

サブプライムローン問題下のインドネシア経済

小松正昭

はじめに

本稿では、昨年来、世界経済に深刻な危機をもたらしているサブプライム・ローン問題が、インドネシア経済にどのような問題をもたらしているのかを明らかにし、そのうえでインドネシアなど東アジア諸国に対する国際的金融支援策が有効に機能しているのかを検討してみたい。

インドネシアは一九九七年に始まったアジア金融危機によって最も深刻な影響を受けた。その後二〇〇〇年ごろからインドネシア経済は回復を始め、為替レートは比較的安定的に推移し、国際収支についても経常収支の黒字定着および国際資本の再流入による外貨準備の大幅増加など、構造的な改善を進めつつあると考えられてきた。また銀行部門についても政府の資本注入による不良資産の償却、資本比率の改善などによって構造改革が進み、この一、二年は金融仲介（預金から貸し出しへの仲介）が本格的回復を見せ始めていた。

しかし、米国のサブプライム問題の影響が深刻化した昨年一〇月以降の状況を見る

と、インドネシアの国際収支構造は引き続き脆弱であることが明らかになりつつある。（このような状況は、インドネシアに限らず国際資本移動を自由化している途上国全体に当てはまる。）またアジア金融危機後導入された国際的金融支援の枠組みも、今回の危機に際して、有効に機能していないように見える。

●サブプライム・ローン問題の国際収支への影響―二〇〇八年 央以降の展開

まずサブプライム問題に端を発する世界経済のリセッションと国際的資本移動が、インドネシアにどのような問題をもたらしているのかについて検討しておきたい。インドネシアにおいては、サブプライム問題の影響は昨年の一〇月以降本格的に表れてきたものである。現時点では昨年の第4四半期の経済統計、特に国際収支統計については公表されているものがほとんどないため、ここでの議論は主として現在明らかになっている二〇〇八年第3四半期までの暫定的数値と、今年一月初めに行った現地調査の

際のヒアリングをもとにしている。

インドネシアは、サブプライム問題が深刻化した昨年一〇月以降、巨額の資本流出と為替レートの減価の圧力にさらされている。これに対して中央銀行は巨額の為替介入を行いルピアの減価を防止しようとした。

対ドル為替レートは、二〇〇八年ははじめの一ドル約九〇〇〇ルピア強から一月初末の一〇九五〇ルピアに約一八%減価した。これに対し中央銀行は昨年一〇月の一ヶ月間で六二億ドルを超えるドル売りルピア買入を行ったが、それにもかかわらず大幅な為替レートの減価が発生したのである。（ルピアの対円レートは、二〇〇八年二月から一月初末までに三〇%強も減価している。）流動性外貨準備（金、その他の非流動的外貨準備を除く）の残高は二〇〇八年七月末五八〇億ドル、八月末五六〇億ドル、九月末で五五〇億ドルと徐々に低下した後、一〇月末には四八八億ドルへと低下した。一〇月ひと月間に、外貨準備残高の約一一%にあたる六二億ドルを失ったことになる。なお、この後一一月にはさらに若干の外貨準備が減少したが、一二月には



四九六億ドルへと若干回復している。ここから明らかなのは、このような巨額の中央銀行介入がなければ、変動為替制度の下でルピア為替レートは、一八%をはるかに超える大きな減価に直面していたはずである。もし為替レートがより大幅に減価していたとすれば、市場の不安は高まりより多くのルピア売りドル買いという資本逃避を招き、それは本格的な危機をもたらしていたかもしれない。一九九七年の危機に際して導入した変動為替制度は、国際収支問題を解決したわけではないのである。

それではなぜこのような資本の流出と為替レートの減価が起こったのだろうか。それは、中央銀行発表による国際収支の中の金融収支（従来資本収支と呼ばれていた項目であるが、IMFの国際収支マニュアル改定に沿って、本論では金融収支と呼ぶ）を詳細に検討することによって明らかになる。

