

見ても以上に状況は厳しいインドネシア経済

～実は輸入減が成長率を下支え。先行きにも楽観視は禁物～

発表日：2015年8月6日(木)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 中国経済の不透明感がアジア新興国や資源国の足かせとなる懸念があるなか、双方の特徴を有するインドネシアでは資金流出が活発化している。足下のルピア相場はアジア通貨危機直後の最安値以来の水準となり、インフレ率が高止まりするなかで難しい政策対応が迫られている。年末にはインフレ率の低下が見込まれる一方、金融緩和は年内にも実施される米国の利上げと相俟って通貨安を誘発するリスクもあるため、当局にとっては外的環境を睨みながらの難しい政策の「さじ加減」が求められている。
- 4-6月期の実質GDP成長率は前年比+4.67%と約6年ぶりの低水準となった。前期比年率では底入れの動きはみられるも力強さはない。ただ、インフレ下にも拘らず依然個人消費は堅調さを維持するも、輸出や企業活動の低迷、政府による予算執行能力の低さが景気の足かせとなった。他方、実質的な輸入抑制による輸入減は成長率を押し上げており、景気の実態は表面上の数字以上に厳しいと判断出来よう。
- 政府内で先行きの景気に対する見方が分かれるなか、年後半には歳出拡大圧力が強まる可能性がある。一方、景気減速による税収減が避けられないなか、財政負担軽減のために歳出抑制圧力が高まることも予想され、景気に悪影響が出る懸念もある。同国発で金融危機が起こるリスクは極めて低い一方、対外的な脆弱性を抱えるなか、先行きの同国景気は海外の動きに左右される難しい状況が続くものと考えられる。

【実体経済は表面上の成長率より悪い可能性。年後半に投資拡充の期待も、財政負担の問題もあり厳しい展開が続く】

- 足下の国際金融市場では中国経済を巡る不透明感への懸念がくすぶるなか、近年中国への依存度を強めてきたアジアの新興国や資源国にとっては景気の足かせとなることが警戒されており、その構造的な特徴から双方に分類されるインドネシアでは海外資金を中心に流出圧力が強まる動きがみられる。同国はかつてアジア有数の産油国であったものの、スハルト独裁政権下で原油関連の外資企業に対する排外的な動きが強まった結果、足下では産油量が大きく減少して純輸入国に転落しており、昨年後半以降の原油相場の下落は同国経済にとってプラスに作用する。他方、原油以外の鉱物資源や天然資源の輸出に占める割合は依然として高いため、このところの国際商品市況の調整は交易条件の悪化を通じて国民所得の下押し圧力となるなど、景気の足かせとなることが懸念される。さらに、輸出財を中心とする価格下落は貿易収支の悪化を連想させるなか、同国は2013年の米FRB（連邦準備制度理事会）のバーナンキ前議長による量的金融緩和政策の縮小を示唆する発言をきっかけとする国際金融市場の動揺（いわゆる“Taper Tantrum”）で資金流出圧力が高まるなど対外収支など経済のファンダメンタルズが脆弱であり、経常収支の悪化を招くことが懸念されている。事実、足下の通貨ルピアの対米ドル為替レートは、同国が「発火点」となりアジア全体に広がった1997～98年のアジア通貨危機の際の最安値以来となる安値水準に低下している。なお、足

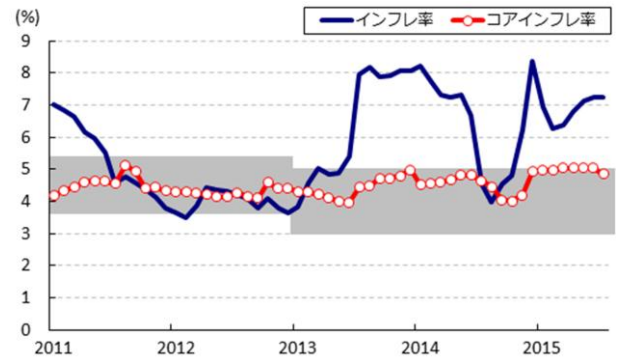
図1 ルピア相場(対ドル)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

下のインフレ率は昨年末以降に政府が燃料補助金の削減を決定した後、年明け以降は原油相場が底入れしたことで上昇圧力が高まっており、7%を上回るなど中銀のインフレ目標を大きく上回る水準で高止まりしている。年末にかけては燃料補助金削減の影響が薄れることでインフレ率の低下が見込まれるほか、足下の原油安もインフレ圧力の緩和に繋がると期待される一方、このところの急激なルピア安は輸入物価上昇を通じてインフレ緩和効果を相殺する可能性がある。同国はASEAN域内でも断トツの人口規模を擁するなか、経済成長についてはこれを背景とする個人消費がけん引役を担っており、インフレ圧力の後退に

