

# インドネシアの対外債務構造 ぜい弱性は残るが危機防止の制度整備は強化

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

- インドネシアでは2011年以降対外債務は徐々に積み上がっており、国際金融市場の不安定化により資金流出およびルピア相場下落が進んだ場合、経済に悪影響を与えるリスクが懸念される
- デットサービスレシオや外貨準備をみると、対外債務の返済に重大な不安は生じておらず、公的対外債務の抑制や金融監督規制強化など経済への悪影響を抑える対応もとられている
- ただし対外債務全体が警戒水準に差しかかりつつあることや民間の外貨建対外債務が増加していることなどにより大規模かつ長期的な資金流出や通貨安圧力にはぜい弱であり、注視が必要だ

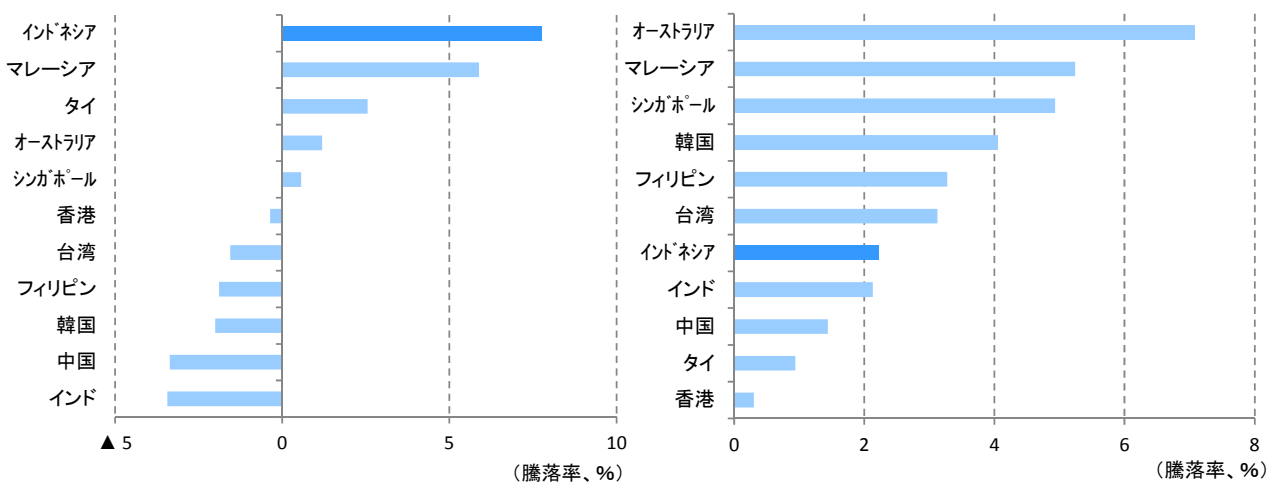
## 1. はじめに

インドネシアの対米ドルレートは、2015年9月末に一時アジア通貨危機時の最安値に迫る水準まで下落したが、10月以降は堅調な推移が続いており、2016年初頭にかけて国際金融市場が不安定化する中でも対照的に堅調さが目立っている（図表1左）。このように相対的にルピアが堅調に推移した背景には、2015年後半からインフラ関連を中心とする予算の執行が進み始めたことや、2015年9月以降の、外資規制緩和をはじめとする経済改革パッケージの公表などジョコ政権の政策執行や改革推進の動きを金融市場が評価したことがある。

図表1 主要アジア通貨の対米ドル騰落率

(2015年10月1日～2016年2月1日)

(2016年2月1日～2016年3月30日)



(資料) Bloomberg

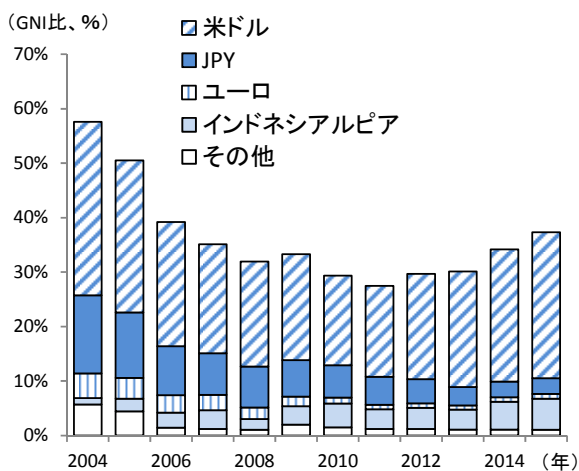
その後、2月半ばの産油国間の増産凍結合意をきっかけに、年初来弱含んでいた原油相場が底を打ち、また3月に中国の預金準備率の引き下げが行われ、全人代で積極的な財政出動の実施見込みが示されたことなどから中国に対する悲観的なセンチメントがいったん和らいだこともあり、国際金融市場は安定化に向かい、新興国通貨は総じて持ち直している（図表1右）。

