

## インドネシア: 中銀は「財政ファイナンス」を厭わず政策運営はギャンブルの様相

～金融市場の安定下では問題視されないが、動揺への耐性低下などのリスクにはこれまで以上に注意～

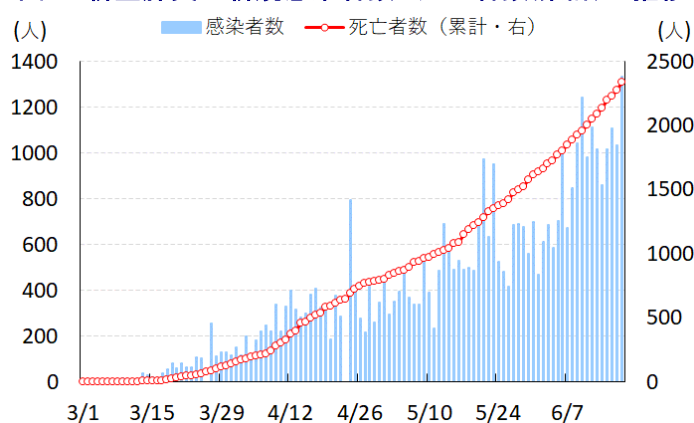
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

### (要旨)

- 新型肺炎の感染拡大の中心地は足下で新興国にシフトするなか、インドネシアでは外出制限措置が採られるも感染収束が見通せない状況が続く。今月初めには首都ジャカルタで拡大再生産数低下を理由に制限緩和に動いたが、結果的に感染拡大が強まり、同国は感染者、死者ともに ASEAN 最大となっている。政府は巨額の財政出動を通じた景気下支えに動いているが、「双子の赤字」を抱えるなかで一段の悪化リスクを孕んでいる。足下は「非常時」故に仕方ない面がある一方、その先を見据えた冷静な対応が必要になるであろう。
- 国際金融市場が落ち着きを取り戻してルピア相場も底入れするなか、中銀は 18 日の定例会合で追加利下げを決定したほか、預金準備率への付利も実施する。さらに、景気下支えの観点から財政ファイナンスを肯定する姿勢をみせた。長期金利は一時に比べて低下するも、金融市場の混乱前の水準を上回るなど効果は道半ばである。金融市場の混乱への耐性低下などのリスクに注意する必要性はこれまで以上に高まっている。

昨年末に中国で発見された新型コロナウイルス (SARS-CoV-2) を巡っては、足下では感染拡大の中心地が新興国にシフトしており、医療インフラが脆弱な上、今後は季節が冬に移行する南半球での感染拡大は事態収束を困難にすることが懸念される。なお、インドネシアでは新型肺炎の感染者の発見が 3 月末と ASEAN (東南アジア諸国連合) 内では遅かったものの、その後は周辺国を上回るペースで感染が拡大したほか、足下では感染拡大ペースが加速するなど感染爆発が懸念されている。結果、足下では累計の感染者数は 4.2 万人を上回っているほか、死亡者数も 2300 人を上回るなど、ともに ASEAN 10ヶ国のなかで最も多くなるなど、同国は東南アジアにおける感染拡大の中心地となっている。同国内での感染拡大の中心地となっている首都ジャカルタでは、非常事態宣言を発令して移動制限や娯楽施設の閉鎖、公共交通機関の利用制限及び罰則付きの行動制限措置など事実上の都市封鎖措置が採られた。

図 1 新型肺炎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

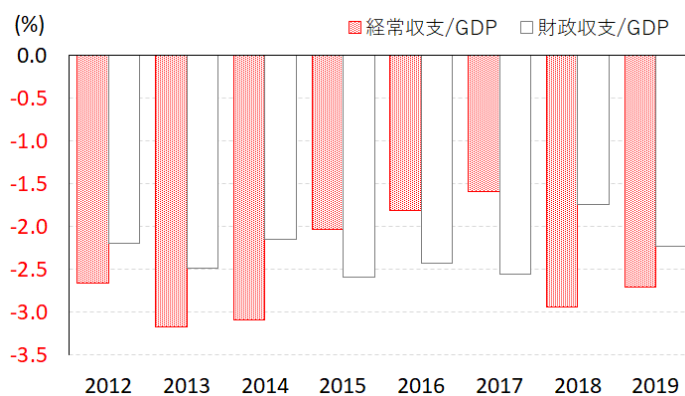
さらに、感染流入の阻止を目的に外国人による入国の全面禁止のほか、感染爆発のきっかけになることが懸念されたラマダン (断食月) 期間の帰省禁止や国内外への旅行禁止など、国内外を対象に移動制限を課す措置が採られた。こうした一連の感染対策にも拘らず新型肺炎を巡る状況は改善の見通しが立たない一方、都市封鎖措置の長期化により経済への悪

