

インドネシア経済事情：景気は底入れ感を強める展開へ

～投資や外需は難しい局面続くも、景気対策で消費は底堅く景気を牽引～

発表日：2009年5月26日（火）

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)

- 金融危機後の資金逃避の影響を受けて景気の減速感が強まったインドネシアだが、1-3月期の実質GDP成長率は、政府による景気対策の効果から個人消費の底堅さが続き、早くも景気の底入れ感を示す結果となった。景気対策では短期の消費の押し上げに向けて減税や補助金を実施されたが、国内産業保護に向けた動きもあるなど留意の必要はある。ただ、他のアジアと異なり外需に占める中国向けの割合が低いなど、中国の景気対策の効果が及び難い中、財政・金融両面で景気刺激を打ち出し、景気反転の兆しを強めたことで、2億人という市場規模の多さと都市部への人口流入が続くなどの状況を背景に内需の底堅さを示した格好だ。
- 近年の高成長には、海外からのリスクマネーの流入で生じた過剰流動性が内需を押し上げたことが大きく貢献した。その一方、金融危機後の世界的な信用収縮でこうした資金が逆流したことが、想像以上の景気後退を招いたことは想像に難くない。こうした中、3月を境に国際金融環境が落ち着きを取り戻しており、投資家のリスク許容度の緩和からリスクマネーの動きが再び活発化していることが、景気底入れ感を前倒して生じさせる要因に繋がったと言える。ただし、本格的な景気回復には依然時間を要するのは避けられない。
- 景気刺激に向けた財政拡張が志向される一方、硬直的な財政運営が長年の課題とされてきたが、こうした財政規律の緩みが続けば財政への影響が課題となる。政治面ではユドヨノ政権の基盤が磐石になっており、早晚財政問題に取り組む必要が出てくるとみられる。経済の外需依存度は低いが、輸出の多くが先進国向けであり、その需要回復が期待出来ない状況下では本格的な景気回復は難しい。政府は、2009年の経済見通しを前年比+4～5%としているが、国際機関などは軒並みこれを下回る見通しを示している。当研究所では、今月見通しの改訂を行うが、2月時点に比べて景気対策による景気底入れが早まっていることを勘案して上方修正を行い、同+3.6%（前回と同+2.7%）になると予想する。

《財政・金融政策による景気刺激で1-3月期は前期比でプラス幅が拡大。景気の底入れ感が高まっている》

- 東南アジアの資源国として、近年の資源価格高騰の恩恵を受ける形で成長を続けてきたインドネシアだが、資源価格の下落と金融危機を経て、経済を取り巻く環境は一変した。ただし、その直後に中国が打ち出した大規模景気対策の効果に加え、昨年末に政府が公表した景気対策の効果などで、足元では景気の潮目に変化が現れ始めている。先日公表された1-3月期の実質GDP成長率は、前年同期比+4.4%と前期（同+5.2%）から一段と伸びが鈍化した（図1）。しかし、当研究所で試算した季節調整値ベースの前期比は+0.9%と前期（同+0.2%）を上回り、早くも景気底入れの可能性を示した。昨年の商品市況急騰でインフレ圧力が強まり、景気を牽引してきた個人消費は鈍化し、金融危機後は一段と落ち込む事態に陥っていた。こうした状況から、政府は今年度予算で73.3兆ルピア（65億ドル）規模の景気対策を打ち出し、消費喚起に向けた減税や補助金支給などを行い、年明け以降には小売売上高に底入れ機運が強まるなど（図2）、内需の底堅さが示された。
- 同国は「資源国」だが、2億人の巨大市場を背景に個人消費などの内需主導で成長を収め、輸出はGDP比でも30%未満とアジア新興国の中で外需依存度が低い。したがって、金融危機後の世界的な需要縮小の中で輸出は激減したが、商品市況の下落で輸入も大幅に落ち込み（図3）、輸出減によるインパクトは周辺国ほど大き

く受けていない。また、1-3月期には、政府が年明け以降に「密輸対策」を名目に輸入制限を掛けるなど「保護主義」的な動きを強めており、個人消費が伸びる中でも輸入が減少するなど、保護主義的な政策が景気減速の食い止めに奏功した可能性も考えられる。なお、アジア各国では中国の景気対策効果で中国向け輸出に底入れの動きが強まり、同国も1月を底に輸出額は上昇しているが、香港を含めた中国向け輸出は全体の1割程度に過ぎず、輸出に与える影響は限定的である。足元で生産に回復の兆しが出るも、その伸びは緩やかに留まっており（図4）、企業による設備投資の抑制が資本投資の頭を重くしている。

