

国際協力機構：インドネシア ODA 現地視察 中進国入り間近のインドネシアにおいてもインフラ整備 のための円借款の意義は大きい

今月上旬、国際協力機構（以下、JICA）主催のインドネシア ODA 現地視察ミッションに参加した。機関投資家や証券会社（引受担当者、アナリスト）などを対象とした企画で今回が 6 回目、JICA による円借款や技術協力等の支援先などを訪問し、JICA の国際協力活動について理解を深めることを目的とする。本稿では、ミッションを通して現地で見聞したことを交えながら、インドネシア向け ODA の現状やその意義などについて述べる。

インドネシア向け円借款：残高は減少傾向

インドネシア向け円借款残高は低下傾向が続いている（図表 1）。同国向けの円借款供与は引き続き行われているが、過去分の償還額が近年 1,000 億円を超える規模となっているためである。同国向け円借款は 14 年度末時点では国別で最大だが、早晚、首位の座をインドに明け渡す可能性がある（図表 2）。背景の一つには、同国の経済水準の向上が挙げられよう。1 人当たり GNI は 2000 年代に急上昇、2014 年には 3,630 ドルと中所得国（US\$ 1,986～4,125；国連及び世銀の分類による。以下同じ。）の中でも上位に位置し、中進国（US\$4,126～7,184）入りを窺う（図表 3）。JICA の円借款は、中進国や中進国を超える所得水準の開発途上国（卒業移行国）に対しても適用可能だが、メイン・ターゲットは中所得国以下の国々であり¹、中進国に近づく同国に対する支援は減少傾向となる。更に、現ジョコ政権の前のユドヨノ政権（2004～14 年）は、財政健全化や外国援助からの脱却の観点から、日本からに限らず国際支援を受けることに消極的であったことも挙げられる。では、今後、同国向けの円借款は益々減少していくのだろうか。後述のジャワ島の高速鉄道案件において中国側の案が採用され、日本案が採用された場合に想定されていた円借款が実行されないことから、残高が大幅増加に転じることはないだろう。だが、筆者は引き続き同国に対する円借款は必要であり、残高が急減していくことはないと考えている。

図表 1: インドネシア向け円借款残高と年度別借款契約額



出所: JICA 資料より野村証券作成

Global Markets Research

2015 年 10 月 20 日

リサーチアナリスト

クレジット調査

岩谷 賢伸
クレジット・アナリスト- NSC
masanobu.iwatani @nomura.com
+81 3 6703 3876

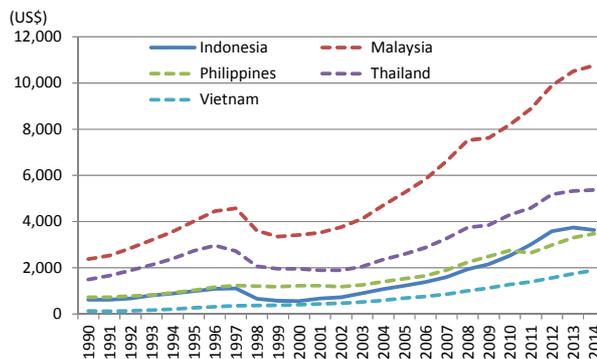
¹ 2013 年度の円借款実績（金額）を所得階層別に分類すると、LDC:11%、低所得国:53%、中所得国:24%、中進国:7%、卒業移行国:5%であった。

図表 2:円借款残高上位国 (2014 年度末)

	国名	地域	残高 (億円)	前年比 (億円)
1	インドネシア	東南アジア	18,516	△ 1,118
2	インド	南アジア	16,354	818
3	中国	東アジア	14,445	△ 966
4	ベトナム	東南アジア	12,667	1,079
5	フィリピン	東南アジア	8,233	△ 48
6	パキスタン	南アジア	6,080	109
7	タイ	東南アジア	4,370	0
8	スリランカ	南アジア	3,821	57
9	トルコ	欧州	2,773	△ 30
10	エジプト	中東	2,579	△ 64

出所: JICA 資料より野村證券作成

図表 3:一人当たり GNI



出所: 世銀資料より野村證券作成

中進国入り間近のインドネシアに円借款は必要か

中進国以上の国、又は、インドネシアのように中進国入り間近の国に対して引き続き円借款が必要なケースは、1) 日本と経済・外交上の関係が深く、且つ、基本的なインフラの整備が不十分な場合、2) 日本のインフラ輸出戦略に合致する案件がある場合と考える。