以上みてきたように、2015年10月以降、総じてルピアの対米ドルレートは堅調に推移しているが、今後再び資金流出が加速しルピアが下落するリスクはくすぶる。そのきっかけとなりうるのは、まず国内の経済改革の実効性に対する懸念が再び高まることだ。現政権は多党連立であることに加え、インドネシアでは地方分権化が進んでおり、政策の実行に対する障害が少なくないためだ。政策の実効性が不安視されるような材料が出てくれば、現在の金融市場からの評価が変わる可能性は大いにある。また足元でいったん落ち着いている国際金融市場の不安定化リスクも後退したわけではない。政策の舵取りの失敗による中国経済の失速リスクや、イランの増産等の不確定要素による原油相場の再下落懸念も残る。

インドネシアでは、対外債務がリーマン・ショック以降米ドル建て債務を中心に徐々に積み上がっており（図表2）、資金流出およびルピア下落局面において、対外債務負担の増大による経済への悪影響が懸念される<sup>1</sup>。

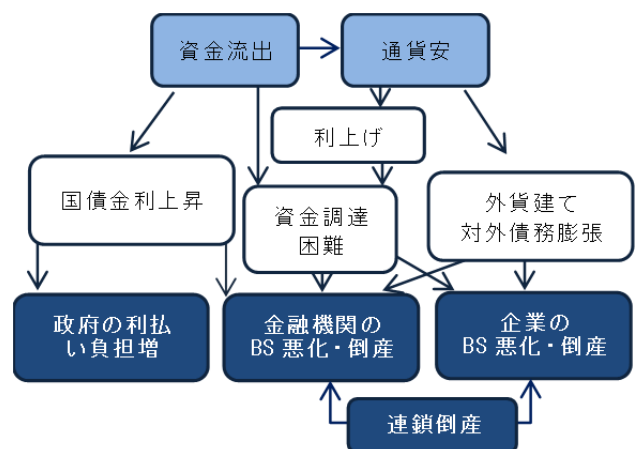
このため、インドネシアが資金流出・通貨安圧力に見舞われた場合、各経済主体にどういった影響が及ぶか考え方を整理すると（図表3）、まず、公的部門については、国債市場からの資金流出が進むことにより国債の金利が上昇し、利払い負担が増えるという影響が想定される。一定程度の国債を保有する金融機関も、国債価格の下落によりバランスシートや収益の悪化に見舞われる。さらに、外貨建てで資金を借り入れ、ヘッジなしに自国通貨建て資産に投資することで通貨のミスマッチが存在している場合、外貨建て債務の返済負担が増加し、金融機関のバランスシートを悪化させる可能性がある。また、通貨安に対応するために中央銀行が政策金利を引き上げたり、資金流出による流動性のひっ迫が生じたりすれば、資金調達が困難となり、経営破たんにつながり得る可能性がある。企業部門

図表2 対外債務残高のGNI比（通貨建）



（資料）インドネシア中央銀行

図表3 資金流出と通貨安の影響



（資料）みずほ総合研究所

についても金融機関と同様にバランスシートの悪化や資金調達の困難に直面し倒産が拡大するリスクがあり、その結果、金融機関と企業の連鎖倒産につながるリスクもあるだろう。

以下では、まずインドネシアの対外債務全体について評価した上で、主体別の対外債務の状況を概観し、図表3で示した悪影響が深刻化するリスクや、そうしたリスクに対して政府が政策的な予防措置をとっているかといった観点から検討し、資本流出およびルピア安の悪影響に対するインドネシアの耐性を評価したい<sup>2</sup>。

