

## インドネシア経済事情：ダブル選挙に向け景気刺激を前面に出す

～3ヶ月連続での利下げ実施も、先行きは一段と金融緩和姿勢を強める可能性～

発表日：2009年2月4日（水）

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）

- 人口の多さと経済規模の大きさから東南アジアの雄としての存在感を強めた同国だが、長年の独裁による外資の逃避で原油は枯渇懸念を高め、資源国としての存在感は相対的に低下している。しかし、昨年の商品市況の高騰では、その他の鉱物資源が後押しする形で底堅い成長を享受するもインフレ圧力に苦しまされ、足元ではインフレ圧力の後退も、投資資金の流出により投資・消費に下押し懸念が強まっている。特に、金融危機後の世界的な信用収縮は、同国経済にも暗い影を落とす要因となっている。
- 昨年の原油高騰によるインフレ高進に対して金融当局は利上げを志向したことで、インフレと金利高が共存したことは内需の頭打ちを招いた。足元ではインフレ圧力が後退したことで、昨年12月以降は景気刺激の観点から利下げ姿勢に転じている。政府は2009年度予算でのインフラ開発重視姿勢に加え、補正予算で71.3兆ルピア（63億ドル）の景気刺激策を公表し、財政・金融政策の双方で景気の下支えを行う方針を前面に打ち出している。ただし、大規模対策の影響で財政赤字は免れず財務相は国債発行による資金調達をほのめかすなど、金融政策は時間軸効果を狙った利下げ姿勢を当面続けると予想される。
- 同国は資源国ながら輸出全体では非原油・ガス輸出が太宗を占める。足元では世界的な景気後退で需要が急速に鈍化したことで輸出に急ブレーキが掛かっている。一時は、証券取引所の閉鎖などでカントリーリスクが懸念され、外国人投資家から株式・通貨・債券ともに大きく売られたが、足元では一応の落ち着きを取り戻している。とはいえ、底入れ・反転を伺うには材料が乏しい状況が続くとみられる。
- 一連の経済対策に加えて、中国の大規模対策が投資偏重で進んでいることで資源などの資本財輸出が太宗を占める中で景気下支えが期待される。一方、先進国の景気底入れには依然時間を要する中、輸出全体の落ち込みを中国だけでカバーすることは難しい。さらに、電気機器や輸送機器関連では設備・人員の過剰感が強まっており、当面の調整で雇用・所得環境の悪化は避けられない。政府は2009年の成長率を4.5～5.5%に収める意欲を示しているが、下限を下回る可能性が高いと予想される。また、今回の経済対策は短期的には望ましい一方、財政の構造的課題は棚上げになったままである。投資を外国資本に依存する状況では、競争力を高めるためにも早い段階で構造改革に道筋を付けることも求められよう。

### 《鉱物資源を背景に底堅い成長を謳歌した経済にも金融危機の影が、資金流出がその勢いを曇らせる契機に》

- 2.4 億人強という人口規模に加えて、GDP 規模でも東南アジア諸国で最大の規模を有するインドネシアは、アジア域内でも数少ない原油や天然ガスといった鉱物資源の埋蔵を誇る。ただし、1968 年から 32 年に亘り独裁政権を敷いたスハルト大統領の下で、資源ナショナリズムが台頭したことで資源メジャーが同国から相次いで撤退、油田開発が滞るようになった。その結果、産油量は年々減少の一途を辿り、2002 年には国内の精製施設の稼働率を上げるために純輸入国に転落、昨年にはアジアで唯一加盟していた OPEC から脱退を余儀なくされた。とはいえ、同国には石炭や銅、ニッケルなど他の鉱物資源に恵まれていることから、一昨年以降の国際的な商品市況の急騰を追い風に外貨収入を増やし、昨年半ばまでは高成長を謳歌してきた。
- さらに、同国は世界最大のイスラム教国という特色から、ここ数年の原油価格の高騰により拡大したオイルマネーを受け入れるべくイスラム金融の普及に取り組んだことも奏功して資金流入も盛んに進み（図 1）、国内の投資や消費といった内需が押し上げられた。同国には 4,000 万人弱の貧困層が居り、政府は補助金に

