

# インドネシアの金融システムの問題点とフィンテックへの期待

調査部

主任研究員 清水 聡

## 要 旨

1. インドネシアの金融システムは、海外資金に多くを依存しており対外的脆弱性が高い、規模が小さい、金融包摂が進んでいない、効率性・健全性が不十分である、長期金融が発達していない、などの問題点を有する。銀行部門、債券・株式市場、機関投資家などの規模が周辺諸国に比較して大幅に小さく、整備が不可欠である。金融庁(OJK)は、経済成長への貢献、金融安定の維持、貧困削減・所得格差の縮小が金融システム整備の目的であるとしている。
2. 対外的脆弱性につながる海外資金への依存は、債券・株式市場の海外投資家保有比率の高さや非金融企業の債務における外貨建て比率の高さなどに表れている。近年、これらの比率は安定的に推移しているものの、相対的には依然、高水準である。海外資金への依存度を引き下げ、対外的脆弱性を改善するには、国内金融システムの整備・拡大(金融深化)が求められる。
3. そのために必要なことは、第1に、債券・株式市場を一層整備し、企業の資金調達の間として拡大することである。同時に、機関投資家を育成し、海外投資家依存度を引き下げることが求められる。第2に、銀行部門の効率性・健全性を高め、競争力を向上させるとともに規模の拡大を実現することである。第3に、法規制の枠組みを整備し、金融システムに対する信認を高め、長期金融手段を拡充することである。経済成長に不可欠であるインフラ整備に対する資金供給は不十分であり、民間部門からの資金調達を拡大することが重要となっている。
4. 貧困層を中心とする個人や中小零細企業が公式の金融機関にアクセスすることは難しく、取引を行っている割合は相対的に低い。近年、成人の銀行口座保有比率はかなり上昇したが、貯蓄や借入れについては非公式の手段に頼る部分が大きい。こうした状況を改善することは経済成長に加えて貧困削減や所得格差の縮小に資するため、金融包摂は重要な国家戦略とされ、多様な対策がとられている。
5. フィンテックの拡大により金融システムの効率性や健全性の向上、金融包摂の改善、キャッシュレス化などが進み、上記の問題点の多くが解決の方向に向かうことが期待される。インドネシアではフィンテック関連のスタートアップ企業が急増すると同時に、政府がエージェント・バンキングの制度整備やリテール決済システムの統合など、金融包摂やキャッシュレス化の進展に向けた政策を行っている。銀行を中心とする既存の金融機関のフィンテックへの対応や当局の規制整備に向けた動きも緩やかながら進んでおり、今後もフィンテックの着実な拡大が期待される。その結果、金融システムが向上・拡大し、変貌を遂げる可能性があると考えられ、今後のフィンテックの動向や政府による支援の取り組みに注目しておくことが不可欠である。

## 目次

### はじめに

#### 1. 国内金融システムの概要

- (1) 国内金融システムの問題点
- (2) 金融システムの構造
- (3) 金融システム整備の方向性

#### 2. 対外的脆弱性の現状と対応

- (1) 対外的脆弱性の現状
- (2) 海外投資家のプレゼンスの大きさ
- (3) 非金融企業の対外債務の拡大
- (4) 対外的脆弱性を抑制するための方策
- (5) 国内の金融安定の状況

#### 3. 国内金融システムの問題点

- (1) 債券・株式市場の整備と機関投資家の育成
- (2) 銀行部門の構造的な問題
- (3) インフラ・ファイナンスの状況

#### 4. 金融包摂の現状

- (1) 遅れる金融包摂と促進策の実施
- (2) 中小企業金融の現状と課題

#### 5. フィンテック（デジタル金融サービス）の拡大と役割

- (1) 拡大がもたらす効果と拡大の背景
- (2) 金融包摂やテクノロジーの活用に向けた政府の取り組み
- (3) フィンテックの拡大状況と政策対応
- (4) フィンテック企業・銀行の動向
- (5) 今後の展望と課題

### おわりに

### はじめに

本稿の目的は2つある。第1に、最近、国際経済・金融情勢が不安定化し、新興国への影響が懸念されているが、インドネシアの金融システムは長年、脆弱であることが指摘されており、今回も為替レートや債券・株式価格の下落が顕著となっている。こうしたことはなぜ起こるのか、インドネシアの対外的脆弱性の背景について改めて確認したい。

第2に、近年、フィンテックが台頭し、インドネシアでもフィンテック企業が急増している。上記の対外的脆弱性や国内金融システムの様々な問題点を改善する手段としてフィンテックが寄与することも指摘されており、その可能性について検討したい（注1）。

本稿の構成は以下の通りである。1.では、金融システムの問題点、構造、今後の整備の方向性について概説する。2.では、海外資金への依存度の高さから生じている対外的脆弱性の分析を行い、金融深化（国内金融システムの拡大）を進めるべきであることを指摘する。3.では、債券・株式市場、機関投資家、銀行部門の問題点を確認し、整備の方向性を検討する。さらに、資金需要が特に大きいインフラ・ファイナンスについて、個別にとりあげる。4.では、金融包摂の現状と現在行われている対策について説明する。5.では、フィンテックについて多角的に述べ、その拡大に適切に対応すべきであることを指摘する。

インドネシアの対外的脆弱性の大きな原因として、海外資金依存度の高さがあげられる。近年、債券・株式市場の海外投資家保有比率や非金融企業の債務の外貨建て比率は安定的に推移しているものの、相対的には依然、高水準である。そのため、資本が流出する局面では為替レートや債券・株式価格が下落し、外貨建て債務の返済負担が拡大する。

海外資金への依存度が高い背景には、金融システムが未整備・小規模であり、効率性や健全性も不十分であることがある。これらの課題の解決には多様な取り組みが求められるが、フィンテックの拡大も一つの解決策と位置付けられる。フィンテック企業の増加による新たなサービスの拡大に規制監督当局や既存の銀行を中心とする金融機関が適切かつ積極的に対応することにより、金融システムが大きく向上する可能性がある。その意味で、今後のフィンテックの動向や政府による支援の取り組みに注目しておくことが不可欠である。

(注1) 関連論文として、清水 [2015] を参照されたい。

## 1. 国内金融システムの概要

### (1) 国内金融システムの問題点

インドネシアの金融システムは、周辺諸国に比べ発展が遅れている。第1に、海外資金への依存度が高く、対外的脆弱性が指摘され

ている。この点は、債券・株式市場の海外投資家保有比率の高さや企業債務の外貨建て比率の高さなどとなって表れているが、その大きな原因は、国内金融システムが未成熟であり、国内で十分な資金調達が出来ないことにあると考えられる。

第2に、金融深化 (financial deepening)、すなわち金融部門の拡大が進んでいない。銀行部門、債券・株式市場とも規模が小さく、対GDP比率は周辺諸国に比較して低い。金融システムが未成熟であり、十分な信認を得られていないことが背景にある。

第3に、第2の点と密接に関連する点として、金融包摂 (financial inclusion) が進んでいない。すなわち、成人が銀行口座を保有する割合や中小企業が銀行から融資を受けている割合が低い。この点は周辺諸国にもみられる問題であり、経済成長を妨げ、所得格差を拡大する原因となりかねない。

第4に、金融システムの効率性・健全性に問題が残っている。効率性の低さは、銀行の貸出金利と預金金利の差である純金利マージン (net interest margin) や債券市場における売買スプレッド (bid-ask spread) の大きさに表れている。また、銀行の健全性に大きな問題はないものの、金融システムを成熟させるために必要な法制度や規制監督体制の整備が不十分であり、そのことが金融深化や金融包摂の遅れにも関連しているとみられる。効率性の低さに関しても、法制度の未整備等によ

る金融取引コストの高さが影響している。

第5に、金融システムが未成熟であるため長期金融が発達していない。銀行預金の期間は短く、債券市場も小さい。このことは、インフラ・ファイナンス拡大の障害となる。

## (2) 金融システムの構造

次に、金融深化の概要をみる（注2）。金融システムは多様性に欠け、銀行中心である（図表1）。2015年末に銀行資産の対GDP比率は55.4%、ノンバンクは16.3%であり、金融機関総資産の77.3%を銀行が占めている。銀行は大企業を中心に融資を行うため、中小企業には十分な資金が提供出来ていない。また、融資期間が短く、住宅購入や設備投資などの長期資金が必要とされる分野に十分対応出来

ていない。一方、ノンバンクでは保険会社（対GDP比率7.2%）やマルチファイナンス会社（同4.1%）が比較的大きいが、その他の業態（年金基金、投資信託など）は小さい。

金融機関の多くが持株会社方式の金融グループ（financial conglomerates）を形成しており、このようなグループに属する銀行の資産は全体の84%を占める。金融安定を維持するには、これらのグループに対する適切な規制監督の実施が必要である。

金融システムの規模は、周辺諸国に比較して小さい（図表2）。取引可能な国債残高の対GDP比率は13%にとどまっている。また、国内機関投資家が未発達であるため、海外投資家の比重が大きい。海外投資家による保有比率は、国債市場で38%、株式市場では46%

図表1 インドネシアの金融システムの構造

	対GDP比率 (%)			機関数		
	2005年	2010年	2015年	2005年	2010年	2015年
<b>金融機関総資産</b>						
銀行	52.0	45.6	55.4	2,143	1,828	1,755
保険会社	4.4	5.9	7.2	157	142	137
年金基金	2.2	1.9	1.8	312	272	260
投資信託	1.0	2.2	2.4	293	559	1,091
ファイナンス会社	3.2	3.4	4.1	236	194	266
その他ノンバンク	0.7	0.9	0.8	117	108	162
債券発行残高	15.5	14.1	15.7	-	-	-
株式市場時価総額	26.0	47.2	40.8	-	-	-
イスラム銀行	0.6	1.2	1.8	3	11	12
イスラム銀行窓口	0.1	0.3	0.7	18	23	22

（資料）World Bank [2017], p.32

図表2 ASEAN5カ国の金融システムの構造（対GDP比率）

（％）

	銀行（国内信用）	国債発行残高	社債発行残高	株式市場時価総額	合計
インドネシア	42.2	15.5	2.9	51.9	112.5
マレーシア	143.2	49.7	45.3	135.8	374.0
フィリピン	63.5	28.2	6.4	91.7	189.8
シンガポール	129.6	49.6	31.5	235.2	445.9
タイ	125.1	53.0	20.0	115.6	313.7

（注）銀行は2016年末、他は2017年末。

（資料）ADB, *Key Indicators*, Asian Bonds Online, World Federation of Exchanges, IMF, *World Economic Outlook Database*

に達する。さらに、企業債務の外貨建て比率は約45%であり、その約60%が非居住者からの借り入れとなっている（注3）。

### （3）金融システム整備の方向性（注4）

多くの開発資金を要するインドネシアにおいて、国内金融システムの整備は重要な課題である。政府は、金融深化を促進するために各省庁間の連携を図ることを目的に、ハイレベルの委員会を設置している。

また、金融庁（OJK）は、金融システム整備の部門別ロードマップを統括する位置付けで、金融サービス部門マスタープラン（Indonesian Financial Services Sector Master Plan 2015-2019）を実施している。マスタープランでは、金融サービス部門の整備の方向性として、3点を示している（図表3）（注5）。第1に、経済成長への貢献を拡大するために金融部門の役割を最適化することである。第2に、持続可能な経済発展（sustainable development）の基礎として、金融システム

図表3 2015-2019年の金融部門整備の方向性

<b>経済成長への貢献</b>
1. インフラおよび優先的経済分野への資金供給
2. 金融機関の能力構築
3. 金融商品・サービスの開発と金融リテラシーの向上
4. イスラム金融サービスの役割強化
<b>金融安定</b>
1. 金融監督の強化
2. 国際標準に合致した金融部門の強化・構築
<b>金融包摂</b>
1. 地方の経済的潜在力の促進
2. 金融アクセスの拡大と消費者保護の強化
<b>支援要因</b>
1. 人材の質的・量的水準を満たすこと
2. 金融部門におけるITの活用

（資料）OJK [2016]

の安定を維持することである。経済成長の促進と金融安定の維持は両立させなければならず、そのためには金融システムを国内外からのショックに対して強固なものとしなければならない。第3に、国民の繁栄と平等を実現するため、金融包摂を推進してすべての国民を公式の（インフォーマルではない）金融取引に参加させることである。さらに、以上の方向性を支援する方策として、優れた人材の

確保と情報技術の活用があげられている。

(注2) 主にWorld Bank [2017]、7ページを参照した。

(注3) World Bank [2017]、9ページによる。

(注4) 本項は、主にIMF [2017]、29ページを参照した。

(注5) 主にOJK [2016]、34ページを参照した。

## 2. 対外的脆弱性の現状と対応

### (1) 対外的脆弱性の現状

金融システムに関する諸問題の中から、初めに対外的な問題を検討する。インドネシアの対外的脆弱性は、長年にわたって指摘されてきた。2013年5月に発生したテーパータントラムに際してはフラジャイル・ファイブと呼ばれる脆弱性の高い国の一つとされ、他の新興国に比較してより大きな影響を受けた。

その後の推移をみると、対外的脆弱性は緩やかに改善してきている(図表4)。経常収支赤字の対GDP比率は、原油価格の下落や外需の回復などから緩やかに低下している。外

貨準備も、2017年11月時点で適正額の133%と十分である(注6)。外貨準備の短期対外債務に対する比率は、200%を超えている。

対外債務の対GDP比率は2017年末に34.0%であり、近隣のマレーシア(69.1%)などに比較すれば低く、近年、比率も安定的に推移している。2017年末に対外債務の51.3%が公的債務であるが、その98.7%は長期債務(国債)である(注7)。これに対し、民間債務の長期比率は72.9%であり、融資が主体となっている。官民合わせた長期比率は84.5%と、過去最高水準である。以上のデータからは、対外債務のリスクはかなり抑制されているといえよう。この点は(3)で再考する。

次に、国際収支の近年の推移をみても、大きな問題はない(図表5)。2017年の経常収支赤字の対GDP比率は▲1.7%(▲175億ドル)と、2015年の▲2.0%(▲175億ドル)、2016年の▲1.8%(▲170億ドル)から低下し、過去6年間で最低となった。

図表4 対外的脆弱性の推移

(10億ドル、%)

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
経常収支	▲ 29.1	▲ 27.5	▲ 17.5	▲ 17.0	▲ 17.3	▲ 20.4
対GDP比率	▲ 3.2	▲ 3.1	▲ 2.0	▲ 1.8	▲ 1.7	▲ 1.9
外貨準備	99.4	111.9	105.9	116.4	127.6	135.0
短期債務対比	177	189	191	213	226	234
対外債務	266.1	293.3	310.7	318.8	345.4	359.3
対GDP比率	29.0	32.9	36.1	34.2	34.0	32.8

(注) 2017年は見込み、2018年は予測。

(資料) IMF

図表5 国際収支の推移

(100万ドル)

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
経常収支	▲ 24,418	▲ 29,109	▲ 27,510	▲ 17,519	▲ 16,952	▲ 17,528
貿易収支	8,680	5,833	6,983	14,049	15,318	18,785
輸出	187,347	182,089	175,293	149,124	144,470	168,854
輸入	▲ 178,667	▲ 176,256	▲ 168,310	▲ 135,076	▲ 129,152	▲ 150,069
サービス収支	▲ 10,564	▲ 12,070	▲ 10,010	▲ 8,697	▲ 7,084	▲ 7,831
第一次所得収支	▲ 26,628	▲ 27,050	▲ 29,703	▲ 28,379	▲ 29,647	▲ 32,979
第二次所得収支	4,094	4,178	5,220	5,508	4,460	4,498
資本移転等収支	51	45	27	17	41	46
外貨準備以外の金融収支	▲ 24,858	▲ 21,926	▲ 44,916	▲ 16,843	▲ 29,306	▲ 29,488
直接投資	▲ 13,716	▲ 12,170	▲ 14,733	▲ 10,704	▲ 16,136	▲ 19,171
流出	7,485	11,112	10,388	9,075	▲ 11,594	2,096
流入	21,201	23,282	25,121	19,779	4,542	21,267
証券投資	▲ 9,206	▲ 10,873	▲ 26,067	▲ 16,183	▲ 18,996	▲ 20,648
流出	5,467	1,273	▲ 2,587	1,268	▲ 2,218	3,356
流入	14,673	12,145	23,480	17,451	16,778	24,004
金融派生商品	▲ 13	334	156	▲ 20	9	128
その他投資	▲ 1,922	783	▲ 4,272	10,064	5,817	10,203
流出	5,353	3,427	3,427	11,812	▲ 1,499	12,940
流入	7,275	2,645	7,699	1,748	▲ 7,316	2,737
誤差脱漏	▲ 275	▲ 186	▲ 2,184	▲ 439	▲ 305	▲ 420
外貨準備	215	▲ 7,325	15,249	▲ 1,098	12,089	11,586

