

インドネシア：成長は堅調、物価も安定 ——それでもルピア安が続く理由

谷村 真

国際協力銀行 外国審査部 参事役・シニアエコノミスト



2025年11月、筆者はマクロ経済調査のため、インドネシアやASEAN主要国で識者と意見交換を行った。総じていえば、インドネシア経済に対する見方はやや楽観的であり、学校給食の無償化など気がかりな点はあるものの、大きな懸念はないというものだった。背景にあったのは、足元と先行きの成長率が比較的良好であること、そしてこれまでの健全な財政運営が積み上げてきたバッファの存在である。財政赤字と公的債務のヘッドラインの数字には法定上限という歯止めがあり、対外債務も低位で、外貨準備も一定の厚みをもつ。悪材料は出始めていたが、それでもなお十分に持ちこたえられる——そうした空気が支配的だった。当時は、インドネシア・ルピアの安定に対する警戒感が後退し、通貨安につながりかねない利下げを期待する向きさえあった。

2026年に入っても、第1四半期の成長率は加速し、物価も4月時点でインドネシア銀行（BI、中央銀行）の目標圏内にある。主要指標を見る限り、懸念よりもむしろ好調さが際立つ。しかし、市場の見方は厳しい。2026年6月初め時点で、ルピアは史上最安値圏にあり、通貨防衛のため、5月にはBIが市場予想を上回る50bpの利上げを行い、6月には追加の緊急利上げを余儀なくされた。債券安と株安も重なり、インドネシア市場はトリプル安に見舞われている。

インドネシア経済をどうみるべきか。本稿の目的は、成長率やインフレ率、公的債務残高といった表面的なマクロ指標がなお安定しているにもかかわらず、なぜ市場の見方がこれほど急速に厳しくなったのかを明らかにすることにある。中東情勢の悪化や原油高といった外生ショックの影響を踏まえつつ、それだけでは説明しきれないルピア安の背景として、居住者の外貨シフトを含む資本フローの変調や、国家ファンドのダナントラに象徴される国家主導色の強まりが、通貨の信

認にどのような影響を及ぼしているのかを検討する。そのうえで、今回のルピア安が一時的な市場の過剰反応なのか、それともより構造的な課題の表れなのかを問いたい。

まず、主要なマクロ経済指標を確認する。2026年1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比5.6%と、前期（5.4%）から加速し、市場予想を上回った。GDPの半分を占める家計支出が季節要因もあって好調だったことに加え、設備投資や政府支出などの内需項目が成長をけん引した。4月の消費者物価上昇率（CPI）も前年同月比2.4%で、中銀の目標レンジの中心値（2.5%）を下回る。価格変動の大きい一部食品や電気料金などの政府管理価格を除いたコアCPIも、4月時点で同2.4%と落ち着いている。また、公的債務残高は2025年末時点でGDP比40%程度、対外債務も同30%弱と低位であり、外貨準備も輸入の約6カ月分をカバーする水準にある。政治面でも、2025年8～9月に国会議員の住宅手当などへの反発を契機とするデモが発生したものの、その後は沈静化し、プラボウォ政権への支持率は7～8割と高い。以上をみる限り、政治経済情勢は、インドネシアが引き続き投資適格国であることを疑わせる内容ではない。

しかし、通貨安に象徴されるように、2026年に入ってから市場の空気は明らかに変わった。国際的な格付会社のMoody'sとFitchは、財政悪化懸念に加え、マクロ・財政・金融政策の予見可能性の低下を背景に、それぞれ2026年2月と3月に格付け見通しをネガティブへ変更した。格付け見通しの変更に加え、イラン情勢もルピア安に拍車をかけ、通貨は史上最安値を更新した。これに対し、BIは5月と6月に政策金利を計75bp引き上げ、5.50%とした。物価が比較的安定し、景気に過熱感がみられないなかでの利上げは他国と比べて異例だが、BIは政策目標として通貨の安定を掲げ

