

Analisis Pengaruh Nilai Tukar, Federal Funds Rate, Inflasi, dan Jumlah Uang Beredar Terhadap Indeks Saham Negara ASEAN-5

William Stephanus^{1*}, Tristan Lesar², Riko Setya Wijaya³

^{1*,2,3} Program Studi Ekonomi Pembangunan, Fakultas Ekonomi Dan Bisnis, Universitas Pembangunan Nasional "Veteran" Jawa Timur, Alamat, Indonesia.

Corresponding Email: 22011010075@student.upnjatim.ac.id^{1*}

Histori Artikel:

Dikirim 25 April 2026; Diterima dalam bentuk revisi 15 Juli 2026; Diterima 10 Agustus 2026; Diterbitkan 1 Oktober 2026. Semua hak dilindungi oleh Lembaga Otonom Lembaga Informasi dan Riset Indonesia (KITA INFO dan RISET) – Lembaga KITA.

Suggested citation:

Stephanus, W., Lesar, T., & Wijaya, R. S. (2026). Analisis Pengaruh Nilai Tukar, Federal Funds Rate, Inflasi, dan Jumlah Uang Beredar Terhadap Indeks Saham Negara ASEAN-5. *JEMSI (Jurnal Ekonomi, Manajemen, Dan Akuntansi)*, 12(5), 4908-4919. <https://doi.org/10.35870/jemsi.v12i5.7033>.

Abstrak

Studi ini bertujuan menganalisis pengaruh nilai tukar, Federal Funds Rate (FFR), tingkat inflasi, dan jumlah uang beredar terhadap kinerja indeks saham negara-negara ASEAN-5 (Indonesia, Malaysia, Thailand, Filipina, dan Singapura) periode 2015-2024. Menggunakan pendekatan panel data regression dengan fixed effect model pada data bulanan dari Bloomberg dan Bank Sentral masing-masing negara, studi ini menguji hubungan simultan keempat variabel makroekonomi tersebut terhadap return indeks saham. Hasil menunjukkan bahwa apresiasi nilai tukar terhadap USD berpengaruh positif signifikan terhadap kinerja saham ASEAN-5, sementara kenaikan FFR dan inflasi memiliki dampak negatif yang lebih kuat pada negara dengan ketergantungan ekspor tinggi seperti Indonesia dan Thailand. Jumlah uang beredar (M2) justru menunjukkan hubungan non-linier, positif pada fase ekspansi moneter namun memicu volatilitas saat quantitative easing berkepanjangan. Temuan ini mengindikasikan bahwa kebijakan moneter AS dan stabilitas makro regional memainkan peran krusial dalam dinamika pasar modal ASEAN, dengan implikasi bagi investor asing dan pembuat kebijakan untuk mengantisipasi Spillover Effects global dalam merancang strategi hedging dan diversifikasi portofolio.

Kata Kunci: JUB; Inflasi; Indeks; Fed Rate.

Abstract

This study aims to analyze the influence of exchange rates, Federal Funds Rate (FFR), inflation rate, and money supply on the performance of stock indices of ASEAN-5 countries (Indonesia, Malaysia, Thailand, Philippines, and Singapore) for the period 2015-2024. Using a regression data panel approach with a fixed effect model on monthly data from Bloomberg and the Central Bank of each country, this study examines the simultaneous relationship of these four macroeconomic variables to stock index returns. The results show that the appreciation of the exchange rate against the USD has a significant positive effect on the performance of ASEAN-5 stocks, while the increase in FFR and inflation have a stronger negative impact on countries with high export dependence such as Indonesia and Thailand. The money supply (M2) actually shows a non-linear relationship, positive in the monetary expansion phase but triggers volatility when quantitative easing is prolonged. These findings indicate that U.S. monetary policy and regional macro stability play a crucial role in ASEAN capital market dynamics, with implications for foreign investors and policymakers to anticipate global Spillover Effects in designing hedging strategies and portfolio diversification.

Keyword: JUB; Inflation; Indeks; Fed Rate.

1. Pendahuluan

Akibat tekanan global dan domestik, indeks saham di negara ASEAN-5 mengalami pergeseran yang signifikan dari tahun 2020 hingga 2025. Pada awal tahun 2020, pandemi COVID-19 memicu guncangan besar di pasar keuangan global, yang menyebabkan penurunan tajam indeks saham di Indonesia, Malaysia, Thailand, Singapura, dan Filipina. Kondisi ini diperburuk oleh meningkatnya permintaan dolar di pasar internasional, serta tingginya ketidakpastian ekonomi serta pengeluaran modal dari negara berkembang menuju aset safe haven. Untuk meredam inflasi AS yang melonjak setelah pandemi dan krisis energi global, Federal Reserve menaikkan Federal Funds Rate (FFR) secara agresif dari 2022 hingga 2024, meningkatkan tekanan pada pasar keuangan. Pasar modal merupakan salah satu pilar utama dalam sistem keuangan suatu negara yang berfungsi sebagai wahana mobilisasi dana jangka panjang dari pihak yang memiliki kelebihan dana kepada pihak yang membutuhkan pembiayaan (Mahendra & Rasmini, 2019). Di kawasan Asia Tenggara, pasar modal negara-negara ASEAN-5 yang terdiri dari Indonesia, Malaysia, Thailand, Filipina, dan Singapura telah berkembang pesat dalam beberapa dekade terakhir dan menjadi destinasi investasi yang semakin diminati oleh investor domestik maupun internasional (Kartowisastro & Trihadmini, 2024). Indeks harga saham pada masing-masing bursa, yakni Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) di Indonesia, *Kuala Lumpur Composite Index* (KLCI) di Malaysia, *Stock Exchange of Thailand* (SET) di Thailand, *Philippine Stock Exchange Index* (PSEi) di Filipina, dan *Straits Times Index* (STI) di Singapura, mencerminkan kinerja kolektif pasar saham dan menjadi barometer kesehatan perekonomian nasional masing-masing negara. Namun demikian, pergerakan indeks-indeks saham tersebut tidak terlepas dari pengaruh berbagai faktor makroekonomi, baik domestik maupun global, yang terus berinteraksi dalam dinamika perekonomian terbuka yang semakin terintegrasi (Gaol, 2023). Globalisasi keuangan telah menciptakan keterkaitan yang semakin erat antara pasar modal suatu negara dengan perkembangan kondisi makroekonomi internasional (Mallisa *et al.*, 2022). Salah satu faktor global yang paling berpengaruh adalah kebijakan moneter Amerika Serikat yang tercermin dalam Federal Funds Rate (FFR), yakni tingkat suku bunga acuan yang ditetapkan oleh *Federal Reserve* (Rasam *et al.*, 2024). Perubahan FFR memiliki dampak transmisi yang signifikan terhadap arus modal global, karena investor internasional cenderung mengalihkan portofolionya ke instrumen yang menawarkan imbal hasil lebih tinggi dengan risiko yang terukur (Marino *et al.*, 2024). Ketika FFR meningkat, terjadi capital outflow dari negara-negara berkembang termasuk kawasan ASEAN menuju aset berdenominasi dolar Amerika yang dianggap lebih aman dan menguntungkan.

