



インドネシア経済の現状

～資金流出リスクを分析して～

竹 山 淑 乃

公益財団法人 国際通貨研究所 開発経済調査部 研究員

はじめに

インドネシアの経済は緩やかな拡大基調が続き、対外的なショックに対する耐性も高まってきたことから、国債の格付けは投資適格の評価を得るに至っている。しかし、米国の金融引締め政策や米中間の貿易問題による国際金融市場の不安定化をうけて、インドネシア・ルピア（以下、ルピア）の対ドル相場は下落基調にあり、国外の投資家による資金引揚げのおそれも指摘されている。

本稿では、インドネシアの足元の経済動向を概観するとともに、今後の自国通貨の下落リスクや資金流出リスクについて検証していきたい。

1. 経済概況：経済成長と財政

(1) 足元の経済成長は緩やかな拡大基調

インドネシアの経済成長率は、ここ5年間5%前後で堅調に推移している（図表1）。成長の中身をみると、個人消費を中心に内需拡大が進むと同時に、海外からの直接投資が増加しており、設備投資（総固定資本形成）も順調に拡大している。

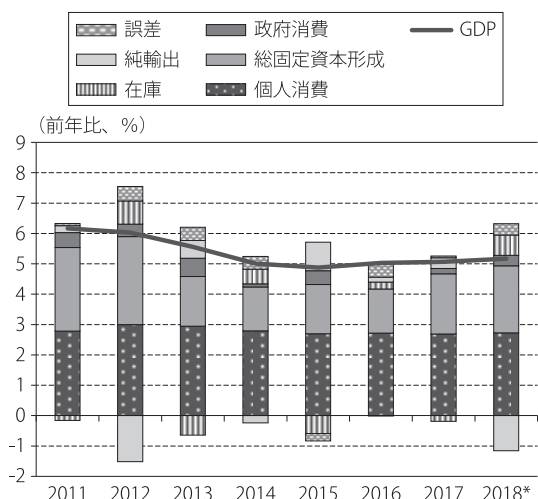
継続的な最低賃金の上昇や人口増加に支えられた個人消費の拡大に加え、2019年の大統領選挙に関連した政府支出の増加により、インドネシア政府は、2018年の経済成長率の目標を5.4%としていた。しかし、同年後半から、ドル相場に対する自国通貨安を回避するための金融引締め政策（詳細後述）の影響を受けて個人消費が伸び悩み始め、また、過去2回（2009年、2014年）の大統領選挙の前半と同様に企業

が投資を控え始めている。政府は、2018年の経済成長率は、当初の目標を達成することは難しく、5.2%で着地すると見込んでいる。

インドネシアはここ1年の間に格付け機関からの評価が改善しており（詳細後述）、今後も基本的に経済は拡大基調を続けるだろう。しかし、短期的には同国金融市場の安定化を優先し、景気刺激策を抑制しなければならないため、一時的に経済成長は小幅に減速するだろう。

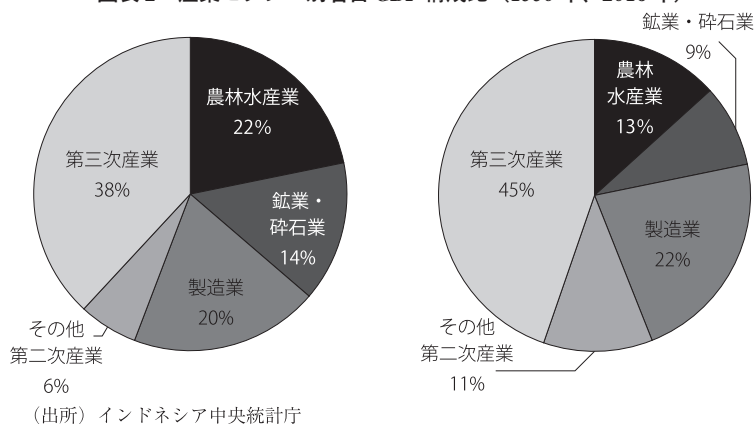
インドネシアの主要産業は、1990年代までは農林水産業や鉱業・砕石業であったが、2000年代に入ると製造業に移行し、近年は商業、運輸・通信業ならびに金融・サービス業等の第3次産業が拡大している（図表2）。また、堅調な経済成長をうけて、一人当たりGDPは4000ドル近くに到達している。こうしたなか同国政府は、開発途上国への政府開発援助