## 2. 対外債務全体：アジア通貨危機時から改善も、リーマン・ショック以降悪化

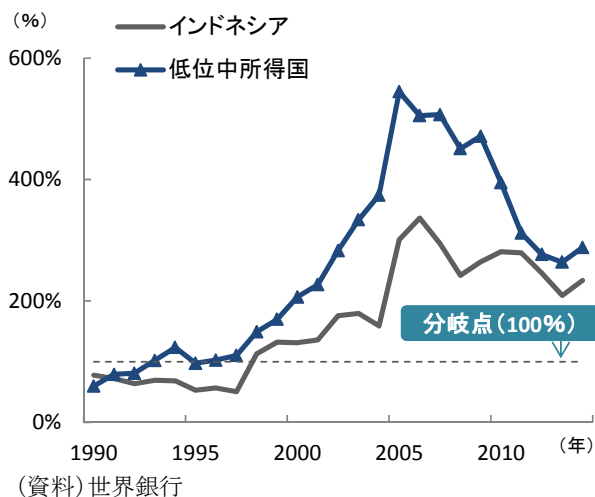
はじめに、過去の水準や先行研究で示唆される基準値と比較し、インドネシアの対外債務全体の水準を評価する。

先行研究<sup>3</sup>によると、国ごとの格付けや国際資本市場からの資金調達の難易度などの条件によって異なるものの、対外債務の対GNI比でみて35%以上となると、債務の履行に関して支障をきたす恐れが高まり始めると示されている。そこでインドネシアの対外債務の対GNI比をみると、2004年の約60%からは大きく低下したものの、2011年以降上昇傾向にあり、直近の2015年には、警戒水準とされる35%をわずかに上回る水準となっている（図表2）。

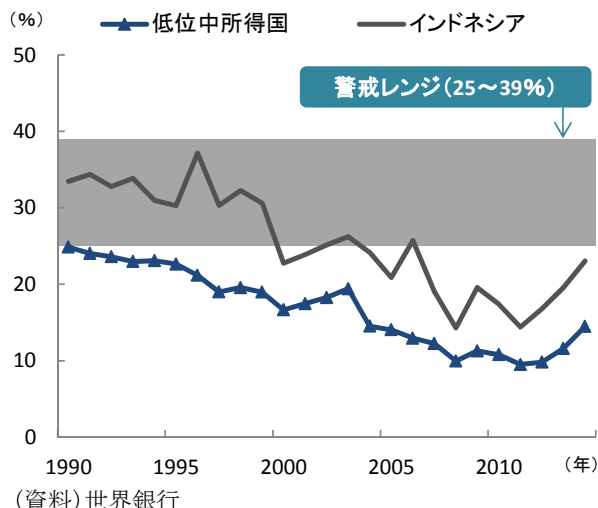
また、対外債務の返済能力を見る上で、短期対外債務の何倍の外貨準備を保有しているかという指標も重要である。仮に対外債務の規模がある程度大きくても、それを返済するための外貨が豊富であれば、返済能力に差し迫った問題があるとはみなされないからだ。先行研究<sup>4</sup>によると、外貨準備の短期対外債務比率が少なくとも100%以上あれば、金融市場が不安定化しても、外貨準備を使って介入を行い通貨の急激な変動を抑制することができるといわれているが、インドネシアの当該比率は、分岐点である100%を大きく上回り、基準をクリアしている（図表4）。

最後に、対外債務の残高だけではなくフローの面の耐性もみていきたい。フローの耐性を評価する上で重要なのが、利払いおよび元本償却の支払いが、国全体の所得（財・サービス輸出および第一次所得）に対してどの程度の比率にあるのかを表すデットサービスレシオ（DSR）をみることだ。DSRが高くなるほど、対外債務の返済が困難になることを示す。

図表4 外貨準備／短期対外債務



図表5 デットサービスレシオ



インドネシアのDSRは、アジア通貨危機以降低下傾向にあったが、2011年以降上昇傾向にある（図表5）。先行研究<sup>5</sup>を参考にすると、DSRについて決定的な危険水準を指摘するのは難しいものの、DSRの「警戒レンジ（この水準を超えると債務返済負担が重すぎて返済能力に懸念ありとみなされる）」は、一般的に25～39%とされる。インドネシアのDSRは上昇傾向にあるものの、まだこの警戒レンジには達していない。

以上、対外債務は、いずれの指標でもアジア通貨危機以降改善してきたが、リーマン・ショック後の2011年以降、緩やかに悪化している。一部の指標については、為替の急速な下落や金利の急上昇など何らかの経済的なショックの発現を契機に、債務の返済能力に懸念を抱かれかねない水準にあるとも評価できる。そこで次章以降では、より詳しい影響およびリスクを検討するため、主体別の対外債務の状況を確認する。

