

# インドネシアの経済リスク検証

## ルピア安を巡る不安に答える

アジア調査部主任研究員

菊池しのぶ

03-3591-1427

shinobu.kikuchi@mizuho-ri.co.jp

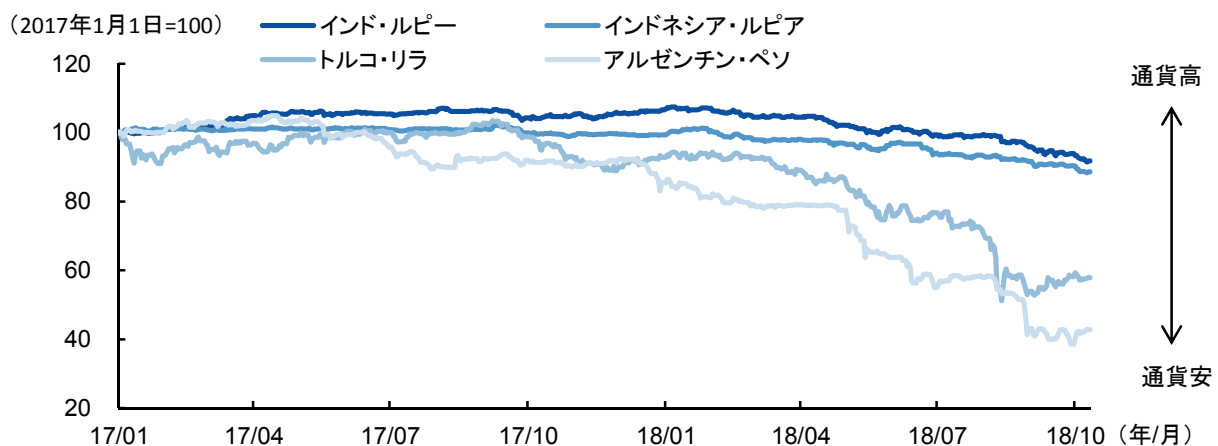
- 一部新興国の通貨が急落したことを背景にインドネシアへの関心が高まる中、その経済リスクについて検証すると、まず経常収支は緩やかな悪化傾向にあるが他国対比・過去水準対比で大きくない
- また、対外債務の規模は他国対比大きくなく、対外債務における通貨・期間のミスマッチは解消されている。外貨準備も近年徐々に積み上がっており、適正水準を上回っている
- 景気の安定、インフレ抑制と財政健全化を同時に実現しており、重大な経済リスク要因は見当たらない。ただし資本流出を誘発するようなポピュリスト的な政策の発現等に留意しておく必要がある

### 1. はじめに

2018年8月以降、トルコ、アルゼンチン等の新興国通貨が急落するなか、アジア通貨も下落している(図表1)。特にインド、インドネシア等の経常収支赤字国における通貨の下落が目立っており、インドネシア・ルピアはアジア通貨危機以来の水準に下落している。

1997年のアジア通貨危機で、インドネシアの通貨ルピアは大幅下落し、また1998年の成長率は前年比▲13%に落ち込むなど大きな影響を受けた。また2013年のテーパー・タントラムでは、ブラジル・インドネシア・インド・ロシア・南アフリカの5カ国のうちの1カ国とされるなど、新興国に対するリスクオフの動きが強まる局面では、インドネシアはしばしば高リスク国の1つとみなされてきた。

図表1 為替レート



(注)1. 直近の数値は2018年10月11日のもの。

2. 対米ドルレート

(資料)Bloombergより、みずほ総合研究所作成

こうした特徴に加え、インドネシアの金融市場は新興国のなかでは比較的規模が大きいこと、また日本企業の投資も多いことから、新興国に対するリスクオフの局面で通貨安が進むと、その背景にはインドネシアが経済上の重大なリスクを抱えていることがあるのではないかと警戒感が高まりやすい。実際に、これらの観点から、筆者にも「インドネシアは大丈夫か？」といったいくつかの問い合わせをいただいている。以上の現状認識に立ち、本稿では、インドネシア経済に重大なリスクがないかどうかを検討したい。

