



購買力平価で見たインドネシアルピア

経済調査部 研究員 井上 裕介
inoue@iima.or.jp

1. 良好な実体経済の一方で軟調なインドネシアルピア

インドネシアは、約2億4000万人の人口や豊富な天然資源を背景に世界的に高成長を期待されている国の一つである。世界経済がリーマンショックの影響を大きく受けた2009年には、他のASEAN諸国の多くがマイナス成長となるなか、堅調な内需を背景にアジアでは中国、インドなどに次ぎ、高い経済成長を遂げた。2010年以降は個人消費や固定資本形成を牽引役として年率6%を超える成長を続けている。2013年に入りやや陰りも見られるが、5月時点でインドネシア中央銀行は通年で6.2~6.6%のレンジ内低めの経済成長を予想している。

実体経済が良好な一方で、インドネシアルピア¹相場は2012年以降軟調に推移している。2012年のルピアの対米ドルレートは主要な先進国および新興国通貨の中では日本円、ブラジルリアルに次ぐ弱い通貨となり、2013年以降も下落が続いている。

図表1 主な新興国通貨の対米ドル騰落率（2012年）

通貨名	2011年末～ 2012年末	通貨名	2011年末～ 2012年末
ポーランドズロチ	10.3	マレーシアリングgit	3.5
韓国ウォン	8.2	タイバーツ	3.1
メキシコペソ	7.8	インドルピー	▲ 3.7
フィリピンペソ	6.3	南アフリカランド	▲ 4.5
シンガポールドル	5.8	インドネシアルピア	▲ 6.3
トルコリラ	5.4	ブラジルリアル	▲ 9.9

(出所) DataStream データより筆者作成

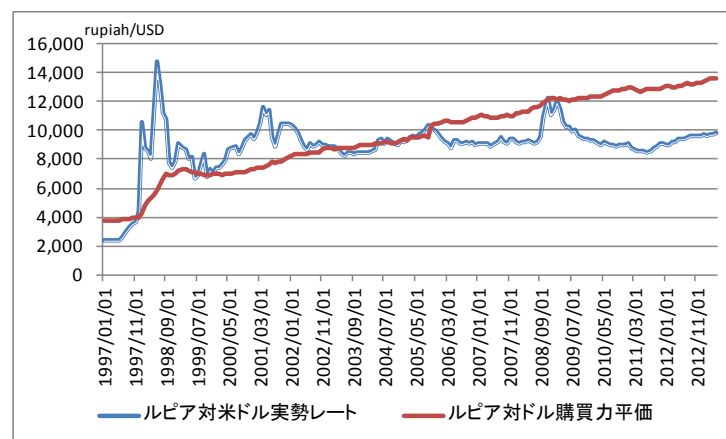
¹ 以下、本文中はルピアと表示

2. 購買力平価で見ると割高感のあるルピア

現在のルピア相場水準について、2005年を基準としてその後の米国とインドネシアのインフレ率格差を反映した購買力平価と実際の為替レートの比較を通じて考察したい。2005年を基準としたのは、インドネシアの対名目GDP比の経常黒字が1%を下回っていたこと、また、通貨危機やITバブル崩壊による金融市場の混乱から数年経過し、ルピア相場が比較的需給バランスのよい低ボラティリティの位置に落ち着いていたことなどからである。購買力平価分析では、どこを基準年にとるかにより、足元の水準の割高感・割安感は大きく左右されるが、ルピア/米ドル相場の場合、インドネシアのインフレ率が米国のインフレ率を趨勢的に上回っていることから、基準年の如何に関わらず、ルピアは米ドルに対して趨勢的に減価する傾向にあることに変わりはない。

足元のルピアの対米ドルレートは購買力平価に比べて割高な水準にある(図表2)。リーマンショック後の急落時には購買力平価と実勢レートは現在よりも近い水準にあったが、その後実勢レートが購買力平価よりも大幅にルピア高に推移している。近年では、主に2005年後半から2008年半ばまでと2009年3月から2011年前半にかけての2期間に実勢レートが購買力平価よりもルピア高に推移している。

図表2 ルピアの対ドル実勢レートと購買力平価



(注) 購買力平価には2カ国のインフレ率については消費者物価指数を使用。

(出所) インドネシア中銀、インドネシア統計局、米国労働省データより筆者作成

3. ルピア相場を左右する国際収支と金融政策の動向

実勢レートと購買力平価の乖離には、インドネシアの国際収支と金融政策が影響していると考えられる。ルピア相場の動向は、インドネシア当局が投機目的の金融取引を規制していることもあり、国際収支フローの影響が大きい。また後述のとおり、インドネシア中銀は、為替相場の安定化に重点を置いており、金融政策会合後の声明などで示唆しているように、為替介入を実施している影響もあろう。

