

## インドネシア経済事情：堅調な内需で一段と景気回復が進む

～ルピア高がインフレ要因を相殺。介入によるリスク懸念はあるも、堅調な景気回復の持続を予想～

発表日：2009年11月13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)

- 金融危機後の景気減速懸念に対抗すべく積極的な景気対策や金融緩和を打ち出し、既に景気は底打ちを果たしている。10日に公表された7-9月期の実質GDP成長率は前年比+4.2%と伸びが加速、試算した季節調整値ベースの前期比も+1.5%と伸びが続き、景気の底離れが進んでいる。景気対策や資産価格上昇による効果もあって、個人消費が盛り上がりを見せており、アジア経済の底打ちに伴い輸出も緩やかに回復しており、内外需双方で回復が進んでいる。これを背景に生産も回復し、その水準も昨年夏のピーク時に肩を並べている。来年度予算でも補助金による内需下支え策のほか、インフラ開発を継続する見通しであり、中国経済の堅調な回復も期待され、緩やかな回復基調が続くと予想される。
- 金融危機後の急速な金融緩和により国内の資金供給量は高い伸びが続いているものの、食料品価格の安定もあり、インフレ率は安定的に推移している。通貨ルピア高の進行が物価上昇圧力を相殺しているとみられ、金融当局も当面のインフレ率は目標の範囲内に収まるとの見通しを示している。また、ルピア高要因となっている海外からの資金流入は、良好な対外ファンダメンタルズや政治的な安定感の高まりを背景に当面続くとみられる。なお、長年指摘されている財政赤字のリスクは続いているものの、内国債やイスラム債の発行などファイナンス原資の多様化を図る試みもみられ、金融不安で急上昇した長期金利は足元では落ち着きを取り戻している。
- 通貨ルピア高の進行については、来年度予算上の想定為替レートは1ドル=10000ルピアと足元の相場はこれを上回る水準で推移していることから、金融当局は引き続き為替介入を行う可能性が高く、為替高要因となる利上げについても慎重姿勢が続くであろう。また、堅調な内需を背景に企業業績の改善が続く、株式相場は上昇基調にある。当面は、堅調な内需が続くと期待されることから、底堅い推移が予想される。
- 金融当局は2009年の経済成長率の見通しを前年比+4.0~4.5%に引き上げ、一方インフレ見通しは引き続き目標範囲に収まるとみている。また、2010年は成長率が同+5.0~5.5%、インフレ率が同+4.0~6.0%と一段と回復が進むとしている。一方、政府は今年の成長率見通しを前年比+4.3%で据え置き、年末時点のインフレ率は4.5%を下回り、2010年は成長率が同+5.5%、インフレ率が年末時点で5.0%近傍に留まるとしている。当研究所では今月定例の見直し修正を行い、7-9月期の順調な景気回復を踏まえ、10月以降も内需主導の堅調な推移が期待されることから、2009年の経済成長率を前年比+4.5%に+0.2p上方修正した。なお、2010年は同+5.2%で+0.6p上方修正し、2011年はアジア景気の堅調な回復を前提に同+5.4%と予想する。

### 《堅調な内需が景気を牽引し、アジアの景気底打ちで外需も増勢。7-9月期は景気回復が一段と進む》

- インドネシアは約2.3億人と世界で4番目に大きな人口規模を擁する。同国政府は、金融危機後の景気減速に対抗するため、今年度予算で73.3兆ルピア（GDP比1.47%）規模の景気対策を打ち出し、4-6月期の実質GDP成長率も前年同期比+4.0%と比較的強い景気回復を遂げてきた。10日に公表された7-9月期の実質GDP成長率は前年同期比+4.2%と伸びが加速し、景気の底離れが確認された（[図1](#)）。当研究所が試算した季節調整値でも前期比+1.5%と前期（同+1.3%）から加速し、昨年10-12月期（同+0.3%）を底に3四半期連続で景気回復が進んでいる。年前半の景気を下支えした政府支出は、前期比+0.8%と前期（同+2.4%）から鈍化して頭打ち感が出たが、GDPの6割弱を占める個人消費が同+1.2%と前期（同+1.0%）から加速した