Fenomena ini secara langsung menekan indeks saham di negara-negara ASEAN-5 melalui berkurangnya likuiditas pasar dan peningkatan biaya modal. Siklus pengetatan moneter agresif yang dilakukan *Federal Reserve* sepanjang tahun 2022 hingga 2023, di mana FFR dinaikkan dari mendekati nol persen menjadi 5,25-5,50 persen, memberikan tekanan yang nyata terhadap pasar saham kawasan ASEAN dan menjadi bukti empiris mutakhir mengenai pentingnya faktor ini sebagai determinan pergerakan indeks saham regional. Nilai tukar merupakan variabel makroekonomi lain yang secara intensif mempengaruhi indeks harga saham, terutama bagi negara-negara ASEAN-5 yang memiliki keterbukaan perdagangan dan keuangan yang tinggi (Primavisanti & Sutanto, 2016). Apresiasi atau depresiasi nilai tukar mata uang lokal terhadap dolar Amerika Serikat berdampak ganda terhadap pasar saham melalui dua jalur transmisi utama. Pertama, melalui jalur daya saing ekspor: depresiasi mata uang lokal dapat meningkatkan daya saing ekspor perusahaan yang berorientasi ekspor, sehingga berpotensi mendorong kenaikan harga saham sektor tersebut (Setyawati & Afkar, 2024). Kedua, melalui jalur biaya impor dan utang: depresiasi juga meningkatkan beban perusahaan yang memiliki utang dalam mata uang asing dan bergantung pada bahan baku impor, sehingga menekan profitabilitas dan harga saham (Alam *et al.*, 2020). Kerentanan nilai tukar di kawasan ASEAN semakin terbukti pada berbagai episode krisis, mulai dari krisis moneter Asia tahun 1997-1998 hingga periode volatilitas yang dipicu oleh pandemi Covid-19 pada tahun 2020 dan siklus penguatan dolar pada tahun 2022-2023. Inflasi sebagai ukuran perubahan tingkat harga secara umum juga memainkan peran penting dalam membentuk ekspektasi investor dan menentukan arah pergerakan pasar saham (Pratiwi *et al.*, 2021). Dari perspektif teori kuantitas uang dan teori Fisher, inflasi yang terkendali dapat beriringan dengan pertumbuhan ekonomi yang sehat dan

mendukung kinerja pasar saham (Oktaviani & Sari, 2022). Namun, inflasi yang melampaui ambang batas optimal justru berpotensi berdampak negatif terhadap pasar saham dikarenakan kenaikan biaya produksi yang menekan margin keuntungan perusahaan, penurunan daya beli konsumen yang mengurangi permintaan agregat, serta respons kebijakan moneter berupa kenaikan suku bunga yang meningkatkan biaya modal dan menurunkan nilai sekarang arus kas masa depan perusahaan (Mubarak & Merliana, 2025). Kawasan ASEAN-5 mengalami tekanan inflasi yang signifikan pada periode 2021-2023 sebagai dampak dari gangguan rantai pasok global, lonjakan harga komoditas energi akibat konflik Rusia-Ukraina, serta kebijakan stimulus fiskal pasca-pandemi yang ekspansif. Episode inflasi tinggi tersebut diikuti oleh kebijakan pengetatan moneter di berbagai negara ASEAN dan memberikan dampak yang beragam terhadap kinerja pasar saham masing-masing negara, menjadikannya objek kajian yang sangat relevan untuk diteliti lebih lanjut. Variabel moneter seperti nilai tukar, inflasi, suku bunga Federal, dan jumlah uang beredar sangat memengaruhi pergerakan indeks saham ASEAN-5. Karena meningkatnya biaya impor dan tekanan inflasi domestik, depresiasi nilai tukar cenderung meningkatkan risiko pasar dan menurunkan kepercayaan investor. Sebaliknya, kenaikan inflasi mengurangi daya beli masyarakat dan meningkatkan keraguan tentang prospek keuntungan bisnis, yang mengakibatkan pelemahan indeks saham. Selama pemulihan pandemi, kebijakan moneter ekspansif yang meningkatkan jumlah uang beredar memengaruhi likuiditas pasar keuangan dan mendorong aktivitas investasi di pasar modal ASEAN.

