

第3章

インドネシアの金融政策と短期金融市場

第1節 金融政策の目標と制約条件

発展途上国においては金融政策は2つの目標をもって運営されていると考えられる。第1は物価の高騰や国際収支の悪化を防ぐための経済安定化であり、第2は経済の発展である。とりわけ発展段階の低い途上国では、一定以上の高い経済成長をつねに追求していかざるを得ない側面があり、経済安定化を実行していく局面においても、ある一定の経済成長を前提とせざるを得ない。高度成長は、それによる貧困の改善と急増する雇用人口の吸収とによって、経済・社会の安定を達成するために必要な政策目標である。インドネシア近隣の東南アジア諸国は潜在成長力も高く、インドネシアにおいても潜在成長力に見合った高成長を達成することが、経済政策担当者に課せられた課題だったと考えられる。政府当局にとっては、現政権の政治的安定度を保つためにも経済の発展は重要な課題である。インドネシアでは過去5年間の平均でみると、GDPは年率6%の高成長を続けてきた。最近の1989年から91年にかけては、GDP成長率は年率で7%を超えている。一方でこのような高い経済の発展は、金融政策のもうひとつの目標である経済安定化との間に矛盾をもたらしている。国際収支の赤字の拡大などの国際収支制約、物価上昇などに現れる国内経済供給能力制約などが高い経済成長の制約条件となっている。

途上国の政策当局は、経済成長を追求しながら一方で国際収支や物価と

いった制約条件をにらみつつ、経済調整政策を実行していくことになる。インドネシアのケースを考えてみると経済政策当局が政策判断のうえでもっとも注意を払ってきた制約条件はこの2つの要因であり、なかでも国際収支は政策判断にもっとも重要な影響を与えたとみられる。これまでの大きな政策転換は、つねに厳しい国際収支危機に直面した際に行われている。これに対してもうひとつの制約条件である物価上昇率の加速は、将来の為替切下げ期待を上昇させ、為替市場を混乱させることに繋がるが、物価上昇率の加速は必ずしも直接的には大きな政策転換をもたらしていないように思われる。これは物価上昇と為替市場の混乱との間に通常タイムラグがあり、直接的な一対一の対応関係がないことから、政策当局の物価に対するセンシビリティは国際収支危機に対するセンシビリティに比べて相対的に小さいようにみえる。

当局はこのような経済目標と制約条件を注視しながら財政金融施策を中心に経済政策を実行していくわけだが、途上国では経済政策を機動的に発動し、経済調整をスムーズに推進していくことは決して容易なことではない。第1に途上国では経済情報の把握の遅れや不完全性の問題がつねに存在している。第2に政策を実施していくための手段（ポリシー・インストルメント）や政策調整をする場である市場が未発達であり、また市場のセグメンテーションがあるため市場メカニズムが不完全にしかワークしないからである（市場の失敗）。さらには各国それぞれの歴史的、社会的基盤や背景が、政策のスムーズな実行を妨げている。これらの問題を無視して、単純に経済自由化政策を推進し、財政金融政策を通じて経済マネジメントを実行することは、政策意図に反した多くの問題をもたらすであろうと考えられる。

この関連においてインドネシアの経済政策を考える際に、前提として配慮しなければならない重要な社会・経済的諸要因がいくつか存在する。ここではこの問題について詳細に立ち入ることはしないが、インドネシアの経済政策、金融政策のフレームワークを考える際に触れておかなければならないのは次の点である。第1は民間経済の実権を握っている華僑の力とその経済ビ

ヘイビア・投資ビヘイビアである。このような社会的背景からインドネシアでは為替管理は行われておらず、資本の移動は自由である。第2は前政権スカルノ時代の経済政策の失敗、とくに赤字財政とハイパーインフレーションの存在である。この歴史的背景からインドネシアでは赤字国債の発行を禁止しており、要約すれば財政均衡原則と為替管理の不在という2大原則が経済政策の大きなフレームワークを構成しているといえる。まずインドネシアでは財政均衡原則があるため、経済調整手段は主として金融政策に依存してきた。さらに金融政策は為替管理不在の原則から国内外の資金の自由な移動によって大きく制約されている。

本章の目的は、このようなインドネシア経済の特性や金融市場の発展度合いを考慮しながら、これまで金融当局がどのような金融政策を運営し、それら諸政策が経済にどのように波及しインパクトをもたらしているか、また意図した政策が有効に作動しない場合の問題の所在がどこにあるのかを分析することにある。

第2節 金融財政政策の有効性

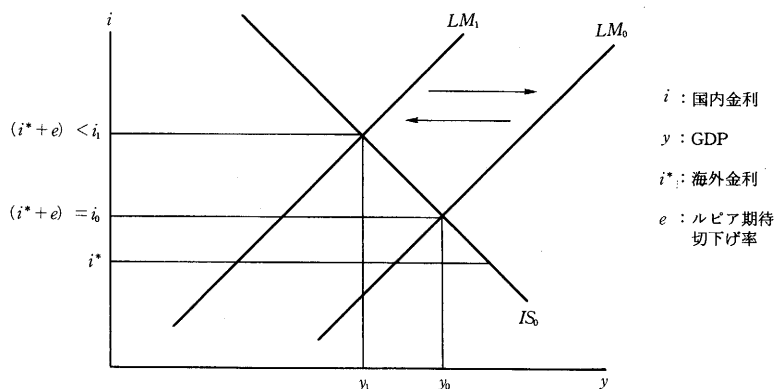
1. 金融政策の有効性

まず為替管理不在という前提条件のもとでオーソドックスな金融政策がどのように作動するかについて、簡単なモデルで確認し、近年のインドネシアでの経済状況を説明してみよう⁽¹⁾。

第1図は通常のIS曲線とLM曲線を示している。初期状態では国内金利水準は LM_0 と IS_0 の交点 i_0 で均衡していると考える。この時点での国内金利(i_0)は、海外金利(i^*)たとえばロンドンインターバンク市場金利(LIBOR)、またはシンガポールインターバンク市場金利(SIBOR)にルピア切下げ期待率(e)を加えたものに一致している。通貨当局が経済のオーバーヒートや物価

第1図 金融

(a) 金融引締め政策



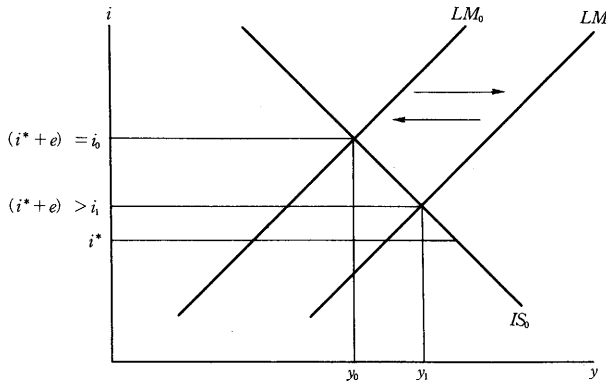
- i) 通貨の減少 : $LM_0 \longrightarrow LM_1$
- ii) 金利の上昇 : $i_0 \longrightarrow i_1$
- iii) 資本の流入および還流の増加 : $i^* + e < i_1$
海外借入の増加
- iv) 通貨の増加 : $LM_1 \longrightarrow LM_0$
- v) 金利低下 : $i_1 \longrightarrow i_0$
- vi) 国内総需要の水準は y_0 に止まる

(出所) 筆者作成。

上昇などの理由から金融引締め政策を行うとLM曲線は LM_0 から LM_1 へと左にシフトする。国内金利は引締めの結果 i_0 から i_1 へと上昇する。ここで i_1 は海外金利にルピアの切下げ期待率を加えたものよりも高くなる($i_1 > i^* + e$)。この時点では総需要は y_0 から y_1 へと減少する。この結果次の2つの事態が生ずる。第1は国内金利の上昇にともなって海外に流れていた華僑資本を中心とした資金の流入が生じる。第2はインドネシア企業にとって国内の金融機関からの借入よりも海外からの借入の方がコストが低くなるため、海外借入が増加する。この海外借入は、第3節に説明する中央銀行の為替スワップ制度にもとづいてルピア資金に転換される。この結果マネーサプライは増加し、 LM_1 は右にシフトし金利は低下することになる。総需要は再び y_1 から y_0 へと

政策の有効性

(b) 金融緩和政策



- i) 通貨供給増 : $LM_0 \longrightarrow LM_1$
- ii) 金利低下 : $i_0 \longrightarrow i_1$
- iii) 資本の流出 : $i^* + e > i_1$
海外借入の減少
- iv) 通貨供給減 : $LM_1 \longrightarrow LM_0$
- v) 国内金融市場の逼迫，意図に反した金利の高止まり
- vi) さらなる金融緩和政策，資本流出
- vii) 国内総需要の水準は y_0 に止まる

戻り，金融引締め効果は相殺される。

この点を最近のインドネシアの経済状況にあわせて振り返ってみよう。1988年10月に実施された第2次金融自由化政策 (PAKTO) ⁽²⁾ の結果，金融部門の発展が急激に進み，銀行の設立が相次ぎ，銀行預金は急激に拡大した。また一連の経済構造調整政策 (経済自由化政策とほぼ同義語。構造調整政策は貿易，投資，金融の各部門にわたる制度の改善・整備，自由化などを含むより広範な意味に使われる) の成果が現れはじめたことなどから，インドネシア経済のブームが進行しつつあった⁽³⁾。一方で国際金融市場では急速な金利低下が進んでおり LIBOR は1988年から90年にかけて約3%下落している。第1図でみたようにインドネシアの国内金利は海外金利に期待切下げ率を加えたもので

あることから、金融当局は海外金利の急速な低下にともなって国内金利の低下を期待した。金融当局にとっては、1980年代初めから進めてきた金融自由化政策の結果、高水準にとまっていた国内金利水準を引き下げることが、経済発展という目的から望ましかった。国内の高金利水準は投資コストを高め、経済成長を阻害すると考えたからである。ところが国内金利はいつこうに下がらず高水準にとまったことから、通貨当局は国内金利の高止まりが金利の粘着性 (stickiness) にあると考え、金利を低下させるよう各銀行を非公式に指導したとみられる。同時に金融当局は金利低下を促すために金融緩和のスタンスをとったと考えられる。このような金利低下の指導は1989年後半から90年3月頃まで続いたとみられる。この間、緩和気味の金融情勢と銀行部門の拡大によって流動性はM2ベースで1989年40%、90年44%と急速に上昇している。これに加えて一方で経済の高成長と投資ブームが相俟って物価上昇率も年率10%へと加速した (第1表、第2図参照)。

