

## 第3章

# インドネシアの金融政策の枠組みと課題

小松正昭

### はじめに

本章は1980年代後半から最近までのインドネシアの金融政策の基本的な政策枠組みがどのようなものであったのかを振り返り、その時どきの政策課題にどのように対応してきたのかを検討するものである。第1節では、1980年代から1990年代半にかけての金融政策の基本的枠組みであった金融自由化政策と金融部門の発展が説明されている。第2節では、金融自由化政策のもとで急速に成長を遂げたインドネシア経済が、なぜ過大な海外借入に依存することになったのか、金融政策がそれに対してなぜ有効に機能しなかったのかが議論されている。第3節では、1997年の金融危機によってインドネシアの銀行部門に何が生じたのかを説明している。第4節は、金融危機後の新しい金融政策の枠組みと、危機によって大きく変化した金融政策の課題が検討されている。

## 第1節 1980年代から1990年代半にかけての金融政策

### 1. 金融自由化政策と金融部門の発展

インドネシアの金融自由化政策の理論的背景は、マッキノン＝ショウによる金融抑圧型モデルである。インドネシアでは、このマッキノン＝ショウモデルに沿った金融自由化政策がドラスチックに実行されたといつてよい。またこの金融自由化政策は、世銀、IMFの基本政策に沿ったものであった<sup>(1)</sup>。インドネシアの金融自由化は、1983年6月と1988年10月の二つの金融規制緩和政策に大きく分けられる。前者は金利の自由化および貸出枠規制の撤廃を主たる内容とし、後者は新規銀行設立などの自由化、すなわち参入障壁の撤廃による競争原理の導入を主たる内容とする。前者を第1次金融自由化、後者を第2次金融自由化と呼ぶことにする（小松 [1994] 参照）。

第1次金融自由化政策によって、実質預金金利はマイナスからプラスに転換し、この結果、銀行部門の定期預金は急激に増加した。金融部門の発展と深化は金融自由化政策の導入を境にして生じている。金融発展度を表す一般的な指標であるM2/GDP比率をみると、1982年には17.7%、1988年には30.1%、1992年には46.4%と急速に上昇している。金融自由化政策による実質金利のプラスへの転換と大幅な上昇は、金融機関への金融貯蓄の動員を促進するとともに、国内から海外への資金の流出を抑制する効果があったと考えられる。さらには海外に流出していた資金を呼び戻す働きをもったとも考えられる。一方で投資水準の推移をみると、1980年代後半の投資水準の上昇した時期には銀行部門の貸出も急速に伸び、1980年代後半の投資ブームが、銀行部門における貸出資金（loanable fund）のアベイラビリティの増大によって賄われたことがうかがえる。

第2次金融自由化政策は、同時期に生じた東南アジアへの投資ブームとも相まって、インドネシアに外国銀行による合弁銀行の設立ラッシュをもた

らした。また国内の地場銀行の新規設立や支店網の拡大が急速に進んだ。インドネシアの銀行数は1982年の118行から1988年の111行、1991年の192行、1992年の208行へと、第2次金融自由化の進められた時期に急増した。これにともなって、マネーサプライ（M2）の伸びは、1988年23.9%、1989年39.8%、1990年44.2%と爆発的に上昇している。このような銀行およびその支店の急激な増加は、過大な銀行部門（オーバー・バンク）とともに銀行検査体制の整備の遅れなどをもたらし、銀行部門の脆弱化を招いたのである。

## 2. 金融政策と為替レート政策

金融自由化が進んだ1980年代終わりから、海外からインドネシアへの資金流入が活発化した。インドネシアをはじめとする東南アジア諸国は、国際金融市場に急速にインテグレートされていったのである。そのような状況をもたらした第1の要因は、インドネシアの高い経済成長率と為替レートの安定にある。高い期待成長率は、海外からの投資の期待収益率を上昇させることを意味している。また為替レートの安定は、外貨での収益率の安定的な確保を意味している。第2の要因は、海外投資家のインドネシア経済および経済政策運営に対する信認の急速な増加である。世銀の構造調整政策に沿った経済自由化政策の実行は、インドネシアの経済政策に対する信頼を増大させたのである。言い換えればインドネシアに対する投資リスクは、大きく低下したと思われる。このような経済運営に対する信認の増大は、1980年代にドラスタックに進められた経済自由化政策の成果であったといえる。

1980年代から1990年代にかけてのインドネシアの物価上昇率は、比較的安定的に保たれてきた。この時期の消費者物価上昇率をみると、年5から9%の範囲にあり二桁に達したことはない（表1参照）。1980年代から1990年代にかけてのマネーサプライの推移をみると、現金通貨、M2いずれも10%から20%台後半のかなり高い伸び率を示しているが、それが高インフレにつながったことはない。また1988年10月の第2次金融自由化政策の結果、M2が

表1 マネーサプライー現金, M1, M2 (各年末)  
(単位: 10億ルピア, % (対前年伸び率))

	1985	1986(1)	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002(2)
M1	10,104	11,677	12,085	14,392	20,114	23,819	26,341	28,779	36,805	45,374	52,677	64,089	78,343	101,197	124,633	162,186	177,731	196,537
M2	23,153	27,661	33,885	41,998	58,705	84,630	99,058	119,063	145,202	174,512	222,638	288,632	355,643	577,381	646,205	747,028	844,033	870,046
Res.Money	6,721	8,170	9,032	8,381	10,788	12,549	12,961	16,997	18,412	23,053	27,160	36,896	51,014	81,448	102,043	132,254	129,240	
民間貸出	17,662	22,209	28,454	39,523	61,655	97,464	117,727	132,984	163,214	201,059	248,433	300,201	432,232	525,264	233,714	280,566	310,816	356,733
SBI 残高	966	746	871	3,665	3,301	1,529	10,942	20,399	23,433	15,052	11,850	18,553	7,094	42,765	63,049	60,072	55,742	85,718
GDP(3)	98,406	110,697	128,630	149,395	179,008	210,866	249,969	282,395	329,776	382,220	454,514	532,568	627,695	955,753	1,098,720	1,282,020	1,490,970	n.a.
(current)																		
為替レート	1,125	1,641	1,650	1,731	1,797	1,901	1,992	2,062	2,110	2,200	2,308	2,383	4,650	8,025	7,085	9,595	10,400	8,940
伸び率																		
M1		15.57	8.63	13.46	39.76	18.42	10.59	9.26	27.89	23.28	16.10	21.66	22.24	29.17	23.16	30.13	9.58	10.58
M2		19.47	22.50	23.94	39.78	44.16	17.05	20.19	21.96	20.19	27.58	29.64	23.22	62.35	11.92	15.60	12.99	3.08
Res.Money		21.56	10.55	-7.21	28.72	16.32	3.28	31.14	8.32	25.21	17.82	35.85	38.26	59.66	25.29	29.61	-2.28	
民間貸出		25.74	28.12	38.90	56.00	58.08	20.79	12.96	22.73	23.19	23.56	20.84	43.98	21.52	-55.51	20.05	10.78	14.77
消費者物価	4.31	8.83	8.90	5.47	5.97	9.53	9.52	4.94	9.77	9.24	8.64	6.47	10.27	77.54	2.01	9.35	12.55	10.03
GDP		12.49	16.20	16.14	20.22	17.40	18.54	12.97	16.78	15.90	18.91	17.17	17.86	52.26	15.06	16.58	16.30	
為替レート		45.87	0.55	4.91	3.81	5.79	4.79	3.51	2.33	4.27	4.91	3.25	95.13	72.58	-11.71	35.43	8.39	-14.04