その前に、まず前提となる経常収支について考えてみよう。サブプライム問題以降、世界経済不況の結果、世界的に貿易は大きく縮小し、さらに原油価格が大幅低下したことによって、インドネシア中央銀行の今年一月時点での予測によると、二〇〇八年の経常収支はほぼゼロと推定されている。国際収支をサステイナブルに保つためには、これに見合った金融収支、すなわちネットでゼロか若干のプラス程度の資本の流入があればよいということになる。

つぎに表1の二〇〇六年、二〇〇七年お

表1 国際収支、金融勘定 (million USドル)

| | 2006 | 2007 | 2008Q1 | 2008Q2 | 2008Q3 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 経常収支 | 10859 | 10347 | 2601 | -1241 | -564 |
| 金融収支 | 2675 | 2920 | -1674 | 2526 | 309 |
| 直接投資ネット | 2188 | 2253 | -633 | 40 | 87 |
| 海外向け | -2726 | -4675 | -1729 | -1436 | -1430 |
| 国内向け | 4914 | 6928 | 1096 | 1476 | 1517 |
| 株式 | 4616 | 7549 | 1263 | 1084 | 1480 |
| その他(借入れ部分) | 298 | -621 | -167 | 392 | 37 |
| うち引き出し | 3649 | 5460 | 1740 | 1976 | 1750 |
| 返済 | -3351 | -6081 | -1907 | -1585 | -1713 |
| ポートフォリオ投資 | 4277 | 5525 | 1923 | 4308 | -58 |
| 資産 | -1830 | -4457 | -823 | 68 | -75 |
| 株式 | 10 | -258 | -239 | -72 | 54 |
| 債券等 | -1841 | -4199 | -584 | 140 | -129 |
| 負債 | 6107 | 9981 | 2746 | 4240 | 17 |
| 株式 | 1898 | 3559 | 11 | 519 | -101 |
| 債券等 | 4210 | 6422 | 2734 | 3720 | 118 |
| その他投資 | -3791 | -4858 | -2964 | -1822 | 280 |
| 資産 | -1587 | -4569 | -2512 | -1474 | -1645 |
| ローン | -71 | 265 | -105 | -89 | -83 |
| その他 | -1516 | -4834 | -2408 | -1385 | -1562 |
| 負債 | -2204 | -289 | -452 | -348 | 1925 |
| ローン | -2882 | -1161 | -117 | -481 | 1437 |
| 引き出し | 11109 | 13212 | 3065 | 3572 | 4716 |
| 返済 | -13991 | -14373 | -3182 | -4073 | -3279 |
| その他(注1) | 678 | 872 | -335 | 133 | 488 |
| 総合収支(注2) | 14510 | 12715 | 1032 | 1324 | -89 |

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

(注1) その他には外貨および外貨預金が含まれる。

(注2) 誤差脱漏、資本勘定などのため経常収支と金融収支の合計には一致しない。

よび二〇〇八年第3四半期までの数値を基に、第4四半期以降の金融収支がどのように推移するかを考えてみよう。この作業を通じて、今後インドネシアの国際収支にどのような問題が発生する可能性があるのかが明らかになるからである。金融収支の主たる項目は、直接投資(FDI)、ポートフォリオ投資、その他投資にわかれる。まず直接投資のインドネシアへの流入であるが、これについてはサブプライム問題によって減少傾向にあるが、直ちにそれほど大きな

影響は受けないと考えられる。これに対してポートフォリオ投資の負債サイド、すなわちインドネシアへのポートフォリオ投資の流入については、二〇〇八年第3四半期にはサブプライム問題で深刻な打撃を受けた海外の投資家が、すでに新規のポートフォリオ投資を低下させ始めていることが見て取れる。(ポートフォリオ投資の資産サイド、すなわちインドネシアから海外へ向けてのポートフォリオ投資については、詳細が明らかでない)ここでは分析対象