1990年3月ごろから政府は流動性の急速な拡大を認識し、金融スタンスを警戒型に変更していったが、引締め政策の発動はやや遅れて、はっきりした金融引締め政策に転じたのは1990年5月以降である。このことはインターバンクレートの動きから確認できる。インターバンクレートは1990年3月までは下げ続け、10.4%に達した後、5月から6月にかけて金融政策の転換を反映して15%に上昇した (第2表の金利の動向参照)。金融政策の発動の遅れの背景には途上国のもっている情報の遅れ、情報の不完全性の問題が存在しているように思われる。第2表からも1990年5月以後中央銀行は金融政策のスタンスを大きく変更し、SBIの発行、SBPUの金利の引上げを通じて金融引締めを図ったことがみてとれる。金融引締め政策の結果、国内金利は上昇していったが、一方で金融部門の自由化 (第2次金融自由化にともなう銀行部門によるオフショア借入の自由化など) が進んでいたことから、国内金利の上昇による国内金融市場の逼迫は、銀行部門を中心とした対外借入を増加させた。金融引締め効果が浸透しないことから中央銀行はさらに引締めを強化し、国内貸出金利はプライムレートが30%を超える水準まで上昇したが、それはさらな

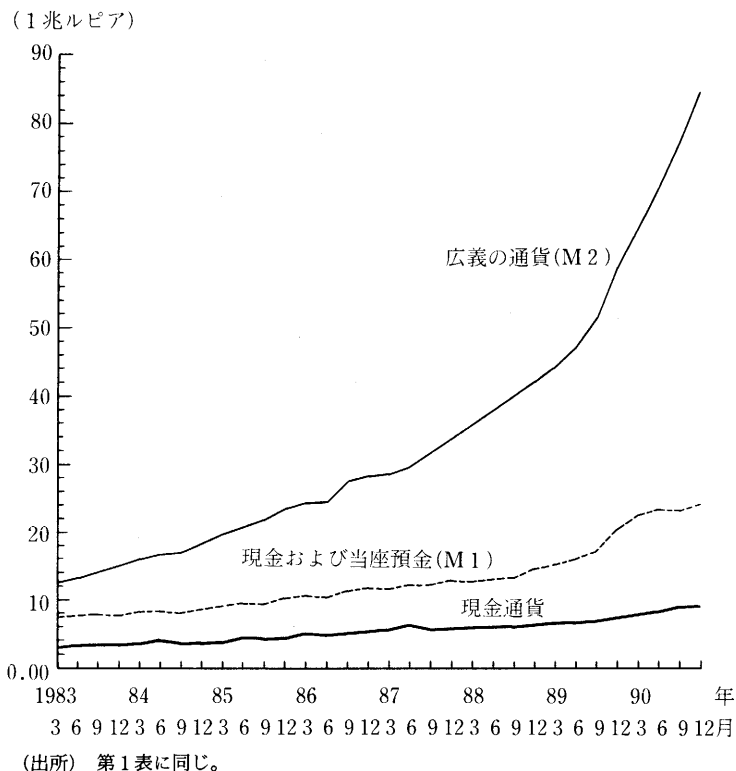
第1表 マネーサプライの推移

(単位:10億ルピア)

| 年. 月 | 現金通貨 | 現金および当座預金 (M1) | 広義の通貨 (M2) |
|---------|----------|-------------------|---------------|
| 1983. 3 | 3,000.00 | 7,379.00 | 12,248.00 |
| 6 | 3,284.00 | 7,505.00 | 12,970.00 |
| 9 | 3,307.00 | 7,716.00 | 13,836.00 |
| 12 | 3,333.00 | 7,569.00 | 14,663.00 |
| 1984. 3 | 3,554.00 | 8,055.00 | 15,759.00 |
| 6 | 4,047.00 | 8,183.00 | 16,450.00 |
| 9 | 3,586.00 | 7,961.00 | 16,741.00 |
| 12 | 3,712.00 | 8,581.00 | 17,937.00 |
| 1985. 3 | 3,785.00 | 8,989.00 | 19,446.00 |
| 6 | 4,343.00 | 9,494.00 | 20,463.00 |
| 9 | 4,248.00 | 9,393.00 | 21,593.00 |
| 12 | 4,460.00 | 10,124.00 | 23,178.00 |
| 1986. 3 | 5,045.00 | 10,475.00 | 24,170.00 |
| 6 | 4,834.00 | 10,355.00 | 24,349.00 |
| 9 | 5,174.00 | 11,192.00 | 27,380.00 |
| 12 | 5,337.00 | 11,631.00 | 28,061.00 |
| 1987. 3 | 5,673.00 | 11,500.00 | 28,491.00 |
| 6 | 6,283.00 | 12,167.00 | 29,633.00 |
| 9 | 5,605.00 | 11,972.00 | 31,645.00 |
| 12 | 5,802.00 | 12,705.00 | 33,905.00 |
| 1988. 3 | 5,873.00 | 12,626.00 | 35,660.00 |
| 6 | 6,022.00 | 13,052.00 | 37,903.00 |
| 9 | 6,029.00 | 13,141.00 | 40,066.00 |
| 12 | 6,246.00 | 14,392.00 | 41,998.00 |
| 1989. 3 | 6,559.00 | 15,009.00 | 44,167.00 |
| 6 | 6,633.00 | 15,924.00 | 47,100.00 |
| 9 | 6,900.00 | 17,160.00 | 51,502.00 |
| 12 | 7,426.00 | 20,114.00 | 58,704.00 |
| 1990. 3 | 7,780.00 | 22,155.00 | 64,367.00 |
| 6 | 8,279.00 | 23,205.00 | 70,125.00 |
| 9 | 8,930.00 | 22,982.00 | 76,907.00 |
| 12 | 9,094.00 | 23,819.00 | 84,630.00 |

(出所) Bank Indonesia, *Indonesian Financial Statistics*, ジャカルタ, 1982~91年各号。

第2図 マネーサプライの推移



る海外借入を誘発することになった (LM_1 から LM_0 へに向かってシフトバック)。

この金融引締め政策の結果何が起こったのだろうか。もちろん金融引締め政策が全く効果を発揮しなかったわけではない。金融引締め政策によってインドネシア金融市場は厳しい逼迫感が広がった。国内金利も急上昇し1990年央には6カ月物で預金金利が25%近くに達し、貸出金利も30%を超えたと伝えられる。貸出金利が30%を超える状況のもとで採算性のある案件はそれほど多くはない。そのような状況であるにもかかわらず、数多くの大型投資が1990年5月以降も続行されていった。その多くは銀行部門、国営企業(主とし

第2表 短期金融市場の金利の動向

| | SBIオークションのカットオフレート(%) | | ルピアインター バンクレート (加重平均)(%) | 中央銀行ディスカウントレート(%) | |
|--------|-----------------------|-------------|--------------------------------|-------------------|-------|
| | 30日 | 90日 | | ディスカウ ント窓口 | SBPU |
| 1983.3 | - | - | 17.90 | n.a. | - |
| 6 | - | - | 10.50 | n.a. | - |
| 9 | - | - | 10.60 | n.a. | - |
| 12 | - | - | 13.70 | n.a. | - |
| 1984.3 | 15.00 | - | 16.40 | 17.50 | - |
| 6 | 14.50 | - | 14.00 | 16.50 | - |
| 9 | 18.00 | - | 46.80 | 26.00 | - |
| 12 | 15.75 | 16.75/17.50 | 9.60 | 21.00 | - |
| 1985.3 | 16.00 | 17.00 | 13.20 | 21.00 | 20.50 |
| 6 | 16.00 | - | 9.20 | 21.00 | 19.50 |
| 9 | 14.00 | - | 10.20 | 18.50 | 17.00 |
| 12 | 14.00 | 15.00 | 11.50 | 18.50 | 17.00 |
| 1986.3 | 14.00 | 15.00 | 15.20 | 18.50 | 17.00 |
| 6 | 14.00 | 15.00 | 12.70 | 18.50 | 17.00 |
| 9 | 14.00 | 15.00 | 12.90 | 18.50 | 17.00 |
| 12 | 14.00 | 15.00 | 14.80 | 18.50 | 17.00 |
| 1987.3 | 14.00 | 15.00 | 13.70 | 18.50 | 17.00 |
| 6 | - | 18.00 | 23.70 | 20.00 | 19.00 |
| 9 | - | - | 12.30 | 21.00 | 15.30 |
| 12 | - | - | 12.20 | 18.50 | - |
| 1988.3 | - | - | 15.10 | 18.50 | - |
| 6 | - | - | 14.10 | 17.00 | 17.00 |
| 9 | - | - | 15.10 | 17.00 | 16.70 |
| 12 | - | - | 14.70 | 18.00 | - |
| 1989.3 | 17.00 | - | 13.70 | 16.00 | 16.00 |
| 6 | 15.30 | 16.30 | 11.80 | 16.00 | - |
| 9 | 14.70 | 15.70 | 12.30 | 16.00 | - |
| 12 | 13.50 | 14.50 | 12.30 | 16.00 | - |
| 1990.3 | 13.10 | 13.90 | 10.40 | 16.00 | 13.40 |
| 6 | 17.00 | 17.40 | 15.20 | 19.00 | - |
| 9 | 19.60 | 17.80 | 14.00 | 19.00 | - |
| 12 | 18.80 | 19.90 | 21.50 | 19.90 | - |

(出所) Bank Indonesia, *Indonesian Financial Statistics*, 1982~91年各号。

IMF, *Indonesia - Recent Economic Development*, IMF Economic Report, 1987年4月3日, 同1990年4月3日。

