

# インドネシア共和国: 政府債務及び対外債務の持続性分析

## 着実に高まりつつあるインドネシアの債務持続性

国際格付部アナリスト 遠藤 進一

政府債務及び対外債務の動向は、ソブリン格付を考える上での重要な指標である。インドネシア政府は近年、財政改革を推進、中央銀行もプルーデンス規制を強化しており、政府債務及び対外債務の着実な抑制に成功している。一方、インドネシアは依然として厳しい対外経済環境にさらされているが、インドネシア経済に強いストレスが掛かった場合においても、同国の債務は安定的に持続するのだろうか。本稿では、債務持続性分析 (Debt Sustainability Analysis, DSA) の手法を用いて、インドネシアの政府債務及び対外債務の持続性を分析し、格付に対するインプリケーションを検討することとしたい。

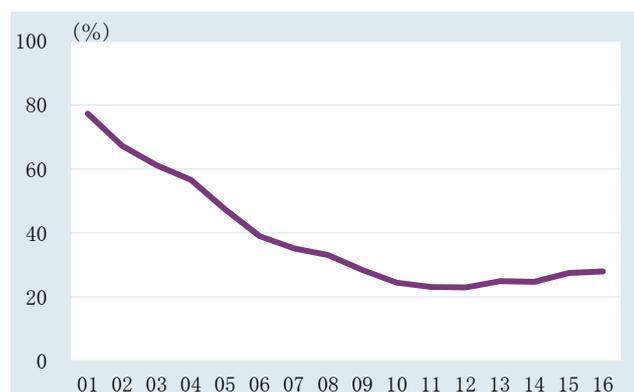
### 1 インドネシアの債務状況

インドネシアの政府債務及び対外債務は、アジア通貨危機を経て急速に増加し、01年末、政府債務残高はGDP比77.3%、対外債務残高は同82.6%という高い水準にあった。だが、その後は政府の債務管理の取組強化や経済の高成長を背景に急速に低下し、政府債務残高は12年には同23.0%、対外債務残高は11年に同25.2%となった。

13年以降、政府債務はGDP比で緩やかな上昇に転じたが、直近16年末GDP比27.9%と、30%を下回る水準にとどまっている(図表1)。対外債務についても、12年以降上昇に転じるも、そのペースは緩慢であり、16年末は同34.0%の水準となっている(図表2)。

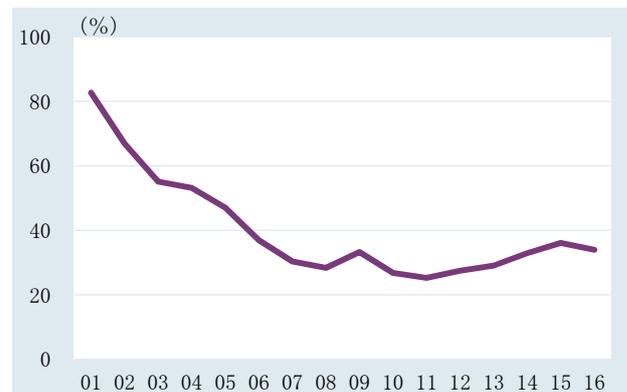
インドネシアの政府債務及び対外債務は、今後も持続可能な水準を維持することができるのであろうか。足元では資源価格が下げ止まりつつあり、インドネシア経済はその追い風を受けつつ構造改革を進めていくことで、高い成長率を実現するかもしれない。他方、中国の景気減速からインドネシアの輸出が減少し、インドネシア経済が景気悪化に見舞われるリスクもある。米国の利上げが市場の想定以上に加速した場合、大規模資本流出が発生する可能性も、ダウンサイド・リスクの一つとして考慮に入れておく必要がある。本稿では、インドネシアの将来の経済見通しについて、ベースライン、アップサイド、ダウンサイドの3つのシナリオを設定し、各シナリオにおける債務動向の予測を行う。