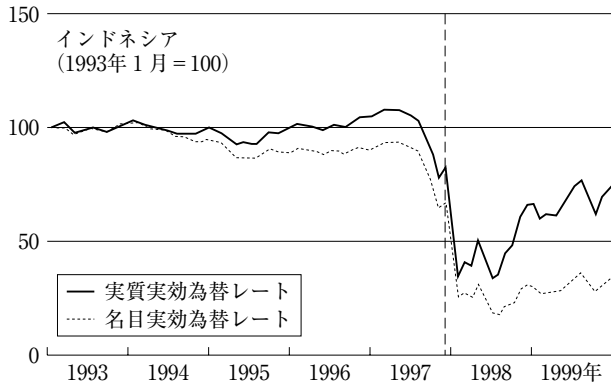
(注) (1) 1986年9月12日のルピア切り下げ(1ドル1,134ルピアから1,644ルピアへ)による調整済み。  
(2) 11月末の数値, ただし消費物価は12月のもの。

(3) GDP および reserve money は IFS による。

(出所) Bank Indonesia, *Indonesian Financial Statistics*, 1990~2002年の各版。

International Monetary Fund, *International Financial Statistics*.

図1 実質為替レートの推移

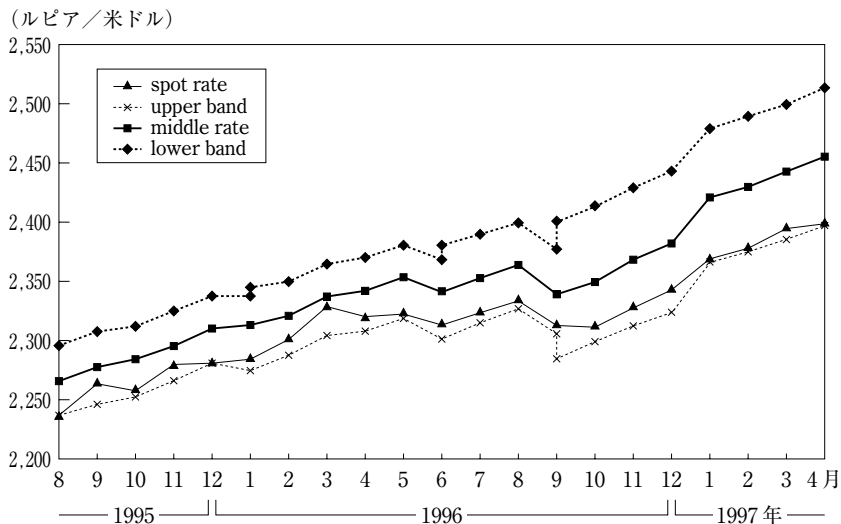


(出所) IMF, “IMF Supported Programs in Capital Account Crisis,”  
Occasional Paper, 210, 2002.

40%台の急上昇をみせた時期には、現金通貨の伸びを2.77%まで低下させ、きわめて厳しい金融引き締め政策を実行している。インフレ率をみるかぎり、この時期の金融政策は、比較的うまく実行されているようである。次にルピアの切り下げ率をみると、1986年9月に30%を超える大幅切り下げが実行されて以降、大幅な切り下げは行われていない(表1参照)。

1986年までインドネシアは度重なる国際収支危機を経験してきた。そのたびに激しい資本逃避が発生し、大幅な為替レート切り下げを行ってきた。この国際収支危機の回避こそ、インドネシア政府にとって最も重要な政策課題であった。1986年の為替切り下げとともにインドネシアは管理フロート制度へ移行した。インドネシア中央銀行の担当者によれば、その基本的な考え方は購買力平価説にあったと説明されている。すなわちこの時期のインドネシアの為替レート政策は、購買力平価説に基づき、実質為替レートを一定に維持するように運営されてきたと考えられている。ルピアは管理フロート制のもとで、基本的には内外の物価上昇率の差に沿って為替レートを切り下げていくことによって、輸出競争力を維持するように日々調整が行われてきたと考えられるのである。もし為替レート政策がこのように運営され、ルピアが

図2 為替レート・バンドとスポット・レート



(出所) World Bank [1998] をもとに作成。

過大評価されることがなければ、経常収支の均衡が維持され資本逃避および国際収支困難は避けることができると考えたのである。実際、IMFの計算による実質為替レートは、1980年代後半から1990年代半ばにかけてほぼ一定で推移してきている（図1参照）。1995年以降の円安が発生するまでは、実質為替レートの過大評価は、発生していなかったのである。

このような為替レート政策に基づく為替レートは、上に述べたような比較的低い物価上昇率（また円高の影響も大きい）を反映して、比較的安定して推移してきた。これを別な方向からみると、インドネシア政府にとって実質為替レートを一定に保つためには、インフレの抑制が重要だったのである。いずれにしても1986年以降ルピア為替レートの減価率は、年率で5%を超えたことはなく、1991年以降は、年率2%から3%程度に低下してきている。そしてこのような現実の低いルピア切り下げ率は、市場の期待切り下げ率を低下させたのである。さらに経済自由化政策の実行は、インドネシアの経済運営に対する投資家の信頼を高め、対インドネシア投資のリスク、したがっ