IMF, *International Financial Statistics*, 1983~91年各号。

てプラティナ)および民間の財閥グループなどによる海外からの資金取入れによってファイナンスされたと考えられる。金融引締めは大手企業(外国合弁会社を含む)を中心とした海外金融市場にアクセスのある借り手に対しては十分な効果をもたないのである。また海外金融市場に広範なアクセスのあるインドネシアの銀行によってサポートされる借り手に対しても同様に金融引締め効果は小さい。この結果金融引締めは海外金融市場にアクセスをもった大手企業とそうでない中小の借り手の間に明らかに異なった効果をもたらす。

2. 財政政策の有効性

次にインドネシア経済政策のフレームワークのなかで、財政政策の有効性がどの程度あると考えられるのかを検討しておこう。すでに述べたとおり、インドネシアでは赤字国債の発行を禁止しており、財政支出は国内財政収入と海外借入によって賄われることになっている。インドネシアではこれを「財政均衡主義」と呼んでいる。この「財政均衡主義」は、ケインズ型の財政政策発動の余地をきわめて小さいものになっている。政府が経済拡大政策をとる場合には、積極的に対外借入を行うことによってある程度財政支出を拡大できる(もちろん海外の金融機関がどこまでインドネシア政府に貸付を積み上げられるかという銀行の貸出幅の制約は存在する)。一方緊縮型の財政政策を実行するための手段は、現下のインドネシアの財政システムでは次の2つに限られている。(1)対外債務の期限前返済を行うか、(2)財政余剰を対中央銀行勘定を通じて次年度に繰越すことによって、実質的には当該年度の財政支出を削減する、の2つであった。ただし後者の場合には政府内部でも、均衡財政政策に抵触していないという説明をすることが必要であった模様で、財政勘定の処理としては、一度財政支出の勘定項目に計上し、財政支出を行った形をとったうえで、政府の中央銀行勘定に振り込むといった操作が行われた。

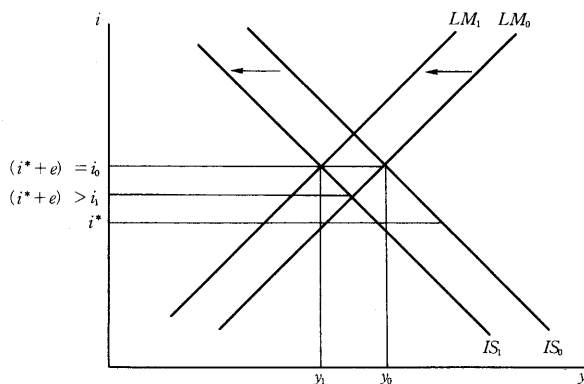
インドネシアにおける財政政策の効果を再び簡単なモデルで検討してみよう(第3図参照)。財政引締めにおいてIS曲線は IS_0 から IS_1 に左方向にシフト

し、投資水準が下落し、その結果国内金利水準は i_0 から下落する(第3図(a)参照)。金利水準の低下は、インドネシア企業による海外借入の減少と国内資金の海外市場への流出をもたらす、LM 曲線が LM_0 から LM_1 へ左方向へシフトするため、国内マネーサプライの減少が生じ、金利は再び i_0 へ向かって上昇する。この一連のオペレーションの結果、理論的には国内需要の水準は初期の y_0 から y_1 へと減少し、財政引締め効果が生じることが予想される。一方対外借入によって拡大型の財政政策を発動する場合には、IS 曲線は IS_0 から IS_1 へと右方へシフトし、国内金利は上昇するが、国内金利の上昇は海外借入によってオフセットされるので、マネーサプライが増加し、金利は i_0 の水準にとどまる。この結果国内総需要は y_0 から y_1 へと拡大する(第3図(b)参照)。

このようにみてもインドネシアの現在置かれている経済環境のもとでは、金融政策はその効果が海外市場の取引を通してかなり相殺されるが、財政政策は効果が期待できるという予想が成り立つ。以上のような推論は、スタティックな部分均衡分析によるもので、インドネシア経済に100%当てはまるかどうかは、より詳細な検討を要する。ただ本章から示せることは、金融政策のみに依存したマクロ経済政策は、為替管理の働かない開放型経済のもとでは有効性が小さく、財政政策など他の政策や対外借入調整政策などとの併用の検討が必要とされるのではないかということである。

財政政策も考慮にいれてインドネシアの最近の経済状況と経済政策の推移をもう一度振り返ってみよう。金融政策については先に述べたように1990年5月から厳しい引締め政策に転じた。この期間一方で財政政策についてはどのようなスタンスがとられていたのだろうか。表面的には財政政策は中立的であったが、一方ではよく知られているように財政の枠の外で石油公社(ブルタミナ)や国営航空会社によるプロジェクトファイナンス、リースファイナンスが続々と実行されようとしており、その意味では財政は拡張型であったといえよう。このため金融政策と財政政策は相矛盾する方向に働いており、政府の政策の効果は相互に相殺されていた可能性が高い。このようにみても金融政策と財政政策がコンシステントであるような政策を実行するとい

(a) 財政引締め政策



- i) 財政引締め政策 : $IS_0 \longrightarrow IS_1$
- ii) 金利低下 : $i_0 \longrightarrow i_1$
- iii) 資本の流出 : $i_1 < i^* + e$
海外借入の減少
- iv) 通貨の供給減少 : $LM_0 \longrightarrow LM_1$
- v) 金利上昇 : $i_1 \longrightarrow i_0$
- vi) 国内総需要の水準 : $y_0 \longrightarrow y_1$

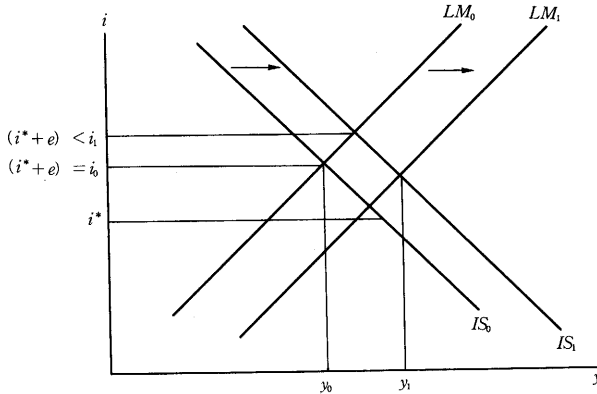
(出所) 筆者作成。

う配慮が必要のように思われる。

1990年末から91年初めにかけて湾岸危機のため、すでに述べたように石油価格が高騰し、インドネシアでは石油収入が一時的に増加するといった状況が発生した。この時期には金融政策による経済引締めが進んでおり、均衡財政主義のもとで石油高騰による増収分に見合った歳出を行うと、経済がさらにオーバーヒートすることは明らかであった。政府は上に述べたように、特定項目で財政支出を行うことによって均衡財政主義を維持しながらも、支出を中央銀行預金として凍結することによって、実質的には約2兆ルピアにのぼる財政緊縮政策を実行した。この方式による財政余剰の凍結は1991年度にも約1兆5000億ルピア程度実行されると伝えられており、財政政策による金

政策の有効性

(b) 財政緩和政策



- i) 財政刺激政策 : $IS_0 \longrightarrow IS_1$
- ii) 国内金利上昇 : $i_0 \longrightarrow i_1$
- iii) 資本流入および還流 : $i_1 > i^* + e$
海外借入の増加
- iv) 通貨供給増 : $LM_0 \longrightarrow LM_1$
- v) 金利低下 : $i_1 \longrightarrow i_0$
- vi) 金利低下 : $y_0 \longrightarrow y_1$

融政策の補完は経済政策の手段として定着しつつあるようにみえる。

さらに1991年9月には、対外借入調整委員会を発足させ、政府部門の対外借入には同委員会の承認を必要とすると同時に、借入上限枠を設定した⁽⁴⁾。この政府関連部門に対する対外借入規制によって、従来尻抜けになっていた財政政策の拡張に歯止めがかかるようになったのである。

均衡財政はきわめて明快な基準であり、とくに経済政策に強い政治的圧力の働きがちな途上国では、財政赤字とインフレ政策を防ぐ強力な手段である。インドネシアにおいては経済閣僚は過去にこの「均衡財政政策」を盾にして、財政拡大を主張する政治圧力を抑えてきたという経緯があり、経済閣僚にとって「均衡財政主義」の原則は、政治的にはきわめて有効な政策であると

いえる。国際収支と物価という2大制約要因に照らしてみると「財政均衡主義」は、経済にビルトインされた安全弁といえよう。途上国における政治の経済への介入のコストの大きさを考えると、それが彼らの学んだケインズ経済学のテキストに反しているとしても、「均衡財政主義」を捨てがたいというのが経済閣僚の偽らざる気持ちであろう。

第3節 金融政策と為替先物スワップ制度

1. スワップ制度の役割とメカニズム

インドネシアの金融政策を考えるにあたってもうひとつの重要な点は、中央銀行による為替先物スワップ制度である。中央銀行は、この為替スワップ制度を通じて金融市場に影響を与え、また外貨準備の水準にも影響を与えてきたのである。

為替スワップ制度は、1979年1月に導入された。本来海外からの投資家を為替切下げリスクから守り、海外投資を促進することを目的としてきた。さらに国内の金融市場が未発達で資本が不足している状況にあるため、国内投資を促進するために海外からの借入を通じた資本導入を図り、借り入れた外貨資金の為替リスクをヘッジする必要があった。中央銀行の為替スワップ制度は、このような投資目的の海外借入にともなう為替リスクを優遇レートでヘッジすることによって、国内外の投資を促進することを目的としてきた。このため、中央銀行の供与する先物為替のプレミアムは、つねに投資インセンティブ型、すなわち先物プレミアムが市場における切下げ期待値よりも低めに設定されていたと考えられる(第3表参照)。一方で先物プレミアムは将来の為替切下げ率を示しているから、政策当局は切下げ幅をあまり大きな率で公に発表しにくいという面もあったと思われる。