図表1 政府債務残高 GDP 比



(出所) インドネシア財務省

図表2 対外債務残高 GDP 比



(出所) インドネシア中銀

## 2 債務持続性分析の方法

債務持続性の定義については、IMF（2002）に依拠して「借り手が収入と支出のバランスに対して将来的に非現実的に大規模な修正を加えることなく、債務返済を継続することが期待される状態」と定義する。債務残高 GDP 比率が安定することをもって、債務が持続的であるとする。

政府債務 GDP 比は、政府の予算制約から導かれる以下の政府債務の動学式に従って変動する<sup>※1</sup>（巻末注釈参照）。

$$d_t^p = \frac{1 + i_t}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} d_{t-1}^p - b_t$$

ここで、 $d_t^p$ は $t$ 期末の政府債務残高 GDP 比、 $i_t$ は $t$ 期の名目利子率、 $g_t$ は $t$ 期の実質 GDP 成長率、 $\pi_t$ は $t$ 期の GDP デフレーター変化率、 $b_t$ は $t$ 期のプライマリー・バランス（基礎的財政収支、公債金を除く政府収入と公債の元利払費を除く政府支出の収支）GDP 比を指す。

また、対外債務については、経常収支と貯蓄投資バランスの間に恒等式が成立する点に着目し、債務残高を以下の数式により推計する。対外債務 GDP 比は、上述の政府債務の算出時に用いたのと同じ GDP 推計値を用いて算出する（巻末注釈参照）。

$$d_t^f = \frac{1 + i_t^f}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} d_{t-1}^f - ca_t - fdi_t$$

ここで、 $d_t^f$ は $t$ 期末の対外債務残高 GDP 比、 $i_t^f$ は $t$ 期の海外利子率、 $g_t$ は $t$ 期の実質 GDP 成長率、 $\pi_t$ は $t$ 期の GDP デフレーター変化率、 $ca_t$ は $t$ 期の経常収支、 $fdi_t$ は $t$ 期の対外直接投資インフロー（非債務性）を指す。

次に、3つのシナリオを設定する。

ベースライン・シナリオでは、インドネシアの実質 GDP 成長率、インフレ率、金利などの経済変数や、財政スタンスなどの政策変数が過去のトレンドに沿っておおむね推移すると仮定する。政府が現在進めている構造改革が進展し、経済成長が堅調に推移す

るケースがこれにあたる。

次に、アップサイド・シナリオでは、潜在成長率そのものの加速を想定し、好調な実質 GDP 成長が全推計期間にわたり継続すると仮定する。ここでは、政府による構造改革の一段の進展と、それに伴うインフラ投資の加速により、経済のインフラ・ボトルネックがかなりの程度緩和されるケースが想定される。

最後に、ダウンサイド・シナリオでは、17年～19年の間に、経済に対外面から大きなストレスが掛かると想定する。ここでは、中国の景気減速から来るインドネシアの中国向け輸出減退のチャンネル、及び米国の市場想定以上の利上げ加速を背景とした資本の国外流出、為替減価、インフレ高進というチャンネルから、インドネシア国内の景気が悪化し、財政のプライマリー・バランスが悪化するというケースを想定している。20年以降に経済は緩やかな回復局面に入ると仮定する。

各シナリオにおける主な変数は図表3の通りである。なお、推計期間は17年から27年までの10年間とする。

## 3 政府債務<sup>※2</sup>の持続性

インドネシアの政府債務のプロファイルを見ると、政府債務残高は16年末で3,467兆ルピア、GDP比27.9%の水準にある。JCR ソブリン格付のBBBレンジにあるインド（政府債務残高 GDP 比 51.6%）、フィリピン（同 42.3%）などに比べ、インドネシアの債務 GDP 比の水準は抑制されている。

政府債務残高の調達方法別の構成をみると、かつて01年末は対外借入が債務残高全体の48.1%と半分近くを占めており、二国間借入が28.7%、国際機関借入が16.9%と、対外借入に大きく依存する構造であった。その後、政府による対外借入依存からの脱却と、国債調達の促進を背景として、16年末では対外借入シェアが21.0%と01年末比で半分以下となった一方、国債シェアが78.9%まで上昇して来ている（図表4）。対外ショックに対する政府債務の耐性は強化されて来ているといえよう。また、国債残高を通貨建別でみると、自国通貨ルピア建が73.7%、外貨建が26.3%となっている。

