

インドネシア経済事情：派手さはないが堅調な景気拡大が続く

～政治問題が影響する懸念はあるが、内需主導での景気拡大が持続～

発表日：2010年3月9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)

- 10-12月期の実質GDP成長率は前年比+5.4%と景気拡大が続き、2009通年の成長率も前年比+4.5%と、アジア内でもマイナス成長の国が出る中で景気は堅調に推移している。政府は昨年度予算で大規模景気対策と金融緩和を実施して景気の下支えを図ったが、今年度も景気刺激策を続けており、消費者マインドの改善により堅調な内需が景気を牽引している。さらに、中国の景気拡大による旺盛な資源需要が輸出を押し上げており、内需・外需の復調によって投資が拡大する好循環に入っている。同国は約2.4億人という人口規模に加えて平均年齢の若さもあり、今後も生産年齢人口の拡大が期待されることから、内需主導による景気拡大が続くと予想される。
- 累計300bpの利下げにより足元の政策金利は史上最低水準の6.50%となっており、4日の金融政策委員会でも金利は据え置かれている。これほどの金融緩和にも拘らず物価は依然落ち着いており、金融当局はインフレ率が年内は目標の範囲内に収まる見通しを示し、早々に利上げを行う可能性を否定している。ただし、低金利による資金供給量の拡大に加えて、海外資金の流入や通貨高に対する為替介入などで資金供給量は大幅に増大し、過剰流動性が発生し易くなっている。株式や不動産価格の急上昇など、資産バブルの発生が懸念される状況となっており、年後半には利上げ圧力が高まると予想する。
- 輸出の回復により経常黒字が拡大しており、外貨準備も積み上がっていることから対外信用力は向上している。2ヵ年連続の歳出拡大で財政悪化が懸念されるが、今年度は財政赤字幅を圧縮する方針を示したほか、国債発行に対してわが国からの支援のほか、イスラム金融の活用が図られることでファイナンスの問題はクリアされると予想する。なお、政権の経済チームに対する政治スキャンダルが明らかになっており、政権の求心力が低下した場合、構造改革の停滞が中長期的な経済成長に悪影響を与えることが懸念される。
- 当研究所は先月、向こう2ヶ年の経済見通しを発表しており、2010年の成長率は前年比+6.3%、2011年は同+6.4%と予想している。またインフレ率の見通しは、2010年は前年比+5.6%、2011年は同+6.2%としている。
- ギリシャ問題などにより海外投資家のリスク許容度が低下した結果、株式相場は1月半ばを境に急速に下落した。しかし、リスク回避の動きが一巡した後は、見直し買いの動きが出ており、株式相場は上昇基調に転じている。今後も、当局が利上げに対して慎重な姿勢を示していることもあり、資金流入は続くと見込まれる。外国人投資家の動向は通貨ルピアにも影響し、1月半ばよりルピア安圧力が掛かったが、株式同様に足元では再びルピア高となっている。当局は為替介入を続けると思われる、為替相場は極端な振れは抑制されるであろう。海外資金流入で長期金利は低下しており、当面株式、通貨、債券のトリプル高が続くと予想される。

《内需・外需の回復で設備投資拡大の好循環が続いており、今後も堅調な景気拡大が見込まれる》

- 10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.4%と前期（同+4.2%）から拡大し（[図1](#)）、当研究所が試算した季節調整値ベースの前期比は+1.6%と前期（同+1.5%）に続き堅調な景気拡大が続いている。結果、2009年通年の経済成長率は前年比+4.5%と前年（同+6.0%）からは鈍化したものの、アジア域内でもマイナス成長の国がある中で底堅い成長を遂げた。
- 政府は昨年度予算で大規模景気対策を実施して景気の押し上げを図った。特に公共投資の拡大に伴い資本投

資が大幅に押し上げられたほか、景気対策による補助金支給や累計 300bp の利下げなど大胆な金融緩和により景況感が改善し（図 2）、昨年夏には二輪車の販売台数が過去最高を記録したほか（図 3）、四輪車の販売も復調している（図 4）。結果、小売売上高はリーマンショック前の水準に戻るなど（図 5）、GDP の約 6 割を占める個人消費は堅調に拡大し、景気を牽引している。さらに、政府消費の拡大も加わり内需が盛り上がりを見せ、堅調な内需を背景に企業部門の設備投資が拡大する循環が起こっている。