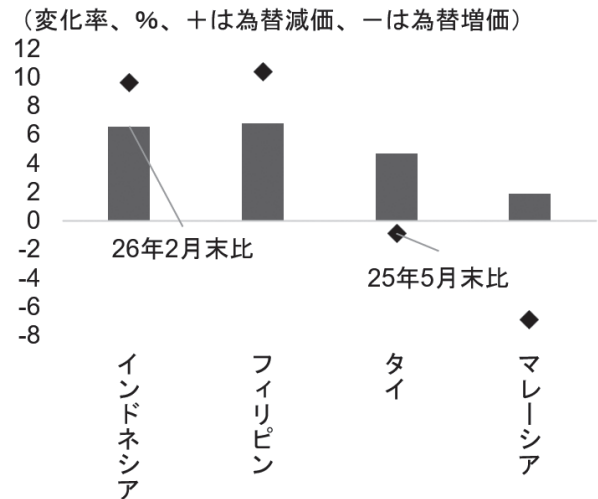
ており、今回は通貨防衛を主眼とする利上げである。

外生ショックの影響

もちろん、イラン情勢による原油価格の上昇と調達不安という外生ショックの影響は大きい。石油製品の輸入依存度が高なお高いインドネシアにとって、原油高は、経常収支の悪化と補助金負担の拡大という2つの経路を通じて通貨の下押し要因となる。ユーラシアグループの分析でも、東南アジア全体としては深刻な燃料不足はベースケースでは回避可能とされる一方、インドネシアは備蓄が少なく、供給再開が遅れば相対的に脆弱とみられている。もっとも、足元の低インフレは額面通りに評価しにくい。燃料・電力・LPG価格には政府の補助金・価格管理がなお強く作用しており、原油高が長引けば、現在の物価安定は将来の価格調整圧力や財政負担の拡大と表裏一体である。実際、イラン情勢悪化後の為替（対ドル）変化率でみると、2026年5月末時点では、エネルギー輸入国であるインドネシア、フィリピン、タイでそれぞれ通貨が5～7%程度下落している（図1の棒グラフ）。一方、マレーシアはエネルギー輸出国であるため、為替への影響が相対的に緩和されている。

図1を見ると、確かにイラン情勢の為替への影響が確認されるが、2025年5月末との比較を示すひし形で見ると、インドネシア（およびフィリピン）では10%超の減価となる。前年比の減価幅がイラン情勢悪化後の減価幅を上回ることから、通貨安傾向はイラン情勢悪化前から始まっていた点が特徴的だ。これは、同じ

図1 2026年5月末時点のインドネシアの為替変化率（対ドル、近隣諸国との比較）



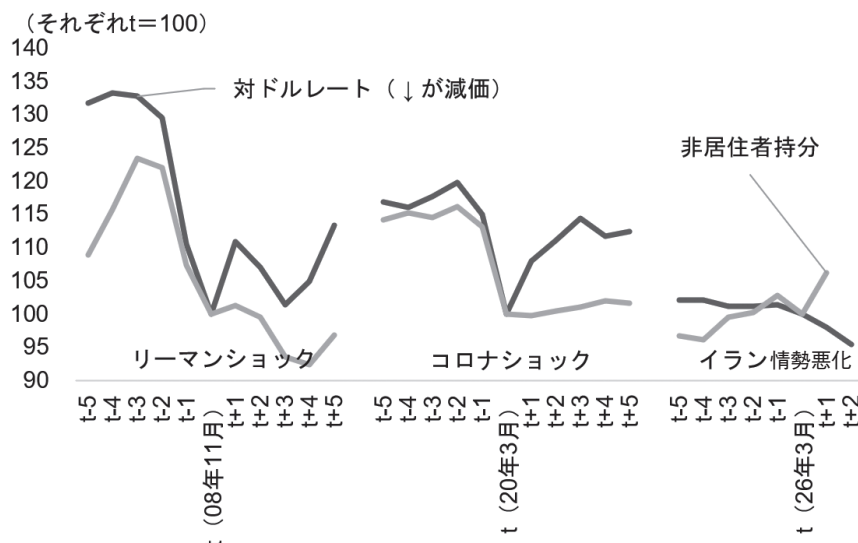
出所：Haverより筆者作成

エネルギー輸入国であるタイが1年前と比べて若干のパーツ高となっていることと対照的である。このグラフは、イラン情勢がインドネシア・ルピア安に拍車をかけた一方で、同通貨がすでに減価基調にあったことを示している。

非居住者の債券売りだけでは説明できない

新興国では外生ショックが発生すると、非居住者（外国人投資家）が新興市場から一斉に資金を引き揚げ、これに伴って通貨安が生じることが多い。インドネシアの場合、非居住者の投資は債券（主に国債や中