ほか、世界経済の底打ちを反映して輸出も同+6.2%と前期（同+5.0%）から伸びており、内需・外需ともに回復感を強めている。

- 例年 8～9 月はラマダン前後にあたることから消費が増加する傾向がある。しかし、今年は政府による自動車買い替え優遇策などの景気対策効果もあって例年以上の盛り上がりを見せており（[図 2](#)）、個人消費の回復感が強まっている。また、2007 年以降長きに亘って低迷が続いていた不動産価格も、年明け以降再び上昇基調を強めるなど資本投資にも回復感が現れ、足元では建材需要も大きく回復している。また、株式相場は一昨年後半のピーク時に並ぶほど上昇しており（[図 3](#)）、こうした資産効果も消費や投資の押し上げに寄与しているとみられる。このように人口規模を背景とした市場の懐の大きさに加え、大規模な景気対策の効果、金融市場の回復による押し上げもあり、足元では内需の回復が顕著となっている。
- 中国の急速な景気回復による旺盛な資源需要を反映して、中国（含、香港）向け輸出は年明け以降大きく回復している（[図 4](#)）。また、最大の輸出先である日本向けも、景気の底離れに伴い緩やかながら回復感が出ており（[図 5](#)）、世界経済の回復を背景に大幅に落ち込んでいた輸出も底離れが進んでいる（[図 6](#)）。一方、輸入も回復感が強まっているが、輸出の伸びに比べて緩やかであり、年明け以降貿易黒字の拡大基調が続いている。中国の資源需要により原油・天然ガス関連の輸出は増加基調が続いているが、同国は 2006 年から原油の純輸入国となっている。同国は、東南アジアで有数の石油精製設備を抱え、その稼働率の上昇に伴い原油の輸入が回復しているものの、国内産業保護の観点からそれ以外の輸入に対して実質的な制限が掛けられており、輸入の抑制要因となっている。
- なお、こうした内・外需の回復に伴い、鉱工業生産も回復が進んでおり、足元の生産水準は昨年夏のピークに並ぶまで回復している（[図 7](#)）。先行きについても、来年度予算では大規模な補助金が継続的に実施されるほか、景気対策の一環としてインフラ開発も引き続き行われる見通しであり、内需の底堅い推移が期待される。外需面では、先進国を中心に不透明感が残るものの、中国経済は引き続き力強く推移していることから外需の下支えが期待される。さらに、総輸出額の 7 割がアジア域内向けであり、アジア経済も堅調な景気回復が期待されることから、外需は底堅い推移が予想される。当面は内・外需ともに牽引する形で着実な景気回復が進むと予想される。

図 1 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

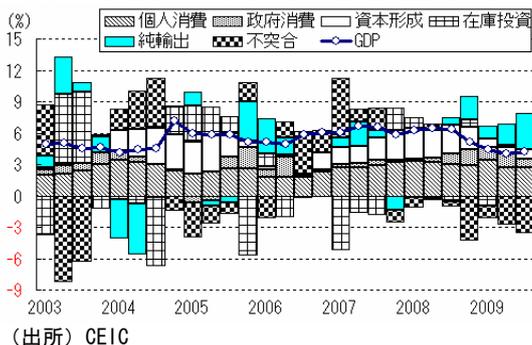


図 2 小売上高の推移(前年比)

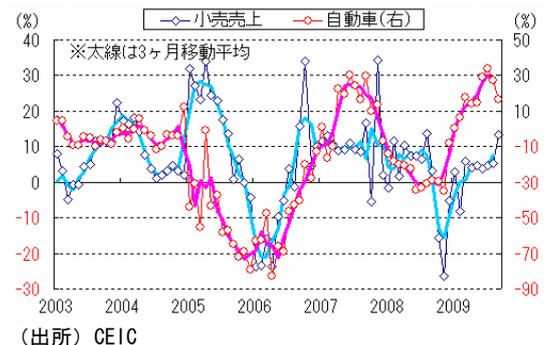
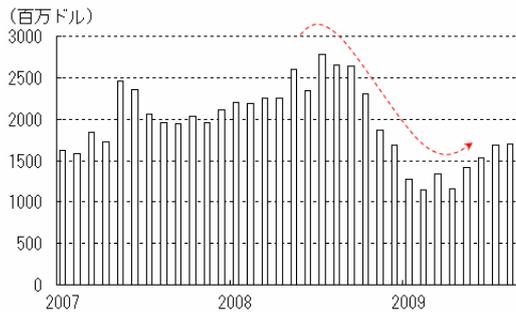


図3 株式相場の推移(ジャカルタ総合指数)