- また、中国の景気拡大による旺盛な資源需要を背景に、中国・香港向け輸出が拡大を続けているほか（図 6）、最大の輸出相手である日本向けも世界金融危機前の水準には及ばないものの復調している（図 7）。さらに、アジアなどの景気回復でエネルギーや資源の需要が高まっていることも、輸出の回復を後押ししている（図 8）。
- このような内需・外需の好調さを背景に投資が拡大する好循環に入っており、世界需要の回復に裏打ちされた資源価格も景気を後押しすると予想される。さらに、約 2.4 億人という人口規模の大きさに加えて、若年層の割合が高いことから（図 9）、今後も労働生産人口の拡大が続くため、中長期的にも景気の押し上げ要因になると期待される。

図 1 実質 GDP 成長率の推移 (前年比)

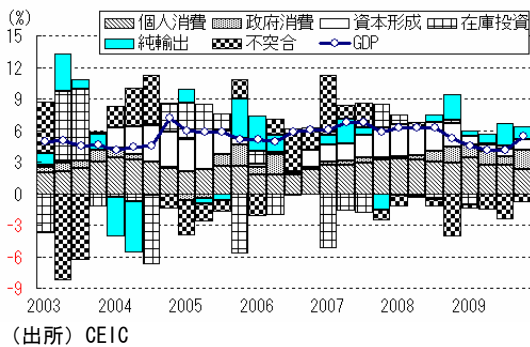


図 2 消費者信頼感の推移

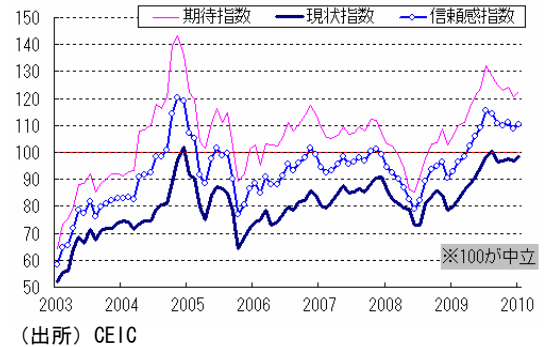


図 3 二輪車販売台数の推移

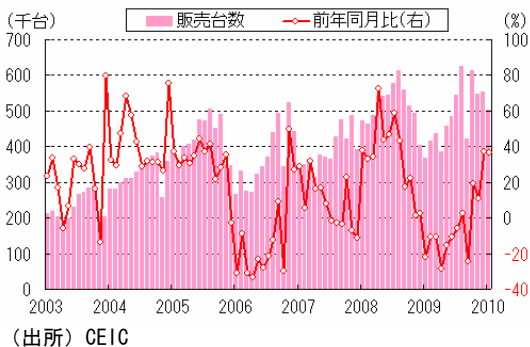


図 4 四輪車販売台数の推移



図 5 小売売上高の推移 (前年比)

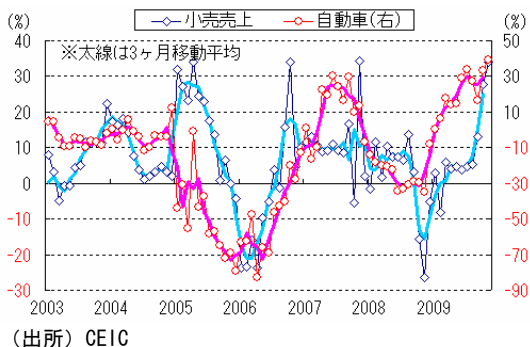


図 6 中国・香港向け輸出額の推移

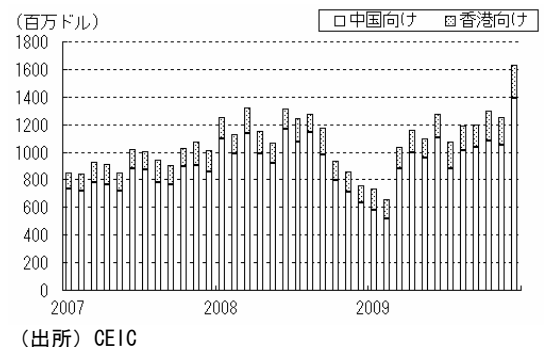


図7 日本向け輸出額の推移

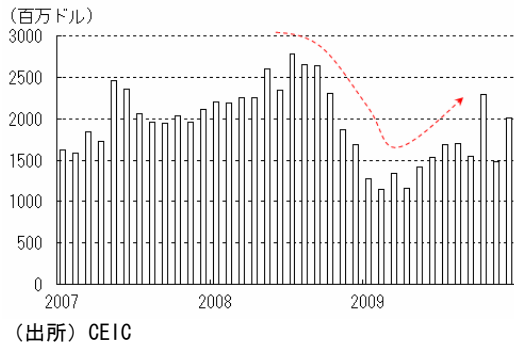


図8 輸出入の推移(前年比)