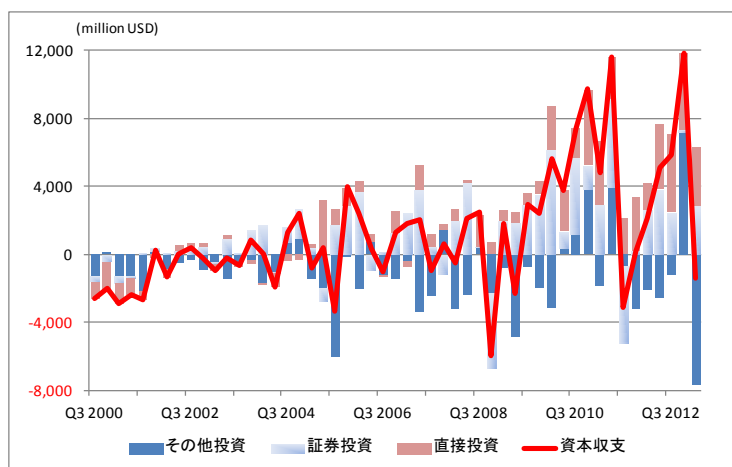
ルピアの実勢レートが購買力平価の動きに反してルピア高に推移した2期間には、同

期間の資本収支が証券投資を中心に大幅に黒字になっているという共通点がある（図表 2、図表 3）。ルピアが対米ドルで上昇した時期は、世界的に景気の先行きに対する強気の見方を背景に投資家のリスクテイク志向が高まり、海外からインドネシアへの高利回り資産を求める資金流入が活発化した時期と概ね重なっている。特にリーマンショック後の世界的な景気回復期は、先進国の金利が軒並み歴史的な低水準となり、インドネシアの投資対象としての魅力が高まったことも同国への資金流入の動きを加速させ、ルピア高に拍車をかけた。

しかし 2012 年のルピア相場は、引き続き資本収支が大幅な黒字になっているにも関わらず、対米ドルでは軟調に推移している。これは、それまで概ね黒字であった経常収支が、旺盛な内需を背景とした輸入の高止まりや輸出品の国内需要への代替、国際商品市況の下落から貿易黒字が大幅に縮小したことを受けて、2011 年 10～12 月以降赤字に転落していることが影響している。経常赤字が資本収支の黒字を相殺していることからルピアの上昇圧力が弱まり、世界的なリスク許容度の高まりや資本収支の大幅な黒字に関わらず、ルピア高が起りづらい状況になっている（図表 4）。

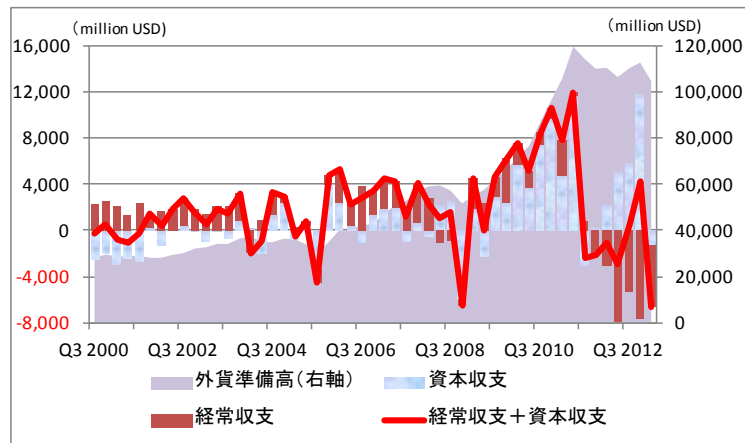
また、インドネシア中銀がこうした経常収支の変化のなかで、緩やかなルピア安を志向して為替介入を実施している影響も考えられる。2012 年 8 月、インドネシア中銀と政府は連名で経常赤字の縮小策を発表した。インドネシア中銀のプレスリリースによると、インドネシア中銀は金融面で経済のファンダメンタルズに即した自国通貨の安定化、預金金利の引き上げ、借入比率規制導入による信用バブルの抑制を目指す一方、政府は貿易規制や税制変更による国内産業力の強化および輸入の抑制を目指す方針が示された。インドネシア中銀はこの発表以前から、ルピア相場を経済のファンダメンタルズにあった水準に安定させるために為替介入を実施することを示唆しており、現在も金融政策会合後の声明などで同様の表現を継続して使用している。現在、インドネシアの外国為替市場では変動相場制が採用されているが、実際にはインドネシア中銀が、経常赤字の縮小のために、実体経済に則したインフレ率格差程度の自国通貨安を許容する一方で、ルピア相場が緩やかな通貨安から乖離した場合は為替介入を実施している可能性がある。

