的な姿勢。第1期よりも盤石な政権基盤も強み。
 - 一方、急なルピア上昇局面では当局介入も断続的に行われているとの観測もある。当面は9000台を維持できるかどうか注目。
 - 一方的に上昇してきた4～6月期を経て、7～9月期はその揺り戻しも警戒される。
- **ルピア高ドル安の材料**
 - 内需主導型経済への移行が謳われるなかで、巨大な人口(世界第4位)を持つ経済は相対有利。
 - 相対的に高い政策金利は買い材料。先行き利下げ余地も限定的とみられる。
 - アジアでは珍しい資源国としての側面をもち、資源国通貨が選好される局面では買われる可能性も。
 - 第2期ユドヨノ政権は外資誘致を積極化させることなどを主張している。
- **ルピア安ドル高の材料**
 - 当局によるルピア売り・ドル買い介入も断続的に観測されている模様。
 - 4～6月期にみられたインドネシアの株価、通貨の上昇にはやや性急な印象を受ける。7～9月期に過度な楽観論の修正局面が訪れるなかで、ルピアも下値を探る展開になる可能性がある。
 - テロ頻発ならば外国資本の流出加速は避けられない可能性。

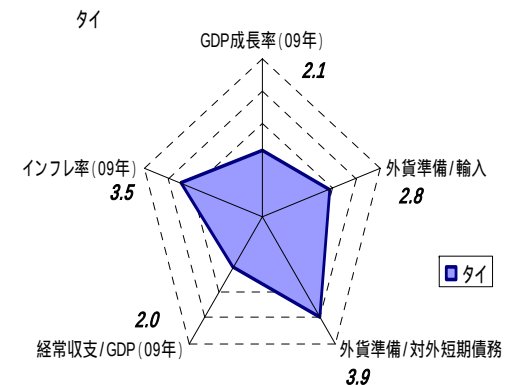
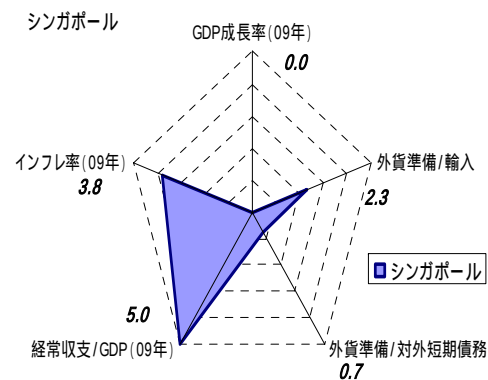
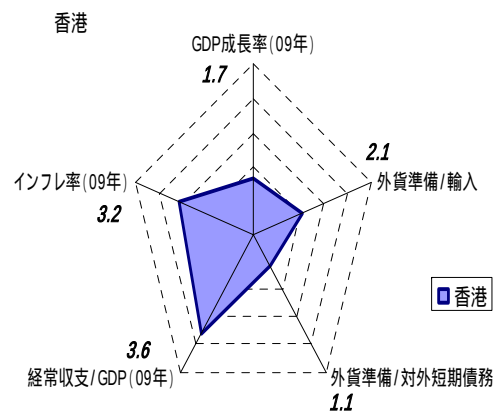
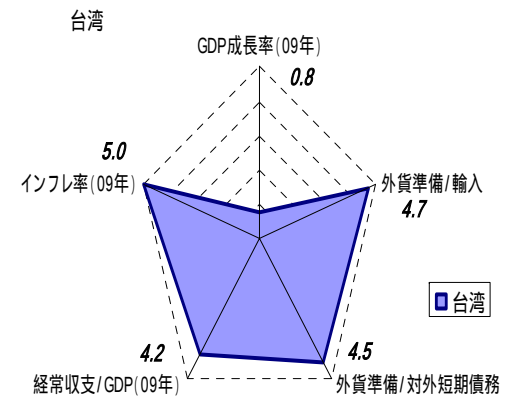
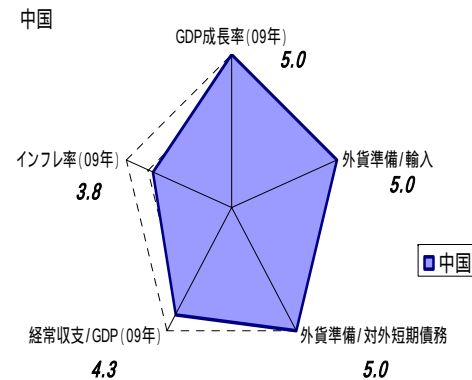
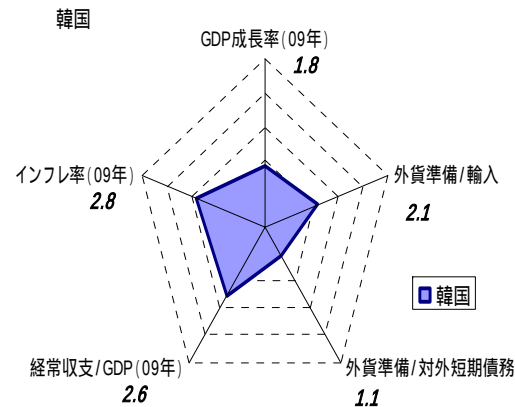
ご参考：マクロ経済指標でみるアジア経済