から外している。) 二〇〇六年、二〇〇七年の海外投資家によるインドネシア向けポルトフォリオ投資は、株式投資が年間約一九億ドルから三六億ドル、債券投資が四二億ドルから六四億ドルで、年間の合計投資額は、これらを加えた約六〇億ドルから一〇〇億ドルに達する。現在の国際資本市場の状況では、海外資本家がインドネシアに向けて新規のポルトフォリオ投資を継続しない可能性が高いので、年間でみると六〇億ドルから一〇〇億ドルの新規ポルトフォリオの流入がストップする可能性がある。さらに海外投資家は、すでに保有している株式と証券の売却を進める可能性がある。その一部はすでに現実に起こっている。(現地調査のヒアリングによると、二〇〇八年第3四半期に、海外投資家たちがこれまで保有してきた中央銀行証券およびインドネシア国債を大量に売却し、資本を引き揚げたことは明らかである。)

つぎにその他投資の負債サイド、主として国際銀行からの借り入れについてみてみよう。(ポルトフォリオ投資の分析と同様に、その他投資についても資産サイド、すなわちインドネシアから海外へ向けてのその他投資についてはここでは分析の対象から外している。) 二〇〇六年および二〇〇七年の年平均のネットの数字はそれほど大きな額ではないが、それをグロスの借入実行額と返済額に分けてみると、二〇〇六年および二〇〇七年の年間の借入実行額は、

一一一億ドルから一三三億ドル、返済額は年平均一四〇億ドル強となっている。借入実行額のうち約四〇億ドル程度は、インドネシア政府の多国間、二国間援助による公的な借入と推測できるので、残りの七〇億ドルから九〇億ドルがインドネシアの民間部門による国際金融市場からの年間借入実行額である。この部分については、国際金融市場の状況が悪化し、それに伴ってインドネシアの為替レートの減価や外貨準備の減少が顕著になると、新規借入れが急速に困難の度合いを増すことが想像できる。一方で、年々の返済は続けなければならぬので、年間返済額一四〇億ドル前後は引き続き流出を続けると予想できる。

以上をまとめると、二〇〇八年には経常収支はほぼゼロとなるのが予測されているのに対して、新規資本流入停止が発生すると、大雑把に見つもって年間約二〇〇億ドルから二四〇億ドル(ポルトフォリオ投資の減少と海外銀行への返済の合計)の金融勘定のマイナスとなり、したがってそれは同額の国際収支の赤字、外貨準備の減少、または大幅なルピアの原価がもたらされると考えられる。これに加えてすでに海外投資家によって保有されているポルトフォリオ投資の売却を加えると、金融勘定の赤字幅はさらに大きくなる。このような状況の発生は、インドネシア国内の人々の資本逃避に波及し、本格的な危機をもたらす可能性が大である。すでに説明したように、そ

の一部はすでに現実となっており、二〇〇八年一〇月の一ヶ月ですでに約六〇億ドルの外貨が流出している。

● 国際的金融支援政策の問題点

このような状況に対して、一九九七年のアジア危機以降改革を進めてきた国際的支援政策は有効に機能しているのだろうか。東南アジア地域では、チェンマイ・イニシアティブなどの地域協定に基づく二国間スワップ協定が整備され、日本は中心的な役割を果たすことが期待されている。しかし現実にはこれらの新しいシステムが十分に機能するのかが、特に危機を未然に予防するシステムとなっているのかについては、サブプライム問題以降の展開を踏まえて、再検討して見る必要がある。ポイントには、チェンマイ・イニシアティブに基づく日本-インドネシアの二国間スワップ協定は、危機を予防するに十分な金額であるのか、どのような条件のもとで発動できるのか、また、どの程度迅速に発動できるのかなどである。