- 金融当局は、昨年インフレ対策として金融引き締め姿勢を堅持してきたが、昨年12月に景気刺激の観点から利下げに舵を切り始め、直近の5月の金融政策委員会まで6回連続で計225bpの大幅利下げを実施し、BIレートは政策金利に採用されて以降最低の7.25%となっている（図5）。しかし、海外からの投資資金の逃避が進んだ影響か、市中金利は政策金利ほど抑制が進んでおらず（図6）、企業の資金需要が満たされない要因に繋がっているとみられる。足元のインフレ率は4月時点で前年同月比+7.31%とピークから大幅に低下が進み（図7）、前月比でも▲0.3%と一転してデフインフレ基調に突入している。当面はインフレ率が一段と低下し、利下げ余地が広がるとみられ、先行きも小幅利下げによる景気刺激姿勢を続ける可能性が高いと考えられる。

図1 実質GDP成長率の推移(前年比)

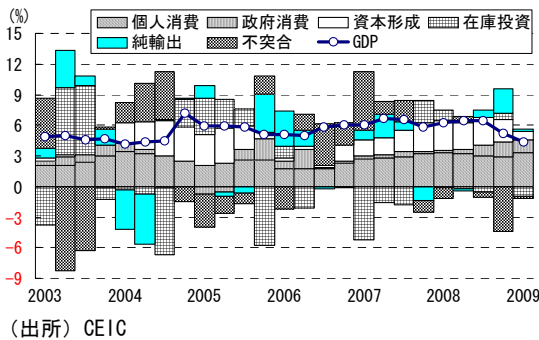


図2 小売売上高の推移(前年比)

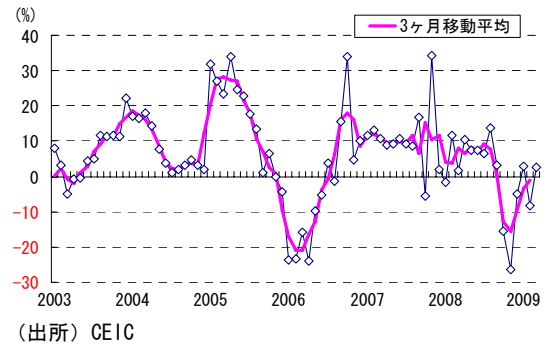


図3 輸出入の推移(前年比)

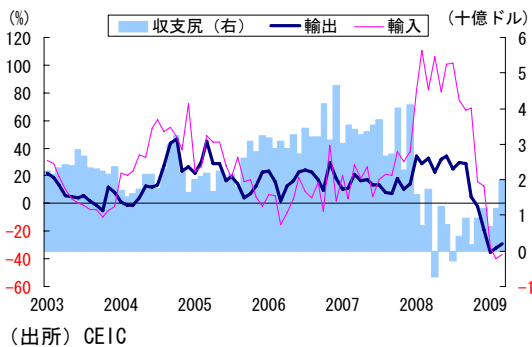


図4 鉱工業生産の推移(前年比)

