

インドネシア経済事情：当局の利上げへの慎重姿勢が続く

～海外資金によるルピア高が物価を抑制。過剰流動性懸念は依然燻る～

発表日：2010年10月7日（木）

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）

- 輸出依存度の高いASEAN諸国の中には、前期比年率で二桁%と潜在成長率を上回る景気拡大をみせる国がある一方、内需主導の景気拡大が続くインドネシアでも底堅い景気拡大を続けている。4-6月期の経済成長率は前年比+6.2%、前期比年率でも+6.5%と拡大し、7月以降も個人消費や資本投資など内需は堅調に推移している。また、アジアの資源需要拡大により輸出も増加し、8月の輸出額は過去最高となったほか、資源価格の高止まりで交易条件が改善し、内需を支えている。海外経済の減速により外需依存度の高い国では調整リスクが高まっているが、同国は内需の堅調により底堅い景気が続く予想される。
- 同国への資金流入が続いており、これまでの金融緩和と相俟って過剰流動性懸念が高まっている。他方、海外資金流入によるルピア高は物価抑制要因となっており、9月の消費者物価は前年比+5.80%と当局の目標域内に収まっている。これを受けて5日の金融政策委員会は14回連続で金利据え置きを決定したが、前回は過剰流動性を懸念して預金準備率の引き上げを決定しており、先行きに金融引き締めの可能性は残る。今後は堅調な景気に加え、資産バブルによる物価上昇リスクが見込まれるが、当局は利上げによる海外資金への影響を懸念して慎重姿勢をみせており、利上げ実施は早くとも年末以降になろう。
- アジア向けに輸出拡大している一方、堅調な内需により輸入も増加していることから、貿易黒字は縮小している。しかし、経常収支は黒字基調が続き、海外資金の流入もあって、9月末の外貨準備高は865億ドルに達するなど対外信用力は向上している。政府は2年連続で拡張予算を組んでいるが、景気拡大による歳入増加で8月時点では財政黒字となっており、通年の財政赤字は大幅に圧縮されよう。昨年末時点の公的債務残高は新興国の中では比較的小さいが、景気拡大と財政赤字圧縮でGDP比はさらに縮小しよう。近年は民間部門でも海外からの資金調達が拡大しており、対外債務残高は増加しているが、ほとんどが中長期資金であるため、仮に資金流出があっても懸念は小さいであろう。
- 政府は今年の経済成長率目標を5.5~6.0%としており、金融当局は5日の定例会合で6.0~6.3%となる見通しを示した。先日ADBが発表した見通しでは、今年の経済成長率は前年比+6.1%となる見通しが示されており、当研究所の見通し（同+6.2%）を含めても、今年の成長率は2年ぶりに6%台に達する可能性が高まっている。なお、世界的に過剰流動性が燻る中で海外資金の流入が続いており、同国は株式、為替、債券のトリプル高となっている。

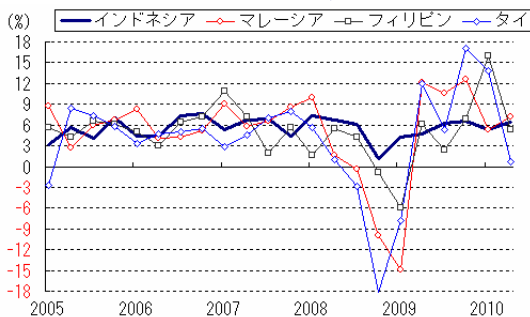
《内需主導で景気拡大が続いており、先行きについても堅調な推移が見込まれる》

- GDPにおいて個人消費など内需の割合が高く、海外経済の動向に左右されにくい特色を有する同国経済だが、その特色は世界金融危機後の堅調な景気拡大が顕著となっている。輸出依存度が高いASEAN諸国の中には昨年来、輸出増加をけん引役に前期比年率ベースで二桁%と潜在成長率を上回る高成長を遂げている国もあるが、同国も遜色ない底堅い景気拡大を続けている（[図1](#)）。同国の4-6月期の実質GDP成長率は、前年同期比+6.2%と拡大が続いており（[図2](#)）、当研究所が試算した前期比年率ベースでも+6.5%と前期（同+5.3%）から加速している。これは、個人消費に加え、資本投資も堅調に拡大するなど、内需が中心となって景気をけん引しているものである。
- 7月以降も内需の堅調が続いており、ラマダンの影響もあって8月の小売売上高は前年同月比+31.2%と大