てリスク・プレミアムを低下させたと考えられる。

もうひとつ為替レート政策の重要な側面について考えておく必要がある。1980年代から1990年代にかけて、インドネシア政府は管理フロート制度を維持しながら為替のバンド幅を徐々に拡大させてきた(図2参照)。すなわち、より変動幅の大きいフレキシブルな為替レート政策へ移行しながらも、為替の固定制度を維持しつづけたのである。これに対して、インドネシア政府は変動相場制度に移行すべきであったという批判がある。この点について少し考えておこう。この時期、為替レートは巨額の海外資本流入を受けて、ルピアは切り上げ傾向にあったのである。ルピアの為替レートは、1990年代には危機直前の1997年7月まで、ほぼ為替のバンドの上限に張り付いていた(World Bank [1998] 参照)。すなわち、通貨ルピアは市場では「切り下げ」ではなく、「切り上げ」の圧力に直面していたのである。この意味するところは、変動相場制への移行はルピアの切り上げをもたらしていたであろうということである。ルピアの切り上げは、経済政策の最重要目標である、輸出の拡大にはマイナスの影響を与える。したがってインドネシア政府は、管理フロート制度を維持せざるをえなかったと考えられる。このことから、一般的にいわれているように、管理フロート制度によるルピア為替レートの維持が、「ルピアの過大評価」をもたらしたという批判は当たっていない。

## 第2節 海外からの資金流入と金融政策(小松 [1998] 参照)

### 1. 海外からの資金流入のメカニズム——海外からの投資——

海外からの資金流入は、海外投資家によるインドネシア証券市場や金融市場などへの投資と、インドネシア居住者による海外借入の二つに分けられる。

まず海外からの投資に焦点を当ててそのメカニズムを考えてみよう。海外からの投資は、投資資金の実質期待収益率を期待為替切り下げ率とリスク・

プレミアムで調整したものに依存していると考えられる。それは一般的には次の式で表される。

$$i = i^* + e + u \quad \dots\dots(1)$$

$i$  : 国内金利または期待収益率

$i^*$  : 海外金利 (SIBOR) または海外での期待収益率

$e$  : 期待為替切り下げ率

$u$  : リスク・プレミアム

(1)式の左辺が右辺より大きければ資金流入が生じ、その逆であれば資金流出が生ずる。経済学のテキストでは、前者のケースでは資金流入にともなって国内金利が低下し、後者のケースでは逆に国内金利が上昇し、上式は均衡を取り戻すと考えられている。この式は金利裁定式と呼ばれ、常に等号で結ばれていると考えられているのである。

上の式に沿って1990年代のインドネシア金融市場で生じた状況を説明してみよう。第1に、経済自由化政策の成功や非石油輸出の飛躍的増大は、上に述べたようにルピアに対する信認を上昇させ、リスク・プレミアム ( $u$ ) および期待為替切り下げ率 ( $e$ ) を大幅に低下させた。1990年代には投資家のマインドとしては、リスク・プレミアムは限りなくゼロに近づき、期待切り下げ率は実績値である3%から5%にあったと考えられる。このような状況のもとでは、金利裁定式 ((1)式) に基づく投資行動はきわめて金利感応的になる。なぜならば、リスク・プレミアムという投資家にとっては必ずしも明確に数量化して認識しにくかった要因が低下するとともに、期待切り下げ率が経験値から予測可能となるので、投資収益率の差がより明瞭に推測でき、投資家は金利により敏感に反応すると考えられるからである。加えて海外金利を代表するドル SIBOR は、1990年代初めに急速に低下した。では現実にはインドネシアの国内金利の調整メカニズムは働き、国内金利水準は低下したのだろうか。1990年代の国内の銀行預金金利についてみると際だった低下はみられず、1980年代の水準の近辺に止まっていたのである<sup>(2)</sup>。多少の低下傾向



表2 内外金利差の推移（各期末）

（単位：ルピア，％）

	ルピア/米ドル	為替レート 変化率 (e)	SIBOR (i*) 3カ月	rp deposit rate (i) 3カ月	$i - i^*$	$i - (i^* + e)$
1985/86	1,133	2.6	8.00	14.70	6.70	-
1986/87	1,652	45.81	6.40	15.20	8.80	-37.01
1987/88	1,663	0.67	7.40	17.40	10.00	9.33
1988/89	1,753	5.41	10.20	18.00	7.80	2.39
1989/90	1,823	3.99	8.50	16.23	7.73	3.74
1990/91	1,932	5.98	6.40	24.21	17.81	11.83
1991/92	2,017	4.4	4.40	21.29	16.89	12.49
1992/93	2,071	2.68	3.82	15.71	11.89	9.21
1993/94	2,144	3.52	3.38	13.42	10.04	6.52
1994/95	2,219	3.5	4.91	11.53	6.62	3.12
1995/96	2,338	5.36	6.00	17.22	11.22	5.86
1996/97	2,419	3.46	5.52	17.09	11.57	8.11
1997/98	8,325	244.15	5.73	22.15	16.42	-227.73
1998/99	8,685	4.32	5.51	42.19	36.68	32.36
1999/2000	7,590	-0.13	5.48	18.65	13.17	13.30
2000 <sup>1)</sup>	10,400	0.37	6.53	12.54	6.01	5.64
2001	9,655	-0.07	3.78	15.50	11.72	11.79

（注） 1） 2000年度は4月1日から12月31日まで。それ以降はカレンダーイヤーに同じ。

（出所）Bank Indonesia, *Indonesian Financial Statistics*, May 1990, May 1995, Sep. 1997, Feb. 2000, Dec. 2002の各版。

をみせはじめたのはかなり時間がたってからである（表2参照）。

途上国の金融市場では、市場の未発達と非効率性、不完全性から、国内金利は高水準に止まるとともにその調整は十分に働かず、かつかなりの時間がかかると考えられる。国内の銀行の預金金利は、海外金利の低下とリスク・プレミアムの低下を反映して完全に調整されることはなく、仮に調整が生ずる場合でもきわめて長い時間を要するのである。

## 2. 海外からの資金流入メカニズム——海外借入の増大——

次に海外からの資金流入が、インドネシア居住者による海外からの借入に

よって生ずる場合を考えてみよう。インドネシアの居住者が必要な資金を調達する一般的なルートは、国内銀行からの借入である。インドネシアでは1970年代の初めから為替管理がなく、内外の資金移動は自由に行われている。また1980年代に実行された金融自由化政策の結果、金融機関による海外資金の調達も自由化されている<sup>(3)</sup>。したがって海外の金融市場にアクセスをもつ借り手は、内外の借入コストの差によって資金の借入先を決定する。