図表1 実質 GDP 成長率の推移



（出所）インドネシア中銀 注：2018年は第3Qまで

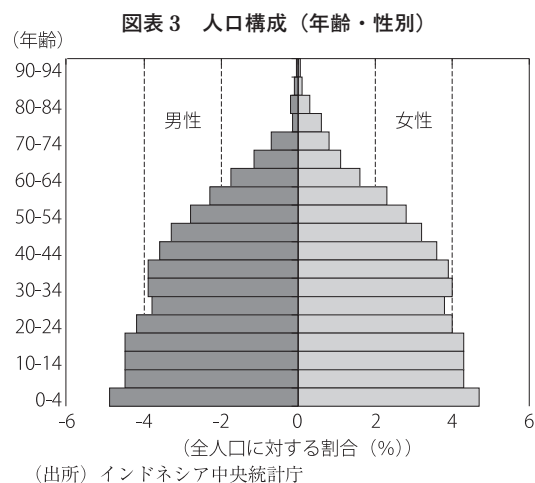
図表2 産業セクター別名目 GDP 構成比 (1990 年、2016 年)



(ODA) を本格的に開始すると発表した。2018 年 2 月に開発援助機関 (予算 7000 万ドル) を設立し、G20 の一ヵ国としてイスラム圏諸国を中心に支援を進めていく予定である。また、インドネシアは 2030 年まで人口ボーナス期が続き、経済成長に対して人口動態の面から追い風が吹いていることも特筆できる (図表 3)。同国は現在、世界第 17 位の GDP 規模を有しているが、ジョコウィ大統領は 2030 年に世界 10 位以内に入ることを目標に掲げている⁽¹⁾。

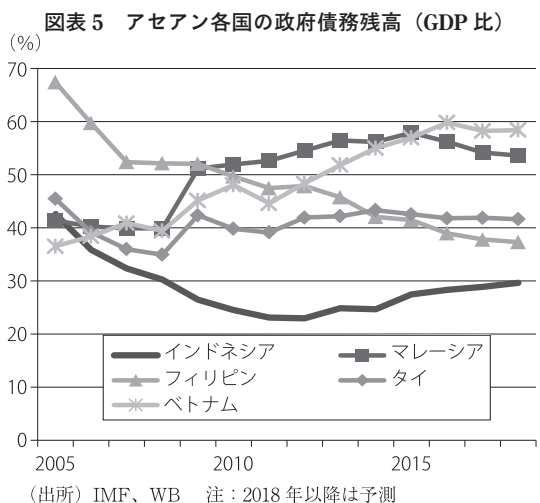
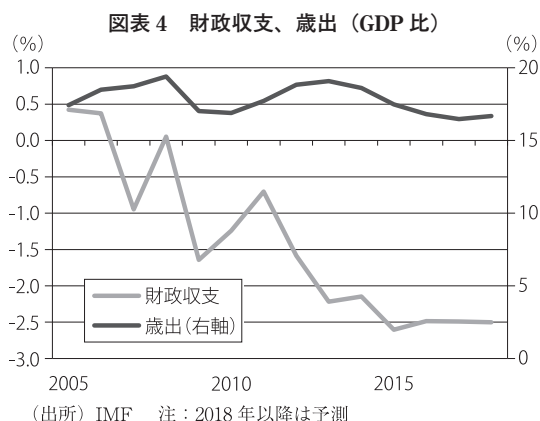
(2) 財政健全化に向けた改革を推進中

インドネシアの財政収支は赤字が恒常化しているが、国家財政法の規定に基づき、その規模は GDP 比 3% 以内に抑えられている (図表 4)。このため、政府債務残高の GDP 比は 20% 台と他のアセアン諸国に比べて低い水準にとどまり、財政破綻に陥る可能性は低い (図表 5)。



引続き厳格な財政管理の必要があるものの、インドネシアの持続可能な経済成長のためにはインフラ整備の支出が避けられず、歳出の削減は難しい。また、国際市場における原油価格の上昇に伴い、撤廃していた燃料補助金を復活させることに加え、2019 年の大統領選挙に伴う支出も発生するため、当面の歳出増加は不可避であろう。

一方、歳入は GDP 比で 10% 台と他のアセアン諸国に比べて低い水準にあり、政府はその 8 割を占める税収の改革を進めている (図表 6)。税務当局は、2016 年半ばから導入された租税特赦 (Tax Amnesty) 措置⁽²⁾を通じて納税制度を整備しており、2017 年までに高額所得者