図2 インフレ率の推移

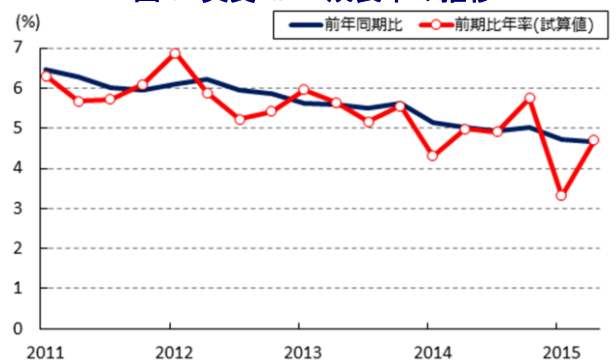


(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

よる実質購買力の向上は、同国経済が再び高成長軌道に回帰するために不可欠である。その意味では、ここ数年は景気の減速基調が強まるなど一時の勢いを失いつつある同国にとっては、恩恵を受けやすい原油安の一方で進む通貨ルピア安の喰い止めに向けて難しい政策対応を迫られている。中銀は先月の定例会合においても5会合連続で政策金利を据え置くなど引き締め姿勢を維持しているが、ここ数ヶ月は景気の減速感が強まっていることを受けて景気刺激に配慮を示す姿勢を匂わせており、年末にインフレ率の低下が確認されれば利下げに動く可能性が考えられる。その一方、同国は経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」を抱えるなか、年内にも米国の利上げ実施が見込まれることで海外資金を中心とする「巻き戻し」の動きにより同国からの資金流出圧力が強まる懸念もくすぶる。こうしたことから、政策当局にとっては国内経済のみならず外的環境を見極めながら政策判断を行う難しい「さじ加減」が必要になっていると言えよう。

- こうしたなか、4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+4.67%と前期（同+4.72%）から減速して約6年ぶりの低い伸びに留まっていることが確認された。当研究所が試算した季節調整値に基づく前期比年率ベースでは、前期に大きく減速した反動も重なり加速しているものの、+5%を下回る水準に留まるなど依然として力強さに欠ける状況が続いている。インフレ率の高止まりや交易条件の悪化で国民所得に下押し圧力が高まるなど、実質購買力の低下が懸念される状況にも拘らず個人消費は依然堅調さを維持しており、内需が景気のけん引役である状況は変わっていない。一方、中国の景気減速や商品市況の調整を受けて輸出は減速基調が続いているほか、企業による設備投資意欲の低迷により固定資本投資にも下押し圧力が

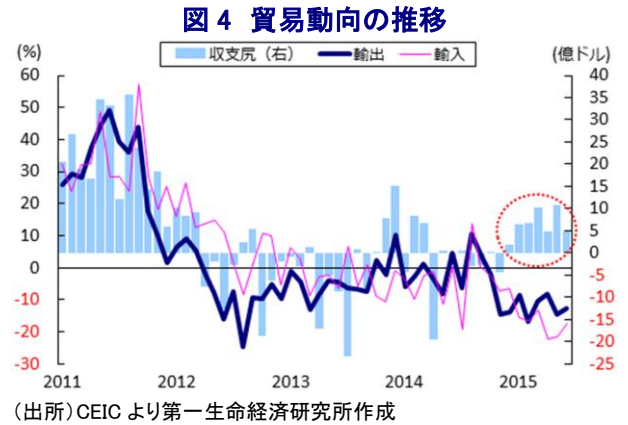
図3 実質GDP成長率の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

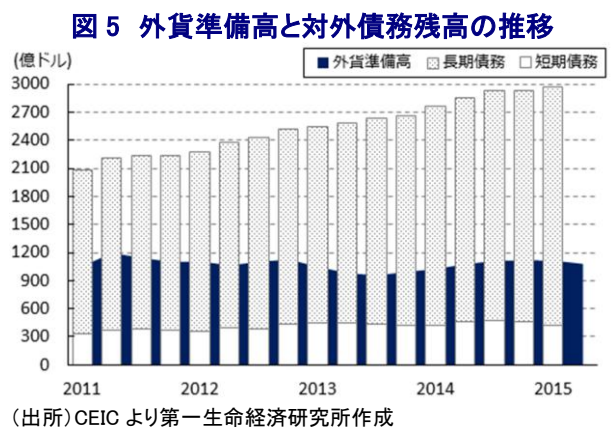
掛かるなど、企業部門による経済活動の弱さが景気の足を引っ張っている。さらに、昨年10月に発足したジョコ・ウィ政権は発足当初こそ経済閣僚を中心に実務家を配するなど国内外からの期待を集めたものの、その後は省庁間の争いを背景とする内向き志向の強い政策が打ち出されており、外資系企業を中心に「失望」にも似た声を仄聞することが少なくない。また、政府は今年7月からは通貨ルピア相場の安定に向け、外資系企業を含めて同国内での決済（現金のみならず電子決済も含む）に原則としてルピアの使用を義務化させるなどの動きをみせるなど、実効性に疑問符が付く一方で外資系企業を中心に経済活動を萎縮させかねない政策を打ち出している。足下では依然として外資系企業を中心に対内直接投資の動きは堅調に推移しているものの、政府