この関係は(2)式に示されるように、上の(1)式に国内外それぞれ銀行部門の預貸マージン ( $m$ ) を加えたもので表される。

$$i + m = i^* + m^* + e + u \quad \dots\dots(2)$$

$m$  : 国内銀行の預貸マージン

$m^*$  : 国際金融市場での預貸マージン

国内の銀行からの借入は、預金金利に国内の銀行部門の預貸マージン ( $m$ ) を加えたものであり、海外金融市場、例えばシンガポール市場での銀行借入コストは、シンガポール・インターバンク金利 (SIBOR) にマージン ( $m^*$ ) と期待為替切り下げ率およびリスク・プレミアムを加えたものである。インドネシアの銀行の預貸マージンは、プライム・レートでも約4～5%程度あるのに対して、国際金融市場での預貸マージンはせいぜい2%程度であった。この結果(2)式の両辺を比べると常に左辺が大となり、海外からの借入が低コストとなる。したがって海外の金融市場にアクセスのある借り手は、常に海外からの借入を選好するのである。

金融自由化政策と経済構造調整政策の成功は、インドネシア企業の国際金融市場での信頼性を高め、それへのアクセスを増し、その結果として国際金融市場へインテグレートされていったことを意味する。海外金利の低下、期待為替切り下げ率の低下およびリスク・プレミアムの低下は、海外借入コストを押し下げる。しかし国内の銀行からの借入金利は、先に述べたような国内銀行部門の構造的要因から、高水準にありかつ硬直的であったため、大幅な内外金利差が長期にわたって残り、巨額の海外借入が生ずる結果となった。

これが1990年代に海外借入が急速に増大したメカニズムである。

### 3. 国内金融市場におけるアドバース・セレクションの問題

上にみてきたように、銀行部門の未発達と非効率性のゆえに、国内の金利は、国際金融市場に比べて高水準にあり、また金利調整のスピードは遅い。さらには、国内銀行部門の問題から不良資産が蓄積する傾向にあり、それを反映して預金と貸出のマージンは大きくなる。このため国内銀行部門の貸出金利は、国際市場と比べて高くなっている。このような状況のもとでは、国際金融市場にアクセスをもつインドネシアの優良企業は、海外からの借入に依存するようになるであろう。その結果として、次のような問題が生じてくる。インドネシアの優良企業は国内金融市場から撤退し、リスクの高い企業が借り手として残される。このため、国内の銀行部門は、リスクの高い企業への貸出リスクに直面することになり、貸出金利は高くならざるをえない。貸出金利の上昇は、さらに優良な企業を海外市場に押し出すことになり、国内金融部門にはよりリスクの高い企業が残されることになる。このように国内金融部門の未発達と非効率性は、国内金融部門から優良な借り手の撤退をもたらし、よりリスクの高い借り手が顧客として残されることになる。このような現象は、ある種の「アドバース・セレクション」と呼べるであろう。

### 4. 海外資金流入と金融財政政策の有効性

インドネシアで最も頻繁に使用される金融政策の手段は、公開市場操作（オープンマーケット・オペレーション）である。公開市場操作はインドネシアだけではなく、他の多くの途上国においても金融政策として、準備率の変更や割引率の変更に比べて、より一般的な政策手段である。

しかし1990年代のインドネシアでは、公開市場操作を実行するうえで基本的な問題が生じたのである。それは先にも述べたが、皮肉なことに、インド

ネシアに対する信認の急速な改善によるものである。外国からの資金は、中央銀行証券（SBI）を、最も信頼性の高い高利回りの投資対象として注目しはじめたのである。中央銀行証券は政府証券であり、債券のなかで最も信頼性が高い。一方公開市場操作として買いオペを実行するには、市場で投資者に対して魅力的な金利を提供する必要がある。これは外国人投資家にとっても魅力的な投資対象であるわけで、買いオペのために発行された高利の中央銀行証券は、海外からの資金流入をさらに誘発することになるのである。インドネシアがとってきた管理フロート制度と自由な資本移動のもとでは、資本流入と金融政策の関係は以下のとおりである。外国資金の流入→為替レートの維持（ドル買い介入）→通貨供給量の増大→金融引き締め政策→中央銀行証券の金利上昇と発行額の増加→さらなる外国資金の流入→通貨供給量の増大。

次に財政政策と対外借入政策の役割の重要性を検討しておこう。マンデル＝フレミング・モデルに従えば、インドネシアのような為替管理のない国では、上にみたとおり金融政策は有効性が低いのにに対し、財政政策はその有効性が高いことが知られている。しかし途上国では、インフラストラクチャーなど財政に対する需要は大きく、財政黒字を創出するような財政引き締め政策をとることは容易ではない。またインドネシアでは財政均衡主義をとっているので、財政は常に健全に維持されており、経済の動きに中立的であると考えられてきた。しかしここで注意すべき点が二つある。第1はインドネシアの財政均衡主義は、政府の国内借入を禁止しているが、対外借入を前提としているという点である。対外借入の中心は国際機関および二国間の援助資金や公的輸出信用である。これらの資金援助を除けば、財政は大幅赤字なのである。第2は財政に計上されていないいくつかの準財政項目があるという点である。これまで財政によって賄われてきたインフラストラクチャー案件のいくつかは、民営化政策によって民間事業となった。それらは、厳しい財政事情のもとで、民間へ押し出されたものである。これらの案件の成立（とくにファイナンス面）には、政府による何らかの保証や支援が必要である。

したがってこれらの支出は広い意味での財政支出であるともいえる。これらの案件を含む広義の財政支出は、民営化政策などの影響もあって1990年代には拡張型となったと考えられる。

そこでインドネシア政府は民営化案件、すなわち広義の財政支出をコントロールするための手段として、1991年に大統領令39条「対外商業借入規制」(PKLN)を導入した。PKLNによる対外借入規制は、政府および政府の関連する民間案件(民営化インフラ案件など)、および銀行部門による海外金融市場からの借入に上限枠を課し、対外債務の増大をコントロールしようというものである。この措置は、銀行部門の対外借入依存を抑制するとともに、政府の準財政支出ともいえる民営化インフラ案件のコントロールという意味では、財政の引き締めを補完する重要な役割を果たすものであった<sup>(4)</sup>。

ところが1994年以降、PKLNの効力は急速に失われていったように思われる。その最大の理由は、大型の民営化案件の実行に関する政治的な圧力である。経済ブームと外資の流入は、利権のパイを拡大し、それにとまって政治圧力も増大していったと考えられる。それに加えスハルト政権が末期に近づくにつれて、経済権益を実現しようという圧力が強まり、PKLNによって承認されていない多くの案件が事実上進行していったのである。また国内金融市場が国際化していくのにもない、新しい金融商品が導入され、それが対外借入規制の抜け道をつくっていったのである。

