



インドネシア経済事情：財政政策の「見せ玉」も利下げで景気刺激

～外国人投資家による資金流出が懸念される中、実体を伴う財政政策での景気刺激を検討すべき～

発表日：2008年12月5日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

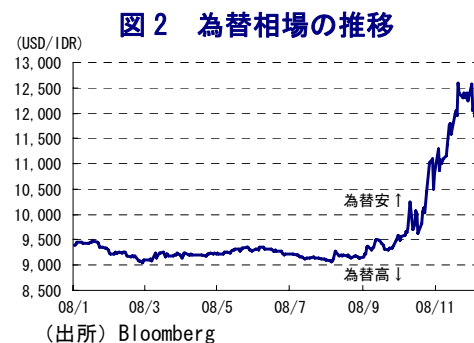
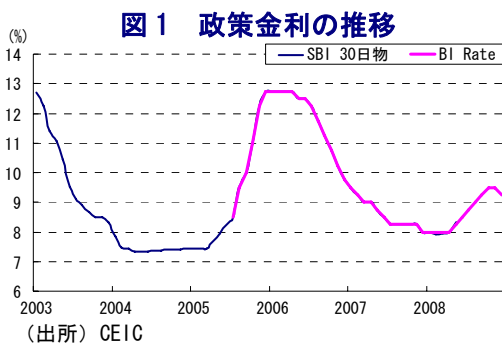
（要旨）

- 4日、インドネシア銀行は金融政策委員会において政策金利を1年ぶりに25bp引き下げて9.25%とした。同国では年明け以降の商品市況の急騰によるインフレ高進から、金融当局は6ヶ月連続で利上げを行うなど引き締め姿勢を強めてきた。しかし、資源国という地の利から底堅い成長を享受してきた同国も、世界金融危機に端を発する世界経済の後退が強まる中で外需に弱い材料が顕在化しており、内需への波及が避けられない。財政政策による景気刺激策も打ち出されているものの、金融政策面でも下支えを行う方向に軌道修正されたものと考えられる。
- 7-9月期の実質GDP成長率は前年比+6.1%と前期（同+6.4%）からは若干減速したものの、ラマダン直前の消費が旺盛な時期ということもあり、底堅さを維持している。さらに、年明け以降に急上昇したインフレ率は、直近11月は前年比+11.68%と一時に比べて鈍化している。しかし、世界金融危機後に海外の投資家を中心に資金逃避が進んでおり、通貨ルピアの急減が輸入物価を押し上げ、物価の高止まりが続いている。経済に占める資源関連のプレゼンスが高い中、世界経済の後退は外需の鈍化を通じて雇用環境の悪化をもたらす懸念から、先行きは内需にも下押しの影響が避けられない。
- 足元では外国人投資家による資金流出が一番の課題であり、これを食い止めるには景気刺激策を打つことが望まれる。ただし、安易に金融緩和に頼ることは自国通貨安をもたらすことになり、財政出動に本気で取り組む必要がある。とはいえ、税制構造の歪さが残る中では先行きに財政の自由度が失われる可能性が高く、税制の構造改革も併せた景気刺激策を採ることが望まれる。

《予想外の利下げでの景気刺激姿勢だが、資金流出を止めるならば財政政策を惜しんでいる場合ではない》

- 4日、インドネシア銀行は定例の金融政策委員会を開催し、政策金利である BI レートを 25bp 引き下げて 9.25%とする決定を行った（図 1）。年明け以降の商品市況の急騰の影響でインフレが高進したことから、同行では今年 5 月以降 6 ヶ月連続で利上げによる金融引き締めに動いてきた。しかし、先月の同会では、商品市況が既にピークアウトを迎えて大幅な調整局面に入っていることを理由に、金利が据え置き姿勢に変更された。先月に公表された 7-9 月期の実質 GDP 成長率では、依然として成長の底堅さが垣間見られたものの、9 月のリーマンショック以降の世界経済の後退基調に歩を合わせる形で、同国の指標にも悪化の兆しが出ている。10 月末には 10 項目からなる緊急経済対策が公表され、国内産業の下支えを行うことが示されたが、物価の高止まりが続く中で個人消費への下押し圧力が避けられなくなっている。11 月には補助金支給対象品目の拡大やガソリン価格の引き下げといった追加的な景気刺激策が示されたが、金融政策でも景気刺激色を出す意図があったと考えられる。
- なお、今回の同委員会に先立っては、ユスフ副大統領のみならず、ユドヨノ大統領からも事前に同行に対して利下げの実施を要請する発言が続いていた。その一方、先月末には同行のブディオノ総裁が「利下げは可能だが、その実施についてはタイミングが問題となる」と発言していたほか、前日の 3 日にはグルトン副総裁が利下げの実施について「インフレ率が高止まっている状況で利下げを行うことは大きな過ちに繋がる」と発言していたこともあり、市場では大方が金利が据え置かれるとの観測が高まっていた。
- リーマンショックの後に外国人投資家を中心にリスク許容度が大きく低下したこともあり、世界中の新興国