### 3. 公的対外債務：規模は低下も、国債の金利上昇リスクに警戒

#### （1）公的対外債務全体の規模は低下、資本流出圧力にぜい弱な構造に変化

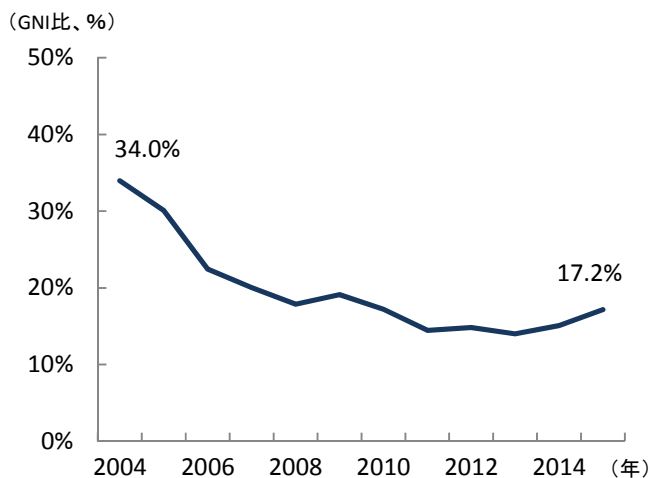
まず、公的対外債務についてみると、そのGNI比は、2004年の34%から2015年には17%台に低下している（図表6）。公的対外債務が低下した背景には、2003年以降「財政赤字をGDP比3%以内に抑える」という国家財政法が遵守されてきたことなどにより、健全な財政政策が維持されていることがある。シンガポール在住のエコノミストに対するヒアリングでも公的対外債務の規模は低水準で大きな問題はないとの認識が多く聞かれた。

ただし、ヒアリングでは、調達方法の変化によるリスクが指摘された。公的対外債務の調達方法別の内訳をみると、国債での調達の割合が大きく上昇している（図表7）。国債の主体別保有比率をみると、海外投資家の比率が上昇し、4割前後に達しており（図表8）、世界的に投資家のリスク回避姿勢が強まる局面では、国債の売り圧力が高まりやすくなっていると考えられる。

#### （2）過去のリスク顕在化時と同程度であれば、国債の金利上昇・価格下落の影響は限定的

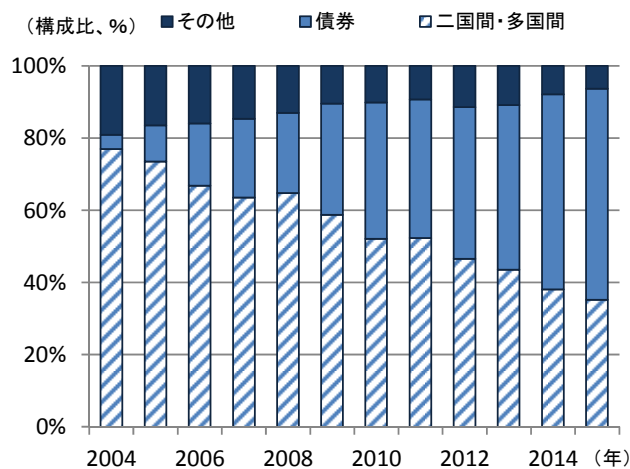
国債の売り圧力が高まった場合に考えられる影響は、第1に、国債金利上昇による政府の利払い負

図表6 公的対外債務/GNI



(注) 公的対外債務は政府および中央銀行の対外債務の合計。  
(資料) インドネシア中央銀行、IMF、CEIC data

図表7 調達方法別内訳



(資料) インドネシア中央銀行

担の増加と、第2に国債の価格下落による銀行のバランスシートの悪化である。

第1の利払い負担がどの程度増大するかについて検討するため、まず過去において国債の売り圧力が高まった際の金利水準をみる。データの取得が可能な範囲内で最も国債の金利が上昇した局面はリーマン・ショック後の2008年10月で、例えば10年物国債の金利は20%超に達した(図表9)。