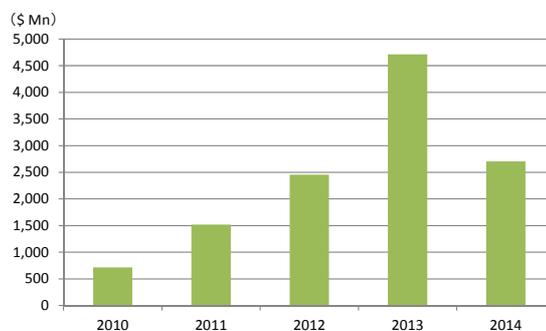
1) のケースにインドネシアは当てはまる。まず、日本との関係では、特に経済上の関係が密接である。インドネシアにとって日本は最大の貿易相手国の一つ (2014 年に輸出先第 1 位、輸入元第 3 位) であり、日本へは LNG や石油等の鉱物性燃料を輸出する一方、日本からは機械類や自動車等を輸入している (図表 4)。また、海外からの直接投資受入額 (図表 5) を国別に見ると、日本は近年、1 位又はシンガポールに次いで 2 位であり、製造業を中心に日系企業数は約 1,500 社に達する²。つまり、日本にとってインドネシアは有望な市場であると共に、重要な製造拠点、天然資源の調達先でもある。

図表 4:インドネシアの国別輸出入実績 (2014 年)

＜輸出先＞		＜輸入元＞	
(百万ドル)		(百万ドル)	
輸出先	輸出額	輸入元	輸入額
1 日本	23,118	1 中国	30,624
2 中国	17,606	2 シンガポール	25,186
3 シンガポール	16,728	3 日本	17,008
4 米国	16,530	4 韓国	11,847
5 韓国	10,601	5 マレーシア	10,855
6 マレーシア	9,730	6 タイ	9,781
7 台湾	6,425	7 米国	8,170
8 タイ	5,783	8 オーストラリア	5,648
9 オーストラリア	4,948	9 ドイツ	4,091
10 オランダ	3,985	10 ベトナム	3,418

出所:インドネシア中央統計庁資料より野村證券作成

図表 5:日本からインドネシアへの直接投資



出所: インドネシア投資調整庁資料より野村證券作成

次に、インドネシアのインフラの状況を確認すると、急速な経済の発展に追い付いておらず、成長の阻害要因となっている (図表 6)。交通・運輸インフラに関しては、ジャカルタ等大都市の交通渋滞が深刻で、ヒト・モノの動きに大きなロスが生じている。旅客・貨物輸送の約 9 割を道路が担うという自動車社会であり、鉄道へのシフトが課題である。港湾や空港に関してもジャカルタ近郊ではキャパシティが限界に達している。また、電力インフラに関しては、電化率 (電気の世帯普及率) が 70% 台と ASEAN 諸国の中でも低い上、6,000 万人近くが無電化地域で生活している (図表 7)。更に、水道インフラに関しても、安全な水へ

² ジェトロのウェブサイトより

のアクセスは70%、下水道普及率は10%以下に留まる。ジョコ政権は、「国家中期開発計画2015-2019」においてインフラ整備推進を掲げ、燃料補助金削減で捻出した財源をインフラ投資に回すとしているが、インフラの整備需要は膨大であり、円借款等、国際支援に対する資金ニーズは高い。

図表6:インフラの質(順位・144か国中)

	全体	道路	鉄道	港湾	航空
マレーシア	20	19	12	19	19
中国	64	49	17	53	58
インドネシア	72	72	41	77	64
タイ	76	50	74	54	37
インド	90	76	27	76	71
フィリピン	95	87	80	101	108
ベトナム	112	104	52	88	87

出所:World Economic Forum, "The Global Competitiveness Report 2014-2015"より野村證券作成

図表7:ASEAN諸国の電化率(2012年)

	電化率(%)	無電化地域人口(百万人,概数)
ミャンマー	32.0	35.9
カンボジア	34.1	9.8
フィリピン	70.3	28.7
インドネシア	75.9	59.5
ラオス	78.3	1.4
ベトナム	96.1	3.5
タイ	99.0	0.7
マレーシア	99.5	0.1
ブルネイ	99.7	0.0
シンガポール	100.0	0.0

出所: International Energy Agency 資料より野村證券作成

2)の日本のインフラ輸出戦略に合致する案件は、足許でもインドネシアで複数の案件が存在する。日本勢と中国勢が契約獲得を巡って熾烈な競争を繰り広げ、9月に中国勢の受注が濃厚となったジャカルターバンドン間(約140km)の高速鉄道案件はその一つである。当案件について、JICAは5年以上前から事業化調査を実施し、日本勢は有利な状況に立っていたが、ジョコ政権が当案件に政府予算を使わず、融資に対して政府保証を付けない方針を打ち出したことから、円借款事業を想定した日本勢の提案と相容れず、同条件を容認した中国勢の提案が採用されることとなった。一方、ジャカルタ都市高速鉄道事業では、南北線のフェーズ1(15.7km)は同国初の地下鉄整備ということもありSTEP案件³とされ、日本企業が契約を受注した。今後計画されるフェーズ2(8.1km)や東西線のフェーズ1(31.7km)について、再びSTEP案件となるかは不透明であるが、南北線(フェーズ1)の実績や運行システム共通化の観点等から日本勢が受注において有利な立場となる可能性がある。以上のように、インドネシアは日本政府のインフラ輸出戦略において重点国の一つである。ジャカルターバンドン間の高速鉄道案件のように円借款が効力を発揮仕切れないケースもあるが、受注獲得のための円借款による側面支援は引き続き重要である。