(資料) CEIC

石油・ガス以外の貿易収支黒字が一次産品価格の上昇を背景としたパーム油 (crude palm oil) や石炭の輸出増加などにより2016年の195億ドルから253億ドルに増加する一方、石油・ガスの貿易収支赤字は、原油価格の上昇による輸入増加や国内原油生産の減少による輸出の伸び悩みに伴い同▲97億ドルから▲128億ドルに増加した。このように貿易収支は一次産品価格や原油価格の変動に影響されており、この点が対外的なリスクを高める一因になっているといえよう。また、サービス収支は財の輸入に伴う運輸サービスの支

払い増加により、第1次所得収支は非居住者に対する投資収益の支払い増加により、いずれも悪化した。

一方、資本・金融収支は2016年に293億ドル、2017年に299億ドルと、経常収支赤字を大幅に上回る黒字 (流入超過) を維持している。ムーディーズ、フィッチ、S&Pといった国際的な格付け機関がインドネシアの格付けを次々に投資適格に引き上げたことや、世界銀行の「ビジネスのしやすさ」(ease of doing business) に関するサーベイにおける順位が2017年の91位から2018年には72位に上昇した

ことなど、インドネシアに対するポジティブな見方が続いていることが安定的な資本流入の背景にあるとみられ、その点ではASEAN 5カ国（インドネシア・マレーシア・フィリピン・シンガポール・タイ）のなかでも比較的良好な状況といえる（図表6）。5カ国に対する証券投資やその他投資は基本的には減少傾向にあり、そのことが為替レートを減価させる一因になっていると考えられる。

インドネシアに対する直接投資の中で目立つ動きとしては、中国・アメリカ・シンガポールからのeコマース関連企業の買収増加があ

げられる。次に、証券投資に関してみると、2017年に政府は国内債のほかにグローバル・スーク、サムライ債、ユーロ債、グローバル・ボンドを発行しており、すべてに対して海外から積極的な投資がみられた。一方、企業は2017年に540億ドルのグローバル・ボンドを発行したが、民間部門に対する証券投資は株式投資の引き揚げなどから全体では▲12億ドルの流出超過となった。さらに、その他投資に関しては、2016年にタックス・アムネステイ（注8）の影響を受けて国内の金融機関が海外から資産を回収する動きがみられた

図表6 各国の金融収支におけるグロス流入額の推移

インドネシア (100万米ドル)				マレーシア (100万リンギ)				フィリピン (100万米ドル)			
	直接投資	証券投資	その他投資		直接投資	証券投資	その他投資		直接投資	証券投資	その他投資
2010	15,292	15,713	3,987	2010	35,186	71,643	n.a.	2010	1,070	6,359	5,629
2011	20,565	4,996	4,954	2011	45,987	44,661	n.a.	2011	2,007	3,100	1,341
2012	21,201	14,673	7,275	2012	27,542	85,323	n.a.	2012	3,215	4,169	3,473
2013	23,282	12,145	2,645	2013	35,653	29,076	n.a.	2013	3,737	363	230
2014	25,121	23,480	7,699	2014	34,649	▲11,242	n.a.	2014	5,740	▲3	▲66
2015	19,779	17,451	1,748	2015	37,888	▲17,024	n.a.	2015	5,639	▲2,128	864
2016	4,542	16,778	▲7,316	2016	56,038	806	n.a.	2016	8,280	▲264	▲1,864
2017	21,267	24,004	2,737	2017	41,000	4,077	n.a.	2017	10,049	▲796	▲63

シンガポール (100万Sドル)				タイ (100万バーツ)			
	直接投資	証券投資	その他投資		直接投資	証券投資	その他投資
2010	75,096	10,915	79,706	2010	466,071	243,999	513,779
2011	61,827	▲7,347	56,104	2011	70,392	118,801	▲2,913
2012	70,219	5,671	24,306	2012	400,904	321,421	447,105
2013	80,686	▲1,835	122,286	2013	494,520	▲47,168	296,270
2014	88,114	5,227	65,967	2014	161,287	▲154,054	188,835
2015	97,056	▲7,471	▲4,698	2015	305,254	▲441,325	▲61,058
2016	102,584	6,755	40,181	2016	111,699	49,984	▲20,350
2017	87,873	18,226	42,536	2017	308,221	321,843	125,833

(資料) CEIC



が、2017年には2015年と同水準の流出超過に戻っている。

このように、経常収支赤字を金融収支黒字によって賄っている状況であるが、資本流入への依存は資本流出リスクが大きいことを意味する。2018年入り後、このリスクが顕在化している（次項参照）。これがまさに対外的脆弱性であり、この点を改善するには、一次産品・原油価格に依存しない貿易構造の構築（製造業製品輸出の拡大など）や海外からの資金に依存しないための金融深化の推進が重要であろう。

なお、海外資金への依存が長年続いてきた結果、対外債権・債務ポジションにも問題が残されている。対外純資産（net international investment position）は2017年6月にGDPの▲35.75%（資産32.5%、負債68.25%）と、ASEAN 5カ国のなかで最も純債務が大きい（図表7）。これは、海外投資家による資本流出が起こりやすいことを意味する。

経済や金融システムが発展すれば企業・投

資家・金融機関の対外投資が拡大し、対外純債務は縮小するはずである。近年、前述のタックス・アムネ스티の実施により対外純債務は大幅に縮小した（図表8）。引き続き、対外ポジションの改善が期待される。

## (2) 海外投資家のプレゼンスの大きさ

リーマン・ショック以降、先進国の大規模な金融緩和によって投資資金が拡大するとともに、アジア地域の経済成長が注目を集め、資本流入が拡大した。インドネシアでは、長期金利が相対的に高いことも海外投資家比率を高める要因となった。ドル建てでインドネシア国債に投資した場合の利回りは、2016年が15.8%、2017年が15.6%と高水準が続いて

図表7 対外資産・負債残高（2017年末）

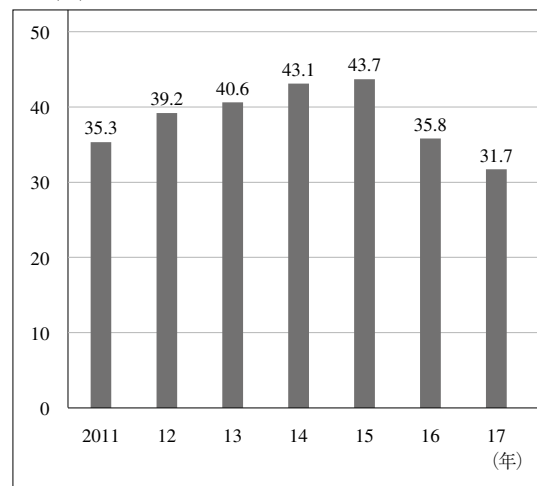
（100万ドル）

	資産	負債
直接投資	76,592	250,873
証券投資	17,316	270,610
金融派生商品	100	67
その他投資	113,407	149,624
外貨準備	130,196	—
合計	337,611	671,175

（資料）CEIC

図表8 対外純債務の対GDP比率

（%）



（資料）Bank Indonesia [2018b], p.51, CEIC

いる（注9）。

国債市場の海外投資家保有比率は上昇が続  
き、近年は40%弱で推移している（2018年6  
月時点で37.8%）。これは、ASEAN 5カ国の  
なかで最も高い。一方、株式市場では、資本  
流出に伴って海外投資家保有比率は低下して  
おり、最近のピークであった2016年8月の  
65.0%から2018年7月には47.2%となっ  
ているが、それでも水準としては高い。なお、社  
債市場の海外投資家保有比率は9%にとどま  
る（後述）。

前述の通り、海外資金への依存度が高いこ  
とは、資本流出リスクを高める。加えて、債  
券・株式市場の流動性や価格変動は、海外投  
資家の行動に大きな影響を受けることにな  
る。さらに、資本の流出入は為替レートの変  
動を大きくする。

株式市場の例でみると、海外投資家は優良  
銘柄（blue chip stocks）を大きな金額で取引  
するため、それらの銘柄の取引が最も多くな  
り、その価格の動きがインデックスを左右す  
る（注10）。国内投資家（特に個人）はこれ  
と同じ銘柄を取引して短期的に利益を上げよ  
うとする傾向が強い。また、市場がグローバ  
ルな投資家に支配されているためボラティリ  
ティが高く、国際情勢の影響を受けやすい。  
2013年のテーパタラムや2015年の人民  
元切り下げなどに際しては、インドネシアの  
株式市場も大きく変動している。

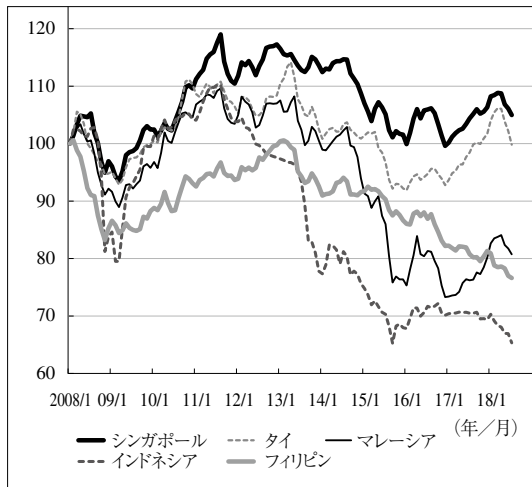
最近の資本フローについて再述すると、

2017年に国債市場には118億ドルの資本流入  
があった（前年は80億ドル）（注11）。対照的  
に株式市場からは30億ドルの流出があり、こ  
れは主に年後半に発生した。同年1～9月、  
ルピアの為替レートは安定していたが、その  
後、アメリカ経済の回復や利上げ予定の明確  
化などを主因に下落した。

2018年入り後、ルピアの下落は加速した。  
アメリカでは2015年12月に政策金利の引き上  
げが始まり、2016年に1回、2017年に3回、  
2018年に3回、各0.25%の引き上げが行われ  
た結果、FF金利の誘導目標は2.00～2.25%  
となった。4月下旬には10年国債の利回りが  
3.0%台に乗せ、先進国投資家のスタンスに  
影響を与えた。このため、新興国からの資本  
流出が拡大し、経済ファンダメンタルズが脆  
弱なアルゼンチンやトルコなどの通貨が大幅  
に下落した。ASEAN 5カ国も影響を受け、  
各国通貨の対ドルレートや株価指数が軒並み  
低下した（図表9、図表10、図表11）。債券・  
株式市場の海外投資家保有比率が高いインド  
ネシアでは、資本流出の影響は特に大きい。

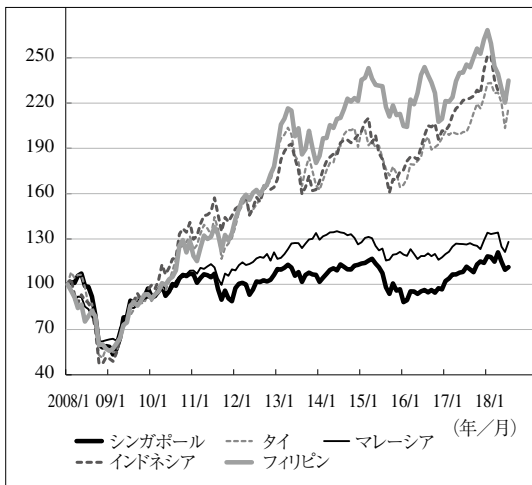
インドネシアは近年、外貨準備の積み上げ  
に成功してきた（図表12）（注12）。中央銀行  
は、基本的には市場価格の変動を容認しつつ、  
ファンダメンタルズを反映した水準で為替  
レートを安定させる方針を採用している。外  
国為替市場に介入する場合、必要に応じて国  
債市場でのオペレーションを同時に行い、流  
動性を適切な水準に維持する方法をとってい

図表9 各国通貨の対ドル名目レートの推移  
(2008年1月 = 100)



(資料) Datastream

図表10 各国の株価指数の推移  
(2008年1月 = 100)



(資料) Datastream

る。また、外国為替市場における流動性管理の強化のため、銀行による外貨定期預金（1週間超）の入札の頻度を高めるなど、多様な措置を取っている。

2018年入り後はルピアの減価を抑制する介入が行われているとみられ、外貨準備は2017年末の1,269億ドルから2018年6月末には1,167億ドルと約8%減少している。

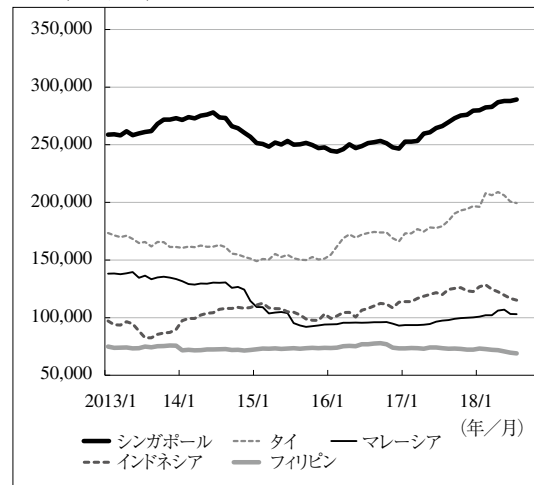
図表11 2018年1～7月の各国為替レート・株価指数の変化率

	為替レート	株価指数
インドネシア	▲5.8	▲6.6
マレーシア	0.7	▲0.7
フィリピン	▲5.8	▲10.4
シンガポール	▲1.3	▲2.4
タイ	▲1.9	▲3.0

(%)

(資料) CEIC

図表12 外貨準備の推移  
(100万ドル)



(資料) 各国統計

### (3) 非金融企業の対外債務の拡大

リーマン・ショック以降、多くの新興国で民間部門債務が拡大した（図表13）。インドネシアは金融深化が進んでいないため、対GDP比率は相対的には大幅に低いが、企業債務は2010年の13.4%から2017年6月には22.6%に上昇し、無視出来ない変化となっている。

海外からの資金調達も増加した。インドネシアのドル・ユーロ・円建て国際債券発行額は、2012年以降、年間100億ドルを超え、2017年には274億ドルとなった（図表14）。

海外資金への依存を主因に、企業債務の外貨建て比率は高い（図表15）。これは数年前のデータであり、サンプル調査であるため誤差もあるが、ドル建て比率はインドネシア64.9%、マレーシア28.9%、フィリピン

47.7%、タイ28.2%となっている。インドネシアやフィリピンでは企業収入に占める外貨の割合が低いため（インドネシア7.0%、マレーシア33.9%、フィリピン8.7%、タイ22.5%）、リスクヘッジも出来ていない。なお、同調査では、金融商品によるヘッジ状況の情報は得られていない。

また、IMFによれば、2014年末に非金融企業債務の外貨建て比率は52.4%であった（図表16）。内訳は、クロスボーダー融資20.0%、債券発行13.4%、国内融資19.0%となっている。国内融資において外貨が用いられていることに関しては、通貨の信認が低いことも一因かもしれない。

2017年6月末の民間部門の対外債務の借り手は、82.4%が非金融企業、残りが銀行であった（注13）。前述の通り、対外債務の対GDP

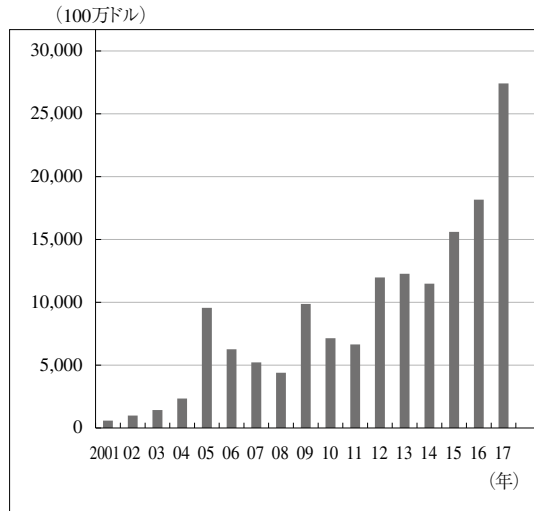
図表13 各部門に対する信用残高の推移（対GDP比率）

(%)

	インドネシア			マレーシア			シンガポール			タイ		
	政府	家計	企業	政府	家計	企業	政府	家計	企業	政府	家計	企業
2007年	32.8	11.6	14.7	39.0	52.3	58.2	86.3	38.9	76.3	22.6	44.6	46.1
2008年	30.9	11.8	15.6	38.6	49.5	58.5	93.8	42.0	86.9	22.0	45.1	47.3
2009年	26.8	12.2	13.6	49.4	58.8	64.7	104.2	45.7	84.1	26.8	50.5	45.1
2010年	24.5	13.6	13.4	49.6	59.6	60.4	99.6	47.0	75.8	27.8	52.5	42.9
2011年	23.1	15.2	14.9	50.0	60.6	61.3	102.2	51.8	82.1	27.3	58.7	47.5
2012年	22.9	16.4	18.2	51.7	63.7	60.4	106.3	57.0	89.6	28.5	62.8	46.5
2013年	24.9	17.1	21.8	53.0	68.1	62.4	103.2	59.5	100.0	29.7	66.4	50.6
2014年	24.7	17.1	22.7	52.7	68.9	64.1	99.3	60.6	108.5	30.1	69.4	51.2
2015年	26.0	17.1	23.0	55.6	70.1	66.6	103.4	60.5	114.7	30.6	70.5	51.5
2016年	28.4	17.0	23.3	52.7	70.3	68.5	112.9	61.0	118.1	31.0	70.2	50.0
2017年6月	28.5	16.9	22.6	52.9	68.0	68.0	115.2	60.7	121.0	32.1	68.9	49.5