よりエネルギー価格を低く抑える政策を志向しているが、このことは度々国際機関から指摘され、改善を要求されてきた。一昨年後半以降の原油価格の急騰に際しては、補助金が歳出の2割に達する上に、負担増で財政の自由度が一段と狭まる懸念が生じたことから、政府はガソリン価格の引き上げを余儀なくされた。その結果、インフレ率は2年ぶりに一時2桁台を上回る水準にまで高進する事態となった。

- 足元では、原油をはじめ商品市況の急速な調整の影響からインフレ圧力は大きく後退しており、直近1月の消費者物価は対前年同月比+9.2%と昨年4月以来の1桁台に落ち着き、対前月比でも▲0.07%と着実に鈍化が続いている（図2）。しかし、世界金融危機に端を発する世界的な景気後退が進む中、世界的な需要の頭打ち感が強まっていることで底堅さを保ってきた同国経済にも変調の波が訪れている。特に、信用収縮に伴う投資家のリスク許容度低下による資金流出は、内需を押し上げた過剰流動性を剥落させ、個人消費を裏打ちする小売上が足元で急速に冷え込むといった影響が出始めている（図3）。その上、世界的な景気後退により、主な輸出先である日本や米国をはじめとする先進国のみならず、中国も景気減速懸念が強まっていることで国内の生産にも下押し圧力が掛かっている（図4）。このように、資源を背景に底堅さを保ってきた同国にも、世界金融危機に端を発する景気後退の波で需要及び供給の双方で下押し懸念が強まっており、7-9月期までは底堅さを保ってきた景気も10-12月期には減速が避けられないとみられる（図5）。

図1 業種別投資流入額の推移

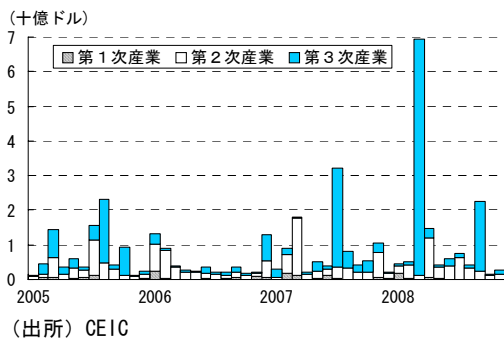


図2 消費者物価の推移(前年比)

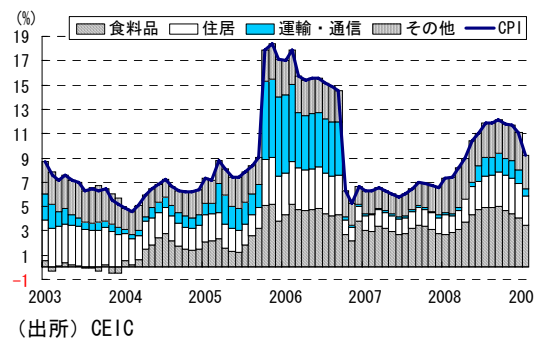


図3 小売売上高の推移(前年比)

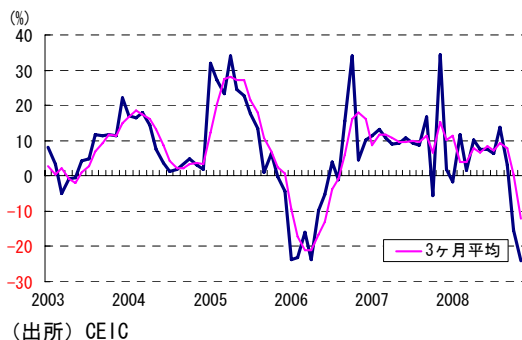


図4 鉱工業生産の推移(前年比)

