

第8章

アジア金融危機後のインドネシア経済の課題

——国際資本移動と銀行部門——

小松 正昭

はじめに

インドネシア経済は1980年代から1996年まで、年率7%から8%の高い成長を遂げたが、アジア金融危機によって成長率は1998年にはマイナス13.5%へと下落した。危機の混乱から脱した2000年以降も経済停滞は続き、経済成長率は2000年代半ばまで4%前後にとどまっていた。その後、2007年にかけては年率5%強の成長率へと、さらなる回復をみせていた⁽¹⁾。インドネシア経済はかつての高成長から、危機後10年の長期間を経て中成長へと回復しつつあった。

アジア金融危機後、インドネシアは変動相場制とインフレターゲット政策を導入し、中央銀行および金融政策の独立を確保することによって、より強靱な経済政策の枠組みを構築してきたと、一般的には考えられている。しかし、それにもかかわらず、インドネシア経済は周りのアジア金融危機に陥った国々と比較して、危機後の回復が遅れたが、その原因はどこにあったのだろうか。

その第1の要因は、危機をきっかけとして生じた政治の混乱である。30年以上の長きにわたったスハルト政権は1998年に終わりを遂げた。スハルト時代のいわゆる「開発国家体制」から「民主主義体制」への移行は、ハビビ、

グスドゥール、メガワティ、ユドヨノの4代の大統領を経て、徐々に定着しつつある。ユドヨノ政権は2期目に入り、政治的安定度は大きく改善した。しかし、最近の財務大臣スリムリヤニおよび前中央銀行総裁（現副大統領）ブディオノに対する議会の批判をみていると、テクノクラティックな経済運営と金融政策の独立が、今後とも維持されていくかどうかに関して一抹の不安が生ずる。第2の要因は、インドネシア経済が危機によって崩壊してしまったために、金融部門を中心にして経済システムそのものの回復に時間がかかったと考えられる点である。とくに銀行部門は、アジア危機によって総資産の約3分の2が不良資産化し、その後、今日まで金融機能が完全には回復していない。第3の要因としては、危機によって発生した国際的な資本の流出圧力が、危機後10年間も続き、経済回復の足かせとなったとみられる点である。

本論では、アジア金融危機後のインドネシア経済の回復が遅れた原因として、上記3つの要因のうち、政治的要因を除く2つの点を検討する。すなわち、ひとつは国際資本の流出圧力が大きくかつ長引いたことが、インドネシアの経済回復に影響を与えたのではないかという点である。もうひとつは、危機によって大きく低下した銀行部門の金融仲介機能と経済回復の関係である。そして、そこからみえてくる政策上の懸念は、アジア金融危機後に導入された変動相場制とインフレターゲット政策を維持すれば、金融危機から隔離され、安定的な経済発展が図れると考えるのは、早急にすぎるかもしれないという点である。

本論の構成は以下のとおりである。第1節では、国民所得構造の動向と国際資本移動の関係を議論する。第2節では、インドネシアの国際資本の動きとその要因を検討したうえで、国際資本の流出圧力がインドネシア経済にどのような影響を与えているかを検討する。さらに第3節では、危機後の銀行部門の金融仲介機能と貸し出し構造の問題点を検討し、さらに現行の金融政策の枠組みであるインフレターゲット政策がもたらす制約を検討する。最後の節はまとめである。

第1節 国民所得構造の変化

本節では、インドネシアの危機後の経済構造を特徴づける要因を、主要な国際資本移動項目の動きと関連づけて考えてみたい⁽²⁾。

まず国民所得の構造を、アジア金融危機の前と後でどう変化したかみてみよう。国内貯蓄から国内投資を差し引いた貯蓄投資ギャップは、1990年代前半までは一貫してGDP比で1%から3%の黒字であった。それはインドネシアが石油輸出国であったためである。しかし、1990年代半ばから1997年までは赤字に転換している⁽³⁾。その原因は、1990年代の経済ブームのなかで、家計消費と国内投資の比率が上昇したためである（表1参照）。この背景にあるものは、後で述べるように、貯蓄投資ギャップをはるかに上回る海外資本流入であった。巨額の海外資本の流入が高消費と高投資を可能にしたのである。

危機後、貯蓄投資ギャップは突然大幅黒字に転換した。1998年にはGDP比でプラスの9.75%に達し、その後も2001年までほぼ9%を超える黒字を続けた。そして貯蓄投資ギャップは、2008年の時点でも黒字を続けている。これは危機によって発生した海外資本の逆流によってもたらされたものである。海外資本の流れは、危機前の1996年の100億ドルの純流入から、危機後の1998年には96億ドルの純流出へと、約200億ドルもスウィングした。これが、国内の投資を中心に内需を大幅に低下させることになったのである。この結果、輸入はこの期間にドル・ベースで約3分の1も低下した。危機による巨額の海外資本の流出が「暴力的に輸入（同時に投資および消費）を減少させ」、経常収支を黒字化したのである⁽⁴⁾。

とくに投資（固定資本形成に在庫増減を加えたもの）は、GDP比で見ると、危機前の約35%から1999年には11%へと約3分の1の水準にまで低下した。その後2003年には25%前後まで回復したが、2008年の時点でもほぼこの水準にとどまっている。投資水準は危機前に比べて10ポイントも低下したまま、

表1 国民所得の構造

(対 GDP 比, %)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
家計消費	57.72	57.11	53.12	54.39	54.99	52.31	58.51	59.68	61.58	62.36	61.68
政府消費	9.43	8.98	9.39	8.99	9.13	9.52	9.02	8.11	7.83	7.57	6.84
固定資本形成	24.86	25.95	27.39	28.32	28.08	27.25	26.28	27.57	28.43	29.6	28.31
在庫増減	6.43	5.50	7.76	7.82	7.39	8.58	3.20	3.49	3.50	1.09	3.44
財サービス輸出	23.97	24.43	25.48	26.49	27.38	29.41	26.75	26.51	26.31	25.82	27.86
財サービス輸入	22.41	21.98	23.14	26.00	26.98	27.07	23.77	25.37	27.65	26.44	28.13
GDP	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
純要素所得	-4.68	-4.63	-4.50	-4.56	-4.36	-4.41	-3.81	-2.68	-2.94	-2.68	-2.92
GNI	95.32	95.37	95.5	95.44	95.64	95.59	89.79	97.32	97.06	97.32	97.08
国内貯蓄	32.85	33.91	37.48	36.62	35.87	38.18	32.46	32.20	30.59	30.08	31.48
国民貯蓄	28.17	29.27	32.99	32.06	31.51	33.77	28.66	29.52	27.65	27.40	28.55
投資	31.29	31.46	35.14	36.13	35.47	35.83	29.48	31.06	31.93	30.69	31.75
国内貯蓄-投資	1.56	2.45	2.34	0.49	0.40	2.34	2.99	1.15	-1.33	-0.62	-0.28
国民貯蓄-投資	-3.12	-2.18	-2.16	-4.07	-3.96	-2.07	-0.82	-1.54	-4.28	-3.30	-3.20

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007*	2008*
家計消費	67.78	73.94	61.65	61.73	66.12	67.38	66.77	64.36	62.66	63.46	64.36
政府消費	5.69	6.60	6.53	6.73	7.10	8.04	8.32	8.11	8.63	8.33	8.11
固定資本形成	25.43	20.14	19.85	19.23	19.00	19.29	22.45	23.64	24.12	24.86	23.64
在庫増減	-8.65	-8.77	2.39	2.80	1.93	6.02	1.61	1.44	1.27	0.00	1.44
財サービス輸出	52.97	35.51	40.98	38.15	31.96	30.14	32.22	34.07	31.03	29.36	34.07
財サービス輸入	43.22	27.43	30.46	30.07	25.80	22.73	27.54	29.92	25.62	25.33	29.92
GDP	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
純要素所得	-5.64	-7.62	-6.63	-3.62	-2.93	-3.80	-4.59	-4.87	-4.26	-3.96	-4.87
GNI	94.36	92.38	93.37	96.38	97.07	96.20	95.41	95.13	95.74	96.04	95.13
国内貯蓄	26.52	19.45	31.82	31.54	26.79	24.58	24.91	27.53	28.71	28.21	27.53
国民貯蓄	20.89	11.83	25.19	27.91	23.86	20.78	20.32	22.66	24.45	24.25	22.66
投資	16.77	11.37	22.25	22.03	20.93	25.31	24.06	25.08	25.39	24.86	25.08
国内貯蓄-投資	9.75	8.08	9.57	9.51	5.86	-0.73	0.85	2.45	3.32	3.34	4.87
国民貯蓄-投資	4.11	0.47	2.94	5.88	2.93	-4.53	-3.74	-2.42	-0.94	-0.61	-2.42