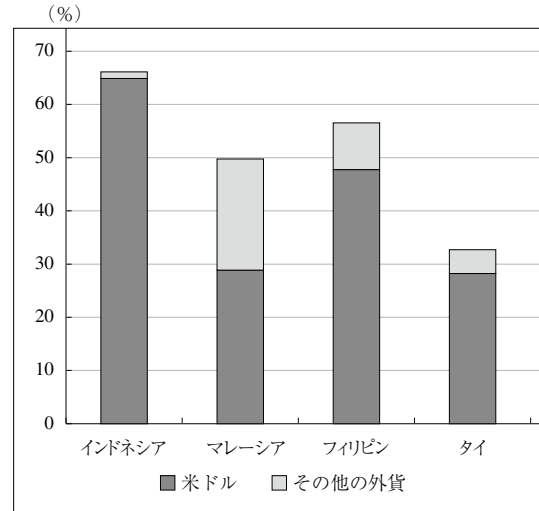
(資料) BIS, *Credit to the non-financial sector*

図表14 インドネシアのドル・ユーロ・円建て国際債券発行額



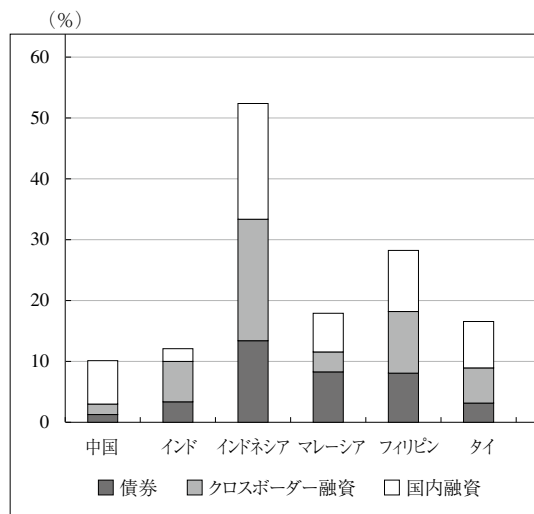
(資料) Asian Bonds Online

図表15 企業借り入れ残高に占める外貨建ての比率



(資料) Asian Development Bank, *Asian Development Outlook 2015 Update*, p.20

図表16 企業債務に占める一般企業の外貨建て債務の比率 (2014年末)



(資料) IMF, *Global Financial Stability Report October 2015*, p.12

比率は近年横這いであるとともに、大半が長期債務である。したがって、外貨流動性リスクはかなり抑制されているといえよう。一方、外貨建て債務比率の最新データは前出の45% (World Bank [2017]) であり、海外資金依存の問題が解消したとはいえないであろう。さらに、長期債務でもルピアが下落すれば評価額は膨らむうえ、今後、景気や投資の回復により対外債務が増加する可能性も否定出来ず、対外債務のリスクを監視することは引き続き不可欠である。

非金融企業は、以下の通り、対外債務の為替リスクや流動性リスクを管理しなければならない (注14)。これは、中央銀行のRegulation

No.16/21/PBI/2014によるものである。①企業は、外貨建て純債務（負債が資産を上回る金額）の25%以上をヘッジしなければならない。純債務の計算は、3カ月以内に期限が到来する資産・債務と、3～6カ月以内に期限が到来する資産・債務のそれぞれについて行う。②対外債務を有する企業は、流動性比率を70%以上としなければならない。③2016年1月以降に対外借入れを行う企業は、BB-以上の格付けを有することを証明しなければならない。

この規制は、リスクの抑制に一定の効果を発揮していると考えられる。中央銀行によれば、ヘッジ比率または流動性比率の基準を満たさない企業は3カ月以内の純債務に関して9.45%、3～6カ月の純債務に関して6.67%であり、規制の順守状況はかなり良好である。

#### (4) 対外的脆弱性を抑制するための方策

そのほかにも、為替リスクや外貨流動性リ

スクを軽減するために多様な方策がとられている。第1に、国内取引に関するルピアの使用義務である。これは中央銀行のRegulation No.17/3/PBI/2015によるものであり、国内で行われるすべての取引は、非居住者による場合でも、また、現金による取引であるか否かを問わず、ルピアで行われなければならない。この政策が実施された2015年3月以降、居住者の外国為替取引は着実に減少して2017年12月には12億ドルとなっており、居住者の外貨需要の管理に大きな効果を発揮している。

第2に、緊急時の外貨流動性供給体制の整備である。外貨準備が適正水準を上回っていることは、海外投資家の信認を高めている。加えて、多国間および2国間で多くの通貨スワップ契約が締結されている（図表17）（注15）。このうち、韓国との契約はルピアと人民元、オーストラリアとの契約は双方の自国通貨のスワップ契約であり、インドネシアにとってはドル依存の軽減とルピアの安定が

図表17 緊急時の流動性確保のための通貨スワップ契約

名称	金額	署名日	期間	その他
ASEAN スワップ・アレンジメント	20億ドル（インドネシアの引き出し可能金額は6億ドル）	2017年11月17日	2年	当初締結日は2005年11月
CMIM	2,400億ドル（インドネシアの引き出し可能金額は227.6億ドル）	2014年7月17日	期限なし	
日本との2国間通貨スワップ	227.6億ドル	2016年12月12日	3年	当初締結日は2003年2月
韓国との2国間通貨スワップ	10.7兆人民元／115兆ルピア（100億ドル相当）	2017年3月6日	3年	
オーストラリアとの2国間通貨スワップ	100億オーストラリア・ドル（100兆ルピア相当）	2015年12月15日	3年	

（資料）Bank Indonesia [2018b], p.108

目的となっている。

第3に、貿易取引における現地通貨決済の促進である。これも、為替リスクを減らすとともに単一通貨への依存を軽減する意味を持つ。2017年12月、インドネシア・タイ・マレーシアの中央銀行が、ジャカルタにおいて現地通貨による2国間貿易決済および直接投資を促進する枠組みを構築する契約に署名した。これは、2016年3月にタイとマレーシアの間で締結されたLCSF (Local Currency Settlement Framework) にインドネシアが加わったものである。実際に取引を行える銀行は、タイマレーシア間、インドネシアマレーシア間、インドネシアタイ間でそれぞれ別に、双方5～7行が指定されている(注16)。

ただし、以上の取り組みによって海外資金に対する依存の問題が根本的に解決したわけではなく、今後も金融深化の努力を継続していくことが不可欠である。

## (5) 国内の金融安定の状況

### ①銀行部門

2.の最後に、国内の金融安定の観点から銀行・企業部門の動向をみておく。この点に関しては現状に大きな問題はないが、為替レート・株価・債券価格の下落やそれによる外貨建て債務評価額の膨張などが深刻化すれば、国内の金融安定に影響が及ぶ。したがって、これをモニタリングしておくことは不可欠である。

近年、銀行融資の伸びは大きく低下した(図表18)。これは、景気の減速や設備投資の伸び悩みによる資金需要の減少、中規模銀行を中心とした不良債権の増加などが原因である。企業向け融資の伸びは特に低下しており、2016年末の前年比9.40%から2017年6月末には同5.91%に低下した。一方、個人向けや運転資金を目的とした融資の伸びは維持されている。

図表18 銀行部門の指標

(%)

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
民間部門向け融資伸び率	20.0	11.8	10.3	7.7	8.2
不良債権比率	1.7	2.1	2.4	2.9	2.6
総資産利益率 (ROA)	3.1	2.7	2.2	2.1	2.4
自己資本利益率 (ROE)	24.5	21.3	17.3	14.5	16.0
自己資本比率	18.1	19.6	21.4	22.9	23.0
預金貸出比率	99.6	99.2	100.7	96.3	95.2

(注) 2017年：ROA・ROE・預金貸出比率は6月。  
(資料) IMF

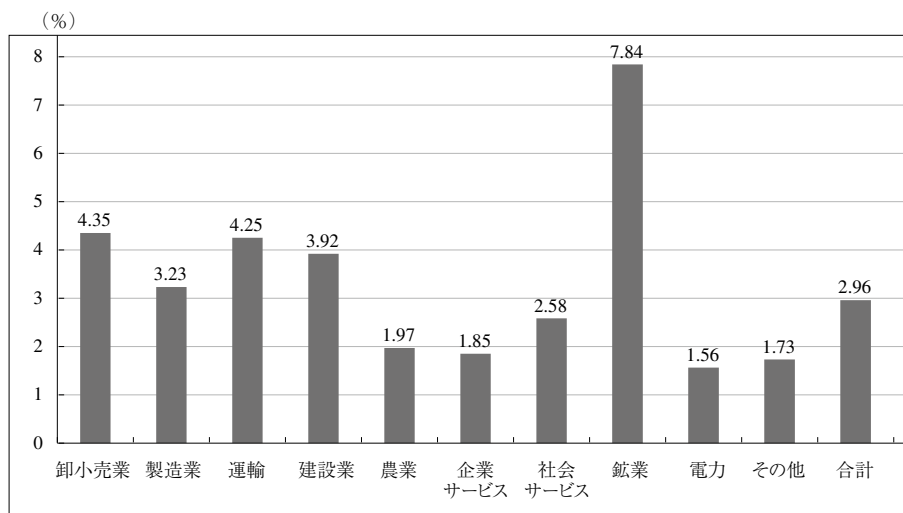
中規模以下の銀行では、資金調達コストが高いため大企業への融資を拡大する競争力がないことが、融資の伸びが低下する一因となっている。また、大規模銀行は厳しい環境のなかで経営スタンスが保守的になっており、融資が拡大しない面もある（注17）。さらに、企業の資金需要が減退しているため、上位の銀行はリテール業務に注力する傾向が強まっている。

不良債権比率は、緩やかに上昇している。図表18に示した比率は企業向けと家計部門向けの合計であり、企業向けのみでは3.48%（2017年6月）となっている。こうしたなか、金利収入の減少や引当金の積み増しにより、銀行の収益率は低下している。ただし、自己

資本比率は2017年6月に22.52%と高水準を維持しており、流動性にも問題はない。自己資本比率は、不良債権問題がある程度悪化しても損失を十分吸収出来る高さであるといえる（注18）。

企業部門の不良債権比率は近年では最も高い水準にあり、特に卸小売業・建設業・鉱業などで悪化している（図表19）（注19）。鉱業のなかでは、特に石炭（12.9%）・石油ガス関連（19.1%）などの不良債権比率が高い。これは、近年、原油価格や一次産品価格の低迷が続いたことが最大の原因である。原油価格などは2017年以降、回復しているが、関連企業の業績が回復するには時間がかかるということであろう。これらのセクターの不良債

図表19 2017年6月現在の業種別不良債権比率



(資料) Bank Indonesia



権比率は急上昇しており、銀行も新規融資に慎重姿勢を強めている。ただし、銀行融資残高に占める鉱業の比率は約5%にとどまるため、企業全体の不良債権比率に及ぼす影響は限られる（図表20）。

中央銀行は、銀行の不良債権比率が5%以

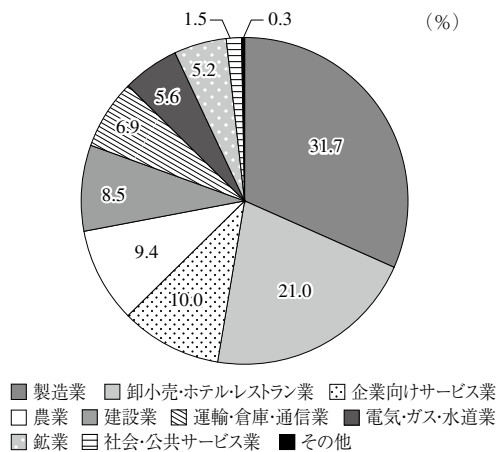
下であれば深刻な事態ではないとみているようである（注20）。一方、融資の伸びに関しては、回復し始めた現状でも依然不十分とみており、経済成長には融資の十分な供与が不可欠という考え方が根強い模様である。

## ②企業部門

2017年には、一次産品価格や原油価格が上昇するとともに先進国の景気回復が続いたため、プランテーション農業や鉱業などの輸出産業に属する企業の業況が回復した（図表21）（注21）。これに対し、内需依存型の消費財・インフラ・運輸・不動産などの企業業績は伸び悩んでいる。ルピアの減価が続いていることも、非貿易財産業にとって不利である。ただし、企業部門全体のパフォーマンスは改善しており、債務負担を示す金利カバー率も上昇（改善）傾向にある。

外貨建て債務は、ドル金利の低下、インフ

図表20 銀行融資残高の業種別内訳 (2017年6月)



(資料) Bank Indonesia [2018a], p.81

図表21 業種別の企業パフォーマンス

業種	ROE		売上高伸び率 (%)	
	2016年9月	2017年9月	2016年6月	2017年6月
農業	4.95	1.91	▲14.46	18.16
化学	8.59	7.81	0.34	13.46
消費財	24.90	21.49	8.89	3.41
インフラ・公益・運輸	13.38	9.99	▲0.21	6.91
基礎産業	9.42	10.37	▲5.31	6.84
鉱業	2.64	11.07	▲15.25	24.69
不動産	10.31	9.98	5.51	28.37
卸小売・サービス	6.59	7.43	▲3.29	7.57

(資料) Bank Indonesia [2018b], p.142

ラ整備需要の拡大、金融システムの未整備などを背景に商品関連や運輸通信関連の企業を中心に増加し、2015年6月には企業債務の約60%となった（注22）。しかし最近では、為替レートのボラティリティの上昇などから民間部門は対外債務の拡大に慎重になっている（注23）。対外債務の対GDP比率が横這いとなっていることはすでにみた。2017年6月時点の残高（全体では3,353億ドル）をみると金融機関や国有企業では前年比で減少し、非金融民間企業でも同0.1%増（1,260億ドル）にとどまっている。

（注6）適正額は、IMFの変動相場制採用国の算式（5%×輸出額+5%×広義マネーサプライ+30%×短期負債+15%×その他負債）による。詳細は清水 [2018]、6ページを参照。

（注7）Bank Indonesia [2018b]、52ページ。

（注8）インドネシアの居住者が国内外に所有する隠し資産（課税対象資産）を一定期間内に申告・国内に還流させれば、租税特赦（低税率）を受けられる政策。

（注9）Bank Indonesia [2018b]、61ページ。

（注10）以下の記述はRowter [2016] による。

（注11）Bank Indonesia [2018b]、60ページ。

（注12）外貨準備の増加には、石油・ガス輸出における政府分収入や、グローバル・ボンドの発行代金等も寄与している（Bank Indonesia [2018b]、107ページ）。

（注13）Bank Indonesia [2018a]、13ページ参照。

（注14）Bank Indonesia [2018b]、59ページ参照。

（注15）Bank Indonesia [2018b]、108ページ参照。

（注16）LCSFに関しては、清水順子 [2018]、赤羽 [2018] を参照。

（注17）Bank Indonesia [2018a]、102ページ参照。

（注18）この点は中央銀行が実施したストレス・テストでも確認されており、様々なシナリオの下でも、自己資本比率が8%を下回ってくるケースはない。詳しくはBank Indonesia [2018a]、117ページ以降を参照。

（注19）Bank Indonesia [2018a]、106ページ参照。

（注20）Bank Indonesia [2018a]、12ページ参照。

（注21）Bank Indonesia [2018b]、142ページ参照。

（注22）近年の外貨建て債務の推移に関しては、清水 [2017]、78ページを参照。

（注23）Bank Indonesia [2018a]、82ページ参照。

### 3. 国内金融システムの問題点

#### (1) 債券・株式市場の整備と機関投資家の育成

##### ① 企業の資金調達への動向

3. では、国内金融システムの深化の遅れとその対策について検討する。債券・株式市場の整備や機関投資家の育成により長期金融手段の拡充や金融深化が進み、海外からの投資や借り入れに対する依存度の引き下げが可能となる。これらはインフラ整備や設備投資を拡大し、経済成長を促進するとともに対外的脆弱性を改善させる。しかし近年、インドネシアの金融システム整備は必ずしも順調に進んでいない（注24）。こうした認識の下、当局である中央銀行・OJK・財務省は2016年4月にFinancial Market Development and Deepening Coordination Forum（FK-PPPK）を設立し、相互の連携を強化した。このフォーラムでは金融の深化と発展を加速させるためにNational Financial Market Development and Deepening Strategyを策定中であり、間もなく発表される予定である。

以下、債券・株式市場、機関投資家、銀行部門の現状をみる。その前に企業（金融機関を含む）の近年の資金調達動向をみると、銀行借り入れが伸び悩む一方でそれ以外の手段が増加している（図表22）（注25）。2017年に、新規株式発行、ライツ・イシュー（注26）、

図表22 企業の資金調達状況

(兆ルピア)

	2014年	2015年	2016年	2017年
銀行融資	381.4	383.8	319.1	※114.2
金融市場調達	109.1	136.9	234.4	309.8
うち金融機関によるもの	52.2	52.9	126.6	131.5
株式発行	47.6	53.5	79.2	97.8
うち金融機関によるもの	12.8	3.7	14.8	12.5
債券発行	46.5	63.3	116.2	165.2
うち金融機関によるもの	30.3	35.1	86.5	90.2
NTN, 約束手形, NCD	14.9	20.1	39.0	46.8
うち金融機関によるもの	9.2	14.2	25.3	28.8

(注) 2017年の銀行融資は6月まで。

(資料) Bank Indonesia [2018a], p.31, Bank Indonesia [2018b], p.137.