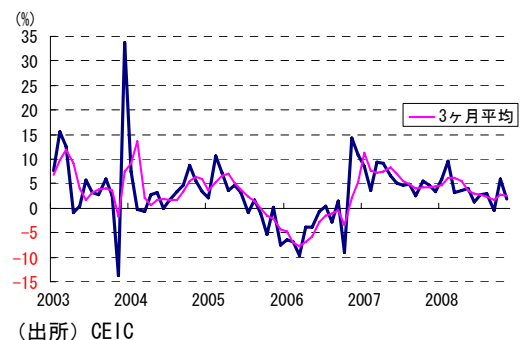
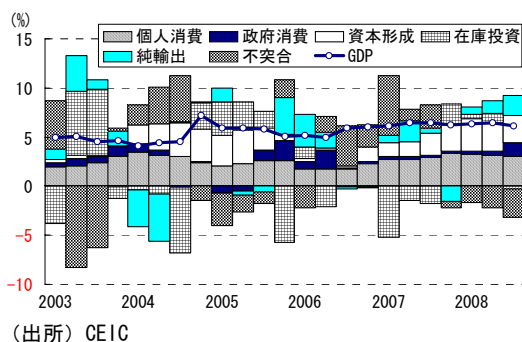


図5 実質 GDP 成長率の推移(前年比)



## 《インフレファイターから一転して利下げで景気刺激、大規模財政出動で一段と金融緩和を志向する可能性も》

- 一昨年後半以降のインフレ圧力の高まりに対して、金融当局は昨年中盤以降に金融引き締め姿勢を強めることで対応してきた。しかし、需要インフレのみならずコストインフレによる要因も大きかったことから、インフレと金利高の共存状態を生むこととなり、個人消費を中心とする内需の下押しに拍車を掛けることとなった。金融危機以降は、投資資金の流出が強まったことで株式などの資産価格も一段と下落するなど、景気の減速感が強まることとなった。さらに、原油価格の大幅調整によりインフレ圧力が大きく後退したことも後押しする形で、金融当局は昨年 12 月に一転して金利の引き下げに踏み切っている。4 日に開催された定例の金融政策委員会においても当局は 3 ヶ月連続の利下げを決定、利下げ幅は前月同様に 50bp とし、政策金利を 8.25% とした（図 6）。このように、金融当局は政策姿勢の変更により景気刺激を図っていることから、先行きについても当面は利下げ姿勢が続いていくことが予想される。
- 一方の財政政策については、政府は先月初めに財政出動を伴う形での対策を打ち出す方針を明らかにしていたが、その後、27 日に具体案として国会に提出された。対策規模は 71.3 兆ルピア（約 63 億ドル）となり、1 月初めに財務相が表明した 51.3 兆ルピア（その後、政府内での紆余曲折から 27.7 兆ルピアに減額されていたものの）から大幅な積み増しが実施された（図 7）。対策の公表に際して、財務相は対策の目的を「消費規模の維持と企業支援、労働集約的なインフラ開発」との方針を示している。このように対策規模が大きく膨らんだ要因としては、大統領選挙と総選挙が今年中に予定されていることも大きく影響したと考えられる。なお、一連の経済対策によって 2009 年度の財政赤字は、当初予定の対 GDP 比 1% 程度から 2.5% 程度に拡大することになり、ファイナンス資金の一部に国債発行を用いる方針を示している。
- 同国の金融市場を巡っては、10 月頭に同国から外国人投資家による資金流出が大量に起こったことで株式市場でサーキットブレーカーが発動し、その後に取引所が数日間に亘って取引停止措置を打ち出したことでカントリーリスクが意識されるようになった。そうした動きから、株式のみならず国債も売られるようになり、利回りは 11 月にかけて大幅に上昇するに至ったが、その後は一転して落ち着きを取り戻している（図 8）。しかし、一連の経済対策で大幅な財政赤字の発生が不可避となっていること、そのファイナンスを国債発行で行う方針が示されたことで国債の供給過剰感が高まることが懸念される。一方、対外債務全体ではここ数年の経済成長によって残高の対 GDP 比率は低下基調にあるものの、景気の減速や通貨ルピアの減価など債務負担の増大に繋がる要素が立て続いていることが危惧される。こうしたことも影響し、先行きの金融政策は利下げ姿勢をある程度進めていく可能性が高いと言えよう。