2. Tinjauan Pustaka

2.1 Arbitrage Pricing Theory

Arbitrage Pricing Theory dikemukakan oleh Ross (1976) sebagai alternatif dan perluasan dari *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) yang dikembangkan oleh Sharpe (1964) dan Lintner (1965). APT berpijak pada premis bahwa imbal hasil aset keuangan ditentukan oleh sejumlah faktor risiko sistematis yang bersifat makroekonomi, bukan semata-mata oleh satu faktor risiko pasar seperti yang dipostulasikan oleh CAPM (Siregar, 2019). Secara matematis, APT menyatakan bahwa imbal hasil suatu aset merupakan fungsi linear dari beberapa faktor bersama (*common factors*) yang dapat mencakup variabel-variabel seperti inflasi, perubahan suku bunga, pertumbuhan produksi industri, spread suku bunga, dan variabel makroekonomi relevan lainnya (Ichwanudin *et al.*, 2023). Kekuatan APT sebagai kerangka teoritis terletak pada fleksibilitasnya yang tidak mensyaratkan portofolio pasar yang dapat diamati dan memungkinkan peneliti untuk secara empiris mengidentifikasi faktor-faktor makroekonomi yang paling relevan dalam menjelaskan variasi imbal hasil saham pada konteks pasar tertentu (Sahdiah & Komara, 2022). Dalam konteks penelitian ini, nilai tukar, Federal Funds Rate, inflasi, dan jumlah uang beredar dihipotesiskan sebagai faktor-faktor risiko sistematis APT yang mempengaruhi tingkat keseimbangan indeks harga saham di negara-negara ASEAN-5.

2.2 Power Purchasing Parity

Purchasing Power Parity adalah teori dan indikator yang digunakan untuk membandingkan daya beli mata uang antarnegara dengan cara mengukur biaya sebuah “keranjang” barang dan jasa yang sama di berbagai negara, lalu mengekspresikannya dalam satu mata uang bersama (Orinaldi, 2020). PPP didasarkan pada hukum satu harga, yaitu jika tidak ada biaya transaksi dan hambatan perdagangan, maka barang yang sama seharusnya memiliki harga yang sama setelah dikonversi dengan kurs PPP, sehingga ukuran ini banyak dipakai untuk membandingkan PDB riil, standar hidup, maupun garis kemiskinan antarnegara secara lebih akurat dibanding kurs pasar (Ramadhani & Munandar, 2017).

2.3 Nilai Tukar

Nilai tukar adalah harga satu mata uang yang dinyatakan dalam mata uang lain, misalnya jumlah rupiah yang harus dibayar untuk memperoleh satu dolar AS (Sutawijaya, 2012). Konsep nilai tukar sebagai harga relatif antar mata uang sudah dibahas sejak ekonom klasik seperti David Ricardo yang menganalisis hubungan nilai tukar, harga internasional, dan perdagangan dalam kerangka keunggulan

RESEARCH ARTICLE

komparatif, dan kemudian dikembangkan lebih lanjut dalam berbagai teori nilai tukar modern (Atmanti, 2017).

2.4 Federal Funds Rate

Federal Funds Rate adalah suku bunga acuan utama di Amerika Serikat, yaitu tingkat bunga yang dikenakan ketika bank-bank dan credit union saling meminjamkan cadangan (reserve balances) di *Federal Reserve* secara overnight tanpa agunan, yang ditetapkan oleh Federal Open Market Committee (FOMC) sebagai instrumen utama kebijakan moneter (Wahbi *et al.*, 2024). Meskipun konsep pinjaman cadangan antarbank berkembang seiring pembentukan Sistem *Federal Reserve* pada 1913, pentingnya Federal Funds Rate sebagai indikator kondisi moneter terutama dibangun oleh para ekonom moneter seperti Irving Fisher dan generasi sesudahnya yang menekankan peran suku bunga kebijakan dalam transmisi kebijakan moneter ke sektor riil dan sektor keuangan (Angga Dwi Prasetyo *et al.*, 2025)

2.5 Inflasi

Inflasi adalah kenaikan yang berkelanjutan pada tingkat harga umum barang dan jasa dalam suatu perekonomian, yang biasanya diukur melalui indeks harga konsumen (CPI) atau indeks harga lain, sehingga setiap unit mata uang dapat membeli lebih sedikit barang dan jasa dibanding sebelumnya (Nugraha & Lestari, 2023). Teori klasik mengenai inflasi banyak diturunkan dari *Quantity Theory of Money* yang diformulasikan secara sistematis oleh Irving Fisher dalam karyanya "*The Purchasing Power of Money*", kemudian diperluas dan diperdebatkan oleh ekonom lain seperti Milton Friedman yang menekankan bahwa "inflation is always and everywhere a monetary phenomenon" (Pangestuti *et al.*, 2022).

2.6 Money Supply

Jumlah uang beredar dalam arti luas (broad money, misalnya M2) mencakup uang kartal dan giral (M1) ditambah simpanan tabungan, deposito berjangka kecil, dan instrumen likuid lain yang relatif mudah dikonversi menjadi kas sehingga menggambarkan total likuiditas yang tersedia dalam perekonomian (Prihatin, 2022). Dasar teoritis hubungan antara uang beredar dan tingkat harga/aktivitas ekonomi berakar pada *Quantity Theory of Money* yang dikembangkan Irving Fisher melalui persamaan pertukaran.

$$MV = PT$$

Lalu diperkuat oleh pemikiran monetaris Milton Friedman, sementara aspek dinamis uang beredar dalam kondisi inflasi tinggi turut dianalisis oleh Phillip Cagan melalui model permintaan uang pada episode hiperinflasi (Putri *et al.*, 2017).

3. Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data sekunder yang bersifat panel (pooled cross-section time series) (Ghozali, 2021). Data dikumpulkan untuk lima negara ASEAN (Indonesia, Malaysia, Thailand, Filipina, dan Singapura) dengan periode pengamatan selama 10 tahun, yakni dari tahun 2015 hingga 2024, sehingga menghasilkan total 50 observasi (N=5 negara, T=10 tahun). Sumber data untuk masing-masing variabel adalah sebagai berikut: data indeks harga saham diperoleh dari Yahoo Finance dan situs resmi masing-masing bursa efek; data nilai tukar (kurs tengah mata uang lokal terhadap USD) diperoleh dari International Financial Statistics (IFS) - International Monetary Fund (IMF); data Federal Funds Rate diperoleh dari *Federal Reserve Economic Data* (FRED) - *Federal Reserve Bank of St. Louis*; data inflasi (Consumer Price Index/CPI year-on-year) diperoleh dari World Development Indicators (WDI) - World Bank; dan data jumlah uang beredar (M2) diperoleh dari Bank Sentral masing-masing negara dan IMF IFS. Seluruh data frekuensi tahunan yang digunakan merupakan nilai rata-rata tahunan untuk memastikan konsistensi periode pengamatan antar variabel.