市場で株式及び通貨に対して売り圧力を強めている。同国では 10 月初旬に株式指数が急落した際、証券取引所が急遽取引を停止し、その後 2 営業日に亘って取引が再開されなかったことから、投資家の間にリスクの高さが認識されることとなり、特に、通貨ルピアに対する売り圧力が強まる状況となっている（図 2）。今回、景気刺激に向けて利下げが実施されたことで先行きも利下げが引き続き実施される可能性は高いとみられる。ただし、為替が急速に減価するのを嫌い利下げ幅は小刻みになされる可能性が高いと考えられる。政府は追加的な財政政策による景気刺激に向けた姿勢は示しているものの、具体策は未だない。足元での株式や為替の急落が投資資金の逃避によって引き起こされていることを考えると、この流れを食い止めることが優先されるべきであり、そのためには安易に金融政策に頼るのではなく、具体的な財政政策による景気下支えを行っていく必要があると考えられる。



《7-9 月期の景気は底堅さを保つも、10 月以降の指標は下押し材料が多く減速感を強める可能性が大きい》

- 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、対前年同期比+6.1%と前期（同+6.4%）から若干減速したものの、前期比+3.54%と前期（同+2.49%）から伸びが加速するなど、景気に底堅さが続いていることが示された（図 3）。同時期は物価高と金融引き締めによる金利高が共存する状況にあったにも拘らず、10 月のラマダン直前という消費が旺盛になる時期であったことから、周辺国のイスラム教徒からの送金流入が消費を押し上げる格好となった。個人消費は前年比+5.33%と前期（同+5.52%）から殆ど鈍化することなく推移したほか、景気刺激に向けた財政拡大によって政府支出が同+16.87%と前期（同+5.54%）から大幅に伸びたことで内需が押し上げられた。また、新興国向けをはじめとして資源需要が底堅く推移したことで、輸出に勢いが続いていたことも成長率の底堅さに繋がったと考えられる。
- 年明け以降の原油や穀物価格の急騰を背景にインフレが大きく高進したが、足元では商品価格がピークアウトを迎えて大きく下落していることもありインフレ懸念は後退しつつある。11 月の消費者物価は対前年同月比+11.68%と前月（同+11.77%）から伸びが鈍化、対前月比でも+0.12%と前月（同+0.45%）からは伸びが鈍化している（図 4）。今月からはガソリン価格がさらに引き下げられるほか、補助金対象品目が拡充されることで先行きのインフレの鈍化は鮮明になるとみられる。しかし、主食のコメは一部を輸入に依存している上、足元での通貨ルピアの急落により輸入物価が押し上げるなど、物価そのものは高止まりが続いており、実質購買力には下押し材料になると考えられる。
- このように実質購買力への下押し圧力が強まることで、足元では力強く推移してきた小売売上にも頭打ち感が出ている（図 5）。特に、自動車売上はここ数ヶ月に亘って前年比でマイナスとなる状況が続いており、10-12 月期以降はラマダンが終了する影響から消費の底上げ要因がなくなる。さらに、これまで同国に送金が流入してきた周辺国も景気減速が避けられなくなり、消費の下支え材料が剥落することでさらなる下押しが避けられないとみられる。また、消費者信頼感指数も中立水準である「100」を下回る状況が続いており、先行きは下向きの圧力が強まっていくことが予想される。