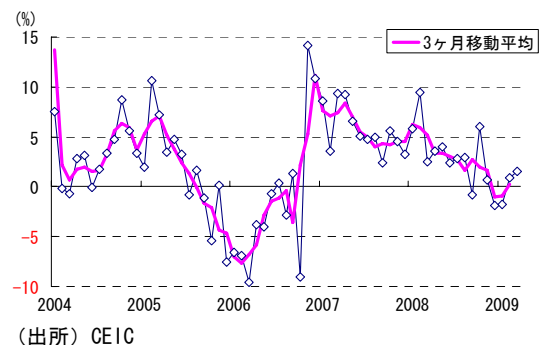


図5 政策金利の推移

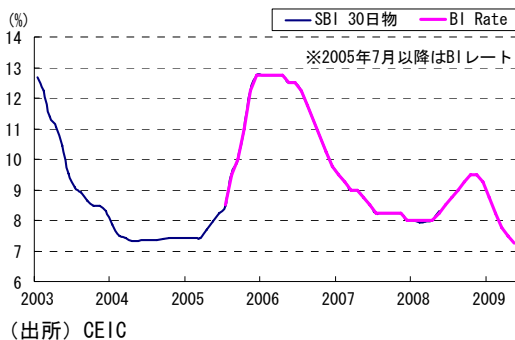


図6 市中金利と政策金利の推移

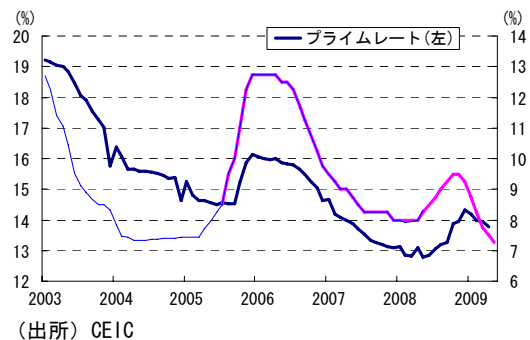
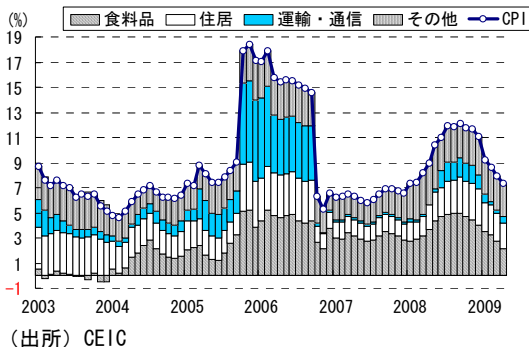


図7 消費者物価の推移(前年比)



《世界的なカネ余りが生んだバブルの破裂で一度は大きく減速するも、足元では投資資金に回帰の動きも》

- 同国経済は GDP に占める内需の割合が高く、内需主導型での成長を享受してきたが、その内需の押し上げに寄与したのが、近年の世界的な「カネ余り」による「リスクマネー」の流入と、それによる過剰流動性にあったと考えられる。同国は資源国であるために資源価格高騰は景気の押し上げに寄与したが、一方でインフレ懸念を生んだことから金融当局は引き締め姿勢を強め、金融緩和を続ける先進国との間に内外金利差を生んだ。高収益を求める海外からの投資流入は勢いを増した上(図8)、当局が利下げによる金融緩和に転じたことで国内のマネーサプライは急拡大を続け(図9)、内需の押し上げに寄与した一方で資源価格急騰によるコストプッシュ型インフレの影響を増幅させる要因に繋がった。
- しかし、資源国ながら2002年に原油の純輸入国に転落していたため、資源価格の急騰が輸入の急増を招き、貿易収支の悪化を通じて経常収支が悪化し(図10)、インフレの高進により景気の減速感が高まるにつれて資金の動きが鈍り始めた。また、金融危機の混乱の中、昨年10月初旬に同国の株式相場で大暴落が発生してサーキットブレーカーが発動されると、政府が株式相場での取引を2営業日停止させたことで、海外投資家のマインドは一気に冷え込み、資金流出の勢いが強まった。結果、通貨ルピアの為替相場や株式相場は大幅下落を余儀なくされ(図11,12)、外貨準備も一時的に大きく縮小した(図13)。この際には、同国が1998～99年のアジア通貨危機の震源地の一つであったため、市場の一部には危機的状況を危惧する声も聞かれたが、当時とは外貨準備の規模や為替制度が異なり、金融当局が引き締め策を堅持したことで難局を乗り切った。
- なお、年明け以降は輸出が激減した一方、商品市況の低下で輸入も大幅に下落し、貿易収支が改善したことで経常収支も改善に転じている。さらに、インフレ率の低下が進むなどファンダメンタルズの改善がみられる上、3月のG20財相・中銀総裁会合を経て国際金融環境が落ち着きを取り戻すと、海外投資家のリスク許容度が緩和した影響で同国への資金流入にも回帰の動きがみられ、為替や株式相場に反転の兆しが出ていることに加え、外貨準備高も上昇に転じている。一方、投資資金の回帰と金融緩和が相俟ってマネーサプライの伸びは再び大幅な伸びを示し始めているものの、国内信用の伸びは足元でも鈍化が続いており(図14)、内需の勢いが回復していないことを示している。したがって、1-3月期には景気の底入れ感が強まっているが、本格的な回復と判断するには時期尚早であるとも言える。