上記のように、中進国入り間近のインドネシアにも引き続き円借款が必要なことを確認したが、インフラ輸出促進等を背景に、日本政府は中進国及び中進国を超える所得水準の開発途上国への円借款の一層の活用を掲げていること⁴を付言しておく。具体的に、中進国については、従前の適用分野(環境、人材育成、格差是正、防災・災害対策)に「広域インフラ」及び「農業」を追加すると共に、日本の知見や技術が最大限活用できる等戦略的意義が認められる場合には円借款の供与を行うとしている。

日本のインドネシア向けODAの現状：両国の思惑の擦れ違い？

インドネシアに進出する日系企業への裨益やインフラ輸出の観点からは、JICAの円借款はジャカルタ首都圏のプロジェクトに重点的に投入されることが期待され、実際、MPA(ジャカルタ首都圏投資促進特別地域)戦略計画の策定

³ STEP(本邦技術活用条件)は、日本の優れた技術を活用するものとして途上国より本条件適用の要請があるもので、且つ、日本の事業者の有する技術・ノウハウが必要かつ実質的に生かされる案件に適用される。

⁴ 外務省国際協力局, 財務省国際局, 経産省貿易経済協力局「円借款の戦略的活用のための改善策について」(2013年4月15日)

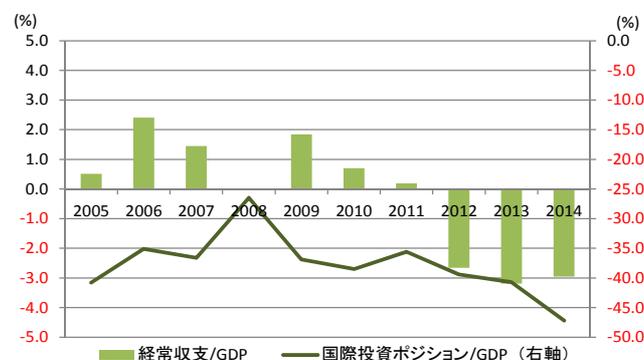
に当たっては JICA が計画段階から関与してきた。だが、ジョコ政権の国家中期開発計画では、ジャワ島のインフラ整備には民間資金を積極的に導入し、政府予算はそれ以外の島に重点的に投入する方針である。特に、電力・エネルギー及び交通・運輸セクターでは PPP の活用が期待されている。PPP に関しては、日本の支援もあり制度整備は進んだが、本格的な案件の組成はまだこれからである。ジョコ政権は、膨大なインフラ整備需要から円借款等の国際支援を受けることに消極的ではないが、円借款はジャワ島以外の島のプロジェクトに重点的に活用したい意向である。ジャカルタ首都圏のプロジェクトを推進したい日本側としては、地方開発支援のプロジェクトへの円借款や技術協力等と如何にバランスを取りながらインドネシア政府に提言していけるかが鍵であろう。その点、今回のミッションで視察したバリ島の海岸保全事業、下水道整備事業、市民警察活動全国展開事業は観光が主産業であるバリ島の地域特性に則った事業支援ラインアップであり、他の地域でも同様に地域特性を活かした発展の支援がインドネシア政府に訴求すると考えられる。

総括と留意点：インフラ整備等のための円借款の意義は大きい

インドネシアは急速な経済成長を果たし、1人当たり GNI の尺度からは中進国入りの間近であるが、インフラ整備が遅れている。日系企業への裨益やインフラ輸出の観点等から同国は重要なパートナーと位置付けられ、インフラ整備等を推進するための円借款の意義は引き続き大きい。将来は、中進国向け ODA のモデル・ケースとなることが期待される。