## 2. リスク要因の検討

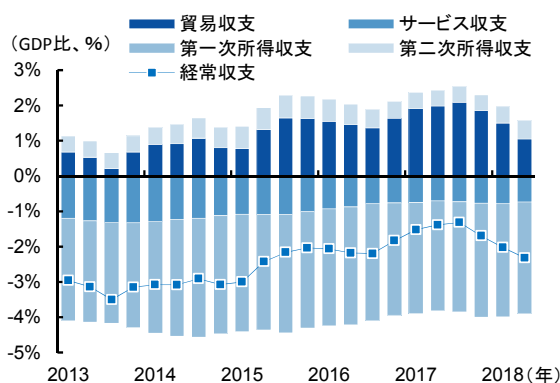
### (1) 経常収支：緩やかな悪化傾向にあるものの、他国対比、過去水準との対比で大きくはない

経常収支赤字は、2018年4～6月期には、名目GDP比2.3%となっており（図表2）、通貨の急落に見舞われているアルゼンチン（2017年の経常収支赤字は、名目GDP比4.9%）、トルコ（同5.5%）に比べると規模は大きくない。また、テーパー・タントラムの発生した2013年時点のインドネシアの経常収支赤字は名目GDP比3.2%であり、過去の水準と比較しても、規模が大きいわけではない。ただし、2017年頃から、インドネシアの景気が投資を中心に回復してきたことを背景に、経常収支赤字は緩やかに拡大している。

後述のとおり、景気の過熱感はなく経常収支赤字の拡大が景気の過熱を反映したものとは考えにくい。経常収支赤字がルピア安を加速させることを警戒し、政府および中銀は2018年に入ってからいくつかの経常収支・通貨安抑制のための政策を打ち出している（図表3）。例えば中銀は、2018年5月以降、経常収支の抑制と通貨防衛のため、4回にわたり合計1.5%PTの利上げを継続的に実施しており、追加利上げの可能性もある。また、政府は9月初めに自動車や消費財など1,000品目の輸入にかかる税金を引き上げるなど輸入抑制策も実施している。こうした政策対応の効果が徐々に発現していくなかで、経常収支が今後さらに拡大していく状況は抑えられるだろう。

もっとも、1997年のアジア通貨危機時のインドネシアの経常収支赤字は名目GDP比▲2%台で、現在同様それほど大きな規模ではなかった。しかし当時は、対外債務の大きさとその通貨・期間のダブルミスマッチが引き金となって、通貨危機に陥り大きな経済的な打撃を受けた。そこで、次に対外債務についてみていきたい。

図表2 経常収支（対名目GDP比）



(注)後方4四半期移動平均。

(資料)インドネシア中央統計局、インドネシア中央銀行より、みずほ総合研究所作成

図表3 主なルピア安対策

金融政策	・2018年5～9月に合計1.5%PTの利上げ
輸入抑制策	・自動車や消費財などの輸入に対する課税 ・輸入依存度の高いインフラ整備事業を延期 ・石油輸入を減らすため、バイオ燃料の利用拡大
外貨取引に関するルール、新しい金融商品整備	・金利スワップなどのツールの拡大 ・国内NDF市場の創設予定 ・輸出業者に対し、稼いだ外貨の半分を国内に留め置き、ルピアに換金することを義務付けることを計画