(出所) IMF, International Financial Statistics, CD-ROM Nov. 2008。

(注) * 暫定値。

今日まで回復していないのである。この低い投資水準は、インドネシア経済の回復を遅らせる大きな要因となった。次節で詳述するように、インドネシアでは、2008年のサブプライム危機をきっかけに資本流出圧力が再び顕在化し、海外資本の動向に対する脆弱性を再認識することになった。内外資本移動に対して脆弱な経済体質は、インドネシア経済の安定的発展にとって、引き続き深刻な問題点として残されている。

第2節 国際収支構造の変化

1. 国際収支構造の変化

前節では、海外資本の動きが国民所得に重要な影響を与えているのではないかという問題を提起した。本節では、詳細に国際収支の動き、とくに資本収支の内容とその動きを検討し、その経済への影響を考えてみたい。

まずインドネシアの国際収支の全体的な推移をみてみよう。1997年のアジア金融危機以前は、経常収支の赤字基調が続いており、一方で資本収支が黒字基調となっていた（表2参照）。資本収支の内容をみると、1980年代前半までは資本収支の主な項目は対外援助であったが、1980年代後半からは経済の高成長、金融自由化政策などを背景として、巨額の民間資金が流入することになり、民間資本が資本収支のなかで主要な役割を果たすようになった。民間資本流入は、援助資金や輸入金融のように、直接的に輸入材や投資財をファイナンスするものだけではなく、後で説明する金利裁定に基づく国際資金の移動を多く含んでいた。これらの資金は、インドネシアの民間企業部門、資本市場、銀行市場に流れ込み、当時の経済ブームのなかで民間部門の投資と消費をファイナンスし、同時に輸入を増加させ、経常収支赤字をもたらしたと考えられる。

表2の国際収支表をみると、この動きがよくわかる。1990年代前半には、

表2 資本収支

(100万ドル)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
経常収支	-1,923.00	-3,911.00	-2,098.00	-1,397.00	-1,108.00	-2,988.00	-4,260.00	-2,780.00	-2,106.00	-2,792.00	-6,431.00	-7,663.00
財サービスマス収支	1,531.00	-954.00	1,299.00	2,441.00	3,100.00	1,784.00	1,059.00	2,313.00	2,344.00	1,282.00	-1,538.00	-2,582.00
要素所得(負債)	-4,310.00	-3,948.00	-4,215.00	-4,584.00	-5,109.00	-5,593.00	-6,498.00	-6,482.00	-6,015.00	-5,741.00	-7,180.00	-7,218.00
移転収支	88.00	259.00	257.00	254.00	339.00	418.00	262.00	571.00	537.00	619.00	981.00	937.00
資本収支	1,782.00	4,177.00	3,481.00	2,217.00	2,918.00	4,495.00	5,697.00	6,129.00	5,632.00	3,839.00	1,025.00	10,847.00
直接投資(海外向け)	...	...	...	...	...	...	...	...	...	-356.00	-603.00	-600.00
直接投資(国内向け)	310.00	258.00	385.00	576.00	682.00	1,093.00	1,482.00	1,777.00	2,004.00	2,109.00	4,346.00	6,194.00
ポトフォリオ投資(海外向け)	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
株式投資	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
債券投資	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
ポトフォリオ投資(国内向け)	-35.00	268.00	-88.00	-98.00	-173.00	-93.00	-12.00	-88.00	1,805.00	3,877.00	4,100.00	5,005.00
株式投資	...	...	...	...	...	...	...	...	1,805.00	1,900.00	1,493.00	1,819.00
債券投資	-35.00	268.00	-88.00	-98.00	-173.00	-93.00	-12.00	-88.00	...	1,977.00	2,607.00	3,186.00
その他投資(海外向け)	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
金融当局	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
政府	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
商業銀行	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
その他	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
その他投資(国内向け)	1,507.00	3,651.00	3,184.00	1,739.00	2,409.00	3,495.00	4,227.00	4,440.00	2,179.00	-1,538.00	2,416.00	2,48.00
金融当局	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
政府	1,747.00	2,618.00	2,021.00	1,908.00	2,777.00	474.00	1,299.00	858.00	...	137.00	6.00	-663.00
商業銀行	...	...	...	...	...	...	...	...	1,357.00	527.00	1,953.00	-758.00
その他	-240.00	1,033.00	1,163.00	-169.00	-368.00	3,021.00	2,928.00	3,582.00	270.00	-2,202.00	457.00	1,669.00
誤差脱漏	651.23	-1,269.41	-753.49	-932.85	-1,315.45	744.15	91.23	-1,279.42	-2,931.58	-263.44	-2,254.64	1,318.72
合計	510.23	-1,003.41	629.52	-112.85	494.55	2,251.15	1,528.23	2,069.58	594.42	783.56	1,573.36	4,502.72
外貨準備増減	-510.23	1,003.41	-629.52	112.85	-494.55	-2,251.15	-1,528.23	-2,069.58	-594.42	-783.56	-1,573.36	-4,502.72
外貨準備	-125.67	1,003.41	-1,233.33	167.07	-494.55	-2,087.86	-1,209.72	-1,908.81	-594.42	-783.56	-1,573.36	-4,502.72
Use of Fund credit and loans	-384.56	...	603.82	-54.21	...	-163.28	-318.52	-160.78	...	...	...	...
Exceptional financing	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
参考: rupiah per U.S. dollar	1,110.58	1,282.56	1,643.85	1,685.70	1,770.06	1,842.81	1,950.32	2,029.92	2,087.10	2,160.75	2,248.61	2,342.30

(表2 続き)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
経常収支	-4,889.00	4,086.97	5,782.90	7,992.09	6,900.92	7,823.52	8,106.79	1,563.02	277.35	10,859.50	10,492.60	285.14
財サービス収支	409.00	10,819.60	12,866.00	14,619.10	12,316.40	13,131.30	12,455.50	11,341.40	8,411.23	19,786.00	20,913.20	10,171.40
要素所得(負債)	-8,187.00	-10,098.80	-10,887.20	-10,900.90	-8,939.90	-8,365.46	-7,271.95	-12,912.30	-15,264.30	-16,376.80	-18,993.80	-18,882.70
移転収支	1,034.00	1,466.35	1,913.60	1,816.40	1,520.00	2,210.45	2,052.69	2,432.77	5,992.54	6,078.80	6,800.50	7,373.16
資本収支	-603.00	-9,633.10	-5,944.30	-7,895.80	-7,616.92	-1,103.08	-949.46	-667.05	-2,586.38	2,674.46	3,044.70	-1,648.10
直接投資(海外向け)	-178.00	...	...	...	...	...	...	-3,068.00	-3,065.00	-2,725.75	6,675.15	-5,899.73
直接投資(国内向け)	4,677.00	-240.80	-1,865.62	-4,550.36	-2,977.39	145.09	-596.92	1,896.08	8,336.26	4,914.20	4,927.47	8,698.41
ポータルフォワード投資(海外向け)	...	...	...	...	...	...	...	353.00	-1,080.00	-1,830.49	-4,415.28	-1,294.39
株式投資	...	...	...	...	...	...	...	-106.00	38.00	10.48	-216.74	-297.90
債券投資	...	...	...	...	...	...	...	459.00	-1,118.00	-1,840.97	-4,198.54	-996.50
ポータルフォワード投資(国内向け)	-2,632.00	-1,878.00	-1,792.35	-1,910.73	-243.80	1,221.85	2,251.29	4,056.16	5,269.59	6,107.12	9,981.36	3,014.91
株式投資	-4,987.00	-4,371.00	-782.35	-1,021.18	442.09	876.55	1,130.49	2,042.53	-165.27	1,897.59	3,558.95	322.48
債券投資	2,355.00	2,493.00	-1,010.00	-889.55	-685.89	345.30	1,120.80	2,013.63	5,434.86	4,209.53	6,422.41	2,692.44
その他投資(海外向け)	...	-44.00	-72.00	-150.00	-125.00	-500.00	-5.00	985.00	-8,645.96	-1,586.79	-4,485.66	-9,976.83
金融当局	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
政府	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
商業銀行	...	...	...	...	...	...	...	1,701.00	-4,662.00	1,719.01	2,334.48	-4,051.83
その他	...	-44.00	-72.00	-150.00	-125.00	-500.00	-5.00	-716.00	-3,983.96	-3,305.80	-6,820.14	-5,925.00
その他投資(国内向け)	-2,470.00	-7,470.30	-2,214.33	-1,284.71	-4,270.73	-1,970.02	-2,598.83	-4,549.29	-3,401.46	-2,203.82	-289.05	3,809.53
金融当局	...	...	...	...	...	...	...	-12.00	...	-528.39	-45.46	-71.26
政府	-265.00	4,209.50	3,979.14	2,093.69	634.60	456.53	-397.86	-5,200.85	-3,446.00	-1,967.16	-2,317.93	-1,365.42
商業銀行	-276.00	-2,304.60	124.66	-1,419.67	-1,866.64	-1,216.76	-68.96	678.24	-1,149.70	923.80	795.53	2,412.40
その他	-1,929.00	9,375.20	-6,318.13	-1,958.74	-3,038.69	-1,209.78	-2,132.01	-14.67	1,194.24	-632.07	1,278.80	2,833.81
誤差販運	-2,645.40	2,099.32	2,077.02	3,829.33	700.97	-1,762.56	-3,510.07	-3,094.00	-1,36.11	1,073.50	-1,377.67	-849.63
合計	-8,137.40	-3,436.81	1,915.62	3,925.62	-15.04	4,957.89	3,647.27	-2,198.03	-2,111.21	14,957.80	12,705.80	-1,918.15
外貨準備増減	8,137.40	3,436.81	-1,915.62	-3,925.62	15.04	-4,957.89	-3,647.27	2,198.03	2,111.21	-14,957.80	-12,705.80	1,918.15
外貨準備	5,112.60	-2,345.38	-3,286.15	-5,050.57	1,370.58	-4,009.60	-4,235.59	686.03	657.28	-6,903.26	-12,705.80	1,918.15
Use of Fund credit and loans	3,024.80	5,782.19	1,370.53	1,124.95	-1,355.54	-948.29	588.32	-1,007.05	-1,144.20	-8,054.53	...	...
Exceptional financing	...	...	...	...	...	...	...	2,519.05	2,598.12	...	...	...
参考: rupiah per U.S. dollar	2,909.38	10,013.60	7,855.15	8,421.77	10,260.80	9,311.19	8,577.13	8,938.85	9,704.74	9,159.32	9,141.00	9,698.96