- 比較的底堅さを保ってきた内需とは対照的に、リーマンショック以降は世界経済の後退懸念が強まっており、外需を巡る環境は大幅に悪化している。その結果、鉱工業生産は足元では前年比でマイナスに突入するなど（図 7）、外部環境のさらなる悪化が予想される中、先行きは足元以上に下振れする可能性が高いと考えられる。こうしたことから、先行きは景況感の悪化が顕在化し、さらに悪化度合いが強まると予想される。

図 3 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

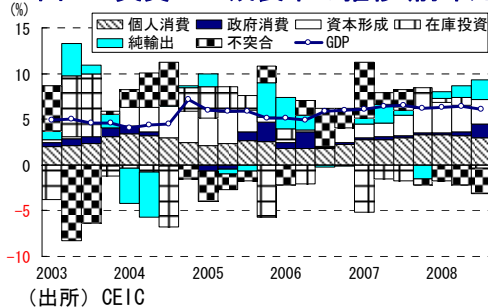


図 4 消費者物価の推移(前年比)

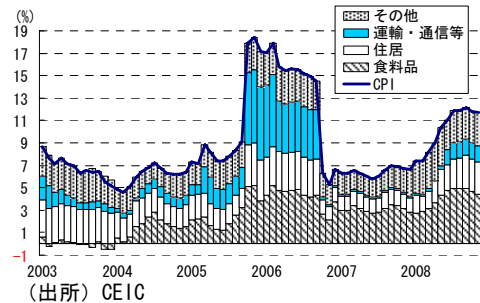


図 5 小売売上高の推移(前年比)

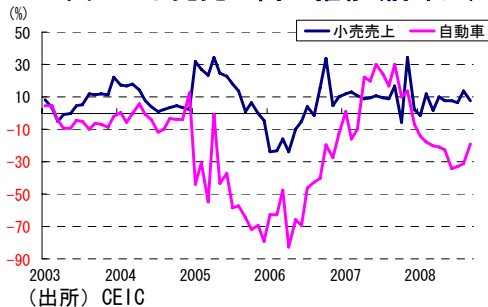


図 6 消費者信頼感指数の推移

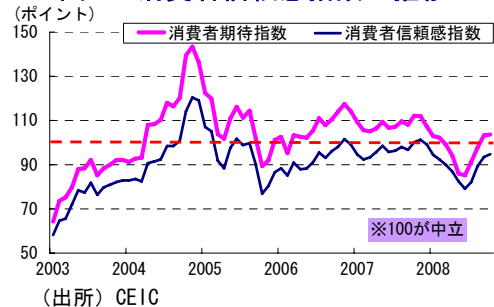
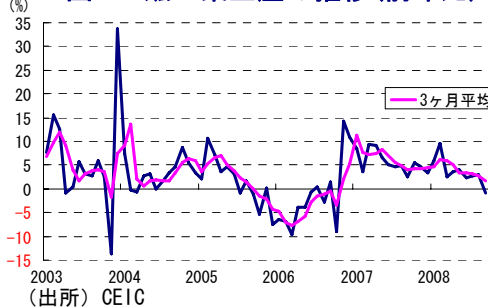


図 7 鉱工業生産の推移(前年比)



《資源国としての底堅さは世界経済の後退で影を潜める、中長期的には資源依存からの構造的脱却が不可欠》

- 同国はアジアで唯一の OPEC 加盟産油国であったものの、スハルト元大統領による長期独裁政権の下で資源ナショナリズムが志向されたことから、資源メジャーが撤退し原油関連での開発投資が進まなくなった。その結果、2002 年には原油の純輸入国に転落、今年 6 月には OPEC から脱退することとなった。ただし、同国には原油以外にも天然ガスやパーム油、石炭、天然ゴムといった資源が埋蔵し、「資源国」としての底堅さを保ってきた。とはいえ、足元では資源価格はピークアウトから大幅に下落している上、世界金融危機に端を発する世界的な景気後退懸念から資源需要も頭打ちを迎えるなど、輸出は大きく鈍化している（図 8）。結果として貿易収支は黒字を保っているものの、足元では黒字幅が縮小基調を強めており、この傾向は当面続くと予想される。
- また、貿易収支は黒字にも拘らず、資源国一般に共通する問題として、外資を中心とする資源関連企業の利益・配当送金に伴い所得収支は大幅な赤字となるなど、経常収支の下押し要因となっている（図 9）。足元では貿易黒字幅の縮小から経常収支は赤字に転落し、こうしたファンダメンタルズの悪化も外国人投資家に