同制度が発足した当初のように海外からの投資が限定的であり、かつイン

第3表 中央銀行のスワップ制度

(単位: 100万ドル, %)

| 年. 月 | 外国為替銀行 | NBFI | 合計 | スワッププレミアム (30日物年率) |
|--------|----------|--------|----------|-----------------------|
| 1982.3 | 1,035.60 | 198.60 | 1,234.20 | 2.50 |
| 1983.3 | 1,985.40 | 378.20 | 2,363.60 | 5.25 |
| 6 | 2,190.00 | 204.70 | 2,394.70 | 5.25 |
| 9 | 1,126.60 | 171.30 | 1,297.90 | 5.25 |
| 12 | 1,471.20 | 263.40 | 1,734.60 | 5.25 |
| 1984.3 | 1,972.90 | 354.80 | 2,327.70 | 5.25 |
| 6 | 1,941.70 | 335.60 | 2,277.30 | 5.25 |
| 9 | 2,210.10 | 408.90 | 2,619.00 | 5.25 |
| 12 | 2,169.50 | 393.50 | 2,563.00 | 5.25 |
| 1985.3 | 2,204.00 | 436.90 | 2,640.90 | 5.25 |
| 6 | 2,178.60 | 417.90 | 2,596.50 | 5.25 |
| 9 | 2,125.90 | 401.70 | 2,527.60 | 5.25 |
| 12 | 2,144.10 | 409.60 | 2,553.70 | 5.25 |
| 1986.3 | 2,174.70 | 441.50 | 2,616.20 | 5.25 |
| 6 | 2,020.00 | 438.50 | 2,458.50 | 5.25 |
| 9 | 2,024.50 | 440.00 | 2,464.50 | 5.25 |
| 12 | 2,458.00 | 438.40 | 2,896.40 | 8.00 |
| 1987.3 | 2,569.30 | 448.70 | 3,018.00 | 8.00 |
| 6 | 3,245.40 | 636.20 | 3,881.60 | 9.00 |
| 9 | 3,160.60 | 548.50 | 3,709.10 | 9.00 |
| 12 | 2,597.50 | 460.70 | 3,058.20 | 9.00 |
| 1988.3 | 3,278.40 | 599.40 | 3,877.80 | 9.00 |
| 6 | 3,513.60 | 589.10 | 4,102.70 | 9.00 |
| 9 | 3,406.90 | 590.10 | 3,997.00 | 9.00 |
| 12 | 4,033.60 | 641.30 | 4,674.90 | 8.56 |
| 1989.3 | 3,071.30 | 633.70 | 3,705.00 | 7.31 |
| 6 | 2,241.00 | 475.00 | 2,716.00 | 7.42 |
| 9 | 1,807.00 | 411.00 | 2,218.00 | 7.55 |
| 12 | 1,382.00 | 301.00 | 1,683.00 | 7.69 |
| 1990.3 | 1,115.00 | 319.00 | 1,434.00 | 7.05 |
| 6 | 2,171.00 | 437.00 | 2,608.00 | 6.90 |
| 9 | 3,286.00 | 477.00 | 3,763.00 | 9.61 |
| 12 | 3,974.00 | 485.00 | 4,459.00 | 11.93 |

(出所) インドネシア中央銀行資料による。


ドネシア経済の国際金融市場へのアクセスが限定的であった時代には、スワップ制度はインドネシアの金融市場にとってそれほど大きな攪乱要因とはならなかった。しかし国内経済が発展するにつれ、インドネシアの優良企業が国際金融市場へのアクセスを増したこと、また金融自由化にともなって銀行部門の借入が自由化されたことなどによって対外借入が急速に拡大してきたため、国内経済、とりわけ金融市場に与える影響は飛躍的に拡大した。すでに述べたようにインドネシアでは為替管理がないため、金利裁定によって資金の流出入は自由に生じている。スワッププレミアムが企業家にとって優遇されたレートであれば、海外からの借入は国内借入に比べて有利となり海外借入が促進され、その結果国内での資金のアベイラビリティ、したがってマネーサプライは急速に拡大する。また一方では海外から借り入れた資金、すなわち外貨はインドネシアの外貨準備を潤沢にすることになる。このようにスワップ制度は国内の通貨のアベイラビリティを増加させて投資を促進させるという側面と、国の外貨準備を豊富にするという2つの側面をもっている。さらに為替スワップ制度はその性格から、国際収支危機のときに需要が拡大する。すなわち国際収支危機が発生し、中央銀行の外貨準備が減少しているときには為替切下げリスクが増大するため、為替リスクヘッジの需要が増大し、スワップ制度を通じて外貨が中央銀行にはいつてくることになる。この結果スワップ制度は国際収支危機時に中央銀行の外貨準備を増加させる要因として働くため外貨準備安定化要因となる。国際収支問題が政府にとって経済運営上の最大の制約要因であり、つねに外貨準備の動向について細心の注意を払っている中央銀行にとっては、スワップ制度を通じた外貨の流入は大きな魅力となってきたことは間違いない。

この関係を第4図を使って簡単に説明しておこう⁽⁵⁾。


- (1) インドネシア企業（または海外合弁企業）は、国内金融市場の資金量が小さいかまたは金利コストが高いことから海外借入100ドルを実行する。ただし為替切下げリスクがあるため返済期間にあわせてドルの為替リスクヘッジを行う（第4図の(a)と(b)の取引）。

第4図 中央銀行のスワップ制度

| | | | | |
|-----|--------------|------------|----------|------------|
| (a) | 海 外 銀 行 | | | |
| | インドネシア企業への貸出 | 100ドル | | |
| (b) | インドネシア企業 | | | |
| | 対商業銀行先物買い予約 | 100ドル | 海外借入 | 100ドル |
| (c) | インドネシア企業 | | | |
| | 対商業銀行ドル直物売り | 100ドル | 海外借入 | 100ドル |
| | ルピア預金 | 200,000ルピア | | |
| | 商業銀行ドル先物買い予約 | 100ドル | | |
| (d) | 商 業 銀 行 | | | |
| | ドル直物買い | 100ドル | 企業ルピア預金 | 200,000ルピア |
| | 対中央銀行スワップ | 100ドル | ドル先物売り予約 | 100ドル |
| (e) | 中 央 銀 行 | | | |
| | ドル直物買い | 100ドル | 商業銀行預金 | 200,000ルピア |
| | | | ドル先物売り予約 | 100ドル |



外貨準備増加



通貨供給増加

(出所) 筆者作成。

この取引は次の(2)と(3)に分解できる。

- (2) インドネシア企業は、海外から借り入れた100ドルを商業銀行に売ってルピア預金を行い、同時に100ドルの先物を予約する(第4図の(b), (c)の取引)。
- (3) 商業銀行は同様に為替リスクヘッジを行うため、中央銀行の先物スワップ制度を利用してリスワップを実行する(第4図の(d)と(e)の取引)。
- (4) この取引の結果、中央銀行は100ドルの外貨資金すなわち外貨準備を積み増し、一方でそれに見合った通貨を発行する(第4図の(e)の取引)。
- (5) さらにスワップ期日の到来時点では、中央銀行は先物ドル予約を実行することによってドル売りを行い、ルピア資金を吸収する(ただし多くの場合は短期のスワップをロールオーバーしていくため、スワップ取引は決済されることなく長期にわたって継続される。さらに経済の発展過程では、海外からの借入需要も旺盛でスワップ残高は増加の傾向を示す)。

2. スワップ制度の変遷

1978年にスワップ制度が発足したが、当初のスワッププレミアムは82年までは年率2%台、その後83年3月から86年9月までは同5.25%と為替切下げ期待に比べて低利率に設定されていた(第3表参照)。一方で中央銀行は供与するスワップ額の上限をコントロールしていた。中央銀行はスワップ需要や為替市場を睨みながら、スワップの供与額が膨張しないように直接的にコントロールしていた。

1986年末にはスワッププレミアムを8%に引き上げるとともに、スワップ枠規制を撤廃した。スワッププレミアムを固定したままで枠規制を撤廃したことによって、スワップ額は市場の為替レートに対する思惑と内外金利差によって大きく変動することになった。このことは第3表にみられるスワップ額が、1986年以降急速に増大していることから明らかである。中央銀行は1987年6月にプレミアムを8%から9%に引き上げることで、スワップ需要を抑

えようと試みたが、その大きさを抑えることはできなかった。1988年10月には中央銀行はスワッププレミアムを、内外の金利差に連動して自動的に決定されるメカニズムに変更した。これはスワップ市場に人為的金利裁定のメカニズムを導入したわけで、理論的には金利裁定にもとづいて、内外の資金流入が自律的に市場でコントロールされることを予想した措置である。金融当局は先物為替市場が存在しないなかで、先物為替制度を疑似的に市場化しようとして試みたのである。このことから中央銀行は金融自由化の流れのなかで、スワップ市場についても段階的に自由化を進めてきたことがうかがわれる。一方で一挙に完全な自由化に移行したときの先物市場の混乱を恐れ、このような段階的な措置をとったと考えられる。

この人為的金利裁定メカニズムには次の2つの問題があり、引き続きマネタリーポリシーに対し攪乱要因として働いた。第1の問題は内外金利差というときに、銀行預金金利をベースにするのか、それともインターバンクなどのマネーマーケットレートをベースにするのか、という問題である。第2の問題は金利裁定には預金サイドと貸出サイドの金利裁定があるわけで、そのどちらをスワップ市場に使用するのかという問題である。

第1の問題については、中央銀行は国内金利のベンチマークレートとして、(1)インターバンクには不安定性が大きく、3カ月超のレートが発表されていない、(2)預金金利は貸出金利に比べて明示的に発表されているなどの理由もあって、1カ月、3カ月、6カ月などの定期預金金利を使用することにした。中央銀行は各期間の国内定期預金金利とLIBORの差をスワッププレミアムと定めた。スワッププレミアムと内外金利差の関係は次のとおりである。

$$\text{スワッププレミアム (Sp)} = \text{国内定期預金金利 (i)} - \text{LIBOR (i*)}$$

さらに総スワップコストは、スワッププレミアムに源泉徴収税と銀行の手数料(銀行によって多少差はあるがプレミアムの約15%程度といわれている)を加えたものである。ここで次のような問題が生じた。それはインドネシア国内の銀行定期預金金利は、ロンドン、シンガポールなどの国際金融市場の預金金利の動きに比べて粘着性が高く、水準調整がスムーズに行われないため、市

