

世界的なマネーの動きに翻弄されるインドネシア

～ファンダメンタルズ改善の動きに期待も、短期的には景気の下押し材料が溢れる～発表日：2013年7月9日(火)

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)

- 国際金融市場では米国の量的金融緩和の減速が意識される中、新興国に流入してきた緩和マネーの縮小観測はファンダメンタルズの脆弱な国を中心に資金流出を招いている。成長期待の高いインドネシアは経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」を抱えており、先月には財政健全化に向けて補助金圧縮に動いた一方、インフレ率の急上昇が警戒されており、実体経済への悪影響も懸念される。中銀は金融引き締めを進めるが、海外資金の流出による影響も重なり、景気をけん引してきた内需を下押しすることは避けられない。
- 足下の対内直接投資は底堅く景気を下支えしようが、来年の選挙シーズンを控えて政府の内向き姿勢が強まっている。改革期待の後退を理由に通貨ルピアは2年余り下落してきたが、足下では資金流出がルピア安に拍車を掛けており、外貨準備は減少している。通貨危機に陥る可能性は極めて低いが、通貨安は物価にも少なからず影響を与えよう。補助金削減自体は評価出来るが、タイミングは最悪と言え、今後は物価と為替の安定を図りつつ、中長期的観点から投資環境整備の取り組みが求められる。周辺国との間で投資誘致競争の激化が予想されるなか、持続可能な経済成長の実現に向けて取り組むべき課題は少なくない。

《海外資金流出の影響が懸念される中、燃料補助金縮小による物価上昇と金融引き締めも内需の足かせに》

- 米国経済の予想外の堅調さが確認されるなか、国際金融市場においては同国の量的金融緩和の減速が意識されており、これまで世界的な緩和マネーを背景に資金流入が続いてきた新興国においては、この動きが逆流することで各国の金融市場や実体経済に悪影響を及ぼすことが懸念されている。多くの新興国において昨年秋以降、世界経済の回復期待が高まったことを追い風に投資家のリスク許容度が改善し、より高い収益が期待される新興国への資金流入の動きが強まったことから、株式、為替、債券のトリプル高に見舞われる状況となった。しかし、足下では昨年秋以降の上昇ペースが急だった反動も影響して、一転してトリプル安に陥る国もみられるほか、経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱な国々を中心に実体経済にも悪影響が出るのが懸念される。さらに、足下では世界経済のけん引役として期待されてきた中国の景気減速があらためて顕在化しており、世界金融危機後のアジア新興国は中国经济との連動性を高めつつ景気拡大を実現してきたことから、これらの国々にとって外需鈍化は景気の重石になる。他方、アジア新興国のなかにはインフレ率が低下しており、金融緩和による景気刺激に動きやすい国が少なくないものの、一部の国では物価高が続くなか、自国通貨安に伴う輸入物価の上昇が新たなインフレ圧力に繋がることを懸念する動きも出ている。
- 「チャインドネシア」などとしてBRICs諸国に次ぐ経済成長が期待されてきたインドネシアでは、ファンダメンタルズの脆弱さを嫌気した海外投資家が資金流出の動きを強めており、経済成長のけん引役となってきた個人消費を中心とする内需にも悪影響を与える可能性が出ている。また、同国は近年の内需拡大によって輸入が拡大する一方、重要な外貨獲得源であったエネルギー資源の輸出が細っており、昨年は貿易収支が赤字に転じたほか、足下では経常収支も急速に悪化するなど対外収支の悪化が懸念されている。さらに、同国はかつてアジア有数の産油国であったことから、国内の燃料価格は非常に低い水準に抑えられてきたが、近年は長期に亘る独裁政権の下で外資企業などによる追加投資などが滞った結果、産油量は急速に減少して純輸入国に転

じるなど、産油国としての存在感は低下している。こうした状況にも拘らず、同国政府は燃料価格の上昇による低所得者層への影響を鑑みて、多額の補助金を給付することで燃料価格を依然低水準に抑える政策を実施してきたなか、補助金関連支出は歳出総額の1割以上を占める財政の足かせになっており、昨年の財政赤字はGDP比▲2.3%に達するなど、経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」を抱える。こうしたファンダメンタルズの脆弱さは足下で海外資金からの売り圧力に繋がっており、実体経済に悪影響を与えることも懸念されている。

