

2013年9月2日 全11頁

インドネシアは苦境を脱するのか

利上げは金融市場の安定にポジティブ。危機への耐性は高い

金融調査部 兼 経済調査部
研究員 神尾 篤史
経済調査部
エコノミスト 新田 堯之

[要約]

- 株・債券および通貨のトリプル安が続く中、8月29日、インドネシア中銀は緊急金融政策決定会合を開き、政策金利を50bps引上げ、7.0%とした。
- 今回のトリプル安は、経済成長率の低下、経常赤字に米国の量的緩和縮小観測が重なり、市場が過剰に反応し、資金流出につながったことが要因である。
- 新興国の中ではインドネシアの資金流出規模は大きいですが、政策金利の引上げで相対的にはその規模は小さくなるとみられる。金融市場の安心感につながるだろう。また、市場流動性を絞ることで上昇し続けていたインフレ率の抑制にも寄与すると思われる。
- 利上げで経済成長の鈍化は避けられないが、通貨危機が生じる可能性は低いだろう。アジア通貨危機時と比べ、十分な外貨準備の蓄積やチェンマイ・イニシアティブのような金融セーフティネットの整備が進んだためである。

1. インドネシア中銀による緊急利上げ

株・債券および通貨のトリプル安が続く中、8月29日にインドネシア中銀は緊急の金融政策決定会合を開き、政策金利を50bps引上げ、7.0%にした。その他、翌日物預金ファシリティ金利（FASBI）を50bps引上げ5.25%に、翌日物貸出ファシリティ金利を25bps引上げ7.0%にした（図表1）。

図表1 緊急金融政策決定会合で決定した主な金融政策

- 政策金利の50bps引上げ（6.5%→7.0%）
- 翌日物預金ファシリティ金利（FASBI）の50bps引上げ（4.75%→5.25%）。翌日物貸出ファシリティ金利の25bps引上げ（6.75%→7.0%）

- 中銀債の最低保有期限を6ヶ月から1ヶ月に短縮
- インドネシア中銀と日本銀行の通貨スワップ（120億ドル）の期限延長
- 近いうちに、不動産融資に対する規制の強化

（出所）インドネシア中銀より大和総研作成

おそらく、市場関係者は緊急利上げに対して、インドネシア中銀はようやく決断したか、という感想を持ったのではなかろうか。今まで、8月15日の金融政策決定会合、8月23日の金融市場安定化策は市場の期待を裏切り、一層の株・債券および通貨のトリプル安をもたらしていた。インドネシア中銀が利上げ決断を先送りしてきた背景には、2014年に控えた大統領選挙を意識する政府の景気優先という考え方があると思われる。

この点において、今回のインドネシア中銀の対応は、ある程度の経済減速を受け入れた上で、金融市場の安定を優先したものとしてポジティブに捉えることができる。今回のトリプル安は経済成長率の低下、経常赤字に米国の量的緩和縮小観測が重なり、市場が過剰に反応し、資金流出につながったことが要因である。新興国の中でも特に資金流出の激しい状況は政策金利の引上げによって、相対的に抑制されることになるだろう。上昇を続けていたインフレ率の抑制にも効力を発揮するだろう。また、十分な外貨準備の蓄積とチェンマイ・イニシアティブのような金融セーフティネットの整備によって、アジア通貨危機時よりも危機への耐性は高いことも金融市場安定へのサポート要因となる。

