Asia Trends

マクロ経済分析レポート

インドネシアの旺盛な内需は健在、景気拡大続く

～世界的な景気減速に対し、大幅利下げで体制を整える～

発表日：2011年11月10日(木)

第一生命経済研究所　経済調査部
担当 主任エコノミスト 西濵　徹(03-5221-4522)

（要旨）

- 世界的な景気減速懸念にも拘らずインドネシア経済は堅調が続いている。７－９月期の実質ＧＤＰ成長率は前年比＋6.54%となり、個人消費や投資をけん引役に内需が拡大し、アジアの資源需要は外需を下支えしている。タイの大洪水による部材供給網の寸断は短期的に景気の下押し要因となろうが、中期的には同国への企業進出を促すと期待される。
- 国際商品市況の調整や過剰流動性の緩和などにより、10月のインフレ率は前年比＋4.42%に低下。コア物価も低下するなど物価は落ち着いてきており、金融当局は海外経済の混乱による悪影響を懸念して２ヶ月連続で利下げを実施した。インフレ率の低下を理由に利下げ幅は拡大されており、今後しばらく金融政策は様子見模様が続くと予想される。
- 政府は来年度も引き続き拡張型予算を組んでおり、大規模インフラ投資などを梃子に景気拡大を目指すとしている。当研究所では、今後も内需をけん引役に堅調な景気は続くとみており、来年の経済成長率は前年比＋6.4%と今年の見通し（同＋6.2%）から加速すると予想しているものの、政府目標の達成は難しいと考える。

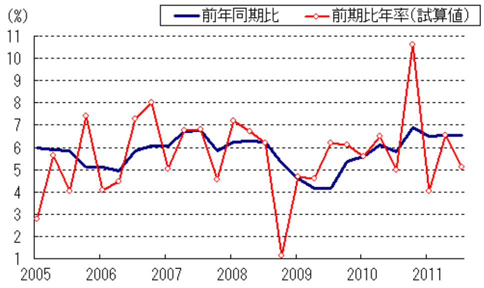
《旺盛な内需は健在。アジアの資源需要も輸出を下支えして、景気拡大基調は続いている》

- ＡＳＥＡＮ（東南アジア諸国連合）の雄であり、近年は「チャイナ・プラス・ワン」の筆頭格としても注目されるインドネシアは、世界的な景気減速懸念が高まる中でも堅調な景気が続いている。７－９月期の実質ＧＤＰ成長率は前年同期比＋6.54%となり、前期（同＋6.52%）からわずかに加速した（図１）。当研究所が試算した季節調整値ベースでは前期比年率＋5.1%と前期（同＋6.5%）から減速しているものの、依然景気は堅調に拡大している。産業別では、天候不順などの影響で農林漁業が減速したほか、世界的な景気減速を受けて製造業でも生産調整の動きがみられ、建設業などでも需要に一服感が出たものの、金融業は堅調であり、サービス業も加速するなど底堅い内需が続いている。
- 昨年後半以降、国際商品市況の高騰や世界的なカネ余りによる過剰流動性を背景に物価上昇が続いてきたが、足下では落ち着きをみせつつある。結果、個人消費は堅調に推移しており（図２）、自動車販売は１－９月累計で前年同月比＋18.6%増加、二輪車も同＋12.4%増加するなど耐久財需要は旺盛である。また、企業部門を中心に設備投資は拡大し（図３）、政府による公共投資の拡充も相俟って資本投資は堅調に推移している。同国経済はこれまでも内需をけん引役に景気拡大を続けてきたが、これは足下においても変わりはない。また、世界経済の減速にも拘らず輸出は緩やかに拡大しており（図４）、特にアジア諸国の旺盛な資源需要が輸出を下支えしている。商品市況の調整にも拘らず交易条件は改善基調が続いており（図５）、これは国民所得の増加を通じて内需を押し上げる好循環に繋がっている。
- 今年はラマダン（イスラム教の断食月）が８月中であったため、この時期は一時的に生産が減速したが、足下では生産の拡大が続いている（図６）。金融当局は先月、世界的な景気減速による同国経済への悪影響を懸念して２年２ヶ月ぶりに利下げを決定するなど景気刺激姿勢を採っており、今後も内需をけん引役とする景気拡大は期待される。なお、タイの大洪水に伴いＡＳＥＡＮ域内の部材供給網に悪影響が出ており、日系企業を中心に減産計画を発表する動きが出ている。最新のＪＥＴＲＯ調査では、インドネシア進出の日系企業は１割以上の部材をＡＳＥＡＮ内で調達しており（図７）、中でもタイへの依存度が高いことから、短期