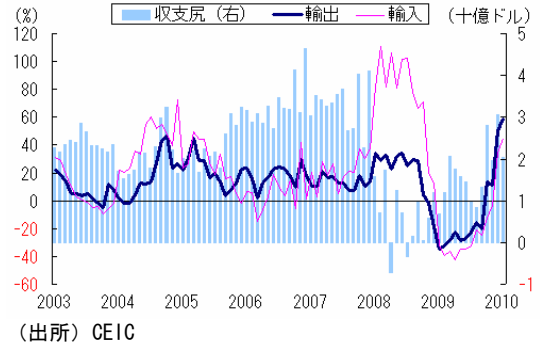
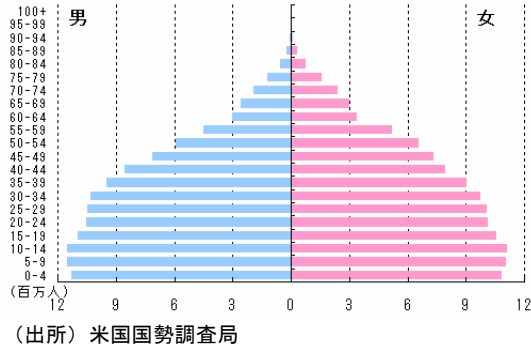


図9 年齢別人口ピラミッド(2010年推計)



《インフレ圧力は限定的で金融緩和は継続。一方で資産バブルの芽が出ており金融政策の方針転換が必要》

- 累計 300bp の利下げの結果、政策金利（BI レート）は史上最低水準の 6.50% となっており、4 日の定例の金融政策委員会においても政策金利は 7 回連続で据え置かれた（[図 10](#)）。足元の同国経済はかつて予想された以上に回復感を強めており、輸出も資源だけでなく広範な財で持ち直しの動きが出ている。しかし、2 月の消費者物価は前年同月比 +3.8% と当局の定めるターゲット（4~6%）を下回る水準に留まっており（[図 11](#)）、前月比も +0.3% と食料品価格が落ち着きを取り戻していることを背景に安定している。当局は今年前半について、インフレ圧力となる要因は限定的であり、2010 年通年のインフレ率も目標の範囲に収まる可能性が高いとの見通しを示しており、性急な利上げを行うことはないとの姿勢をみせている。
- ただし、金融緩和により市中の資金供給量は大きく拡大し、海外からのリスクマネーも流入圧力を強めていることから（[図 12](#)）、資金供給量は一段と押し上げられている。さらに、海外資金の流入による通貨ルピア高に対して（[図 13](#)）、当局が輸出への悪影響を懸念して積極的に為替介入を行ったことも資金供給量の拡大要因となっており（[図 14](#)）、過剰流動性が発生し易い状態となっている。こうした資金の一部は、株式や不動産などの資産市場に流入して昨年春以降の株価の急上昇に繋がっているほか（[図 15](#)）、不動産価格も上昇が続いており、資産バブルの発生が懸念されている。
- なお、同国の家計部門における消費支出は食料品やエネルギーなど価格変動の大きい財のウェイトが高く、不動産価格の変動は一般物価の動向にほとんど影響を及ぼさないため、資産インフレが一般物価のインフレに結び付くには相当のタイムラグがある。ただし、資産価格がバブル的に上昇すれば、その調整圧力は長期に亘り悪影響を残すことから、早晚金融緩和措置の見直しが必要になると思われる。さらに、足元のペースで物価上昇が進んだ場合、年半ばにもインフレ率が許容範囲の上限に届く可能性があるため、年半ば以降は利上げが行われると予想する。

図10 政策金利の推移

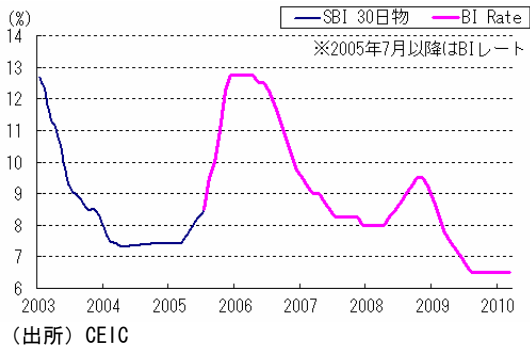


図11 消費者物価の推移(前年比)