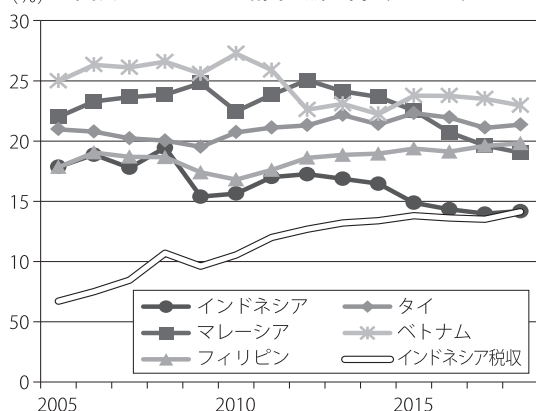
の未申告の資産を把握した。2017年時点では免税または低減税率が適用されたため、中期歳入戦略（MTRS）で定めた税収目標額の確保には至っていない。ただし、2022年までに各種税率の引上げや徴税方法の改善に向けた法整備等が進められる予定であり、その実効性が注目される（図表7）。

2. 経済概況: 対外バランスと為替相場

(1) 経常赤字が続くなかで国外からの証券投資が拡大

インドネシアは2012年以降、内需拡大による輸入増加と、資源価格低迷に伴うパーム油を含む一次産品の輸出減少により、貿易黒字が縮小し、経常収支が赤字に転落した（図表8）。加えて、近年、インドネシアに進出した海外企業の本社への利益送金により、第一次所得収支の赤字も拡大し、経常赤字はGDP比2.0%前後の水準が続いている。2018年は資源

図表6 アセアン諸国の歳入高（GDP比）



（出所）IMF 注：2018年以降は予測

図表7 財政政策 2022年までの財政への影響

財政政策方針		対GDP比
歳入全体	VAT付加価値税	3%
	物品税	1%
	法人税	0.5%
	個人所得税	0.3%
	不動産税	0.2%
	歳入全体	2.7%
歳出全体	インフラ整備	1.3%
	教育	0.8%
	健康	0.6%
	社会保障	0.1%
	その他	-0.1%
	歳出全体	-0.1%

（出所）IMF

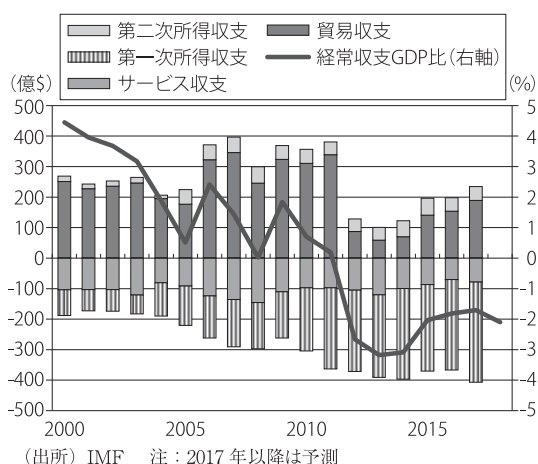
価格の回復により輸出が増加する一方で、引き続き輸入と第一次所得収支の赤字が増加し、経常赤字は拡大する見込みである。

このように経常赤字が続くなかで、金融収支の赤字（インドネシアへの海外からの資本流入）も拡大傾向にある（図表9）。2010年以降、外国によるインドネシア資産の取得が増え、インドネシアによる外国資産の取得を大幅に上回っており、特にここ数年、金融市場の発達に伴い証券投資の流入が拡大していた。しかし、2018年に入ると、米国をはじめとする先進国の金融引締めをうけて、2018年第1、2四半期の証券投資流入額は減少した（図表10）。

(2) 対外債務の増加は抑制されているが、外国人の国債保有比率は増加

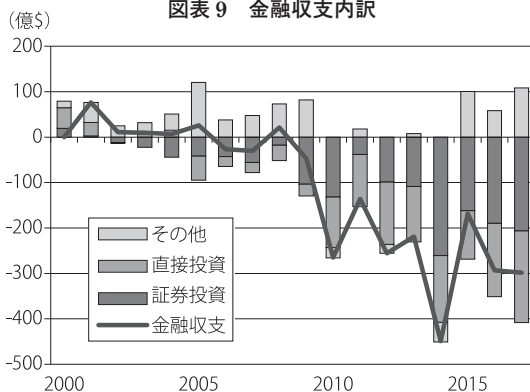
インドネシアの対外債務は緩やかに増加しているものの、GDP比ではここ数年35%前後と経

図表8 経常収支内訳



（出所）IMF 注：2017年以降は予測

図表9 金融収支内訳



（出所）IMF 注：2017年以降は予測

済規模に見合った債務の拡大にとどまっている（図表 11）。債務者別に見ると、政府の対外債務残高は若干増加傾向にあるが、前述の通り国家財政法に基づき、健全な財政運営が維持されている。

