

インドネシア経済は再び輝きを取り戻せるか

～内需の足かせも残る中、今後は中長期を見据えた問題克服に課題～

発表日：2013年10月22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)

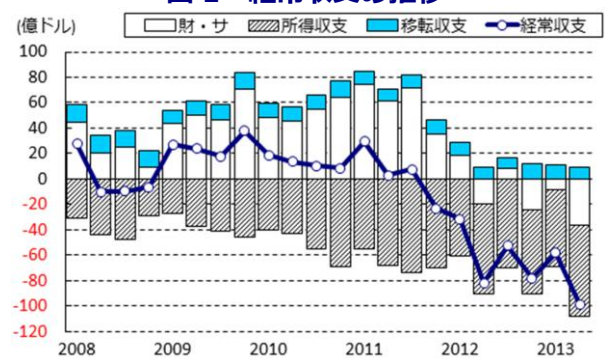
(要旨)

- 人口の多さを背景とする旺盛な内需をけん引役に高成長を実現したインドネシアだが、雲行きは怪しくなっている。旺盛な内需に伴う輸入増の一方、世界経済の減速などによる輸出鈍化が経常赤字を招く中、過大な補助金支出が財政悪化を引き起こすなどファンダメンタルズが悪化。さらに、国際金融市場の混乱は先延ばししてきた補助金圧縮を促してインフレ率が急上昇するなど、経済状況は大きく変化している。
- 通貨ルピアは経済政策の不透明さを理由に一昨年夏から下落してきたが、国際金融市場の混乱を受けて今夏以降は急落した。補助金圧縮によるインフレ率の急上昇も重なり、中銀は急進的な利上げに動かざるを得なくなり、内需の足かせになっている。足下では金融市場の混乱一服で落ち着きを取り戻しつつあるが、物価抑制や経常赤字抑制を重視せざるを得ない状況では、当面内需の足かせは残ると予想される。
- 金利高は設備投資の抑制要因になると見込まれるが、直接投資の流入は堅調に推移しており、景気を下支えしよう。ただし、来年に大統領選などを控えるなか、政府内ではナショナリズム的な経済政策を志向する動きもみられるなど不透明要因は残る。なお、ルピア防衛策に伴い外貨準備は減少してきたが、依然短期対外債務の2倍強の規模を維持しており、同国発の「通貨危機」に発展する可能性は低いと考える。
- 米国のQE3延長による時間的猶予は同国経済にプラスとなろうが、早晚縮小されることを勘案すれば、混乱再燃は避けられない。今後の焦点は、QE縮小後の新興国への資金回帰を目指した取り組みだが、脆弱なファンダメンタルズ、インフラ不足、経済政策の不透明さなど課題は少なくない。時間的猶予と政治の季節を迎える中で、これらの課題克服への道筋をみせられるかが、先行きの同国経済の鍵を握る。

《米国QE3延長で混乱は一服。当面は内需の下押し要因が残る中、中長期を見据えた不透明要因克服に課題》

- ASEAN（東南アジア諸国連合）随一の人口を誇り、旺盛な消費意欲を背景とする景気拡大を追い風に高い経済成長を実現してきたインドネシアだが、足下では急速に雲行きが怪しくなっている。旺盛な内需に伴い輸入が拡大する一方、かつての資源国は投資不足による産出量低迷に加え、エネルギー資源を中心に国内向け供給を拡大させたことで貿易収支は悪化しており、昨年は通年ベースで初めて赤字に転じた。さらに、足下では経常収支も赤字基調を強めるなど、対外収支の悪化が懸念される状況が続いてきた。足下では経常赤字に加えて、財政赤字も拡大する「双子の赤字」に直面するなどファンダメンタルズ（基礎的条件）の悪化が経済の足かせになる懸念も出ていた。こうしたなか、米国の量的金融緩和第3弾（QE3）の縮小観測が出て以降、世界的なリスクマネーの収縮を警戒した投資家は対外収支の脆弱な国々から資金を引き上げており、同国もその標的となった。同国は産油国であった名残から、石油製品への補助金支給で価格を低く抑える政策を採ってきたが、近年では市況の高止まりや産油量減に伴う輸入拡大が貿易収支や財政収支の重

図1 経常収支の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

石になってきた。政府は年明け以降、消費財などの輸入規制により貿易赤字の抑制を図る一方、資源輸出にも実質的な規制を掛ける動きを強めてきたが、6月末に原油消費抑制のため補助金圧縮によるエネルギー価格の大幅引き上げに踏み切った。補助金縮小は元々昨年4月に実施予定だったが、反対運動の高まりを受けて後ずれしたものの、海外資金による「外圧」がエネルギーの価格引き上げを後押しする格好となった。

- 同国通貨ルピアを巡っては、資源輸出政策を巡る不透明感を理由に一昨年夏をピークに下落基調が続いていたが、海外投資家の不安に伴い今夏以降は流出圧力が強まり、主要通貨に対して急落した。結果、エネルギー価格の大幅引き上げによりインフレ率が急進したことに加えて、急速なルピア安が輸入インフレを引き起こす懸念も強まり、中銀は金融引き締めを進める必要に迫られた。インフレ率は6月に中銀目標（3.5～5.5%）の上限を上回り、直近9月のインフレ率は月ごとの変動幅の大きい食料品価格の上昇一服

