

インドネシア、利上げ見送りもまたも安息は出来ず

～昨年8月の「二の舞」になるリスクは小さくないと見込まれる～

発表日：2014年2月14日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

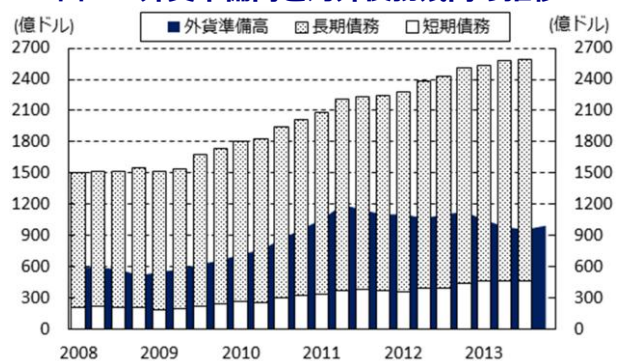
(要旨)

- 1月末以降の国際金融市場の混乱により、ファンダメンタルズの脆弱な新興国では資金流出圧力が強まり、金融引き締めにかざるを得ない国も出た。インドネシアも「双子の赤字」を抱え、高インフレの境遇にあるなか、市場には危機的状況を連想する動きは残る。しかし、外貨準備の規模は十分な水準にあり、わが国との通貨スワップなどセーフティーネットも危機的状況の回避を可能にすると見込まれる。
- 新興国が相次いで利上げを実施した後だが、インドネシア中銀は13日の定例会合において利上げを見送る決定を行った。国際金融市場が落ち着きを取り戻しており、資金流出が一服しているなか、現行の政策スタンスによるファンダメンタルズ強化に取り組みつつ、景気の下支えを図る姿勢をみせたと判断出来る。
- 同行は今回の利上げ見送り判断に足下の指標改善を挙げたが、先行きの見通しは厳しい。未加工鉱物禁輸措置による輸出鈍化が見込まれる上、インフレ率は依然として高止まりしており、国際金融市場が再び混乱すれば資金流出圧力が高まるリスクは大きい。昨年8月も同様の環境で利上げを見送ったが、その後市場からの「圧力」で緊急利上げに踏み切った経緯もあり、今回の決定はそのリスクを背負ったと言える。

《フラジャイル5の殿ながら市場環境の安定を理由に利上げ見送りも、「圧力」が掛かるリスクは残っている》

- 1月末に発表された中国の景況感の急速な悪化を発端にアルゼンチン・ペソが急落したいわゆる「アルゼンチン・ショック」の後、投資家はリスク・オフ姿勢を強め、ファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱な国々を中心に資産のリバランスが促されて資金流出が起こるとの見方が強まった。事実、一部の新興国ではパニック的な資金流出に直面して通貨安圧力が強まり、為替安定のために金融引き締めにかざるを得ない国が相次いだ。足下では国際金融市場は落ち着きを取り戻しており、大きく下落した一部の新興国通貨の相場も安定するなど混乱は一服している。しかし、慢性的な経常赤字を抱えるなど経済活動に関わる資金調達を海外資金に依存している上、過大な補助金財政などが歳出の足かせとなり財政赤字基調が続くなど、「双子の赤字」を抱えるインドネシアは潜在的に資金流出が起こりやすいリスクを抱える。さらに、足下では昨年5月末に実施された燃料補助金削減に伴う燃料価格大幅引き上げのほか、天候不順による食料品価格の上昇で物価上昇圧力が高まるなか、通貨ルピア安による輸入物価の上昇も重なりインフレ率は上昇基調を強めている。近年、インドネシアでは債券市場を通じて海外資金による経常赤字のファイナンスを積極化させてきたため、昨年9月末時点の対外債務残高に占める短期債務の規模は464億ドルに達している。一方、海外からの直接投資の受け入れなどを通じて外貨準備は増加しており、1月末時点の外貨準備高は1000億ドルを上回るなど短期的に外貨準備の枯渇が懸念される状況にはない。さらに、インドネシアとわが国は昨年末に二国間の通貨スワップ取極の拡充及び延長で合意しており、こうしたセーフティーネットはインドネシアの外

図1 外貨準備高と対外債務残高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

貨ポジションに対する不安感の払拭に繋がっている。市場の一部には、インドネシアが 1997～98 年に発生したアジア通貨危機の発火点であったことから、再び金融危機に陥ることを警戒する向きは残るが、その可能性は低下している。