※1 IMF（2002）、及びLey（2010）に依拠した。

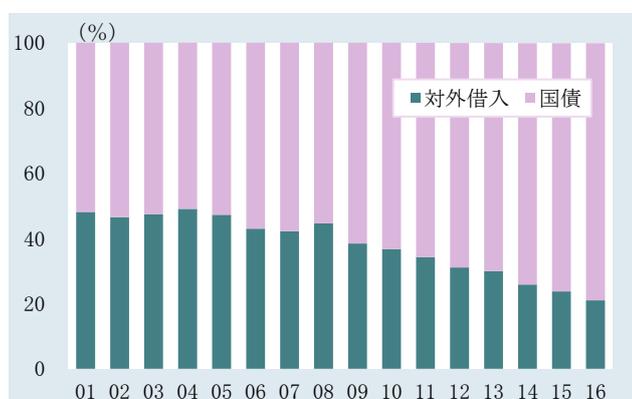
※2 本稿での政府債務は中央政府債務を指す。なお、地方政府や公的企業の債務は、統計上の捕捉が困難なため、本稿では含めない。

図表 3 前提条件

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
	実績	実績	JCR 予測										
<b>実質 GDP 成長率(前年比%)</b>													
ベースライン	4.8	5.0	5.1	5.4	5.4	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
アップサイド	4.8	5.0	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
ダウンサイド	4.8	5.0	3.5	3.5	4.5	4.5	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
<b>名目利子率(%)</b>													
ベースライン	5.4	5.8	5.9	6.0	6.0	6.4	6.4	6.5	6.5	6.5	6.6	6.6	6.6
アップサイド	5.4	5.8	5.9	5.9	5.9	6.0	6.0	6.1	6.1	6.1	6.2	6.2	6.2
ダウンサイド	5.4	5.8	10.0	10.2	9.5	8.7	7.9	7.1	6.3	6.3	6.4	6.4	6.4
<b>GDP デフレータ変化率(前年比%)</b>													
ベースライン	4.2	2.5	3.4	3.9	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
アップサイド	4.2	2.5	3.4	3.9	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
ダウンサイド	4.2	2.5	5.5	5.5	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
<b>プライマリー・バランス GDP 比(%)</b>													
ベースライン	▲1.2	▲0.9	▲0.9	▲0.9	▲0.8	▲0.8	▲0.8	▲0.8	▲0.8	▲0.8	▲0.8	▲0.8	▲0.8
アップサイド	▲1.2	▲0.9	▲0.5	▲0.5	▲0.7	▲0.8	▲0.8	▲0.8	▲0.8	▲0.8	▲0.8	▲0.8	▲0.8
ダウンサイド	▲1.2	▲0.9	▲1.5	▲1.5	▲1.0	▲1.0	▲1.1	▲1.2	▲1.2	▲1.2	▲1.2	▲1.2	▲1.2
<b>輸出数量変化率(前年比%)</b>													
ベースライン	▲2.0	▲1.7	0.1	1.1	1.1	4.0	5.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
アップサイド	▲2.0	▲1.7	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
ダウンサイド	▲2.0	▲1.7	▲1.0	0.0	2.0	4.0	5.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0