などで減速したものの、前年同月比+8.40%と大幅に加速している。中銀は6月に2年4ヶ月ぶりの利上げを決定し、その後は緊急利上げも含めて4ヶ月連続で利上げを実施するなど、ルピア安阻止に向けて急進的な金融引き締め動く必要に迫られた。さらに、国際金融市場の混乱は債券価格の下落を通じて長期金利の上昇を招いており、インフレと金利上昇による購買力の低下は景気のけん引役となってきた個人消費の足かせになっている。他方、急速な通貨安は輸出競争力の向上に資すると期待されるが、同国経済はASEAN内でも輸出依存度が低く、日系企業を中心に素材及び部材の調達を日本を含む海外に依存している。通貨安は調達価格の上昇を通じて価格競争力の低下を招くリスクもあり、景気に対するプラスの効果は他のASEAN諸国に比べても乏しい。先月の米国FedによるQE3延長決定を受けて国際金融市場は落ち着きを取り戻しており、ルピア相場も一服している。足下ではQE継続の長期化を予想する声も出ており、海外資金の動きは安定する可能性は出ているものの、QE縮小の時期は早晩訪れることを勘案すれば、海外資金に依存した構造を抱えるリスクは高い。政府及び中銀は経常赤字縮小のため、輸入抑制を強化する可能性は高いと見込まれ、これは内需抑制を通じて景気を下押しすることは避けられず、当面の景気は減速模様が続くと予想される。

- 金利高止まりの長期化は企業の設備投資意欲に悪影響を与えることが懸念されるが、足下ではピークに比べてやや減速しているものの、依然海外からの直接投資の流入が旺盛に推移しており、これは景気を下支えすると期待される。また、政府も短期的な景気下支えのみならず、中長期的な経済成長の観点から直接投資の受け入れを積極化する姿勢をみせており、先行きの景気拡大を促すものと期待される。政府はインフラ投資の拡充により直接投資の活発化を促すとしており、足下では中国や韓国などの支援がこの動きを後押しする流れも出ている。一方、近年は資源部門を中心にナショナリズム的な政策を志向する姿勢や、朝令暮改的に政策変更を繰り返す傾向もみられ、一部の外資企業にとっては必ずしも魅力的な投資先となっていない事情もある。来年には総選挙と大統領選挙が予定されるなか、次期大統領候補と目される有力政治家を中心

図2 政策金利、インフレ率、ルピア相場の推移

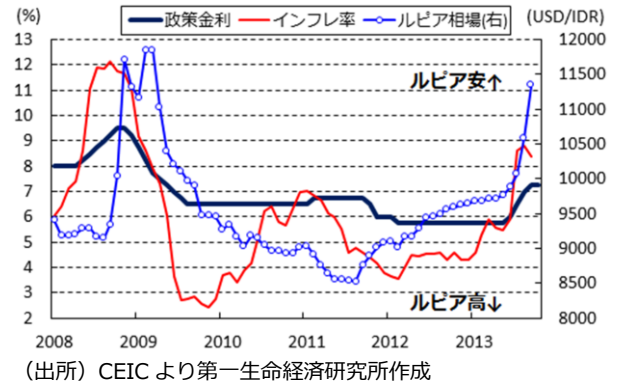
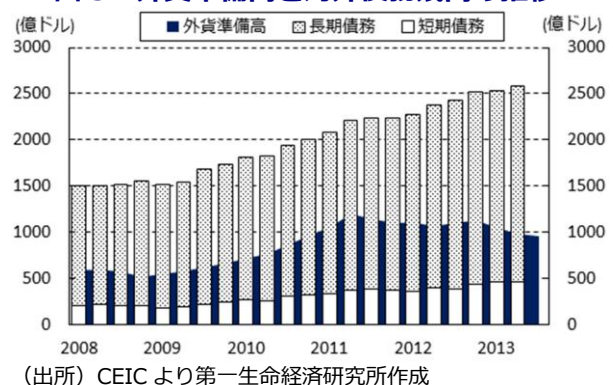


図3 外貨準備高と対外債務残高の推移



に「経済ナショナリズム」色の濃い政策が打ち出される傾向が出ていることは不透明要因である。さらに、同国はA S E A N内では債券市場の規模が比較的大きいが、政府は短期的な資金の流出を懸念する動きを強めた結果、短期債を中心に流動性が低下しており、これも足下の急速なルピア安を招く一因になった。中銀によるルピア安阻止に向けた為替介入などに伴い外貨準備は減少したが、米国のQ E 3 延長による市場の落ち着きを受けて足下では増加に転じており、混乱一服の好影響が出ている。また、ここ数年の対外債務の増加に伴い短期債務も増加基調が続いているものの、外貨準備の規模は短期債務の2倍以上であり、短期市場の流出に対する耐性は備わっている。米国のQ E 縮小の動きは先行きにおけるリスク要因になることは避けられないが、同国発の形で「通貨危機」のような事態に至る可能性は極めて低いと考える。

- インドネシア経済を巡っては、足下の国際金融市場の混乱一服が「時間的猶予」となり、資金流出による信用収縮懸念の後退が景気にプラスの効果を与えることが予想される。しかし、早晚米国のQ E 縮小が行われることを勘案すれば、金融市場を巡る不安が再燃すると見込まれ、景気のけん引役となってきた内需への悪影響は避けられないであろう。今後の焦点は、米国のQ E 縮小による混乱収束の後には再び比較的高成長が期待されるアジアをはじめとする新興国への資金回帰の動きが強まると見込まれるが、そこで同国が外国人投資家にとって「魅力的」な投資先となるかが重要である。これまでは人口の多さや中長期的な人口増加期待、国土の広さなどB R I C s 諸国と同様の要素で資金を惹きつけてきたが、ファンダメンタルズの脆弱さやインフラ不足、経済政策の不透明さは中長期的な経済成長の阻害要因となる。「政治の季節」が近づくなかで、これらの課題克服に取り組むことが出来るか、足下の時間的猶予を味方に付けられるかに掛かっている。

以 上