RESEARCH ARTICLE

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel

Variabel	Simbol	Definisi & Satuan	Sumber	Transformasi
Indeks Harga Saham	LN_STOCK	Indeks saham penutupan rata-rata tahunan (Poin) dari IHSG, KLCI, SET, STI, PSEI	Yahoo Finance / Bursa Efek	LN (Log Natural)
Nilai Tukar	LN_EXRATE	Kurs mata uang lokal per USD rata-rata tahunan	IMF/IFS	LN (Log Natural)
Federal Funds Rate	FFR	Suku bunga acuan Fed rata-rata tahunan (%)	FRED - <i>Federal Reserve</i>	Level (%)
Inflasi	INFLATION	Tingkat inflasi CPI year-on-year rata-rata (%)	World Bank WDI	Level (%)
Jumlah Uang Beredar	LN_JUB	M2 rata-rata tahunan (Triliun mata uang lokal)	Bank Sentral / IMF IFS	LN (Log Natural)

Transformasi logaritma pada variabel dalam regresi linear berganda digunakan untuk mengatasi masalah non-linearitas, distribusi yang sangat menceng (*right-skewed*), serta ketidakhomogenan varians sehingga hubungan antar variabel menjadi lebih mendekati linear dan asumsi klasik terpenuhi (Bahrul *et al.*, 2018). Dengan mengubah skala data melalui log natural (ln), nilai-nilai besar dikompresi dan nilai kecil diperlebar, sehingga pengaruh outlier melemah dan pola hubungan yang semula bersifat multiplikatif dapat dimodelkan sebagai hubungan aditif dalam kerangka regresi linier. Metode analisis dalam penelitian ini adalah regresi data panel yang menggabungkan data lintas negara dan data deret waktu. Pemilihan metode data panel didasarkan pada keunggulannya dalam mengendalikan heterogenitas yang tidak terobservasi antar individu, meningkatkan derajat kebebasan dan efisiensi estimator, serta memungkinkan identifikasi efek yang tidak dapat dideteksi oleh analisis time series murni atau *cross-section* murni. Model persamaan regresi data panel dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

$$LN_EXRATE_{it} = \beta_0 + \beta_1 LN_Kurs_{it} + \beta_2 FFR_t + \beta_3 Inflasi_{it} + \beta_4 LN_JUB_{it} + \varepsilon \dots (1)$$

Dimana:

- LN_Saham_{it} : logaritma natural indeks harga saham negara i pada tahun t;
- β₀ : konstanta
- β₁, β₂, β₃, β₄ : koefisien regresi masing-masing variabel independen
- LN_Kurs_{it} : logaritma natural nilai tukar mata uang lokal terhadap USD negara i pada tahun t
- FFR_t : *Federal Funds Rate* pada tahun t
- Inflasi_{it} : tingkat inflasi negara i pada tahun t
- LN_JUB_{it} : logaritma natural jumlah uang beredar M2 negara i pada tahun t
- E : *Error Terms*

4. Hasil dan Pembahasan

4.1 Hasil

Tabel 1. Redundant Fixed Effects Tests

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	17.256459	(4,40)	0,0000
Cross-section Chi-square	49.132566	4	0,0000

RESEARCH ARTICLE

Dari hasil Uji Chow tersebut, terlihat bahwa nilai probabilitas Cross-Section Chi-Square sebesar 0,012 yang berada dibawah nilai signifikansi 0,05. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan model terbaik yang digunakan untuk analisis regresi data panel adalah Fixed Effect Model.

Tabel 2. Correlated Random Effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	69.025873	4	0,0000

Dari hasil Uji Haussman tersebut, terlihat bahwa nilai probabilitas *Cross-Section Random* sebesar 0,0000 yang berada dibawah nilai signifikansi 0,05. Dari hasil tersebut dapat disimpulkan model terbaik yang digunakan untuk analisis regresi data panel adalah *Fixed Effect Model*. Dari kedua uji tersebut memiliki hasil yang sama yaitu Fixed Effect Model, maka model terbaik untuk menentukan pengaruh nilai tukar, inflasi, federal funds rate dan jumlah uang beredar terhadap Indeks Saham pada Negara ASEAN-5 adalah *Fixed Effect Model*, dan uji tidak perlu dilanjutkan pada uji LM (*Lagrange Multiplier*)

Tabel 3. Estimasi Hasil Fixed Effect Model

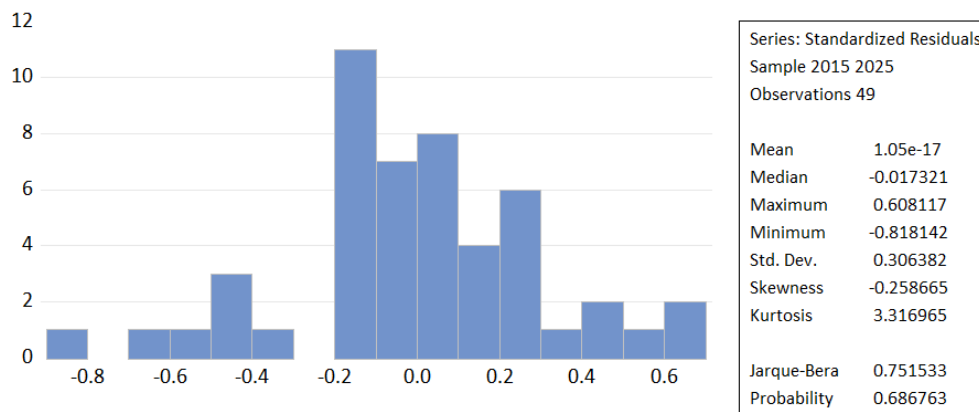
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.428402	0.511066	18.448476	0,0000
LN_EXRATE	0.2552922	0.032819	7.7786919	0,0000
FFR	-0.061341	0.026575	-2.308230	0.0262
INFLATION	-0.015688	0.037250	-0.421163	0.6759
LN_JUB	-0.254410	0.067396	-3.774829	0.0005
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.757453	Mean dependent var	7.810444	
Adjusted R-squared	0.708944	S.D. dependent var	0.622108	
S.E. of regression	0.335625	Akaike info criterion	0.818761	
Sum squared resid	4.505767	Schwarz criterion	1.166239	
Log likelihood	-11.0596	Hannan-Quinn criter.	0.950594	
F-statistic	15.61459	Durbin-Watson stat	0.563330	
Prob(F-statistic)	0,000000			