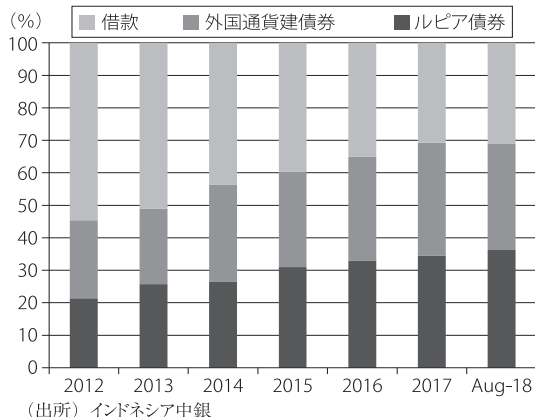
政府の対外債務を調達方法別に見ると、借款による調達から国債による調達に切り替わりつつある（図表 12）。また、国債の外国人保有比率が年々増加し、2017 年以降は全体の 4 割を上回っている（図表 13）。世界的に新興国の資産を売却する動きが強まり、インドネシア国債の外国人保有比率も若干低下した。しかし、2018 年 8 月時点で外国人による国債の保有残高は 800 兆ルピア前後と年初の水準を維持している。

(3) 政府・中銀はルピア相場の急落防止に向け各種政策を実施

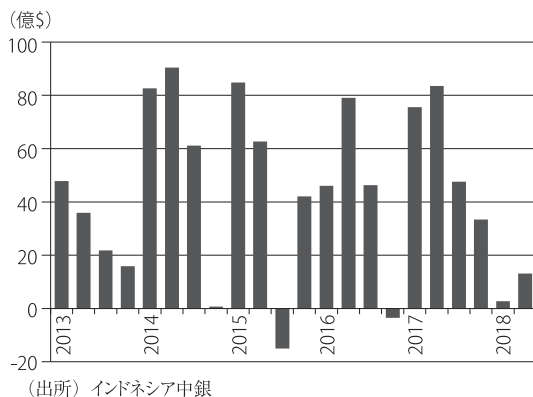
米国 FF レートの上昇に加え、米中貿易戦争やトルコ国内の不安定化等により、世界各国の金融市場のリスクが高まり、ルピアの対ドル相

場も下落基調が続いている（図表 14）。2018 年初めに 1 ドル=1 万 3000 ルピア台半ばであった相場は、政府や中銀の通貨価値安定化に向けた各種政策（政策金利⁽³⁾の引上げ、為替介入、輸入抑制策、金融商品やルールの設定等。図表 15）を通じて急激な下落を抑制していたものの、同年 10 月に 1 ドル=1 万 5000 ルピア台と 20 年ぶ