### 第3節 金融危機と経済システムの崩壊

#### 1. 金融危機と銀行部門の崩壊

今回のアジア金融危機の原因は、外国資本の急激な流入とその後の流出にあると考えられている。その説明は次のようなものである。資本流出すなわち資本逃避は、為替レートの急激な切り下げをもたらした。それは外貨建て

借入に大きく依存していたインドネシア企業と銀行の債務を急増させ、バランスシート問題をもたらし、債務返済不能に陥った。しかしインドネシア銀行部門の崩壊原因は、外国資本の逃避とそれによって生じた外貨建て債務の膨張、バランスシート問題にのみあるのだろうか。

インドネシア金融部門の不良資産問題は、銀行部門の成長すなわち貸出資産の増加にともなって潜在的には徐々に増加していたと考えられる。中央銀行が発表した不良資産の数値は1990年代に入って上昇する傾向を示していたが、そのような銀行部門の諸問題は、経済成長、とくに銀行部門の急激な成長の陰に隠されてきた。さらに借り換えや先送りによって、表面上はかなりの程度が覆い隠されてきたのである。しかし銀行部門の脆弱な構造は、確実に進みつつあった。そこにタイのパーツ危機に端を発するアジア通貨危機が発生し、そのコンテージョンによってインドネシア通貨ルピアもフリーフォールの状態に陥った。インドネシアの銀行部門の構造的な問題が、海外からの借入に大きく依存する体質を形成し、それがバランスシート問題を起こすことになったと考えるべきであろう（小松 [1998] 参照）。銀行部門の問題は、金融危機の結果であるだけでなく、金融危機の原因でもあったのである。そうであるとすれば、インドネシア銀行部門の抱える構造的な問題が解決されないかぎり、今回の金融危機の本質的解決にはならないであろう。国営銀行が抱えていた「政治の介入による政府の失敗」と、民間ビジネスグループ銀行が抱えていた、「企業グループ内部への貸付とモラルハザードの問題」は、完全に解決されたとは言いがたい。

## 2. 銀行部門の再建と金融仲介機能

インドネシアの銀行危機は、その不良資産規模、倒産した銀行数を考えると、史上稀にみる深刻なケースである。商業銀行のバランスシート（統合ベース）をみると、危機以降銀行部門の構造が急激に悪化していることがわかる（表3参照）。1999年6月時点では、資本金は危機のなかで急増した不良

表3 商業銀行のバランスシート（統合ベース）

(1) 1997年6月

(単位：兆ルピア)

A		L	
準備金	17	預金	233
民間向け貸出	333	外貨勘定	56
外貨資産	18	外貨負債	33
政府向け貸出	1	その他	65
その他	57	資本金	41
計	427	計	427

(2) 1997年12月

A		L	
準備金	17	預金	236
民間向け貸出	387	外貨勘定	91
外貨資産	47	外貨負債	70
政府向け貸出	1	その他	85
その他	77	資本金	47
計	529	計	529

(3) 1998年6月

A		L	
準備金	25	預金	342
民間向け貸出	669	外貨勘定	178
外貨資産	188	外貨負債	189
政府向け貸出	1	その他	251
その他	133	資本金	54
計	1,014	計	1,014

(4) 1998年12月

A		L	
準備金	34	預金	418
民間向け貸出	513	外貨勘定	117
外貨資産	116	外貨負債	98
政府向け貸出	1	その他	228
その他	99	資本金	-99
計	762	計	762

## (5) 1999年6月

A		L	
準備金	35	預金	462
民間向け貸出	260	外貨勘定	108
外貨資産	80	外貨負債	73
政府向け貸出	92	その他	132
その他	92	資本金	-215
計	427	計	427

## (6) 1999年12月

A		L	
準備金	42	預金	474
民間向け貸出	226	外貨勘定	113
外貨資産	120	外貨負債	100
政府向け貸出	269	その他	150
その他	158	資本金	-22
計	815	計	815

## (7) 2000年6月

A		L	
準備金	37	預金	501
民間向け貸出	243	外貨勘定	125
外貨資産	94	外貨負債	81
政府向け貸出	373	その他	155
その他	123	資本金	8
計	870	計	870

## (8) 2000年12月

A		L	
準備金	50	預金	533
民間向け貸出	273	外貨勘定	140
外貨資産	102	外貨負債	93
政府向け貸出	430	その他	168
その他	130	資本金	51
計	985	計	985



## (9) 2001年6月

A		L	
準備金	39	預金	560
民間向け貸出	308	外貨勘定	167
外貨資産	121	外貨負債	86
政府向け貸出	418	その他	201
その他	172	資本金	44
計	1,058	計	1,058

## (10) 2001年12月

A		L	
準備金	49	預金	612
民間向け貸出	303	外貨勘定	155
外貨資産	110	外貨負債	68
政府向け貸出	409	その他	138
その他	169	資本金	67
計	1,040	計	1,040

## (11) 2002年6月

A		L	
準備金	46	預金	627
民間向け貸出	305	外貨勘定	138
外貨資産	83	外貨負債	46
政府向け貸出	399	その他	106
その他	166	資本金	83
計	1,000	計	1,000

(出所) Bank Indonesia, *Indonesia Financial Statistics*, 各版。

資産を償却した結果、大幅なマイナスになっている。これにともない銀行による民間向け貸出も、ピーク時の半分以下の水準にまで減少している。銀行部門の不良資産償却を実行し、さらに資本金のリスクアセットに対する比率(CAR)を8%(当初4%)の水準に引き上げるために、インドネシア政府は約600兆ルピア、対GDP比率で約60%の国債を発行し、銀行部門のリキャピタリゼーション(資本注入)に充当した。この措置により銀行部門の資産として、民間部門向け貸出総額を遥かに超える多額の国債が保有されることになった。では政府による銀行へのこの巨額の資本注入が完了することによって、金融仲介機能は回復したのであろうか。残念ながら今回の大規模なり

キャピタリゼーション・オペレーションにもかかわらず、銀行部門の金融仲介機能は低水準にとどまっている。現状では銀行部門が経済回復のための新たな資金供給を担うと考えることは難しいと言わざるをえない。また上に述べたように、今後新規資金需要が出てきたときに、銀行部門が借り手の良し悪しを審査し、スクリーンする能力とシステムが整備されたとはいいがたい。金融政策は、銀行を中心とする金融機関を通じて実現される。金融機関が効率的に機能しない状況では、金融政策の有効性は確保できない。