仮に2008年10月と同程度の水準まで金利が上昇したと仮定して簡易的に試算した<sup>6</sup>ところ、2014年のDSRは約1.7%上昇するとの結果が得られた。仮にDSRが1.7%上昇しても、インドネシアの対外債務のDSRは図表4で示した警戒レンジの手前にとどまり、返済能力に著しい懸念があるとみなされるほどの水準には達しない。本試算は、利払い負担などについてかなり大まかな仮定を置いたものであり、結果については幅を持ってみる必要はあるものの、DSRが警戒レンジの上限である39%を超えるほどの深刻な事態に至るリスクは大きくないだろう。

第2の銀行のバランスシートへの影響については、インドネシア中央銀行が行った国債価格の下落による国内金融機関のバランスシートの毀損リスクに関する試算によると、仮に国債価格が25%下落したと仮定しても自己資本比率は国際基準である8%以上に保たれるとの結果が示されている<sup>7</sup>(図表10)。

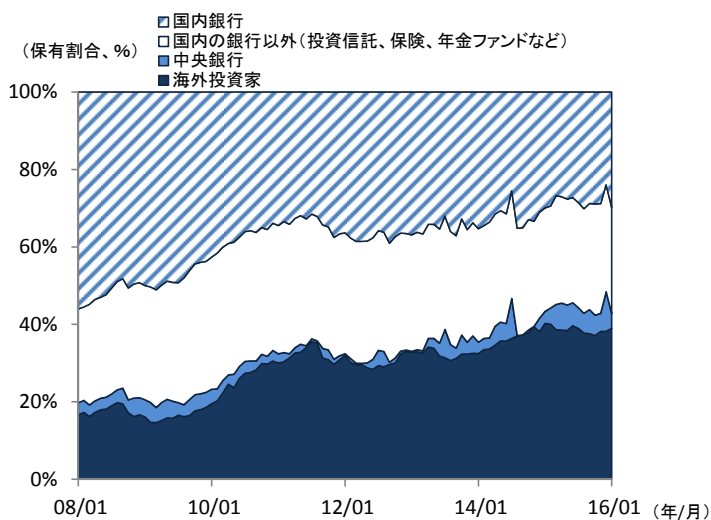
以上みてきたとおり、過去の状況や中央銀行の試算を基に検討したところ、現時点で想定できる範囲内の国債の金利上昇および国債価格下落幅であれば、対外債務の持続性、金融機関の健全性に甚大な影響をもたらすものではないと考えられる。

#### 4. 民間対外債務：通貨下落に脆弱だが、債務の内容や政策対応がリスクを抑制

##### (1) 民間対外債務の規模は足元で拡大、通貨のミスマッチの問題も生じている可能性

次に民間対外債務についてみると、金融機関以外の民間主体の債務増加によりGNI比でみた水準が2011年以降上昇傾向にあることがみてとれる(図表11)。さらに通貨別の内訳をみると、米ドル建てが91%と圧倒的な割合を占めており、次いで円建てが4%、ユーロ建てが1%となっており、民間対外債務の大部分は外貨建てとみられる。

図表8 国債の保有者別内訳



(資料)インドネシア財務省、CEIC data

図表9 10年物国債金利



(資料)Bloomberg

外貨建ての対外債務の割合が拡大している場合には、通貨のミスマッチが生じていると、為替の下落に伴い対外債務の返済負担が著しく増大することが懸念される<sup>8</sup>。

このリスクについて検討するため、まずインドネシアで通貨のミスマッチが発生しているかどうか考えてみたい。通貨のミスマッチは、外貨建てで資金を借り入れ、ヘッジなしに自国通貨建て資産に投資することで発生する。ただし、外貨建て収入がある輸出企業や外貨収入を生み出す資産に投資する企業の場合は、ヘッジされているのと同じ効果があるとみなすことができる。こうした前提を踏まえて、インドネシアの民間対外債務の業種別内訳をみると、最も高い割合を占めるのが金融、リース、ビジネスサービスであり、次いで製造業、鉱業、採掘業と続く（図表12）。インドネシアの通関輸出を品目別にみると6割以上が鉱業関連であるということを踏まえると、外貨建て債務の多くは、外貨収入がそれほど多くない内需型の企業を借り入れ主体としていると考えられる。また、2015年度のJBICのアンケート調査によると、インドネシアの日系企業のうち3割超がヘッジなどの手段を講じていないと回答しており、これらの状況を勘案すると、通貨のミスマッチの問題は発生しているとみられる<sup>9</sup>。