影響は必至となっている。こうしたなか、首都ジャカルタでは「実効再生産数」が1未満に低下したことを理由に今月初めから行動制限措置が一部緩和されたほか、今月中旬にはショッピングモールの営業が再開されるなど、経済活動の正常化を模索する動きが広がっている。ただし、ヒトの移動が活発化したことを受けて足下の感染者数の拡大ペースは加速感を強めており、今後は事態が一段と厳しさを増すことも懸念される。なお、同国のみならず多くの新興国が感染対策と経済活動との間で難しい選択を迫られる場面に直面しているものの、最初の感染拡大の中心地となった上に『ポスト・コロナ』のフロントランナーを走る中国さえも依然として不透明な上、その他の新興国ではおおむね成功とは言い難い状況にあるなど現時点において評価は難しい。社会経済格差が大きい新興国においては、経済活動の停止が貧困層や低所得者層に悪影響を与えやすく社会不安の増大に繋がるリスクに加え、医療分野をはじめとするインフラの差を勘案すれば、新興国に先進

国同様の防疫措置を求めることは酷と判断出来る。他方、新興国において感染拡大が長期化すれば、先行きにおいて先進国での感染拡大の『第2波』ないし『第3波』を招く端緒となる可能性もあるほか、各国の景気低迷が一段と深刻化することも懸念される。そうしたことから、政府は2月末以降逐次的に全体でGDP比4%を上回る規模の景気刺激策を発表し、その大宗を国債発行で資金調達する方針を示しており、財政赤字と経常赤字の『双子の赤字』を抱えるなかで経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）のさらなる悪化は避けられそうにない。なお、足下の状況が『非常時』である上、全世界的な金融緩和による『カネ余り』が続く環境下ではこうした対応を続けることは可能と見込まれる一方、先行きについては『ポスト・コロナ』を見据えつつ慎重な対応を迫られることに注意が必要と言えよう。

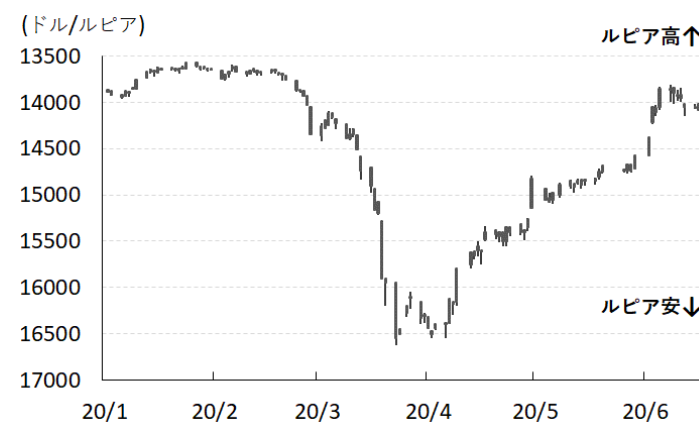
なお、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）による世界経済の減速懸念の高まりを受けて国際金融市場は大きく動揺し、新興国を中心に資金流出圧力が強まった結果、通貨ルピア相場は3月中旬に一時アジア通貨危機以来の安値を更新するなど、インドネシアも大幅な資金流出に直面した。しかし、上述のように足下のインドネシア国内の新型肺炎を巡る状況は事態收拾にほど遠いものの、米FRB（連邦準備制度理事会）をはじめ全世界的な金融緩和による『カネ余り』に加え、先進国での経済活動再開の動きを追い風に世界経済の回復期