よる資金逃避を後押しする材料になったと考えられる。4-6 月期までは海外からの投資流入が続いていたため、国際収支統計上で外貨準備の増減を示す総合収支は黒字となっている（図 10）。しかし、世界金融危機を発端として世界的なマネーフローは一変し、物価高と経常赤字というファンダメンタルズの悪化を抱える同国には資金逃避圧力が強まった。さらに、10 月初めの証券取引所を巡るトラブルで同国に投資するインセンティブは大きく損なわれ、足元では株式相場が年初から 6 割程度下落するなど、大幅に売り込まれる展開が続いている（図 11）。

- 足元では輸入の伸びが輸出の伸びを上回っている状況が続く中、通貨ルピアの大幅下落は輸入物価の押し上げを通じた物価上昇圧力となる恐れもある。そのため、金融当局は為替安定のために大規模なルピア買い（ドル売り）の為替介入を実施している。その結果、ここ数年の国際収支の堅調さから大幅に積み上がってきた外貨準備は足元で急激に減少し、10 月末時点における外貨準備高は約 506 億ドルまで落ち込んでいる（図 12）。とはいえ、未だに今年の月平均輸入額の 5.5 ヶ月分と十分な規模は確保しており、直ちに外貨準備が枯渇するような危機的状況に陥る可能性は低い。また、アジア通貨危機の教訓から、ASEAN+日中韓による「チェンマイ・イニシアティブ」を通じて緊急時には外貨融通をしあう仕組みもあり、10 年前のように IMF に支援要請を行う状況に追い込まれるとは考えにくい。

図 8 輸出入の推移(前年比)

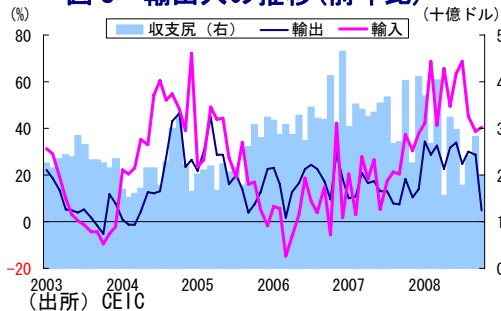


図 9 経常収支の推移

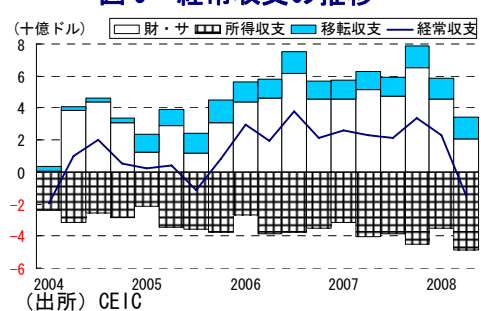


図 10 国際収支の推移

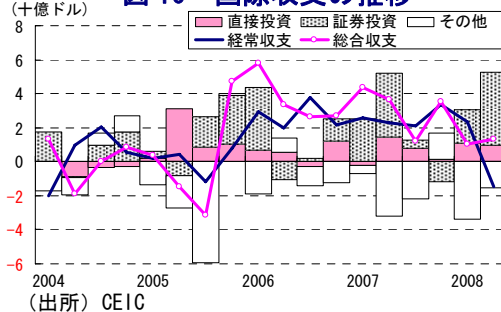
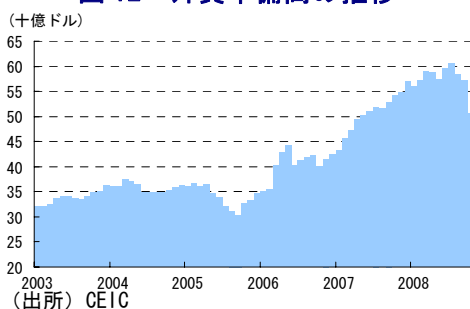