以下では、今回の金融市場の混乱を概観すると同時にその要因について考察する。そして、危機への耐性の高さを示す。

2. 金融市場の混乱

（混乱する金融市場）

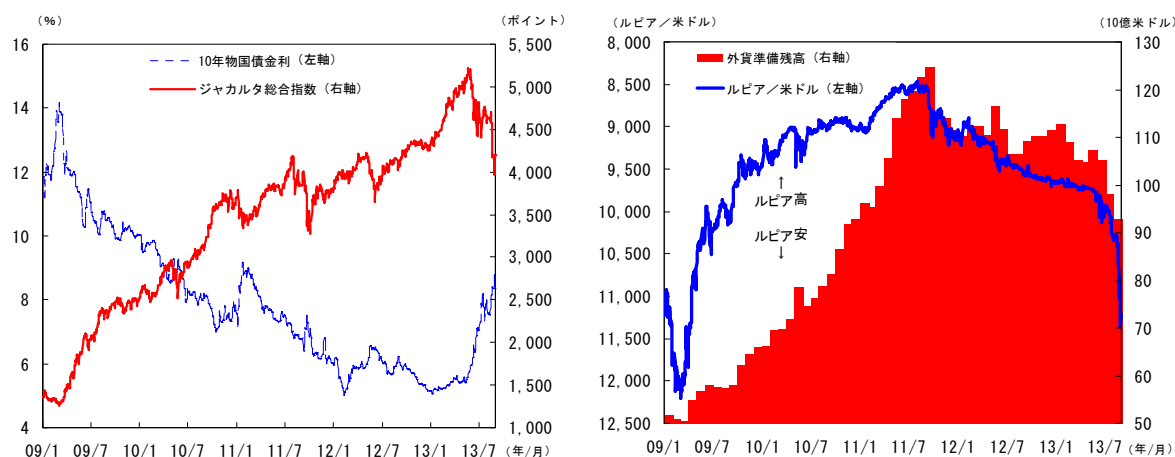
株、債券および通貨がトリプル安となったきっかけは5月22日に行われたバーナンキFRB議長の議会証言である。この中で、バーナンキFRB議長は米国経済の回復傾向が続く場合、今後数回の会合で月間850億米ドル規模に及ぶ国債買い入れを縮小する旨の発言を行った。この結果、市場参加者間でFRBによる資金供給ペースが近いうちに鈍化するとの見方が強まった。この影響は新興国全体に資金流出懸念をもたらし、特にインドネシアのように経常赤字国はその懸念を一層高めることになった。

インドネシアの10年物国債金利は5月22日には5.7%であったが、6月末には7.1%まで上昇した（図表2）。これは米国の量的緩和縮小観測に加え、燃料補助金の削減実施が見込まれるようになり、同時にインフレ率の上昇観測が高まったことも影響したとみられる。その後、7月半ば頃にはいったん落ち着きつつあったものの、8月10日前後から金利は再び上がり始め、8月末には8.35%まで上昇している。

インドネシアを代表する株式指数のジャカルタ総合指数も5月22日を境に急落。その後一進一退の動きを続けてきたが、8月の金融政策決定会合後に再び急落。同月27日にはついに2012年7月24日以来となる4,000ポイントを割り込んだものの、その後持ち直し、8月末時点では4,195.6ポイントまで回復している。外国人投資は、5月、6月、7月と3ヶ月連続で売り越しとなり、6月は統計開始以降、過去最大の売越額となった。

株や債券が売り込まれたこともあって、ルピアも7月頃から急落していたが、さらに8月15日に開催された金融政策決定会合で金利が6.5%で据え置かれたことに対して市場は失望し、その後さらに売り込まれる事態となった。このため8月末時点では、ルピアの対米ドルレートは1米ドル=11,293ルピアとなり、年初から16.3%のルピア安が進行している(図表2)。インドネシア政府当局はルピア安を食い止めようとルピア買いの為替市場介入を実施した模様であり、外貨準備高は7月末時点で926.7億米ドルと2012年末から201.1億米ドル減少したがその効果は限定的であった。

図表2 インドネシアの株価、金利の推移(左)および為替、外貨準備残高の推移(右)



(注) 2013年8月末時点まで

(出所) ブルームバーグより大和総研作成

3. 危機的状況をもたらした要因

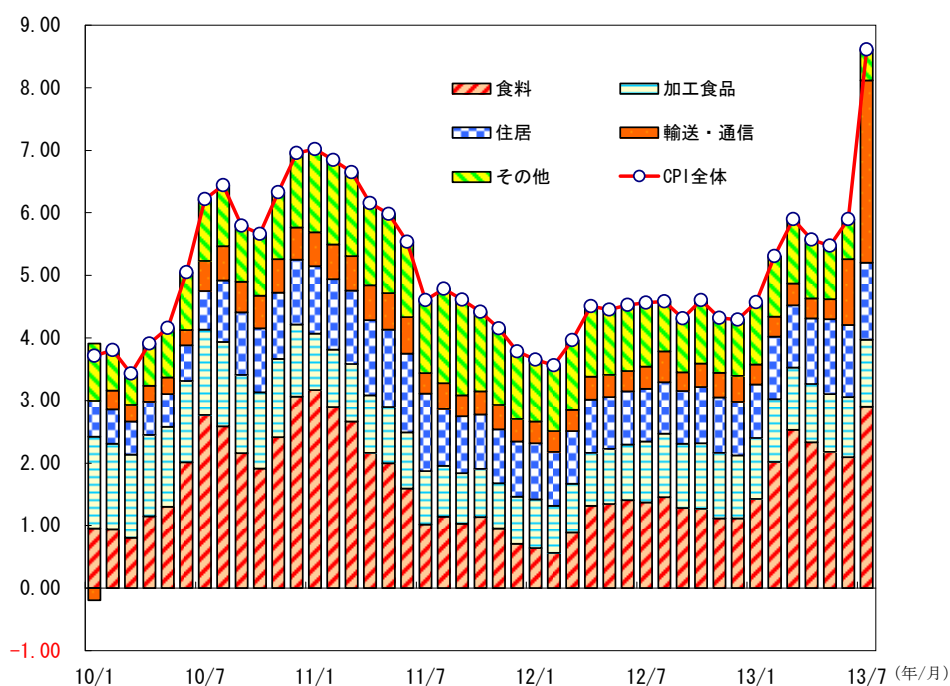
(経済成長率の低下)