(出所) 表1に同じ。

直接投資とともに、ポートフォリオ投資やその他投資（その他投資の中心は銀行借入れ）が、資本勘定の大きな部分を占めるに至っている。ポートフォリオ投資と銀行部門の借入れは、ともに金利裁定式に敏感に反応する。とくに注目すべきは、この資本勘定の黒字は、経常収支赤字を大きく上回っており、資本勘定が輸入などの実物取引と独立的に動きはじめていることを示している点である。これは、1980年代前半までの資金流入が援助や輸入金融中心で、財の輸入をファイナンスするものであったのとまったく異なっている。

1997年のアジア金融危機は、その後のインドネシアの国際収支構造を一変させた。1997、98年には、金融危機によって巨額の資本逃避が発生し、資本収支は一転して大幅な赤字となった。このため輸入と投資が大きく低下し、経常収支は大幅な黒字となった。この点は、前節で説明した「資本流出による経常収支の暴力的調整」メカニズムによるものである。インドネシアでは、この資本流出は危機後2000年代の半ばまで、10年近くの長期にわたって続いたのである。

資本収支のすべての項目が赤字となった理由は以下のとおりである。直接投資がマイナスになっているのは、海外企業の撤退だけでなく、主として直接投資に含まれている借入金について返済が発生しているためである⁽⁵⁾。ポートフォリオ投資がマイナスになっていることについては、非居住者による過去の株式および証券投資の売却が続いていたことを意味し、その他投資のマイナスの主な理由は、新規借入れを返済が上回っていたことを意味している。

このような巨額の資本流出は、銀行部門、企業部門に流動性危機をもたらし、経済活動を収縮させた。危機前には資本流入が経済ブームを牽引していたが、危機後は資本の流出が経済の急激な縮小をもたらしたのである。経常収支の黒字は、資本流出の結果、主として投資と輸入が削減されたことによって生じたものであって、経常収支構造が改善されたためではない。

2. 危機後の国際収支構造の変化

表2の国際収支統計をみると、危機後の経常収支の黒字基調、資本収支の赤字基調という構造は今日まで続いている。もしアジア金融危機を資本収支型危機と位置づけるならば、国際収支危機の原因は資本収支の側にあり、その解決のためには、資本収支勘定の構造上の要因が解き明かされなければならない。次にそれを検討してみよう。

その第1の要因は、先に述べた直接投資のかなりの部分、約3分の1強が借り入れに依存しているためである。この部分は投資が収益を生むと生まずとにかかわらず、長期にわたって返済義務を生み、資本流出圧力になるのである。第2の要因は、株式、債券などのポートフォリオ投資は、基本的にリスクに敏感な短期の投資であり、変動の大きい資金である。とくに債券投資の大半を占める中央銀行証券(SBI)は、その性格からきわめて短期の投資である。中央銀行証券は本来、商業銀行の流動性を調整し、インターバンク金利に影響を与えることを目的とする金融政策ツールである。しかし、中央銀行証券はソブリンリスクと同様で安全性が高く、かつ流動性の高い証券であるため、内外の投資家の金利裁定取引の対象となっているのである。インドネシアの国内金利(為替リスクを勘案した)が相対的に高いときには資本流入が発生するが、為替リスクが高まれば資金はただちに流出する。資本収支項目のなかで、ポートフォリオ投資はもっとも変動の激しい脆弱な資金である。第3の要因は、銀行借り入れを中心とするその他資金である。危機前は資本勘定の最大部分が銀行借り入れであった。危機後は、銀行からの借り入れはほぼ停止状態となったが、その一方で返済は続いたのである。さらにこれらの借入資金は金利支払いを伴い、この金利負担はGDP比で4%から5%に達した。

アジア金融危機の混乱が落ち着いた2000年代半ば以降の資本収支の動きをみると、直接投資などの資本流入は回復傾向をみせはじめているものの、そ

れを上回る資本流出の圧力が続いていることがわかる。また2000年代後半の資本流入のかなりの部分は、再び中央銀行証券やインドネシア国債などのポートフォリオ投資に向かっているが、これは足の速い投機資金である。2008年のサブプライム危機の際には、このポートフォリオ投資（非居住者の保有する中央銀行証券および国債の売却が中心とみられている）が、巨額の資本流出の原因となったのである。サブプライム危機の影響がもっとも大きかった2008年9月から10月にかけての1カ月間に、資本流出額は70億ドルに達し、それは外貨準備の約13%に当たる。

3. 海外資本流出入のメカニズム

前項で検討したインドネシアの資本収支が持つ脆弱な構造は、どこからきているのであろうか。また資本の流出入は、どのようなメカニズムによって決まるのであろうか。

資本収支構造の脆弱性の原因は、インドネシアの金融市場構造とプレーヤーにあると思われる。第1の原因は、内外の資本に対して国内の金融市場が未発達で小規模である点である。このため内外資本移動は、そのショックが増幅され、国内金融市場に大きな影響をもたらす。国際金融市場がグローバル化した今日、その影響はより深刻化している。第2の原因は、国際銀行の貸し出し姿勢である。アジア金融危機以前には、貸し出し余力の大きかった邦銀を中心とする国際銀行は、多額のインドネシア向け貸し出しを行っていた。とくに大型のドル建て融資はインドネシア国内では組成が難しいため、国際銀行が一手に引き受けを行っていた。そのほかにも、インドネシアの企業向けおよび銀行向けの短期貸し出しは巨額にのぼっていた。しかし、その後、邦銀をはじめとして国際銀行は貸し出し余力が大きく落ち込み、現在でも新規の貸し出しは限定的である。これが、インドネシアのその他資本収支を今日までマイナスにしている要因である。第3の原因は、民間経済における華僑ビジネスグループの存在の大きさである。インドネシアの華僑たちに

とって、引き続きインドネシアは投資収益率の高い国であるが、一方で大きなリスクを考慮しながら、資金を運用していると考えられている。これは国内の金融市場を未発達小規模にとどめているひとつの要因でもある。華僑グループにとっては、資金を内外市場のどこから調達するか、または内外市場のどこで運用するかは、日々のポートフォリオ判断なのである。第4の原因は、以下に説明する金利裁定式の動きそのものがヴォラタイルであるという点である。そのことは、内外金利差によって間接的に示されている、リスクプレミアムの大きな変動に示されている。リスクプレミアムの変動が大きいために、内外の資本移動が激しく変動し、資本収支構造が脆弱になると考えられるのである。

