

## インドネシア、景気堅調の一方で対外収支に不安

～対外収支の悪化、政策の予見性低下はルピア安圧力に繋がる懸念～

発表日：2012年8月9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 西濱 徹(03-5221-4522)

### (要旨)

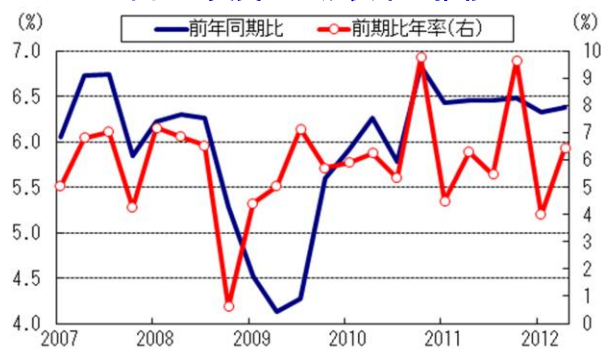
- 世界経済を取り巻く不透明感にも拘らずインドネシア経済は堅調な内需を背景に拡大し、4-6月期の実質GDP成長率は前年比+6.35%と依然6%を上回る。インフレ率低下による実質購買力の向上は個人消費を押し上げ、公共投資の拡充や対内直接投資の流入は固定資本投資の拡大をもたらしている。外需は低迷する一方、内需拡大がこれをカバーする状況が続いている。先行きについては在庫調整や個人消費の下押し材料など懸念材料はあるものの、公共投資や対内直接投資が景気を下支えすると見込まれる。
- 4月に実施予定の燃料補助金削減延長によりエネルギー価格の上昇を免れた結果、足下のインフレ率は中銀のインフレ目標の範囲内に収まっている。中銀は今年2月に世界経済の低迷による影響を懸念して予防的に利下げを実施し、足下の政策金利は史上最低となる中、9日の金融政策委員会でも金利の据え置きを決定した。中銀はインフレ率が今後も目標以下に留まるとみているが、穀物市況の高騰や通貨ルピア安など物価上昇圧力に繋がる材料は少なくなく、年明け以降は政策の見直しが必要になると予想する。
- 世界経済の低迷に加え、資源保護主義姿勢の強化で輸出が鈍化する一方、旺盛な内需による堅調な輸入で対外収支は悪化しており、この改善が急務になっている。対外収支の悪化や政策の予見性低下が海外資金の流出を招く可能性はあり、金融市場の動向如何ではルピア安圧力が強まることも予想される。

### 《諸要因で外需は低迷も、堅調な内需が景気をけん引。不透明感は煽るが、景気拡大は続くと見込まれる》

- 欧州問題をきっかけとする国際金融市場の混乱や世界経済の減速懸念の高まりは、中国をはじめとするアジア新興国にとっても「対岸の火事」ではなくなっている。こうした状況を受けて、新興国の中には公共投資の拡充や減税・補助金政策などのほか、足下のインフレ率の低下を背景に利下げなど金融緩和により景気の下支えを図る動きもみられる。インドネシアでは今年2月に予想外の利下げに踏み切り、同国政府も「経済開発迅速化・拡大マスタープラン(MP 3 E I)」に基づくインフラ投資の拡充や、燃料補助金引き下げ計画に伴う影響緩和に向けた「国民救済プログラム(BLSM)」などを通じて景気下支えを図っており、足下では依然景気の堅調さが窺える。4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+6.37%と前期(同+6.32%)からわずかに加速しており、当研究所が試算した季節調整値ベースの前期比年率も+6%を上回るなど堅調な景気拡大が確認された。年前半の経済成長率は前年比+6.35%と前年(同+6.46%)を下回るものの、依然として6%を上回る成長率を維持している。
- この背景には、同国経済が個人消費をはじめとする内需をけん引役に拡大が続いていることが挙げられる。原油市況の調整や食料品価格の上昇一服などにより、足下のインフレ率は金融当局の定める目標(3.5~5.5%)に収まり実質購買力が向上していることに加え、中銀による今年2月の利下げにより足下の政策金利は過去最低になっていることも個人消費を押し上げている。さらに、政府による公共投資の拡充計画に加え、中長期的な成長性を狙う外資企業による対内直接投資の活発化は設備投資を促しており、固定資本投資を拡大させている。同国経済の輸出依存度は決して高くないものの、近年のアジア新興国の経済成長により資源需要が拡大した結果、資源輸出の拡大は景気を少なからず下支えしてきた。しかし、堅調な景気によるエネルギー需要の拡大で国内向け供給を拡大させていることに加え、今年5月には一部の鉱物資源の輸出に対する課税を行うなど「資源保護主義」的な姿勢を強めたことで足下の輸出は減速している。一方、内需の堅調により輸入は拡大基調が続いており、外需の成長率寄与度は大幅マイナスになるなど景気の足かせになっている。