2013年4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.8%となり、1-3月期の同+6.0%から減速している。成長率が6%を割り込んだのは2010年7-9月期以来約3年ぶりである。需要項目別に寄与度分解すると、個人消費が同+2.8%pt(1-3月期は同+2.9%pt)、政府支出が同+0.2%pt(同+0.0%pt)、総固定資本形成が同+1.2%pt(同+1.4%pt)、純輸出が同+2.0%pt(同+1.7%pt)、在庫投資が同+0.0%pt(同+0.5%pt)、誤差脱謬が同-0.3%pt(同-0.5%pt)となっている。個人消費および総固定資本形成が鈍化しているが、一方で在庫投資の伸びが縮小していることは今後の生産拡大に対するプラス材料となろう。

もつとも、直近発表された経済統計はインドネシアの経済成長がさらに鈍化する可能性を示している。例えば7月の実質小売売上は前年同月比+10.7%と6月の同+14.9%から上昇幅を大きく縮めている。7月のインフレ率は6月の同+5.9%から同+8.6%に急上昇しており（図表3）、実質賃金を押し下げたことが要因であろう。インドネシアは内需が成長のドライバーであるため、消費の成長鈍化が経済に与える影響は大きい。

インフレ率が急上昇した理由は、ルピア安傾向が続いていることや、6月22日から燃料補助金の削減によってガソリン価格が44.4%、軽油価格が22.2%引き上げられたこと、そしてラマダンの影響（ラマダン明け大祭に向けた食料品需要の増加）が挙げられる。ラマダンは毎年行われるが、今年は昨年よりも10日程度（2012年：7月20日～8月18日、2013年：7月10日～8月7日）早かったことがインフレ率の上昇に寄与した。CPIの内訳を見ると、燃料価格が反映される輸送・通信費が同+15.3%と6月の同+5.5%から大きく加速したことに加えて、食料品も同+14.8%と6月の同+10.7%より伸びを高めている。

図表3 CPIの財・サービス別寄与度（前年同月比、単位：%、%pt）



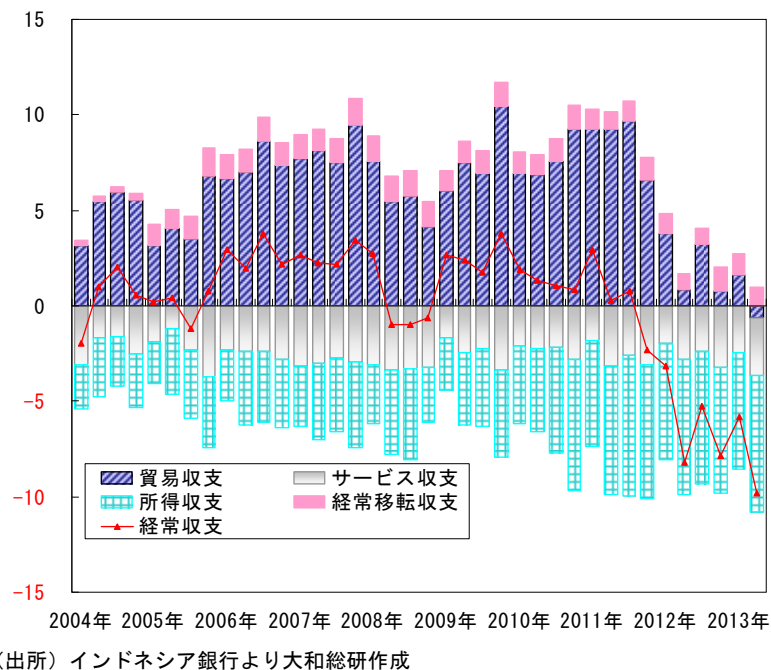
（出所）中央統計局より大和総研作成

（経常赤字には構造的要因が存在）

経常収支は2011年10-12月期以降赤字が続いており、赤字額も2012年4-6月期以降50億米ドル以上を上回る水準が続き、直近の2013年4-6月期には四半期ベースで過去最高となる98.5億米ドルの赤字まで達している（図表4）。その一方で資本収支は、証券投資がときおりマイナス（資金流出）となるものの、直接投資が安定的にプラス（資金流入）となることもあり、多くの場合プラス（資金流入）である。2013年第1四半期は3億米ドルと若干の赤字となったも

