



## インドネシア債券市場 飛躍に向けた政策課題

鶴谷 学

インドネシアは、ASEAN（東南アジア諸国連合）最大の経済大国で、戦後日本との間で最も親密な関係を構築してきた国である。たとえば同国における日本車比率の高さは約9割と圧倒的であり、日系企業の存在感もタイと並んで高い。ジョコ大統領は2017年3月の声明で45年までに世界第4位の経済大国になると宣言しており、日本にとって重要性は今後ますます増大する勢いである。

### 金融市場の発展の遅れ

しかし、インドネシアの経済成長にはいくつかの大きな課題がある。その一つは、金融市場が成長のボトルネックになっている点である。同国は、経済規模と比較して金融市場の発展が遅れている。マネーサプライ（M2）残高のGDP比率をASEAN各国で比較してみると、インドネシアは際立っ

て小さい。この背景としては、1997年からの経済金融危機の際に中華系排斥の暴動などが頻発したことから、中華系を中心とした富裕層の資本逃避が発生したことがある。逃避した資金はシンガポールなどの海外市場に蓄積され、不動産投資や金融資産への短期投資（ホットマネー）として還流はしているが、安定的な金融資産の蓄積にはあまり貢献していない。

### 債券市場の重要性

安定的な資金の不足は、インフラ整備が遅れていることの要因にもなっている。同国の交通渋滞やジャカルタ圏と地方部の発展の格差はよく知られている。このような課題を抱える中で、長期の安定的な資金として債券市場が担うべき役割は大きい。ジョコ大統領はインフラ投資の飛躍的な拡大を重要政策の一つとして位置づけてい

る。債券市場が少しでもインフラ投資や民間投資を押し上げることができれば、中間層の所得増が国内に滞留する金融資産の蓄積や金融市場のボトルネック緩和にもつながる。野村総合研究所（NRI）はインドネシアの債券市場発展のための技術支援を担っている。以下では、債券市場の現状と展望について見ていくこととする。

### 債券市場の特徴

ASEAN主要国や中国・韓国と比較すると、インドネシアの債券市場（現地通貨＝ルピア建て）の特徴として以下の点が挙げられる。

まず規模が小さい。国債と社債を合わせた発行残高のGDP比は、2017年末で18.4%である。マレーシア（95.0%）、タイ（73.0%）、フィリピン（34.6%）と比べて低く、経済発展が初期段階にあるベトナム（21.6%）と比べても小さ

い。近年の推移を見ても、12年の12.3%から17年の5年間で5.7ポイントしか上昇していない。

次に発行された債券の満期構成について見ると、国債の満期は同様な他国と比べて最も長いのに対して社債の満期は最も短い。この背景として、過去の金融危機＝国家財政破綻の教訓から国債の発行は借り換えの頻度が少ない長期が優先される点があり、このことが長期の社債発行を押しやっている可能性がある。また社債側の問題として、後述するような環境整備の遅れも一因になっている。

またルピア建て国債への投資家構成を見ると、年金や保険、ファンドといった機関投資家が保有する比率は、ほかのASEAN主要国と比べて最も低く、機関投資家の存在感が小さい。その分外国投資家の保有比率は最も大きいですが、これは前述の逃避資金がホットマネーとして還流していることも一因である。

### 債券市場に関する 政策・規制の課題

以上のようなインドネシア債券市場の特徴は、マクロ経済や金融市場全体としての制約条件が作用しているという仕方のない側面があり、金融サービス庁（OJK）の政策だけにその責を帰するのは正当ではないかもしれない。他方、

だからこそ、改善すべき政策は、最大限実施していく必要がある。以下では、重要な政策上の課題について触れることとする。

第一には、債券市場のプレーヤーを不必要に縛っている規制の存在である。インドネシアでは銀行は中央銀行（Bank Indonesia）が、証券会社や機関投資家などの資本市場のプレーヤーは資本市場監督庁（BAPEPAM-LK）が監督する体制が続いていた。2014年にOJKが一元的に監督する体制に再編されたが、以前の体制の名残もあり、同じ金融市場のプレーヤーである銀行とそれ以外（ノンバンク）との間で異なる規制が少なくない。たとえば銀行は金利や為替に関するデリバティブは取り扱えるが、国債先物や信用デリバティブを取り扱えるという明確なルールが存在しない。

他方ノンバンクは金利に関するデリバティブ（金利スワップ）が取り扱えないほか、機関投資家は借入れができないという規制があるため、債券市場の発展に不可欠なレポ（買い戻し条件付取引）ができない。加えて税制に関しても、ノンバンクは売買ごとにキャピタルゲイン税を支払うほか、利子源泉税を支払うが、銀行は双方とも対象外である。以上のような規制・税制は、債券市場の流動性、効率性を著しく損なっている。

第二に、債券市場、特に社債市

場の発展を促進するような規制整備の遅れである。たとえば、私募債に関する規制が存在しない。私募債は、小口で多数の投資家を対象とする公募債とは異なり、大口の発行体と機関投資家が双方のニーズに基づいて、簡単な手続きで（低コストで）即座に発行ができるメリットがあり、債券市場の規模拡大や効率性の向上に資するものである。また、プロジェクト・ファイナンスの証券化などに有効な特定目的会社（SPC）が法制化されていないため、社債の最終的な返済を保証する実物資産に対して債券投資家が有する権利の安定性に問題が生じ得る。こうした制度は、ASEANの主要国では導入済みであり、インドネシアでの制度化の遅れが際立っている。

### おわりに

インドネシアの国家開発中期計画（2016～19年）では、インフラ投資のため、政府予算11.5兆円、国有企業12.9兆円、民間企業14.0兆円、合計38.4兆円相当の資金調達が必要としていた。策定中の次期中期計画（20～24年）ではさらに大きなインフラ投資が見込まれる。債券市場の伸び代を顕在化させる大胆な政策が期待される。

鶴谷 学（つるたにまなぶ）

金融コンサルティング部上級コンサルタント