- 旺盛な内需を背景に足下の生産は底堅く推移しており、これは景気拡大の原動力になってきた。他方、4-6月期の成長率が堅調であった要因の一つに在庫投資の拡大が窺われることから、先行きについては在庫調整圧力が高まる懸念される。さらに、同国政府は個人消費の拡大による景気の過熱を警戒する一方、近年の金融機関などによる与信の急拡大に伴い、足下では支払い遅延などによる不良債権化が懸念されるなど社会問題化しつつある。こうしたことから、政府は今年6月から住宅や自動車など耐久消費財の購入に対するローン規制強化（頭金規制）のほか、クレジットカード規制強化（保有規制）に動いており、短期的には個人消費を下押しする可能性もある。さらに、資源輸出に対する課税など経済政策に対する予見性が低下していることは、関連部門への対内直接投資に影響を及ぼす可能性もある。他方、対内直接投資の多くは中長期的な人口増加を期待した製造業やサービス産業が占めていることから、これらの急激な縮小は考えにくい。公共投資の拡充も生産性向上と相俟って景気を押し上げると見込まれ、緩やかな景気拡大を促すことが期待される。

図1 実質 GDP 成長率の推移



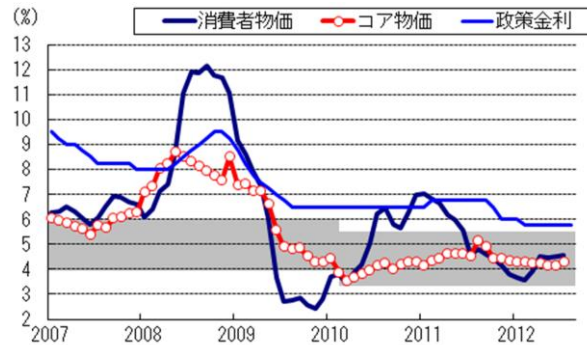
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

#### 《物価上昇圧力は後退したが、追加金融緩和の可能性は低い。年明け以降は利上げの必要性が高まろう》

- 政府は今年4月から燃料補助金の圧縮による事実上の燃料価格の引き上げを計画していたが、議会の反対により実施は延期されており、エネルギー価格は上昇を免れている。これも影響して7月の消費者物価は前年同月比+4.56%に留まっており、コア物価も同+4.28%とともに中銀が定めるインフレ目標の範囲内に収まっている。さらに、足下では原油市況の調整などを背景に川上の物価も落ち着いていることから、7月の卸売物価は前年同月比+3.94%と消費者物価を下回る伸びに留まるなど物価上昇圧力は後退している。なお、年明け以降の金融市場の混乱に伴う通貨ルピア安の進行により輸入物価の上昇が懸念されてきたが、足下の為替相場は落ち着きを取り戻していることに加え、商品市況の上昇が一服していることも物価上昇を抑制している。同国は食料自給率が高いことから直接的な影響は受けにくいものの、このところ先物市場主導で穀物市況が急騰しており、少なからず国内の食料品価格の押し上げに繋がる可能性はある。さらに、同国産原油の公定価格が長期に亘って想定価格を上回る場合、自動的に燃料価格の引き上げが行われることを鑑みれば、先行きにおいてはこれが物価上昇を招く可能性も燦る。個人消費を中心とする内需が景気をけん引していることも物価上昇を招きやすく、今後も物価動向を注視する必要がある。
- 中銀は今年2月、欧州問題による国際金融市場の混乱が同国経済に影響を与えることを懸念して事前予防的に利下げを実施し、足下の政策金利は過去最低の5.75%で推移している。同行は9日に開いた定例の金融政策委員会においても政策金利を6回連続で据え置く決定を行っており、先行きのインフレ率は引き続き目標域に収まるとの見方を示している。中銀は足下で悪化が続く経常収支についても先行きの改善を見込んでいるが、資源輸出規制などにより輸出の伸びが見込みにくい中では、経常赤字が常態化する可能性も予想され、資金流出によるルピア安圧力が輸入物価の上昇を引き起こすことも懸念される。こうしたことから、中銀が追加的な利下げに踏み切る可能性は低下しており、年明け以降は物価抑制の観点から一転して利上げに踏み切る必要性