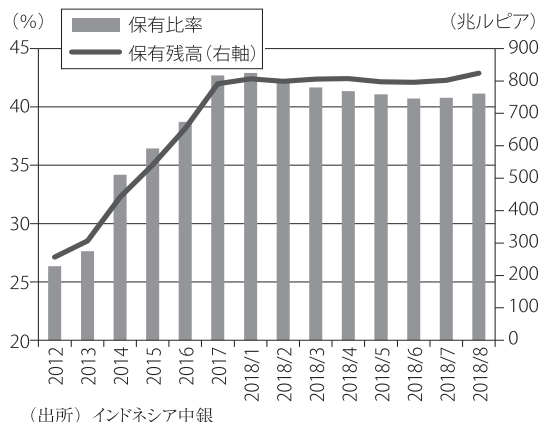
図表 12 政府対外債務残高（調達方法の割合）



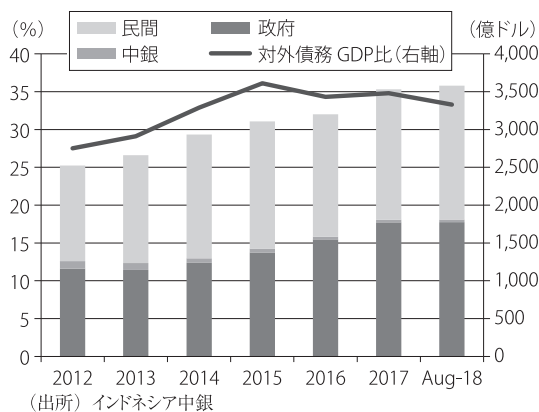
図表 10 証券投資（負債） 四半期ベース



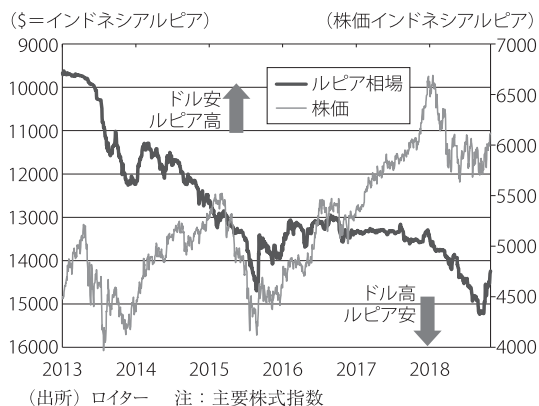
図表 13 外国人による国債保有残高・割合



図表 11 対外債務残高の GDP 比 & 債務者別内訳額



図表 14 為替（対ドル公定レート）と株価相場

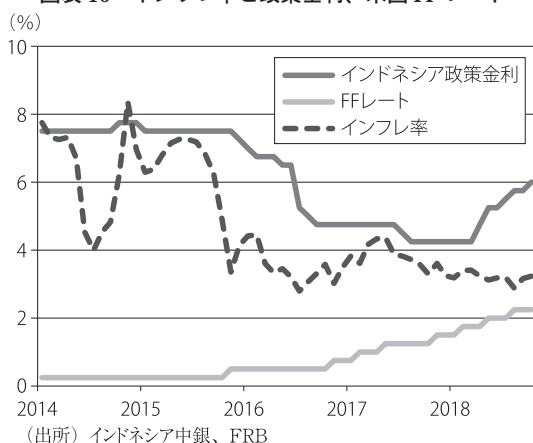


図表 15 2018 年に実施された政府や中銀の通貨価値安定化に向けた各種政策

金融政策	5 月～	政策金利を 6 回引き上げ。金利は 4.25% から 6.00% へ
為替政策	適時	為替介入。10 月の外貨準備高は 5 月から 81 億ドル減少し、1229 億ドル
輸入抑制策	8 月以降	資本財を輸入する必要がある大規模プロジェクトを延期
	9 月～	国産パーム油のバイオ燃料転用促進策
	9 月 13 日～	国産品で代替可能な消費財の輸入に対し課税
金融商品 ルールの設定	10 月	シンガポール金融通貨庁 (MAS) と通貨スワップや米ドルの調達協定を締結
	10 月	日本との二国間通貨スワップ取極を改正 (米ドルに加え、円も可能に)
	11 月～	ドメスティック・ノン・デリバラブル・フォワード (DNDF) のオフショア市場開設

(出所) 各種報道

図表 16 インフレ率と政策金利、米国 FF レート



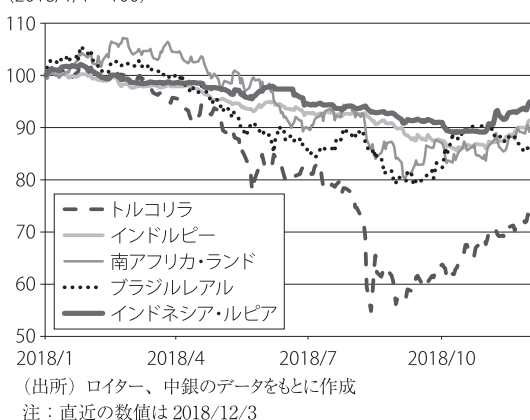
りの安値を更新した。その後、政府の各種政策の効果もあり、ルピアの対ドル相場は上昇方向に転じているものの、2019 年も米国の金融引締め姿勢は残るとみられ、ルピアの対米ドル相場は下押し圧力がかかりやすい状況が続くだろう。インドネシアの主要株価指数も 2018 年に入り下落基調に転じており、金利上昇への警戒感が表れている。

一方、インフレ率は、国際的な原油価格の上昇に加え、ルピア安による輸入物価の高騰が懸念されるが、政府や中銀の物価安定策や金融政策の効果もあり、中銀のターゲットレンジ (2.5 ~ 4.5%) 内で推移している (図表 16)。中銀は今後も経済や為替動向を注視し、自国通貨の下落が続けば、政策金利の引上げをはじめとする政策を講じる方針である。

3. インドネシアからの資金流出 リスクの分析

米国の FF レートの引上げや保護貿易主義の影響により、世界経済の不確実性が高まり、投資家が新興国リスクを回避する動きが続い

図表 17 フラジャイル 5 国の為替 (対ドル公定レート)
(2018/1/1 = 100)



ている。インドネシアは、1990 年代後半のアジア通貨危機や 2013 年の米国の量的緩和縮小時 (以下、テーパータントラム⁽⁴⁾) に自国通貨が大幅に下落し、国外の投資家による資金の引揚げも生じており、資金流出リスクが高い国の一つであると危惧される傾向にある。前章でみた通り、インドネシアの国内経済は緩やかな拡大基調にある一方、今後も自国通貨下落のおそれがあると指摘されており、注視すべきである。本章では、そのリスクがどれくらい高いか、他の新興国や同国の過去の経済状況と比較しながら、検証していきたい。