Dari hasil model regresi tersebut, nilai konstanta dan koefisien variabel independen dapat dituliskan dalam bentuk persamaan sebagai berikut:

$$LN_STOCK = 9.428 + 0.2541 LN_EXRATE - 0.061 FFR - 0.0156 INFLATION - 0.254 LN_JUB$$

Nilai konstanta sebesar 9,428 menunjukkan bahwa apabila seluruh variabel independen diasumsikan bernilai konstan, atau bernilai sama dengan nol, maka nilai variabel indeks harga saham pada negara ASEAN-5 diperkirakan sebesar 9,42%. Koefisien masing masing variabel menunjukkan arah dan besarnya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen, dimana LN_EXRATE memiliki koefisien positif 0,2541 yang berarti setiap kenaikan 1% nilai tukar, akan meningkatkan nilai indeks harga saham pada negara ASEAN-5 sebesar 0,2541%. *Federal Funds Rate* memiliki koefisien - 0,061, maka setiap kenaikan 1% *Federal Funds Rate* akan menurunkan nilai indeks saham pada negara ASEAN-5 sebesar 0,061%. Inflasi memiliki koefisien -0,0156, maka setiap peningkatan 1% Inflasi, akan menurunkan nilai indeks saham pada negara ASEAN-5 sebesar 0,0156%. Jumlah uang beredar memiliki koefisien - 0,254, maka setiap kenaikan satu persen Jumlah uang beredar, maka akan menurunkan nilai indeks saham pada negara ASEAN-5 sebesar 0,25%.

RESEARCH ARTICLE



Gambar 1. Uji Normalitas Histogram

Nilai probabilitas yang didapatkan dari uji normalitas histogram tersebut adalah 0,6786, dimana lebih besar dari nilai signifikansi 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa residual dari variabel yang digunakan dalam model terdistribusi secara normal.

Tabel 4. Uji Multikolinearitas

	LN_EXRATE	FFR	INFLATION	LN_JUB
LN_EXRATE	1	0.1696	-0.0857	0.6268
FFR	0.1696	1	0.0968	0.1232
INFLATION	-0.0857	0.0968	1	0.0492
LN_JUB	0.6268	0.1232	0.0492	1

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas menggunakan matriks korelasi pada tabel tersebut, dapat diketahui bahwa nilai korelasi antar variabel independen yaitu LN_EXRATE, FFR, INFLATION, dan LN_JUB seluruhnya berada di bawah batas umum 0,80, yang merupakan kriteria yang sering digunakan untuk mendeteksi adanya multikolinearitas dalam model regresi. Dapat disimpulkan bahwa model regresi dalam penelitian ini tidak mengalami masalah multikolinearitas.

Tabel 5. Uji Heteroskedastisitas Glejser

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.1152	0.1690	0.6820	0.4991
LN_EXRATE	-0.0068	0.0108	-0.6323	0.5307
FFR	-0.0081	0.0087	-0.9327	0.3565
INFLATION	0.00377	0.0123	0.3065	0.7607
LN_JUB	0.01632	0.0222	0.7324	0.4681

Dari hasil uji heteroskedastisitas glejser yang dilakukan dengan melakukan regresi dengan residual absolut sebagai variabel Dependen, didapatkan nilai probabilitas masing – masing variabel independen diatas nilai signifiikansi 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat indikasi gejala heteroskedastisitas (homoskedastisitas).

Tabel 6. Koefisien Determinasi dan uji F

R-squared	0.757453	Mean dependent var	7.810444
F-statistic	15.61459	Durbin-Watson stat	0.563330
Prob(F-statistic)	0,000000		

RESEARCH ARTICLE

Berdasarkan hasil output regresi tersebut, nilai koefisien determinasi sebesar 0,757453 menunjukkan bahwa sekitar 75,75% variasi variabel dependen dapat dijelaskan secara bersama-sama oleh variabel independen, sedangkan sisanya sebesar 24,25% dijelaskan oleh faktor lain di luar model penelitian. Sementara itu, hasil uji F menunjukkan nilai F hitung sebesar 15,61459, yang lebih besar dari F tabel sebesar 2,58, serta didukung oleh nilai Prob(F-statistic) sebesar 0,000000 yang lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa secara simultan seluruh variabel independen dalam model berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Tabel 7. Uji t (Parsial)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.428402	0.511066	18.448476	0,0000
LN_EXRATE	0.2552922	0.032819	7.7786919	0,0000
FFR	-0.061341	0.026575	-2.308230	0.0262
INFLATION	-0.015688	0.037250	-0.421163	0.6759
LN_JUB	-0.254410	0.067396	-3.774829	0.0005

Berdasarkan hasil uji hipotesis parsial dengan nilai t tabel sebesar 2,58, diketahui bahwa variabel LN_EXRATE memiliki nilai t hitung sebesar 7,778691 yang lebih besar dari t tabel dan nilai probabilitas $0,0000 < 0,05$, sehingga berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen. Variabel FFR memiliki nilai t hitung sebesar -2,308230 yang secara absolut lebih kecil dari t tabel, namun nilai probabilitas $0,0262 < 0,05$ menunjukkan pengaruh negatif yang signifikan pada taraf 5%. Sementara itu, variabel INFLATION memiliki nilai t hitung sebesar -0,421163 yang lebih kecil dari t tabel dan nilai probabilitas $0,6759 > 0,05$, sehingga tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Adapun variabel LN_JUB memiliki nilai t hitung sebesar -3,774829 yang secara absolut lebih besar dari t tabel serta nilai probabilitas $0,0005 < 0,05$, sehingga berpengaruh negatif dan signifikan terhadap variabel dependen.