による内向き姿勢が今後も一段と強まれば外資系企業の進出の動きに水を差す可能性もある。そして、ジョコ・ウィ政権の政治的基盤の脆弱さは行政面での執行能力の低さにも現われており、政府は補助金削減に伴う補正予算が今年2月に成立したにも拘らず、足下の投資予算の執行率は依然として10%と低水準に留まっており、これによる政府消費の鈍化も景気の足を引っ張っている。ただし、実体としてもっと厄介なのは足下の成長率は輸入の大幅な鈍化によって押し上げられている側面が強いことであろう。同国では経常赤字の圧縮が喫緊の課題となるなか、年明け以降の貿易収支は黒字基調で推移するなど一見すると状況



は改善しているようにみえるものの、これは実質的な輸入規制の強化や外資系企業をはじめとする企業活動の鈍化によって輸入が抑制されたことが影響しており持続可能な対策ではなく、先行きはこの回復が成長率の下押し要因となることに留意する必要がある。また、分野別では農林漁業部門の生産が底堅いほか、個人消費の堅調さを反映して一部のサービス部門の生産では加速する動きがみられたものの、商品市況の調整や政府による未加工鉱石に対する禁輸措置などに伴い鉱業部門の生産は低迷が続き、金融サービス関連でも低調な動きがみられるなど跛行色が鮮明になっている。こうしたことから、足下の同国景気は表面上目に見える姿以上に厳しい状況に直面していると判断することが出来よう。

- GDP統計の発表に際して、統計局は「**政府による今年通年の経済成長率の目標(+5.2%)の達成は極めて難しい**」との認識を示す一方、同日にブロジョネゴロ財務相は「**経済成長率は+5.0~+5.2%の範囲に収まる**」との見方を堅持するなど政府内で見方が分かれている。前半の経済成長率は前年比+4.69%に留まるなか、通年ベースの経済成長率が政府目標をクリアするためには年率ベースで8%を上回る高成長に回帰させる必要があることを勘案すれば、財務相の見方は極めて楽観に過ぎると判断せざるを得ない。他方、財務相がこうした見方を堅持している背景には、年後半には政府消費の円滑な進捗を通じて補正予算で盛り込まれたインフラ投資が拡大するほか、企業による設備投資などが盛り上がるとの見方が反映されている可能性はある。ただし、足下では景気の減速感が強まったことで税収が予想以上に低下する可能性が見込まれるなか、財政赤字の圧縮を図るためにはインフラ投資をはじめとする歳出削減が必要になることも予想され、そうなれば景気にとってマイナスの影響が出ることは避けられない。幸いにも中央政府が抱える債務残高は昨年末時点でGDP比24.7%と他の新興国などと比較して突出している訳ではないものの、ここ数年は財政悪化に対して国内外から厳しい視線が向けられており、補助金支出の拡大が財政悪化及び非効率性の元凶となってきたため、ジョコ・ウィ政権がこの改革に動いたことの評価は低くない。その一方、政治的基盤の脆弱な現政権にとっては国民からの高い支持率だけが拠りどころとなっているだけに、結果的に打ち出される政策は地方へのバラ撒きなどポピュリズム色が強く、ナショナリズムに訴える内向き志向を強める傾向がある。そうした懸念が一段と強まれば、慢性的なインフラ不足が外資系企業による同国への進出を阻むボトルネック



となっている上、その意欲自体をも大きく損ねることになりかねない。また、足下では海外資金の流出圧力の高まりを受けて外貨準備高は減少して6月末時点で1018億ドルになっているが、年明け以降の月平均輸入額の8.3ヶ月分を確保している上、対外債務残高に占める短期債務残高（今年3月末時点で426億ドル）と比べても十分な水準を確保している。アジア通貨危機後に取り極められたチェンマイ・イニシアティブなどを通じてアジア域内で外貨を融通し合う仕組みも拡充されており、同国発で通貨危機などに陥るリスクは大きく後退しているものの、国際金融市場の突発的な動揺に対して脆弱な構造であることは変わりがない。その意味においては、年内にも予定される米国の利上げを含め世界経済を巡る動きによる影響を受けやすいなど、国内の動き以上に海外の動きに左右される難しい展開が続くことになろう。

以 上