(注)今後実施予定の政策も含む。

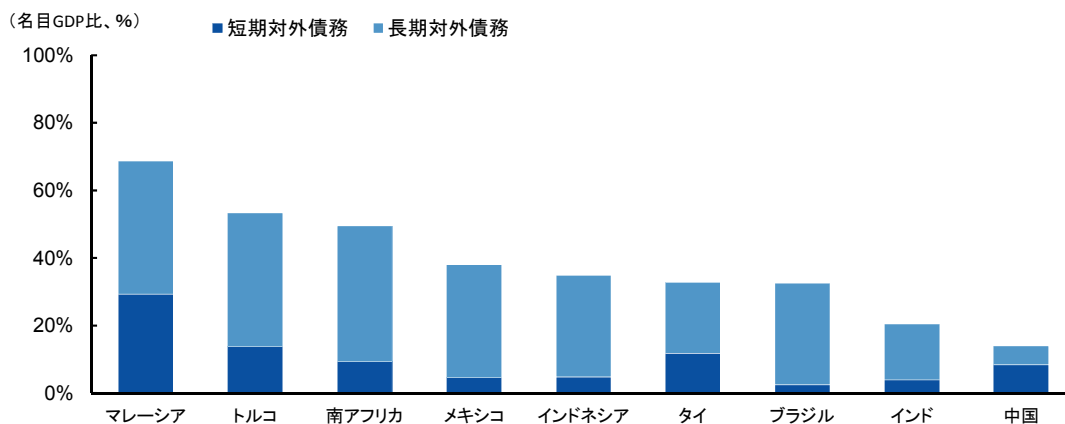
(資料)Bloombergの記事等参考にみずほ総合研究所作成

## (2) 対外債務：規模は他国対比大きくなく、また通貨・期間のミスマッチへの対応が進む

対外債務の規模の面から確認すると、2016年時点のインドネシアの対外債務は名目GDP比で約35%であり、マレーシアやトルコ、南アフリカなどと比べて規模は大きくはない(図表4)。またアジア通貨危機時(2017年、名目GDP比61%)と比べると半分程度の規模に抑えられている。

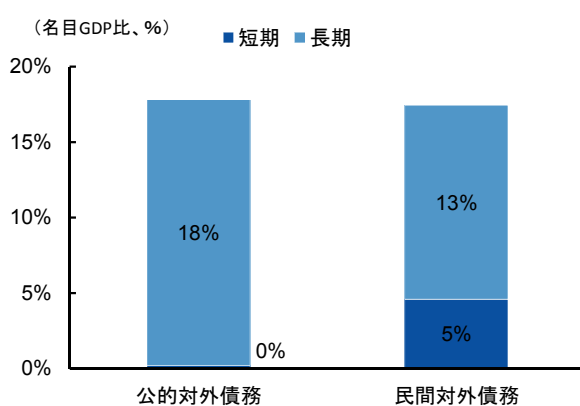
次に直近の数値を使いながら、公的部門と民間部門に分けて、長短の比率やその流動性の有無等について詳細をみると、通貨安に対する耐性はある程度備えていると判断される。まず、2018年7月末時点の公的対外債務は名目GDP比17.8%だが、そのうち短期対外債務(満期が1年以内の債務)はGDP比0.2%程度と少なく、公的対外債務の大部分は長期対外債務(名目GDP比17.6%)である(図表5)。また、同時期の民間対外債務は、公的対外債務と同程度の規模の名目GDP比17.4%であるが、そのうち短期対外債務はGDP比4.6%とある程度の割合を占めている。ただし、2014年にインドネシア中央銀行は、短期対外債務の25%以上をヘッジすることや、短期対外債務に対して少なくとも70%以上の対外資産を保有することを義務付けるなどの規制(No. 16/21/PBI/2014)を発表した。この規制に基づき、企業の短期対外債務のヘッジ、流動性確保に向けた取り組みが進んでおり、2017年10~12月期時点で、9割程度の企業がこの規制を順守している(図表6)。

図表4 主な新興国における対外債務(短期、長期)のGDP比



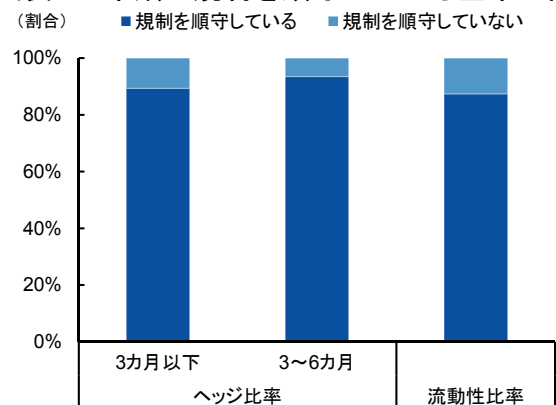
(注)対外債務は2017年12月、名目GDPは2017年の値。  
(資料)各国統計より、みずほ総合研究所作成