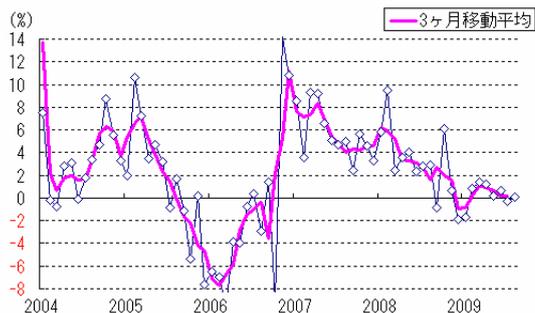
(出所) CEIC

図5 日本向け輸出額の推移



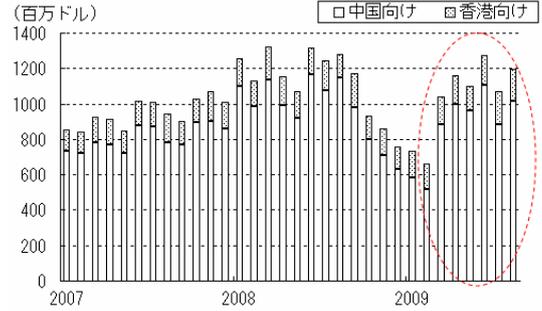
(出所) CEIC

図7 鉱工業生産の推移(前年比)



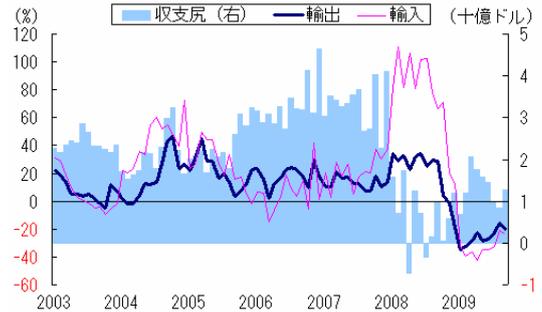
(出所) CEIC

図4 中国・香港向け輸出額の推移



(出所) CEIC

図6 輸出入の推移(前年比)



(出所) CEIC

《リスクマネー流入でルピア高が強まる中、当局は為替介入を継続。金融引き締めには依然時間を要する》

- 昨年秋の金融危機後、金融当局は金融安定化と景気刺激の観点から、それまでの引き締め政策を転換して累計 300bp の利下げを行っている。その後も今月 4 日に開催された定例の金融政策委員会において、政策金利が 3 回連続で 6.50% に据え置かれるなど、金融緩和が継続されている (図 8)。この結果、足元では資金供給量の伸びが高止まりしているが (図 9)、10 月の消費者物価は前年同月比+2.57%と昨年の商品市況急騰の反動もあり、低位に留まっている (図 10)。なお、地震や天候不順などの天災が相次ぎ、指数に最も影響を与える食料品の価格上昇リスクがあったものの、通貨ルピア高が続いたことから (図 11)、物価上昇圧力を相殺したとみられる。こうしたことから、当面の物価は穏やかな推移が期待され、年内に金融当局の目標 (3.5~5.5%) を上回る可能性は低いとみられる。金融当局は先日の金融政策委員会において、来年のインフレ率も目標 (4.0~6.0%) に収まる見通しを示しており、当面は政策金利が現行水準で据え置かれると予想される。
- 昨年は商品市況の急騰で輸入が急拡大したことを主因に、貿易収支が赤字に転落。その後も世界的な需要縮小による輸出低迷が貿易収支を一段と悪化させたが、年明け以降の輸出回復に伴い収支改善が進み、足元では経常収支も黒字基調を取り戻している (図 12)。こうした対外ファンダメンタルズの強さに加えて、総選

挙や大統領選挙を経てユドヨノ大統領の政権基盤が磐石となり、スハルト政権崩壊後から同国の懸念材料とされてきた政治的不安定が解消されたことから、外国人投資家による資金流入が続いている。なお、足元でのルピアの上昇に対して、金融当局は輸出などへの悪影響を懸念して為替介入を行っており、介入原資の調達と相俟って外貨準備高は急激に積み上がっている（[図 13](#)）。