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

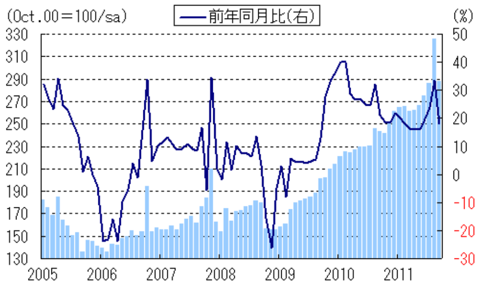
的に生産の下押し圧力に繋がることが懸念される。洪水被害の長期化は避けられないが、各企業は代替調達に動いていることから悪影響は短期で終息すると見込まれる。また、リスク管理の観点から生産拠点を同国などに分散させる動きもみられるため、中期的な潜在成長率の向上要因になると期待される。

図1　実質 GDP 成長率の推移



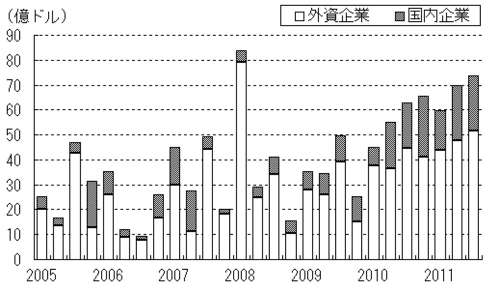
（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図2　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3　投資実行額の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

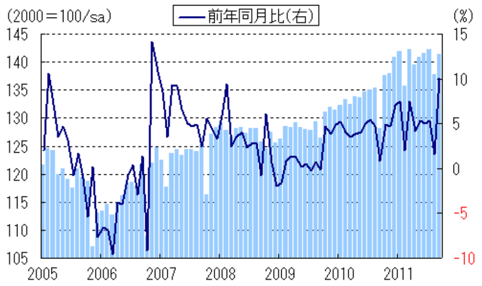
図4　輸出額の推移

（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図5　交易条件指数の推移

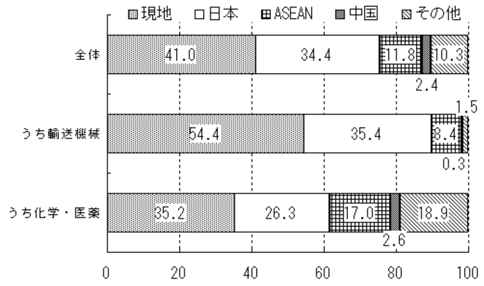
（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図6　鉱工業生産の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図7　在尼日系企業の部材調達先比率



（出所）JETRO「在アジア･オセアニア日系企業活動実態調査(2011 年度調査)」

《商品市況の調整などでインフレ圧力は後退。当局は海外経済の悪影響を懸念し、大幅利下げに踏み切る》

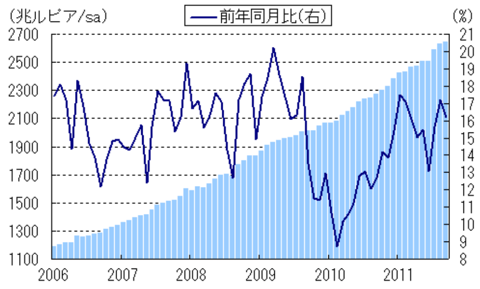
- 昨年後半以降の商品市況の高騰や海外資金の流入による過剰流動性により、同国では物価上昇圧力が高まり、消費者物価は金融当局の目標（４～６％）を上回る状況が続いてきた。年明け以降は表面物価こそ減速したが、堅調な雇用や過剰流動性を背景にコア物価は加速するなど物価上昇懸念は燻ってきた。しかし、世界的な金融市場の混乱による海外資金の流出により、足下では過剰流動性懸念は後退している（図８）。海外資

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

金の流出による通貨ルピア安は輸入物価の上昇要因になるが、金融当局は急激な為替変動を抑制すべくルピア買い介入を行っており、下落は小幅に抑えられている（図９）。足下では食料品やエネルギー価格の上昇も一服しており、10 月の消費者物価は前年同月比＋4.42％と 17 ヶ月ぶりの低水準となっており、コア物価にも減速感が高まっている（図 10）。