の、続く第2四半期は直接投資の流入を主因として、82億米ドルの流入となっている。

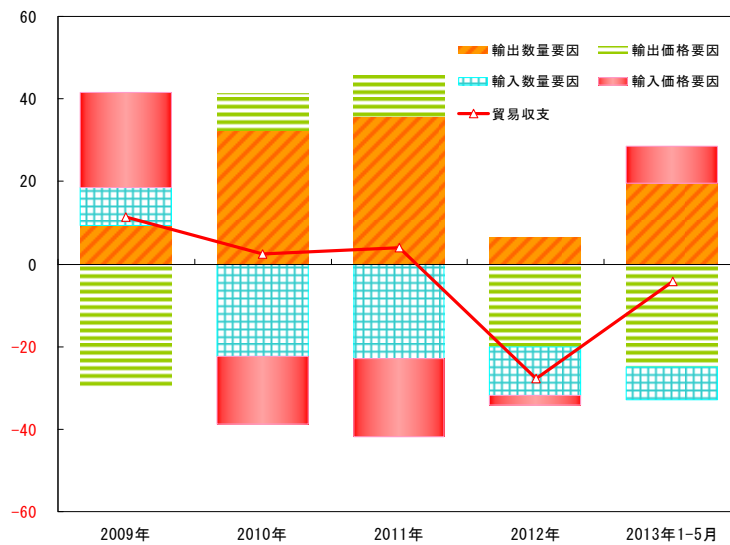
図表4 経常収支の推移（単位：10億米ドル）



経常赤字がこれまでの規模に達した要因として第一に挙げられるのが貿易収支の悪化である。インドネシアは基本的に貿易黒字を保っており、特に2010年10-12月期から2011年7-9月期までの1年間は四半期ベースで100億米ドル近くの黒字が続く状況であった。しかしその後貿易収支は次第に黒字幅を縮小し、ついに2013年4-6月期には6億米ドルと小幅であるものの、赤字に転落することとなった。

貿易赤字となった原因は輸出が減速したことである。図表5は貿易収支の前年からの変化額を①輸出数量要因、②輸出価格要因、③輸入数量要因、④輸入価格要因の4つに要因分解したものである。この図表から、輸出数量要因および輸出価格要因（要するに輸出）が、2011年から2012年にかけて貿易赤字に転落させたことに寄与していることがわかる。特に、輸出価格要因は2013年1-5月の期間でも、前年同期比で貿易収支を悪化させ続けており懸念が大きい。

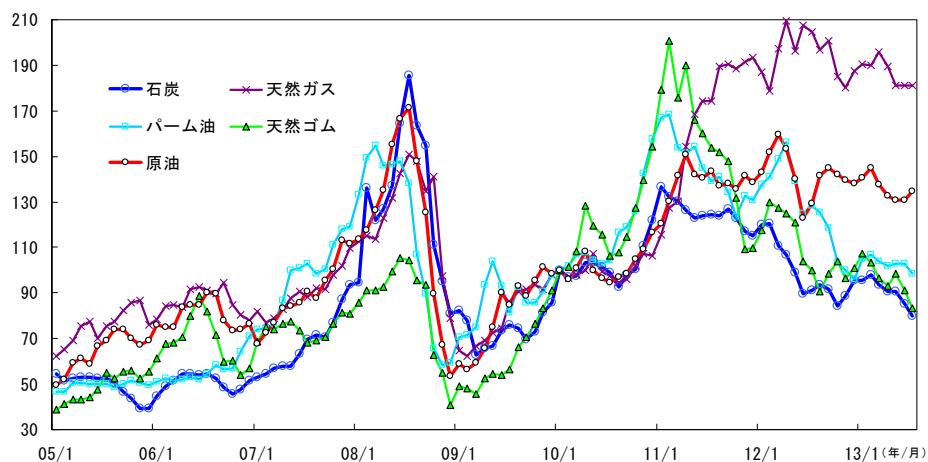
図表5 貿易収支の要因分解（前年差、単位：10億米ドル）



(出所) 中央統計局より大和総研作成

輸出価格が下落した背景には、中国やインドを筆頭に新興国経済が鈍化したことで一部の資源価格が下落し続けている事情が存在する。実際に、2011年12月から2013年7月までのインドネシアの主な輸出品目の国際価格（指標の説明は図表6参照）の変化をみると、原油（▲2.7%）や天然ガス（▲6.1%）はやや下落した一方で、石炭（▲30.7%）、パーム油（▲24.7%）、天然ゴム（▲24.3%）はかなり下落率が大きいことがわかる。このような環境で、原油価格が他の商品価格と比較して高水準となっている現状は、貿易収支の改善にとって大きな逆風である。インドネシアは良質な原油を輸出し続けているものの、経済成長に伴いそれ以上に輸入が増加した結果、2004年以降は純輸入国となった。2013年1-6月期は原油だけで116.2億米ドルの貿易赤字を計上している。