場の思惑と預金金利差の間にタイムラグが生ずるという問題である。その間裁定取引が頻繁に行われマネーサプライに対する攪乱要因となったのである。

第2の点は、インドネシアなどの発展途上国では、貸出サイドと預金サイドの金利裁定が非対称であって、預金サイドの均衡状態は貸出サイドの均衡と一致しないという点である。すなわち国内金融市場の預貸マージンは、プライムレンディングレートの場合でも約5%に達しており、国際金融市場での預貸マージンがLIBORに、高い場合でも2%加えたものであることに比べてきわめて大きな差がある。したがって預金サイドで裁定されたスワッププレミアムのもとでは、国際金融市場で借り入れることのできる借り手にとって、海外借入の方がつねに借入コストが安くなるという状況が生じている。この関係は次のように表せる。スワップを通じた海外からの借入コスト(OBC)はスワップコスト(SC)と海外借入コスト(LIBORと借入マージン約2%)の和である。

$$OBC = (i^* + 2.0) + (i - i^*) \times 1.15$$

一方で国内の借入コスト(DBC)は国内預金金利とマージン(約5%)の和である。

$$DBC = i + 5.0$$

上式の関係から海外借入は、スワッププレミアムがよほど大きくならないかぎり国内借入より低コストであるといえる(上記の内外借入コストの推定を前提とするとスワッププレミアムが年率20%を超えないかぎり、海外借入の方が低コストである)。このため人為的金利裁定によるスワッププレミアム設定という仕組みのもとでは、海外資金の流出入を中立的に保つことができず、したがってマネーサプライに対して攪乱要因として作用する。

中央銀行は時に応じてスワップ制度を通じ、外貨準備の安定維持を心掛けてきたことはすでに述べたとおりである。中央銀行はスワップ制度を、主として外貨準備政策を目標とした政策インストルメントとしてきたため、それがマネーサプライに与える影響は無視されがちになり、その結果マネーサプライは大きく変動することになったと考えられる。

第4節 短期金融市場と金融政策のインストルメント

1. 短期金融市場

インドネシアでは金融自由化はもっとも成功裡に進められたといわれている⁽⁶⁾。金融自由化政策が成功裡に実行されたことによって、一方では金融政策の有効性に関して新たな問題を投げかけたともいえる。金融政策は、これまでの中央銀行による優遇資金の貸出政策による直接コントロールから、金融市場を通ずる金融政策に変化していかざるを得ない。金融政策は、短期金融市場を通じて実行されていかなければならないわけだが、そのためには同市場の発展と整備が不可欠なのである。そこで基本的な問題は、金融自由化のもとでの金融政策を金融市場が育っていないところでどのようにして実行するのか、言い換えれば金融市場の未発達かつ不安定なところで、どのようにしてマーケットオペレーション（市場オペ）を有効に行うのかという問題なのである。

インドネシアの短期金融市場は、まだほとんど発展していないといえる。先進諸国における短期金融市場の諸要件として、(1)広範な市場参加者の存在、(2)相対ではなく市場での価格決定、(3)自由な金利変動、(4)オープン市場では金融機関にとどまらず機関投資家や企業が参加する、(5)取引期間が1年未満、があげられる⁽⁷⁾。インドネシアの短期金融市場には、インターバンク市場とマーケットオペレーション政策対象となる中央銀行証券（SBI）と商業銀行引受手形（SBPU）の3つの市場があるが、そのいずれの市場も未発達である。上の諸条件に照らしていえば、インドネシアの短期金融市場の特徴は市場規模が小さく、取引は相対であり、金利はインターバンクを除いて中央銀行によってなんらかのガイドラインが敷かれている。その基本的な問題は、流通市場が育っていないという点にある。金融自由化のもとでの金融政策を、金融市場が育っていないところでどのようにして実行するのか、言い換えれば

金融市場の不安定なところでどのようにしてマーケットオペレーション（市場オペ）を有効に行うのかという、自己矛盾の問題なのである。

第4表では、先進および発展途上のいくつかの国とインドネシアの短期金融市場を比較してみた。インドネシアの短期金融市場は、規模が小さくかつインターバンク市場に大きく片寄っているのが特徴である。インターバンク市場以外には、1984年に導入されたSBIと85年に導入されたSBPUがあるが、どちらも後で説明するように市場を形成しているとはいいがたく、また規模がきわめて小さい。アメリカなどの主要な短期金融市場は、コマーシャルペー

第4表 短期金融市場の国際比較
(インドネシア, 韓国, 日本, アメリカ)

| | インドネシア ¹⁾ (10億ルピア) | 韓国 ²⁾ (1兆ウォン) | 日本 ³⁾ (1兆円) | アメリカ ³⁾ (10億ドル) |
|---|----------------------------------|-----------------------------|---------------------------|-------------------------------|
| 経済指標 | | | | |
| M2 広義の通貨 | 84,630 | 58.6 | 335.3 | 2,706.8 |
| M1 リザーブマネー+当座預金 | 23,819 | 14.3 | 98.2 | 746.5 |
| リザーブマネー | 12,549 | 12.8 | 32.1 | 257.4 |
| GDP | 197,721 | 141.8 | 335.8 | 4,231.7 |
| 短期金融市場 | 5,692 | 42.6 | 44.6 | 1,324.5 |
| インターバンク・コール市場 | 4,163 | 1.8 | 10.2 | 162.5 |
| 政府短期証券 ⁴⁾ (SBI, T. Bill, Short-term Government Bond) | 1,529 | 19.2 | 3.9 | 426.7 |
| その他の短期証券(CP, CD, BA, Repo) ⁵⁾ | — | 23.2 | 17.0 | 735.3 |
| コマーシャル・ビル (SBPUなど) | 0 | 1.0 | 13.5 | — |
| スワップマーケット (または円 転) ⁶⁾ | 8,477 | — | 5.2 | — |
| 短期金融市場の規模 | | | | |
| マネーマーケット/GNP (%) | 2.9 | 30.8 | 13.3 | 31.5 |
| マネーマーケット/M2 (%) | 6.7 | 72.6 | 13.3 | 48.9 |
| マネーマーケット/リザーブマ ネー (%) | 45.4 | 333.8 | 138.9 | 514.6 |

(注) 1) 数字は1990年のもの。データはBank Indonesia, *Indonesian Financial Statistics*, および, IMF, *IFS*。

2) 数字は1989年のもの。データは蠟山昌一編『アジアの短期金融市場』日経研究センター, 1991年および, IMF, *IFS*。

3) 数字は1986年のもの。データは黒田晃生『日本の金融市場』東洋経済新報社, 1988年およびIMF, *IFS*。

4) 政府証券は財政手形, 短期国債, SBIを含む。

5) 他の短期証券はCP, CD, BA, および債券現先を含む。

6) スワップマーケットはBIのスワップ制度の残高。日本は円転の残高。

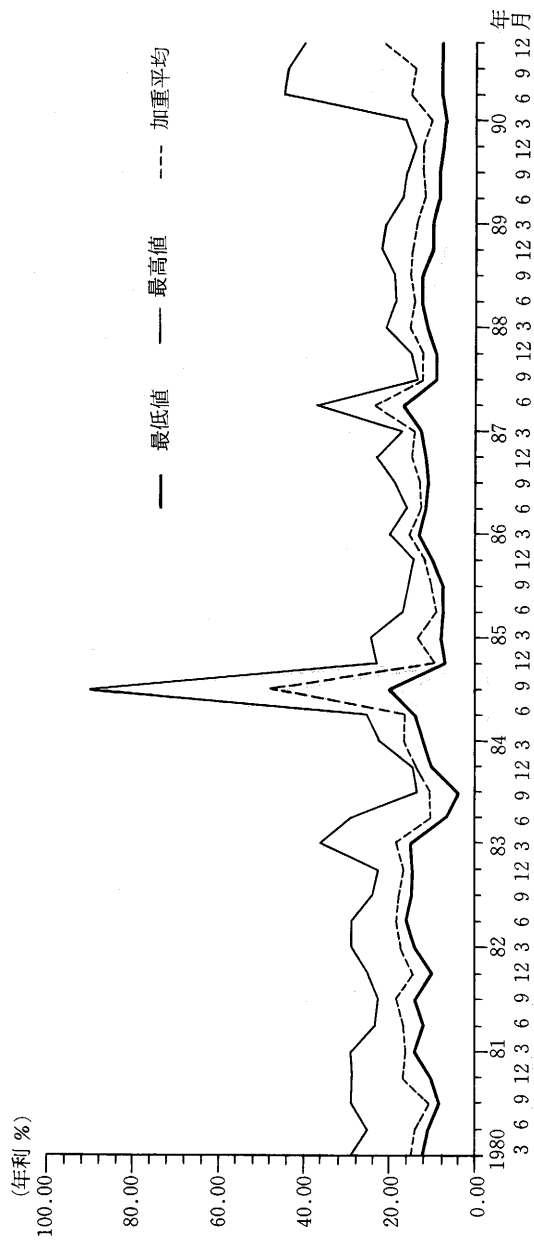
パーやBA, CD, TBなどのオープンマーケットの市場が中心であるが、インドネシアでは今のところ政府が人為的に作ったSBI市場が、細々と存在するにすぎない。金融機関以外の参入するオープンマーケットは事実上存在しない。さらに第4表より明らかなように中央銀行スワップ残高が短期金融市場の規模に対して大きく、その金融市場およびマネーサプライへの影響の大きさが推察される。

インターバンク市場は、銀行間の資金を融通する場であり、余剰資金を抱える（主として国営）銀行が、貸出資金を必要としている（主として民間）銀行に資金を提供する。中央銀行に対する準備率を積むための資金調達の場合として、中央銀行証券（SBPU）が発行される前は唯一の短期金融市場として古くから機能しているが、多くが相対取引でありそのため銀行ごとに、また取引ごとに発表される金利に大きな幅がある。すなわち同一時点の同一市場においても金利に大きな差異が生じる。また市場の底が浅いため金利の変動が甚だしく大きい（第5図参照）。コールレートの下値は比較的安定して推移しているが上値は年利に換算すると1984年には90%に達しており、最近では90年から91年にかけて50%を超える水準を続けている。インターバンク市場は、インドネシアのほぼ唯一といってよい短期金融市場であるが、今のところ底の浅い、非常に不安定な市場であるといえることができる。