図8 海外からの投資流入額の推移

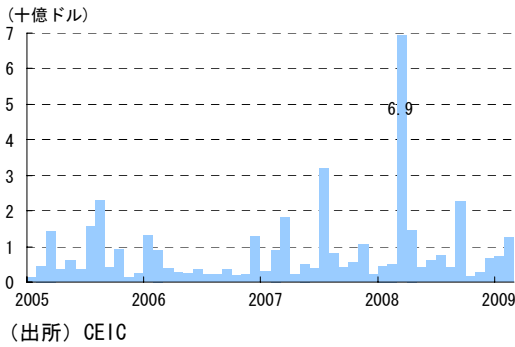


図10 経常収支の推移

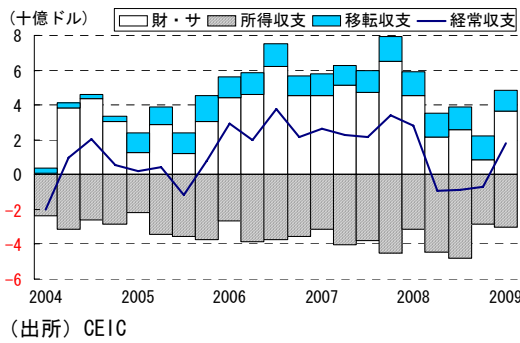


図12 株式相場の推移

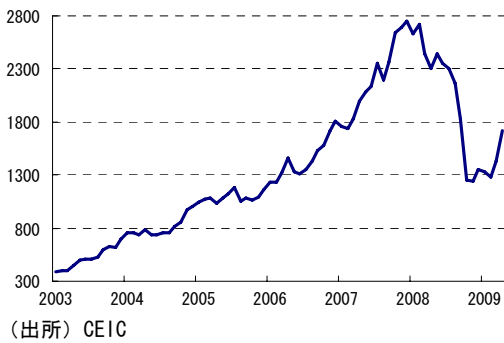


図14 M2と国内信用の推移(前年比)

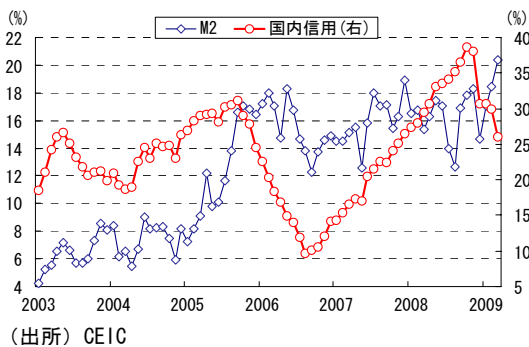


図9 マネーサプライ(M2)の推移(前年比)

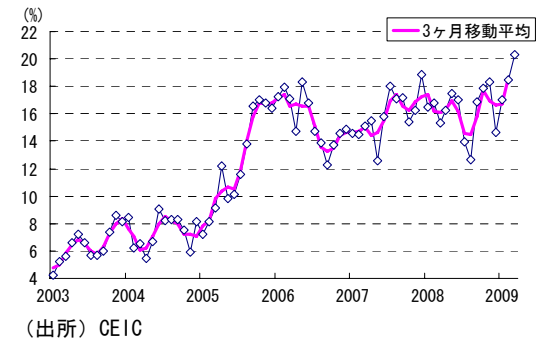


図11 為替相場の推移

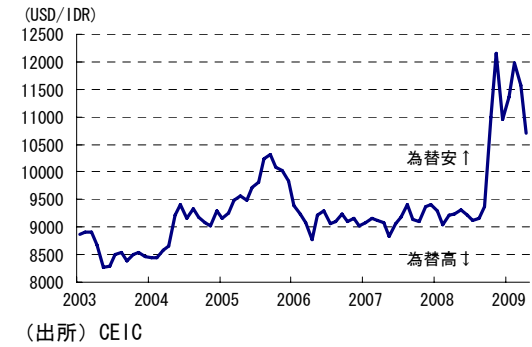
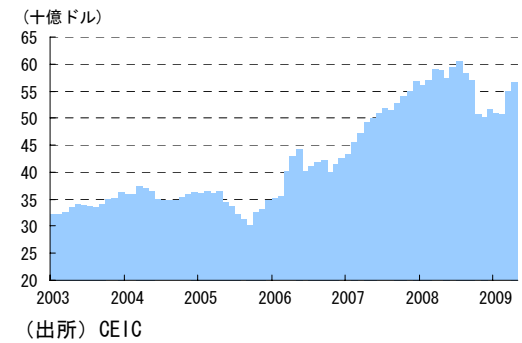


図13 外貨準備高の推移



《内需拡大策は理解出来るが過大な外部資金依存に懸念。資金の戻りや底入れの早さを反映し上方修正》

- 先行きの同国経済を占う中では、財政・金融面での景気刺激策で内需にどれだけ押し上げの効果が生じるかがポイントとなる。今年度予算は、短期的な消費の下支えを目的とする減税策や補助金を中心とする景気対策のほか(図15)、公務員給与の引き上げや大規模な公共投資の実施が盛り込まれるなど、財政規律の緩みが懸念される。貧困層対策として長年に亘り実施されている石油製品への補助金が財政硬直化の原因となってきたが、金融危機後の景気後退懸念を理由に構造改革のロードマップが後ずれする懸念が高まっている。