レーダーチャート分析について

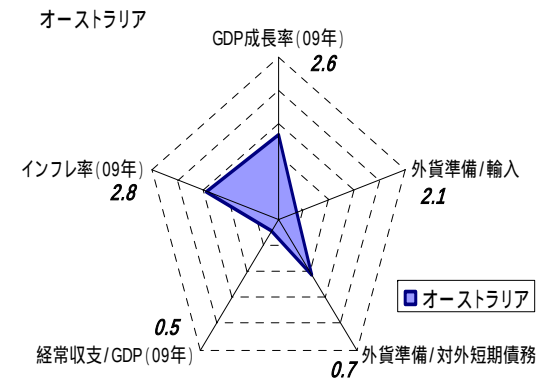
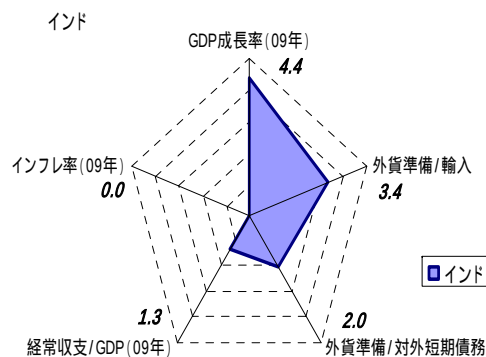
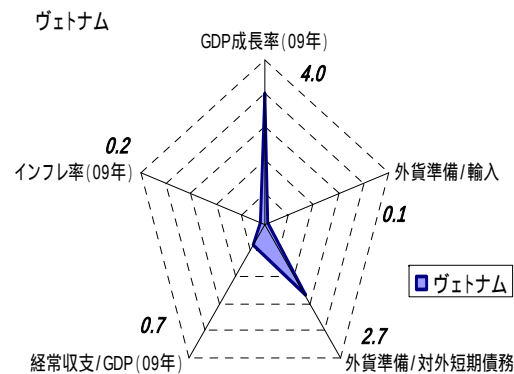
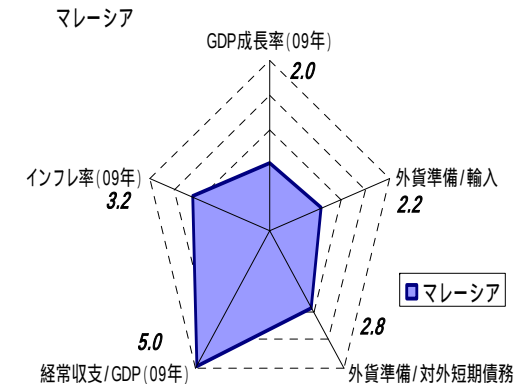
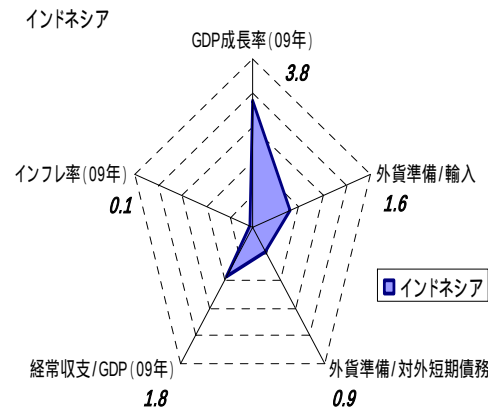
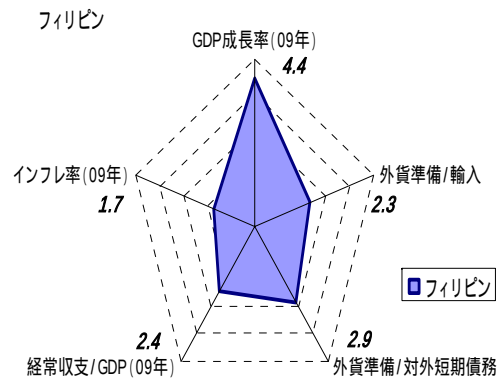
- GDP成長率(2009年見通し)、外貨準備/輸入、外貨準備/対外短期債務、経常収支/GDP(2009年見通し)、インフレ率(2009年見通し)の5項目について相対的な強さをレーダーチャートで表している。下表は5項目を等ウェイトでみた場合の総合ポイント上位10か国。
 - 巨額の外貨準備を持つインドが下位に位置するのは、アジアの中では対外短期債務が相対的に高めになること、経常収支が低いこと、そしてインフレ率が最も高いことが背景にある。
 - 必ずしも総合ポイントの高低が経済の強弱を意味するわけではないが、新興国の対外経済部門を考える際、「通貨危機への耐性」としての目安になる。
 - インドネシアが低評価なのはアジアのなかでは相対的に外貨準備が薄く、インフレ率が高めであることが影響。あくまで資本流出が加速した際の耐性度合いを示し、一概にファンダメンタルズの弱さを示すものではない。
- ◆ 今後の注目としては今次局面で米国依存のリスクが顕在化した「輸出依存・外貨準備蓄積型」の成長モデルに変化が生じるか否か。中長期的には「内需依存型」の成長モデルが志向されるだろうが、それには家計の消費行動や産業政策の変更等も想定され、一朝一夕には期待できない。当面は**アジア域内需要を活かす輸出依存型の経済**が志向されるのではないかと。



