

インドネシア中銀、ルピア相場を巡る不透明感が政策運営の足かせに

～中銀は市場の懸念を「杞憂」と一蹴するも、今後の政策運営には一層の慎重さが求められる～

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)

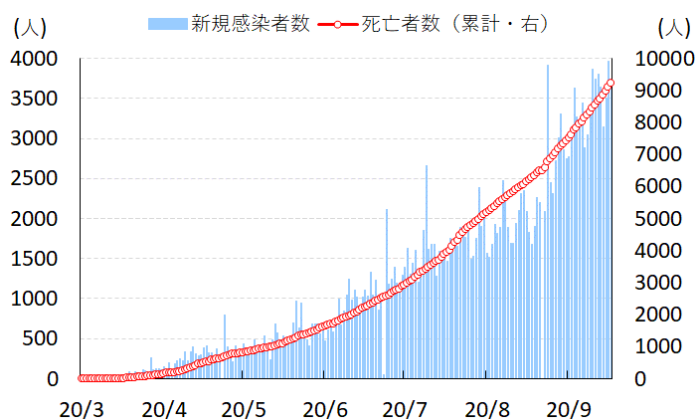
(要旨)

- 新型コロナウイルスのパンデミックを受け、全世界的に財政、金融政策を通じた景気下支えが図られている。インドネシアでも政府は財政出動を図り、中銀も利下げに加え財政ファイナンスに動いている。政府・中銀は「今年度限り」として金融市場は平静を維持するが、中銀法の改正議論では独立性の毀損が懸念される。足下では感染拡大による事態収束の困難も懸念され、なし崩し的に財政ファイナンスが行われるリスクもある。
- こうしたなか、中銀は17日の定例会合において2会合連続で政策金利を据え置いた。国内・外の景気は底打ちする一方、中銀は今後も景気下支えに向けて財政ファイナンスを強化する考えを示した。他方、金融市場の懸念を受けルピア相場に下押し圧力が掛かるなか、相場安定を重視する姿勢もみせた。中銀は市場の懸念を「杞憂」とみているが、一部に警戒する向きも出ており、今後の政策運営には慎重さが求められよう。

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) を受けて世界経済の減速が強く意識されるなか、全世界的に財政及び金融政策を総動員する形で景気下支えに動く流れが広がったことを受けて、インドネシアでも同様の動きが進められた。政府は当初、観光関連産業や製造業など新型コロナウイルスのパンデミックによる影響を受ける産業を対象に財政支援に動いたものの、その後は同国内でも感染拡大の動きが広がったことを受けて、総額 641 億ルピア (GDP 比 4.0%) 規模の「国家経済復興計画」を発表するなど大幅な財政出動の実施に踏み切った。さらに、先月公表された来年度予算案では、歳出規模が今年度当初予算比で約 9% 拡大され、教育関連やインフラ関連を中心とする歳出拡大を通じて経済の安定を図るなど、拡張的な財政政策を進める方針が示された。一方、金融政策については中銀が 2 月以降計 4 回 (累計 100bp) の利下げを実施したほか、政府の財政出動に対する支援を目的に一部の国債を無利子で引き受けるなど『財政ファイナンス』に踏み込んでいる。なお、政府は中銀による国債引き受けについて『一回限り (今年度限り)』としているほか、中銀が買い入れた国債も流通市場で取引可能とするなど売却の選択肢を残すことで国債価格の透明性を保つ仕組みを整えるなど、野放図な政策運営を抑制する姿勢を示した。こうした動きを受けて、通常であれば『禁じ手』と考えられる財政ファイナンスについて主要格付機関は静観する構えをみせているほか、国際金融市場についても全世界的な金融緩和による『カネ余り』の環境が続くなかで過度に意識される状況は避けられている。他方、インドネシアは慢性的な経常赤字と財政赤字の『双子の赤字』を抱えるなど経済のファンダメンタルズ (基礎的条件) が脆弱であるため、ここ数年は国際金融市場が動揺する度に資金流出圧力が強まり、そのことが景気の足かせとなる動きもみられた。よって、足下の状況は新型コロナウイルスの感染拡大という異常且つ非常事態と捉えられるものの、過度に財政及び金融政策に対する依存度が強まればファンダメンタルズのさらなる悪化を招くなど、国際金融市場の動向に対するリスクをこれまで以上に

高めることが懸念される。こうしたなか、議会では先月末に中銀の責務に関して「雇用支援のための経済成長率の押し上げ」を加えるほか、政策決定会合について「財務省と経済担当閣僚、金融庁長官の参加及び投票権付与を求める」旨を盛り込む法案が諮問委員会で議決され、議会の法律制定評議会に答申された。仮に答申案通りに法改正が実施されれば、中銀の政策決定に閣僚が直接影響力を行使するなど独立性が毀損される可能性が高まるほか、中銀による財政ファイナンスについても来年度以降もなし崩し的に実施される可能性が懸念される（詳細は4