市場のプレーヤーが内外資本移動を決定するメカニズムについて、みてみよう。その基本的メカニズムは、内外の期待収益率の差を表す金利裁定式によって説明される⁶⁾。先に説明した中央銀行証券などへのポートフォリオ投資はその典型的な例であり、金利裁定によって大きく変動するという性格を持っている。その他投資の中心である銀行からの借り入れについてみると、インドネシア企業からみた場合、その資金調達は、国内で資金調達する場合と国際資本市場で資金調達する場合の、コストを比較して決定されると考えられる。また貸し手である国際銀行からみると、国際金融市場での運用利益率とリスクを勘案したうえで、インドネシア貸出利益率の差に依存すると考えられる。もちろん先に述べたように、国際銀行の貸し出しは、その貸し出し余力など他の条件によっても大きく左右されるが、ここでは基本的なメカニズムについて検討してみる。したがって、資本収支は、基本的には金利裁定式によって決まると考えてよいと思われる。

金利裁定式の基本式は以下のとおりである。

$$I = I^* + (E_{t+1} - E_t) / E_t + RP$$

ただし、

I : 国内金利 (ここでは3カ月物ルピア定期金利)

I^* : 国際金利 (ここでは3カ月物 LIBOR)

E_{t+1} : 1期後の期待為替レート, rp/\$ 表示

E_t : 当期の為替レート, rp/\$ 表示

RP : risk premium

上式は、期待為替レートの変化とリスクプレミアムを考慮した国内金利と海外金利の差によって、資本の流れが決まることを意味している。すなわち、期待為替レートとリスクプレミアムを考慮した後、国内金利が海外金利よりも高ければ、海外から資本が流入し、その逆であれば資金は海外に流出する。期待切り下げ率の数値は推計するのが難しいので、完全な予見 (perfect foresight) を仮定して、実現した為替レートを期待為替レートとして利用した。また、リスクプレミアムを明示的に表すデータはないので、ここでは上式の残差としてリスクプレミアムを推計している (表3参照)。ここで推計されたリスクプレミアムは、もし人々が期待為替レートに関して完全な予見を持っていたとすると、同時期に人々が認識していたインドネシアに対するリスクがどの程度であったかを示すことになる。

まず金融危機以前の1996年までの10年間の値をみても、推計されたリスクプレミアムは3.4%から12.5%ときわめて高い水準にとどまりつづけている。この時期には、経済自由化政策などによって、国際的格付け会社であるS & Pやムーディーズのインドネシアに対する格付けも大幅に改善しており、現実のマーケットの認識していたリスクプレミアムは低下していたはずであるのに、推計されたリスクプレミアムは調整されないままで、現実に国際金融市場で認識されていたリスクプレミアムと大きく掛け離れている。マーケットの認識ではインドネシアのリスクプレミアムは大幅に低下しているのに、金利裁定式はそのように反応していないのである。このような状況が長年継続すれば、インドネシアへの資金流入が発生することは自然の流れである。そして1980年代後半から1996年まで、金利裁定式の指し示すとおり、インドネシアへの巨額の資本流入が発生したのである。

表3 金利裁定関係

	rp 預金金利 3カ月定期 I	LIBOR 3カ月 I^*	rp 切り下げ 期末 $E^{\wedge \dagger}$	$I^* + \text{change } E$ $I^* + E^{\wedge}$	risk premium
1979	5.10	12.09	0.3	12.4	-7.3
1980	8.20	14.19	0.0	14.2	-6.0
1981	10.20	16.87	2.7	19.6	-9.4
1982	8.60	13.29	7.5	20.8	-12.2
1983	14.80	9.72	43.5	53.3	-38.5
1984	17.10	10.94	8.0	19.0	-1.9
1985	15.20	8.40	4.7	13.1	2.1
1986	14.60	6.86	45.9	52.7	-38.1
1987	17.50	7.18	0.5	7.7	9.8
1988	17.80	7.98	4.9	12.9	4.9
1989	17.10	9.28	3.8	13.1	4.0
1990	17.53	8.31	5.8	14.1	3.4
1991	23.32	5.99	4.8	10.8	12.5
1992	19.60	3.86	3.5	7.4	12.2
1993	14.55	3.29	2.3	5.6	8.9
1994	12.53	4.74	4.3	9.0	3.5
1995	16.72	6.04	4.9	10.9	5.8
1996	17.26	5.51	3.2	8.8	8.5
1997	20.01	5.76	95.1	100.9	-80.9
1998	39.07	5.59	72.6	78.2	-39.1
1999	25.74	5.41	-11.7	-6.3	32.0
2000	12.50	6.53	35.4	42.0	-29.5
2001	15.48	3.78	8.4	12.2	3.3
2002	15.50	1.79	-14.0	-12.2	27.7
2003	10.74	1.22	-5.3	-4.1	14.7
2004	6.43	1.62	9.7	11.4	-4.9
2005	8.16	3.56	5.8	9.4	-1.3
2006	9.71	5.40	-8.2	-3.0	14.4
2007	7.42	4.97	4.4	9.7	-1.7
2008	11.16	1.80	16.2	18.0	-6.8

(出所) IMF, International Financial Statistics, CD-ROM Sep. 2008, Dec. 2009.

(注) (1) 為替レートは期末値を利用した。

(2) $\dagger : E^{\wedge} = (E_{t+1} - E_t) / E_t$

その後、危機の発生によって、金利裁定式の期待為替切り下げ率が跳ね上がり、リスクプレミアムが急上昇したため、資本は急激にインドネシアから流出した。その後もインドネシアの経済混乱は続き、激しい資金の流出が続いた。

それでは、危機後しばらく経ち、経済状況がある程度落ち着きを取り戻した2000年以降は、金利裁定式の構造はどのようになっているであろうか。危機後、インドネシアは変動為替レート制に移行しており、この結果、為替レートはかなり変動している（ただし、表3の金利裁定式は、年ベースの数値を基にしており、資本の流出入の動向も年ベースの値を基に分析しているので、短期的な資本の流れは明確になっていない）。為替レート調整済みの内外金利差は、かつてのように何年もの長期にわたって一定の符号を示しておらず、したがって一方的に資本流入（または流出）が続くことはない。しかし問題は、リスクプレミアムの絶対値が大きく、かつプラスからマイナスへと年々大きく変動している点である。このことは市場の認識するリスクが、年々プラスからマイナスへと大きく変動していることを意味している。これが安定的な資金の流れを阻害し、時々の短期的な利ざやを目的とする投機資金の流入と資金の流出を招いているように思われる。この問題に対する基本的な対応策は、インドネシアの金融市場を発展させ、リスクを低下させることであろう。それによってリスクプレミアムの低下とそのスウィングの幅を縮小させ、安定的な金利裁定関係を築くことができると考えられる。もちろんそれには、ある程度の年月を必要とすることはいうまでもない。

2008年のサブプライム危機の際に再び発生した巨額の資本流出は、インドネシアの経済が内外資本移動にいかほど脆弱であるかを再認識させることになった。2009年1月のインドネシア金融当局へのヒアリングによると、アメリカのサブプライム危機の余波によって、2008年9月から10月にかけて約1カ月間で、外国人投資家は中央銀行証券および国債を約70億ドル売却したと推測されている。ここで確認しておきたい点は、アジア金融危機のレッスンから、インドネシアそして我々は何を学び、どのような対応策を講じてきたの

か、そしてそれらの対策は有効に機能しているのかという点である。

アジア金融危機後、インドネシア政府は為替制度を変動為替相場制度に、金融政策はインフレターゲット制度に移行した。中央銀行は、新しい中央銀行法のもとで政治からの独立性を確立し、金融政策は自律性を回復した。また国際的な対応策としては、日本政府を中心にして、国際収支危機対策のためにチェンマイ・イニシアティブと呼ばれる通貨スワップ協定が締結された。これらの政策対応によって、エコノミストたちの多くは、新しい経済制度のもとでは「為替切り下げは発生しない」、したがって「国際収支危機は発生しない」とやや短絡的に考えていた節がある。確かに純粋な変動為替制度のもとでは、為替レートは市場によって決定され、外貨準備が減少することは（または増加することも）ないが、現実には資本流出入によって為替レートは乱高下するため、中央銀行の介入が不可避となることはありうる。国際収支危機は変動相場制のもとでも発生しうるのである。それは前述した2008年9月から10月の例でも明らかである。中央銀行が変動相場制度とインフレターゲット政策さえ守っていれば、国際収支危機が回避できるということはない。

また近年の内外の金融市場の動向をみていると、中央銀行は金融市場の安定的発展に、重要な役割を果たすことが求められているように思う。その意味でも、狭い意味でのインフレターゲット政策に固執することは、中央銀行の視野を狭め、その政策を縛ることになりかねないように思う。もちろん中央銀行の最重要目標がインフレのコントロールにあることは議論の余地がないが、中央銀行は同時に経済および金融市場の安定的発展にも配慮せざるをえないことが、徐々に明らかになりつつある。中央銀行の高官たちは、2008年のサブプライム危機後、金融政策に対する基本的考え方が変化したと発言している。2009年6月の中央銀行の年次大会（バリ島における）では、中央銀行高官はインフレターゲット政策に固執しつづけることには問題があるという趣旨の発言をしている。