銀行部門のリストラクチャーと資本注入の過程で、銀行部門が抱える不良資産は、銀行再建庁（IBRA）に移管された。銀行再建庁、すなわち政府は銀行部門の資産の大半を保有することになった。これはあくまで緊急避難措置であるが、インドネシアの社会政治状況のなかでは、政府がこれだけの規模で金融へ介入することによって生ずる「政府の失敗」と「モラルハザード」の可能性と深刻度について、今後とも注意を払う必要がある。

### 3. 金融危機の財政部門への影響

金融危機の過程でインドネシアの財政状況は急激に悪化してきた。第1の原因は、上に説明した銀行部門救済のために発行した国債である。第2は、現在進みつつある地方分権化の影響である。この点については財政にどのような影響を与えるのか、現時点では結論することが難しいが、地方政府への財政権限の委譲と地方政府の財政運営能力をみていると、懸念される点は多い。第3は、危機による経済全般の落ち込みである。第4は、経済政策運営全体を担う責任体制の問題である。かつてのようなテクノクラート集団は存在せず、民主化の流れのなかで経済運営は、ややもすればポピュリストイックな政治家の動きに流されがちである。

政府の債務残高は、内外合わせて危機前の1996/97年度の23%から2000年にはGDPの100%に達している。増加の大半は、上に述べた銀行救済のための資本注入国債（2002年時点でGDPの約50%）である。この結果、政府の

債務支払いは急激に増加し、財政状況を圧迫している。政府の債務支払いは、国内外を合わせると2000年時点で財政収入の約50%に達している。インドネシアは1997年からIMFの管理下にあり、リスケジュールを実行しつつあるので、対外債務の返済については負担は大幅に軽減されている。しかしながら2003年末にはIMFからの卒業を決めているので、それにともないリスケジュールは終了し、来年からは債務を全額返済することになるため、財政負担は急速に増大することになる。向こう数年間にわたり財政のサステナビリティを維持することが、経済政策の大きな課題である（Komatsu [2003] 参照）。

## 第4節 金融危機後の金融政策と課題

### 1. 金融危機後の金融政策の枠組み

現在のインドネシアは金融危機にともなう経済困難とそれからの脱却の過程にあるというだけでなく、政治、社会、経済の各システムにおいても大きな変革の過程にある。金融政策についてもそのような変革のなかで位置づけられ、その役割が検討される必要があると考えられる。

1997年の金融危機によってインドネシアの金融政策の枠組みは大きく変化した。為替レートは管理フロート制度から変動為替制度へ、中央銀行はその役割を限定しインフレーション・ターゲティング政策へ、財政はこれまでの中央集権型から地方分権型へと変化した。また危機によって経済政策の課題も大きく変化した。為替レートの安定強化は、管理フロート制度によってではなく、為替市場によって達成されなければならない。財政は銀行部門への資本注入による国債の大量発行にともない負担が急激に増えつつあり、財政のサステナビリティが問われている。民主化と地方分権化は、新しい財政運営のルールを必要としている。銀行部門については、その再建と金

融仲介機能の回復が急がれているが、それはこれまでの国営銀行やビジネスグループ系銀行のあり方とは、まったく異なる銀行を育成する必要があることを意味している。

現在の経済政策の枠組みのもとでこれらの政策課題に対応していくことは決して簡単ではない（Nasution [2002] 参照）。加えて政策課題を達成するための政策手段の間に矛盾も生じている。第1の矛盾は為替レートに関するものである。巨額の対外債務を抱えて倒産状態にある企業およびその貸し手である銀行にとっては、強いルピアが必要である。強いルピアは対外債務を減少させ、企業のバランスシート問題を改善するからである。しかし、一方で強いルピアはインドネシアの輸出を阻害することになる。第2の矛盾は為替レート政策と財政に関するものである。企業再建に必要とされる強いルピアを達成するためには、金融引き締めと高い金利水準が要求されるが、それは国債の利子支払いを増大させ、ただでさえ危機に瀕している財政を悪化させることになる。第3の矛盾は財政と銀行部門に関するものである。財政の破綻を回避するためには低い金利が必要であるが、低い金利は銀行部門の資産の50%を占める国債からの収入を減少させ、銀行部門の体力回復を圧迫する。このようにインドネシア政府の政策課題には多くの困難と矛盾が存在しており、課題の解決は簡単ではない。

## 2. 金融政策の目標と有効性

金融危機後のインドネシアの金融政策は大きく変化している。危機後の金融政策のスタンスは、基本的に物価安定という単一目標を追求する、インフレーション・ターゲティングに移行しつつある。中央銀行副総裁ナスティオン（Nasution）および中央銀行研修・研究所長ハリノウォ（Harinowo）は、2003年5月の時点では、インドネシア中央銀行はインフレーション・ターゲティングへの移行を決めたが、まだ完全に移行していないと説明している（2003年5月のインタビューの際の発言）。危機以前には中央銀行は、経済の発

展、国際収支の均衡、物価の安定など複数の政策目標を追求してきた。多くの途上国でそうであったように、これまでインドネシア中央銀行も経済の発展という政策目標に関しても、中心的な役割を果たすことが期待されてきたのである。中央銀行は、銀行部門を通じて経済成長のための成長通貨をスムーズに供給する役割を担ってきた。成長通貨の供給手段は、マーケット・オペレーションを通ずる SBPU（銀行の保有する商業手形）の中央銀行購入をはじめとして、中央銀行による銀行部門への流動性資金供給（Liquidity Credits: LC）、さらには中央銀行による企業部門への直接優遇貸出などの優遇貸出制度が存在した。これらの優遇貸出制度は、常に政治圧力によって影響され、経済政策の重要な目標である経済の効率性や物価安定が阻害される傾向があったことは否めない。また危機の最中に銀行救済のために巨額の流動性資金（LC）が銀行部門に供与されたが、これが不正に使用されたという問題が指摘され、中央銀行に対する批判は大きい。このような状況から、インドネシアでは中央銀行を政治から独立させ、金融政策目標から経済発展を明示的に除き、物価安定という単一目標を追求するインフレーション・ターゲティング政策へと金融政策スタンスを移行させつつある。