(出所) インドネシア中銀、インドネシア財務省、JCR

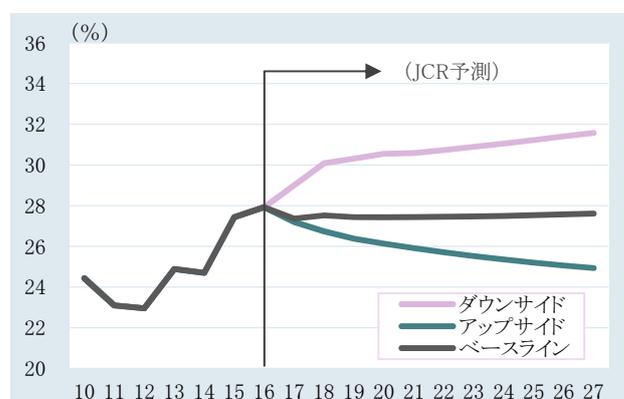
図表 4 政府債務残高の調達別内訳



(出所) インドネシア財務省

インドネシアの政府債務について、シナリオ別に向こう10年間の債務動向を推計すると、図表5の通りとなった。まず、ベースライン・シナリオでは、政府債務 GDP 比は16年末27.9%から、それ以降はほぼ横ばいで推移する。次に、アップサイド・シナリオでは、政府債務 GDP 比はベースライン・シナリオを下回る水準で推移し、27年末には24.9%に低下する。最後に、ダウンサイド・シナリオでは、17～19年に成長鈍化、国内金利上昇、プライマリー・バランス悪化という高度のストレスが発生し、政府債

図表 5 政府債務残高 GDP 比のシナリオ別予測

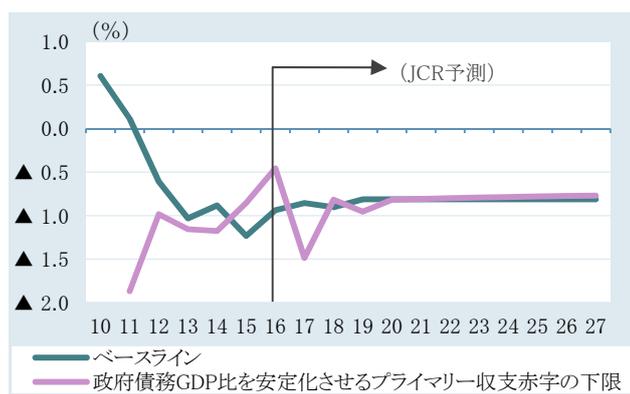


(出所) インドネシア財務省、JCR

務 GDP 比は16年末の27.9%から、27年末には31.6%に上昇する。ただ、高いストレスが掛かっても、同債務 GDP 比は30%を小幅上回る水準にとどまる。これらの結果から、インドネシア経済に多大なストレスが掛かったとしても、インドネシアの政府債務は十分な耐性を有していると評価できよう。このことは、インドネシアの格付にはプラスである。

ベースライン・シナリオでは政府債務 GDP 比が安定的に推移することが示されたが、政府債務 GDP 比を安定化させるのに必要なプライマリー・

図表6 プライマリー・バランス GDP 比の予測



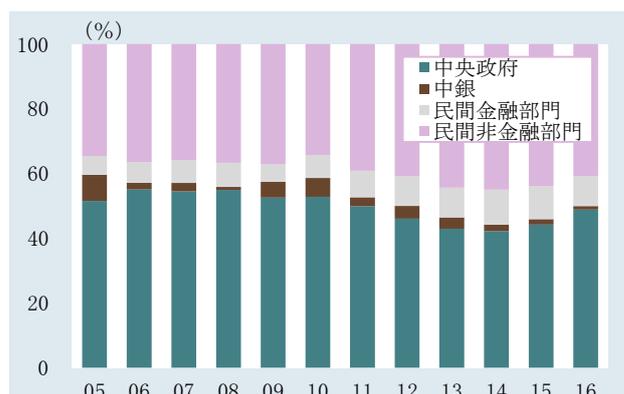
(出所) インドネシア財務省、JCR

バランス (Debt-Stabilizing Primary Balance、DSPB) の水準はどの程度であろうか。この問題を次に考察する。先に推計した政府債務 GDP 比は、財政赤字が累積した結果の計数に過ぎない。一方、プライマリー・バランスは政府の財政スタンスを示す政策変数と考えることができることから、今後のプライマリー・バランスが DSPB に照らしてどう推移するかを見ることで、政府が財政規律を重視しているのか、それとも財政の悪化を許容し財政出動による景気浮揚を重視しているのか、といった政府の財政スタンスを評価することができる。

これまでのプライマリー・バランスの推移をみると、12年に赤字 (GDP 比 0.6%の赤字) に転じて以降、赤字幅は 1.0%前後で推移している。17年以降については、JCR はベースライン・シナリオにおいて 17年同 0.9%から 19年同 0.8%、20年以降は同 0.8%で推移すると予測している。

