

## インドネシア、財政ファイナンスを「一回限り」で止められるかの岐路に

～「一回限り」を前提に市場は静観したが、中銀の独立性を脅かす動きは新たなリスク要因に～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 西濱 徹 (Tel: 03-5221-4522)

### (要旨)

- 新型コロナウイルスのパンデミックを受けて世界的に景気が減速したことを受け、ファンダメンタルズが脆弱なインドネシアも財政及び金融政策による景気下支えを図っている。中銀は国債の直接引き受けによる「財政ファイナンス」に動くも「今年度限り」とする異例の対応と説明し、国際金融市場の活況も重なり過度に注視される事態とはなっていない。他方、足下では新型コロナの感染拡大の動きが続くなど不透明感もくすぶる。
- なお、政府が先月発表した来年度予算案は財政赤字が今年に続いて上振れする見通しを示した。他方、同国経済はリセッションに陥る厳しい状況に直面したが、足下では底入れを示唆する動きもみられる。ただし、議会では中銀の独立性を脅かしかねない法案改正が答申されており、財政ファイナンスの「辞め時」が見通せなくなるリスクも出ている。法案の動向はルピア相場の混乱要因となるため、動向に注視が必要と言える。

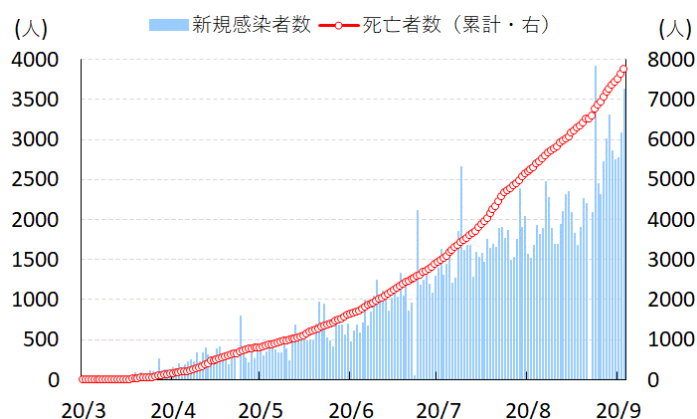
新型コロナウイルス (SARS-CoV-2) のパンデミック (世界的大流行) を受けて、世界経済は減速傾向を強めるなど最大のリスク要因となるなか、慢性的な経常赤字と財政赤字を抱えるなど経済のファンダメンタルズ (基礎的条件) が脆弱なインドネシアにおいても、財政及び金融政策を総動員する形で景気下支えを図る姿勢が鮮明になっている。なかでも金融政策を巡っては、中銀が立て続けに利下げ実施に動いているほか、政府が新型コロナウイルス対策に向けた財政支援を目的に 574.6 兆ルピア (GDP 比 3.6%) 相当の国債を発行するうち 397.6 兆ルピア (GDP 比 2.5%) 相当 (医療対策費関連及び社会的セーフティーネット関連) について無利子とした上で中銀が引き受けることで合意している。さらに、中銀は上述した国債引き受けに加えて、政府が実施する企業支援対策費に関連する 177 兆ルピア (GDP 比 1.1%) 相当の国債発行について、一旦は国債入札を実施するも札割れとなった分を中銀が引き受けるほか、中銀引き受け分は中銀が政府に利払いを実施するなど追加的に財政支援を行うことでも政府と合意した。このように中銀はいわゆる『財政ファイナンス』に踏み込んでいるものの、政府は一連の対応について『一回限り (今年度限り)』としているほか、中銀が買い入れを行った国債についても流通市場で取引可能とすることで売却を行う選択肢を残すなど、国債価格の透明性を保つ仕組みは整えられている。こうしたことから、米格付機関のスタンダード・アンド・プアーズ・グローバル・レーティング (S&P グローバル) とムーディーズ・インベスターズ・サービス (ムーディーズ) の両社は、一連の対応について「短期的に格付に影響を与えない」とする見解を示すなど静観する構えをみせてきた。なお、新型コロナウイルス対応を名目とする財政出動は同国に限った話でなく全世界的に行われているほか、同国のように国債を直接政府から買い入れる『財政ファイナンス』は異例ではあるものの、中銀が量的緩和政策を通じて流通市場から国債の買い入れを行う対応も先進国のみならず、多くの新興国で実施されている。さらに、インドネシアについては上述のように事前に国際金融市場に対して『異例の

措置』であることを周知する姿勢をみせてきたことも、金融市場の動揺を回避する一助に繋がった可能性がある。また、その後の国際金融市場においては全世界的な金融緩和を背景に『カネ余り』が強く意識される状況が続いたことに加え、主要国での経済活動の再開などを受けて世界経済の回復期待が高まり活況を呈する動きをみせたため、過度に注視される状況が回避されてきたとも捉えられる。しかし、同国内では新型コロナウイルスの新規感染者数が足下で拡大傾向を強めており、そのペースは回復者数を上回るなど感染者数が再び増大傾向を強めているほか、死亡者数も拡大が続いている。なお、累計の感染者数は18万人強とASEAN（東南アジア諸国連合）内ではフィリピンに次ぐ水準にあるものの、人口対比で考えれば依然として落ち着いた推移に留まっているとみることも出来る。他方、先月末には同国内でも感染力の高い新型コロナウイルスの変異株が発見された模様であり、今後は感染拡大の動きが一段と強まるリスクも高まっている。