最後に、アジア金融危機の経験から設立された国際的セーフティーネット、チェンマイ・イニシアティブによるスワップ協定について触れておこう。こ

の新たな国際的取り組みによるセーフティーネットは、2008年のサブプライム危機の対応策としてうまく機能したのであろうか。結論的にいえば、実際に利用可能なスワップ金額（2008年10月で5億ドル）、引き出しの迅速性、引き出し条件などの点からみて、残念ながら十分に機能したとは思えない。その後、2009年4月にはスワップ金額は12億ドルに引き上げられたが、今後もさらなる制度の改善が必要であると思われる。

以上の点から筆者は、新たな国際金融市場危機に対して、インドネシアの金融政策、国際的セーフティーネットの双方が、必ずしも十分に整備されていないのではないか、アジア金融危機の経験が十分に生かされていないのではないかという懸念を持つのである。

第3節 銀行部門の構造変化

1. 問題の所在

インドネシア政府は、1980年代には金利の自由化および銀行参入の自由化などの典型的な金融自由化政策を進め、金融部門は急速に発展した。その後、1997年にはアジア金融危機に見舞われ、銀行部門は資産の約3分の2を不良資産として失うという大打撃を受けた。危機から10年を経た現在でも、銀行の対民間部門向け貸し出しは対GDP比でみると25%と、危機以前の半分以下にとどまっており、銀行貸し出しは回復していない。この銀行機能の停滞が、経済回復の遅れをもたらした一因となったのではないかというのが本節の問題意識である。

2. 1980年代から金融危機以前まで

まず、金融危機以前の時期についてみてみよう。インドネシアは、1980年

代における金利自由化政策と銀行参入自由化政策に代表される金融自由化政策の導入により、経済学のテキストブックに書かれているような、典型的な金融抑圧から金融自由化へとドラスティックに転換した国である⁽⁷⁾。金融抑圧の解消によって、預金金利および貸出金利は、市場メカニズムに従って上昇した。実質金利は、金利自由化政策を導入した1983年を境にマイナスからプラスに転換し、その後1997年の危機に至るまで大幅なプラスの値を維持してきた。定期預金の実質金利をみると、1983年の3.3%から自由化後の1984年には8.3%、1985年には10.9%へと上昇し、その後も1997年まで実質金利は10%前後で推移している。実質金利の上昇は、金融的な貯蓄を増大させ、M2対GDP比率を自由化時点の1983年の18.9%から、金融危機直前の1996年の52.2%へと上昇させた(表4参照)。

この点からも明らかのように、金融自由化政策は金融部門の急速な発展をもたらしたのである。また銀行部門の預金の急速な上昇に伴って、銀行の貸し出しも急速に上昇した。銀行部門の民間部門向け貸し出しのGDP比率は、1983年の13.5%から1996年の55.4%へと上昇している。世界銀行『東アジアの奇跡』に書かれているように、インドネシアは経済ファンダメンタルを正しく保ち、金融自由化政策によって高貯蓄と高投資を達成し、高成長を実現したと考えられてきた。M2対GDP比率にみられる金融貯蓄の上昇と、民間向け貸し出し対GDP比率にみられる金融仲介の上昇は、この時期の高経済成長率を支えた重要な要因であったと考えられる。

しかし、銀行部門の急速な発展はいくつかの問題をもたらした。その第1は、1980年代終わりから1990年代半ばまでの銀行部門の貸し出しのスピードがかなり速かったことである。これに対して銀行部門の健全性ルールの整備と実施、検査体制などが十分に追いついていなかった。このため銀行部門は急速に拡大したが、その資産内容はかなり問題を含んでいた。第2に、金融自由化によって、M2対GDP比率に代表されるように量的には金融的な発展が進んだが、銀行制度および銀行市場のプレーヤーの行動様式は、早急には近代的なものに変わっていかないという点である。換言すれば、国営の銀

表4 実質金利, M2/GDP, 民間向け貸出の GDP 比

(%)

	預金金利 3 ヶ月定期	CPI 上昇率	実質金利	M2/GDP	民間向け 貸し出し (GDP 比)	貯蓄率 (GDP 比)	投資率 (GDP 比)
1979	5.10	21.8	-16.70	16.3	9.7	27.4	20.9
1980	8.20	16.0	-7.80	17.0	9.4	29.2	20.9
1981	10.20	7.1	3.10	16.7	10.2	33.3	29.8
1982	8.60	9.7	-1.10	17.7	13.0	27.7	27.9
1983	14.80	11.5	3.30	18.9	13.5	29.0	28.7
1984	17.10	8.8	8.30	20.0	15.7	29.7	26.2
1985	15.20	4.3	10.90	23.6	17.6	29.8	28.1
1986	14.60	8.8	5.80	24.9	19.6	27.2	28.2
1987	17.50	8.9	8.60	26.4	21.8	32.9	31.3
1988	17.80	5.5	12.30	28.2	26.0	33.9	31.5
1989	17.10	6.0	11.10	32.6	32.5	37.5	35.1
1990	17.53	9.5	8.00	40.1	46.1	36.6	36.1
1991	23.32	9.5	13.80	39.8	45.8	35.9	35.5
1992	19.60	4.9	14.70	39.3	45.5	38.2	35.8
1993	14.55	9.6	4.90	43.4	48.9	32.5	29.5
1994	12.53	8.6	4.00	44.9	51.9	32.2	31.1
1995	16.72	9.4	7.30	48.0	53.5	30.6	31.9
1996	17.26	8.0	9.30	52.2	55.4	30.1	30.7
1997	20.01	6.7	13.30	55.4	60.8	31.5	31.8
1998	39.07	57.7	-18.70	59.5	53.2	26.5	16.8
1999	25.74	20.5	5.30	57.6	20.3	19.5	11.4
2000	12.50	3.7	8.80	53.4	19.4	31.8	22.4
2001	15.48	11.5	4.00	50.2	17.7	31.5	22.0
2002	15.50	11.8	3.70	47.4	18.9	26.8	20.9
2003	10.59	6.7	3.90	46.9	21.0	24.6	25.3
2004	6.44	6.2	0.20	45.7	23.8	32.2	23.3
2005	8.08	10.4	-2.30	43.4	25.1	27.5	25.1
2006	11.41	13.1	-1.69	41.4	25.4	28.7	25.4
2007	7.98	6.4	1.58	41.7	25.4	28.2	24.9
2008	8.49	10.1	-1.61	38.3	28.2	31.0	28.0

(出所) IMF, *International Financial Statistics Yearbook*, 2005 and May 2006, CD-ROM Sep. 2008, Nov. 2009.

行は引き続き国営銀行の特徴を維持しつつ、また金融自由化で新たに設立された華僑を中心とするビジネスグループの銀行は、ビジネスグループ企業に対する資金の導管という性格を持ちつつけていた⁸⁾。第3に、民間部門向け貸し出しと預金総額の比率である預貸比率が、1980年代半ばの1.0強から1990年代半ばには1.3前後に上昇したことである。このことは預金の増大をはるかに上回る貸し出しが行われていたことを意味するが、その差の大きな部分は海外からの借り入れによってファイナンスされた。第4に、海外資本の流入に伴って銀行部門の短期の外貨建て負債が増大し、為替ミスマッチと満期のミスマッチが拡大したことである。

3. 金融危機以後

1997年の金融危機による海外資本の逆流、為替レート的大幅下落、そして経済の急激な縮小によって、インドネシアの銀行部門は機能不全に陥った。為替レート下落と資本逃避によって、銀行部門からは巨額の資金が流出し、経済は流動性危機に陥り、同時に多数の銀行取り付けが発生した。また為替のミスマッチのため、為替レートの切り下げによって商業銀行バランスシートの負債側の海外借り入れがルピア建てで急速に膨らみ、純資産を急速に低下させた。インドネシアの企業部門は、銀行部門以上に海外借り入れに依存しており、資金流入の突然の停止、為替ミスマッチ、経済の急速な縮小などによって企業は経営困難に陥った。これらの結果、銀行部門の不良資産は急速に膨らみ、銀行の多くが機能不全、実質的な倒産状態に陥った。

商業銀行部門のバランスシートをみると、銀行部門の不良資産引き当てが始まる前の1998年6月時点では、対民間向け貸出残高は669兆ルピアであったが、引き当てがほぼ完了した1999年12月時点では226兆ルピアへと3分の1以下に減少している。すなわち、銀行部門の対民間貸し付けの約3分の2が、不良資産となったと考えられる。この不良資産の償却の過程で、銀行部門の資本金は大幅マイナス、1999年6月にはマイナス215兆ルピアとなり、