図 6 政策金利の推移

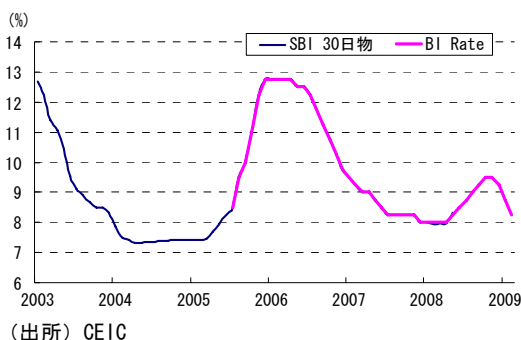


図 7 追加経済対策の具体的内容

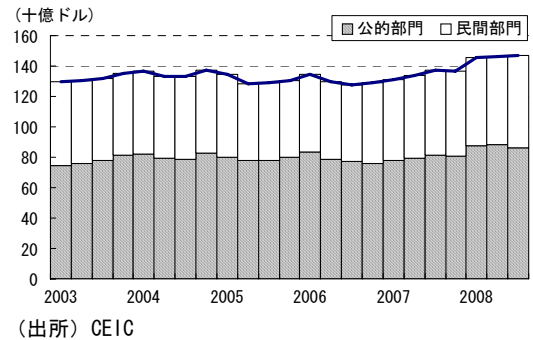
| (単位: 兆ルピア)                |      |
|---------------------------|------|
| 事業内容                      | 事業規模 |
| 個人・法人所得税の減税               | 43.0 |
| 原油・天然ガス・食用油精製に掛かる付加価値税の免除 | 3.5  |
| 鉱物資源・資本財輸入に掛かる関税の免除       | 2.5  |
| 雇用者報酬に掛かる所得税免除            | 6.5  |
| 地熱発電所に対する免税               | 0.8  |
| ディーゼル油向け補助金               | 2.8  |
| 電力価格割引向け補助金               | 1.4  |
| インフラ開発投資資金                | 10.2 |
| 地方開発分担金                   | 0.6  |
| 計                         | 71.3 |

(出所) CEIC

図8 国債利回りの推移(10年債)



図9 対外債務残高の推移



### 《世界的な需要鈍化で輸出に急ブレーキ、信用収縮も納まらない中で意外にも不安定な対外ポジションが露呈》

- 同国は様々な鉱物資源が埋蔵していることから、中国やインドを中心とする新興国での資源需要の旺盛さ、また、半導体などの電子部品をはじめとする電気機器といった非原油・ガス輸出も増大しており、足元では原油・ガス輸出を大きく上回っている。その一方、国内の石油精製施設の稼働率を高める観点から原油の純輸入国に転落している上、昨年は原油価格の急騰で輸入価格が大きく上振れしたことから、輸入の伸びが輸出の伸びを上回る状況が続いたことで、貿易収支の黒字幅は大きく縮小した。さらに、世界金融危機以降は世界的な景気減速で資源のみならず、生産の低下で電気機器に対する需要も落ち込んだことで輸出は急速に鈍化している。輸入については、商品市況の大幅な調整と内需が底堅さを維持しつつも頭打ち基調を強めていることで伸びが鈍化する事態となっている（図10）。
- ここ数年は経常収支は黒字基調が続いてきたものの、貿易黒字の縮小により足元では一転して赤字に転落している。特に、資源関連では外国資本による投資に依存せざるを得ないことで、その利益・配当送金に伴う所得収支は大幅な赤字で推移していることも、こうしたファンダメンタルズの脆弱性を生む要因となっている（図11）。金融危機以前は、外国人投資家のリスク許容度に応じて投資資金が流入することがあったものの、足元では信用収縮に伴うリスク回避志向が強まっていることで経常赤字のファイナンスがままならなくなっており、外貨準備の増減を示す総合収支も赤字に転落する事態となった（図12）。
- また、10月初旬に外国人投資家による資金逃避行動が殺到したことで株式市場でサーキットブレーカーが発動され、その後に証券取引所が取引を停止した時には（図13）、さらに同国関連資産に対する売り圧力が集まり、通貨ルピア、国債にまで売り圧力が強まる事態となった（図14）。金融当局は、為替の急激な振れが続いたことを危惧して、ルピア買い（ドル売り）介入による為替の安定化を図るオペを大量に行ったとみられ、足元の外貨準備高は昨年7月末時点のピークからは大きく減少したものの、1月末時点でも509億ドルと輸入決済額の5.2ヶ月分を確保している（図15）。また、同国は10年前のアジア通貨危機の震源地の一つであるが、その時の教訓から対外債務の太宗は公的部門による長期債務が占めている。さらに、外貨の融通についても日中韓の3ヶ国+ASEANによるチェンマイ・イニシアティブに基づくセーフティーネットも強化されている。