社債、中期手形 (MTN)、約束手形 (promissory notes)、譲渡性預金 (NCD) などによる調達額は、前年比32.2%増加した。なかでも伸びているのは社債 (42.2%) である。

株式市場の発行体数は、2016年7～12月期の25社から2017年1～6月期には鉱業部門を中心に37社に増加した。背景には、前述したインドネシアに対する見方の好転がある。株価指数は2017年に金融・インフラ・消費財などの銘柄を中心に約20%上昇し、取引も約20%増加した。また、市場時価総額に占める国内投資家保有比率は53%に上昇した。

一方、社債市場の発行体数は、2016年7～12月期の41社から2017年1～6月期には金融機関やインフラ関連企業を中心に54社に増加した。背景には、長期債を中心に発行コストが銀行借入れ金利を下回ったことがある。また、先進国の金利上昇を背景に、対外借入れの代わりに社債を発行している企業もあ

る。さらに、投資家にとっては、預金金利が低下するなかで社債への投資が魅力的になっている。市況面でも長期金利が低下し、金利のボラティリティも低下した。社債は大半が国内投資家によって保有されており、資本流出リスクも低い。

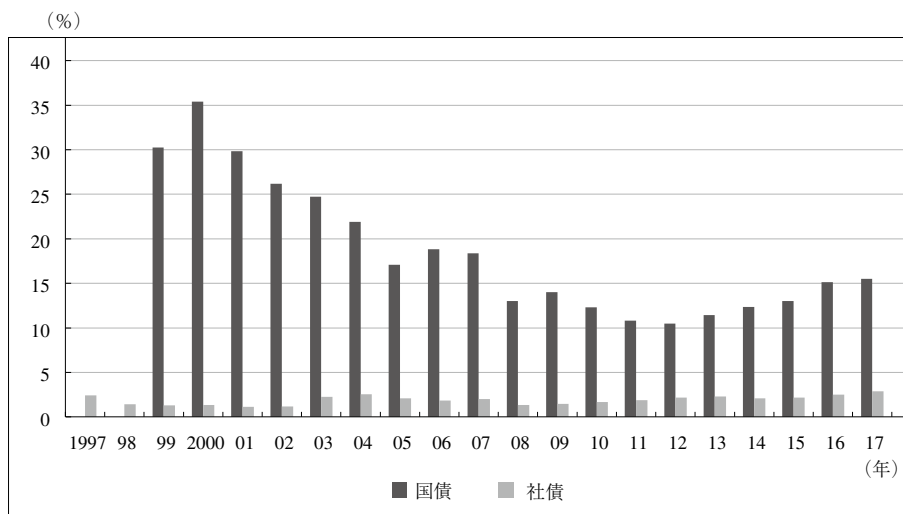
なお、銀行融資が伸び悩むなか、株式・社債の発行が難しい中小企業の資金調達環境については、注意深くみておく必要がある。

## ②債券市場 (注27)

国債発行額はリーマン・ショックを機に急減し、2011年以降、増加に転じた (図表23)。残存期間構成をみると、国債の長期化が進む一方、社債は短期化している (図表24)。

社債の発行残高上位30社が全体に占める割合は、2018年3月末に73.7%に達する。30社中21社は、銀行などの金融機関である。その他は、エネルギー・インフラ関連や不動産・

図23 債券発行残高の対GDP比率



(出所) Asian Bonds Online

図表24 残存期間構成の変化

	国債 (%)		社債 (%)	
	2004年3月	2018年6月	2009年3月	2018年3月
1 - 3年	14.2	12.3	26.6	46.0
3 - 5年	18.2	15.8	34.6	33.5
5 - 10年	36.1	31.6	35.1	18.2
10年超	31.6	40.2	3.7	2.3

(資料) Asian Bonds Online

建設業でほとんどを占める。

一方、国債の流動性は域内で最も低く、売買スプレッドも大きい。国内の年金基金や保険会社は主に持ち切りの投資を行うため、海外投資家の行動が流動性に影響する。投資家構成は図表25、図表26の通りであり、国債市場で海外投資家比率が高い。

以下、債券市場の課題を整理する（注28）。

国債市場では、流動性の改善やイールドカーブの確立が課題である。多様な公的債券が発行されるなかで細分化を抑制し、標準化やベンチマークの規模の拡大を図ることが求められる。また、電子取引プラットフォームの導入など、流通市場のインフラ整備が不可欠である。さらに、ノンバンクはキャピタルゲイン税や利子源泉税を支払う一方、銀行は課税対象外であることも市場流動性や効率性を阻害している（注29）。

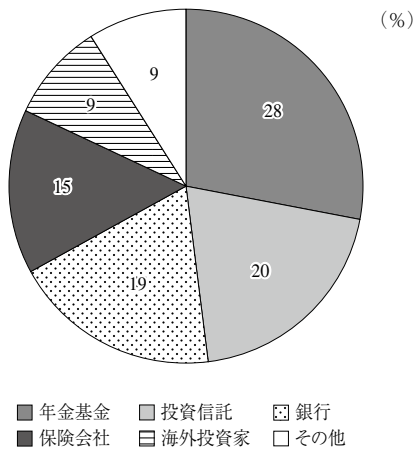
次に、社債市場の規模は極めて小さい。また、投資家は政府系企業の信用力を高く評価し、それらが発行する債券への投資を選択する傾向がある。これらの問題点への対策として考えられるのは、第1に、公募債の発行認可を迅速化するとともに、プロ投資家に対す

図表25 国債市場の投資家構成

	投資信託	銀行	保険会社	海外	年金基金	証券会社	その他	中央銀行
2003年	10.6	82.3	4.3	1.6	1.0	0.1	0.2	0.0
2006年	5.1	64.3	8.4	13.1	5.5	0.2	1.6	1.8
2014年	3.8	35.1	12.8	37.3	3.6	n.a.	7.4	0.0
2018年	5.1	21.0	7.9	37.8	10.0	n.a.	8.7	9.6

(注) 2014年は9月。2018年は6月。  
 (資料) Asian Bonds Online

図表26 社債市場の投資家構成 (2015年6月)



(資料) Amariei et al. [2017], p.32

る特別な募集制度を作ることである。公募債は証券取引所への上場を求められるため、情報開示ルールが厳しい(注30)。第2に、政府系企業債券の機関投資家に対する割当制度を見直すことである。第3に、民間企業の債券に対する低評価を改善するためにも、債権者の権利や債券デフォルト時の処理の枠組みなどを整備することである。第4に、私募債

やプロジェクト・ボンドの法規制枠組みの整備などにより、債券の多様化を進めることである。第5に、マーケットメーカーの整備などにより、流通市場の流動性を高めることである。

### ③株式市場

近年、インドネシア証券取引所 (IDX : Indonesia Stock Exchange) においてジャカルタ総合株価指数 (JCI : Jakarta Composite Index) は順調に上昇し、流動性も改善した(注31)。また、2017年には814兆ルピアの資金調達が行われ、同年末の市場時価総額は前年比22.6%増の7,052兆ルピアとなった。ただし、前述の通り市場規模は小さく、時価総額の対GDP比率は周辺諸国に比べて低い。

IDXは2016年に“Sailing North”と題した2020年までの戦略を発表し、活発な投資家の増加、上場企業数の増加、取引所会員の強化、資本市場の健全性の強化(投資家保護、コーポレート・ガバナンスなど)を目指している(注32)。

上場企業数は2013年末の483社から2017年10月には559社に増加したものの、増加余地は大きい（注33）。国有企業、スタートアップ企業、中小企業、革新的な企業（innovative industries）などの上場を拡大するため、スタートアップ企業の育成（2017年3月にはIDX Incubatorを設立）や中小企業の上場基準の緩和（2017年7月）などを実施している。

一方、2013年のOJKのサーベイによれば、個人の資本市場に関するリテラシー（資本市場について理解している人の割合）は3.79%、利用率は0.11%と極めて低い。そこで、IDXは自主規制機関や上場企業などと協力し、テレビコマーシャルや投資家セミナー・フォーラムの開催などの多様な投資キャンペーンを展開している。その結果、個人投資家は急増し、2017年現在、株式への投資家が60万人、投資信託への投資家が50万人を超え、流通市場の流動性の向上に貢献している。

以下、株式市場の課題を整理する（注34）。上場企業数の増加に対する阻害要因として、家族所有の企業が透明性を前提とする上場を嫌うこと、銀行融資に比較してIPOに要する時間が長くコストも高いこと、などがあげられる。これらに対し、会社法やコーポレート・ガバナンスの強化、証券会社の資格や機能の強化による市場の効率化、などが求められる。また、投資家の税制優遇措置の検討、発行体・投資家双方のリテラシーを高める活動なども重要である。

#### ④機関投資家の育成

債券市場と株式市場を総括すれば、重要な課題は発行体と投資家の確保である。国内投資家の育成は不可欠であり、以下で年金基金、保険会社、投資信託について検討する。

主な年金基金は、労働者社会保障機関（BPJS Ketenagakerjaan）が運営する国家年金基金（national pension fund）、国有企業であるTaspenが運営する公務員のための公的年金基金、雇用者年金基金（Employer's Pension Fund、DPPK）、金融機関年金基金（DPLK）、の4つである。国家年金基金についてみると、従来は民間労働者のためにJamsostekという制度が存在していたが、2014年1月にBPJS（Badan Penyelenggara Jaminan Sosial、設置は2011年）に引き継がれ、BPJS Kesehatan（健康保険部門を継承）とBPJS Ketenagakerjaan（労災補償、老齢給付、死亡保障部門を継承）が設立された。後者は、2015年6月末の社会保障に関する新政令（No.45/2015）の公布により、ようやく稼働を開始した。

前者2つの公的基金は強制加入であり、インドネシアの年金資産の約60%を管理運用している。一方、DPLKは銀行と生命保険会社が設立したものであるが、誰でも加入出来る。DPPKはそれ以外の企業が設立したものであり、加入者は加盟企業の従業員に限定される。4つの制度を合計した資産は2014年末に約431億ドル（GDPの3.8%）に達し、国債残高の3.6%、社債残高の27.6%を保有していた。

OJKのデータによれば、後者2つの民間スキームには2016年末に249の年金基金があり、運用資産は約170億ドル（対GDP比1.8%）であった（図表27）。そのうちDPLKの25基金が27%、DPPKの224基金が73%を占めた。なお、2014年時点の資産配分は、預金31%、国債17%、株式16%、社債21%、投資信託6%、その他9%であった。

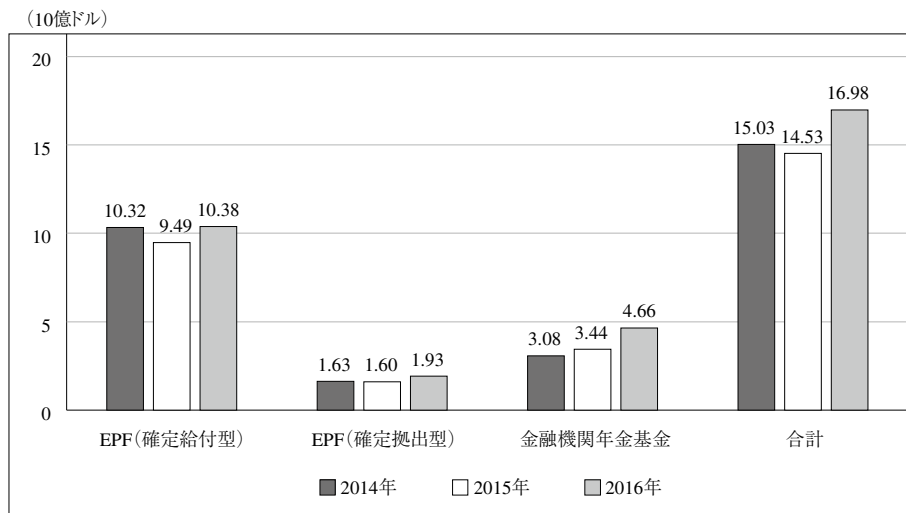
年金制度は整備の途上にあり、まだ制度がない企業も多いため、今後、年金基金の資産は大幅に拡大することが期待される。

次に、保険会社の総資産は2017年6月末に前年比16.1%増の1,012兆ルピア（約760億ドル）となった（図表28）（注35）。全146社の総資産の内訳は、生命保険43.0%、一般保険・

再保険13.9%、社会保険30.9%、強制保険12.3%となっている。投資資産の伸びは前年比20.5%と、総資産よりも大きい。資産配分は、国債28.2%、株式21.3%、投資信託17.7%などである（図表29）。従来、年金基金・保険会社の主な運用手段は定期預金であったが、次第に他の資産にシフトしており、そのことが運用パフォーマンスの向上や金融資本市場の発展につながると考えられる。

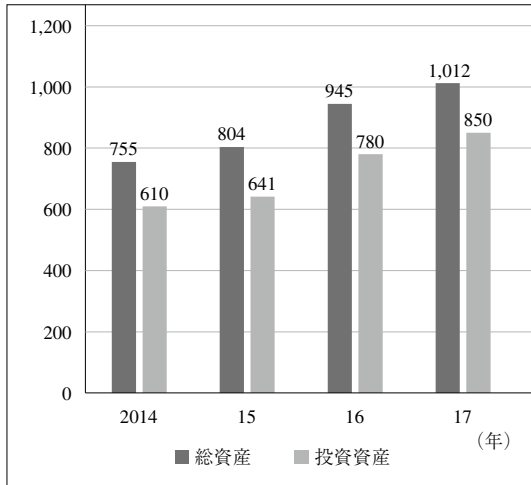
保険密度（人口一人当たりの保険料支出額）や浸透率（保険料収入の対GDP比率）をみると、世界平均の621ドル、6.2%に対して1,319,116ルピア（約100ドル）、2.62%と低く、成長余地が大きい。低所得層向けの保険商品の開発なども行われている。

図表27 民間年金基金の投資資産の推移



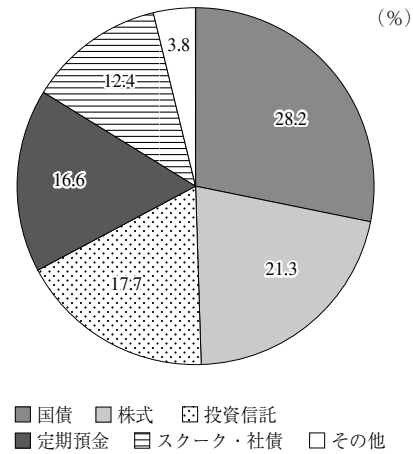
(資料) Sudjono [2017]

図表28 保険会社の総資産・投資資産の推移  
(兆ルピア)



(資料) Bank Indonesia [2018a], p.134

図表29 保険会社の投資資産の配分 (2017年6月)



(資料) Bank Indonesia [2018a], p.135

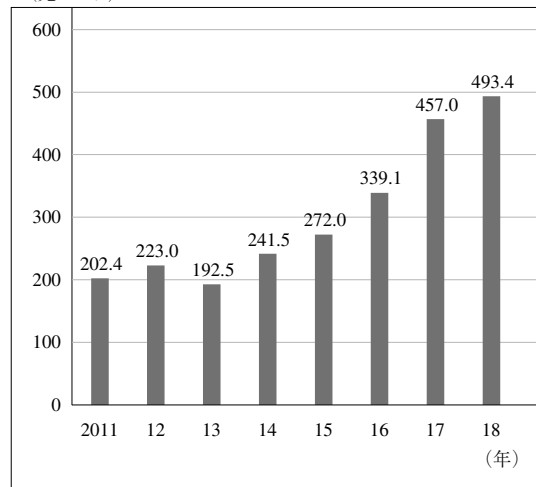
投資信託の純資産額 (NAV) は、市場動向に左右される部分が多い。近年は株式・債券市場とも良好なパフォーマンスが続いたため、NAVは着実に増加し、2018年5月には504.4兆ルピアとなった (図表30)。このうち株式ファンドが29.2%、元本保証型ファンドが25.3%、債券ファンドが21.8%を占める。資産配分は図表31の通りである。