ここで、DSPB を計算すると、17年 GDP 比 1.5%、18年同 0.8%、19年同 1.0%、20年以降は同 0.8%となる (図表 6)。さらに、17年以降の利払費 GDP 比を 16年 (同 1.6%) 比で横ばいと仮定し、その他の経済変数について一定の前提を置くと、政府債務 GDP 比を安定化させる財政赤字 GDP 比は、2.4~2.5%と機械的に計算される。16年の財政赤字 GDP 比 (実績) は 2.5%、17年 (当初予算ベース) は 2.4%であることから、政府が現在の財政運営を継続していけば、政府債務 GDP 比は安定的に推移することが見込まれる。

図表7 対外債務残高の借り手別内訳



(注) 統計は 05 年以降

(出所) インドネシア財務省

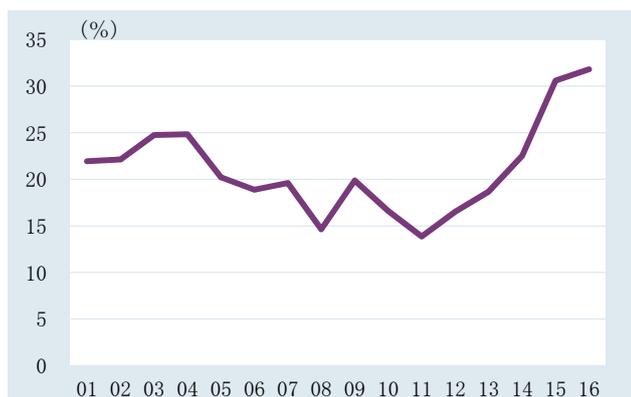
#### 4 対外債務の持続性

対外債務残高は 16 年末で 3,170 億ドル、GDP 比 34.0%である。JCR ソブリン格付の BBB レンジにある国のうち、インド (対外債務残高 GDP 比 22.2%)、フィリピン (同 25.7%) などに比べると高い水準だが、ルーマニア (同 48.3%)、トルコ (同 49.3%) に比べれば抑制されている。対外債務残高の借り手別の構成をみると、16 年末で公的部門が 49.9%、民間部門が 50.1%とほぼ半々である。公的部門の内訳は、中央政府 48.9%、中央銀行 1.1%。民間部門は、民間金融部門が 9.3%と、民間非金融部門が 40.8%である。つまり、中央政府と民間非金融部門が対外借入の主体であることが分かる (図表 7)。このうち、中央政府については、債務残高全体の 65.0%が国債による調達となっている。民間部門については、銀行借入が債務残高全体の 72.0%を占めている。

対外借入の主体である中央政府と民間部門のシェアの推移を比べてみると、民間部門のシェアが 14 年にかけてほぼ一貫して上昇、特に 10 年代に入りその傾向が顕著となっていることが分かる。この背景には、リーマンショック以降の世界的な金融緩和の下でインドネシア国内の民間企業が海外から主に米ドル建ての資金を借り入れたことがある。対外債務残高の通貨建ての構成をみると、米ドル建てが全体の 69.2%を占める一方、自国通貨ルピアは 17.6%となっている。

ただ、対外債務残高 GDP 比は 15 年まで上昇基調にあったが、直近 16 年末は 34.0%と低下に転じた (図表 2)。中銀が 15 年からプルーデンス規制を段階的に強化させてきており、民間部門を中心に対外借入が抑制されつつあることが、統計にも表れてきたとい