インドネシアの短期金融市場の未発達な状況は、金融政策の有効性を大きく制約している。金融自由化政策は往々にして金融市場が未発達な状況のなかで実行される。自由化された経済における経済マネジメントの原則は、直接的な政府のコントロールを廃し、金融政策、財政政策を通じて経済運営を図るものであるといえよう。しかし金融政策は金融市場の未発達によって、その有効性が大きく制約されているというのがインドネシアを含めて、多くの途上国の現実であるように思われる。

次にインドネシアにおいてこの問題に対し、どのように対応してきたのかをより詳細に検討してみよう。

第5図 インターバンク・コールレート



(出所) 筆者作成。

2. 金融自由化と金融政策

1983年6月にインドネシア政府は第1次金融自由化政策を実施した。金融自由化政策は、(1)銀行金利規制の撤廃と金利の完全な自由化、(2)中央銀行による銀行別貸出枠規制の撤廃、の2つを柱としている。さらに中央銀行はそれまで中央銀行が優先分野に優遇金利で供与してきた中央銀行直接貸出(BI direct credit)と商業銀行向け貸出(BI liquidity credit)を大幅に整理削減する政策を発表した。

1983年の自由化以前には、インドネシア中央銀行は銀行ごとの貸出枠規制と中央銀行優遇貸出の2つの手段を通じてマネーサプライのコントロールを行ってきた。オーソドックスな金融政策手段である預金準備率操作、公定歩合操作、公開市場操作は、ほとんど機能していなかった。インドネシアの金融部門は低金利制度のもとで、資金の割当(銀行別貸出枠規制、中央銀行優遇貸出)を行っていた。マッキノンのような典型的な金融抑圧(financial repression)状況のもとにあったといえる⁽⁸⁾。

国営銀行は1983年初めの自由化の前の時点で、金融部門の総資産の約70%を占め、インドネシア金融部門の主要な役割を果たしていた。同時に、国営銀行は中央銀行による優遇貸出制度の主要な受益者であり、つねに大幅な過剰準備を保有していた。このような優遇貸出制度と過剰準備のもとでは、公定歩合操作や準備率操作は金融調整政策としての意味をもたなかった。1983年6月の第1次金融自由化政策によって、金利自由化と優遇貸出制度の大幅削減政策が打ち出され、中央銀行によるこのような直接的な商業銀行に対するコントロール手段が失われていった。このことは中央銀行にとっては、ほぼ唯一のマネーサプライコントロールの手段を失うことを意味していた⁽⁹⁾。

3. オープンマーケットオペレーションの導入

中央銀行は金融自由化にともなう経済の大きな変動のなかで、マネーサプライを管理する有効な政策手段を確立する必要に迫られた。上に述べたインドネシアの銀行部門の状況から、公定歩合操作や準備率操作は有効ではなく、マーケットでのオペレーションが金融自由化以後の中心的金融政策として指向されることとなった。

中央銀行をして、マーケットオペレーション中心の金融政策の運営を行うことに積極的にさせた理由として、次の3つの点が考えられる。第1に中央銀行は金融政策を有効ならしめるために、銀行および非銀行金融機関の余剰資金を吸収する手段が必要であった。第2に国際収支危機にともなって為替投機が発生した際に、これまでたびたび銀行および非銀行金融機関が、大量の外貨を保有し、投機を加速させてきた。金融機関の投機の規模はその資産規模からも推察できるようにきわめて大きく、中央銀行は、金融機関の外貨保有を迅速に吸収する有効な手段を確立したかったものと考えられる。第3には、これまでマネタリーコントロールの及ばなかった、いわゆる銀行部門以外の非銀行金融機関 (NBFI) の役割が増大するのにもなって、銀行部門のみを対象とした金融施策の有効性は小さくなる。このため銀行部門のみならず、非銀行部門をも対象とするような金融政策が必要となる。オペ政策は、ルピア建ての流動資産を市場から吸収 (または供給) することによって市場全体の資金のアベイラビリティを調節し、通貨のコントローラビリティを上げ、銀行部門および非銀行部門を合わせた金融部門全体の貸出をコントロールすることを狙っている。

海外金融市場との裁定による資金の流入や流出、国内金融市場のセグメンテーション、銀行部門の大幅な過剰準備などを考慮すると、準備率操作の効果は限定的である。オペによるルピア資産の販売 (または買取り) は、銀行部門が過剰準備を保有している状況のもとでも有効な通貨調節手段となり得る。

さらに中央銀行にとっては、オペを通じて次第に中央銀行の保有する外貨準備を高めていくといった効果も期待できる。

4. SBI（中央銀行証券）、SBPU（手形）市場

インドネシアでは、すでに述べたように均衡財政主義をとっており、したがって国債は発行されていない。これに替えてインドネシア中央銀行は、中央銀行証券（SBI）を発行し、オペ政策を実行した⁽¹⁰⁾。

中央銀行は、発行市場でのSBIの引受け先を、銀行および非銀行金融機関（NBFI）に限定している。ただし流通市場では金融機関だけではなく、一般の投資家が参加することができることになっている（ただし流通市場はほとんど発達していないのが現状である。したがって厳密な意味では「オープン」マーケット・オペレーションも存在しない）。

SBIは、当初中央銀行によって事前に価格が決定されていたが、その後オークション方式が取り入れられた。オークション方式では、各入札者が入札希望価格と入札希望額の両方を提示する。中央銀行は、オークションごとにカットオフレートアナウンスする。カットオフレートに等しいかまたはそれ以下のレートを示した入札者は、入札希望額のSBIを受け取る。ただし入札額が中央銀行のSBI発行額を上回るときには、カットオフレートで入札したものの中でSBIをプロラタで配分する⁽¹¹⁾。

SBIの発行額は、当初はきわめて限定的な金額にとどまった（第5表参照）。1984年2月から8月までの平均残高は、344億ルピアでリザーブマネーの0.6%にすぎない。1984年9月には、為替投機にともない金融市場がタイトになったためSBI発行残高は70億ルピアまで減少した。SBIは利回りや流動性の観点から投資対象としての魅力に乏しい。このため発行市場においても流通市場においてもSBIの残高は小額にとどまっていた。中央銀行はSBI市場を発展せしめるべくカットオフレートを引き上げる一方、スペシャル・クレジット・ファシリティを通じて市場に資金を供給していくことによってSBI

第5表 リザーブマネーの諸要因

(単位:10億ルピア)

| 年. 月 | リザーブ マネー | BI直接貸出(DC) および銀行向け貸出(LC) | SBI | SBPU | ディスカウ ント窓口 | スワップ |
|--------|-------------|-----------------------------|-----------|----------|---------------|----------|
| 1982.3 | 4,005.00 | 5,587.00 | — | — | n.a. | 804.32 |
| 6 | 3,907.00 | 6,063.00 | — | — | n.a. | n.a. |
| 9 | 4,083.00 | 6,429.00 | — | — | n.a. | n.a. |
| 12 | 3,997.00 | 6,513.00 | — | — | n.a. | n.a. |
| 1983.3 | 4,072.00 | 6,591.00 | — | — | n.a. | 1,660.71 |
| 6 | 4,269.00 | 6,546.00 | — | — | n.a. | 2,332.73 |
| 9 | 4,713.00 | 6,671.00 | — | — | n.a. | 1,271.69 |
| 12 | 4,888.00 | 6,721.00 | — | — | n.a. | 1,724.59 |
| 1984.3 | 5,335.00 | 6,652.00 | — | — | n.a. | 2,328.00 |
| 6 | 5,507.00 | 6,703.00 | 17.00 | 0.00 | 7.00 | 2,308.88 |
| 9 | 5,539.00 | 7,378.00 | 7.00 | 0.00 | 141.00 | 2,773.52 |
| 12 | 5,473.00 | 7,808.00 | 214.00 | 0.00 | 290.00 | 2,752.66 |
| 1985.3 | 5,832.00 | 7,800.00 | 243.00 | 205.00 | 377.00 | 2,910.38 |
| 6 | 6,142.00 | 8,148.00 | 3.00 | 48.00 | 130.00 | 2,903.45 |
| 9 | 6,144.00 | 8,657.00 | 409.00 | 19.00 | 53.00 | 2,833.89 |
| 12 | 6,435.00 | 8,596.00 | 966.00 | 412.00 | 576.00 | 2,873.25 |
| 1986.3 | 7,553.00 | 8,838.00 | 1,394.00 | 622.00 | 1,582.00 | 2,943.00 |
| 6 | 7,096.00 | 9,198.00 | 2,057.00 | 441.00 | 1,757.00 | 2,781.13 |
| 9 | 7,258.00 | 9,386.00 | 1,135.00 | 114.00 | 138.00 | 4,025.35 |
| 12 | 7,808.00 | 9,849.00 | 746.00 | 967.00 | 1,383.00 | 4,752.34 |
| 1987.3 | 7,992.00 | 10,199.00 | 161.00 | 935.00 | 978.00 | 4,956.66 |
| 6 | 7,786.00 | 11,054.00 | 369.00 | 425.00 | 472.00 | 6,397.54 |
| 9 | 7,891.00 | 11,322.00 | 1,784.00 | 9.00 | 155.00 | 6,119.85 |
| 12 | 8,646.00 | 11,608.00 | 871.00 | 0.00 | 0.00 | 5,045.70 |
| 1988.3 | 9,107.00 | 11,774.00 | 768.00 | 0.00 | 0.00 | 6,435.82 |
| 6 | 8,766.00 | 12,415.00 | 1,185.00 | 50.00 | 54.00 | 6,925.86 |
| 9 | 8,983.00 | 13,506.00 | 1,062.00 | 0.00 | 17.00 | 6,818.88 |
| 12 | 8,176.00 | 15,019.00 | 3,665.00 | 0.00 | 75.00 | 8,092.43 |
| 1989.3 | 8,805.00 | 14,793.00 | 2,370.00 | 0.00 | 57.00 | 6,505.98 |
| 6 | 8,387.00 | 14,599.00 | 2,631.00 | 0.00 | 47.00 | 4,815.47 |
| 9 | 8,449.00 | 15,917.00 | 2,956.00 | 0.00 | 0.00 | 3,954.69 |
| 12 | 10,085.00 | 16,924.00 | 3,301.00 | 0.00 | 20.00 | 3,026.15 |
| 1990.3 | 10,441.00 | 18,142.00 | 2,216.00 | 253.00 | 11.00 | 2,614.18 |
| 6 | 10,356.00 | 17,227.00 | 2,061.00 | 0.00 | 50.00 | 4,809.15 |
| 9 | 10,950.00 | 15,142.00 | 1,412.00 | 0.00 | 9.00 | 7,014.23 |
| 12 | 12,006.00 | 14,376.00 | 1,529.00 | 0.00 | 59.20 | 8,476.56 |
| 1991.3 | 11,002.00 | 13,785.00 | 9,414.00 | 6,782.00 | n.a. | n.a. |
| 6 | 11,398.00 | 14,013.00 | 11,994.00 | 7,739.00 | n.a. | n.a. |
| 9 | 11,427.00 | 14,392.00 | 11,410.00 | 4,995.00 | n.a. | n.a. |