図表5 公的、民間対外債務の内訳



(注)2018年7月末の数値。  
(資料)インドネシア中央銀行より、みずほ総合研究所作成

図表6 中銀の規制を順守している企業の割合



(注)企業数は2,691社。  
(資料)インドネシア中央銀行より、みずほ総合研究所作成

このように、民間の短期対外債務はGDP比5%程度とある程度の規模ではあるものの、その大部分は規制に基づきヘッジされており、また流動性も確保されていることから、自国通貨安に対する脆弱性はそれほど大きくないと考えられる。

### (3) 外貨準備：適正水準を上回る

インドネシアの外貨準備は近年徐々に積み上がっており、他国対比でも、必要とされる基準額対比でも十分だと判断できる。

IMFが発表する適正外貨準備額との対比でみると、インドネシアの外貨準備高は2016年末時点で1,164億ドルあり、適正外貨準備対比120%超の外貨準備を有している。IMFは目安として、この比率が100~150%の間に収まるよう外貨準備を維持することを推奨しており、インドネシアの外貨準備は、この範囲内に収まっている(図表7)。

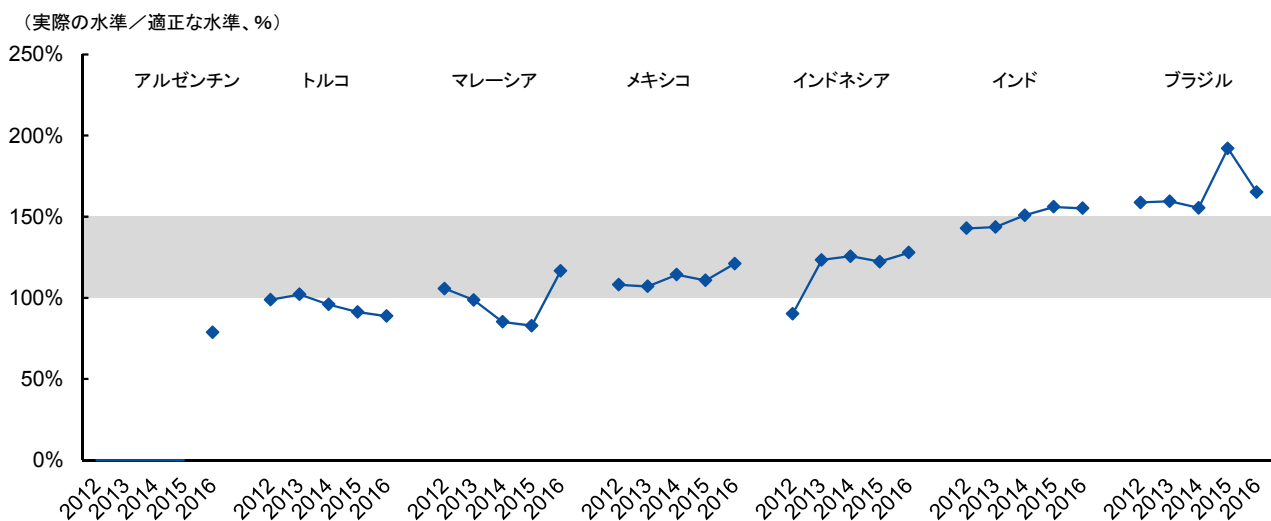
直近の2018年8月末時点でも、外貨準備額は1,179億ドルであり、輸入(2017年9月~2018年8月の1年間の平均値:約151億ドル)の約7.8カ月分と、必要な目安とされる3カ月分を上回る。また、短期対外債務(2017年12月末時点の値:約483億ドル)に対しては2.4倍であり、少なくとも短期対外債務と同程度の外貨準備を保有すべきとするキドッチ・ルールに基づく、短期対外債務の1倍という基準も大きく上回っている。

### (4) 景気：過熱感なく安定

インドネシアの景気に過熱感は窺われず、安定を維持している。

まず、実質GDP成長率の年間の推移をみると、個人消費の伸びが安定して成長を下支えしており、また足元では総固定資本形成の伸びの高まりが小幅に押し上げている(図表8)。四半期の推移をみると、直近の2018年4~6月期においては、個人消費や政府消費の伸びが小幅に加速し、前年比+5.3%と、前期の同+5.1%からは伸びが緩やかに高まっている(図表9)。景気は回復基調にあるが成長率は前年比+5%台前半で推移しており、テーパー・タントラム前のように同+6%前後までには高まっていない。