ご参考：マクロ経済指標でみるアジア経済



ご参考：マクロ経済指標でみるアジア経済



ご参考：マクロ経済指標でみるアジア経済

(補足)：レーダーチャートの原数値について

- チャートにプロットした各項目の原数値については以下の通り。
- 成長率、外貨準備の厚さ、経常収支で中国が頭一つ抜け出ている。

アジア総合ポイント上位10か国

	GDP成長率 (%、09年見通し)	外貨準備/輸入 (月)	外貨準備/対 外短期債務	経常収支/GDP (%、09年見通し)	インフレ率(%、 09年見通し)
中国	6.5	19.7	18.8	10.3	0.1
台湾	-7.5	17.2	13.8	9.7	-2.0
マレーシア	-3.5	5.7	5.3	12.9	0.9
タイ	-3.0	7.6	10.2	0.6	0.5
フィリピン	4.6	6.1	5.5	2.3	3.4
シンガポール	-10.0	6.0	1.6	13.1	0.0
香港	-4.5	5.5	2.0	7.2	1.0
インド	4.5	9.6	3.3	-2.5	6.3
韓国	-4.0	5.7	2.0	2.9	1.7
オーストラリア	-1.4	3.1	3.5	-5.8	1.6

(資料)IMF、BIS、Datastream

ご参考：マクロ経済指標でみる各国経済

補足：レーダーチャートの作成方法

< データの出处 >

- 外貨準備/輸入：外貨準備は各国最新時点。輸入額も直近12か月の単月平均額を使用（資料）Datastream
- 対外短期債務：対BIS報告銀行ベースの1年未満債務。2008年12月時点（資料）BIS「国際与信統計」
- GDP成長率、経常収支、インフレ率：全てIMFによる2009年春季の予測値（資料）IMF World Economic Outlook, 2009 Spring

< 数値の計算方法 >

- アジア大洋州13カ国を対象に各々の数値について偏差値を計算し、最大値が5、最小値0となるようにプロット。
- 「外貨準備/輸入」と「外貨準備/対外短期債務」は対数値に変換した上で、偏差値を計算し、0～5へプロットしている。なお、インフレ率については数値が高いほど評価が低くなるように調整している。

国際為替部

マーケット・エコノミスト

唐鎌大輔

23

- 
- ◆ 当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。
 - ◆ 当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。
 - ◆ 投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。
 - ◆ また、当資料の著作権はみずほコーポレート銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。