政府が国債発行によって資本金を注入し、銀行部門の再建を行った。この後、政府による資本注入と銀行再建がほぼ完了した2000年末の商業銀行部門のバランスシートの構造は次のようなものである。総預金673兆ルピアに対して民間向け貸し出しが273兆ルピア、政府の資本注入による国債などの保有が430兆ルピアとなり、資産の大半が国債保有となっていることがわかる⁹⁾。

その後の銀行部門の状況をみてみると、経済が落ち着きを取り戻した2000年前後から、対民間向け貸し出しは徐々に増加し、政府国債保有は減少してきている。この動きを預貸比率（民間部門向け貸し出しの総預金に対する比率）でみると、同比率は危機前の1990年の1.31がピークであり、危機後、不良資産の償却によって1999年には0.39まで低下し、その後2007年には0.7に回復している（表5参照）。ここからもわかるように2000年以降、対民間部門向け貸し出しは回復基調にあるものの、2007、2008年時点でも預貸比率は0.7前後にとどまっており、銀行の仲介機能はいまだに十分に回復していない。一方で、銀行部門の国債などの保有の総預金に対する比率は、危機前のごく低水準から2000年のピークには0.74に達し、その後、徐々に低下しているものの2007年では0.36の高水準にある。

次に銀行の準備率の推移をみると、1980年代後半から1990年代半ばにかけて、銀行は貸し出しを急速に増加させたため、準備率は法定準備率ギリギリの水準の3%程度に低下した。危機以後は、銀行は危機の経験から貸し出しに慎重になり、一転して高い流動性を維持している。2007年の準備率は約17%で法定準備率の3倍以上に達している。次に資本金比率（CAR）をみると、危機以前は13%から14%と予想より高い。これは多分に会計基準や不良資産の定義が明確でなかったために、不良資産の分類がきちんとできていなかったためであろうと思われる。危機後には不良資産が急増し、資本金で引き当てを行ったため、1998、1999年には資本金比率はマイナスになった。その後、政府の資本注入政策により同比率は20%前後の水準にまで回復し、最近までこの水準が続いている。法定の資本金比率はBIS規制に基づく8%であるから、2倍以上の資本金を持っていることになる。現時点においてもインド

表5 商業銀行指標 (実数)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
預貸比率 (Cl. Pri. NBF1) / (DD, TD)	0.98	1.04	1.06	1.14	1.20	1.31	1.30	1.22	1.26	1.30	1.23	1.16
国債 SBI 比率 (Cl. Gov, Loc. gov. BI) / (DD, TD)	0.03	0.03	0.04	0.03	0.02	0.01	0.01	0.04	0.03	0.02	0.02	0.02
準備率 (Res/DD, TD)	0.16	0.13	0.12	0.14	0.11	0.06	0.14	0.04	0.04	0.03	0.04	0.06
資本金比率 (Capital/Cl- S O E, Priv, NBF1)	0.12	0.12	0.12	0.10	0.11	0.11	0.08	0.11	0.13	0.13	0.14	0.14
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
預貸比率 (Cl. Pri. NBF1) / (DD, TD)	1.20	0.97	0.39	0.41	0.40	0.45	0.51	0.63	0.68	0.67	0.70	0.77
国債 SBI 比率 (Cl. Gov, Loc. gov. BI) / (DD, TD)	0.05	0.10	0.58	0.74	0.63	0.59	0.55	0.47	0.37	0.40	0.36	0.28
準備率 (Res/DD, TD)	0.07	0.09	0.12	0.10	0.12	0.12	0.12	0.15	0.17	0.16	0.17	0.13
資本金比率 (Capital Cl. S O E, Priv, NBF1)	0.13	-0.18	-0.07	0.19	0.21	0.25	0.25	0.22	0.20	0.21	0.19	0.16

(出所) IMF, International Financial Statistics, CD-ROM Sep. 2008, Sep. 2009。

(注) (1) 本表の数値は、IMF、IFSからの推計値であり、中央銀行の公式発表とは必ずしも一致しない。しかし、数値のおおよその正確性は中央銀行に確認してある。

(2) 各項目の定義は次のとおり。

預貸比率 = 民間向け貸し出し / 総預金額

国債 SBI 比率 = (政府向け貸し出し + 中銀債券保有) / 総預金額

準備率 = 準備額 / 総預金額

資本金比率 = 資本金 / 民間向け総貸出額

ただし、民間向け総貸出額には国営企業向け貸し出しを含む。

ネシアの銀行部門は、法定準備率の3倍の過剰な流動性と、法定資本金の2倍超の資本金を抱えている。これは銀行部門の収益率、とくに資本収益率(ROE)を圧迫する原因となっている。では、なぜ銀行部門は、危機から10年たってもこのような過剰流動性と過剰な資本を抱えているのであろうか¹⁰⁾。

4. 危機後の商業銀行の構造

危機後、現在に至るまで、銀行部門が過剰流動性と過剰な資本を抱えている理由には、借り手である企業側の要因と貸し手である銀行側の要因がある。第1の要因は、借り手企業側の資金需要が必ずしも危機前の旺盛な水準にないことである。第2の要因は、大手の借り手である華僑系大手企業は、海外にとどめている自己の資金(または逃避した資金)を利用することが可能であるということである。

このような銀行部門の構造に加えて、銀行の所有形態の変化は、銀行の構造、そしてそのビジネスモデルに影響を与えつつあると考えられる。まず銀行の産業部門別貸し出しをみてみよう(表6参照)。金融危機前には、銀行は総貸出残高の約30%を製造業向けに、約25%を商業(小売り・卸売りなど)向けに、約30%をサービス業向けに貸し出ししていた。残りの約15%は農業、鉱業、その他産業向けであり、その他産業には消費者金融が含まれている。次に2006年の貸し出しシェアをみると、製造業向け23%、商業向け20%、サービス業向け20%となり、これらの主要産業分野向けの貸し出しシェアは、危機前と比べて大きく低下している。一方で、大きく貸し出しシェアを伸ばしたのは消費者金融向けである。消費者金融は1999年以前にはその他の貸し出しの項目に含まれており、数値は明示されていないが、それほど大きくはなかったことは、その他のシェアの値から確認できる。しかし危機後の消費者金融の伸びは急速で、2006年には貸し出しシェア28.7%と、製造業などの他の主要産業をはるかに超える最大の借り手となっている。

この理由としては次の3点が考えられる。第1は、銀行のこれまでの主要

表6 産業別銀行貸出

(単位100万ルピア, 構成比は%)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
農業	8,465 (7.5)	10,281 (8.4)	12,057 (8.0)	13,860 (7.3)	15,525 (6.6)	17,630 (6.0)	26,002 (6.9)	39,308 (8.1)	23,777 (10.6)
鉱業	743 (0.7)	762 (0.6)	777 (0.5)	799 (0.4)	918 (0.4)	1,693 (0.6)	5,316 (1.4)	5,909 (1.2)	3,697 (1.6)
製造業	33,131 (29.4)	37,289 (30.3)	51,432 (34.2)	60,211 (31.9)	72,088 (30.7)	78,850 (26.9)	111,679 (29.5)	171,668 (35.2)	84,259 (37.4)
商業(小売り, 卸売り業)	33,049 (29.3)	32,944 (26.8)	37,794 (25.2)	44,372 (23.5)	54,224 (23.1)	70,586 (24.1)	82,264 (21.8)	96,364 (19.8)	43,288 (19.2)
サービス	20,066 (17.8)	25,870 (21.0)	35,824 (23.8)	50,806 (26.9)	66,584 (28.4)	91,655 (31.3)	113,569 (30.0)	139,124 (28.5)	43,161 (19.2)
その他	17,371 (15.4)	15,772 (12.8)	12,387 (8.2)	18,832 (10.0)	25,277 (10.8)	32,507 (11.1)	39,304 (10.4)	35,053 (7.2)	26,951 (12.0)
合計	112,825 (100)	122,918 (100)	150,271 (100)	188,880 (100)	234,811 (100)	292,928 (100)	378,134 (100)	487,426 (100)	225,133 (100)
消費者金融 ^{注)}									24,086 (10.7)
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
農業	19,503 (7.3)	20,863 (6.8)	22,332 (6.1)	24,307 (5.6)	32,376 (5.8)	36,678 (5.3)	45,003 (5.7)	55,905 (5.6)	66,160 (5.1)
鉱業	6,880 (2.6)	7,440 (2.4)	6,095 (1.7)	5,061 (1.2)	7,730 (1.4)	7,873 (1.1)	13,896 (1.8)	25,340 (2.5)	30,541 (2.3)
製造業	106,782 (39.7)	116,525 (37.9)	121,035 (33.1)	123,125 (28.1)	143,603 (25.9)	169,678 (24.6)	182,432 (23.2)	203,808 (20.5)	269,152 (20.7)
商業(小売り, 卸売り業)	44,099 (16.4)	48,450 (15.8)	65,978 (18.1)	84,257 (19.2)	111,035 (20.1)	134,108 (19.4)	162,396 (20.6)	215,670 (21.7)	258,005 (19.8)
サービス	44,316 (16.5)	49,061 (15.9)	60,983 (16.7)	89,129 (20.4)	107,858 (19.5)	134,943 (19.6)	157,638 (20.0)	212,441 (21.3)	309,959 (23.8)
その他	47,620 (17.7)	65,255 (21.2)	88,987 (24.4)	112,063 (25.6)	150,946 (27.3)	206,389 (29.9)	225,771 (28.7)	281,947 (28.3)	366,362 (28.2)
合計	269,000 (100)	307,594 (100)	365,410 (100)	437,942 (100)	553,548 (100)	689,669 (100)	787,136 (100)	995,111 (100)	1,300,179 (100)
消費者金融 ^{注)}	40,093 (14.9)	58,435 (19.0)	79,805 (21.8)	112,063 (25.6)	150,946 (27.3)	206,389 (29.9)	225,771 (28.7)	281,947 (28.3)	366,362 (28.2)