幅な伸びをみせており（図3）、個人消費は力強く推移している。世界金融危機後の金融緩和により市中金利が大きく低下しており（図4）、これが自動車や二輪車など耐久消費財に対する需要を促している。また、外資企業の投資に回復感が出ているほか、政府による減税などの投資促進策で国内企業も投資を増加させている（図5）。昨年度以降、政府はインフラ開発を中心とする公共投資を加速させており、同国景気は消費と投資を両輪に盛り上がりを見せている。

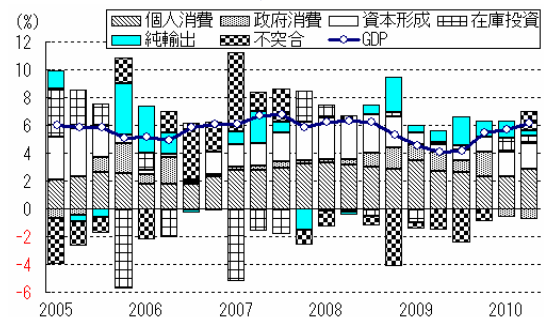
- 他方、同国は原油や天然ゴム、パーム油などの天然資源に恵まれており、昨年以降は景気拡大による中国やインドの資源需要拡大が輸出を押し上げている。8月の輸出額は前年同月比+30.0%増加し、月次ベースでは過去最高額となっている（図6）。また、昨年来の資源価格の高止まりにより交易条件は大きく改善し（図7）、資源関連産業などの利益拡大に伴って雇用環境も改善しており、内需を下支えしている。
- こうした内・外需の堅調を受けて鉱工業生産は拡大基調が続いている（図8）。輸出依存度が高い他のASEAN諸国においては、中国や先進国の景気減速で先行きの調整懸念が高まっているが、同国では内需主導による景気拡大が続いていることや、物価安定により金融緩和が続いていることから、堅調な景気が続くと思込まれる。

図1 ASEANの実質GDP成長率(前期比年率)



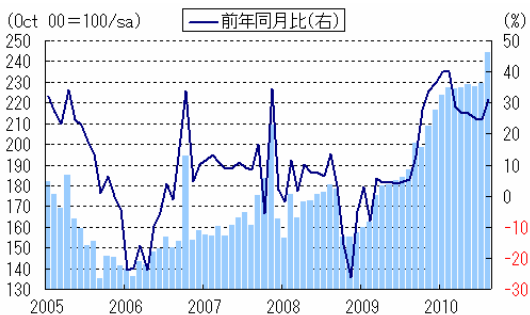
(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

図2 実質GDP成長率の推移(前年比)



(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

図3 小売売上高の推移



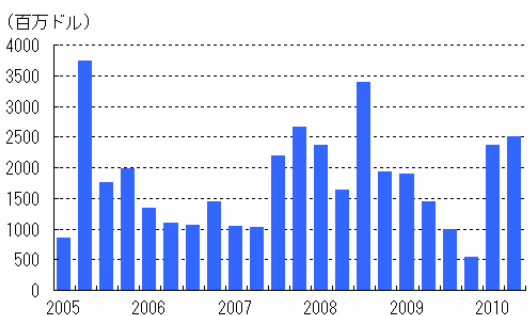
(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

図4 貸出基準金利の推移



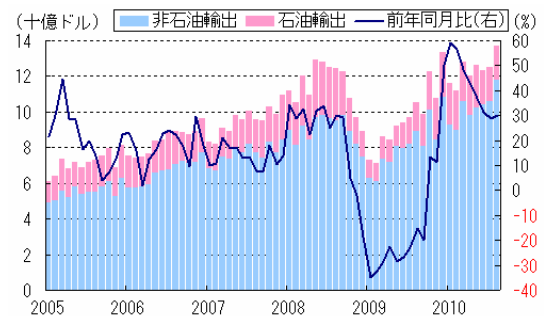
(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