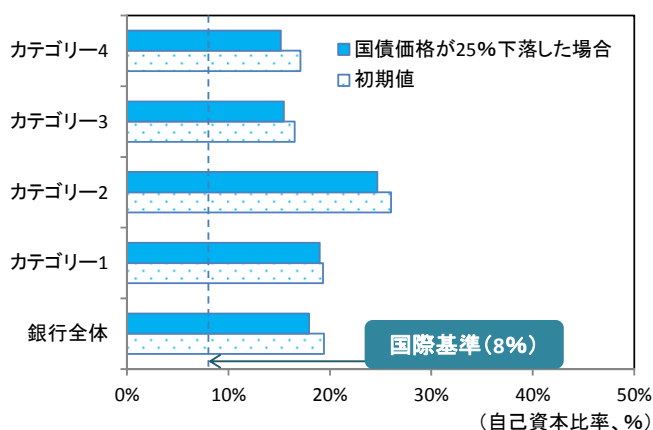
## （2）直接投資関連の債務の割合の拡大および政策対応が資金流出リスクを抑制

このように民間対外債務、特に外貨建ての対外債務が拡大傾向にあり、通貨のミスマッチも発生していると考えられる一方で、過去と比べて、ルピア安が進んでも企業の倒産やバランスシートの大幅な悪化につながりにくい状況も生じている。

第1に、民間対外債務全体に占める直接投資関連の債務の割合が高まっていることだ。2004年末と2015年末の状況を比較すると、直接投資関連の民間対外債務の割合は約15%程度から30%以上に上昇している（図表13）。こうした直接投資関連の債務は、証券投資などと比べて比較的足の長い貸出とみられ、リスクオフの局面でも流出しにくいと考えられる。実際、ヒアリングでは、こうした親子ローンを通じて引き揚げるのは難しいとのコメントが得られた。

第2に、アジア通貨危機やリーマン・ショックなどを経て、中央銀行による規制・監督体制が強化され、透明性が向上していることなどが挙げられる。

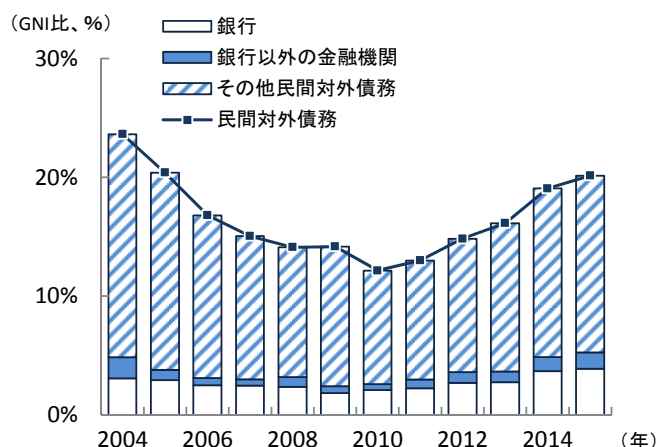
図表 10 国債価格下落の銀行への影響



(注)インドネシアでは銀行の業務範囲別に各銀行が取得するライセンスがカテゴリー1～4に分かれている。カテゴリー4の銀行の業務範囲が最も幅広く、カテゴリー1の銀行の業務範囲が最も限定されている。

(資料)インドネシア中央銀行

図表 11 民間対外債務/GNI



(資料)インドネシア中央銀行、インドネシア中央統計局、CEIC data

まずは、アジア通貨危機時に、対外債務に関する詳細を政府および中央銀行などの監督機関が詳細に管理・監督しきれなかったことが危機を増幅したという反省から、アジア通貨危機後、金融機関に対するモニタリング体制が強化され、健全性を高めるための各種規制が導入された（図表 14）。例えば、海外からの1年以内の短期借入は銀行の資本の30%以内に制限され、ネットポジションは資本の20%以内に収めるよう規制されている。また、外貨預金に対する準備率規制により、流動性が担保されている。

ヒアリングでは、対外債務に関する統計が1カ月に1度という頻度で更新および公表されており、こうしたデータの整備や状況の把握自体が透明性の向上に貢献しているとの声も聞かれた。