図2 経常収支及び財政収支の対GDP比の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成

図3 ルピア相場(対ドル)の推移

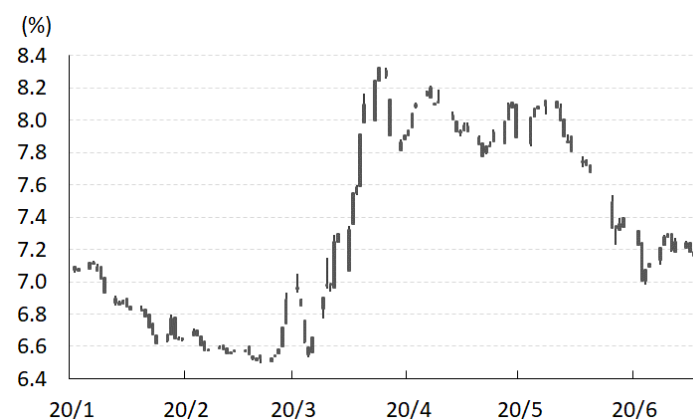


(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

待が高まっていることを受けて国際金融市場は落ち着きを取り戻しており、その後のルピア相場は底入れするなど資金回帰の動きがみられる。結果、中銀は4月及び5月の定例会合では為替相場の安定を重視する観点から政策金利を据え置かざるを得なかったものの、18日の定例会合では政策金利を3会合ぶりに25bp引き下げて4.25%と2018年4月以来約2年強ぶりの低水準となる。加えて8月1日付で金融機関による預金準備に対して年1.5%の付利を実施することを決定し、新型コロナウイルス感染拡大による景気悪化に伴う債務再編圧力に直面する金融機関の負担軽減を狙ったものと考えられる。その上で、景気回復に加えてマクロ経済及び金融市場の安定を図るべく政府と政策調整を図るため、「本行はプライマリー市場での国債購入により財政資金供給を図るとともに、銀行セクターへの資金供給により債務再編の強化を図り、景気回復の道筋を付ける」とするなど『財政ファイナンス』を肯定する姿勢を示した。世界経済については「新型コロナウイルスの感染拡大ペースの鈍化を受けて国際金融市場の不透明感は後退しているが、依然として世界経済は縮小が続いている」との認識を示した上で、同国経済については「第2四半期も下振れは避けられない」との見方を示し、「今年の経済成長率は+0.9~1.9%になる」との見通しを示した。他方、対外収支については引き続き「堅牢さを維持している」とした上で、今年通年の経常赤字幅は「GDP比▲1.5%に縮小する（以前の見通しは同▲3.0~▲2.5%）」との見方を示している。また、ルピア相場についても「資金回帰の動きを反映して強含んでいる」とした上で、物価動向について「低位安定で推移しており、今年及び来年ともに目標域（ $3 \pm 1\%$ ）の範囲内に収まる」との見通しを示した。さらに、会合後に記者会見に臨んだ同行のペリー（Perry）総裁は、今回の利下げ決定について「景気動向と新型コロナウイルスの状況を勘案したもの」との考えを示すとともに、先行きについて「利下げ余地がある」と述べた上で「利下げ余地は物価動向や経常赤字の動向、景気下支えの必要性が左右する」との見方を示した。その上で、「量的緩和政策は継続する」としたほか、「政府の計画（国家経済復興計画）を支えるべく国債購入を継続する」と述べるなど、財政ファイナンスの深掘りを示唆する考えを示した。また、先行きの景気については「経済活動の再開度合いや政府の景気刺激策の進捗動向が左右する」とした上で、足下のルピア相場について「依然過小評価されており、潜在的に上昇が期待される」との見方を示すなど、国際金融市場の動向を楽観視している様子がうかがえる。一方、政府（スリ・ムルヤニ（Sri Mulyani）財務相）は今年の経済成長率見通しについて「▲0.4~+1.0%」になるとの見方を示す

など、中銀の見通しに比べて弱気であり、中銀はさらなる景気下支えに向けた対応を迫られることも考えられる。中銀による財政ファイナンスの動きを受けて長期金利は一時に比べて低下しているものの、依然として国際金融市場の混乱前の水準を上回るなど現時点で効果は半ばと判断出来る。ただし、『双子の赤字』を抱えるなど経済のファンダメンタルズが脆弱な同国がこうした『賭け』に近い政策運営を行っていることは、金融市場の動揺に対する耐性を一段と

図4 長期金利(10年債利回りの推移



(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

---

低下させるリスクをはらんでいる点に注意する必要がある。

以 上

---

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。