図5 海外直接投資流入額の推移



(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

図6 輸出額の推移



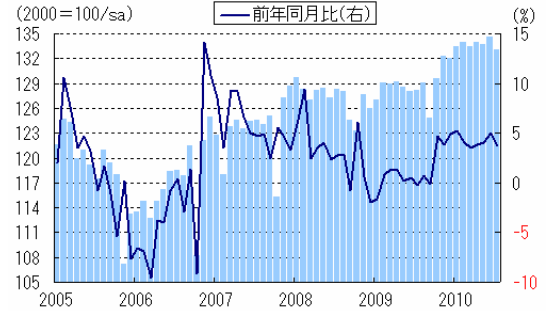
(出所) CEICより第一生命経済研究所作成

図7 交易条件指数の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図8 鉱工業生産の推移

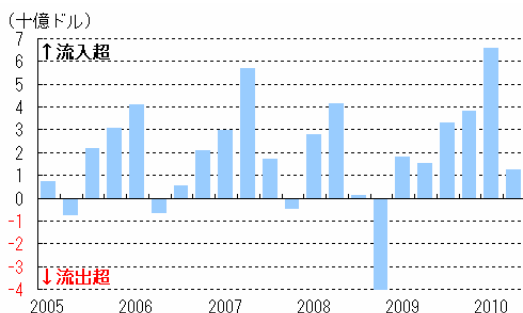


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《ラマダン明けやルピア高が重なり物価は安定。政策金利は14ヶ月連続で6.50%に据え置き》

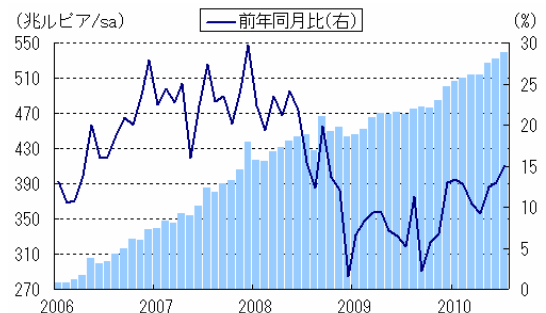
- 国際金融市場では、先進国の金融緩和によって過剰流動性が生じており、こうした資金が高いリターンを求めてアジア新興国に流入している。同国にも証券投資など短期資金の流入超が続いており（[図9](#)）、折からの金融緩和と相俟って市中のマネーサプライは大幅に拡大し（[図10](#)）、同国金融市場においても過剰流動性懸念が高まっている。一部の不動産市況が急上昇して資産バブル発生が懸念されており、短期債市場への海外資金の流入で通貨ルピアの対米ドルレートも急上昇していることから（[図11](#)）、悪影響が懸念されつつある。よって、政府は今年6月に長めの中銀短期証券の発行を決定し、外国人投資家に対して最低1ヶ月の保有義務を課す方針を明らかにし、投機の抑制を図っている。
- 他方、8月の消費者物価は前年同月比+6.44%と2ヶ月連続で金融当局の定めるインフレ目標（4～6%）を上回る状況が続いてきたが、9月は同+5.80%に低下している（[図12](#)）。前月比も+0.44%と前月（同+0.76%）から伸びが縮小しており、8月中旬に始まったラマダン前の食料品需要拡大の反動により、物価は落ち着きを取り戻している。また、ルピア高で輸入物価が抑えられていることも物価安定に寄与しており、9月のコア物価は前年同月比+4.02%とインフレ目標の下限付近に留まっている。5日にインドネシア銀行が開催した定例の金融政策決定会合では、14回連続で政策金利が6.50%に据え置かれている（[図13](#)）。季節要因を除けば足元の物価は比較的安定しており、当面のインフレ率は目標域内に留まるとの見方を示している。なお、先月の同会合では、過剰流動性による物価上昇懸念に対応して法定預金準備率を8%に引き上げている。
- 今後も堅調な景気拡大が見込まれることに加え、市中の資金供給量は拡大基調が続いていることから、今後は物価上昇や資産バブルに対する警戒が強まると予想される。また、中銀のナスティオン総裁は会合後の会見において、インフレ率が再び6%を上回る可能性について言及し、その場合には必要な手段を講ずる姿勢を明らかにしている。したがって、利上げに踏み切る可能性は依然残されているが、これまで内外金利差拡大で海外資金の流入圧力が高まることを懸念して利上げ実施を見送ってきたことを鑑みれば、実施は早くても年末になり、越年する可能性も小さくない。

図9 海外証券投資流出入額の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図10 マネーサプライ(M1)の推移