図2 インドネシアの非居住者の国債・中銀債持分と対ドル為替レート（外生ショック前後の月次推移）



出所：Haverより筆者作成

銀債)が中心であるため、通貨安を非居住者の債券売りで説明することが多かった。過去の外生ショックの事例をみても、2008年のリーマンショックや2020年のコロナショックの際には、非居住者の債券投資の大規模かつ急速な売りが、通貨安と相関していた(図2)。しかし、今次局面では、非居住者の持分は3月に若干減少したものの、傾向的には増加基調は変わらず、非居住者の債券市場からの資本逃避が通貨安の主因とは言いにくい。また、先述の通り、通貨安トレンドは2025年中頃から続いている。なお、非居住者の持分比率は、リーマンショック時には約20%から約15%へ、コロナショック時には約40%から約30%へ急低下したが、イラン情勢悪化時には13%程度で横ばいである。

国際収支に表れた資本フローの変調

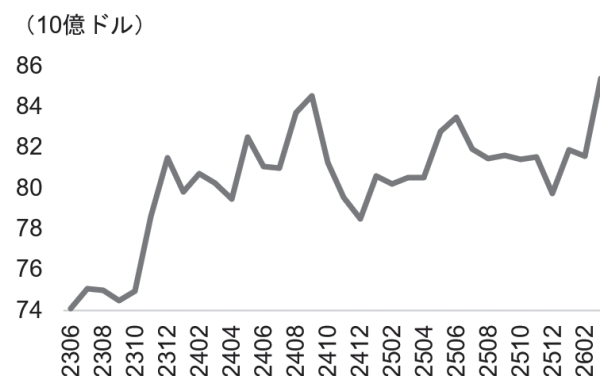
それでは、今回の局面では何が通貨安の主要因なのだろうか。国際収支統計にそのヒントがある。2026年1~3月期の総合収支は、前期の61億ドルの黒字から91億ドルの赤字へ転化しており、ルビア安圧力が強まっていることをうかがわせる。前期からの変動要因をみると、貿易黒字が102億ドルから80億ドルに減少しており、これは主として原油高によるエネルギー輸入の増加によるものだ。4月の貿易黒字も減少幅が拡大しており、貿易収支の悪化は実需面からみた通貨安要因のひとつとなっている。他方、注目すべきは、総合収支赤字の一要因としてBIが「現預金などの対外資産の積み増し」をあげている点である。

筆者は、海外での現預金の積み増しの背後に、国内での外貨預金の増加があると考え。では、なぜ国内で外貨預金が増えているのか。そこには、外貨規制が関係している可能性がある。

DHE・SDA規制は通貨安定策だったのか

2023年8月、天然資源輸出の外貨収入(DHE・SDA)を国内金融システムに留め置く規制が導入された。2025年には、鉱業(石油・ガス除く)、プランテーション、林業、水産業の輸出業者に対し、その100%を国内に12カ月留め置く内容へと強化された。同制度は、輸出で得た外貨を国外の銀行ではなく国内の銀行に留めることで、国内の外貨流動性を確保し、通貨の安定を図ることが狙いであった。また、2025年末には、2026年1月から国内留置先を主として国有銀行に限定するなど、運用面の強化が報じられたが、実際の施行は6月に後ろ倒しされた。図3は国内銀行の外貨預金

図3 インドネシア国内銀行部門の外貨預金の推移



出所：Haver より筆者作成

残高の推移を示したもののだが、DHE・SDA規制の導入、規制強化の実施、あるいはその観測を契機に、外貨預金は増加している。

外貨預金は銀行の外貨建て負債であるため、銀行は通常、これに見合う外貨資産を保有するか、為替ポジションを適切に管理する必要がある。国内で十分に運用できなければ、その外貨は海外銀行への預金などに振り向けられ、銀行の対外資産が増えることになる。したがって、理論上は、国内銀行が受け入れた外貨預金の増加に見合う外貨建て貸出需要が存在し、その後の資金運用が国内で完結する限り、銀行部門の対外資産増加を通じた追加的な対外流出は生じにくい。他方で、実際には外貨建て貸出需要が預金増加に十分追いつかなければ、銀行部門の対外資産が増えるかたちで外貨が海外に再配置される可能性がある。この場合、制度によって国内への外貨還流が一定程度促されたとしても、その効果がそのまま総合収支の改善や為替安定に結び付くとは限らない。言い換えれば、DHE・SDA規制は通貨安定を意図した措置であったとしても、その効果は銀行部門の資産運用構造によって部分的に減殺された可能性がある。