図 11 株式相場の推移



図 12 外貨準備高の推移



《世界経済の後退は資源依存度の強い同国経済に下押しが避けられず、内需・外需ともに弱含む可能性も》

- 足元では景気減速懸念が強まる中、海外からの投資資金の流出が止まらないことで株式や通貨安に繋がり、

新たな物価上昇要因が懸念される中では、兎にも角にも資金流出を止める手立てを講じるべきである。景気刺激策を講じることは有用であるが、同国のように依然として物価が高止まりする中では財政政策を優先すべきと考える。今月にはガソリン価格の引き下げのほか、補助金支給の対象となる財が広げられたこと、さらに、資源価格全般も大きく下落していることもあり、先行きのインフレ率は鈍化が進むとみられる。その一方、通貨ルピアが足元でも減価基調を強めており、輸入の伸びが輸出を上回る現状では輸入物価の押し上げ効果が出易く、物価は高止まりが続くと考えられる。これまでは、資源関連を中心として輸出が底堅く推移してきたことで関連企業を中心に雇用が底堅く推移し、消費の下支えが続いてきた。しかし、世界経済の後退で輸出の鈍化が避けられない中、雇用環境の悪化が所得の頭打ちをもたらす可能性が高まろう。その結果、物価の高止まりによって実質購買力に下押し圧力が強まり、底堅さを保ってきた内需にも先行きは減速が避けられないと予想される。

- 来年には大統領選挙と総選挙が実施される予定で、政府は補正予算でインフラ開発を拡充する方針を打ち出すなど、財政拡大による景気刺激策に前向きな姿勢を示している。ただし、この計画が円滑に進行する場合には、今年度の財政赤字は対当初予算比で 3 割程度膨らむほか、来年度予算も貧困対策や公務員給与の引き上げ、公共投資の拡大が予定されるなど、全般的には選挙対策のバラ撒き型予算となっている。また、今年 5 月には IMF などによる長年の指導の結果、石油製品の値上げを行う際に見合い分として石油補助金が削減されたが、当該額を新たな補助金財源として利用する方針を明らかにするなど、財政支出の拡大とバラ撒きとの線引きが極めて曖昧なままである。その上、歳入は依然として VAT や所得税などの個人税率が低く、資源関連を中心に国営企業向けの法人税率が太宗を占めるいびつな構造である。ここ数年は資源価格の上昇などで法人所得が上振れしたが、景気減速が避けられない中では今後の先細りは避けられず、財政の自由度はさらに狭まることが懸念される。財政拡大による景気刺激を行うためにも、景気に左右されない税制に構造改革を行っていく必要がある。
- インドネシア経済は、GDP に占める資源関連部門の割合が 1 割強とサービス部門よりプレゼンスが高く、資源価格や世界的な資源需要に大きく左右される傾向が強い。来年は世界経済の後退により、外需にとっては極めて厳しい環境となる。さらに、世界金融危機を通じて投資家のリスク許容度が大きく低下し、世界的なマネーフローが一変、新興国に資金流入が起こりにくい状況は当面続くとみられる。その結果、国内に過剰流動性が生じる素地は生まれにくく、国内貯蓄率が依然低い状況から内需が自立的に成長を押し上げることを期待するのは難しい。したがって、景気が底入れを果たすためには外需主導での成長に依存せざるを得ず、米国をはじめとする世界経済の回復が大前提になってくるであろう。となると、来年いっぱい同国経済の減速感は強まることとなり、回復までには相当の時間を要することになる。
- 先々月には日本との間で経済連携協定（EPA）が発効されたが、前述の通り、経常赤字を抱える状況では外資の流入が資本蓄積に不可欠であり、日本を含めた外資の取り込みは同国の中長期的な成長にとって不可欠である。特に、足元で鉱工業生産の鈍化が著しいが、需要鈍化による生産調整要因に加えて、緊縮政策により金利が高止まりしてきたことで投資が抑制されたことによる技術的制約もあると考えられ、日本のプレゼンスは今後も双方にとって重要な意味を持ち、戦略的な進出が望まれる。

以 上