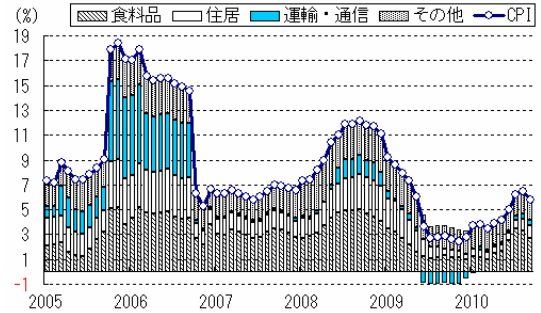
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 11 為替相場の推移



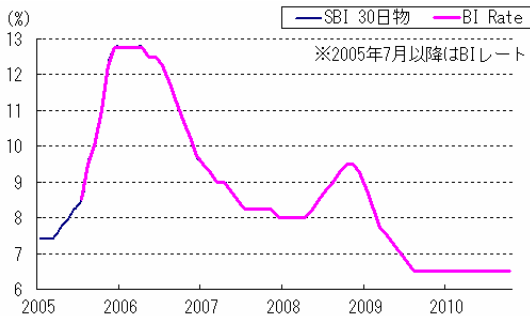
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 12 消費者物価の推移(前年比)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 13 政策金利の推移

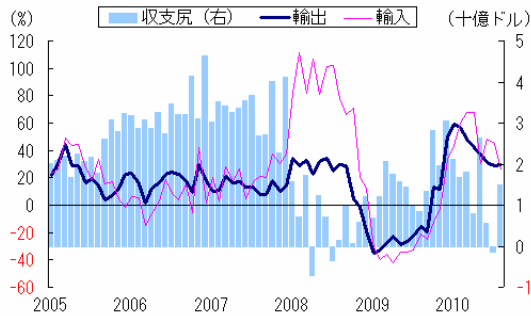


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《経常黒字に加え、海外資金の流入で外貨準備は拡大。歳入増加によって財政状況の改善も見込まれる》

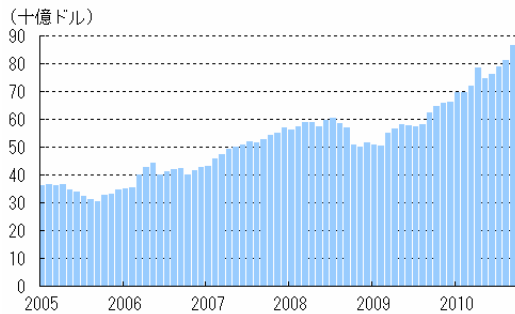
- アジアを中心とする資源需要の高まりを受けて輸出が拡大している一方、内需の堅調を反映して輸入も拡大しており、7月には2年ぶりに貿易赤字に転落した(図14)。しかし、8月には再び大幅な貿易黒字に転じ、経常収支は黒字基調が続いていることから(図15)、貯蓄超過の状況にある。さらに、海外資金の流入圧力が高まっていることから、9月末時点における外貨準備高は過去最高の865億ドルに達しており(図16)、以前に比べて対外信用力は大きく向上している。
- 同国政府は昨年度予算に続いて、今年度についても景気に配慮して拡張型予算を組んでおり、当初予算段階では財政赤字がGDP比▲1.6%程度になる見通しであったが、予想以上の景気回復により歳入が増加した結果、8月末時点の財政収支は25兆ルピアの黒字となっている(図17)。なお、8月末時点の歳出額は前倒しの予算消化もあり、昨年度を大きく上回っているが、先行きも景気拡大が続くことで歳入増加が期待されるため、今年度の財政赤字は昨年度(GDP比▲1.58%)から改善すると見込まれる。昨年末時点の公的債務残高はGDP比約28.3%と新興国の中では比較的低位に留まっており、景気拡大と財政赤字の圧縮により、年末時点ではさらなる圧縮が期待される。
- 他方、近年は民間部門においても海外からの資金調達が増大したことで対外債務残高は拡大している(図18)。しかし、6月末時点ではGDP比33.2%の1833億ドルに留まり、うち85%以上は中長期資金である。足元では、世界的な過剰流動性により同国を含むアジア地域に海外資金の流入圧力が高まっているが、仮に資金流出に転じた場合においても、外貨不足に陥る懸念は大きく低下している。

図 14 輸出入の推移(前年比)



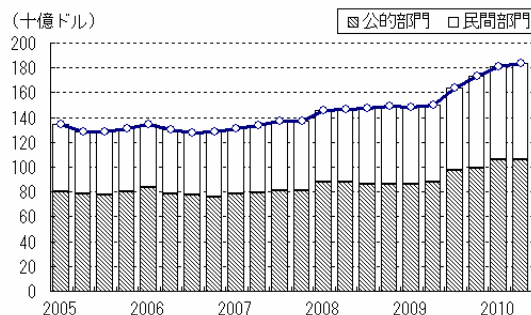
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 16 外貨準備高の推移