- 先月以降、主要新興国ではブラジルやインド、トルコ、南アフリカが相次いで利上げを実施するなか、13 日にインドネシア銀行（中央銀行）は定例の金融政策委員会を開催した。同行は、足下で金融市場が落ち着きを取り戻していることから、政策金利である B I レートを 3 会合連続で 7.50% に据え置き、同時に翌日物預金ファシリティ金利（F A S B I）及び貸し出しファシリティ金利もそれぞれ 5.75%、7.50% に据え置いた。現行の政策スタンスについて同行は、インフレ抑制と経常赤字の改善を目指しており、

先行きも金融政策とマクロプルーデンス政策のバランスを採りつつ、国内外のリスクに配慮しながらマクロ経済の安定化を図るとの考えを示した。同行は海外経済について、国際金融市場を巡る不透明感にもかかわらず改善が続いているとする一方、同国経済については、海外経済の回復による輸出がけん引役となる中、内需は鈍化基調が続いており、先行きも内需のもたつきが景気の重石となり、通年の経済成長率は 5.8～6.2% の下限付近に留まるとの見方を示した。さらに、外需の回復を受けて経常赤字幅は足下で縮小しており、同行は今後も経常収支の改善が見込まれるとして、これが足下において通貨ルピア安圧力が後退する一因になっているとした。1 月は洪水などの自然災害の影響により食料品価格が上昇し、ルピア安による輸入物価の上昇も物価の押し上げに繋がったが、先行きは食料品の供給事情や電力料金の引き上げ、ルピア安による物価上昇リスクを注視しつつ、インフレ率を目標（4.5±1.0%）に抑えるとの考えを示した。このように、インドネシア銀行は金融政策を通じてあらためてファンダメンタルズの強化に取り組む姿勢を示している。

- しかしながら、今回の決定は先行きの経済動向を勘案した場合、非常に不透明感をはらむ内容と考えられる。一つ目には、中銀が素直に好感している昨年第 4 四半期の経常赤字幅の縮小が一時的な現象に過ぎない可能性があることである。同国では昨年末にかけて貿易収支が急速に改善したが、その背景には同国政府が先月 12 日から発動した未加工鉱石に対する禁輸措置に伴い、駆け込み輸出が出たことが大きく影響したと考えられる。確かに足下では先進国景気の回復によって先進国向けの工業品輸出に底入れの動きが

うかがえるものの、同国の輸出産業は国内で付加価値を上げるレベルには至っておらず、輸出拡大は関連の素材や部材輸入の拡大を促す。結果、年明け以降は工業品輸出の拡大に伴って輸入の増加も見込まれるなか、鉱物資源輸出が大きく落ち込むことで貿易収支は再び悪化基調を強めるリスクが考えられる。二つ目には、1 月のインフレ率に対する認識が極めて不透明ということが挙げられる。消費者物価統計はこの 1 月から基準年が変更されており、この結果、1 月のインフレ率である前年比+8.22%と前月（同+8.08%）から加速している。1 月は首都ジャカルタ周辺で発生している洪水被害などが物価上昇圧力に繋がった可能性はあるものの、近年

図 2 インフレ率と政策金利の推移

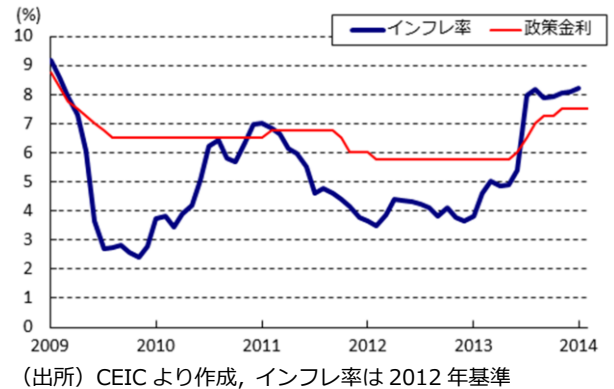


図 3 輸出額の推移



の賃金上昇やルピア安による輸入物価上昇の影響でコア物価も加速するなど、インフレ圧力はくすぶっている。こうした中、中銀が物価抑制に向けて他の新興国同様に明確なスタンスを示せなかったことは、国際金融市場が再び混乱する事態に見舞われる場合に海外投資家から「標的」にされるリスクを自ら負ったことになる。同行は昨年8月、定例会合で利上げ実施を見送ったものの、その後に国際金融市場が混乱したことで、同国のファンダメンタルズの脆弱さと政策対応のちぐはぐさを警戒して海外投資家を中心に資金流出の動きを強めた。結果、通貨ルピアは大幅に下落することとなり、月末に同行は緊急利上げに踏み切るを得ない事態に陥った。今回の金利据え置き決定は、足下の環境改善による好影響を採った結果と言えるが、外部環境の変化によっては市場からの「圧力」によって追加引き締め動くリスクを背負ったとも考えられよう。

以 上