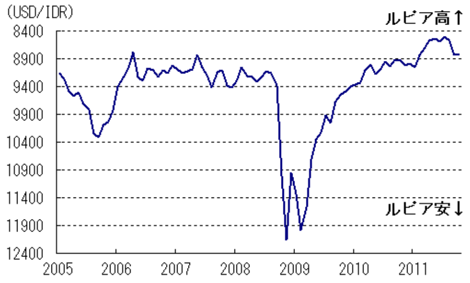
- 足下では物価上昇圧力が後退し、世界的な景気減速による同国経済への悪影響が懸念されるため、金融当局は 10 月の定例の金融政策委員会において２年２ヶ月ぶりに政策金利の引き下げを決定した。さらに、10 日の金融政策委員会においても２回連続の利下げを決定し、利下げ幅を 50bp に拡大させて政策金利を過去最低の 6.00％にしており、景気を重視する姿勢を示している（図 11）。なお、当局は委員会後に発表された声明文において、「先行きは世界経済の減速による悪影響が懸念されるものの、同国経済は内需をけん引役に堅調な景気が続く一方、インフレ率は当局目標（2011 年：４～６％、2012 年：3.5～5.5％）に抑えられる」ため、追加利下げを決断したとしている。また、向こう数ヶ月インフレ率はさらに減速して目標の下限に近付くとみており、これが利下げ幅の拡大に繋がったと考えられる。政策金利は過去最低水準となったことで、しばらくは様子見を図ると予想される。
- 世界的な金融市場の混乱による投資家のリスク許容度の低下は、同国金融市場にも悪影響をもたらしている。同国は東南アジア諸国の中では債券市場が発達しており、外国銀行による与信残高は６月末時点でＧＤＰ比 12.5％の 164 億ドルに及び、うち短期資金の割合は約６割と比較的高いことから、この流出が一時的に金融市場を混乱させた。外国銀行の与信のうち約４割は欧州系金融機関によるものであるが、約半分は英国籍であるため、欧州債務問題による信用収縮が直接同国金融市場に深刻な悪影響を及ぼす可能性は高くないが、今後も潜在的な資金流出リスクには注意が必要である。なお、国際機関や外国政府からの借款などを併せた対外債務残高は６月末時点で 2230 億ドルであるが、この大半は中長期資金であり（図 12）、10 月末時点の外貨準備高は 1140 億ドルに積み上がっていることから（図 13）、外貨流動性に懸念が生じることは避けられよう。

図８　マネーサプライ（M2）の推移



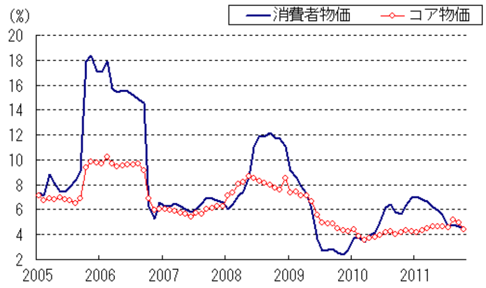
（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図９　為替相場（対米ドル）の推移



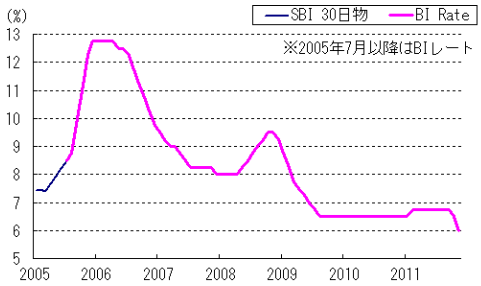
（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図 10　物価動向（前年同月比）の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

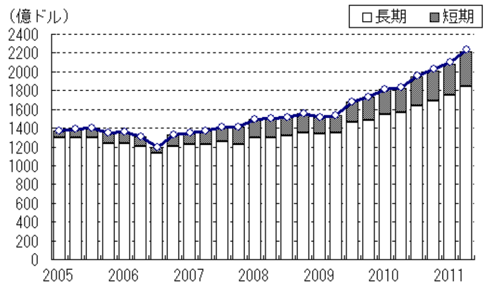
図 11　政策金利の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

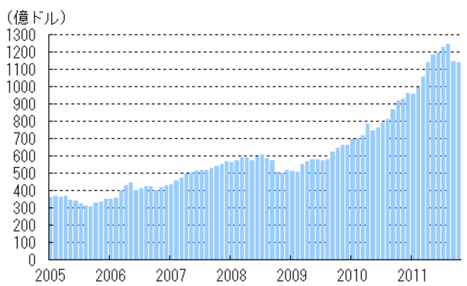
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