図表6 インドネシアの主要な輸出品の価格の推移（2010年1月=100）



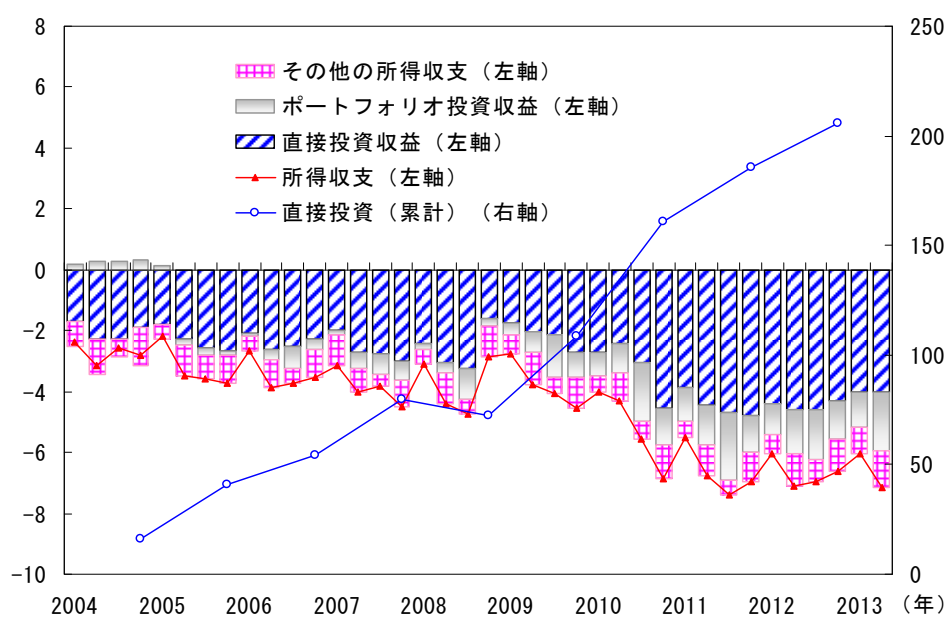
(注) 原油：ドバイ原油価格 天然ガス：インドネシア産 LNG の日本での消費価格 パーム油：マレーシア証券取引所の先物価格 天然ゴム：シンガポール商品取引所の取引価格 石炭：オーストラリア産石炭がニューキャッスルまたはポートケンプラから輸出される価格

(出所) IMF より大和総研作成

貿易赤字化に加えて経常収支を悪化させたのは、所得収支の赤字幅が拡大したことである（図表7）。この背景の一つとしては、インドネシアへの直接投資残高の増加によって、直接投資の収益の支払額が増加したことが考えられる。UNCTAD（国連貿易開発会議）によれば、インドネシアへの直接投資残高は2008年にはリーマン・ショック等の影響で前年比▲9.6%となる722.3億米ドルに落ち込んだものの、その反動で2009年は同+50.6%、2010年も同+47.7%とハイペースで増加した。また、2011年と2012年に関してもそれぞれ同+15.6%、同+10.7%と安定的に増加した結果、2012年のインドネシアの直接投資残高は2009年と比較して3倍近くの規模となる2,056.6億米ドルに達した。そのため四半期ベースで直接投資収益をみると、リーマン・ショックが起きた2008年10-12月期以降、多くの場合20億米ドル台の赤字であったが、2010年10-12月期以降は各四半期で40億米ドル台の赤字で推移している。

ただし、所得収支赤字が拡大していること自体は必ずしも悪い話ではない。直接投資の増加はインドネシアの国内企業が外資系企業から技術や経営ノウハウを学べる機会を増やしていることを意味している。したがって中長期的にみれば、このような状況はインドネシアの経済発展にとってプラスであるといえよう。

図表7 所得収支と直接投資残高の推移（単位：10億米ドル）



（注）直接投資残高は年次、それ以外は四半期ベース

（出所）インドネシア銀行、UNCTAD "World Investment Report 2013"より大和総研作成

（即効性のないインドネシア政府の緊急経済対策）

このような状況の中、インドネシア政府は8月23日に緊急経済対策を発表した。しかし、その中身をみると輸出比率が3割以上の労働集約型産業への減税や投資規制分野の緩和など、中長期的な効果はあるかもしれないが即効性の高い政策は見られない。どの部分が「緊急」経済対策なのか、理解に苦しむところである。報道によれば、今後は緊急経済対策の施行細則が複