図表 8 デット・サービス・レシオ



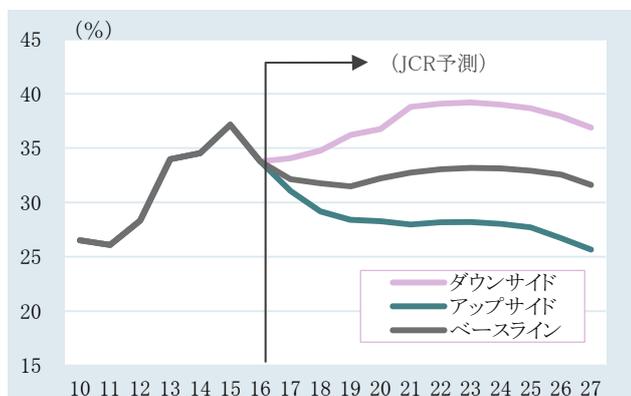
(出所) インドネシア中銀

えよう (図表 7)。

一方、デット・サービス・レシオ (DSR、対外債務元利払費/財・サービス輸出) は、11 年 13.9%から 16 年 31.8%と、ここ 5 年間で大幅に上昇している (図表 8)。これは、JCR ソブリン格付の BBB レンジのうち、インド (12.1%)、フィリピン (6.7%) に比べて格段に高い水準にあり、ハンガリー (26.6%)、ルーマニア (28.9%)、トルコ (31.1%) も上回っている。

ここでは、対外債務 GDP 比に加えて、DSR についても各シナリオ別に推計を行う。対外債務 GDP 比、DSR の 17~27 年の推移を計算すると、図表 9、10 の通りとなった。ベースライン・シナリオでは、対外債務 GDP 比は 16 年 33.8%から振れを伴いつつ横ばい圏で推移する。DSR は 19 年から緩やかな上昇に転じるものの、26 年でピークアウトする見通しである。次に、アップサイド・シナリオでは対外債務 GDP 比は低下を続け、27 年は 25.7%に低下する。DSR は

図表 9 対外債務残高 GDP 比のシナリオ別予測



(出所) インドネシア中銀、JCR

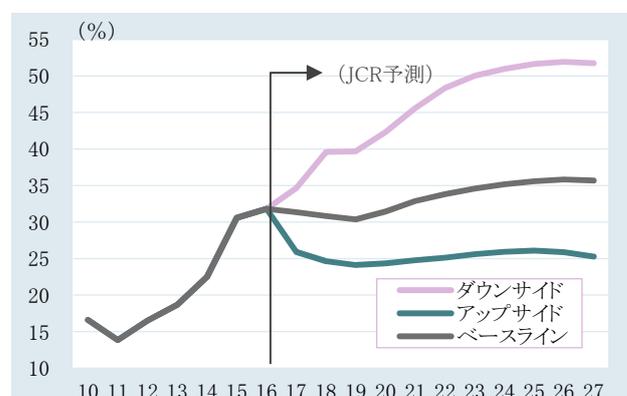
19 年から上昇するも、25 年でピークアウトする。他方、ダウンサイド・シナリオでは、対外債務 GDP 比は 17~19 年の対外ショックの影響から上昇するが、23 年に 39.2%となった後は低下に転じ、27 年には 36.9%となる。一方、DSR は、対外ショックの影響で急上昇するが、推計期間の後半に上昇ペースは鈍化し、50%台前半の水準で安定する。17~19 年に対外ショックが発生しても、インドネシアの対外債務 GDP 比は経済回復とともに安定的な低下軌道に復することが見込まれる。総じて、インドネシアの対外債務は、対外ショックに対して耐性を有すると評価できよう。

## 5 結論

本稿の分析の結果は、おおよそ以下の通りに集約できる。第一に、インドネシアは現在の財政規律に基づいた財政スタンスを維持していけば、政府債務 GDP 比は安定的に推移する可能性が高い。仮に経済に強い下押し圧力が掛かった場合でも、財政規律を中長期的に遵守すれば、政府債務の安定が損なわれる可能性は低いとみられる。第二に、インドネシアの対外債務は、対外ショックが発生した場合においても、中長期的には安定的な経路に復する可能性が高い。これらの点は、インドネシア債務の経済ショックに対する耐性がかなりの程度強化されて来ていることを示すものである。

なお、JCR は、17 年 3 月 7 日にインドネシアの長期発行体格付の見通しを安定的からポジティブに引き上げたが、今回の見直し変更については、本稿で分析した政府債務や対外債務に対する耐性の強化についても、その判断根拠の一つとしてすでに織り込んでいる。