業界構造は寡占的である。2016年末現在、投資信託会社は85社であるが、上位10社で投資資産の65.4%を占める。上位企業は、外資系企業や国内の企業グループ内の企業となっている。

以下、機関投資家育成の課題を整理する (注36)。第1に、現在の税制の枠組みは幅広

図表30 投資信託の純資産価値 (NAV)

(兆ルピア)



(資料) OJKウェブサイト

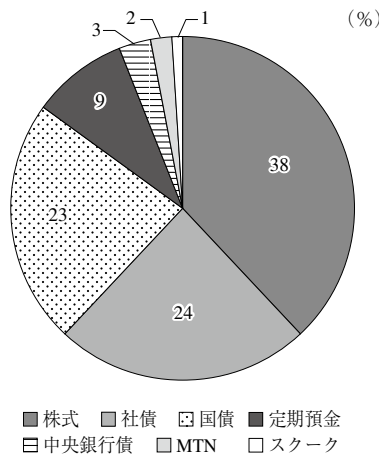


い金融商品への投資を阻んでおり、見直しが求められる（例えば年金基金による投資信託への投資など）。第2に、現在の規制は年金基金の長期投資を抑制しているほか、デリバティブ商品によるポートフォリオ管理も制限している。第3に、個人も含め、投資家のリ

テラシーが不足している。保守的な投資文化を変革し、資本市場商品への投資を拡大することが課題となる。第4に、銀行や機関投資家に長期ポジションの管理やデデュレーションのミスマッチの調整を可能とするヘッジ商品を導入する必要がある。

## (2) 銀行部門の構造的な問題

図表31 投資信託の資産配分（2016年末）



(資料) Armand [2017]

次に、銀行部門の構造的な問題を整理する（注37）。第1に、規模が総じて小さい。アジア通貨危機以降、中央銀行はたびたび銀行再編を試みたが、銀行数は2004年1月時点の130行余りから2018年6月の115行と、あまり変化していない。そのなかで、国有銀行の平均資産規模は外国為替銀行（民間銀行）の10.6倍となっている（図表32）。外国銀行と比較した場合、大半の国内銀行の競争力に懸念があるとみられる。

1999年に銀行に対する外資出資比率の上限が従来の49%から99%に引き上げられた結

図表32 銀行部門の構造（2018年6月現在）

(兆ルピア、%)

	銀行数 (A)	支店数	総資産	総資産シェア (B)	B/A
国有銀行	4	18,048	3,055	39.9	10.0
外国為替銀行	42	8,833	3,033	39.6	0.9
非外国為替銀行	21	512	93	1.2	0.1
地方開発銀行	27	4,171	642	8.4	0.3
合弁銀行	12	333	373	4.9	0.4
外国銀行	9	47	455	5.9	0.7
合計	115	31,944	7,651	100	—
地方銀行	1,603	6,226	128	—	—

(資料) OJK, Indonesian Banking Statistics June. 2018, p.92, p.119

果、外国銀行のプレゼンスが高まり、上位15行のうち国有銀行4行と民間銀行1行を除いた10行はすべて外資系となった。しかし、2012年に上限は個人20%、非金融法人30%、金融機関40%に引き下げられ、出資者の投資適格格付けなどの条件も付された（注38）。

ASEAN諸国は、適格ASEAN銀行（QABs：Qualified ASEAN Banks）という枠組みを構築して域内銀行統合を進めようとしている。しかし、銀行の競争力には域内で大きな格差があるため、国内銀行と外国銀行の競争条件を同一にすることは容易ではない。実態としては、域内に進出している域内の銀行はシンガポールとマレーシアに集中し、インドネシア・フィリピン・CLMV諸国は基本的には外国銀行を受け入れる側となっている。インドネシアにとって、域内統合への対応は難しい課題である。

第2に、効率性に問題がある。純金利マージンは2017年6月に5.21%と周辺諸国に比較して大きく、改善もみられない。これは経営効率の低さを反映しており（注39）、それによる貸出金利の高さが融資の構造的な伸び悩みをもたらし、銀行部門の規模の拡大を抑制している。貸出金利は銀行規模によって異なり、決定方法の不透明さも指摘されている（図表33）。

世界銀行は、こうした様々な課題がある中で政府が実施してきた以下の対策に疑問を呈している（注40）。①OJKは、道徳的説得（moral

suasion）により、すべての銀行に対して企業向け融資や住宅ローンを中心に貸出金利を10%未満にすることを求めてきた。②中央銀行は、経営戦略等の違いを考慮せず、すべての銀行に一定割合の中小企業向け融資の実施を求めている。③銀行の預金貸出比率は、80～92%の範囲でなければならない。④中小企業融資制度（KUR、後述）において、政府は信用保証や金利補てんを行っている。

金利や融資額のコントロールを図るこれらの政策に代わり、法律・規制・税制などの基本的な枠組みの整備やデジタル金融サービスの活用などを重視すべきであろう。

第3に、長期金融手段が限られている。図表24でみた通り、5年超の社債は全体の約20%にとどまる。社債市場は小さく、発行体の多くは銀行であるため、社債市場から5年

図表33 銀行預金・貸出金利（2017年6月末）  
（預金）（%）

	要求払預金	貯蓄預金	定期預金(1カ月)
B U K U 1	2.61	2.58	7.21
B U K U 2	2.58	2.08	6.86
B U K U 3	2.31	2.46	6.27
B U K U 4	1.87	1.19	5.96
銀行全体	2.13	1.53	6.28

（融資）

	運転資金	投資資金	消費者向け
B U K U 1	13.56	13.78	13.57
B U K U 2	13.04	12.56	12.85
B U K U 3	11.07	11.62	14.18
B U K U 4	10.58	10.33	12.45
銀行全体	11.14	11.00	13.21

（資料）Bank Indonesia [2018a], p.115

超の資金を調達している一般企業は極めて少ない。また、銀行預金の構成をみると、6カ月以上の期間の定めのある預金は、全体の10.2%にとどまる（図表34）（注41）。

銀行部門の全体的な健全性や収益性が高い一方、総資産の対GDP比率が低いうえに長期金融が発達していないことについては、金融システムの信認が確立していないことが影響しているとみられる（注42）。法律やガバナンスの枠組みが弱く、債権者の権利、コーポレート・ガバナンス、開示情報の信頼性などに問題がある。

破産や債権者の権利に関する制度が未整備であるために債権回収率が低いことが貸出金利を高め、中小企業を中心に資金供給が抑制されている（注43）。動産担保に関する制度や破産法は一応整備されているが、法律とその実施の双方に改善の余地がある。

法廷を通じた破産手続きの利用率は極端に低い。これには多くの原因があるが、破産管

財人の能力が低いにもかかわらず手数料が高いことが一因である。裁判官の能力も、あまり信頼されていない。そのため、破産した企業と銀行が法廷外で和解に至るケースが圧倒的に多い。OJKは銀行に対して債務再編のガイダンスを与えているが、法廷外の手続きは単なる債務の先送りとなるケースも多い。その場合は企業の財務体質の改善にはほとんどつながらないため、破産手続きの枠組み整備は大きな課題として残されている。

また、金融システムの発展と安定のためには、会計監査の質も重要である。特に、不良債権の金額を正しく把握することにより、リスクを早期に認識し、効果的な監督を行うことが可能となる。銀行が国際基準（IAS39）を適用する能力はほぼ備わっているものの、監査のコストを節約する圧力が強いために中規模以下の銀行ではしばしば公認会計士を雇うことが出来ず、財務諸表に誤りが生じるリスクが高くなっている。

### (3) インフラ・ファイナンスの状況

長期金融手段の整備は、インフラ・ファイナンスの拡大に不可欠である。インドネシアのインフラ・ギャップは、物流を中心に非常に大きい。アジア開発銀行によれば2016～2030年の必要投資額は年平均820億ドル（対GDP比6.0%）であるが（図表35）、実際の資本支出は2011～2014年にGDPの3.25%にとどまっていた。これは、燃料補助金の存在な

図表34 銀行預金の種類別比率

(%)

預金種別	比率
当座預金 (Demand Deposits)	24.3
普通預金 (Savings Deposits)	31.8
定期預金 (Term Deposits)	43.9
1 カ月	20.4
3 カ月	13.3
6 カ月	5.5
1 年以上	4.7

(注) 2018年6月時点。比率はルピア建て・外貨預金の合計。  
(資料) OJK, *Indonesian Banking Statistics* June. 2018, p.46

図表35 2016-2030年のインフラ整備の必要投資額（2015年価格）

(10億ドル、%)

	気候変動要因考慮前			気候変動要因考慮後		
	必要投資額	必要投資額の年平均	対GDP(予測値)比率	必要投資額	必要投資額の年平均	対GDP(予測値)比率
中央アジア	492	33	6.8	565	38	7.8
東アジア	13,781	919	4.5	16,062	1,071	5.2
中国	13,120	875	5.0	15,267	1,018	5.8
南アジア	5,477	365	7.6	6,347	423	8.8
インド	4,363	291	7.4	5,152	343	8.8
東南アジア	2,759	184	5.0	3,147	210	5.7
インドネシア	1,108	74	5.5	1,229	82	6.0
太平洋地域	42	3	8.2	46	3	9.1
合計	22,551	1,503	5.1	26,166	1,744	5.9

(資料) Asian Development Bank [2017] "Meeting Asia's Infrastructure Needs," P.43

どから財政支出余地が限られていたことによる。また、中央・地方政府のプロジェクト実施能力の不足、何層にも及ぶ規制、煩雑な土地買収手続きなどが障害となっていた。

近年、インフラ整備の加速方針が打ち出され、2015～2019年に4,800億ドル（GDPの約50%）をインフラ投資に充当することとした。また、2015～2022年に実施する247の優先プロジェクトが選ばれた（注44）。物流、発電、水道・衛生、石油精製などを中心に、総額は3,230億ドル（GDPの32%）に達する（注45）。32%のうち民間部門が18%、国有企業が10%を担う計画である（注46）。247件のうち4件は完成し、131件が建設中、112件が準備中である。

2015年の燃料補助金改革以降、政府はインフラ整備への支出（地方政府への資金移転を含む）を増やしている。増額は2014～2017

年にGDPの約1%であり、さらに、2018年度予算は前年度の改訂後予算を6%上回っている。

政府は、国有企業や官民連携（PPP）の活用を目指している。国有企業には、GDPの0.6%に相当する資金が供給された。国有企業は内外債券・株式市場を活用し、海外投資家の資金を含めて調達する予定である。また、政府は保証やPPPに関する枠組みを強化しており、2017年3月現在、GDPの2.8%に相当する保証を供与している。2017～2020年に、最大でGDPの6%に相当する保証の実施が可能である。

制度面では、第1に、政府は優先的なインフラ建設を加速するための委員会（KPIIP）を設立し、プロジェクトの調整に当たらせている。また、投資調整委員会（BKPM）が投資認可のワン・ストップ・サービスを提供し

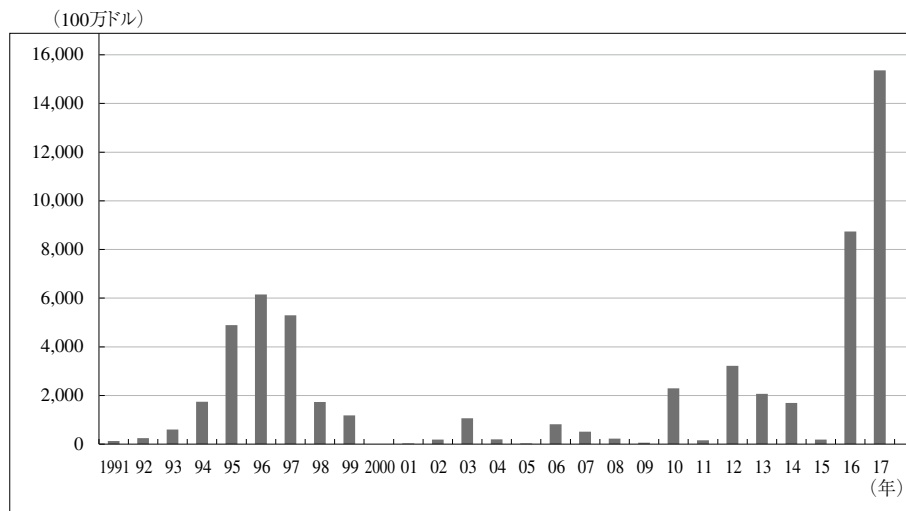
ている。第2に、土地買収に要する平均期間が518日から400日に短縮され、土地買収のファイナンスを行う機関（LMAN）も設立された。第3に、海外投資家のインフラ投資を促すためにネガティブ・リストが緩和され、例えば物流・倉庫業への出資比率上限は33%から87%に引き上げられた。第4に、政府はPPPユニットを設立するとともに、保証を中心とする資金供給制度を新設した。ブロードバンド・水道・発電所・有料道路などの分野でPPPが実施され始めている（図表36）。1991～2017年の累計では、PPP全体の約67%に相当する393億ドルを電力プロジェクトが占めている。

一方、財政余力が小さい上に民間部門の参

加率も低いため、政府は国有企業への依存を強めている。これは、民間部門による投資の排除につながりかねない。投資家は、国有企業が政府からの直接的な委託により収益性の高いプロジェクトを優先的に引き受けているという疑念を抱いている。また、政策の継続性や土地買収の枠組みの部分では、依然、十分な信認が得られていない。

IMFは、財政余力の不足、制度の未整備、国内金融市場の狭隘さなどから、インフラ投資の急増が対外債務の拡大につながることを懸念している。国有企業の資金調達状況に関しては、十分なモニタリングが求められよう。また、民間部門による投資を拡大して国有企業による投資とのバランスをとることが重要

図表36 各年のPPP投資額



(資料) World Bank, Private participation in Infrastructure Database

であり、PPPや対内直接投資を重視すべきである。PPPに関しては契約のデザインを適切なものとするのが極めて重要であり、政府保証によって偶発債務が過大なものとなることなどに注意しなければならない。

加えて、国内債券市場の強化や機関投資家の育成が不可欠である。通常の社債市場を拡大するとともに、プロジェクト・ボンドの発行促進を重点的に検討する必要がある。また、最近、有料道路の建設のために資産担保証券（ABS）が発行された。有料道路や発電所などのキャッシュフローが予測しやすいプロジェクトに関してABSの発行を検討することが、選択肢の一つとして重要であろう。

- (注24) Bank Indonesia [2018a]、58ページ参照。  
(注25) Bank Indonesia [2018a] (31ページ)、Bank Indonesia [2018b] (137ページ)を参照。  
(注26) 新株予約権無償割当。株主割当増資による企業の増資方法の一つ。  
(注27) 清水 [2018a]、160ページも参照。  
(注28) World Bank [2017] (21ページ以降)、鶴谷 [2018]を参考とした。  
(注29) 鶴谷 [2018]による。  
(注30) Rowter [2016]による。  
(注31) IDXは、2007年11月末にジャカルタ証券取引所 (JSX) とスラバヤ証券取引所 (SSX) が合併して誕生した。  
(注32) 以下の記述はHogan [2018]による。  
(注33) 同期間の上場企業数の推移は、マレーシアが910社から901社、フィリピンが257社から267社、シンガポールが776社から750社、タイが584社から688社、ベトナムが301社から344社。  
(注34) World Bank [2017]、24ページ参照。  
(注35) Bank Indonesia [2018a]、132ページ参照。  
(注36) World Bank [2017]、25ページ参照。  
(注37) 詳細は、清水 [2015]、73ページ以降を参照。  
(注38) 大手邦銀は、いずれも何らかの形でインドネシアに進出している。このうち三菱UFJフィナンシャル・グループは2017年12月にダナモン銀行の買収を表明、当初19.9%出資し、2018年7月末に20.1%追加出資して出資比率を40%とした。最終的にはこれを73.8%まで高める計画としているが、当然ながらそれには特別の認可が求められる。

れる。

- (注39) 寡占的な産業構造や非効率的な経営の背景については、清水 [2015]、76ページを参照。  
(注40) World Bank [2017]、20ページ参照。  
(注41) 濱田 [2012] は、社債の発行体の多くが銀行である一つの理由は短期預金への依存を減らすためであると指摘し、銀行は期間転換機能を放棄しているに等しいと述べている。一般企業による発行が増加しなければ、社債市場の真の発展とはいえないであろう。  
(注42) Srinivas [2013] を参考とした。清水 [2015]、76ページ以降も参照。  
(注43) 以下の内容は、World Bank [2017]、25ページを参照した。  
(注44) 以下、本項の記述に関してはIMF [2017b] を参照した。  
(注45) 247件のプロジェクトにより、3,650kmの道路、3,258kmの鉄道、24の新港、15の新空港を建設することになっている。また、合計35ギガワットの能力を有する発電所、33の新しいダム、1日当たり60万バレルを生産する石油精製所の建設も含まれている。  
(注46) 残りの4%については言及されていないが、政府予算ということになる。