数打ち出されるとしているが、対策の大枠が変わらなければ金融市場の動揺を押さえ込むのは困難であろう。

図表 8 政府の緊急経済対策の概要

① 経常赤字改善とルピア相場の安定化
輸出比率3割以上の労働集約型産業への減税 燃料輸入削減のためにバイオディーゼルの促進 高級車等への課税引き上げ 未加工鉱石の輸出規制緩和
② インフレ率抑制
牛肉、園芸作物の輸入規定変更
③ 投資促進
許認可のワンストップ化、簡素化の促進 投資規制分野(ネガティブリスト)改正による規制緩和 パーム油、カカオ、ボーキサイト、ニッケル、銅産業への税制優遇

(出所) NNA より大和総研作成

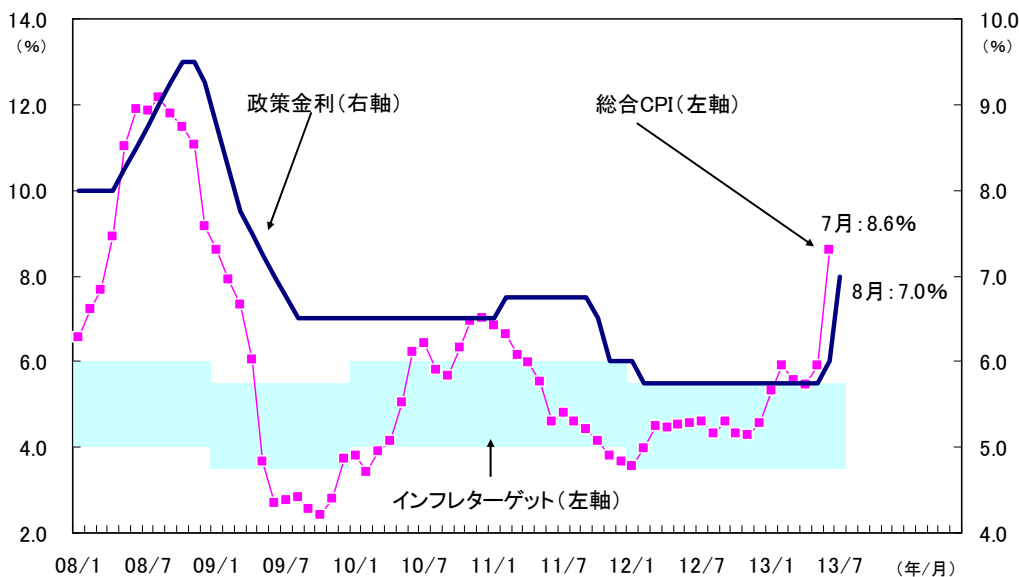
(後手に回ったインドネシア中銀の金融市場安定化策)

ルピアの減価や高いインフレ率に対して、市場の期待する政策金利の引上げを実施できなかったことも株・債券・通貨のトリプル安となった要因である。

これまでインドネシア中銀は政策金利を6月に25bps、7月50bpsと引上げ、6.5%としたものの(図表9)、8月15日の定例の金融政策決定会合では利上げを行わず、商業銀行の流動性準備率(二次準備率)の引上げ(2.5%→4.0%)、預貸率上限の引下げ(100%→92%)、新たな取組みとして中銀預金証書(SDBI)を発行すると表明した。いずれの施策も市場の過剰流動性を吸収し、インフレを抑制することが目的である。しかし、発表後もルピアは増価するどころか、より一層減価傾向を強めた。商業銀行の流動性準備率は20%程度(2012年年末)あるとみられ¹、預貸率は87.2%(2013年6月末)となっている。新たな基準による影響は限定的であり、市場はインフレ抑制に効果はないと判断したためと思われる。

¹ 流動性準備比率は、商業銀行の負債に占める中銀債、国債、超過現金準備等の割合である。この比率の直近の正確な数値は不明だが、分子となる流動性資産の半分以上が中銀債と国債の合計で構成されるとみられ、銀行セクターの保有する中銀債と国債が2012年末(378兆ルピア)から直近の2013年5月(365兆ルピア)にかけての変化が小さいことを考慮すれば、流動性準備比率は2012年末から大きな変化はないと思われる。

図表9 政策金利とインフレ率の推移



(出所) インドネシア中銀、統計局より大和総研作成

この状況を打開するために、8月23日にはインドネシア中銀は金融安定化策を公表した。主な内容は①中銀預金証書の新規発行(8月15日金融政策決定会合で公表済み)、②商業銀行の非居住者からの短期借入及び負債の制限の緩和、③商業銀行から中銀への外貨定期預金(term deposit)の期日拡充、④商業銀行による為替スワップ規制の見直しである。