(1) 経常収支の悪化とインフレ率の上昇に伴う為替下落度合い—他国との比較

ルピアは、2013 年のテーパータントラムに伴って下落が進んだ新興国通貨「フラジャイル 5」⁽⁵⁾ の一つである。フラジャイル 5 の国は、インフレ率が高い一方、経常収支は赤字で経済成長の資金を国外に頼る脆弱なマクロ経済構造を抱えており、また、不安定な政治が投資資金の流出を招きやすいとされている。2018 年に入ると、フラジャイル 5 の通貨は軒

並み下落基調となり、特にトルコ・リラが急落している（図表 17）。ただし、インドネシアはトルコに比べて経常赤字幅が小さく、インフレ率も低い（図表 18）。また、国内情勢等の大きな問題もなく、通貨の下落要因は外的事象に限定されるため、ルピアの下落幅は相対的に小幅にとどまっている。

(2) 対外債務残高の拡大と外貨準備高の評価——他国との比較

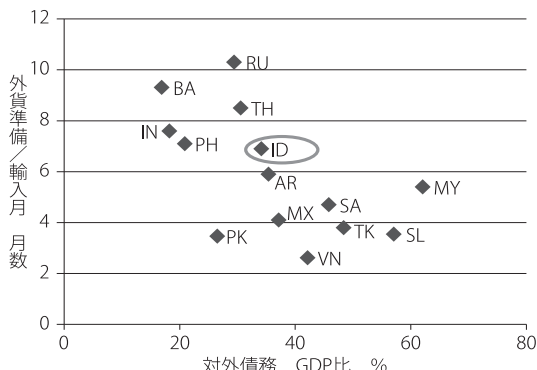
インドネシアは、他の新興国に比べて、対外債務の対 GDP 比が 30% 台と低いうえ、外貨準備高は輸入の 6 ヶ月を上回るなど相応に積み上がっている（図表 19）。2018 年の初めからは、ルピア売り圧力に対抗するためにインドネシア中銀による為替介入が続いており、外貨準備高は年初から 170 億ドル以上減少したが、それでも 9 月末時点の残高は 1150 億ドル近くあり、依然として短期対外債務残高（約 500 億ドル）を大きく上回っている。このため、アジア通貨危機時のように債務返済不能に陥る懸念は、当面は小さいといえる（図表 20）。また、IMF の外貨準備高支払予定表によれば、アルゼンチンやスリランカとは異なり、今後 1 年間に多額の債務返済やロールオーバーは発生しないとされている（図表 21）。

インドネシアは、対外的なショックに対する耐性が高まりつつあり、経済のファンダメンタルズも健全であることから、2017 年から 2018 年前半にかけて大手格付け機関の評価が投資適格基準へと改善した（図表 22）。他のアセア

ン諸国と同水準の投資環境に近づきつつある。

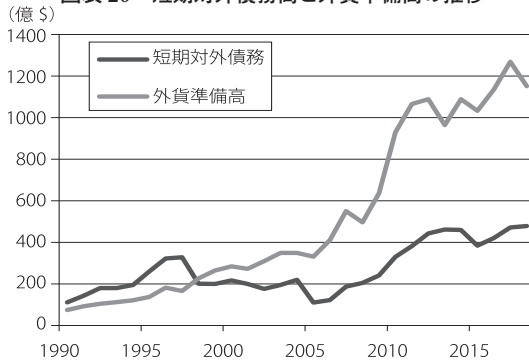
2018 年後半にかけて、トルコやアルゼンチンは通貨が大幅に下落し、資金が流出したことから大手格付け機関に格下げされたが、インドネシアは未だ投資適格の評価を維持している。2018 年 9 月、大手格付け機関のフィッチは、インドネシアの政府債務が低水準で、

図表 19 新興国の対外債務と外貨準備高／輸入月



(出所) IMF、WB 注：2017 年

図表 20 短期対外債務高と外貨準備高の推移



(出所) 中銀、WB
注：外貨準備高の直近は 2018 年 10 月現在
短期対外債務残高の直近は 2018 年 8 月現在

図表 18 フラジャイル 5 国の経済状況

	経常収支 / GDP		
	2017	2018	2019
ブラジル	-0.5	-1.3	-1.6
インド	-1.9	-3	-2.5
インドネシア	-1.7	-2.4	-2.4
南アフリカ	-2.5	-3.2	-3.5
トルコ	-5.6	-5.7	-1.4

	インフレ率平均		
	2017	2018	2019
ブラジル	3.4	3.7	4.2
インド	3.6	4.7	4.9
インドネシア	3.8	3.4	3.8
南アフリカ	5.3	4.8	5.3
トルコ	11.1	15.0	16.7