なお、先月には政府が来年度予算案を公表しており、歳出規模は今年度当初予算に比べて約9%拡大させており、教育関連やインフラ関連を中心に歳出拡大を図る方針が示されるとともに、来年度の財政赤字はGDP比▲5.5%と今年度（同▲6.34%）に続いて上振れするとの見通しが示された。ただし、昨年の大統領選においてジョコ・ウィド大統領が再選に向けた政権2期目の『目玉政策』に掲げた首都機能移転計画については、新型コロナウイルスの感染対策を重視する観点から事実上棚上げされているほか、来年度予算でも重点政策から外された模様である（詳細は8月20日付レポート「[インドネシア、新型コロナ対応で首都機能移転は棚上げへ](#)」をご参照下さい）。さらに、今年4-6月の実質GDP成長率は前年同期比▲5.32%とアジア通貨危機直後の1999年1-3月以来21年強ぶりのマイナス成長となるなど政府及び中銀の想定を下振れしたほか、当研究所が試算した季節調整値に基づく前期比年率ベースでは▲23.1%と2四半期連続のマイナス成長（テクニカル・リセッション）となるなど、新型コロナウイルスの感染拡大を受けてインドネシア経済は深刻な景気後退に陥った（詳細は8月5日付レポート「[インドネシア、4-6月は前年比▲5.32%と21年強ぶりのマイナス成長](#)」をご参照下さい）。ただし、政府は6月以降に行動制限の緩和に向けた「移行期間」とするなど経済活動の正常化が進められており、こうした動きを反映して企業マインドは底入れして

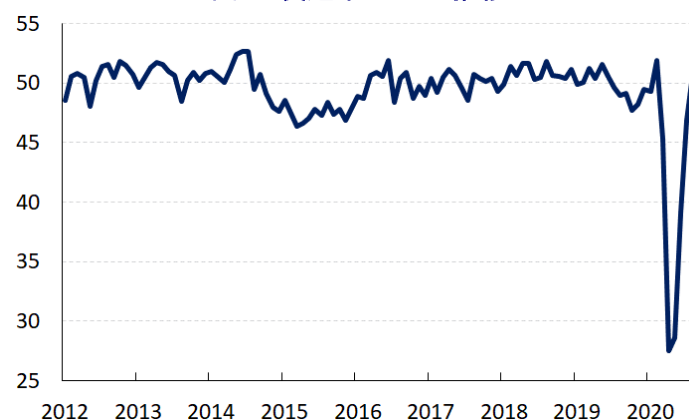
（出所）Refinitiv より第一生命経済研究所作成

図1 新型コロナの新規感染者数と死亡者数(累計)の推移



（出所）Refinitiv より第一生命経済研究所作成

図2 製造業 PMI の推移



（出所）IHS Markit より第一生命経済研究所作成

足下では好不況の分かれ目となる水準を上回るなど景気は『最悪期』を過ぎたと捉えられる。その一方、議会で設置された諮問委員会は先月末、中銀の責務に関連して現在の「インフレ率と為替レートを通じた通貨ルピアの価値管理」に「雇用支援のための経済成長率の押し上げ」を加えるほか、政策決定会合に関連して「財務相と経済担当閣僚、金融庁長官の参加と投票権付与を求める」旨を盛り込む法案を議会の法律制定評議会（BALEG）に答申した。今後はBALEGが同法案について外部専門家と協議及び検討した上で最終案をまとめるが、仮に答申案通りに最終案がまとめられれば、中銀の政策決定に閣僚が影響を与えるなど中銀の独立性が毀損される可能性が高まる。すでに中銀は『財政ファイナンス』

を実施しているものの、あくまで『一回限り（今年度限り）』という例外的な措置として国際金融市場も理解していると判断出来るが、上述のように新型コロナウイルスを巡る不透明感の高まりを受けて事態が長期化すればなし崩し的に財政ファイナンスが一段と進められるリスクをはらんでいる。先月以降の新興国通貨を巡っては、世界的な『カネ余り』と世界経済の回復期待を背景に堅調な動きをみせる国が少なくないが、インドネシアについては上値の重い展

開が続くなかで再度調整圧力が強まる可能性もある。筆者は財政ファイナンスの行方について『辞め時』が重要になるとの見方を示してきたが、足下の状況はそうした機会を見失わせる可能性もあるだけに動向をより注視する必要があるだろう。

以上

図3 ルピア相場(対ドル)の推移



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。