## 4. 金融包摂の現状

### (1) 遅れる金融包摂と促進策の実施

金融包摂の遅れ、すなわち個人や中小企業による金融アクセスの不足は、東南アジアにおいて大きな問題となっている（注47）。個人が銀行口座、決済、貯蓄、信用、保険、年金などの金融サービスを利用出来ることは、経済成長や個人の福祉の観点から不可欠である。金融包摂は、貧困層を中心とする個人を経済的な機会に結び付ける役割を有している。

インドネシアで金融機関またはモバイルに口座を保有する成人（15歳以上）の比率は、2011年の19.6%から2017年には48.9%に上昇

した（図表37）。2017年の金融機関ならびにモバイルでの口座保有比率はそれぞれ48.4%と3.1%であり、銀行主導で金融包摂が進んでいる。ただし、2017年の東アジア太平洋と先進国の比率はそれぞれ70.6%と93.7%であり、これらの地域との差は依然大きい。また、インドネシアにおいて所得が下位40%の層では2017年の比率は36.6%であり、包摂の状況は所得と相関している。

さらに、口座の保有に比較して金融取引の比率は低い。過去1年間に口座を通じた送金の授受、金融機関への貯蓄、金融機関からの

借り入れまたはクレジットカードの利用を行った成人は、それぞれ15.3%、21.5%、18.5%にとどまっている。これに対し、「何らかの貯蓄」、「何らかの借り入れ」を行った比率はそれぞれ61.8%と54.8%であり、口座保有比率が上昇している一方で金融機関が十分に利用されていないことがわかる。借り入れの多くは、家族・友人・隣人・高利貸しなどからとなっている。金融機関からの借り入れでは、多くの提出書類や担保を要求されることが障害となっている。

政府は2012年に「金融包摂のための国家戦

図表37 金融包摂の状況（2017年）

（10億ドル、%）

	インドネシア	東アジア太平洋	高所得国
<b>口座保有</b>			
2017年	48.9	70.6	93.7
2014年	36.1	69.1	92.8
2011年	19.6	55.1	88.3
<b>金融機関口座保有</b>			
2017年	48.4	70.3	93.7
2014年	35.9	68.9	92.8
2011年	19.6	55.1	88.3
<b>モバイル口座保有</b>			
2017年	3.1	1.3	n.a.
2014年	0.4	0.4	n.a.
<b>前年の口座を通じた送金授受</b>	15.3	15.0	n.a.
<b>前年の貯蓄</b>			
金融機関での貯蓄	21.5	30.6	54.8
何らかの貯蓄	61.8	53.1	71.4
<b>前年の借り入れ</b>			
金融機関での借り入れ・カード利用	18.4	21.5	55.1
家族・友人からの借り入れ	35.7	29.6	13.3
何らかの借り入れ	54.8	46.8	64.4
住宅ローン残高あり	6.0	10.8	26.6

（資料）World Bank [2018], p.15, p.75

---

略」(National Strategy for Financial Inclusion Working Group [2012])を公表した。戦略の主な対象は、①極貧層 (low income poor)、②貧困労働者層 (the working poor)、③非貧困層 (何らかの理由で金融サービスを受けられないすべての人々)、④海外への出稼ぎ労働者 (大半が貧困地域の農家出身で金融サービスを受けていない場合が多い)、⑤女性、⑥地方在住者 (人口の約52%が都市以外に在住)、である。地方在住者に関しては、モバイルなどのテクノロジーの活用が有効であろう。

この国家戦略では、以下の分野ごとに詳細なイニシアティブを打ち出している。①貯蓄の拡大、②中小零細企業の支援、③個人信用の拡大、④貧困層を含めた保険の拡大 (マイクロ保険など)、⑤送金およびモバイル・マネーの拡大、⑥金融教育の強化、⑦金融ID番号 (financial identification number) の採用、⑧規制と消費者保護。⑧は主にマイクロ・ファイナンス機関を対象としたものであり、適切な規制と消費者保護の下で運営することにより同機関に対する信認を高めることを目指している。

2016年9月、金融包摂のための国家戦略に関する大統領令No.82/2016 (SNKI) に署名がなされた。これは金融包摂に関する諸官庁や地方自治体のガイドラインとなるものであり、2019年までに成人の75%が公式の金融機関によって提供される金融サービスを受けられるようにすることを目標に掲げている。

これは、前述の世界銀行のデータで2017年に48.9%となった比率を、2年間でさらに26%引き上げるという野心的な目標である。

この新しい国家戦略では、5つの柱と3つの基礎を掲げている。5つの柱は以下の通りである。①金融教育の強化。公式金融機関や金融商品・サービスに関する知識を向上させる。②公共財産権の確立。公式金融機関から融資を受けられるようにするために土地所有権を明確化すること、中小零細企業や研究者・クリエイターなどのために特許権の登録制度を改善することなどが含まれる。③金融サービスの提供チャネルや仲介機能の強化。これには、貧困層向けに多様な金融商品を開発することなどが含まれる。④政府部門の金融サービスの活用。政府から貧困層に対する生活支援資金の支給などを現金以外の方法で行うことで、ガバナンスや透明性を高めるとともに包摂を促進する (詳細は後述)。⑤消費者保護の強化。関連する規制の整備などに注力する。

3つの基礎は以下の通りである。①政策や規制の改善。銀行口座開設・本人確認規制の見直しなど、金融包摂に関する多様な政策や規制を整備する必要がある。②テクノロジーや金融インフラによる支援。例えば、金融サービスへのアクセスを妨げる情報の非対称性の軽減のためにこれらを活用する。③5つの柱の効果的な実施を可能とする組織やメカニズム。



## (2) 中小企業金融の現状と課題

中小零細企業（以下、本項では中小企業とのみ表記）向け融資の拡大は、重要な政策課題となっている（注48）。2013年に中小企業数は5,790万社と全体の99%以上を占め、民間部門の雇用の97%以上（1億1,400万人）、GDPの約60%、石油・ガス以外の輸出の16%を担っていた。これらの企業は、十分な信用を得ていない（図表38）。銀行融資は主に大企業や国有企業に向かい、中小企業向け融資は銀行融資の20%程度にとどまっております、世界銀行は資金不足が3,300億ドルに達すると推計している。

この状況を受け、政府は多様な政策を実施している。1971年には政府100%出資の信用保証会社（PT-ASKRINDO）が設立され、銀行融資に保証が付けられることになった。2008年11月には、これを強化するKUR（Kredit Usaha Rakyat、People's Business Loanの意）が設けられた。これは1件あたり5億ルピアを

上限に融資額の70%を保証するものであり、期間は最長5年（運転資金は3年）である。2014年までにKURを活用した融資は中小企業向け融資残高の約14%であり、その大半は3大国有銀行であるBRI（Bank Rakyat Indonesia）、マンディリ銀行、BNI（Bank Negara Indonesia）によって行われている。

2015年末に発表された政府の経済改革パッケージを反映し、KURは零細企業を主な対象に市場ベースよりも低い金利で融資を行う制度となった。これに基づいて2016年に供給された融資額は94.4兆ルピアと従来に比較して大幅に増加しており、制度は大きく変化した。

しかし、この変更は市場のゆがみや財政負担の拡大をもたらす可能性があることが指摘されている。市場ベースで信用を得られない企業に融資が向かう保証もない。世界銀行は制度の持続可能性に疑問を呈し、融資対象企業の選定をより適切に行い、対象を絞り込み、部分信用保証制度に戻すべきではないかとしている。

図表38 銀行の資産配分（2016年9月）

(%)

	大企業	中小零細企業	住宅ローン	リテール
全体	52.5	19.8	9.1	18.6
民間銀行	60.1	17.4	8.1	14.4
うち外国銀行現地法人	57.1	12.7	17.4	12.9
国有銀行	46.4	26.3	11.9	15.4
地方開発銀行	13.21	16.3	6.6	63.9
外国銀行支店	89.9	0.7	0.4	9.0

（資料）World Bank [2017], p.33

次に、最近の中小企業向け融資の状況についてみる。2017年に中小企業向け以外の融資が8.0%の伸びにとどまったのに対し、中小企業向けは10.0%伸び、銀行融資の19.7% (942.4兆ルピア) を占めた(注49)。中小企業向け融資が伸びた要因としては、KURの下での融資の増加や貸出金利の低下に加え、企業数が増えており、かつ、融資を受ける企業の割合が前年の23.6%から24.6%に上昇したことがあげられる。中小企業向け融資の実行額を地域別にみると、ジャワ(58.8%)とスマトラ(19.2%)に偏っている。これは、2島において銀行支店網が相対的に整備されていることに関係している。

産業別ではコミュニティ・サービス(18.7%)、建設業(17.8%)、農業(17.7%)の伸びが高く、卸小売業(6.8%)、ホテル業(7.3%)などは伸び悩んでいる。これは、KURの40%以上を生産的なセクターに向かわせる政策によるものである。一方、企業規模別では、中小企業向け融資1,420万件のうち85.9%が零細企業向けとなっている。なお、不良債権比率は企業全体のなかでそれほど高いわけではなく、2016年に4.2%、2017年に4.1%となっている。

銀行は、融資の一定割合を中小企業向けとしなければならない。この割合は段階的に引き上げられており、2017年には15%、2018年には20%となっている(注50)。中央銀行は、目標達成のために多様な政策を実施してい

る。第1に、Credit Guarantee General Company (Perum Jamkrindo) と中央銀行が協力し、同社は3,000を超える中小企業の格付けを実施している。これは、地域開発銀行などの銀行が融資の新規開拓を行う際などに用いられる。第2に、銀行員向けに中小企業のビジネスに関する研修を行い、能力強化を促している。第3に、財務情報を記録するスマートフォンのアプリケーション(APIK)を開発した。中小企業はこれを用いて簡単な財務書類を作成し、金融機関に融資を申し込むことが出来る。

このほか、中央銀行は中小企業に対し、市場アクセス(オンラインストアを含む)の支援や融資を受けやすくするための指導を行っている。さらに、中小企業のデジタル化を支援するため、eコマースのビジネスモデルを準備するとしている。

(注47) 以下の記述は、主にNational Strategy for Financial Inclusion Working Group [2012]を参照した。

(注48) 以下は、主にWorld Bank [2017]、28ページ以降を参照した。

(注49) Bank Indonesia [2018b]、134ページ参照。

(注50) Bank Indonesia [2018b]、126ページ参照。

## 5. フィンテック(デジタル金融サービス)の拡大と役割

### (1) 拡大がもたらす効果と拡大の背景

#### ① フィンテックの拡大がもたらす効果

次に、インドネシアにおけるフィンテック

の拡大とその効果について考える。まず、フィンテックが拡大することによる一般的な効果をまとめると、以下ようになる（注51）。インドネシアが抱える課題の軽減にも有効となることが期待される。

第1に、金融サービスが高度化し、利便性・効率性が改善する。フィンテックは、ビッグデータやAIの活用、スマートフォンの利用などを通じて、各ユーザーのニーズに合わせた金融サービスを提供出来る。また、eコマースなどの非金融サービスと一体となって提供されることにより、利便性がさらに高まっている。365日、24時間の即時送金が可能となるなど、金融インフラの改善も実現しており、金融サービス全体の効率性が高まっていく。

第2に、健全性の改善が期待される。テクノロジーがもたらすプラスの側面であるリスク分散やリスク管理技術の向上がこれに寄与する。ただし、一方ではセキュリティの問題や新商品がもたらすリスクに対処する必要がある。

第3に、金融構造が大きく変化する可能性がある。フィンテック企業の参入は金融サービスの提供における競争を激化させる面がある一方、フィンテック企業との協力を通じて既存の金融機関に新たなビジネスチャンスがもたらされる可能性もある。

第4に、効率性や健全性の改善により、金融深化が進む可能性がある。また、フィンテックの著しい貢献が期待されるのは、金融包摂

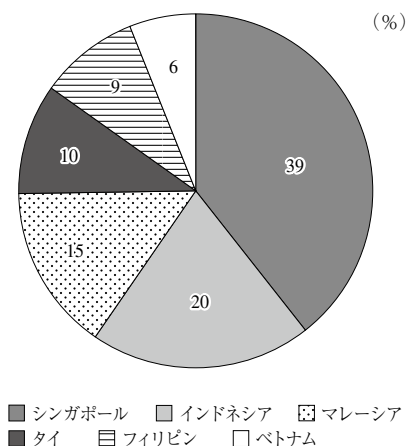
の分野である。第1～第3は金融システムへの効果であるが、金融包摂が進めば経済成長や貧困削減、所得格差の是正にも効果がある。金融包摂の進展は、次の方法でもたらされる（注52）。①銀行顧客の増加：生体認証技術や個人への付番制度により、顧客確認に要する時間が著しく短縮され、顧客の増加につながる。②銀行支店の補完：モバイル端末やposシステムを用いることで、銀行の支店がない地域でも、安価にサービスが提供出来る。③決済コストの低下：決済システムのデジタル化により、送金などのコストが大幅に低下する。④信用供与の拡大：消費者の購買行動などの多様なデータを収集・分析することにより、顧客の分類（profiling）や信用リスク評価が可能となる。これにより、信用へのアクセスが大幅に拡大する。

第5に、キャッシュレス化が進む。これにより、取引の透明性が増しガバナンスの改善につながる、取引記録に基づきより正確な経済計画の作成が可能になる、現金の取り扱いに要する費用が削減出来る、市中に出回る現金の変動が減り金融政策に与える影響を軽減出来る、などの効果が期待される（注53）。

## ②ASEAN地域でフィンテック（デジタル金融サービス）が拡大する背景

ASEAN地域ではフィンテックが急速に拡大しているが、その背景として以下の点がある（図表39）。第1に、人口の約50%

図表39 ASEAN地域におけるフィンテック企業数の割合



(注) 合計の企業数は1,228社。  
(資料) UOB [2017], P.2

が30歳以下である。また、2030年までに都市人口が3億7,300万人になることが見込まれており、若年層の金融サービスに対する需要が拡大する。第2に、前述の通り、金融包摂が遅れている。個人の銀行へのアクセスでは優れているシンガポール・マレーシア・タイでも、中小零細企業の信用へのアクセスは不十分である。これらに対し、フィンテック企業が解決策を提供出来る。第3に、モバイルやインターネットのユーザーが急増している。第2・第3の点の組み合わせは、フィンテックの拡大に絶好の環境となる。第4に、画期的な技術の採用を妨げるレガシー・システムが少ない。

ASEAN地域におけるデジタル金融サービ

スの利用者比率は、すでに世界平均を上回っている。ただし、銀行利用者の銀行に対する信頼感も他地域に比較して強く、彼らがフィンテック企業に乗り換えることは短期間では起こらないであろう。当局は、地場金融業を維持しつつ、フィンテックを推進している。また、IFC（国際金融公社）、MAS（シンガポール通貨庁）、ASEAN Bankers Associationが共同でASEAN Financial Innovation Networkを設立し、地域のフィンテック育成に取り組むなど、域内での協力の動きもみられる。

## (2) 金融包摂やテクノロジーの活用に向けた政府の取り組み

### ① エージェント・バンキング

以下、金融包摂の促進やテクノロジーの活用に向けたインドネシア政府の取り組みについて述べる。これらは、拡大しつつあるフィンテックの動きと密接に関連するものである。

多数の島々からなるインドネシアでは、銀行支店数の増加による金融包摂の促進は難しい。そこで、2007年、銀行と携帯ネットワーク業者（MNO：Mobile Network Operator）が提携し、携帯電話のネットワークを用いた金融サービス（e-money）が開始された。実際のサービスは、MNOが選定する業者（agent）によって提供される。サービスの契約者は現金をe-moneyと交換し、他の契約者への送金や現金引き出しが可能となる。携帯電話は貧

困層にも普及しているため、サービスの拡大による金融包摂の進展が期待された。

e-money普及のネックとなりかねないのが、金融規制の存在であった。e-moneyのサービスを行う業者には、正式な企業登記とライセンスの取得が求められる。また、マネーロンダリングやテロ関連の資金調達を防止するために本人確認規制（Know Your Customer (KYC) requirements）が厳しく、これらの規制がサービス業者となるインセンティブを妨げた。業者の数が増えなければ、サービスの利便性向上は期待出来ない。

本人確認規制は多項目にわたり、低所得者の銀行口座開設の阻害要因ともなっていた。また、e-moneyのサービスを開始しようとする銀行に対して潜在的な顧客との面談を義務付けるなど、銀行の支店に行かなくても口座を開設出来るe-moneyの意義を失わせる規制が存在していた。こうした状況への対処は不可欠であり、中央銀行は潜在的な顧客の本人確認に資するための情報収集の支援など、本人確認規制の維持を前提とした対応を行った。