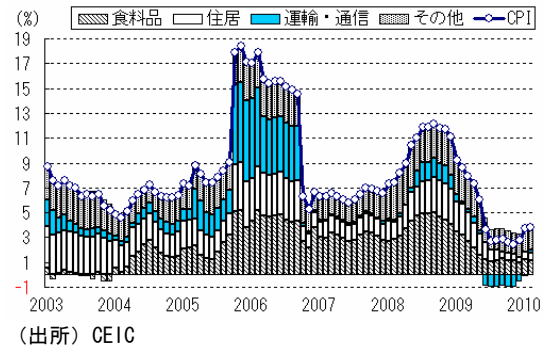


図12 金融資本収支の推移

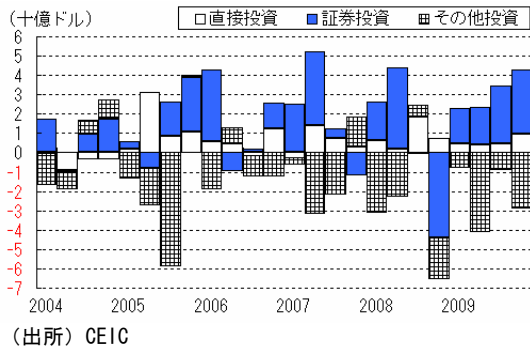


図13 為替相場の推移(USD/IDR)



図14 マネーサプライ(M3)の推移



図15 株価指数の推移(ジャカルタ総合指数)



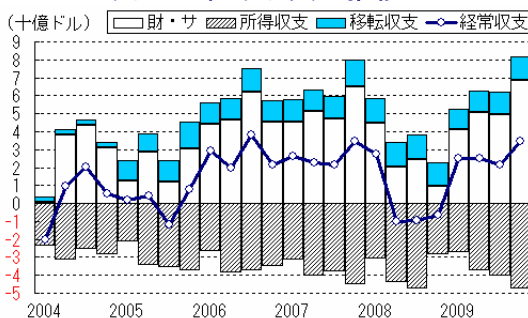
《対外信用力の拡大に資金調達手段の多様化が進む。硬直化した財政に不安はあるも堅調な景気拡大を予想》

- 輸出の回復に伴い貿易黒字が拡大しており、経常収支も改善していることから対外信用力も向上している（[図16](#)）。さらに、海外資金の流入圧力が強まる中で、短期資金のみならず直接投資といった中長期資金にも回帰の動きが出ており（[図17](#)）、外貨準備は順調に積み上がっている（[図18](#)）。
- 一方、今年度予算では景気回復により歳入拡大が見込まれるが、景気対策のため歳出規模が維持されることから、財政赤字は昨年度を下回るものの、▲98兆ルピア（GDP比▲1.6%）に達する見通しが示されている。赤字国債発行に伴い公的債務残高は急速に拡大しているが（[図19](#)）、今年度は財政赤字幅の圧縮により国債発行圧力は低下が見込まれ、外債発行に日本政府がJBICを通じた保証を付与するなど発行条件緩和に向けた取り組みも進められている。また、政府は外債依存度の低下を狙い、ルピア建内国債の発行を行うほか、イスラム債の発行などを通じて資金調達の多様化を図っている。しかし、同国の財政問題の改善に向けては、長年に亘って課題とされてきた補助金などの財政負担圧縮に向けて、踏み込んだ構造改革が避けられない。
- なお、ユドヨノ政権は政権基盤が磐石となり2期目に突入したことから、今後は構造改革の断行などが期待されてきた。しかし、2008年秋の中堅銀行センチューリー銀行の救済を巡り、プティオノ副大統領（当時の中銀総裁）とムルヤニ財務相の政治スキャンダルが持ち上がっており、国会が両者に対する捜査を要求する事

態となっている。両者を中心とする経済チームは同国の信認向上に寄与してきたが、今後は投資環境の整備に向けた法制度や税制の見直し、インフラ投資が進むと期待されていた。しかし、一転して政権の求心力低下に繋がる可能性も高まっており、政策遂行能力が経済成長に影響を与えることも懸念されよう。