図表 3 インドネシアの資本収支の推移



(出所) インドネシア中銀データより筆者作成

図表4 インドネシアの国際収支と外貨準備高の推移



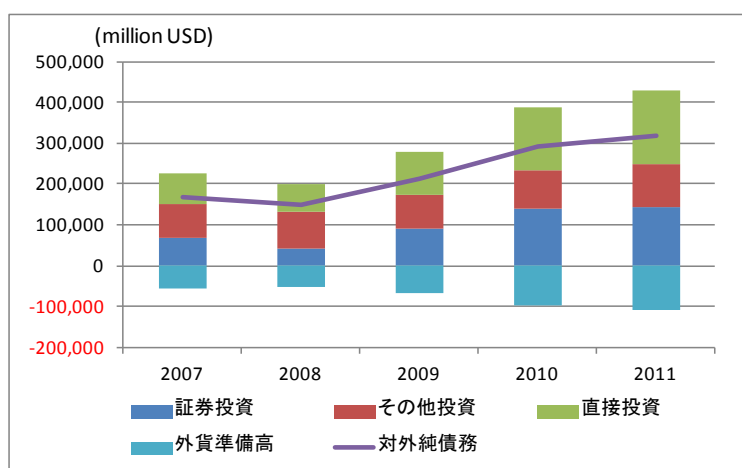
(出所) インドネシア中銀データより筆者作成

4. 懸念される対外ショックに対するルピアの脆弱性

経常赤字は国内の資金調達を海外資金に依存していることを意味するため、経常赤字国は将来の対外ショックに対するリスクを高めることにつながりやすい。インドネシア中銀が政府とともに経常赤字の問題に重点的に取り組んでいるのも、こうした対外フローの不均衡が包含するリスクに対する認識の表れだといえる。歴史を振り返ると、ルピアに関わらず資本収支黒字に依存した本国通貨の上昇は、対外ショックをきっかけに調整されてきた。インドネシアでは、1997年時のアジア通貨危機時に変動相場制への移行や政治不安をきっかけにルピアが大幅に調整したことはいうまでもなく、2005年後半から2008年前半にかけてのルピアの上昇はリーマンショック後の局面で調整された。しかし、足元のルピア相場の水準は購買力平価で見ると、2009年3月から2011年前半にかけての先進国の金融緩和の影響を受けた資金流入（資本収支の黒字）による相場上昇により再び割高方向への乖離が大きくなっていることがわかる。直近では2013年5～6月にかけて、年内の米国の量的金融緩和の縮小観測を背景に外国人投資家の資金流出が起これ、株式・債券・通貨のトリプル安が見られる場面があったが、このようなリスクは今後も熾り続けるだろう。

ストックの視点から見たルピアの対外ショックに対する耐性は依然として脆弱である。外貨準備高は、リーマンショック時に比較して増加したものの、対外純債務も同様に増加傾向にあり、目立った対外ポジションの改善は見られない（図表5）。またその外貨準備高ですら、直近の2011年終盤以降は減少基調にあり不安が残る（図表4）。

図表5 インドネシアの対外純債務残高の推移



(注) 対外純債務をプラス、外貨準備高をマイナスで表示
 (出所) IMF データより筆者作成

5. 結論

インドネシアでは、リーマンショック後の世界的な景気回復場面で、証券投資を中心とした海外資金の流入を背景に、ルピア相場は対米ドルで大幅に上昇し、購買力平価との乖離が広がった。しかし2011年10~12月以降は、インドネシアが経常赤字国に変化し、資本収支の黒字が経常赤字のファイナンスに相殺されるようになったことから、国際収支フローによるルピア高圧力が見られなくなった。またインドネシア中銀は、こうした国際収支フローの変化を背景に、ルピア相場の安定化および経常赤字の縮小を目的として、实体经济に則したインフレ率格差程度のルピア安を志向し、為替介入を実施していることを示唆している。従って足元のルピア安も緩やかなペースであれば、当局の意図の範囲内であり、過度な懸念をする必要はないだろう。

しかし、購買力平価と比較したルピアの実勢レートの高割感の大きさを考えると、対外ショックが起きた場合には、こうした緩やかなペースを超えて、ルピア相場下落に勢いがつく可能性は否定できない。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2013 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-Chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話 : 03-3245-6934 (代) ファックス : 03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <http://www.iima.or.jp>