- 同国政府は先月、2008年5月以来となる燃料補助金の圧縮及び燃料価格の引き上げを実施し、長年の懸案事項である財政健全化に大きく舵を切る姿勢を示した。これに伴いガソリン価格は4割、軽油価格も2割以上引き上げられるものの、同国の燃料価格は依然としてアジア新興国では最低水準に留まっており、先行きの改善余地は小さくない。他方、燃料価格が大幅に引き上げられる影響で短期的にはインフレ率の大幅上昇に繋がることが懸念されており、折しも海外資金の流出で通貨ルピアの下落基調が続き、輸入物価の上昇が警戒される状況ではインフレ率のさらなる加速に繋がることが予想される。中銀は先月、定例の金融政策委員会の直前に市中銀行による中銀預託に適用される翌日物ファシリティー金利（FASBI）を引き上げる決定を行い、定例会合でも2年4ヶ月ぶりに政策金利（BIレート）を引き上げるなど、金融引き締めに向けて大きく舵を切っている。燃料価格引き上げの影響が懸念された6月のインフレ率は前年同月比+5.9%に加速し、同行のインフレ目標（3.5～5.5%）を上回っており、今後はインフレ率のさらなる加速も予想されるため、一段の金融引き締めが進む可能性は高いと予想される。ただし、海外資金の流出により流動性の縮小が懸念される状況下でインフレと利上げが共存することになるため、同国経済をけん引してきた個人消費の下押し圧力に繋がるとは避けられず、金利高によって企業の設備投資などに悪影響が出ることも予想される。

図1 中央政府の財政収支の推移

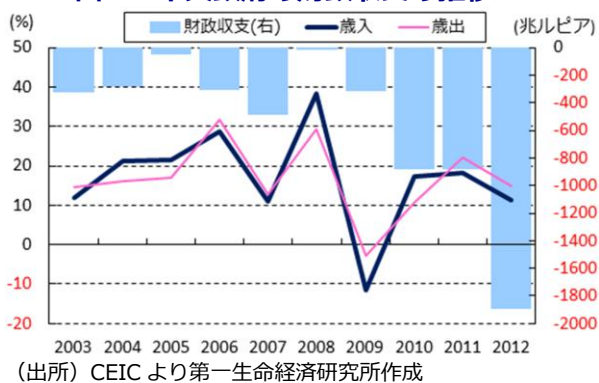
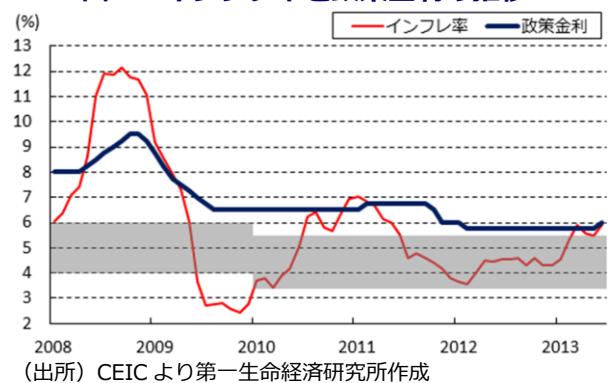


図2 インフレ率と政策金利の推移



《一連の取り組みのタイミングは最悪だが、今こそ、中長期を見据えた投資環境整備の進展が求められる》

- 足下においては個人消費をはじめとする旺盛な内需の取り込みを目指す外資企業による対内直接投資の流入は比較的堅調に推移しており、これは景気を下支えすると期待される。しかし、来年に予定される総選挙及び大統領選挙を控えるなか、政府による産業政策は国内産業保護を優先した内向き傾向の強い施策が打ち出されているほか、政府内の手続の煩雑さや意思疎通など能力不足などが影響して外資企業の進出に対する許認可がスムーズに進まないといった問題も生じている。現ユドヨノ政権は2004年の政権発足以降、政治面ではスハルト政権倒壊後は同国に政治的安定が定着しなかったことを教訓に、安定政権の樹立を最重要課題に掲げた。一方、経済面ではタイなどASEAN（東南アジア諸国連合）周辺国に大きく遅れをとっていたことから、外資企業による対内直接投資の誘致を通じて産業高度化を図るとともに、アジア通貨危機を反省材料に物価と為替の安定を重視する政策運営を図ってきた。こうした取り組みは長年の独裁政権下で低水準に止まってきた国内投資率の向上を通じて潜在成長率の押し上げを促したほか、対外的な信認向上による海外資金の流入が経済成