図 12　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 13　外貨準備高の推移



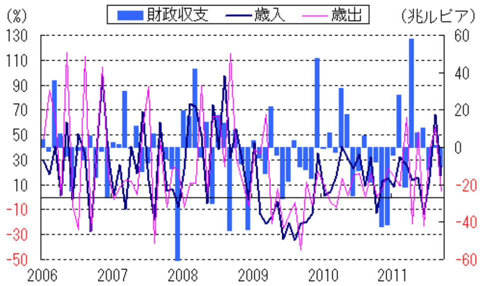
（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

《来年度も引き続き拡張型予算が組まれており、大幅なインフラ投資の増加は景気を押し上げよう》

- 先月末に国会が承認した 2012 年度予算について、歳出規模は 8.6%増の 1435 兆ルピアとする拡張型予算となった。政府は中長期的な経済成長に向けて、向こう５ヶ年を対象とするインフラ拡充計画を打ち出しており、来年度は約２割増の 170 兆ルピアを充てる。なお、政府は来年の経済成長率目標は前年比＋6.7%と今年度見通し（同＋6.5%）を上回るとみている。そして、原油価格１バレル＝90 ドルを前提に歳入規模を 1311.4 兆ルピアと見積もり、来年度の財政赤字を▲123.6 兆ルピア（ＧＤＰ比▲1.5%）と今年度（ＧＤＰ比▲1.8%）から圧縮させるとしている。しかし、これらの前提は過度に強気と思われ、歳出に引き続き多額の補助金を盛り込むなど硬直的な歳出構造などの問題は変わっていない。今年度は原油関連収入増加などにより、９月末時点の財政収支は大幅黒字となるなど堅調であるが（図 14）、世界的に経済環境が大きく変化する可能性がある中では、慎重な財政運営が求められる。
- 当研究所では、今年は７－９月期まで堅調な景気拡大が続いてきたものの、今後は世界経済の減速やタイの洪水などによる景気下押し圧力が予想されるため、今年通年の経済成長率は前年比＋6.2%と予想しており、政府見通し（同＋6.5%）の実現は難しいと考える。なお、来年については、引き続き内需をけん引役に堅調な景気拡大は続くものの、欧米先進国の景気は力強さを欠いており、金融市場の不透明感からこれまでのような海外資金の流入による内需の押し上げ効果は低下するとみている。したがって、来年の経済成長率は前年比＋6.3%と今年から加速するが、政府目標（同＋6.7%）の実現は難しいと予想する。なお、インフレ率は来年前半にかけて減速が見込まれるものの、景気の底堅さから後半には再び加速し、来年通年のインフレ率は前年比＋5.6%と今年（同＋5.5%）をやや上回るであろう。
- 世界的な金融市場の混乱により投資家のリスク回避姿勢が高まったため、海外資金が流出して株式指数は大幅に調整した（図 15）。しかし、景気の堅調や値頃感を受けて下値を拾う動きも出ており、金融当局が利下げを実施したこともあって足下では大きく値を戻している。しばらくは金融市場の不透明感は残ると見込まれるが、今後も堅調な景気が見込まれ、物価が落ち着いていることも株価を下支えしよう。海外資金の流出により通貨ルピアは大幅に下落したことで、足下では政府が来年度予算の前提とする為替レンジ（１ドル＝8800 ルピア）を下回っている（図 16）。金融当局は海外資金の過度な流出入を懸念して、外国人投資家に対して債券保有規制を強化しているが、投資家のリスク回避姿勢の高まりを受けて債券市場に資金が集中し易くなっており、長期金利は低下基調が続いている（図 17）。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

図 14　財政収支の推移

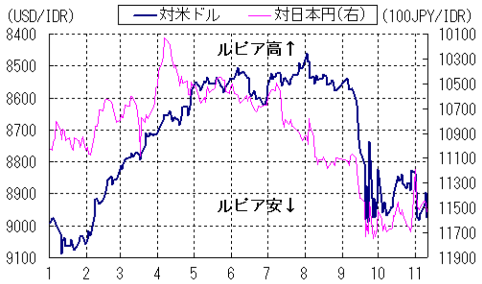


（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図 15　株式相場（ジャカルタ総合指数）の推移

（出所）見通しは第一生命経済研究所作成

図 16　為替相場（対米ドル、日本円）の推移



（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

図 17　長期金利（10 年債利回り）の推移

（出所）CEIC より第一生命経済研究所作成

以　上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。