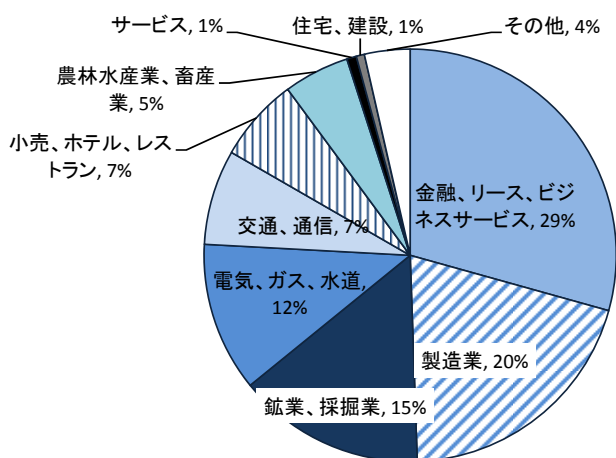
これに加え、近年、通貨のミスマッチの問題に対応するための新たな規制も導入された。例えば、ルピアの対米ドルレート下落が進んだ2014年に、中央銀行は、純外貨建て負債の20%をヘッジすることを義務付けるなどの規制を発表した。一部の外貨建て債務をヘッジすることにより、通貨が急激に下落した際、バランスシートを悪化させる影響を緩和する効果が期待できる。ヒアリングにおいても、通貨のミスマッチの問題については規制当局も強く認識しており、将来的なルピア安リスクを管理する政策が打たれているとして評価できるとの声が多く聞かれた。

ただし、四半期に1度の外貨建て資産・負債の報告義務、莫大なヘッジコストなど、企業の負担が大き過ぎるとの声もある。新たな規制導入前後における企業とのコミュニケーションの強化はもちろん、政府と中央銀行が協力して企業の負担軽減策についても同時に検討するなど、事業環境を改善するための政策も必要であろう。

## 5. 通貨下落に対するぜい弱性は残るも、その影響は一定程度抑制

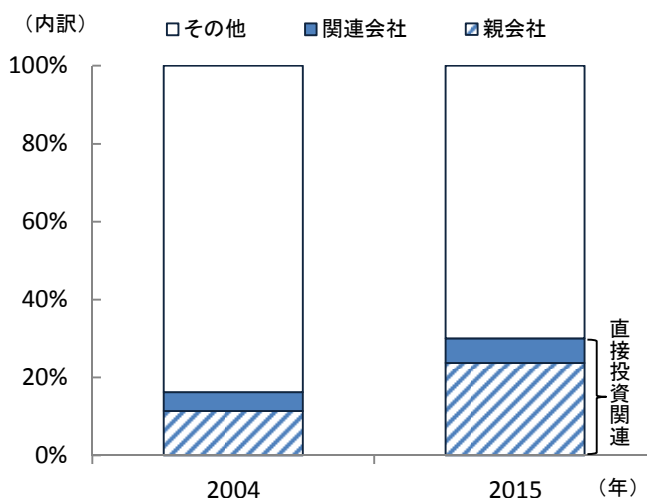
本稿でみてきたとおり、公的対外債務についてはその調達方法に関連してリスクがあり、民間対外債務については通貨のミスマッチが発生しているという点でリスクがある。ただし、いずれのリスクも深刻な影響を及ぼしうるレベルには達しておらず、セーフティネットの充実化も図られている（図表15）。

図表 12 民間対外債務（業種別内訳）



(資料) インドネシア中央銀行

図表 13 民間対外債務（直接投資関連の割合）



(資料) インドネシア中央銀行

まず、公的債務については、国債での調達割合が増えており、外国人保有比率が高い点が懸念されるものの、リーマンショック時程度であれば、国債の金利上昇や価格暴落がにわかに公的機関の債務返済能力への懸念を高めたり、金融機関のバランスシートの健全性を大きく毀損したりするレベルではない。

また、民間対外債務については、直接投資関連の足の長い債務が増えていることや、金融機関の対外債務や貸付に対するモニタリングや規制の強化、企業の外貨建て対外債務に対するヘッジ規制の導入などにより、急激な資金流出や通貨安への耐性は着実に高まっていると評価できる。