二〇〇八年末時点でのチェンマイ・イニシアティブに基づく二国間スワップ協定の枠約五〇億ドルは、サブプライム問題後の新たな国際金融市場の現状からみて、金額的にあきらかに不十分である。またその引き出し額がスワップ枠五〇億ドルの二〇%を超える場合、すなわち一〇億ドル以上のスワップの利用は、IMFのスタンバイ



を条件としている。IMFスタンダードバイを発動することは、とりもなおさず危機に陥っているということと同義語であって、スワップ全額が危機の予防として利用できるわけではない。このような点から現状の予防策は必ずしも途上国側からは利用しやすいものとなっておらず、予防的効果は十分とはいえないように見える。なおインドネシア政府の強い要請を受けて、二〇〇九年二月に日本政府は二国間スワップ枠を二〇〇八年までの約倍の一二〇億ドルに拡大することを表明したが、その対応は遅きに失した感がある。またIMFのスタンダードバイ協定が条件となっていることによりはなくなり、危機の予防策としては十分に機能していないように思われる。われわれはもう一度アジア金融危機の経験と昨年一〇月の危機の実態を踏まえ、今後の国際金融危機に備える必要がある。

●商業銀行の流動性問題

もうひとつサブプライム・ローン問題もきつかけとして、インドネシアの国内の銀行にも流動性の問題が発生している。九月にバンク・セントラルという中規模の商業銀行が倒産して以来、資金の "fit and of quality" (より安全と考えられる国営商業銀行および大手銀行への資金シフト) が発生し、銀行間市場において資金がうまく還流していない。大手の銀行を中心として、商業銀行はこれまでかなりの過剰流動性を

保有してきたが、二〇〇八年一〇月以降、さらに手元流動性を積み増す傾向にある。その一方で流動性を必要とする銀行には資金が還流せず、流動性不足に陥る銀行が発生している。しかし国際収支危機の下では、中央銀行がマーケット・オペレーションによって市場に流動性を供給するという金融政策は発動できそうにない。なぜならば資本流出が発生している状況では、中央銀行は金融政策を引き締め、金利を上昇させることによって、資本流出を食い止めなければならぬからである。実際に中央銀行は、政策金利(中央銀行証券の金利)を二〇〇八年六月九・二〇%から九月九・九二%、一〇月一・一六%、十一月一・五六%と急速に引き上げた。これに伴ってコールレート、さらに銀行預金および貸出金利も急速に上昇した。この結果いくつもの銀行間市場の流動性はさらに逼迫することになった。

また、一九九七年の危機以降新たに導入した新中央銀行法の下では、中央銀行の行動は、法的には金融政策の唯一の目標であるインフレ・ターゲットの追求に縛られている。現在の新銀行法の下では、中央銀行が金融部門の安定などといったインフレ・ターゲット以外の目標に向かって果敢に対応することは、難しいように思われる。

●まとめ

二〇〇八年第4四半期以降、サブプライム問題に端を発する世界経済の危機は、イ

ンドネシアにおいても大変深刻な影響をもたらしている。本論の分析は、インドネシアの国際収支構造が引き続き脆弱であることを明らかにしている。しかし、これはインドネシアだけの問題ではなく、資本自由化している多くの途上国に当てはまる。グローバル化した国際金融市場に組み込まれている途上国にとって、国際資本の流入とその逆流の問題は避けられない「原罪」であるということもできよう。このような現状の下では、これまでと異なる新たな多国間および二国間の国際的な支援枠組みを構築しなければならぬ。現状のIMFの支援枠組みや日本などを中心とする二国間の支援の枠組みは、この新たな危機に対して十分に対応できていないように見える。一九九七年のアジア金融危機の経験を踏まえて、サブプライム・ローン問題に代表される国際金融危機にいかに対応すべきか、多国間および二国間の国際的支援システムの再構築が喫緊の課題である。

(こまつ まさあき/広島大学大学院
国際協力研究科教授)

《参考文献》

小松正昭、「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『国際資本移動と東アジアの新興市場諸国』アジア経済研究所調査研究報告書、二〇〇九年