近年の改革により、e-moneyの発行者である銀行・ノンバンクならびに貯蓄口座等の基本的なサービスを提供する銀行に対し、サービスの提供地域を拡大するためにエージェントを用いることが認められた（注54）。これらのエージェントはそれぞれLKD（digital financial servicesの意）とLaku Pandai（LP、

branchless bankingの意）と呼ばれ、現在ではインドネシアのほとんどの地域に存在している。LPプログラムは2013年に施行され、2014年に正式に導入された。

インドネシアでは銀行支店以外で提供される金融サービスをDigital Financial Services（DFS）と呼んでおり、これらのエージェントはDFSエージェントと総称される。実際にエージェントになるのは、食品店・薬局・レストランなどの自営業者や小売業・質屋・信用組合などの企業である。エージェントの選定に慎重さが求められることはいうまでもない。

LKDエージェントは、e-moneyによる現金の入出金や送金などを取り扱うことが出来る。一方、LPエージェントは、貯蓄口座によるこれと同様のサービスや新規口座開設などを取り扱う。エージェントを用いたサービスは急拡大しており、2016年末には20の銀行が275,916のエージェントを用いてLPサービスを提供し、顧客数は約370万人に達している（注55）。

## ②本人確認

本人確認にテクノロジーを活用する方法としては、エージェントが顧客書類を電子的に処理する方法や、顧客が自身の本人確認資料（例えば指紋）を金融機関に電子的に送付する方法が考えられる（注56）。インドネシアでは、銀行とLPエージェントが協力し、簡

略化されたKYC手続きを行うことが認められるようになった。個人は、出身の村落の職員から受け取った手紙（a letter from the local village officer）があれば、それだけで口座を開設することが出来る。また、当局はエージェントがスマートフォンやタブレットを用いて顧客の書類を電子的に受領することを認めるようになった。受領された書類は、直接、銀行のサーバーにアップロードされる。ただし、国民IDを構築するプログラム（e-KTPプログラム）が存在するものの国民IDの統合されたデータベースはまだ存在しないため、KYC手続きの自動化には至っていない。

### ③キャッシュレス化に向けた取り組み：

#### National Payment Gateway（NPG）の構築

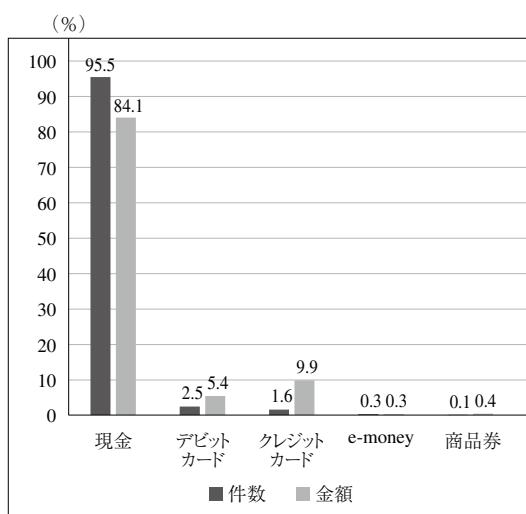
DFSエージェントを用いたエージェント・バンキングは、金融包摂の進展に資するとともにキャッシュレス化の進展を促す。キャッシュレス化の促進は、2014年8月に打ち出されたNational Non-Cash Movement（GNNT）というイニシアティブの下で国家戦略となっている。これは国民の間にキャッシュレス取引の拡大を目指すものであるが、現状、障害となっている原因としては、現金以外のリテール決済が依然非効率であることに加え、現金取引が浸透しているために人々がキャッシュレス取引の利益に気づいていないことがある。

#### 決済システム・現金管理政策（SP-PUR）

において、中央銀行は2017-2024年のブループリントを作成している（注57）。そのなかで、リテール分野を中心に現金以外の決済システムが非効率であること、ならびに現金の配分が地域ごとに均等に行われていないことを重視し、対応を行っている。

このうち、現金以外の決済システムの非効率性は、その利用が拡大しない原因となってきた（図表40）。この点に関し、中央銀行は、①様々なリテール決済手段の連結（interconnection）および相互運用性（interoperability）の促進、②電子決済（electronification）プログラムの拡大（後述）、③デジタル経済の発展に対するバランスの取れた対応（フィンテックへの

図表40 商業店舗における決済手段の利用比率（2013年）



（資料）Bank Indonesia [2016] “Digital Financial Inclusion in Indonesia”

取り組みなど)、を図るとしている。

リテール決済手段は、それぞれが分断されている。デジタル化が加速するなかで、この点が大きな問題となってきた。これに対処するため、中央銀行は2017年12月にNational Payment Gateway (NPG) を導入した。NPGは当初、1995年にデザインされたコンセプトであり、多様な決済手段・チャネルを統合しようとする制度的なシステムである。これによって取引プロセスを効率化し、多様な手段(ATM、デビットカード、電子マネー、クレジットカードなど)を通じて行われた決済を同一のATMやオンラインなどに集中させることを可能にする。取引プロセスの効率化を支援するため、すべての国内取引はNPGを通じて完結されなければならない。

決済システムの強化という最終目的の実現を目指し、NPGは6つの主な目標、すなわち①相互運用性を持つ統合された決済システムを構築すること、②参加者が共有出来る決済システムのインフラを構築すること、③革新的なリテール決済のプラットフォームを構築すること、④キャッシュレス取引の効率性を改善すること、⑤新たな決済システムの下での取引データを確保すること、⑥新たな枠組みにおいて適切な価格を確立すること、を有している。連結され、相互運用性を持つには、NPGの下で取引手段・チャネルが標準化されることが不可欠である。また、連結のための作業は部分的・段階的に進めなければならな

い。

総じて、NPGはリテール決済の効率性を促進するための重要なブレイクスルーである。決済に関するサービス範囲の拡大やコストの低下につながるとともに、決済の安全性や消費者保護を維持するための重要なステップでもある。

NPGの下で、e-moneyの主要な発行者であるマンディリ銀行、BCA (Bank Central Asia)、BRI、BNIの4行は、e-moneyの相互運用性を目指す契約に署名した。また、2018年3月にはNPGの第2フェーズに向けた準備が開始され、有料道路の料金支払いの自動化や20種類の主要公共料金支払いシステムの整備などにNPGが活用されることになった。

#### ④キャッシュレス化に向けた取り組み：

##### Electronificationプログラム (注58)

これは、政府から国民への資金移転 (G2P) においてキャッシュレス決済を促進する取り組みを指す。第1に、社会扶助 (social assistance) の支払いをエージェント・バンキングのシステムを用いて行う。これは、Family Hope Program、Noncash Food Assistance Program、Smart Indonesia Program (学生向け)、School Operational Assistance などで行われている。Family Hope Programに関しては、2017年1～6月に、受益者である約600万家族のほぼ100%がキャッシュレスで支払いを受けている。

第2に、Village Fund（村落支援）についても、2016年5月以降、同様の取り組みが行われている。インターネットバンキングにおいて用いられるCash Management System（口座間の送金用のアプリケーション）が利用されている。これにより、地方政府レベルの予算管理の透明性が向上する効果も認められている。

第3に、2016年4月に大統領が有料道路の料金支払いの自動化を命じたことを受け、2017年5月に覚書が結ばれ、決済をキャッシュレス（e-moneyなど）で行うことが目標となった。普及活動が熱心に行われていることもあり、道路料金のキャッシュレス決済の比率は2016年1月の16.4%から2017年7月には30%となった。前述の通り、料金支払いをキャッシュレス化するプログラムはNPGに組み込まれており、最終的には1枚のカードがあれば全国の有料道路で料金支払いが可能となることを目指している（注59）。

第4に、海外への出稼ぎ労働者による送金に関し、様々な決済手段を用いた受け取り方法（例えばDFSエージェントを通じてe-moneyで受け取るなど）が考案されている。

第5に、地方財政の管理の透明性を高めるため、2018年1月より地方政府はキャッシュレス決済の導入を義務付けられた。決済システムの規制当局である中央銀行は、これを支援するために安全・効率的で信頼出来る決済システムインフラを提供していくとしてい

る。

### (3) フィンテックの拡大状況と政策対応

#### ① フィンテック企業・取引の拡大状況（注60）

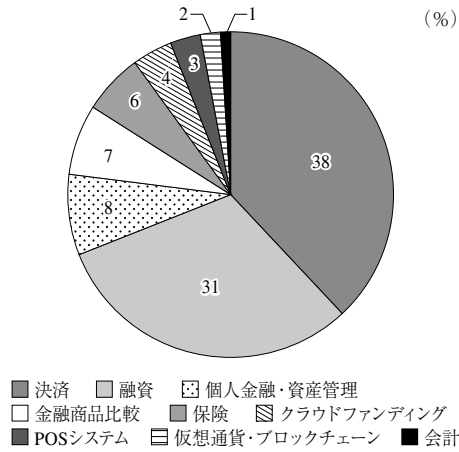
デジタル技術の進歩に伴い、インドネシアでも多くのフィンテック企業やeコマース企業が出現している。フィンテック企業のビジネスは、①融資・資本調達、②決済関連、③投資・リスク管理、④市場支援、に分けられる。2017年末現在、インドネシアのフィンテック企業ならびにeコマース企業は前年比65%増の184社となった。最大の比率を占めるのは決済関連であるが、それに次ぐ融資もプレゼンスが増してきている（図表41）（注61）。

フィンテックの取引は2017年に前年比24.6%増の186億ドルに達した模様であり、さらに2018年には223.4億ドル（同12.0%増）になることが予想されている。また、eコマースの取引は、2017年に同23%増の69.6億ドルに達した模様である。

これらの背景には、中間層の拡大によるデジタル技術の浸透がある。インターネット・ユーザーは約2億6,100万人の人口の34%に当たる8,810万人となっており、そのうち6,410万人がアクティブ・ユーザーである。インターネット・ユーザーの7割がモバイル（デスクトップ以外の機器）を利用している（注62）。モバイルフォンおよびインターネットのユーザー数は2022年まで年8%の増加が続き、1億1,350万人となる見込みである。



図表41 フィンテック企業数の構成

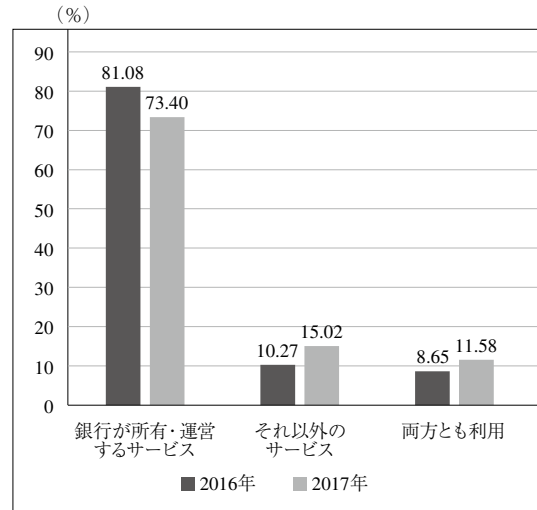


(資料) Fong [2018]

こうしたなか、2017年にモバイルバンキングは前年比33.7%、インターネットバンキングは同16.1%増加した。また、DailySocial [2017] のサーベイによれば、フィンテックという用語を聞いたことがある回答者の割合は2016年の28.3%から2017年には67.2%に上昇し、サービスを利用している割合は同期間に18.5%から61.0%に上昇した。これらは、国民にフィンテックが急速に浸透していることを示している。ただし、大半は銀行のサービスを利用しており、フィンテック企業を利用している割合は26.6%にとどまる (図表42)。

フィンテックの急成長ぶりは、投資家にとって魅力的である。特に海外投資家の関心は高く、様々なデジタル・プラットフォーム

図表42 フィンテック・サービスの利用状況



(注) アンケート回答者の中で当該サービスを利用していると答えた者の割合。

(資料) DailySocial [2017], p.13

への投資が行われている。インドネシアのフィンテック分野に対する2017年の投資額は公開された分だけで1億7,675万ドルとなっており (注63)、積極的な投資は当分続きそうである (注64)。

## ②規制当局の対応

デジタル技術には、金融システムの構造やリスク・プロファイルを変える力がある。既存の金融仲介機能が破壊されれば、リスク管理や消費者保護に影響する。過剰なリスクテイクやモラルハザード、不十分なリスク管理などにも結び付きかねない。さらには、マネーロンダリングやサイバー攻撃などのリスクも増す恐れがある。

フィンテックの主な規制当局は、中央銀行、OJK、通信情報省（MOCIT）である（図表43）。中央銀行は、フィンテックの拡大に対し、警戒しつつバランスのとれたスタンスで対応している。2016年11月には、フィンテック・サービスの成長を支援するため、行内にフィンテック・オフィスを設置した。新たなサービスの潜在力やリスクを評価するほか、サービスを提供する企業の窓口となることなどがその役割である。

中央銀行は、他の関係機関と協力しつつ、デジタル技術の発展に対応していく方針である。2016年12月には、決済システム分野のフィンテック企業に対する規制を発表した。2017年12月には新たな規制を発表し、フィンテック・サービスの提供者に対し中央銀行への登録を求めた。また、中央銀行はフィンテック企業やeコマース企業に仮想通貨の使用を禁

じている。これは、法定通貨としてのルピアの地位の維持や、金融安定・マネーロンダリング・消費者保護などに関する配慮に基づいたものである。

さらに、2017年にはフィンテック・オフィスの機能を強化するとともに、同オフィスに規制サンドボックスを導入した。これを利用するには、提供するサービスが顧客に明らかに利益を与えること、多くの人々に利用される能力を有すること、ビジネスに決済システム分野に属する要素が含まれることなど、8条件が求められる。2018年4月には、フィンテック・スタートアップのToko Pandai（PT Toko Pandai Nusantara）が、サンドボックスの利用を認可される初の企業となった（注65）。中央銀行によれば、現在、中央銀行への登録の途上にある企業が25社、登録済みの企業が15社ある。Toko Pandaiは15社中の1社であ

図表43 フィンテック関連の規制監督当局の管轄

Bank Indonesia（中央銀行）	OJK（金融庁）	Ministry of Communication and Informatics（MOCIT）
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ eWallets</li> <li>・ eMoney</li> <li>・ 決済（Payment gateways）</li> <li>・ Principals</li> <li>・ スイッチング会社</li> <li>・ カード会社・アクワイアラー</li> <li>・ クリアリングハウス</li> <li>・ セトルメントエージェンシー</li> <li>・ 仮想通貨・ブロックチェーン</li> <li>・ National Payment Gateway</li> <li>・ 決済関連の支援</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ P2P融資</li> <li>・ クラウドファンディング</li> <li>・ デジタルバンキング</li> <li>・ 保険</li> <li>・ 資本市場関連</li> <li>・ ベンチャーキャピタル</li> <li>・ オンライン金融</li> <li>・ データセキュリティ</li> <li>・ 消費者保護</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 通信</li> <li>・ IT</li> <li>・ フィンテックのIT関連部分</li> </ul>

（資料）Fong [2018]

り、多様なデジタル金融サービスを提供して小売り・物流業者を支援するB2Bビジネスモデルを有する企業である。サンドボックスによるテスト期間は通常6カ月、最大1年間である。

一方、OJKは部局横断型のグループを作り、フィンテックの持続可能な成長を促進するとともに、金融システムのリスクの増大を防止するとしている。また、2016年にはP2P (peer-to-peer) 融資に関する規制を発表した。P2P融資は、オンラインシステムを用いてルピア建て融資契約の貸し手と借り手をマッチさせる金融サービスと定義されている。サービスを提供するにはOJKへの登録が必要であり、その条件として、①国内資本が15%以上であること、②登録時に10億ルピア以上、認可時に25億ルピア以上の資本を有すること、③他の業務（証券・保証など）を兼営しないこと、などが求められる。なお、融資金額は1借主あたり20億ルピア（約1,600万円）までとされている（注66）。

総じて、フィンテックに関するインドネシア当局の規制においては、決定に要する時間の長さや内容の透明性に問題があるともいわれており、改善が求められよう。

#### (4) フィンテック企業・銀行の動向

##### ①フィンテック企業の動向

次に、代表的な分野のフィンテック企業の動向について簡単に触れる（注67）。まず、

オンライン融資では、中小零細企業向けのプラットフォームが増加している。例えばMekar（PT Mekar Investama Sampoerna）は、マイクロレンディングやクラウドファンディングにより、2017年に9,000社以上の零細企業の所有者（ほとんどが女性）に融資を行った。OJKが規制を定めたことが、オンライン融資に対する信認を高めている。

また、最も多くのスタートアップ企業が進出する決済分野（payment gateway sector）では、Tokopedia、Bukalapakなどでオンライン・ショッピングが急増し、デジタル決済が重要なビジネスとなっている。大手銀行もそれぞれ自行のデジタル決済サービスを有しているほか、二輪・四輪タクシー配車サービス大手のGo-JekがGo-Payというモバイル決済サービスを拡大するなど、異業種からの参入も活発である。ただし、元来、現金社会であるインドネシアにキャッシュレスを普及させることは難しく、また、中央銀行が決済業務のライセンスを厳しく求めるようになったこともブレーキとなる可能性がある。