なお、外貨預金の増加と聞くと、通貨への信認喪失によるドル化の進展を想起しがちである。しかし、インドネシアの場合、預金ベースでみたドル化率は15%程度であり、水準として高いわけではない。ただし、小幅ながら、ドル化率は2025年12月の14.1%から2026年3月には15.0%へ上昇しており、低下トレンドが反転している点はやや気がかりである。先に外貨規制の影響を指摘したが、同規制を含め、国家の関与を強める方向の政策に対する心理的な反応も、外貨預金増加の一因ではないだろうか。

政策の不透明感

こうした動きの背景には、汚職事件を含めたガバナンスの揺らぎと、単なる規制対応を超えた、政策運営全体に対する不透明感の広がりがあるように思われる。とりわけ、2025年に開始された全国的な無料給食事業において、巨額の予算と急速な制度拡大を背景に、調達価格の不正つり上げやキックバックが疑われ、給食事業を所管する国家栄養庁の前長官らが逮捕される事案が発生した。加えて、給食の衛生管理の不備により、食中毒の被害が1万人規模に及んだと報じられており、公共政策の執行体制そのものに対する信認の低下を象徴する出来事となっている。

ASEAN地域の専門家とのヒアリングにおいても、注目点として挙げられたのは、経済分野における国家主導色の強まりである。2026年5月に、国営企業による戦略物資輸出の一元化が発表された。資源輸出収入の補足・監督を公的部門に集中させ、国家歳入増や通貨安定の狙いがあるとされるが、同措置については、産業界との十分な事前調整を経っていないとの指摘がある。また、中国の支援により開始されたジャカルターバンドン高速鉄道事業は、当初は財政資金を投入しない想定であったが、コスト増を受けて財政支援が行われ、さらに採算悪化を背景に、政府主導により中国との間で債務再編が進められている。

政策運営への信認が焦点

通貨の信認は、成長率やインフレ率といった現在のマクロ指標だけで決まるわけではない。むしろ重要なのは、政策がどれだけ予見可能であり、市場に対する国家の関与がどこまで限定的に保たれるかである。投資家は一般に、国家の関与が限定的であることを好む傾向がある。今回のインドネシアでは、景気は底堅く、物価も安定し、公的債務もなお管理可能な範囲にある。それにもかかわらずルピアが売られているのは、足元の数字の悪化というよりも、制度運営の方向性に対して市場がシグナルを発しているためだとみるべきだろう。市場がみているのは個別の指標だけではない。財政面では、学校給食の無償化を含む新規歳出拡大への懸念に加え、原油高局面で燃料・電力補助金を維持するほど、財政規律との緊張は高まりやすい。金融面でも、2026年1月のBI副総裁人事をめぐって中銀独立性への懸念が市場で意識されており、政策の予見可能性と制度的自律性に対する目線は以前より厳しくなっている。実際、外生ショックだけが原因であれば、

ショック収束後には通貨も戻りやすい。しかし、居住者が外貨預金を積み増す動きが続くのであれば、それは一時的なリスク回避ではなく、ルピア建てで資産を保有する選好が弱まっていることを意味する。これは、外国人投資家の資本逃避よりも厄介で、より持続的な通貨安圧力になりうる。

以上を踏まえると、今回のルピア安は、イラン情勢や原油高によって引き起こされた一時的な市場の過剰反応として片づけるべきではない。もちろん、インドネシアの投資適格格付けが危うくなったとみるのは行き過ぎであり、これまで蓄積してきた財政・対外面のバッファは、なお一定の支えとなる。しかし、市場が発しているシグナルは明確である。すなわち、問題はマクロ指標の水準そのものではなく、それを支える政策運営への信認にあるということだ。今後の焦点は、DHE・SDA規制の運用がさらに強化されるのか、それとも実務面で柔軟化されるのか、BIがどこまで独立的に政策を運営できるのか、加えて、汚職問題に関して国民や市場が納得するような改善策が示されるかにある。最後に、筆者が接してきた経済官庁・中央銀行の実務家はきわめて優秀であり、市場の見方にも十分に注意を払っているため、筆者はなお楽観的な見方を維持している点を付記しておきたい。

(注) 本稿は、2026年6月初旬時点で入手可能な情報を基に執筆した。

(執筆者略歴)

国際基督教大学大学院行政学研究科修了。2017年に国際協力銀行に入行。ADB（アジア開発銀行）を経て、現職。立命館大学国際関係研究科客員教授。専門はアジア経済、国際収支、中国の対外経済政策。『日本経済新聞』や『週刊エコノミスト』誌への寄稿、テレビ東京への出演などメディア活動多数。