図表7 主な新興国における外貨準備高の対適正水準額



(注)1. 「適正な水準」は、①過去1年の輸出額(10%)、②M2(10%)、③短期対外債務(30%)、④その他(証券投資)負債(20%)に、IMFが示した( )内のウェイトを乗じて算出された水準。

2. 網掛け部分は、IMFが維持することを奨励している外貨準備高の対適正水準額比率(100~150%)。

(資料)IMFより、みずほ総合研究所作成

国際的な原油価格が上昇しているにもかかわらず、インフレ率はターゲットの範囲内で安定的に推移している（図表10）。この背景には、政府の補助金政策の影響がある。インドネシアでは、スカルノ政権期から、燃料を供給する石油会社プルタミナ社に対して補助金を付与し、一部燃料（補助金付き燃料）の小売価格を低く抑える政策がとられてきた。この政策は原油価格上昇やルピアの下落に伴い財政を圧迫し、インドネシアが必要とするインフラ投資への予算配分を制約するほか過度な燃料の消費につながり経常収支が悪化するといった弊害をもたらすため、ジョコ大統領は就任後の2014年に補助金を事実上撤廃した。しかし、2018年以降のルピアの対米ドルレート下落、原油相場の上昇を受け、燃料価格の上昇によるインフレの加速を避けるため、2018年3月に補助金付き燃料の価格を維持し、補助金なし燃料価格を引き上げる前には政府に対する事前の承認を必要とする方向に政策が転換された。この政策の転換を背景に、足元で原油価格上昇やルピアが下落しているにもかかわらずインフレが安定推移していると考えられる。

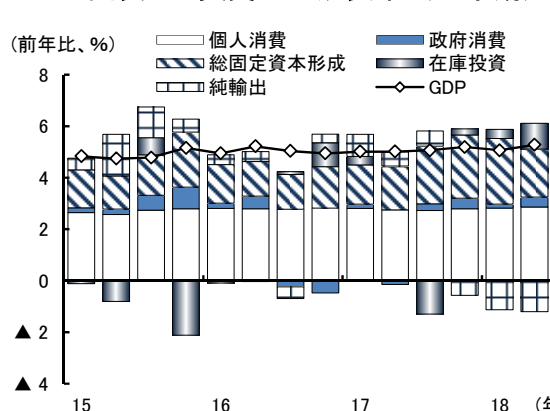
このように補助金政策の転換がはかられたものの、足元で財政収支は悪化していない。直近の2018年7月時点の燃料補助金の支出額は約40兆ルピアで、補助金撤廃前の2014年7月における約140兆ルピアの30%未満にとどまるなど、政策は転換したものの歳出を大幅に拡大させる事態には陥っていない。また、歳入基盤も強化されている。税務申告の電子化などによる効率化、組織や人材育成などによる

図表 8 実質 GDP 成長率（年）



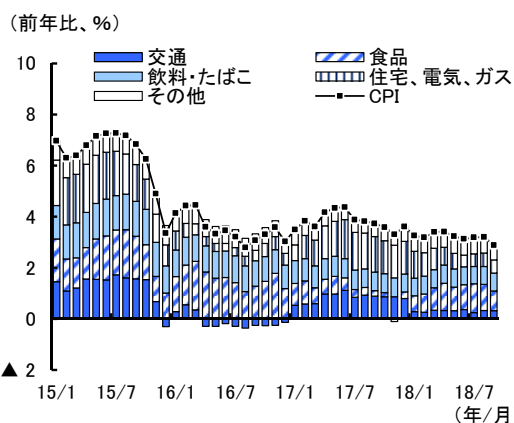
(注) 統計上の不突合により、寄与度の合計と成長率は一致しない。  
(資料) インドネシア中央統計局より、みずほ総合研究所作成