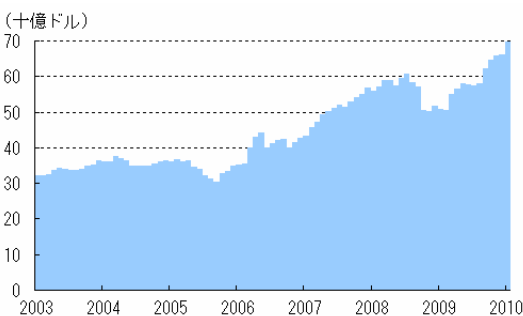
- 当研究所では先月、同国を含むアジア諸国の向こう 2 ヶ年を対象とする経済見通しを再確認している。同国については、今後も旺盛な内需が続くことに加えて、好調なアジア経済を背景に資源需要も拡大するほか、欧米経済も緩やかに回復することから、内需・外需ともに景気を押し上げる循環が続くと予想している。なお、今年 1 月に発効した中国との FTA について、中国製品の流入を懸念して見直しを求める動きが出てきているが、イスラム債など資金調達手段の多様化によって海外資金の流入は続くと期待される。こうしたことから、2010 年の経済成長率は前年比+6.3%、2011 年は同+6.4%と予想している。なお、インフレ率は 2010 年が前年比+5.6%、2011 年が同+6.2%と予想している。

図 16 経常収支の推移



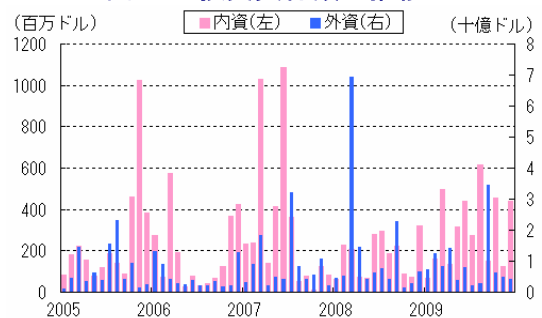
(出所) CEIC

図 18 外貨準備高の推移



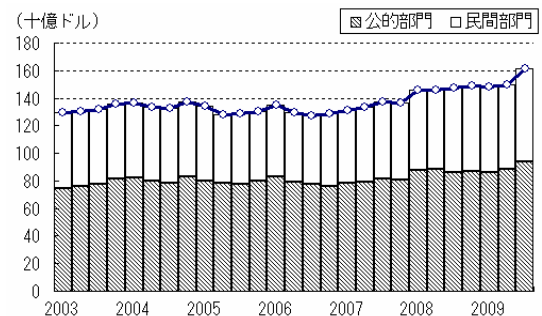
(出所) CEIC

図 17 投資実行額の推移



(出所) CEIC

図 19 対外債務残高の推移



(出所) CEIC

《景気拡大を期待した海外資金の流入により、株式、通貨、債券のトリプル高が続いている》

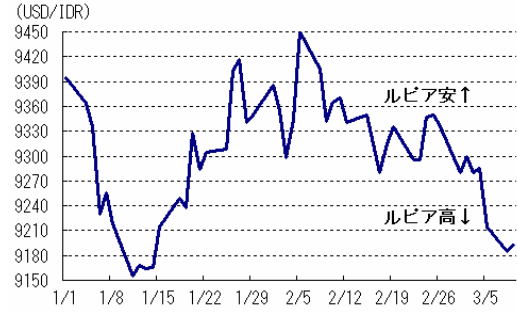
- 年明け直後は堅調な景気拡大期待から株式相場も高値圏で推移していたが、ギリシャ問題などにより外国人投資家のリスク許容度が低下したことから、相場は急速に下落した。しかし、リスク回避の動きが一巡した後は、見直し買いで資金回帰の動きが出ており、相場は上昇基調に転じている (図 20)。今後も内需や資源需要を背景に景気拡大が続くと期待され、金融当局が利上げ実施に慎重な姿勢を続けていることから、株価は上昇圧力が掛かり易い展開が予想される。
- 海外投資家のリスク許容度の低下により、1 月半ば以降は通貨ルピアも下落した。しかし、海外資金の回帰とともに再び通貨高圧力が強まっている (図 21)。金融当局は過度なルピア高に対しては為替介入を行ってきたが、今後もルピア高圧力が掛かり易いことから引き続き為替介入が行われると予想され、為替相場は極端な変動が抑制されると思われる。また、海外資金の流入もあり、足元では長期金利も下落傾向が続いており、長期金利は過去最低水準となっている (図 22)。景気拡大が続くと予想されるが、当面は低金利政策が維持されると思われること、国際金融環境の改善に加えて中東圏などから新たな資金の流入も期待されることから、金利は低位安定が続くと思われる。

図 20 株式相場の推移(ジャカルタ総合指数)



(出所) Bloomberg

図 21 為替相場の推移(USD/IDR)



(出所) Bloomberg

図 22 長期金利の推移(10年債利回り)



(出所) Bloomberg

以上