まず、②はルピア建て資金の外貨への交換の抑制が狙いと思われる。インドネシア中銀は商業銀行に対して、非居住者からの短期借入及び負債(ルピア及び外貨)を自己資本の30%以下にする規制を課している。今回の規制緩和は、短期借入及び負債の算出額から非居住者が直接投資の引き揚げや株式・債券の売却で得たルピア建て資金を除外するもの(銀行口座に預けたままだと、銀行の負債にカウントされる)であり、商業銀行に非居住者のルピア建て資金の滞留を促進させることにつながる。外貨への交換を抑制し、さらには国外への外貨流出を抑制させることができる。

③は外貨の国内での滞留促進の狙いがあると思われる。③の中銀の外貨定期預金は市場参加者によるオークション形式のもので既存のスキームとして7日物、14日物、30日物とあるが、今回の拡充で1日物と最大12ヶ月物が加わる。このスキームは銀行の外貨運用の場であり、外貨の国内での滞留を促進し、外貨の国外流出を回避する。

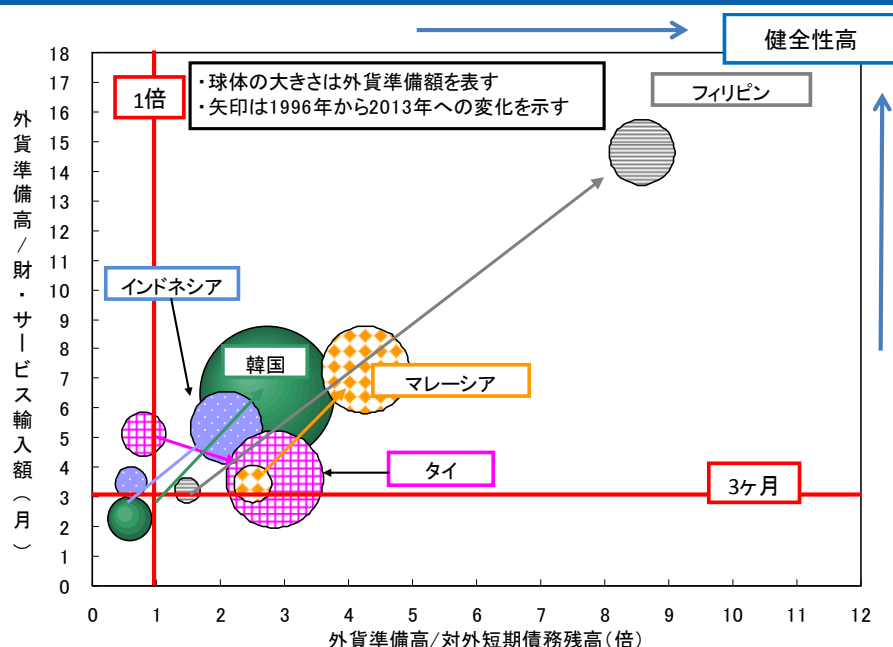
次いで、④は銀行が自由に顧客のスワップ取引を他の銀行やインドネシア中銀と取引することを可能にする。デリバティブ市場の流動性を高める狙いがあると思われる。しかし、これらの施策はインドネシア中銀が簡単に迅速に実施できるものという側面が強く、効果は限定的と市場に判断されたため施策発表後もルピアは減価を続けた。

4. 危機への耐性は高い

ルピアの急激な減価に伴い、市場の一部からは1997年に生じたアジア通貨危機の再現を懸念する声があった。しかし、現在の状況を当時と比べると、外貨準備の積み上がりやチェンマイ・イニシアティブ²のような金融セーフティネットが整備されているため、危機への耐性は高まっており、通貨危機が生じる可能性は低い。

外貨準備は1996年末に193億ドルであったものが、2013年7月には927億ドルと増加している。さらに、財・サービス輸入に対する外貨準備の割合は5.4ヶ月（2013年6月）、短期対外債務残高に対する外貨準備の割合は2.1倍（2013年6月）と、危機への耐性があると判断される目安の3ヶ月、1倍という指標を上回る。なお、このことはASEAN主要国と韓国にも共通することであり、各国ともに危機への耐性は高い（図表10）。

図表10 外貨準備の対外短期債務残高と輸入額に対する割合（1996年と2013年の比較）



(注) 各国ともに外貨準備は2013年7月の数値。財・サービス輸入額は、タイ・フィリピンは2013年第1四半期、インドネシア・マレーシア・韓国は2013年第2四半期の数値。対外短期債務残高は、タイ・マレーシア・フィリピンは2013年第1四半期末、インドネシア・韓国は2013年第2四半期末。