が高まると予想する。

図2 インフレ率と政策金利の推移

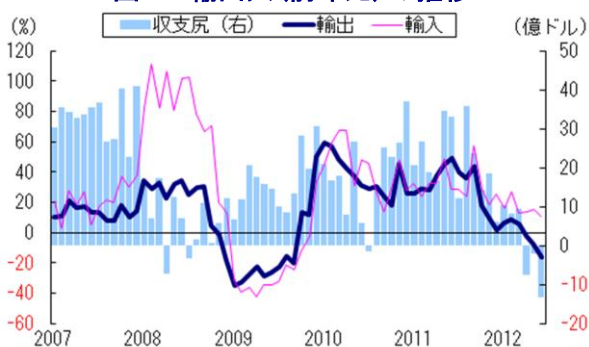


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

《対外収支の悪化が続く中、政策の不確実性などによる信認低下を通じてルピア安を招く可能性は煽る》

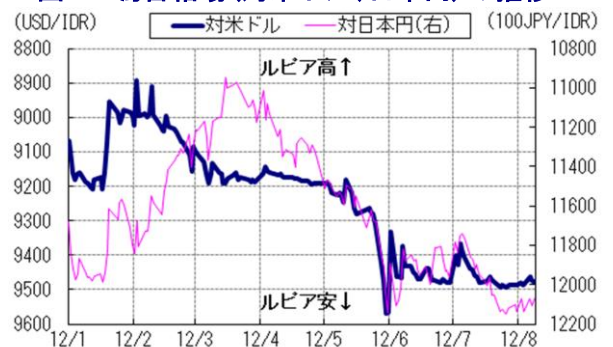
- 内需の堅調を背景とする景気拡大が続いており、同国の輸入は底堅い伸びがみられる。産油国でありながら現在は純輸入国になっており、国内の精製施設稼動のために輸入が拡大していることに加え、補助金によりエネルギー需要が誘発されていることも輸入を押し上げる一因になっている。他方、国内景気の拡大によりエネルギー資源の国内需要が拡大する中、政府は輸出財の付加価値向上を目指して一部の鉱物資源輸出に対する課税措置を講じる動きをみせたものの、足下では輸出を下押ししている。結果、貿易収支は赤字に転じている上、赤字幅が拡大するなど対外収支の悪化を引き起こすことも懸念されている。先行きについては、アジア新興国経済の回復が見込まれることに加え、資源価格に底打ちの兆しが窺われることから輸出の伸びにも底入れが期待されるが、今後も資源輸出規制の対象が広がる可能性もあり、回復の度合いは緩慢なものに留まることも予想される。国際金融市場では欧州問題が引き続き火種になる中、ファンダメンタルズの悪化を材料に海外資金が流出することも考えられる。国内の効率性向上を通じたエネルギー需要抑制に加え、投資環境の整備を通じて製造業をはじめとする輸出産業の育成など、輸出財の付加価値向上への取り組みも求められる。
- 年明け直後は国際金融市場の混乱が一服したことも影響し、通貨ルピアは底堅く推移していたものの、その後は欧州問題が再びクローズアップされ、投資家のリスクセンチメントが悪化したことで海外資金が流出してルピア安基調が続いた。さらに、政府の政策に対する予見性が低下していることや、貿易収支の悪化によるファンダメンタルズ悪化を嫌気する動きはルピア安を加速させる一因になった。足下では金融市場が落ち着きを取り戻したことでルピア安圧力は緩和しているが、先行きも対外収支の劇的な改善は見込みにくく、金融市場を取り巻く環境如何によっては再びルピア安圧力が高まることも予想される。

図3 輸出入(前年比)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 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

以上