4.2 Pembahasan

Pengaruh nilai tukar negara ASEAN-5 terhadap indeks saham di kawasan tersebut menunjukkan bahwa koefisien LN_EXRATE yang positif dan signifikan mengindikasikan adanya hubungan yang bermakna antara perubahan nilai tukar dan pergerakan indeks saham ASEAN-5. Kenaikan log nilai tukar, yang biasanya menandakan depresiasi mata uang, diikuti oleh peningkatan indeks saham ketika variabel lain dianggap konstan, dapat dijelaskan melalui kanal perdagangan dan neraca eksternal. Depresiasi mata uang meningkatkan daya saing ekspor dan memperbaiki kinerja perusahaan berorientasi ekspor, sehingga berkontribusi pada penguatan indeks saham sektor terkait. Studi tentang volatilitas nilai tukar di kawasan ASEAN-5 menunjukkan bahwa guncangan nilai tukar domestik dan regional menjadi determinan penting volatilitas, menandakan bahwa pelaku pasar sangat memperhatikan dinamika kurs dalam membentuk ekspektasi terhadap kinerja aset keuangan. Selain itu, volatilitas kurs berpengaruh signifikan terhadap aktivitas ekspor komoditas manufaktur ASEAN-5, menunjukkan bahwa stabilitas nilai tukar menjadi faktor penting bagi kinerja sektor riil dan pasar modal. Meskipun selama tahun 2022–2023 terjadi penguatan dolar AS dan lonjakan volatilitas nilai tukar akibat pengetatan kebijakan moneter AS, pasar saham di negara-negara ASEAN-5 mampu bertahan dan mencatat kinerja positif ketika tekanan nilai tukar mulai mereda. Indeks saham regional seperti MSCI ASEAN mencatat imbal hasil sekitar 11 persen pada 2024 dan meningkat menjadi sekitar 19 persen pada 2025, mencerminkan sentimen investor yang membaik setelah fase turbulensi sebelumnya. Koefisien positif nilai tukar dalam model menunjukkan bahwa pasar saham ASEAN-5 merespons kondisi kurs yang lebih kompetitif dan terkendali sebagai sinyal prospek ekspor yang membaik dan arus modal masuk, sehingga apresiasi indeks saham terjadi ketika depresiasi atau dinamika kurs didukung oleh fundamental eksternal yang kuat. Keterkaitan ini sejalan dengan pandangan bahwa negara-negara ASEAN-5 yang memiliki cadangan devisa memadai dan kerangka kebijakan makroekonomi yang kredibel mampu memanfaatkan fluktuasi nilai tukar untuk mendukung daya saing tanpa menimbulkan ketidakstabilan berlebihan di pasar saham.

RESEARCH ARTICLE

Selanjutnya, pengaruh Federal Funds Rate (FFR) terhadap indeks saham di kawasan ASEAN-5 menunjukkan bahwa koefisien FFR yang negatif dan signifikan mengindikasikan bahwa kenaikan suku bunga acuan Amerika Serikat secara statistik menurunkan indeks saham negara-negara ASEAN-5. Pengetatan moneter oleh The Fed meningkatkan imbal hasil aset berdenominasi dolar dan mempersempit diferensial suku bunga dengan negara berkembang, yang memicu aliran modal keluar dari kawasan tersebut dan menekan pasar saham regional. Empiris menunjukkan bahwa periode kenaikan suku bunga The Fed sering dikaitkan dengan pelemahan pasar keuangan dan meningkatnya premi risiko, terutama bagi negara dengan ketergantungan tinggi terhadap pembiayaan eksternal dan utang berdenominasi dolar. Setelah melakukan pengetatan agresif selama 2022–2023, The Fed mulai memasuki fase pelonggaran dengan pemotongan FFR sebesar 50 basis poin pada September 2024 dan mengisyaratkan pemangkasan lanjutan hingga 2025. Analisis dari lembaga internasional menunjukkan bahwa penurunan suku bunga AS berpotensi menjadi katalis positif bagi kawasan Asia dan Pasifik, termasuk ASEAN-5, karena mendorong arus modal masuk kembali ke aset berisiko dan menurunkan biaya pendanaan global. Perubahan ini tercermin dalam kinerja indeks saham ASEAN yang kembali menunjukkan pertumbuhan positif setelah fase tekanan selama periode pengetatan, sesuai dengan temuan regresi bahwa peningkatan FFR berkorelasi dengan pelemahan indeks saham, sementara penurunan FFR berkaitan dengan pemulihan pasar saham. Oleh karena itu, hubungan negatif antara FFR dan indeks saham ASEAN-5 mencerminkan sensitivitas kawasan terhadap kondisi keuangan global dan menegaskan pentingnya koordinasi kebijakan makroprudensial untuk mengurangi dampak guncangan eksternal. Adapun pengaruh inflasi terhadap indeks saham di kawasan ASEAN-5 menunjukkan bahwa koefisien inflasi yang negatif namun tidak signifikan secara statistik mengindikasikan bahwa perubahan tingkat inflasi tidak memiliki pengaruh langsung yang kuat dalam periode pengamatan.