(出所) 第2表に同じ。

の促進を図ったのである⁽¹²⁾。

1985年8月から、中央銀行はFICORINVESTを通じてSBIの売出し価格での随時買戻しを認めた。これはSBIの流動性を高めることによって金融機関によるSBIの保有意欲を高めようとするものである⁽¹³⁾。しかしSBIの流通市場が存在しないため、何が適切な発行条件かを判断しにくいという問題がある。このような状況のもとで中央銀行は発行市場での利回り設定を人為的に低利に設定する傾向が強い。SBIの金利負担は中央銀行のコストであるとともに、利払いの増加はマネーサプライの増加に繋がる。SBIの利回りを低利に設定する傾向は需要を小さくしていると考えられる。また中央銀行による介入は、流通市場が存在していないため、発行市場でのみ可能となっている。したがって中央銀行による介入は、市場から資金を吸収する買いオペのみの一方通行である。また、SBI市場を育てるためには、SBIの供給を常時続けていかなければならないわけだが、それは常時買いオペを続けるということの意味しており、金融情勢によっては、望ましい金融政策の方向に矛盾することになる。このような中央銀行証券の基本的な性格から、SBIを政府証券と代替的な証券市場に育てるには基本的な困難が存在しているように思われる。

SBIの発行残高が小さく、流通市場が存在しないという状況のなかでは、中央銀行による買いオペは限定的にならざるを得ない。買いオペを随時実行していくためには、SBIが市場で相当額流通していなければならない、またSBIを買い入れる際に、SBI価格が随時発表できるような市場が発達していなければならない。SBIの市場が発達していない状況のもとでは、買いオペの対象となるSBIの流通は妨げられる。市場への資金供給を実行するため中央銀行は、買いオペの対象となる優良な証券の存在が必要となる。1985年2月には、銀行および非銀行部門が発行または裏書した商業手形SBPUを対象とした買いオペ制度を導入した⁽¹⁴⁾。

5. 短期金融市場から生ずるマネタリーポリシーの制約

中央銀行はSBIやSBPUを導入し、マーケットオペレーションを通じた通貨供給のコントロールを可能にした。これら諸措置は金融自由化のもとでの通貨のコントローラビリティを回復させることに役立った。しかし、SBIやSBPUの発行、流通額は前節で説明したとおり限定的な水準にとどまっている。とくにSBIおよびSBPUの流通市場は、ほとんど発達していないため、マネタリーコントロールの実行には大きな制約が存在している⁽¹⁵⁾。

中央銀行の発行する証券をマーケットオペレーションの対象とすることは、国債市場の存在しないインドネシアの金融市場ではやむを得ない方法ではある。しかし中央銀行が発行する証券の市場を発展させていくことには、基本的な困難が存在している。市場を発展させていくためには、対象となる証券の発行残高を増加させていかなければならないが、金融市場の状況に応じて、オペ政策としては引締め政策のみではなく緩和政策をとる必要も出てこよう。このような場合には、金融政策とオペ対象証券の市場育成とは、相反する政策となることもあり得る。このような状況のもとで中央銀行は先に述べたように、SBIの供給を維持するために、一方でスペシャルファシリティによる市場への資金供給を行わざるを得なかったのである。このため中央銀行証券市場の育成は、国債市場の育成とは異なり、直線的に育成を図っていくことが難しい。

このことを現実のSBIとSBPU市場の発達の足跡から確認してみよう（第5表参照）。SBIについてみると、SBIが初めて発行された1984年2月から1年4ヵ月後の85年6月には、金融緩和を反映して、発行残高はほとんどゼロの水準に落ち込んでいる。その後SBIの発行残高は2兆ルピアに増加したが、1987年3月には再びその10分の1以下の1610億ルピアに減少した。このようにSBIの発行残高そのものが、金融政策の緩和によって急減してしまうことが市場形成を妨げてしまう。もうひとつの深刻な問題は前にも述べたよ

うにSBIの流通市場の欠如である。中央銀行によって発行されたSBIは、主として国営銀行に保有させているのが現状である。一度はめ込まれたSBIは、市場で売買されることはほとんどない(中央銀行の買戻しに应ずることがあるが、これは市場取引ではない)。たとえばSBI発行残高が急激に増加した1987年9月期および91年3月期をみると、いずれも市場での過剰流動性の増加によるとみられる為替投機を心配した金融当局が、国営企業が国営銀行に預けていた預金をSBIに振り替え、凍結する措置をとった結果である。前者は第1次スマルリン・ショック、後者は第2次スマルリン・ショックと呼ばれている(スマルリンは大蔵大臣の名前)。第1次スマルリン・ショックによる凍結では、約1兆4000億ルピアが、また第2次スマルリン・ショックによる凍結では8兆ルピアのSBIが発行され、国営銀行にはめ込まれた(第5表参照)。このような経緯から発行されたSBIは、国営銀行により保有されたまま市場で売買されることはない。現状では発行されるSBIは各金融機関にはめ込まれており、SBI市場を形成していく兆しは見えていない。

SBPUについてみると、手形市場は存在しておらず、金融緩和のために中央銀行が金融機関からSBPUを買い入れるときにのみ、SBPUの市場が形成され、取引が行われているように見受けられる。第5表からも明らかなように1984年にSBPUが導入されて以来、SBPU市場は育っておらず、また中央銀行によるSBPUの買入れ操作も1991年2月まではほとんどないに等しい。それは多分に他のチャンネルを通ずる通貨の供給が膨張ぎみであって、SBPU操作を行って通貨の供給を必要とする機会があまりなかったためでもある。1991年2月の第2次スマルリン・ショックのときには、すでに述べたように8兆ルピアの売りオペを実行して市場から資金を吸収すると同時に、一方で6兆ルピアのSBPUの買いオペを行い、市場の資金調整を両方向から行った。ただしこのSBPU残高の動きは、SBPU市場の発達を意味するものではない。

このように中央銀行はSBIとSBPUを対象に、マーケットオペレーションを通じて通貨供給のコントロールを行い、さらにはM2のコントロールを行お

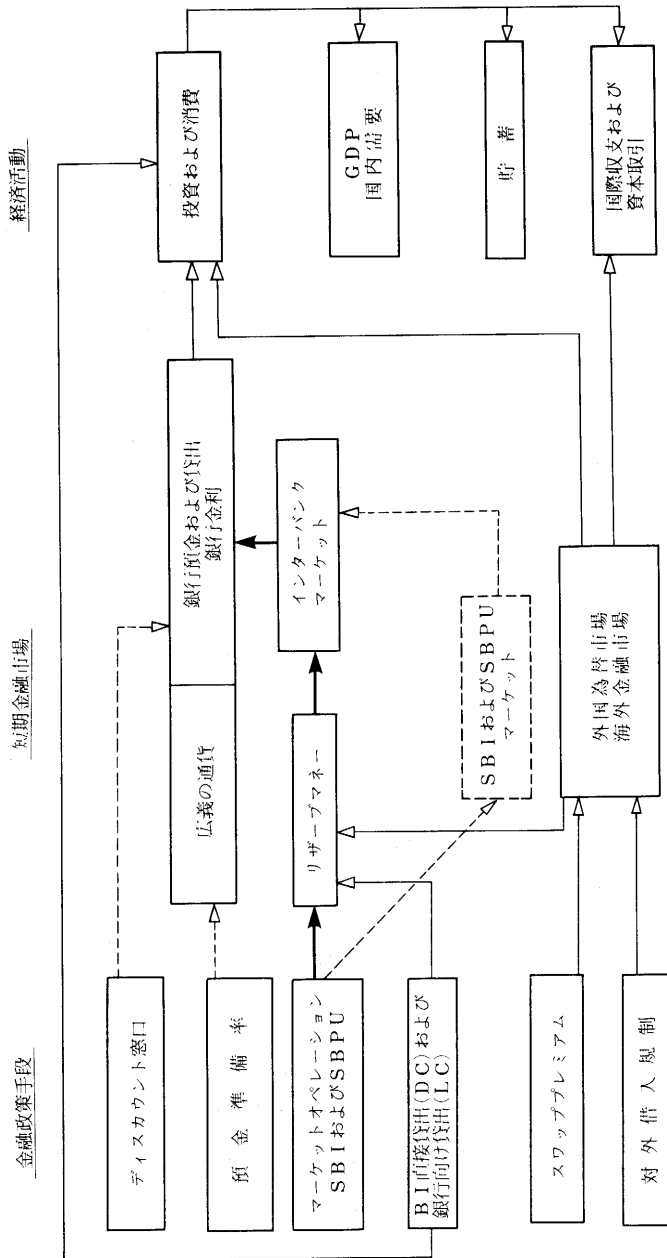
うとしていられる。一方で中央銀行は短期金融市場の金利水準にもある程度の注意を払っているが、通貨政策および金融政策の手段としては、短期金融市場金利の動向を重視しているとは考えられない。中央銀行が金融市場の金利水準を通じてマネタリーコントロールを実行していくことは、現状では必ずしも容易ではないと考えられる。SBI やSBPUの金利に対する感応度や代替性、その他の金融資産との金利感応度を考えると、SBI やSBPUの金利変更を通じて通貨量を調整することは難しい。通貨供給量をより有効にコントロールするためには、SBI の発行量をプライマリー市場で調整するか、またはSBI およびSBPU を中央銀行が割り引くしか方法がない。