このようなインフレーション・ターゲティングへの動きは、インドネシアの政治環境によってのみ生じたわけではない。経済理論、とくに金融論の分野では、近年“time inconsistency”問題が指摘されるようになり、金融政策目標として経済発展を掲げることには、多くの経済学者が否定的見解をとるようになった。すなわち金融政策によって経済成長を加速させ、雇用を増加させる目的で通貨供給を拡大させても、長期的には通貨供給は物価上昇を招くだけで、経済成長や雇用の増大には影響を与えないと考えるのである。そうであるとする、物価の安定を金融政策の唯一最重要の目標として追求することは、論理的帰結であるといえる。経済理論の点からもインフレーション・ターゲティング政策は、現在強く支持されている金融政策の枠組みであるといえる。したがってIMFや世銀などもインフレーション・ターゲティング政策の導入を強くアドバイスしつつある。

このようにして経済危機を経て、インドネシアは金融政策の基本スタンスをインフレーション・ターゲティング政策へと切り替えつつある。インフレーション・ターゲティング政策では、長期的には金融政策は経済成長や雇用には影響を与えることができないが、インフレ率を十分にコントロールすることができると考えている。したがって中央銀行は目標インフレ率を掲げ、それを達成することが中央銀行の唯一の役割であるとし、そのための制度的な条件を整備することになる。しかしインドネシアにおいて基本的な物価、すなわちインフレ率は金融政策によってほぼ完全にコントロール可能なのであろうか。インドネシアの経済構造は現在でもかなりの部分を農業、鉱業が占めている。これらの価格は国際市場に左右されるところが多く、金融政策によって決定されるものではない。また食料、石油などの主要商品についても補助金が供与されており、それらの価格は補助金の削減とともに変化する。さらにインドネシアの基礎的な物資の輸入依存度は大きく、したがって昨今の為替相場の変動は、当然のことながらインフレ率にも大きな影響を与える。インドネシアにおける物価は必ずしも金融政策のみによって決定されているわけではない。もし仮にこれらの補助金などに左右される商品を除いたコアインフレーションについてインフレーション・ターゲティングを設定したとしても、それはかなりの数の主要商品を除いたものとなり、そのようなインフレーション・ターゲティング自体が経済政策の目標としてはあまり意味のないものになってしまう可能性はある。

次に金融政策の手段とその波及メカニズムを考えてみよう。第1の問題はインドネシアにおいて有効な金融政策の手段が限られている点である。最もオーソドックスな金融政策の手段は、中央銀行証券(SBI)の売却による現金通貨のコントロールである。これは一種のオープンマーケット・オペレーションであるが、基本的には市場から資金を引き揚げるのみの一方通行であることに注意する必要がある。危機以降、中央銀行によるSBPUの買取すなわち市場への資金供給手段は廃止された。今後国債やTBの市場を育成し、SBIに代わってこれら債券市場を通じたオープンマーケット・オペレーショ

ンに移行することが計画されている。しかし債券市場の育成にはまだまだかなりの時間を要すると思えなければならず、その間SBIのみの一方通行のオペで、果たして十分に有効な金融政策が実行できるか疑問は残っている。危機後新しく改定された中央銀行法では、中央銀行はその独立を保証されることになったが、流動性資金供給(LC)、SBPUの買取が廃止され、結果としていくつかの通貨供給手段を失い、政策運営上のフレキシビリティを失ったように見える。SBIという一方通行のオペと未発達の債券市場のもとで中央銀行はスムーズに通貨の供給を調整し、有効にインフレをコントロールできるだろうか。

第2の問題点は、金融政策のトランスミッション・メカニズムである。中央銀行はオペを通じてリザーブマネー(RM)の供給量をコントロールできるとしてもM1、M2、銀行部門の貸出額、企業の投資などの活動を直接コントロールできるわけではない。一般的には、リザーブマネーとM1やM2の間に安定的な関係すなわち安定的な貨幣乗数が維持されており、リザーブマネーのコントロールによってM1やM2がコントロールできると考えられている。またM2の動きと、その銀行部門のバランスシートの主な反対項目である民間部門向け貸出が、ほぼ連動して動くことから、M2の動きが銀行の貸出に影響を与え、さらには企業活動に影響を与えると仮定している。また通貨供給の調節は、インターバンク市場の金利を動かし、銀行部門の限界資金コストに影響を与える。それによって銀行の貸出金利が変化し、民間部門の投資活動に影響を与え、インフレ率をコントロールすることができる。このような金融政策を実行するうえで前提としている金融政策のトランスミッション・メカニズムは、経済危機後のインドネシア金融部門においても引き続き当てはまるのだろうか。これらの点を以下に検討しておこう。

まず通貨供給とインフレの間の基本的関係を確認しておこう。

$$M2 = mm \cdot RM \quad \dots\dots(3)$$

$$M2 = k \cdot P \cdot Y \quad \dots\dots(4)$$

( $mm$ : 貨幣乗数,  $RM$ : リザーブマネー,  $k$ : マーシャルの  $k$ ,  $P$ : 物価水準,

表4 金融指

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
M1/RM	1.57	1.50	1.46	1.76	1.99	1.98	2.13	1.95	2.09	2.05	2.04
M2/RM	3.60	3.54	3.92	5.14	5.82	7.05	8.02	8.08	8.25	7.86	8.61
M1/GDP	10.43	11.39	10.19	10.32	12.03	12.18	11.58	11.07	12.27	11.88	11.59
M2/GDP	23.91	26.97	27.21	30.12	35.11	43.27	43.55	45.81	48.08	45.68	48.98

(注) (1) M1/RM および M2/RM は11月の数値、M1/GDP および M2/GDP は第3四半期の数値。

(2) RM は、リザーブマネー。

(出所) Bank Indonesia, *Indonesian Financial Statistics* の1990年から2002年までの各版。

Y : GDP)

ここでマーシャルの  $k$  が一定だとすると、(4)式は(5)式のような増加率の形式に書きなおせる。

$$m2 = p + y \quad \dots\dots(5)$$

(小文字の  $m2$ ,  $p$ ,  $y$  はそれぞれ増加率)

(3)式はリザーブマネー (RM) と M2の関係を表し、中央銀行がリザーブマネーをコントロールすることによって、その乗数倍の M2が供給されることを意味する。(4)式は(3)式で決定された M2と名目 GDP の関係が示されている。(5)式は、マーシャルの  $k$  が一定であるという一般的な仮定のもとでは、物価上昇率と実質経済成長率の和が、通貨供給増加率に一致することを示している。このことから経済の潜在成長率 ( $y$ ) を推定し、目標インフレ率 ( $p$ ) を設定すれば、マネーサプライの増加率を決めることができると考えられる。さて以上で仮定した前提条件や変数間の因果関係は、現在のインドネシアにおいて成立しているのだろうか。