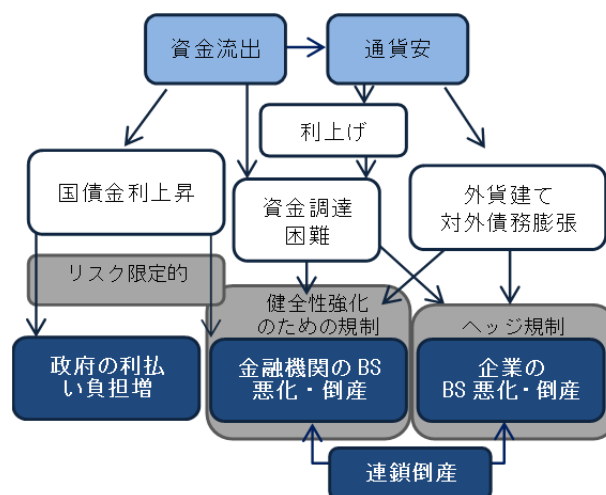
以上みてきたとおり、インドネシアが急激な資金流出や通貨安圧力に見舞われたとしても、ただちに危機的な状況に陥るわけではないと考えられる。ただし、仮に中国経済の大幅な下振れリスクの顕在化などを契機に新興国不安が高まり、資金流出および通貨安の圧力が大規模かつ長期化することとなれば、インドネシアの対外債務への影響も無視できなくなる可能性は高い。このため、こうした状況につながる国際金融市場のリスク、インドネシア政府の改革の行方、対外債務の水準とこれに対するセーフティネット整備の状況を引き続き注視していく必要がある。

図表 14 銀行に対する規制

<p>●短期対外借入に対する規制</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・非居住者からの短期<sup>※1</sup>借入<sup>※2</sup>を自己資本の30%以内に抑える</li> <li>※1:1年以内に返済期限が到来する借入</li> <li>※2:ルピア建て、外貨建ての両方</li> </ul>
<p>●ネット・オープン・ポジション規制</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・外貨建ての資産と負債の差を自己資本の20%以内に抑える</li> </ul>
<p>●流動性規制</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・外貨預金に対する準備率規制</li> <li>・2000年以降3%、2009年に一時1%に引き下げられたが、2011年に8%に引き上げ</li> </ul>
<p>●その他透明性、健全性強化のための規制</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・関連会社融資に対する規制を強化</li> <li>・経営状況を示す各種資料提出または公表を義務付け</li> <li>例)財務諸表(四半期に1度公表)、流動性の状況を報告(月に2回報告)</li> </ul>

(資料)インドネシア中央銀行、IMF、現地報道等

図表 15 資金流出・通貨安とセーフティネット



(資料)みずほ総合研究所

1 なお、通貨安の場合、輸入物価の上昇を通じたインフレの加速も懸念される。ただし、2016年初来の国際金融市場の動きを踏まえると、市場のリスク回避姿勢が強まる局面では、新興国通貨安と原油価格の下落が同時に発生するとみられ、原油価格の下落が通貨安によるインフレ上昇圧力を相殺することが想定される。こうした考えに基づいて、本稿では通貨安によるインフレへの影響への考察を省略し、分析の対象を対外債務に限定した。

2 本稿執筆にあたり、東南アジアの統括拠点としての機能を有するシンガポールにて、エコノミストや日系企業関係者へのヒアリング調査を実施した。

3 詳細は、Reinhart Carmen, Kenneth Rogoff, and Miguel Savastano “Debt Intolerance,” (NBER Working Paper Series, 2003) 参照。

4 詳細は、IMF “Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability” (Mar, 2000) 参照。

5 詳細は、Solberg, Ronald L., ed. “Country Risk Analysis: A Handbook” (Routledge, 1992) 参照。

6 「2014年の公的対外債務の利払い総額」×(公的対外債務のうち、国債での調達の割合)×(金利B/金利A) = 「リスク顕在化時の利払い総額」とした。なお、「金利B」はリスク顕在化時の金利、「金利A」は2014年の平均国債金利。

7 詳細は、Bank Indonesia “Financial Stability Review No.23” (Sep, 2014) を参照。

8 通貨のミスマッチに関する記述は、稲垣博史(2015)「通貨下落後のマレーシア経済展望～リンギ下落の影響により輸出主導で底堅く推移～」(みずほ総合研究所『みずほインサイト』2015年12月24日)を参考にした。

9 国際協力機構(JBIC)「わが国製造業企業の海外事業展開に関する調査報告ー2015年度 海外直接投資アンケート結



---

果（第27回）」（2015年12月）によると、長期資金の調達から生じる為替リスクについて、「為替リスクは認識しているが、特段対応していない」と答えた企業の割合は約38%（回答企業社数53社）に上った。調査対象となっている東南アジア諸国の中では、フィリピンの45%（回答企業社数11社）に次いで高い割合であった。

●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、商品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。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。