図 10 輸出入の推移(前年比)

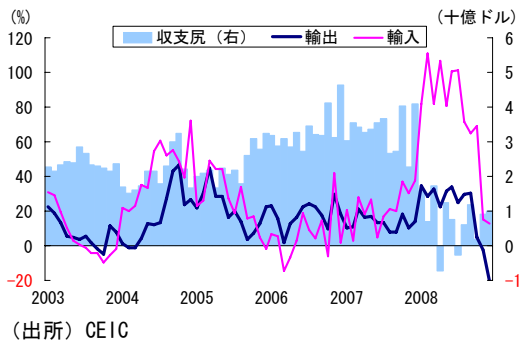


図 11 経常収支の推移

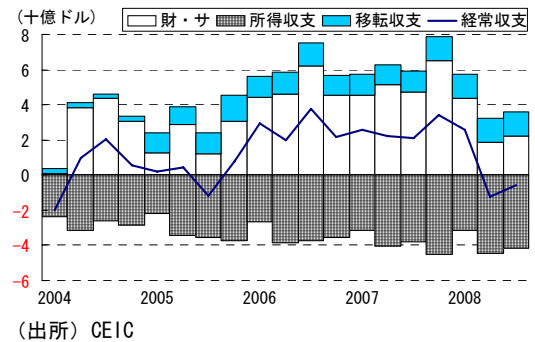


図 12 国際収支の推移

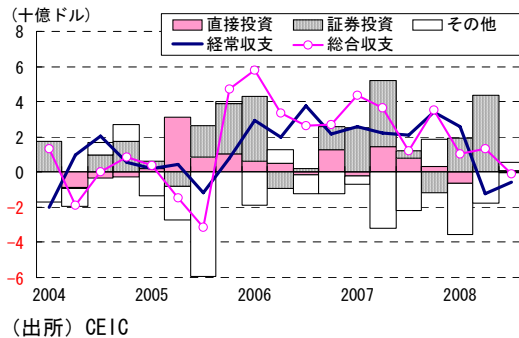


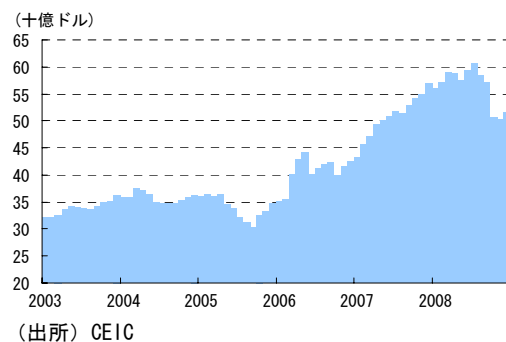
図 13 株式相場の推移



図 14 為替相場の推移



図 15 外貨準備高の推移



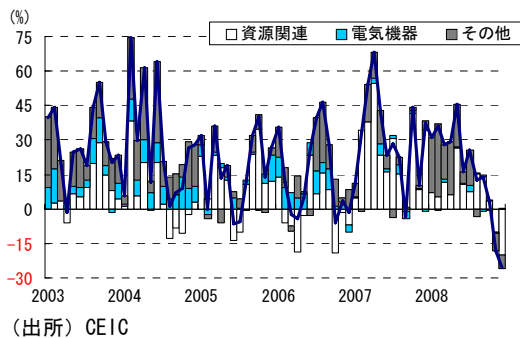
### 《中国の大規模対策が下支えになる可能性も、電気機器部門での調整で経済対策の効果は相殺される懸念》

- インドネシア経済の先行きについては、原油をはじめとする国際商品市況の調整が進んでいることもあり、インフレ圧力は先行きも後退が進むものと予想される。また、財政出動による大規模な経済対策もあり、景気の押し上げ効果は一定程度期待されるであろう。しかしながら、足元では世界的な景気後退で資源のみならず、輸送機器や電気機器などの需要も低下しており、特に先進国の景気の底入れには時間を要するとみられることで、当面はこれらの生産に下押し圧力が掛かることが懸念される。新興国の中では中国向けの輸出額は、足元では米国向けに並ぶほどに高く、中国の大規模な経済対策が投資の振興に偏っていることで、資源を中心とする資本財需要が上振れする可能性は高い(図 16)。全体的には、資源関連で生産の下支えが期待される一方、設備過剰感が残る非原油・ガス関連では設備や雇用に対する調整圧力が強まるとみられる。
- また、先行きの金融政策については、今年は総選挙と大統領選挙のダブル選挙が待ち受けていることもあり、政府による景気対策を重視する姿勢が一層強まることが予想され、当面は金利引き下げ方向で進んでいくとみられる。インフレ圧力の後退が進む中で、金利の引き下げによる債務負担の軽減が進むこともあり、家計及び企業部門にとっては消費及び投資誘因が強まることが予想される。しかしながら、足元で大量の雇用を抱える製造業部門では、設備や人員に対する調整圧力が強まることで雇用・所得環境の悪化が懸念され、減