最初に貨幣乗数 ( $mm$ ) の動きを確認してみよう (表4参照)。貨幣乗数を表す M2/RM (M2とリザーブマネーの間の比率) は、1980年代後半から1990年代前半にかけて急速に上昇した後、金融危機までの間は8.0強で安定していたが、経済危機以降は6.0強に急激に低下している。今後貨幣乗数が現水準で安定するのかそれとも再び増加傾向に転ずるのかははっきりしない。現時点では貨幣乗数がどのように推移するか不明なため、M2のコントロールはよ



標 (各年末)

							(%)
1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002(1)	
1.86	1.70	1.35	1.22	1.29	1.39	1.40	
8.39	7.72	7.69	6.35	5.95	6.60	6.20	
12.03	12.65	9.35	16.31	22.51	20.70	19.17	
54.20	57.42	53.10	84.24	99.40	97.90	89.93	

り難しくなったと考えられる。さらに(4)式と(5)式で仮定されたマーシャルの $k$ の安定性はどうか。マーシャルの $k$ の逆数であるM2/GDP比率が、表4に示してある。これによるとM2/GDPは経済危機にいたるまでは多少の変動はあるものの右上がりの増加

傾向にあり、コンスタントではないがその傾向に基づいて $k$ を推定することは可能であったと考えられる。しかし危機以降は、その比率はかなり激しく変動しており、 $k$ の予測はかなり難しくなっている。したがって(3)、(4)、(5)式に基づいてリザーブマネーをコントロールし、インフレ率をコントロールするという事は危機以前に比べてより難しくなっている。

M2の動きと銀行部門の民間向け貸出との関係も、経済危機後は以前のような一対一の対応関係にはない。民間向け貸出は、資本金比率 (capital adequacy ratio: CAR) や不良資産 (NPL) 比率など他の要因によって大きく影響されるようになっている。先にみたように銀行部門の困難と金融仲介機能不全は早急に改善されるとは考えられず、したがってM2と銀行貸出との間の関係も早急に回復するとは考えられない。さらにここから想像するに難くないことは、金融政策によってインターバンク金利を経由して、銀行貸出さらには民間の投資活動に影響を与えるというチャンネルも、必ずしも十分にワークしないであろうということである。

## まとめ

本章では1980年代から最近までのインドネシアの金融政策の基本的な枠組みと政策課題を振り返ってみた。1980年代の金融政策の基本スタンスである

金融自由化政策は、1980年代後半から1990年代半ばにかけてのインドネシアの高成長を支える重要な政策であった。この時期のインフレ率、マネーサプライ、為替レートなどの推移をみるかぎり、金融政策は比較的うまく運営されていたと考えられる。しかしその一方で金融部門の急速な発展は、同部門の脆弱性を増大させ、不良資産を蓄積させ、さらにインドネシア経済の海外借入依存を高めることになった。このような状況のもとでは、急激な資本流入とそれにとまなう経済の過熱に対して、金融引き締め政策は有効ではない。むしろ金融引き締め政策が国内金利水準を高めるため、いっそうの資金流入を招き、海外資金への依存度を高める結果となったと考えられる。

金融危機によってインドネシアは、これまでと異なる深刻な問題に直面している。銀行部門の再建と金融仲介機能の回復、財政のサステナビリティの維持、内外投資家のコンフィデンスの回復などの政策課題に対して、どのように対応していくべきなのだろうか。危機後、インドネシア政府は金融政策の枠組みをインフレーション・ターゲティングへと変更しつつある。インフレーション・ターゲティング政策によって、インドネシア政府は経済を有効にマネージしていけるのだろうか。その答えは必ずしも明らかではない。今日、インドネシアは政治的にも社会的にも経済的にも大きな変革の過程にある。そのなかで中央銀行が、金融政策の独立を維持し、物価の安定に重点を置くことは重要である。しかし中央銀行の金融政策は、経済動向全体にも責任を負っている。また金融政策の有効性は、その主要なチャンネルである銀行部門の仲介機能に依存している。現在預貸比率は大きく低下し不安定化している。このような預金と銀行貸出の断絶は、金融政策の有効性を低下させる。

インフレーション・ターゲティング政策への移行は、中央銀行そして政府のインフレ率に対するより明確なコミットメントを意味するものであり、また中央銀行の経済成長に関する直接的なコミットメントを否定するものと理解されている。新中央銀行法はこのような中央銀行の新たな役割を明確にし、それを達成するために中央銀行の独立という新たな制度を提供するものであ

る。中央銀行がインフレ低下により明確にコミットし、また新中央銀行法によって中央銀行の政治圧力回避が法的に保証されたことは、明らかに前進であると考ええる。しかしそのような制度が導入されたからといって、自動的に安定的な経済発展が保証されるわけではない。前節で説明したように、金融政策は新たな経済状況のもとでより複雑な問題に直面している。中央銀行は、新たな経済状況とそのメカニズムを把握するとともに、それに対応していくための柔軟な政策手段と能力を確立することが必要であると考ええる。

〔注〕 \_\_\_\_\_

- (1) 1980年代には世銀による多数の構造調整政策が実行されたが、金融部門に関する構造調整政策はその中心であった。
- (2) 1990年代にユーロドル金利が低下していたにもかかわらず、多くのアジア途上国の国内金利の調整が遅れたのはその証左であると考えられる。
- (3) 銀行部門による対外借入は、1988年の第2次金融自由化政策によって完全に自由化された後、1991年9月には、大統領令第39条（PKLN）によって枠規制が課せられた。
- (4) ただし純粋な民間企業および個人は規制の対象外であった。

### 〔参考文献〕

#### 〈日本語文献〉

小松正昭 [1994] 「持続的発展のための金融部門の課題」 (『基金調査季報』〈海外経済協力基金〉 No.80)。

—— [1998] 「インドネシアの金融部門—金融自由化政策と今日の金融危機の背景—」 (大蔵省財政金融研究所編『ASEAN 4の金融と財政の歩み—経済発展と通貨危機—』大蔵省印刷局)。

#### 〈外国語文献〉

Komatsu, M. [2003] “Fiscal Sustainability and Its Implications,” Jan., Mimeo.

Nasution, A. [2002] “Monetary Policy in Indonesia Following the Crisis in 1997-98,” Nov., Mimeo.

World Bank [1998] “Indonesia in Crisis-Macro Update.”