図表 9 実質 GDP 成長率（四半期）



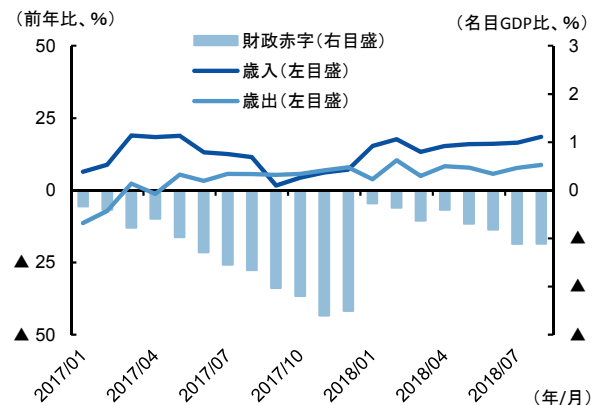
(注) 統計上の不突合により、寄与度の合計と成長率は一致しない。  
(資料) インドネシア中央統計局より、みずほ総合研究所作成

図表 10 消費者物価指数



(資料) インドネシア中央統計局より、みずほ総合研究所作成

図表 11 財政収支



(注) 財政赤字、歳入、歳出、いずれも累計値。  
(資料) インドネシア財務省より、みずほ総合研究所作成

サービス向上等、税収強化に向けた取り組みが進められているとともに、足元の原油価格の上昇を受けて、資源関連の歳入も増加しており、2018年8月の歳入は、前年同期比+18%以上も増加した。こうした状況を背景に、2018年8月時点で財政赤字はGDPの1.1%と、前年同期の1.7%から縮小している（図表11）。

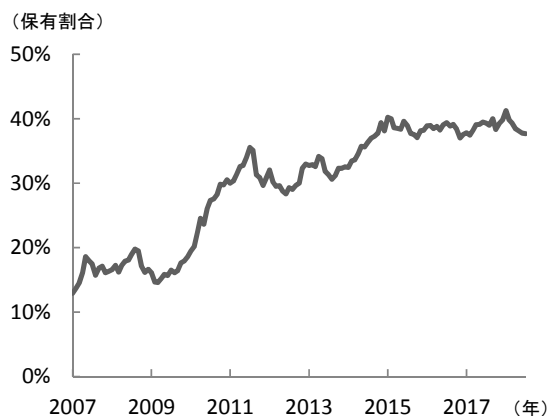
なお、2018年9月末に発生した中スラウェシ州における地震・津波による死者は2,000人超にのぼると言われており、甚大な被害をもたらしたが、インドネシア全体の経済成長に与える影響は比較的軽微なものとなるとみている。2004年12月に発生したスマトラ沖地震では、死者は13万人超にのぼり、アチェ州の州都バンダ・アチェが壊滅的な被害を受けた。しかし、当時インドネシア全体の経済成長に与えた影響は軽微であった。アチェ州の実質GRPは、2005年に前年比▲10%超と大きく減少したものの、インドネシア全体の成長率を▲0.3%低下させる程度にとどまった。現時点の中スラウェシ州のGRPは、インドネシアのGDPの0.01%程度で、これは2004年におけるアチェ州のGRPがインドネシアのGDPに占めていた割合と同程度である。今回の中スラウェシ州における被害の規模は、スマトラ沖ほど大きくないと考えられることを踏まえると、経済成長率自体に与える影響は軽微なものにとどまるのではないかと考えられる。

### 3. おわりに

以上みてきたとおり、インドネシアにおいて、重大な経済上のリスク要因は見当たらない。ただし、国債の外国人保有割合は4割程度と周辺国対比高く（図表12）、グローバルなリスクオフの局面では、資本流出・通貨安を誘発しやすい構造であることには留意が必要だ。この構造を踏まえると、インドネシアの政策当局には、グローバルな投資家の監視の目を意識した政策対応が求められよう。

こうした点から、前述のとおり、中銀による予防的な利上げが既に実施されており、また経常収支赤字の抑制策を矢継ぎ早に発表するなど、早期に対策が打たれている点は評価できる。ただし、インドネシアでは2019年4月に5年に1度の大統領・議会選挙が控えている。仮に今後ジョコ大統領が再選をかけて、人気取りのためのばらまき政策に走り、経常収支のさらなる悪化が危惧される状況になれば、市場からは否定的な評価を受ける恐れがある。今後、選挙戦に向けた各候補の動きが激しくなってくることが予想されるなか、その動向には十分に留意する必要があるだろう。

図表 12 国債の外国人保有割合



(資料)インドネシア財務省より、みずほ総合研究所作成

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。