また、足元では資源価格は上昇基調にあるが、昨年と比較して依然低位にあるために税収の大半を占める法人税収の大幅下落は避けられず、財政の硬直化が一段と進むことも懸念される。財政赤字のファイナンスは、世界最大のイスラム教国であることを背景に旺盛な需要の続くイスラム債での調達のほか、サムライ債の発行には日本が JBIC（国際協力銀行）を通じて保証を付与する動きもあり、特段の問題は生じないとみられる。ただし、投資資金を海外からの資金に依存することは、近年のマネーの動きを鑑みれば同国経済の安定性を損なう可能性もある。4月に実施された総選挙の結果、ユドヨノ大統領の政権基盤が強固になり、7月の大統領選挙も戦い易くなったほか、政権運営の自由度も高まり、早い段階で財政を含む構造問題が議論に上ることになる。

- 同国経済の輸出依存度は他のアジア新興国に比べて低いが、近年の高成長が資源価格の高騰を背景とする輸出の上振れにあったこともあり、先行きの景気にとっては輸出の動向も重要な鍵を握る。同国の輸出構成をみると、日本向けが全体の2割を占め、米国やEU向けもそれぞれ1割程度となっており、先進国の景気動向が輸出に影響を与え易い状況にある。近年では、輸出に占める原油及び天然ガスの比率は徐々に低下し、原油・天然ガス以外の輸出が上回る状況が続いている。新興国の経済成長による需要増大を背景に、鉱物資源や電子部品などの輸出が大幅な伸びを示してきたが、主要輸出先である先進国の需要回復には依然時間がかかるとみられる中、外需が景気を牽引する状況は期待しにくいことを示している。
- 足元では、国際金融を取り巻く環境が一服していることで海外投資家のリスク許容度が緩和し、昨年にかけて同国から逃避した投資資金の一部に戻りの動きがあるとみられ、年明け当初は株式相場も軟調に推移してきたが、3月以降は一転して上昇基調を強めている（図16）。1-3月期のGDP統計が個人消費をはじめとする内需の底堅さで景気の底入れ感を示したため、当面は買いが入り易い展開が続くとみられる。同様に、昨年大幅に下げた通貨ルピアの為替相場も、昨年10-12月期のGDP統計で景気減速懸念が高まったことで、リスク回避の動きから年明け以降も下落基調が続いてきた。しかし、国際金融環境の落ち着きと歩調を合わせ、投資家のリスク許容度の緩和から投資資金に戻りが生じ、一転して通貨高の基調を強めている（図17）。過去数年の為替水準と比較すると、足元では依然として1割程度の安値圏で推移しており、当面は為替高基調が継続することが予想される。また、長期金利は金融危機後に投資資金が一気に逃避した際、18%程度まで急上昇する事態に陥ったが、その後は落ち着きを取り戻しており、足元では投資家の買い戻しの動きから低下基調を強めている。ただ、今年度予算では財政拡大による国債発行の増大が予定されており、これまでのような長期金利の低下を求めることは難しいと考えられる。
- 同国政府は、2009年の経済成長率が依然前年比+4~5%との見通しを堅持しており、2010年は景気回復で同+5%程度になるとの見解を示している。なお、国際機関は年明け以降も相次いで経済見通しの下方修正を行っており、直近の2009年の成長率見通しは、IMFが同+3.5%、世界銀行が同+3.4%、ADBが同+3.6%と軒並み政府見通しを下回っている。当研究所も独自に見通しの公表を行っているが、2月時点では金融危機後の落ち込みが激しく、その影響は今年の半ばまで長引くとの前提に立ち、同+2.7%としていた。しかし、景気刺激策が早くも効果を上げるなど景気の底入れ感が当初想定より早まっていることから、同+3.6%（前回は同+2.7%）に上方修正することとした。一方、2010年は同+4.2%（前回は同+4.5%）に若干下方修正を行っている。

図 15 景気対策の内容

(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
緊急時に向けた予備費	2.0
計	73.3

(出所) CEIC

図 17 為替相場の推移



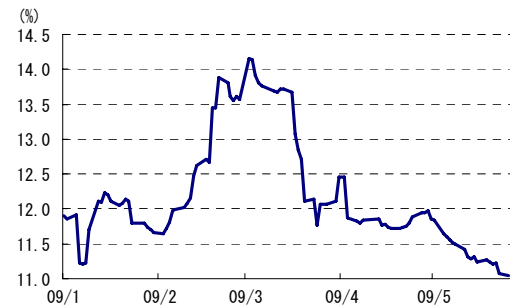
(出所) Bloomberg

図 16 株式相場の推移



(出所) Bloomberg

図 18 長期金利の推移(10年債利回り)



(出所) Bloomberg

以上