(出所) IMF

図表 21 外貨準備高の今後 1 年間の支払い予定表

2018/9 時点	外貨準備高 億ドル	1 年以内支払 億ドル				1 年以内の偶発債務等の資金移動
		外貨借入 / 債券 預金	先物 先渡し short	先物 先渡し long	その他	
トルコ	847	-127	-42			-293
インドネシア	1,148	-248	-52.9			-60
タイ	2,045	-2	-4	323		125
フィリピン	766	-72				-16
南ア	504	-29		14	0	-3
メキシコ	1,771	-168				938
マレーシア	1,033	-2	-198			-1
アルゼンチン	490	-668			-113	
スリランカ	71	-58	-7		0	-2
ロシア	4,592	-18				
インド	4,027	-61	-122	108		-11

(出所) IMF 注：年月はインドネシア格付の最新更新時期

外貨準備高も十分あり、政府による通貨安定策も効果的であると評価して、格付けの見通しを「安定的」とした。

(3) インドネシアの過去の事象との比較

世界金融危機後、国際的な資本の移動は銀行借入れ等の間接金融から直接金融へと移行してきた。インドネシアでも同様に資本市場からの資金調達が増えてきており、リスクが高まる局面での資本市場を通じた国外への資金流出の可能性は高まっている。

AMRO (ASEAN+3 マクロ経済リサーチオフィス) は、2018 年 10 月のレポート⁽⁶⁾で、近年、インドネシアで資金流出圧力が高まった三つの局面（世界金融危機、テーパータントラム、2015 年 8 月から 9 月のチャイナショック⁽⁷⁾）の為替、債券、株式の変動率等を算出し、2018 年初め（1～4 月）と比較している。その結果、2018 年初めの段階では、過去の三局面ほどの為替・株式の下落や債券・株式の外国人保有率の低下は見られなかった（図表 23）。

また、AMRO は、今後、過去の事象を上回る資金流出ショックがあった場合の金融・資本市場への影響と外貨準備高の変化を算出して

いる（図表 24）。算出結果によると、国債や株式の外国人保有額と銀行セクターの短期債務額が 2017 年度末から 281 億ドル減少し、インドネシアの GDP の 2.6% 程度の資本流出が発生するとされた。しかし、このような状況であっても、同国の外貨準備高は 1020 億ドル程度残り、外貨準備高の月間輸入金額に対する割合は一般に必要とされる 3 ヶ月を上回る。加えて、「外貨準備高の適正額の目安⁽⁸⁾（ARA）」に対する比率は 108.2% と国際通貨基金（IMF）が安全性の目安としている 100～150% の範囲内である。

以上のように、近年、インドネシアの外貨準備高は相応な水準まで積み上がっているため、過去を上回る資金流出ショックがあった場合も、吸収できる耐性が構築されていると考えられる。

おわりにかえて—当局の組織的な対応体制にも注目

インドネシアは、2019 年 4 月に大統領選挙及び副大統領選挙と議会選挙が控えており、

図表 24 資金流出圧力が上昇したシナリオ時の影響額と外貨準備高

単位: 億ドル	2017 年末 残高	2018 年 シナリオ時の 資本流出額
国債の外国人保有	617	56
銀行セクターの短期債務	176	53
株式の外国人保有	1,485	172
影響度合計		281
GDP 比		2.6%
2017 年末の外貨準備	1,302	
ARA%	138%	
2018 年末の外貨準備予測		1,021
ARA%		108.2%

(出所) AMRO

図表 22 大手格付機関によるアセアン諸国の格付

	S&P	Moody's	Fitch	TE
インドネシア	BBB-	Baa2	BBB	46
	2017 年 5 月	2018 年 4 月	2017 年 12 月	
マレーシア	A-	A3	A-	66
フィリピン	BBB	Baa2	BBB	53
タイ	BBB+	Baa1	BBB+	63
ベトナム	BB-	Ba3	BB	29

(出所) IMF 注: 年月はインドネシア格付の最新更新時期

図表 23 資金流出圧力上昇時の為替、債券、株式の変動率とシナリオ

	世界 金融危機 2008	テーパー タントラム 2013/5	チャイナ ショック 2015/8-9	2018 年 2018/1-4	シナリオ
為替レート					
変動率	-7.4	-11.5	-12.8	-3.2	-15
債券					
ルピア通貨建債券の外国人保有率	-17.9	-6.6	-2.6	-2.8	-15
国債利回り 変動率	+440	+345	+180	+60	+500
短期債務					
債務借換え割合					70
株式					
株式の外国人保有比率		-23.2	-20.1	-7.9	-20
株式相場の変動率	-54.8	-17.2	-19	-9.3	-50