図1 新型コロナの新規感染者数と死亡者数(累計)の推移



日付レポート「[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](#)」をご参照下さい。さらに、同国内における新型コロナウイルスの累計の感染者数は23万人超とASEAN（東南アジア諸国連合）内ではフィリピンに次ぐ水準ではあるものの、足下では新規感染者数の拡大に伴い先月末まで高原状態が続いた感染者数が急拡大しており、死亡者数は9200人超とASEAN内で最も多い水準となるなど、事態悪化の度合いは強まっている。こうしたことから、先行きについては事態が一段と悪化する可能性が高まっているほか、今月中旬以降は首都ジャカルタで行動制限が再強化されるなど景気への下押し圧力となるほか、そのことが財政負担の増大を招くとともに、中銀に対するさらなる財政ファイナンス実施に向けた圧力となることも懸念される。

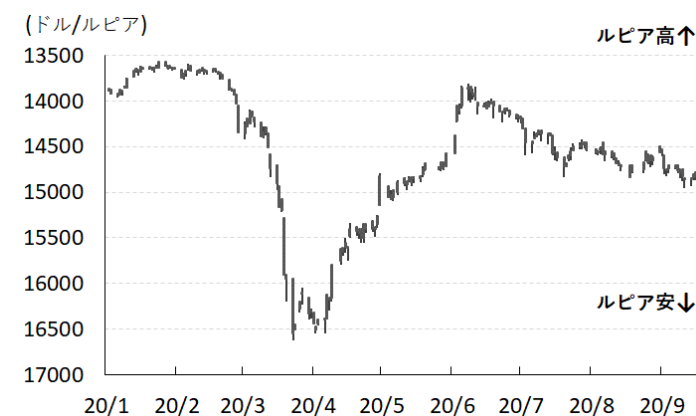
こうしたなか、中銀は17日に開催した定例の金融政策委員会において政策金利である7日物リバースレポ金利を2会合連続で過去最低水準である4.00%に据え置く決定を行った。なお、先月の定例会合では政策金利を据え置く一方、不良債権比率が低い銀行を対象にエコカー購入に関する頭金規制を廃止する消費喚起策が打ち出されたが（詳細は8月20日付レポート「[インドネシア、新型コロナ対応で首都機能移転は棚上げへ](#)」をご参照下さい）、今回は①ルピア相場の安定化策の維持、②金融緩和効果の浸透に向けた金融調節戦略の強化、③中小企業及び輸出入関連企業向け融資や国家経済復興計画関連企業向け融資のインセンティブである銀行に対する預金準備低減策（50bp）の半年間延長（今年末→来年6月末）、④国家経済復興計画の促進に向けた関連企業・中小企業の資金調達支援への金融商品開発促進、⑤今年義務化されたQRコードの国家標準（クイックレスポンスインドネシア標準（QRIS））の普及拡大に向けて零細企業に対する手数料に当たるMDR（Merchant Discount Rate）を年内いっぱい無料とする、方針が示された。なお、ルピア相場の安定化がとりわけ重視された背景には、上述のように中銀の独立性に対する不透明感が高まっていることを受けて、足下でルピア相場に下押し圧力が掛かる展開が続いていることが考えられる。また、会合後に公表された声明文では、足下の世界経済について「緩やかに底入れの動きが始まっている」との認識を示し、同国経済についても「公的支出の進捗に歩を併せる形で緩やかに回復している」との見方が示された。対外収支構造については「海外資金の動向は変化しつつあるが、第3四半期は堅牢さを維持している」との見方を示した上で、ルピア相場についても

「厳しい圧力に直面したものの、中銀による安定化策を受けて比較的安定的に推移している」ほか、物価については「内需の弱さや供給過多を受けて低水準で推移している」との見方を示した。金融市場についても「過剰流動性により低金利が続いて景気下支えに繋がっている」ほか、「中銀は景気回復に向けて政府の財政刺激策の相乗効果を高めるべく金融緩和を続ける」など、財政ファイナンスの実施を改めて肯定する考えをみせた。また、会合後にオンライン会

見に臨んだ同行のペリー（Perry）総裁は、今回の決定について「ルピア相場の安定を考慮した」との考えを示す一方、足下のルピア相場の重石となっている中銀法改正案について「大統領や財務相は金融政策を巡る独立性の維持を確約している」と述べるなど、市場の懸念が『杞憂』であるとの見方を示した格好である。その上で、「中銀による国債買い入れ及び金利放棄は年内に限定される」と繰り返し強調したほか、「政策運営は景気回復とルピア相場の安定を目的としている」と述べる一方、「プライマリー市場において総額 44.38 兆ルピア相当の国債買い入れを実施している」として着実に買い入れを進めていることが示された。中銀としては金融市場が抱く不信感の払しょくに努める姿勢をみせたものの、主要格付機関のスタンダード・アンド・プアーズ・グローバル（S&Pグローバル）は、「過度に国債買い入れが継続されれば将来的な危機に対する中銀の対応力が損なわれ、そのことが格付に悪影響を与えるほか、政府の中銀による財政ファイナンスへの依存が長期的且つ構造的問題と見做されれば信認低下を招く」と警告する姿勢を示すなど、将来的な懸念に言及する向きもみられる。現状においてはあくまで『頭の体操』レベルの話ではあるものの、筆者も過去に同様の懸念に言及してきたようにこうしたことが『杞憂』で済まされないことも懸念されるなど、今後の政策運営にはこれまで以上に慎重さが求められることになろう。

以上

図 2 ルピア相場(対ドル)の推移



(出所)Refinitiv より第一生命経済研究所作成

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。