Ketidaksignifikanan ini dapat diartikan bahwa variabilitas inflasi di kawasan relatif moderat dan terkelola, sehingga tidak menimbulkan revisi besar terhadap ekspektasi arus kas riil maupun premi risiko yang tercermin dalam harga saham. Data regional menunjukkan bahwa rata-rata inflasi ASEAN-5 menurun dari sekitar 4,8 persen pada 2022 menjadi 3,5 persen pada 2023 dan semakin turun ke kisaran 2 persen pada 2024, menandakan normalisasi tekanan harga pasca pandemi dan guncangan harga komoditas. Statistik resmi ASEAN juga menunjukkan tren penurunan inflasi tahunan di sebagian besar negara anggota sejalan dengan kebijakan moneter yang lebih ketat selama 2022–2023. Dalam lingkungan inflasi yang menurun ini, pelaku pasar tampaknya lebih memfokuskan perhatian pada faktor lain seperti pertumbuhan ekonomi, stabilitas nilai tukar, dan kebijakan suku bunga global dalam menilai prospek pasar saham. Beberapa studi di kawasan ASEAN menempatkan inflasi sebagai variabel perantara yang berinteraksi dengan jumlah uang beredar, suku bunga, dan guncangan aktivitas ekonomi, bukan sebagai determinan tunggal kinerja pasar saham. Penelitian terkait respon variabel makro ASEAN terhadap guncangan pandemi menunjukkan bahwa perubahan jumlah uang beredar dan output memiliki pengaruh yang lebih kuat terhadap inflasi dan pengangguran, sedangkan arah kausal utama berasal dari pertumbuhan ekonomi menuju inflasi dan likuiditas. Studi lain mengenai inflasi selama pandemi menemukan bahwa faktor jumlah kasus Covid-19 dan penyesuaian tingkat suku bunga memengaruhi inflasi, sementara variabel moneter tertentu tidak selalu signifikan selama periode krisis. Temuan tersebut mendukung bahwa inflasi di ASEAN-5 selama periode penelitian lebih mencerminkan respon kebijakan dan guncangan permintaan jangka pendek, sehingga variabilitasnya tidak cukup besar atau persisten untuk mempengaruhi pergerakan indeks saham secara signifikan. Terakhir, pengaruh jumlah uang beredar terhadap indeks saham menunjukkan bahwa koefisien LN_JUB yang negatif dan signifikan mengindikasikan bahwa peningkatan jumlah uang beredar berasosiasi dengan penurunan indeks saham ASEAN-5 ketika variabel lain dianggap tetap. Secara teoritis, ekspansi likuiditas yang agresif sering kali merupakan respons terhadap kondisi ekonomi yang melemah atau krisis keuangan, sehingga korelasi negatif ini tidak selalu menunjukkan hubungan kausal langsung bahwa ekspansi moneter menekan harga saham. Penelitian mengenai faktor-faktor yang memengaruhi broad money di negara-negara ASEAN menunjukkan bahwa pertumbuhan uang beredar dipengaruhi oleh PDB, suku bunga, dan inflasi, serta cenderung meningkat dari tahun ke tahun, menegaskan peran kebijakan moneter dalam menjaga keseimbangan antara likuiditas dan stabilitas harga.

RESEARCH ARTICLE

Selama periode pandemi dan pasca pandemi, banyak bank sentral ASEAN-5 melaksanakan kebijakan moneter akomodatif, termasuk pelonggaran suku bunga dan dukungan likuiditas, yang menyebabkan pertumbuhan uang beredar meningkat meskipun aktivitas ekonomi dan indeks saham mengalami tekanan. Laporan regional menunjukkan bahwa bank sentral ASEAN secara agresif menaikkan suku bunga pada 2022 untuk mengendalikan inflasi dan depresiasi kurs, lalu beralih ke sikap yang lebih dovish dan menahan suku bunga pada 2023 ketika tekanan harga mereda dan kebutuhan mendukung pemulihan ekonomi meningkat. Dalam konteks siklus tersebut, pertumbuhan uang beredar yang kuat sering terjadi pada fase ketidakpastian dan perlambatan, sehingga secara statistik berkorelasi negatif dengan kinerja indeks saham, seperti yang tercermin pada koefisien LN_JUB. Ketika memasuki tahun 2024–2025, kombinasi inflasi yang menurun, stabilisasi suku bunga, dan prospek pertumbuhan ASEAN-5 yang diproyeksikan mencapai sekitar 4,3 persen pada 2024 mendukung perbaikan sentimen investor dan penguatan indeks saham, meskipun laju ekspansi uang beredar mulai lebih terkendali.

5. Kesimpulan

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa nilai tukar berpengaruh positif dan signifikan terhadap indeks saham ASEAN-5, selaras dengan literatur terkini yang menekankan pentingnya dinamika kurs dan daya saing ekspor bagi kinerja pasar modal kawasan. Sebaliknya, Federal Funds Rate berpengaruh negatif dan signifikan, merefleksikan sensitivitas indeks saham ASEAN-5 terhadap siklus pengetatan dan pelonggaran kebijakan moneter AS melalui kanal arus modal dan premi risiko. Inflasi berkorelasi negatif namun tidak signifikan, yang konsisten dengan fakta bahwa inflasi ASEAN-5 dalam beberapa tahun terakhir relatif terkendali sehingga tidak menjadi penentu utama pergerakan indeks setelah dikontrol variabel makro lain. Sementara itu, jumlah uang beredar berpengaruh negatif dan signifikan, mencerminkan bahwa episode ekspansi likuiditas yang kuat di negara-negara ASEAN-5 umumnya muncul pada fase tekanan ekonomi dan pasar, sehingga secara statistik berkorelasi dengan pelemahan indeks saham meskipun secara teoritis kebijakan moneter longgar dimaksudkan untuk mendorong pemulihan.

6. Referensi

- Alam, A., Anggraeni, G. T., & Anas, M. (2020). The influence of determining factors on Islamic stock index in Indonesia. *International Journal of Management, Entrepreneurship, Social Science and Humanities (IJMESH)*, 3(1), 1–15.
- Angga Dwi Prasetyo, Andri Soemitra, & Tuti Anggraini. (2025). Analisis pengaruh nilai tukar rupiah, BI-rate, dan suku bunga The Fed terhadap indeks harga saham gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia periode 2020–2024. *Paradoks: Jurnal Ilmu Ekonomi*, 8(3), 360–370. <https://doi.org/10.57178/paradoks.v8i3.1371>.
- Atmanti, H. D. (2017). Kajian teori pemikiran ekonomi mazhab klasik dan relevansinya pada perekonomian Indonesia. *JEB 17 Jurnal Ekonomi & Bisnis*, 2(2), 274–282. <https://core.ac.uk/download/pdf/229336562.pdf>.
- Bahrul, U. M., Didik, S., & Sa'adah, Y. (2018). The effect of inflation, rupiah exchange rate, Bank Indonesia Sharia Certificate, world oil prices, and world gold prices against the prices development of shares in Jakarta Islamic Index. *RJOAS*, 9(September), 132–137.