(出所) 世界銀行、IMF、各国中銀より大和総研作成。

また、チェンマイ・イニシアティブを発動すれば、過去のショックによる資本流出に十分に対応できることが分かる。図表11はアジア通貨危機（1997年と1998年）、リーマン・ショック（2008年と2009年）の資本流出額（資本収支から直接投資収支を除いたもの）と、チェンマイ・イニシアティブ関連の2国間通貨スワップ（バイスワップ、総額：126億ドル）と多国間通貨スワップ（CMIM：チェンマイ・イニシアティブマルチ化、インドネシアの最大引出額：227.6億ドル）を示している。ここでの資本流出額は、子会社の設立などの金額が含まれるため危機

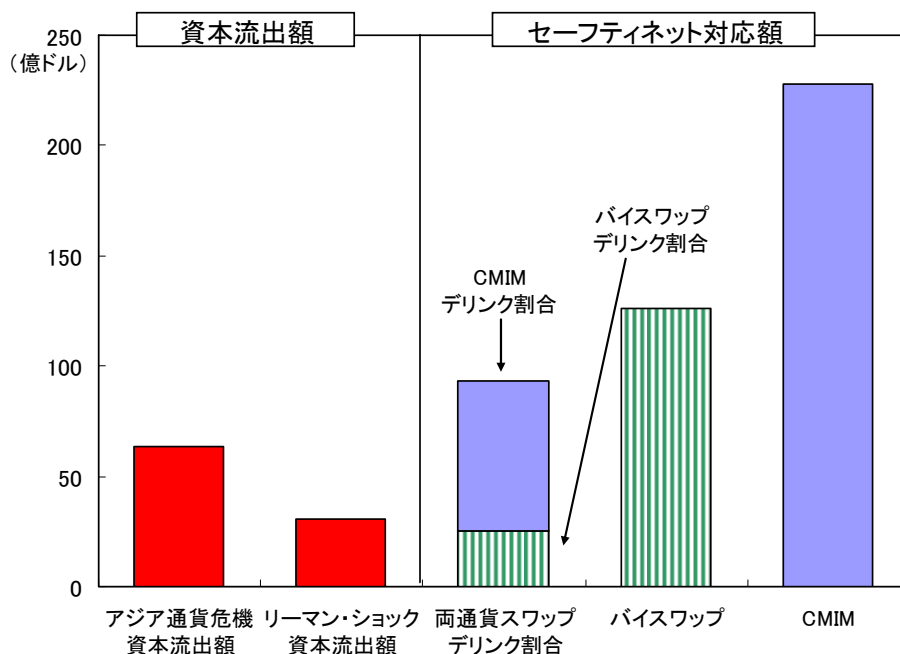
² ASEAN+3の取組みで、アジア通貨危機を教訓に域内の短期流動性問題等へ対応するために、危機国に対して、危機国現地通貨と各国の外貨準備をスワップするスキーム。資金規模は2,400億ドル。

が生じても急激に資金が流出しないという直接投資の性質を考慮し、資本収支から直接投資収支を除いたものとした。なお、チェンマイ・イニシアティブを100%発動するには、IMFプログラムの発動が必要になるため、インドネシアをはじめとする ASEAN 諸国と韓国はその発動に慎重になると予想される。アジア通貨危機時に IMF 支援を受けるための融資条件（コンディショナリティ）の厳しきの記憶から生じた IMF へのスティグマ（悪感情）があるためだ。ただし、チェンマイ・イニシアティブ関連のバイスワップと CMIM には、IMFプログラムの発動する必要のない範囲（IMF デリンク割合）があり、その割合はバイスワップで20%、CMIMで30%と設定されている。

図表 11 に戻り、チェンマイ・イニシアティブの発動で資本流出に対応できるかを計ると、アジア通貨危機の資本流出額は 62.2 億ドル、リーマン・ショックは 30.3 億ドルであり、バイスワップと CMIM の合計額は 353.6 億ドルと通貨危機が発生しても十分に対応可能である。また、両スワップの IMF デリンク割合の合計額は 93.5 億ドルあり、IMFプログラムの発動なしでも資本流出に対応可能である。

インドネシアは、政策金利の引上げで経済成長の鈍化は避けられないが、十分な外貨準備の蓄積とチェンマイ・イニシアティブのような金融セーフティネットの整備によって通貨危機に陥る可能性は低いと思われる。

図表 11 インドネシアの危機時の資本流出額と金融セーフティネット対応額



(出所) IMF、インドネシア中銀、日本財務省より大和総研作成。

(以上)