長率を一段と押し上げる好循環を生んできた。結果、同国は新興国の中でも最有力株の一つに挙げられるまで状況は大きく改善したものの、このところの政府の政策運営はこうした期待を損なう可能性があることに留意する必要がある。世界的な緩和マネーが溢れ、かつ同国の投資環境が改善されれば、経常赤字を海外資金がファイナンスする構造はさして問題にはならなかったが、足下ではこの縮小が意識されており、投資環境にも疑問符が付いていることから、当面は海外資金が流出しやすい環境が続くと予想される。

- 同国金融市場を巡っては、一昨年来の構造改革期待の後退やインフレ懸念の高まりなどを背景に為替相場では海外資金の流出基調が続いており、通貨ルピアは過去2ヶ年の間に米ドルに対して1割以上下落する状況にある。さらに、足下では米国による量的金融緩和の減速により世界的な緩和マネーの縮小が意識された結果、ファンダメンタルズの悪さも材料にルピア売りは加速しており、ルピアの対米ドル為替レートは約4年ぶりの水準にまで下落している。中銀はルピアの急激な下落による物価への影響などを緩和させるべく、年明け以降はルピア買い（米ドル売り）の為替介入に積極的に動いており、結果、6月末時点の外貨準備高は981億ドルと2年4ヶ月ぶりに1000億ドルを切る水準に低下している。なお、この水準は今年5月までの輸入額の月平均の6ヶ月分を上回る水準にあることから、直ちに外貨準備の枯渇が懸念される状況にはない上、アジアにはチェンマイ・イニシアティブ（CMI）を通じた外貨融通プログラムもあることから、危機的状況に陥る可能性は極めて低い。ただし、これまで流入してきた海外資金が相当な規模であったことを鑑みれば、流出に転じる規模も極めて大きいことから、為替介入の余力に限界が生じることも予想される。こうしたこともルピア安基調が続きやすい展開に繋がるものと考えられる。
- 同国政府が長年の懸案であった補助金財政に切り込み、財政健全化に一定の道筋を付けたことは評価出来るものの、本来であれば、昨年4月に当初予定通り着手しておくべき課題であるとともに、米国による量的金融緩和の「出口」が意識される状況で動いたことは極めてタイミングが悪い。先行きにおけるインフレ率の上昇は避けられなくなっており、中銀はインフレ率の抑制と為替の安定に注力するとともに、同国政府には海外投資家からの信認向上に向けた取り組みが求められる。折しも、ASEAN内ではタイやマレーシアなどがTPP（環太平洋パートナーシップ協定）への加盟を表明するなど投資環境の整備に動く姿勢をみせている上、マレーシアはシンガポールと経済面で協調を強めるなど、域内の競争環境は一段と激化することも予想される。財政健全化や対外収支の改善に向けた取り組みは、短期的に同国景気の下押し要因になることは避けられないが、内向き姿勢の脱却を通じて海外投資家を惹きつけることは、中長期的な潜在成長率の向上により持続可能な経済成長を図る上でもこれまで以上に重要な視点になるであろう。

図3 ルピア相場(対ドル、円)の推移

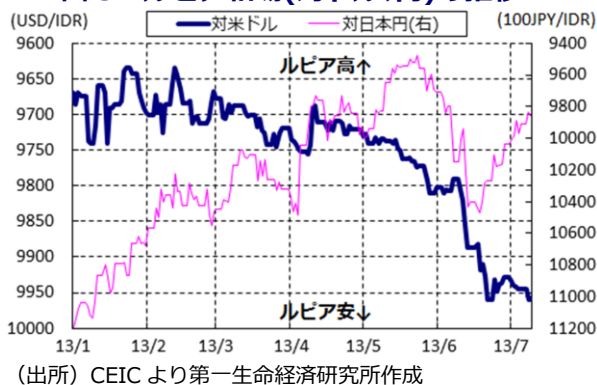
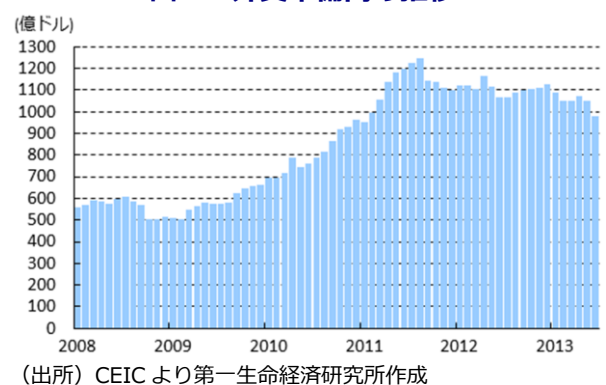


図4 外貨準備高の推移



以上