税などによる消費などの押し上げ効果が相殺されることも懸念されよう。一連の経済対策を通じて、政府は2009年の経済成長率を前年比+4.5~5.5%の範囲に収めることを目標としている（2008年の見通しを同+6.2%としている）が、当研究所が昨年12月時点で2009年の成長率の見通しを前年比+4.3%と公表している。現在、鋭意この見直し作業を行っているが、一連の経済対策が行われることで押し上げ効果が期待される一方、輸出や個人消費などの減速スピードは予想以上に進んでおり、政府目標の下限を下回る可能性が高いと考えられる。

- 今回公表された経済対策については、短期的な景気の下支えという観点からは望ましいものと言えるであろう。しかし、2009年度予算では既に公務員給与の引き上げなどに加えて、大規模な公共投資を盛り込んだバラ撒き型の予算となっている上、減税や補助金をふんだんに盛り込んだ補正予算を組んだことで財政規律の観点からは大きく疑問符の付く内容になったと言える。同国の財政を巡っては、石油製品向けの補助金の過大さから硬直的な歳出構造が常に問題となってきたが、「経済対策」の名の下にこうした取り組みは大きく後ろ倒しを余儀なくされている。さらに、世界的な商品市況の高騰で石油公社（プルタミナ）をはじめとする資源関連企業からの法人税収が上振れしたことが歳入を押し上げたが、足元では資源価格も大幅に調整していることで先細りは避けられず、財政の硬直性がさらに高まる懸念がある。財務相は国債発行による調達をほのめかしているが、投資資金の過度な対外依存はここ数年の景気の上振れと縮小をもたらす元凶となったことを考えると、構造的な問題にも早いうちで道筋を付ける努力が求められよう。

図 16 中国向け輸出額の推移(前年比)



以 上