- なお、来年度も補助金による景気刺激策が採られる見通しだが、同国は長年に亘り過大な補助金による財政逼迫が課題とされてきた。ユドヨノ政権の 2 期目では経済閣僚にユドヨノ大統領に近い有力者を数多く据え、1 期目ではゴルカル党との連立政権であったことから踏み込み不足に終わった投資環境整備に向けた法制度の充実や、インフラ開発などが促進されるとみられる。来年度も大幅な財政赤字が続く見通しのため、政府は外債に過度に頼らずにルピア建の内国債を発行するほか、オイルマネーの活用によるイスラム債の発行を計画しており、一時は国債増発懸念から長期金利は大きく上昇したものの、足元では落ち着きを取り戻している（[図 14](#)）。
- 国際金融市場では米ドル離れの動きの一方、同国経済の強さや、内外金利差などを背景に海外からの資金流入圧力が強まっており、通貨ルピア高が加速している（[図 15](#)）。なお、来年度予算の想定為替レートは 1 ドル＝10000 ルピアであり、足元の相場は高値圏での推移していることから、金融当局は引き続き為替介入を行う可能性が高く、ルピア高を誘発させる利上げに対しても慎重姿勢が続くであろう。また、堅調な内需を背景に企業業績の改善が続いており、株式相場は引き続き上昇基調が続いている（[図 16](#)）。当面は、堅調な内需が続くと期待されており、外国人投資家の売買動向に左右されるものの、堅調な推移が予想される。
- 先月の金融政策委員会において、金融当局は 2009 年の経済成長率の見通しを前年比+4.0～4.5%に引き上げ、一方でインフレ見通しは引き続き目標範囲に収まる見通しを示した。2010 年については、成長率が同+5.0～5.5%、インフレ率は同+4.0～6.0%と一段と回復が進むとみている。一方、政府は今年の成長率見通しを前年比+4.3%で据え置いており、年末時点のインフレ率は 4.5%を下回るとし、2010 年については成長率が同+5.5%、インフレ率が年末時点で 5.0%近傍に留まるとみている。なお、当研究所では今月定例の見直し修正を行い、7-9 月期の順調な景気回復を踏まえつつ、10 月以降についても内需主導の堅調な推移が期待されることから、2009 年の経済成長率を前年比+4.5%に+0.2p 上方修正した。なお、2010 年は同+5.2%で+0.6p 上方修正し、2011 年はアジア景気の堅調な回復を前提に同+5.4%と予想する。なお、イスラム過激派の活発化など社会不安によるリスクのほか、食料品価格の上昇によるインフレ加速などがあれば、景気を下押しする要因になろう。

図 8 政策金利の推移

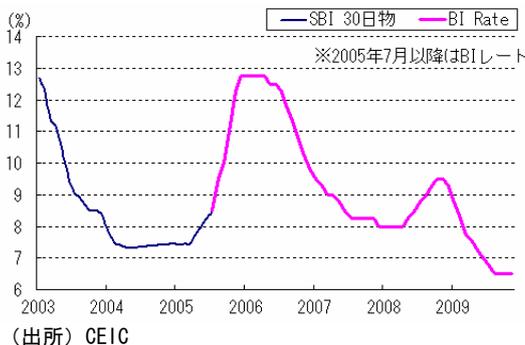


図 9 マネーサプライ (M2) の推移 (前年比)



図 10 消費者物価の推移(前年比)

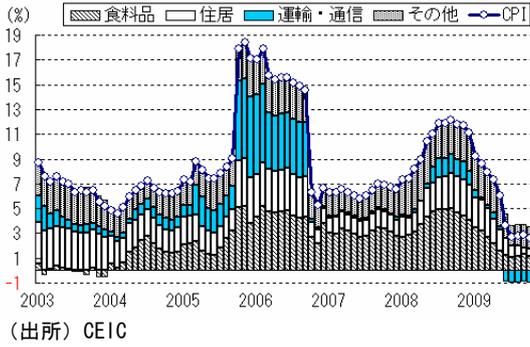


図 11 為替相場の推移(USD/IDR)



図 12 経常収支の推移

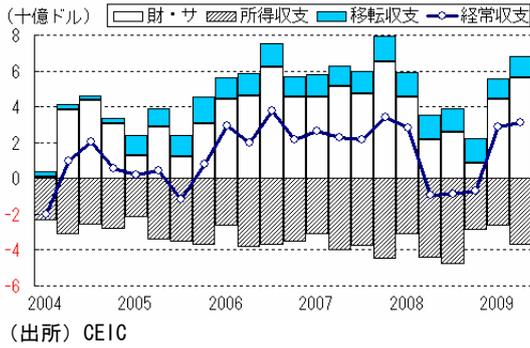


図 13 外貨準備高の推移

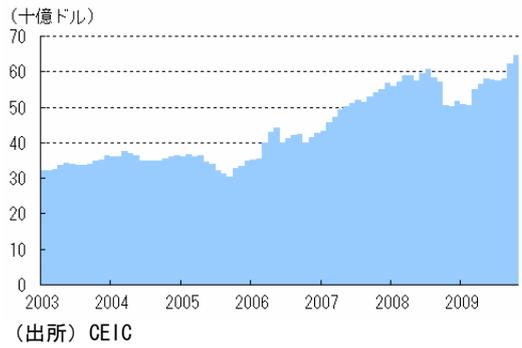


図 14 長期金利の推移(10年債利回り)



図 15 為替相場の推移(USD/IDR)



図 16 株式相場の推移(ジャカルタ総合指数)



以上