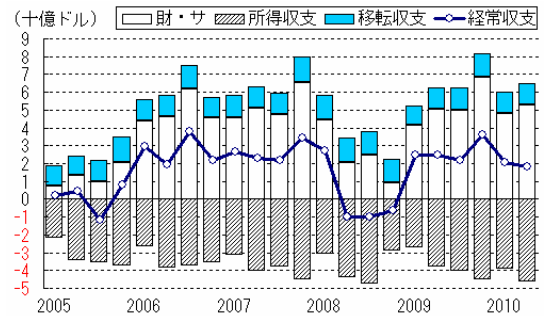
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 18 対外債務残高の推移



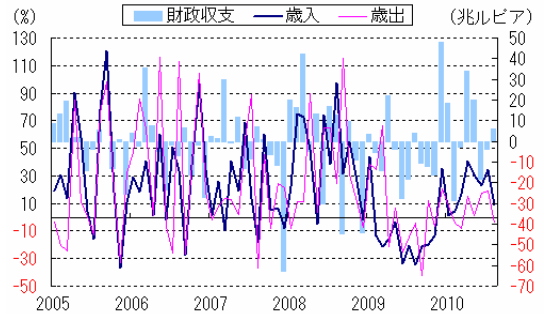
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 15 経常収支の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 17 財政収支の推移(前年比)



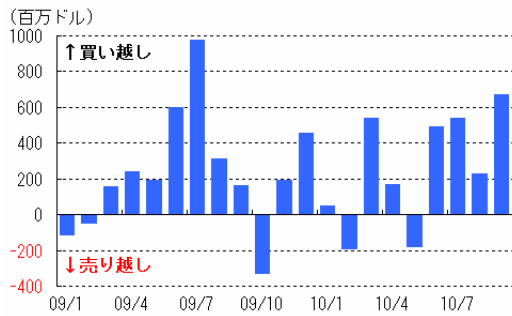
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《今年の成長率は6%超となる見方が大勢を占める。堅調な景気を好感して海外資金の流入が続く》

- 政府は 2010 年の経済成長率の目標を前年比+5.5~6.0%としており、金融当局は 5 日の定例会合で今年の経済成長率を前年比+6.0~6.3%に、来年は同+6.0~6.5%になるとの見通しを示している。他方、アジア開発銀行 (ADB) は先月末に発表した『アジア開発見通し 2010 (改訂版)』において、2010 年及び 2011 年の経済成長率をそれぞれ前年比+6.1%、同+6.3%に上方修正した (修正前はそれぞれ同+5.5%、同+6.0%)。当研究所も 8 月の定例の見通し改訂において、2010 年及び 2011 年の経済成長率をそれぞれ同+6.2%、同+6.4%に上方修正した。今年の経済成長率は政府目標の上限を上回り、2 年ぶりの 6%成長に達する可能性が高まっている。
- 内需をけん引役とする堅調な景気が好感され、株式市場では外国人投資家による買い越しが続いており (図 19)、株式相場は過去最高値を更新している (図 20)。過去数ヶ月間の上昇が急であったため、足元で高値警戒感も出ているが、金融市場における過剰流動性を背景に、資金流入が続くと見込まれる。当局が利上げ実施に腰が重い姿勢を示したことも、株価を支えるであろう。
- 金融当局は 6 月に短期資金の流入抑制策を示したほか、その後もルピア高抑制を図る動きをみせているものの、足元ではルピア高基調が続いている (図 21)。当面は海外資金の流入圧力が続く可能性が高まっており、

ルピアは高止まりが予想される。他方、海外経済の不透明感を反映した債券志向は依然として強く、長期金利は下落基調が続いている（図 22）。しばらくは株式、為替、そして債券のトリプル高傾向が続くと見込まれる。

図 19 外国人投資家の株式売買動向の推移



(出所) Bloomberg より第一生命経済研究所作成

図 20 株式相場の推移(ジャカルタ総合指数)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 21 為替相場の推移(対米ドル、ユーロ)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図 22 長期金利の推移(10年債利回り)



(出所) Bloomberg より第一生命経済研究所作成

以上