(出所) Bank Indonesia, *Indonesian Financial Statistics*, Jan. 1994, Dec. 1997, Feb. 2001, May 2007, June 2009.

注) 近年になって、中央銀行は1999年にさかのぼり、消費者金融向けの銀行貸出額を上記の *Indonesia Financial Statistics* のなかに別途掲載している。データのある1999年以降、その他と消費者金融の数値はほぼ一致しているので、この表のその他項目は、1999年以降は消費者金融であると推測できる。またこの点から、1999年以前についてもその他項目の主要な部分として消費者金融が含まれていたと考えられる。

借り手であった大企業が危機によって崩壊してしまったことである。したがって先に述べたように、大企業による資金需要も大幅に減少した。第2は、これまでビジネスグループのメンバーとしてグループ企業のファイナンスを担当していた銀行は、政府のリストラクチャー政策によってグループから切り離され、独立した銀行となった。このことは、銀行がかつてグループ内にいたときには常に保有していた、借り手の経営状況やリスクなどの情報を、今は持ち合わせていないということの意味している。言い換えれば、情報の非対称性問題が深刻化したということである。借り手のリスクを判断するためには、当然のことながら財務情報を収集し、貸し出し審査を厳格に行わなければならないが、財務諸表などが十分に整備されていないインドネシアでは、それは容易ではない。第3に、銀行のリストラクチャーによって、危機後に銀行の所有形態が大きく変化したことである。いくつかの大手の銀行は、これまでのビジネスグループ・オーナーに代わって海外の投資家による所有となった。これらの海外投資家たちは、買収した銀行に投資した資金からの収益に、より大きな注意を払う。この結果、銀行は、製造業などへの貸し出しが停滞するなかで、より高収益を期待できる消費者金融に進出したと考えられる。商業銀行は、製造業、流通業、サービス業などの伝統的貸し出しが低下するなかで、消費者金融を拡大させることによって、収益性を確保しようとしてきたとみられるのである。

表7に示されているように、消費者金融への貸出金利は、国営銀行を除けば通常の運転資金向けの貸出金利よりも高い⁴¹⁾。消費者金融は、主として自動車、オートバイ、耐久家電製品などを対象としている。これらの消費者金融については、銀行の貸し出し審査および資金回収方法が大きく変化しているようである。貸し出し審査は、主として自動車やオートバイの販売業者と連携して行うケースが多い。また貸出資金および担保となる物件の差し押さえに必要な資金回収部隊として、新たな人員および組織を導入しているということであった。また差し押さえなどには、借り手の住む地域の有力者などの協力が必要であるということも指摘されている。

表7 銀行貸出スプレッド

(%)

	運転資金貸出金利				消費者金融金利			
	国営銀行	民間銀行	外国合弁	全銀行	国営銀行	民間銀行	外国合弁	全銀行
1986	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1987	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1988	4.04	4.15	4.40	4.55	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1989	3.50	4.07	2.88	3.94	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1990	0.61	3.48	3.30	0.00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1991	3.85	6.21	3.59	3.22	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1992	3.54	5.65	5.19	4.54	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1993	6.57	5.89	5.31	5.99	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1994	6.88	4.71	4.89	5.11	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1995	2.93	2.76	3.00	2.08	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1996	2.10	2.69	3.64	1.96	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1997	-2.20	3.41	5.82	1.65	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1998	-14.27	-5.22	14.53	-7.70	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
1999	1.22	6.37	8.05	3.58	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2000	6.52	7.33	4.74	5.19	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2001	1.68	2.22	6.74	1.95	-1.04	4.61	20.56	2.61
2002	5.20	4.44	5.82	4.62	3.15	7.90	24.72	6.58
2003	9.07	7.46	4.36	7.93	8.93	11.6	27.84	11.55
2004	7.85	6.15	3.52	6.70	8.15	8.95	27.09	9.86
2005	4.00	5.00	2.83	4.48	3.52	4.11	20.34	5.08
2006	4.11	3.73	1.91	3.67	4.01	5.52	24.25	6.18
2007	6.14	5.32	2.93	5.58	6.70	7.05	28.94	8.71
2008	4.14	4.25	2.61	4.06	3.34	4.26	23.35	5.24

(出所) Bank Indonesia, *Indonesian Financial Statistics*, various issues.

以上から、危機以降の銀行部門のビジネスモデルは大きく変化しつつあるように見える。かつて、世界銀行の『東アジアの奇跡』で指摘されたような、銀行部門による輸出製造業およびそれに関連する部門への資金仲介、そして高投資、輸出に牽引された高成長というモデルは後退し、銀行部門はその多くを消費者金融向けに貸し出しを行い、利益を確保しようとしている。2008

年までの状況を見る限りでは、かつての高貯蓄、高投資、高成長という連鎖は戻っていない。今後、かつての「東アジアの奇跡」の連鎖が戻ってくるのか、それとも新たな成長パターンを描くことになるのかは、現時点では明確でない。

5. 金融政策と銀行部門マネージメントの限界

アジア金融危機を境に、インドネシアは、変動為替相場制とインフレターゲット制度に移行した。危機前は、為替制度はドルペッグに近い管理フロート制、金融政策の目標としてはインフレ抑制のほかに、成長、雇用、為替レートの安定、金融部門の安定などを掲げていた。危機後、新中央銀行法を導入し、中央銀行はインフレターゲット政策のもとで、インフレ抑制を唯一の政策目標としている（新中央銀行法では、通貨価値すなわち為替レートの安定も目標のひとつに掲げているが、変動相場制のもとでは、これはインフレ抑制の結果として達成されると考えられており、独立した政策目標とは考えられていない）。新中央銀行法には、金融政策の目標としては経済成長、雇用、金融部門の安定などは含まれていないのである。このことは、新中央銀行法では、中央銀行は成長、雇用、金融部門の安定を追求するために金融政策を発動することはできないということを意味している。この現行の金融政策による制約が第1の問題点である。

第2の問題点は、金融政策が十分に機能していないと思われる点である。インフレターゲット政策のもとでも、中央銀行は金融政策によって中央銀行金利（BIレート）を動かし、インターバンクの金利を調整し、M2や長期金利に影響を与えることによって、消費、投資ひいては総需要に影響を与え、インフレをコントロールするという金融政策のトランスミッション・メカニズムを前提としている。はたして、このトランスミッション・メカニズムは、危機後機能しているのだろうか。まず、中央銀行が直接コントロールできるマネタリーベースとM2の関係が、危機後かなり低下してきている。M2

表8 マネーサプライ、貨幣乗数、インフレ率の推移

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ベースマネー増加率(対前年%)	33.08	33.95	63.00	35.50	23.41	1.74	8.18	20.42	23.85	30.94	28.34	26.54	-2.88
M1増加率(対前年%)	21.66	22.24	29.17	23.16	30.13	9.58	7.99	16.60	9.90	10.25	27.97	29.69	1.50
M2増加率(対前年%)	29.64	23.22	62.35	11.92	15.60	12.99	4.72	8.12	8.18	16.33	14.94	19.33	14.92
貨幣乗数(M2/ベースマネー)	8.39	7.72	7.69	6.35	5.95	6.60	6.39	5.74	5.01	4.46	3.99	3.76	4.45
マネーマーケットレート(%)	13.96	27.82	62.79	23.58	10.32	15.03	13.54	7.76	5.38	6.78	9.18	6.02	8.48
預金金利(%)	17.26	20.01	39.07	25.74	12.50	15.48	15.50	10.59	6.44	8.08	11.41	7.98	8.49
貸出金利(%)	19.22	21.82	32.15	27.66	18.46	18.55	18.95	16.94	14.12	14.05	15.98	13.86	13.60
インフレ率(CPI, %)	8.18	6.23	58.39	20.49	3.72	11.50	11.88	6.59	6.24	10.45	13.11	6.32	10.10
インフレ目標値(CPI, %) ±1.0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4	5	9~10	9	7	6	8	6	5