第5節 マネタリーポリシーのフレームワークと政策の波及プロセス

本節では、これまで述べてきたことをまとめ、現在のインドネシアの金融政策フレームワークを提示したい。またそれぞれの金融政策の手段が、どの金融市場に働きかけ、金融市場の調節プロセスを経て実物経済活動に影響を及ぼすのかを検討したい（第6図参照）。

インドネシアの金融当局にとってアベイラブルな金融政策インストルメントは通常は、公定歩合の操作、預金準備率操作、マーケットオペレーションの3つと考えられている。しかしより広い意味でマネーサプライや金融市場に影響を与える政策をあげると、中央銀行による優遇貸出制度、スワップ市場を通ずる金融調整、対外借入規制の3つがある。先の伝統的な3つの政策に加えて中央銀行は合わせて6つの金融政策インストルメントをもっているといえる。このうちで現在中央銀行によって利用されるもっとも中心的なマネーサプライ・コントロールの手段は、マーケットオペレーションである。第6図では有効な政策手段と政策波及プロセスは太実線で示してある。その他の政策手段は、ほとんど発動されないか、または通貨供給のコントロール

第6図 金融政策手段と政策目標



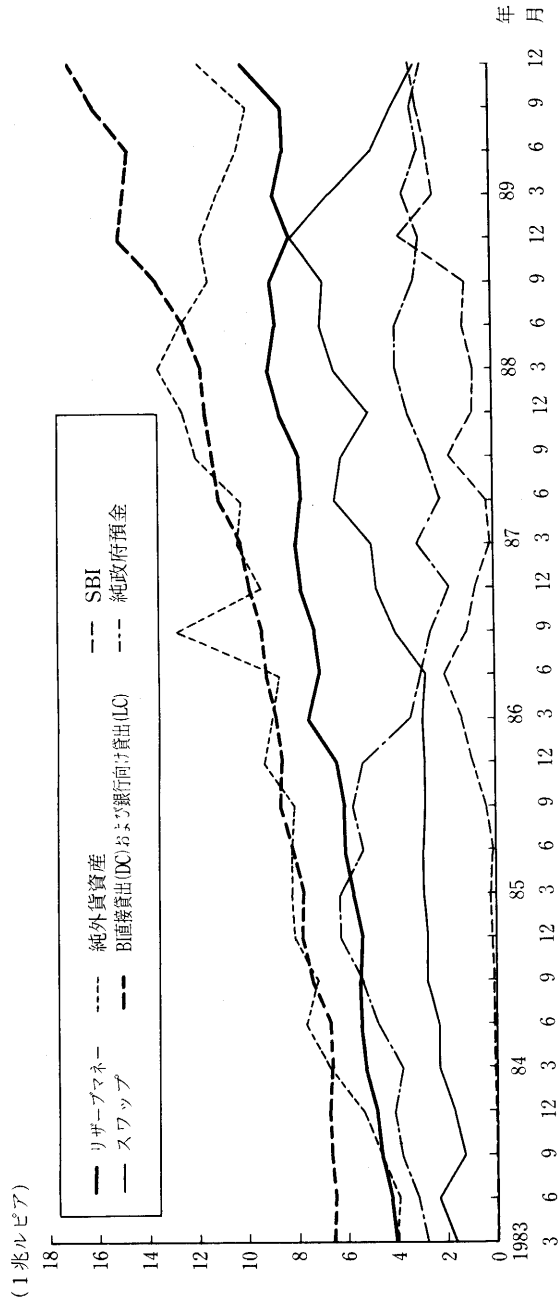
(出所) 筆者作成。

目的としては十分に認識されておらず、積極的に金融政策として利用されていない。たとえば公定歩合操作と預金準備率操作のいずれもがすでに説明したとおり過去にほとんど発動されておらず、また発動された場合でも効果がきわめて限定的であった。このことは第6図ではこれらの政策波及経路が点線によって描かれていることで表されている。かつては中央銀行の優遇貸出制度は、マネーサプライと国内投資の水準に直接的な影響を及ぼす強力な手段であった。1983年の第1次金融自由化以前は、中央銀行は主としてこの優遇貸出の新規貸出額を調整することによって金融政策を実行していた。1983年に同制度を大幅に削減するという政策を打ち出した後も、優遇貸出は伸び続けていた(第7図、第5表参照)。1990年中央銀行は再び同制度をフェードアウトする計画を発表し、輸出部門向け、中企業向けなどの主要な貸出プログラムを廃止した。しかし現在でもいくつかの中央銀行優遇貸出は存続しており、マネーサプライに影響を与えている(この関係は、第6図では実線で示されている)。優遇貸出制度は、投資資金源としていったん特定部門に流れはじめると、金融政策の目標の変化に沿って機動的に削減させにくいという問題がある。今後優遇貸出制度が金融政策の中心的役割を果たすとは考えにくい。

スワップ制度と対外借入規制は、海外金融市場を通じて国際収支に影響を与えるだけでなく、中央銀行のスワップ制度を通じてマネーサプライを変化させ、インターバンク市場に大きな影響を与える。さらにスワップを通ずる海外借入は、直接的に海外投資水準と貯蓄水準に影響を与える(この関係は、第6図では実線で示される)。しかしこれらの政策は、国際収支を政策目標として念頭に置いたものであって、金融政策として発動されることはほとんどなかったと思われる。

次にマーケットオペレーションの波及経路を検討してみると、本来ならばマーケットオペレーション政策は、図の中で隣に点線で囲ってあるSBI、SBPUの市場で中央銀行がオペを実行し、マネーサプライを調整すると同時に、SBI、SBPU市場の金利水準を変化させることによって、インターバンク市場の金利水準に影響を与え、銀行部門の貸出に影響を与えるというのが

第7図 準備通貨増減要因



(出所) 第2図に同じ。

通常の政策波及経路とされている。インドネシアでは実際にはSBI, SBPUの流通市場が全く発達していないことから、SBIやSBPUを市場で中央銀行が購入することはできない。マーケットオペレーションはSBI, SBPUの発行市場で直接行われる。このためSBIのオペは直接マネーサプライに影響を与える。このことは第6図ではSBI, SBPUの流通市場経済の影響を点線で示しており、マーケットオペレーションの直接的な影響、すなわちリザーブマネーの変化は太い実線で示してある。オペの発効によるマネーサプライの変化は、インターバンク市場を変化させ預金金利を変化させることを通じて、銀行部門の預金と貸出を經由して実物経済へインパクトを与える。銀行部門の預金、貸出金利の変化は、実物経済における投資水準や消費水準に影響を与え、インフレ、貯蓄、国際収支に影響を与えることになるのである。

以上にみてきたとおり、インドネシアの金融政策の有効性について考えてみると、いくつかの制約要因および問題点が指摘できる。第1は為替政策の不在と自由な資本移動からくる金融政策への制約である。第2は短期金融市場の未発達、とりわけSBIおよびSBPUの流通市場が未発達な点である。上に述べてきたように中央銀行振出し手形であるSBIが国債に代わって証券市場を形成し、発展していくかどうかについては、基本的な問題が存在しており、今後国債の発行を含めて十分な議論がなされる必要がある。第3の問題点は、過剰準備の問題である。国営銀行の多くは過剰準備を抱えているが、同時に一方では中央銀行の優遇貸出制度を通じて中央銀行からの低利の借入を受けてきた。言い換えれば、優遇貸出制度の存在と、国営銀行の過剰準備は密接に関連しているように思われる。過剰準備の存在は、金融当局の通貨政策の有効性を制約することになる。この意味からも、優遇貸出制度を整理し、廃止していくことによって、銀行部門の過剰準備を減少させ、通貨供給政策の有効性と迅速性を確保することが重要であると思われる。第4は、金融市場に影響を与える6つの手段が必ずしも整合的に運営されていないと考えられる点である。中央銀行の優遇貸出制度やスワップの残高は、必ずしも金融政策の目標に沿って運営されておらず、金融政策にとって攪乱要因と

なっている場合がある。マーケットオペレーションなどの諸手段は、それらの攪乱要因を十分にオフセットするように発動されていないようにみられる。

〔注〕

- (1) この分析は次の文献を参考にした。堀内昭義『金融論』東京大学出版会、1990年。
- (2) Bank Indonesia, "Highlights of the Policy Package Regarding Financial, Monetary and Banking Operations," ジャカルタ, 1988年10月。
- (3) Nasution, Anwar, "Recent Developments of Indonesian Economy and the Outlook for 1991," 1991年2月(Paper presented to International Workshop on 1991 Economic Outlook for Asian Economies, February 6-7, 1991, Institute of Developing Economies, Tokyo, Japan)。
- (4) 政府声明 "Decree 39" および *Jakarta Post*, 1991年9月5日。
- (5) 小松正昭「民間主導経済発展における金融の役割」(木村陸男編『アジアの民話政策の展開』アジア経済研究所, 1992年)。
- (6) Anwar, Arsjad ; I. Azia ; M. Pangetsu ; H. Soesastro, "The Indonesian Economy: Problems and Prospects," 1990年8月(Papers presented at East Asia Economic Association)。
- (7) 黒田晁生『日本の金融市場』東洋経済新報社, 1988年。
- (8) McKinnon, Ronald, *Money and Capital*, ワシントンD.C., Brookings Institution, 1973年。
- (9) 小松正昭「開発途上国における金融自由化——インドネシアのケース——」(『社会科学討究』〈早稲田大学社会科学研究所〉第33巻第3号, 1988年3月)。
- (10) Binhadi ; P. Meak, "Implementing Monetary Policy in Indonesia," ミメオグラフ, ジャカルタ, 1989年。
- (11) Sundararajan, V. ; Lazaros Molho, "Financial Reform and Monetary Control in Indonesia," Hang-Sheng Cheng編, *Financial Policy and Reform in Pacific Basin Countries*, レキシントン (マサチューセッツ), Lexington Books, 1985年。
- (12) 同上論文。
- (13) 同上論文。
- (14) Binhadi ; P. Meak, 前掲ミメオグラフ。
- (15) 小松正昭「インドネシアにおける金融自由化の経験」(『アジア経済』第28巻第12号, 1987年12月)。