図表 10 デット・サービス・レシオのシナリオ別予測



(出所) インドネシア中銀、JCR

● 注釈

1. 政府債務 GDP 比の算出式（ Law of motion of the Debt） の導出

$$D_t^p = (1 + i_t)D_{t-1}^p - B_t$$

$$\frac{D_t^p}{P_t Y_t} = \frac{(1 + i_t)D_{t-1}^p}{P_t Y_t} - \frac{B_t}{P_t Y_t}$$

$$\frac{D_t^p}{P_t Y_t} = \frac{(1 + i_t)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} \times \frac{D_{t-1}^p}{P_{t-1} Y_{t-1}} - \frac{B_t}{P_t Y_t}$$

$$d_t^p = \frac{1 + i_t}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} d_{t-1}^p - b_t$$

$D_t^p$	: $t$ 期末の政府債務残高
$B_t$	: $t$ 期のプライマリー・バランス
$P_t$	: $t$ 期の GDP デフレーター
$Y_t$	: $t$ 期の実質 GDP
$i_t$	: $t$ 期の名目利子率
$g_t$	: $t$ 期の実質 GDP 成長率
$\pi_t$	: $t$ 期の GDP デフレーター変化率
$d_t$	: $t$ 期末の政府債務残高 GDP 比
$b_t$	: $t$ 期のプライマリー・バランス GDP 比

2. 対外債務 GDP 比の算出式の導出

$$e_t D_t^f = e_t D_{t-1}^f + (I_t - S_t) P_t^f - e_t FDI_t + e_t i_t^f D_{t-1}^f$$

$$\frac{e_t D_t^f}{P_t Y_t} = \frac{e_t D_{t-1}^f}{P_t Y_t} + (I_t - S_t) \frac{P_t^f}{P_t Y_t} - \frac{e_t FDI_t}{P_t Y_t} + \frac{e_t i_t^f D_{t-1}^f}{P_t Y_t}$$

$$\frac{e_t D_t^f}{P_t Y_t} = (1 + i_t^f) \frac{e_t D_{t-1}^f}{P_t Y_t} + (I_t - S_t) \frac{P_t^f}{P_t Y_t} - \frac{e_t FDI_t}{P_t Y_t}$$

$$\frac{e_t D_t^f}{P_t Y_t} = \frac{(1 + i_t^f)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} \times \frac{e_t D_{t-1}^f}{P_{t-1} Y_{t-1}} + (I_t - S_t) \frac{P_t^f}{P_t Y_t} - \frac{e_t FDI_t}{P_t Y_t}$$

$$d_t^f = \frac{1 + i_t^f}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} d_{t-1}^f - ca_t - fdi_t$$

$D_t^f$  :  $t$ 期末の対外債務残高（米ドル建て）

$I_t$  :  $t$ 期の実質投資（自国通貨建て、SNA ベース）

$S_t$  :  $t$ 期の実質貯蓄（自国通貨建て、SNA ベース）

$P_t$  :  $t$ 期の海外部門デフレーター変化率

※本稿では輸出デフレーター変化率を代替変数として使用

$FDI_t$  :  $t$ 期の対外直接投資インフロー（米ドル建て、非債務性）

$e_t$  :  $t$ 期の対米ドル為替レート（自国通貨ルピア/米ドル）

$g_t$  :  $t$ 期の実質 GDP 成長率

$\pi_t$  :  $t$ 期の GDP デフレーター変化率

$d_t^f$  :  $t$ 期末の対外債務残高 GDP 比

$ca_t$  :  $t$ 期の経常収支 GDP 比

$fdi_t$  :  $t$ 期の対外直接投資インフロー GDP 比（非債務性）

(参考文献) International Monetary Fund, "Assessing Sustainability", prepared by the Policy Development and Review Department, International Monetary Fund, May 28, 2002.

Ley, Eduardo, "Fiscal (and External) Sustainability" Economic Policy and Debt Department, Poverty Reduction and Economic Management (PREM) Network, World Bank, July 18, 2010.

本ウェブサイトの情報は、当社が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、当社は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、当社は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。当社は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。当社の格付は、意見の表明であって、事実の表明ではなく、また、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。当社の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より所定の手数料をいただいて行っております。当社の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、当社が保有しています。当社の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、当社に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。