(出所) AMRO 注: 株式相場は Jakarta Composite Index

現時点の世論調査によると、ジョコウィ現大統領が優勢で再選される可能性が高いと言われている。ジョコウィ現大統領はイスラム団体を統括するイスラム学者会議のマアルフ・アミン議長を副大統領に据えることで、イスラム保守派の票を取り込むだけでなく、デモの発生も抑え込むことができるため、政治的な混乱が起きるような情勢になることは考えにくい。

一方、インドネシアの経済は、2018 年半ば頃から、緩やかではあるが自国通貨の下落や資金流出圧力の上昇に見舞われている。しかし、インドネシア政府は、他の新興国と比べ、中銀と積極的に連携しながら、課題に対して先手を打つ対応をとることで対処している。

具体的には、為替の安定化に向けて、中銀による為替介入に加え、政府は輸入抑制政策を導入した。また、中銀は「早期に前倒して先手を打つ (pre-emptive, front-loading, ahead of the curve)」形で政策金利の引き上げをしている。

金融市場は、市場に対する政府と中銀の連携のとれた機敏な対応を評価しており、他の新興国に比べて自国通貨の下落率は小さい。加えて、度重なる政策金利の引き上げによる景気減速リスクを避けるため、2018 年 8 月に中銀は LTV 比率を緩和するマクロプルーデンス政策⁽⁹⁾も導入している。

今後も、自国通貨の下落や資金流出圧力の増大に対しては、必要に応じて政府と中銀による早急な対応が必要であるものの、現時点では経済成長の大幅な減速やインフレ率の急上昇はみられず、経済は落ち着きを取り戻しつつある。また、対外債務も低水準であり、外貨準備高も相応に積み上がっており、対外的なショックに対する耐性もできている。

中銀は、アジア通貨危機の教訓から自国の経済や金融・為替市場の安定を確保するため、緊急時の流動性供給体制の整備を進めている。域内金融協力の枠組みであるチェンマイ・イニシアティブに加え、2 国間通貨スワップ協定を 4 ヶ国⁽¹⁰⁾と締結し、自国通貨の信用不安を防止すると共に、他国との協力関係の強化を対外的に示している。

このようにインドネシアは、政府・中銀間の連携に加え、他国との協力関係を整備しながら、経済の安定化に向けた舵取りを行なっている。仮に次回の大統領選挙にて政権が交代した場合でも、自国通貨の下落や資金流出圧力の上昇のリスク等に対して適切に対処できる組織的な体制が整備されているため、経済的に不安定な状況になる可能性は小さいと考えられる。

《注》

- (1) ジョコウィ大統領は第二次・第三次産業への移行だけでなく、第四次産業革命の実現に向けたロードマップも提示し、1990 年代の資源依存経済から高付加価値経済への転換を志向している。
- (2) 2016 年 7 月から 2017 年 3 月までの適応期間内にインドネシア居住者が課税対象となる資産を報告すれば、前年度末までの納税義務の額、課徴金、租税刑事罰が免除される制度。
- (3) 7 日物リバースレポ金利。
- (4) バーナンキ前 FRB 議長による量的緩和の縮小発言を契機に新興国通貨は大幅に下落し、新興国から資金が流出したマーケットの現象。
- (5) 米大手証券会社が名付けた新興国の中でも外国資金の必要度（依存度）が高い国の通貨。具体的には、ブラジル・レアル、インド・ルピー、インドネシア・ルピア、トルコ・リラ、南アフリカ・ランドの 5 通貨。
- (6) AMRO Indonesia Annual Consultation Report 2018 October, 2018
- (7) 中国人民銀行による 20 年ぶりの中国人民元相場的大幅な切り下げや中国株の大幅な下落を起点としたグローバルな市場の混乱。
- (8) IMF が新興国を対象に設定した、各国の外貨準備高の適正水準を示す指標。 $5\% \times \text{輸出額} + 5\% \times \text{広義マネーサプライ} + 30\% \times \text{短期負債} + 15\% \times \text{その他負債の合算値}$ を算出し、それに対する実際の外貨準備高の比率が 100～150%であることを安全性の目安としている。
- (9) 住宅ローンを組む際、LTV 比率 (Loan to value ratio 住宅物件価格に関する借入額の比率) をもとに、一定の頭金が必要となる規制を導入していた。しかし、2018 年 8 月からは、不動産市場を活性化させるため、LTV 比率を撤廃した。
- (10) オーストラリア、日本、韓国、シンガポール。

参考文献

- “2018 Article IV Consultation – Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Indonesia” 2018 年 2 月 IMF
“Indonesia : Selected Issues” 2018 年 2 月 IMF
AMRO Indonesia Annual Consultation Report 2018 October, 2018