(出所) IMF, International Financial Statistics, CD-ROM Sep. 2008, Nov. 2009。インフレ目標値については、インドネシア中央銀行資料より作成。

の乗数は危機前の約8.0から2000年半ばには4.0前後へ半減している（表8参照）。これは、先に述べた銀行の過剰リザーブ保有の結果であると思われる。中央銀行がマネタリーベースを増加させても、M2は中央銀行の意図するようには増加しないのである。より重要な問題は、インターバンク金利と長期金利との連動性が希薄である点である。とくにインドネシアでは債券市場が育っていないため、長期金融市場へのトランスミッションはほとんど働いていない。さらには金利から投資への連動が低い、すなわち、金利の投資に対する影響がきわめて小さいと思われる点である。

以上の結果であるかどうかは別として、インドネシアではインフレターゲット政策の成績は必ずしも良好ではない（表8の下段2つを参照）。中央銀行が発表しているインフレターゲットの目標値と現実の結果をみると、2000年から2008年の9年間で目標値の±1%に収まった年は半分以下である¹²⁾。現状では、金融政策から投資へのトランスミッション・メカニズムは必ずしも十分に働いておらず、総需要の管理は必ずしも有効に機能していないように思われる。

2008年のサブプライム危機の経験を経て、インドネシア中央銀行のなかに政策枠組みの見直し、少なくとも政策の重点の見直しが必要なのではないかという機運がでてきつつあるように見受けられる。それはサブプライム危機のような状況のなかで、中央銀行がインフレターゲットのみを追求し、経済の安定、金融部門の安定から目をそらすことは困難であるという認識が、中央銀行当局のなかに広がりつつある。サブプライム問題で経済が混乱し、銀行に不安が広がり、金融部門が不安定になったときに、中央銀行がインフレターゲットのみに焦点を当てた金融政策を取りつづけることはほとんど不可能に近いのではなからうか。前中央銀行副総裁からは、インフレターゲット政策の見直しが必要だという意見さえ聞こえてくる。それはあまりに急だとしても、中央銀行の幹部の多くは、金融政策の枠組みに何らかの再検討が必要だと考えはじめてるように見受けられる。

まとめ

インドネシア経済は、1997年のアジア金融危機を境にして大きく変化した。危機は経済構造を変化させるとともに、経済成長率を大幅に低下させた。インドネシアは、近隣の危機国と比べても、大幅な経済成長率の低下と、より長期にわたる回復の遅れを経験した。その原因を検討することが本論の目的である。もちろんインドネシアにおいては、政治的な混乱や民間経済のかなりの部分を担う華僑の不安、経済システムそのものの崩壊など、経済停滞に関する多くの原因が挙げられるが、ここでは国際的な資金の流出入と銀行部門の問題の2つに焦点を当てて検討を行った。

第1の点についてみると、国際収支上の資本収支は、危機後から最近に至るまでネットの流出が続いている。資本収支の主要3項目である、直接投資、ポートフォリオ投資、その他投資（銀行借入れ）のすべてについて、インドネシアでは長期にわたる資本流出圧力が働いていた。このために貯蓄投資ギャップと経常収支ギャップは黒字化せざるをえず、投資回復の足かせとなっていると考えられる。投資のGDP比率は2008年時点でも25%前後と、危機前と比べて10ポイントも低下したままである。さらに2008年においてもサブプライム危機の影響を受けて、資本収支は激しい変動を経験した。

第2の銀行部門の金融仲介機能についてみると、銀行は法定準備率の3倍前後の準備を抱え、資本金比率は国際基準8%の2倍以上に達している。銀行は過剰準備を抱え、貸し出しは低迷を続けている。1997年のアジア金融危機後にリストラクチャーされた銀行部門は、新しい経営陣のもとで情報の非対称性の問題を深刻化させ、高収益が見込める消費者金融を中心とする新しいビジネスモデルを模索しているようにみえる。一方で、銀行部門による製造業向けの貸し出しは低迷したままである。少なくとも現時点では、銀行部門による貯蓄から投資への金融仲介機能は回復していない。

以上の議論を踏まえて、本論では最後に、危機後の金融政策の枠組みには

不十分な点があり、金融政策が必ずしも有効に機能していないのではないかとという問題点を提起した。アジア金融危機後に導入した新しい金融政策の枠組みは、インフレターゲットを唯一の政策目標としており、金融仲介機能の回復および金融部門の安定は政策の目標に含まれていない。このため中央銀行は、金融仲介機能回復や銀行部門の安定化のために、正面から積極的に取り組むことが難しくなっているのではないかと考えられる。変動相場制とインフレターゲット政策を導入しさえすれば、インドネシアの経済と金融市場の安定と発展を保証されると考えるのは短絡的にすぎると思う。国際金融市場のグローバル化が進行するなかで、インドネシア経済、金融部門の安定的発展を達成するためには、金融政策を再検討し、その時々状況に対応する、よりバランスの取れた視野と、より柔軟な政策枠組みを持つことが必要なのではないかと考える。

[注] _____

- (1) しかし、この5%前後の成長率は、インドネシアの労働力を吸収するには不十分である。新規雇用を吸収するには、年6%以上の成長が必要といわれている。
- (2) 本節の国民所得と国際収支の関係についての詳細な議論は、Komatsu [2002] を参照。
- (3) ここでいう貯蓄投資ギャップは、国際収支上の経常収支ギャップとは一致しない。貯蓄投資ギャップに純要素所得と純移転を加えたものが経常収支である。
- (4) 吉富勝『アジア経済の真実』で、この現象を暴力的な経常収支の黒字化と呼んでいる。
- (5) インドネシアでは直接投資の統計は事業の総投資額であり、資本金額とともに事業の借入れ部分が含まれている点に注意。
- (6) この点については、小松 [1998, 2009] を参照。
- (7) インドネシアでは、1983年まで典型的な金融抑圧政策を取っていた。その政策とは、預金および貸出金利の上限規制と特定分野への優遇貸し出し、民間銀行に対する貸し出しの規制である。詳細は小松 [2008] を参照
- (8) 銀行の行動様式と不良資産の関係については、小松 [1998] を参照。
- (9) 詳細については、小松 [2008] を参照。

- (10) 本節の銀行関係の指標は、IMF、IFSの統計を基に筆者が推計したものであり、中央銀行の発表によるものではない。しかし、中央銀行職員とのインタビューのなかで、これらの統計のおおよその正確度は確認してある。
- (11) 国営銀行による消費者金融向け貸出利率が、他の貸し出しよりも低い事実については、明確な事実は明らかになっていない。今後の調査によって明らかにしたいと考えている。
- (12) インドネシアでは、インフレターゲットにCPIを用いている。金融政策によってCPI全体をコントロールすることが難しいことも、目標を達成することを困難にしている原因である。

〔参考文献〕

<日本語文献>

- 小松正昭 [1998] 「インドネシア金融部門——金融自由化政策と今日の金融の背景」 (大蔵省財政金融研究所編『ASEAN4の金融と財政の歩み——経済発展と通貨危機』大蔵省印刷局 第13章)。
- [2008] 「インドネシアの金融部門の発展と金融政策」 (寺西重郎・福田慎一・奥田英信・三重野文晴編『アジアの経済発展と金融システム——東北アジア編』東洋経済新報社 第2章)。
- [2009] 「インドネシアにおける国際収支と銀行部門の構造変化」 (国宗浩三編『国際資本異動と東アジアの新興市場諸国』調査研究報告書 アジア経済研究所 155-186ページ)。
- 世界銀行 [1994] 『東アジアの奇跡——経済成長と政府の役割——』白鳥正喜監訳 東洋経済新報社。
- 吉富勝 [2003] 『アジア経済の真実——奇蹟、危機、制度の進化——』東洋経済新報社

<英語文献>

- Bank Indonesia, *Indonesia Financial Statistics*, 各版。
- IMF [2009] *International Financial Statistics*, CD-ROM。
- Komatsu, Masaaki [2002] “Economic Policies in the Asian Crisis Countries before and after the Crisis —— Case of Indonesia ——” (日本経済政策学会第1回国際大会提出論文)。