さらに、様々な金融商品・サービス（クレジットカード、自動車ローン、保険商品など）を比較出来る市場支援（Market Provisioning）サービスも成長している。この分野はインドネシアではまだ認知度が低く、今後の拡大が期待される。

eコマース分野では、中国のアリババの進出が顕著である。2016年に、アリババが運営

する中国の消費者向けのTmall Global上に、インドネシア企業が店舗を開設するためのモールが設けられた(注68)。また、2016年に政府はアリババのマー会長をeコマース担当の政府顧問に招聘した。さらに、アリババは2017年8月、前述したeコマース大手のTokopedia(2009年設立)に11億ドルの出資を発表し、インドネシア重視の姿勢を鮮明にした(注69)。

また、国内ではGo-Jekの動向が注目される。Go-Jekは、配車サービスから食事・食料雑貨・掃除・マッサージなどの多様な宅配サービスに業務を拡大している。モバイル決済は配車サービスの料金支払いのために始めたものであるが、次第に多くの手段・地域に広げている。2017年12月にはフィンテック企業3社を買収し、同分野への本格進出姿勢を明らかにした。Go-Jekに対しては事業の有望性を見込んで中国のテンセントや京東商城(JDドットコム)が出資しており、2018年入り後はゲータグル、テマセク(シンガポールの政府系ファンド)、アストラ(インドネシアの最大手自動車企業)などが新たに出資を行っている。

2018年5月、Go-Jekはタイ・フィリピン・シンガポール・ベトナムで配車サービスを数カ月以内に開始すると発表した(注70)。これにより、ウーバーの東南アジア事業を4月に買収して8カ国で事業を展開するクラブと各国で争うことになる。インドネシア国内でも、両者の市場シェアはほぼ同じになってい

る(注71)。

## ②銀行の動向

インドネシアにおけるフィンテック・サービスのウェイトは今のところ小さいとみられるが(浸透率は2%未満という見方もある)、デジタル世代の人口が拡大するなか、顧客のニーズによりきめ細かく対応出来るデジタル・サービスを求める傾向は強まろう。銀行も油断は出来ず、新たなサービスを何らかの形で提供していくことが不可欠である。オープンAPIの提供を含め、スタートアップ企業との実質的な協働を図ることが求められている。銀行は、フィンテック企業などと協調しなければ、決済や個人・中小企業融資などの分野で競争に勝っていくことは容易ではないと思われる(注72)。

銀行の動向をみると、まず、マンディリ銀行は、2016年にベンチャー・ファンド(Mandiri Capital、3,700万ドル規模)を立ち上げ、スタートアップのファイナンスを行っている(注73)。マンディリ銀行ならびにMandiri Capitalは、多様な形でフィンテック・スタートアップの育成にも取り組んでいる。

次に、BCAは、2017年にベンチャー・ファンド(Central Capital Ventura、1,500万ドル規模)を設立した。また、中堅中小企業を主要顧客とするBank Bukopinは、2017年にスタートアップのインキュベーター(BnV Labs)を設立した。やはり中小企業を顧客とする

BRIは、ベンチャー・キャピタル（Bahana Artha Ventura）に35%出資し、フィンテック・スタートアップのファイナンスを行う予定である。

## (5) 今後の展望と課題

### ①今後の展望と課題

インドネシアは東南アジア最大の人口を有し、人口構成も若く、所得水準も向上していることから、フィンテック・サービスの需要は大きい。実際に市場が拡大するには、人材、資金、推進主体、当局の規制などが問題となる。このうち、人材や資金はクロスボーダーでの調達がある程度可能であり、大きな障害とはならないかもしれない。

これに対し、推進主体についてみると、銀行の動きは一部を除いて速いとはいえない（注74）。銀行と協力しようとするフィンテック企業の感想として、銀行の動きは全般に遅い。原因としては、コンプライアンスの問題やその他のリスクを懸念している場合もあり、また、フィンテック企業の顧客数が少ないためにビジネスとして成立しないと考えている場合もある。フィンテックは既存のサービスよりも優れたサービスを提供しうる可能性を有し、その拡大に適切に対応することは銀行にとって大きな課題となっている。銀行とフィンテック企業が良好な協力関係を築き上げることが、望ましいシナリオであろう（注75）。

当局の規制に関しても、中央銀行やOJKが新たな規制を決定し、企業の登録を求めているが、そのプロセスは十分に速いとはいえず、また、規制の透明性に問題がある場合もある。フィンテック企業や銀行によるイノベーションを促進するとともに、リスクを抑制し金融安定を維持することが課題となる。

このように、銀行や当局はフィンテックへの取り組みを加速させる必要がある。とはいえ、フィンテック企業は急増しており、そのサービスは着実に普及していくことになろう。中央銀行はフィンテック企業間の協働も奨励しており、多くの主体が協力し合うことでイノベーションが加速することが期待される。情報を共有することが当然になっており、協働は自然な流れであるとも考えられる。

もう一度整理・補足すると、今後の課題は以下のようなものになろう（注76）。①規制の構築を迅速化し、透明な規制を作ること。フィンテック・サービスを促進すると同時に、リスクを抑制すること。例えば、G2Pの支払いの取り扱いは現状、国有銀行のみに認められており、公平性を欠いている。②金融機関やフィンテック企業の協力関係を強化すること。③人材の国内での育成・確保に努めること。④フィンテックに対する国民の認識（awareness）を高めるとともに、より基本的な金融知識（financial literacy）を金融教育などにより強化すること。⑤フィンテック・サービスに必要な金融インフラ整備という観点か

らも、地方を中心に通信インフラの脆弱性を改善すること。また、現在進められているNPGに一層注力し、相互運用性を完全なものとする。

## ②フィンテックに期待される役割

フィンテックの拡大がもたらす効果について、5.(1)で述べた。このなかで金融構造の大きな変化はすぐには実現しそうにないが、フィンテック・サービスの拡大ならびに政府のエージェント・バンキングやキャッシュレス化の拡大に向けた政策により金融システムが効率化・健全化し、金融深化、金融包摂、キャッシュレス化が進展することが期待される。これは、金融システムの課題に対する取り組みの一端をフィンテックが担うことを意味する。これらの課題に改善がみられれば、対外的脆弱性が低下することも期待される(注77)。

インドネシアの中小零細企業の79%は、公式金融機関から借り入れが出来ていない(注78)。フィンテック・サービスによる貯蓄の動員や中小企業向け融資が拡大すれば、経済全体で利用可能な資金が増加し、対外借り入れへの依存度が低下することが予想される。

- (注51) 日本銀行決済機構局 [2018] を参考とした。
- (注52) Asian Development Bank [2017] を参照した。
- (注53) Bank Indonesia [2018a]、172ページによる。
- (注54) World Bank [2017]、30ページ参照。
- (注55) エージェント・バンキングは、アジア各国において試みられるようになっている。マレーシアの事例に関しては、清

水 [2018b] を参照されたい。

- (注56) 以下は、Asian Development Bank [2017]、20ページ以降を参照した。
- (注57) 以下は、Bank Indonesia [2018b]、148ページ以降を参照した。
- (注58) Bank Indonesia [2018a] (172ページ以降)、Bank Indonesia [2018b] (151ページ以降)を参照した。
- (注59) Bank Indonesia [2018b]、152ページ参照。
- (注60) 主に、Bank Indonesia [2018b] (152ページ以降)を参照した。
- (注61) 2015年9月には、フィンテック協会 (Indonesian Fintech Association) が設立された。
- (注62) Fong [2018] による。
- (注63) Fong [2018] による。
- (注64) ただし、2018年5月、中央銀行はe-moneyの発行者に対する外資出資比率上限を49%とする規制を発表した。これは、フィンテック・サービスの拡大をやや減速させる可能性がある (Maulia [2018]、15ページ参照)。
- (注65) Maulani [2018] を参照した。
- (注66) ワラランギ/吉本/杉本 [2018] を参照した。
- (注67) 以下の記述は、Mekar (<https://blog.mekar.id/en>) [2017] による。
- (注68) 岩崎 [2018b]、97ページ参照。
- (注69) アリババは、東南アジアのeコマース大手のラザダへの出資比率を2017年6月に83%に引き上げている。また、2018年3月には、アリババの決済業務を担うアントフィナンシャルがインドネシアのメディア企業と共同でDANA (インドネシア版アリペイ) をリリースしている (グローバルテクノロジートレンド「アントフィナンシャルのインドネシア展開」3月21日EMTEKと共同でDANA (インドネシア版アリペイ) を正式オープン)、2018年3月21日による)。
- (注70) 日本経済新聞電子版 (2018年5月24日付)「東南ア配車2強対決 ゴジエック4カ国進出、王者クラブを追い上げ」、同 (2018年6月4日付)「インドネシア決戦 配車アプリ、金融・宅配でも競争」による。
- (注71) なお、Go-Jekの動向に関しては、岩崎 [2018a]、23ページも参照。
- (注72) 銀行の多様な活動については、Maulia [2018] が参考になる。
- (注73) 銀行の動向に関する記述は、Fintech Singapore [2018] による。
- (注74) Fintech Singapore [2018] による。
- (注75) 以下の記述は、“Fintech Startups vs Conventional Banks: Who Will Win?” (Jakarta Globe, April 12, 2018) も参考とした。
- (注76) DailySocial [2016]、World Bank [2017] も参考とした。
- (注77) IMF [2017c]、34ページ参照。
- (注78) Asian Development Bank [2016]、3ページによる。

## おわりに

最後に、本稿で述べたことを簡単にまとめる。まず、インドネシアの対外的脆弱性はしばしば指摘されるが、その主な原因は、貿易収支が一次産品価格や原油価格に左右されやすいことや、海外資金への依存度が高いことにある。近年、債券・株式市場の海外投資家保有比率や企業債務の外貨建て比率は安定的に推移しているものの、相対的には依然、高水準である。そのため、資本が流出する局面では為替レートや債券・株式価格が下落し、外貨建て債務の返済負担が拡大することになる。

海外資金への依存度の高さは、金融システムが未整備・小規模であり、効率性や健全性も不十分であることに大きな原因がある。その解決のために必要なことは、第1に、債券・株式市場を一層整備し、企業の資金調達場として拡大することである。同時に、機関投資家を育成し、海外投資家依存度を引き下げることが求められる。そのためには、機関投資家の投資規制の緩和、個人投資家の金融リテラシーの向上、リスクヘッジのための金融商品の拡充などが重要となる。

第2に、銀行部門の競争力を向上させることである。銀行の効率性・健全性を高め、銀行部門の規模の拡大を実現することが課題である。

第3に、法規制の枠組みを整備し、金融シ

ステムに対する信認を高め、長期金融手段を拡充することである。インフラ・ファイナンスの拡大のためにも、債券市場などの長期金融手段は不可欠である。

第4に、金融包摂を進展させることである。個人や中小企業の公式金融機関へのアクセスを拡大させることは、経済成長に加えて貧困削減や所得格差の軽減に資するため、重要な国家戦略となっている。これは同時に銀行部門を拡大させ、金融深化を促進する。

近年、インドネシアでもフィンテックが拡大しているが、それが金融システムの課題の解決に役立つことが期待される。フィンテック企業の増加による新たなサービスの拡大に規制監督当局や銀行を中心とする既存の金融機関が適切かつ積極的に対応することにより、インドネシアの金融システムは大きく向上・変貌する可能性がある。その意味でも、今後のフィンテックの動向や政府による支援の取り組みに注目しておくことが不可欠である。

## 参考文献 (日本語)

1. 赤羽裕 [2018] 「ドル依存からの脱却とアジア地域通貨協力」(日本経済研究所『日経研月報』5月号)
2. 岩崎薫里 [2018a] 「東南アジアで台頭するフィンテックと金融課題解決への期待」(日本総合研究所調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.18 No.68)
3. ——— [2018b] 「東南アジアで存在感を高める中国大手インターネット企業」(日本総合研究所調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.18 No.69)
4. 片江剛士 [2018] 「インドネシア基礎レポート 第5章財政・金融」(国際金融情報センター、3月22日)

5. 清水聡 [2015] 「インドネシアの金融システム—整備の意義と課題—」『JRIレビュー』Vol.5, No.24, pp.59-94
  6. ——— [2017] 「ASEAN諸国における金融リスクの現状と展望—民間部門債務と銀行の動向を中心に—」(日本総合研究所調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.17 No.65)
  7. ——— [2018a] 「アジア債券市場の発展と課題—市場を拡大させるためのポイント—」(財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第133号, 3月)
  8. ——— [2018b] 「マレーシアの金融システムにおける変化—フィンテックと中小企業金融を中心に—」(日本総合研究所調査部『環太平洋ビジネス情報RIM』Vol.18 No.69)
  9. ——— [2018c] 「ASEAN諸国の金融システムの現状と課題」(財務省財務総合政策研究所ASEANワークショップ資料, 6月21日)
  10. ——— [2018d] 「新興国からの資本流出の拡大とASEAN5カ国の金融リスク」(日本総合研究所リサーチ・フォーカスNo.2018-013, 7月5日)
  11. 清水順子 [2018] 「人民元の国際化はアジアに何をもたらすのか?」(日本経済研究所『日経研月報』2月号)
  12. 鶴谷学 [2018] 「インドネシア債券市場 飛躍に向けた政策課題」(野村総合研究所『知的資産創造』8月号)
  13. 日本銀行決済機構局 [2018] 「決済システムレポート・フィンテック特集号—金融イノベーションとフィンテック—」, 2月
  14. 濱田美紀 [2012] 「インドネシアにおける債券市場の発展と金融部門の現状」(柏原千英編『「アジア域内金融協力」再考: 進展と課題』第5章, アジア経済研究所)
  15. ルーキー・ワラランギ (Luky Walalangi) / 吉本祐介 / 杉本清 [2018] 「インドネシアのフィンテックの最新事情」(金融財政事情研究会『金融法務事情』6月10日号)
- (英語)
16. Amariei, Cosmina, Willem Pieter de Groen and Diego Valiante [2017] “Improving the Investor Base for Local Currency Bond Markets in China, India and Indonesia,” Centre for European Policy Studies, August.
  17. Armand, Kreshna Dwinanta [2017] “Asset Management Industry in Rating Perspective,” PEFINDO, March.
  18. Asian Development Bank [2016] “Financial Inclusion in Indonesia.”
  19. ——— [2017] “Accelerating Financial Inclusion in South-East Asia with Digital Finance.”
  20. Bank Indonesia [2018a] *Financial Stability Review*, April.
  21. ——— [2018b] *Economic Report on Indonesia 2017*, June.
  22. DailySocial [2016] “Indonesia Fintech Report 2016”
  23. ——— [2017] “Fintech Report 2017”
  24. Fintech Singapore [2018] “How 4 Indonesian Banks are Collaborating with Fintech Startups,” March 8.
  25. Fong, Vincent [2018] “Indonesia Fintech Landscape Report 2018,” www.fintechnews.sg, May.
  26. Hogan, Nicky [2018] “Indonesia Stock Exchange: “Sailing North”,” Nomura Journal of Asian Capital Markets, Spring.
  27. IMF [2017a] “Indonesia : Financial System Stability Assessment,” May.
  28. ——— [2017b] “Indonesia’s Growth Strategy : Boosting Potential Growth with Structural Reforms,” Selected Issues, December.
  29. ——— [2017c] “Financial Deepening and Inclusion,” Selected Issues, December.
  30. Maulani, Anisa Menur A. [2018] “Bank Indonesia listed fintech startup Toko Pandai in its regulatory sandbox,” April 3.
  31. Maulia, Erwida [2018] “The Road to Wealth,” *Nikkei Asian Review*, September 3-9.
  32. Mekar (<https://blog.mekar.id/en>) [2017] “Fintech in Indonesia : 2017 in Review and the Outlook for 2018,” December 18.
  33. Nasution, Anwar [2013] “Indonesia’s banking system still needs reform,” East Asia Forum, May 29.
  34. National Strategy for Financial Inclusion Working Group [2012] “National Strategy for Financial Inclusion : Fostering Economic Growth and Accelerating Poverty Reduction,” June.
  35. OJK [2016] “Indonesian Financial Services Sector Master Plan,” January.
  36. Rowter, Kahlil [2016] “Indonesian Capital Market Development and Challenges,” Nomura Journal of Asian Capital Markets, Autumn.
  37. Srinivas, P.S. [2013] “Indonesia’s financial sector : A half-full glass,” *Strategic Review*, Mar.14.
  38. Sudjono, Mudjiharno M. [2017] “Employer Pension Fund, Prospects and Challenges,” conference material, April.
  39. United Overseas Bank [2017] “State of FinTech in ASEAN.”
  40. World Bank [2017] “Republic of Indonesia : Financial Sector Assessment,” June.
  41. ——— [2018] “2018 The Little Data Book on Financial Inclusion.”

本誌は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。

本誌は、作成日時時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。