一方、インドネシアのソブリン・クレジットには留意が必要である。中国の経済減速を受け同国向けの資源輸出が減少したことなどにより、2012年以降、経常収支が赤字に転じ、国際投資ポジション（＝対外純資産残高）のマイナス幅が拡大している（図表8）。通貨ルピアは、11年末の1ドル＝9,069ルピアから15年9月末には同14,653ルピアと98年のアジア通貨危機時と同水準まで減価しており、米利上げによる資本流出が更なるルピア安を引き起こす恐れがある。民間企業の外貨建て債務負担増加に起因する資金繰り破綻の増加と銀行の資本基盤の毀損や、インフレ率上昇による内需停滞の可能性には留意すべきである。ただし、外貨準備の水準の高さやチェンマイ・イニシアチブによる流動性の確保、更に、国家財政法により財政赤字/GDP比を3%以下に抑制することが定められ、堅実な財政運営が行われ債務残高の水準が低いこと等により（図表9）、ソブリン・クレジットが急激に悪化する可能性は現時点では低いと考えられる。

図表8:インドネシアの経常収支・国際投資ポジション/GDP



出所:IMF 等資料より野村證券作成

図表9:インドネシアの財政収支・債務残高/GDP



出所: IMF 資料より野村證券作成

図表 10: ジャカルタ市内の交通渋滞



出所:野村証券撮影

図表 11: バス停でバスを待つ利用者



出所:野村証券撮影

図表 12: ジャカルタ都市高速鉄道事業現場 (円借款事業)



出所:野村証券撮影

図表 13: バリ島の海岸保全対策現場 (円借款事業)



出所:野村証券撮影

図表 14: デンパサールの下水処理場 (円借款事業)



出所:野村証券撮影

図表 15: 市民警察活動全国展開プロジェクト (技術協力)



出所:野村証券撮影

無登録格付に関する説明書

野村證券株式会社

格付会社に対し、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録の格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合、金融商品取引法により、無登録の格付業者が付与した格付（以下「無登録格付」といいます）である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録の格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

○格付業者について

スタンダード&プアーズ

○格付業者グループの呼称等について

格付業者グループの呼称：

スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービシズ（以下「S&P」といいます。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ

(<http://www.standardandpoors.co.jp>) の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」

(<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>) に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

S&P の信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&P は、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P は、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デュー・デリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

この情報は、平成26年1月31日現在、当社が信頼できると考える情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

ムーディーズ

○格付業者グループの呼称等について

格付業者グループの呼称：

ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下「ムーディーズ」といいます。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：

ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ

(<http://www.moody.co.jp>) の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

この情報は、平成26年1月31日現在、当社が信頼できると考える情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

フィッチ

○格付業者グループの呼称等について

格付業者グループの呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」といいます。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパンのホームページ（<http://www.fitchratings.co.jp>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

この情報は、平成26年1月31日現在、当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。

以上

野村グループが株式を合計1%以上保有している会社および野村証券が過去12ヶ月間に株券、新株予約権証券又は新株予約権付社債券の募集又は売出しに関し幹事を務めた会社につきましては、
<http://www.nomuraholdings.com/jp/report/> をご参照ください。本件につき情報が必要な方は、野村証券 リサーチ・プロダクト部までお問合せ下さい。

次に記載する会社の役員を兼務している野村証券の役員がいます。鹿島(1812)、セブン&アイ・ホールディングス(3382)、武田薬品工業(4502)、JXホールディングス(5020)、旭硝子(5201)、トーヨーカネツ(6369)、リケン(6462)、ホンダ(7267)、東京エレクトロン(8035)、住友商事(8053)、日本テレビホールディングス(9404)。

次に記載する会社は、野村証券の親会社である野村ホールディングスの子会社又は関連会社です。野村不動産ホールディングス(3231)、野村総合研究所(4307)、足利ホールディングス(7167) ジャフコ(8595)、高木証券(8625)、杉村倉庫(9307)。

債券を募集・売上等その他、当社との相対取引によって購入する場合は、購入対価のみをいただきます。債券の価格は市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。加えて、外貨建て債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引を当社と相対でお取引いただく場合は手数料をいただきません。CDS取引を行なうにあたっては、弊社との間で合意した保証金等を担保として差し入れ又は預託していただく場合があります。取引額は保証金等の額を超える場合があります。保証金等の額は信用度に応じて相対で決定されるため、当該保証金等の額、及び、取引額の当該保証金等の額に対する比率をあらかじめ表示することはできません。CDS取引は参照組織の一部又は全部の信用状況の変化や、あるいは市場金利の変化によって市場価値が変動し、当該保証金等の額を超えて損失が生じるおそれがあります。信用事由が発生した場合にスワップの買い手が受取る金額は、信用事由が発生するまでに支払う金額の総額を下回る場合があります。また、スワップの売り手が信用事由が発生した際に支払う金額は、信用事由が発生するまでに受取った金額の総額を上回る可能性があります。他の条件が同じ場合に、スワップの売りの場合に受取る金額と買いの場合に支払う金額には差があります。CDS取引は、原則として、金融商品取引業者や、あるいは適格機関投資家等の専門的な知識を有するお客様に限定してお取り扱いしています。

野村証券株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

【加入協会】

日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会