RESEARCH ARTICLE

- Gaol, T. R. (2023). Pengaruh risiko luar negeri terhadap pasar saham Indonesia menggunakan analisis ARDL. *Jurnal Politeknik Caltex Riau*, 16(1), 90–99.
- Ghozali. (2021). *Aplikasi analisis multivariate edisi 10* (10th ed.). Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ichwanudin, W., Kambara, R., & Sanusi, F. (2023). Testing the Indonesian stock market arbitrage pricing model. 27(01), 86–102.
- Kartowisastro, A. H., & Trihadmini, N. (2024). Pengaruh variabel ekonomi makro dan kebijakan moneter terhadap indeks saham di ASEAN dan negara.
- Mahendra, I. K. R., & Rasmini, N. K. (2019). Reaksi pasar terhadap kenaikan Bank Indonesia 7-Day Reverse Repo Rate tanggal 15 Agustus 2018. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 27, 2066–2099.
- Mallisa, C. S., Timbang, F., & Palullungan, M. (2022). Can the market affect non-government banking returns during COVID-19 pandemic? *The Contrarian: Finance, Accounting, and Business Research*, 1(1), 12–16.
- Marino, W. S., Badriatin, T., & Bintang, I. (2024). Fed Fund Rate: A dominant factor of portfolio flows in Southeast Asia. *Almana: Jurnal Manajemen Dan Bisnis*, 8(1), 102–109. <https://doi.org/10.36555/almana.v8i1.2404>.
- Mubarak, S. K., & Merliana, V. (2025). Pengaruh inflasi, suku bunga dan nilai tukar rupiah terhadap return saham (pada perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2016-2023). *JEMSI (Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi)*, 11(4), 2975–2986.
- Nugraha, D. A., & Lestari, M. (2023). Analisis kredit perbankan studi kasus pada 10 bank terbesar di Indonesia. *Jurnal Riset Manajemen dan Bisnis*, 18(1), 11. <https://doi.org/10.21460/jrmb.2023.181.456>.
- Oktaviani, M. A., & Sari, N. R. (2022). Rupiah terhadap harga saham PT Bank BTPN Syariah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode harga saham 2019–2021. *Reinforce: Journal of Sharia Management*, 1(2), 92–104.
- Orinaldi, M. (2020). Peran e-commerce dalam meningkatkan resiliensi bisnis di era pandemi. *ILTIZAM Journal of Shariah Economics Research*, 4(2), 36. <https://doi.org/10.30631/iltizam.v4i2.594>.
- Pangestuti, D. C., Fadila, A., & Nugraheni, S. (2022). Rupiah exchange rate fluctuations in the US dollar, purchasing power parity theory, and Fisher effect theory testing. *Nominal Barometer Riset Akuntansi dan Manajemen*, 11(1), 79–97. <https://doi.org/10.21831/nominal.v11i1.42982>.
- Pratiwi, D. B., Damayanti, & Haori, M. I. (2021). Pengaruh inflasi, BI rate, dan nilai tukar rupiah terhadap perubahan indeks harga saham sektor consumer goods. *Jurnal Prespektif Bisnis*, 4, 51–63.
- Prihatin, A. (2022). Pengaruh kebijakan moneter terhadap output industri manufaktur Indonesia. 8.5.2017, 2003–2005.
- Primavisanti, D., & Sutanto, A. (2016). Analisis pengaruh tingkat inflasi, tingkat suku bunga, dan nilai tukar terhadap indeks harga saham gabungan (IHSG) di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2013–2015. *Jurnal FOKUS*, 6(September), 121–131.

RESEARCH ARTICLE

- Putri, K. V., Ningsih, R. B., & Rosyetti. (2017). Analisis pengaruh jumlah uang beredar, suku bunga sertifikat Bank Indonesia, dan suku bunga kredit investasi terhadap inflasi di Indonesia. *JOM Fekon*, 4(1), 2017.
- Ramadhani, A. W., & Munandar, A. I. (2017). Determinan kemiskinan anak di Provinsi DKI Jakarta: Susenas 2017. *Jurnal Ekonomi Kuantitatif Terapan*, 111–123.
- Rasam, F., Murti, W., & Sari, A. I. C. (2024). Analisis peran kebijakan kenaikan bunga acuan (Fed Fund Rate) dan tapering off the Federal Reserve USA terhadap investasi di Indonesia. *Journal of Applied Business and Economic (JABE)*, 10(3), 266–278.
- Sahdiah, F. H., & Komara, E. F. (2022). Penggunaan arbitrage pricing theory untuk menganalisis return saham pada perusahaan sub-sektor perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2015–2021. *Reviu Akuntansi, Manajemen dan Bisnis*, 2(1), 1–13.
- Setyawati, E., & Afkar, T. (2024). Pengaruh earning per share, kurs rupiah, dan BI-7 day reverse repo rate terhadap harga saham pada perusahaan ekstraktif di bidang pertambangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2017–2022. *Sustainable Jurnal Akuntansi*, 4(1), 25–43.
- Siregar, E. I. (2019). The impact of political risk and macroeconomics on stock return at Indonesia Stock Exchange (an approach of arbitrage pricing theory). *International Conference on Economics, Management and Accounting*, 2019, 744–772. <https://doi.org/10.18502/kss.v3i26.5412>.
- Sutawijaya, A. (2012). Pengaruh faktor-faktor ekonomi terhadap inflasi di Indonesia. *Jurnal Organisasi dan Manajemen*, 8(2), 85–101. <https://doi.org/10.33830/jom.v8i2.237.2012>.
- Wahbi, A. A., Syahid, S., & Sahrudin, S. (2024). Pengaruh Fed Rate, inflasi, dan indeks Dow Jones terhadap IHSG di Indonesia periode 2022–2023. *Sosio E-Kons*, 16(2), 124. <https://doi.org/10.30998/sosioekons.v16i2.23854>.