

インドネシア、一進一退の景気模様続く

～公共投資への依存を強めるなか、民間主導の自立回復は道半ば～

発表日：2016年5月6日(金)

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)

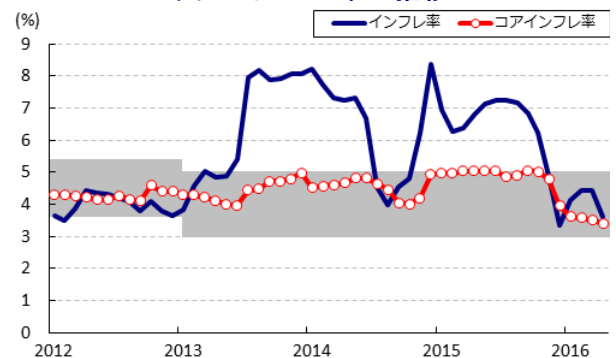
(要旨)

- 国際金融市場では一時の過度な悲観が修正されるなか、リスクマネーが再び活発化して新興国や資源国に回帰している。インドネシアでは原油安がインフレ低下や経常赤字圧縮などファンダメンタルズの改善を促し、資金回帰の動きが顕著である。しかし、1-3月期の実質GDP成長率は前年比+4.92%と2四半期ぶりに5%を下回るなど勢いに乏しい。足下の景気は公共投資の動向に左右される展開が続いている。
- 物価安定で個人消費は底堅い一方、年明け以降の利下げにも拘らず企業の設備投資意欲は依然乏しい。政府による内向き姿勢の強さは外資企業の投資実現の足かせになっている可能性もあり、ジョコ・ウィ政権には一段の規制緩和が不可欠と言える。足下では景況感が回復する動きもみられるが、民間主導による自立的な回復は道半ばの状況が続いており、当面は劇的な景気回復が見込みにくい展開が続くとみられる。

《インフレ圧力低下で個人消費の底堅さは続くが、民間投資は依然弱く、公共投資によって下支えされる状況が続く》

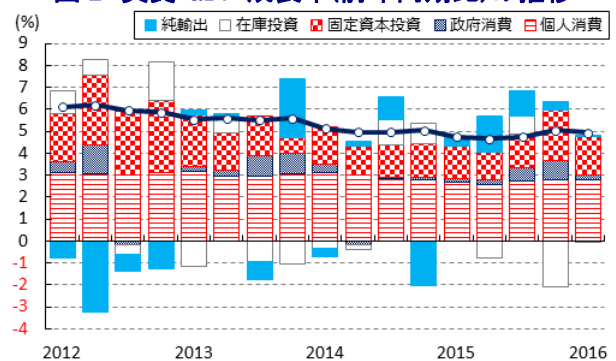
- 足下の国際金融市場を巡っては、年明け直後のリスクオフ模様が一变して原油をはじめとする国際商品市況は上昇基調を強めているほか、世界的なリスクマネーは再び資源国や新興国に回帰する動きがみられるなど、過度な悲観が修正される動きが広がっている。こうしたなか、インドネシアにおいては慢性的な経常赤字と財政赤字に加え、ここ数年は恒常的なインフレに見舞われるなどマクロ経済の基礎的条件（ファンダメンタルズ）の脆弱さを理由に海外資金の流出圧力が強まり、通貨ルピア相場は大きく下落するなどの動きに繋がってきたが、足下ではこうした状況は大きく改善している。同国はアジア有数の資源輸出国であるものの、足下では原油については純輸入国にあることから、原油安は輸入減により経常赤字の圧縮をもたらすほか、エネルギー価格の低下を通じてインフレ圧力の後退を促すなどファンダメンタルズの改善に繋がっている。このような環境変化も重なり、このところは同国に資金回帰の動きが活発化しており通貨ルピアの対ドル為替レートは1年ぶりの高水準に回復しているほか、インフレ圧力の低下から直近のインフレ率は中銀の定めるインフレ目標（3～5%）の下限に近づくなどの動きに繋がっている。同国経済はこれまで個人消費を中心とする内需が経済成長のけん引役になってきたことから、インフレ圧力の後退に伴う家計の実質購買力の向上は経済成長の押し上げに繋がると見込まれてきたものの、足下の景気動向については依然として厳しい状況を抜け出せていないことが明らかになってい

図1 インフレ率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 実質 GDP 成長率(前年同期比)の推移

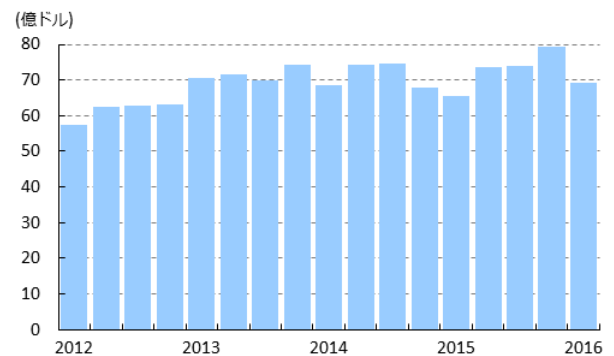


(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

る。1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比+4.92%と前期（同+5.04%）から減速して2四半期ぶりに5%を下回る伸びに留まるなど、勢いに乏しい展開が続いている。なお、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4四半期ぶりに4%を下回る伸びに留まっており、昨年初めを底に改善の動きが続いてきたものの、依然として景気回復は道半ばの状況にあると判断出来る。内訳をみると、インフレ圧力の後退による実質購買力の向上は個人消費の下支えに繋がっている様子うかがえるものの、その勢いはかつてに比べて乏しい展開が続くなか、年明け以降の中銀による度重なる金利引き下げにも拘らず企業の設備投資意欲は回復しておらず、経済主体ごとに跛行色が強まっている。さらに、前期は在庫調整の動きが成長率の下押し圧力に繋がっていたものの、今期はその重石が取れたにも拘らず景気の減速基調が強まった背景には、過去2四半期に亘って成長率の押し上げに寄与してきた政府消費の鈍化が影響している。こうした動きは、足下の同国経済が民間主導による自立的な景気回復の道筋を描けていないことを意味している。他方、このところの中国の景気減速やそれに伴うASEAN周辺国の景気鈍化などで下押し圧力が掛かってきた輸出には底入れの動きがみられるものの、個人消費の底堅さを背景に輸入にも底打ち感が出ており、結果的に純輸出の成長率寄与度は改善しにくい展開が続いている。先行きについては、足下で回帰の動きが続く海外資金が経済成長の「ゲタ」を履かせる効果に繋がるとの期待がある一方、短期資金に過度に依存する構造は外部環境が一変した際の悪影響を増幅させるリスクに繋がる可能性もあり、引き続き注意が必要と言えよう。

- 足下では世界的な地政学リスクの高まりなども背景に原油をはじめとする国際商品市況は上昇基調を強めているが、同国では依然ガソリンなどエネルギーの太宗に統制価格が課されるためにインフレ圧力の昂進に繋がっており、家計部門にとっては実質購買力の堅調さが消費を支える構図が続くと期待される。他方、インフレ圧力の後退とそれに伴う中銀の積極的な利下げにも拘らず、依然として企業の設備投資意欲は低調な推移が続いており、先行きの景気回復を目指すに当たってはこの行方が動向を大きく左右する展開になることは間違いない。ジョコ・ウィ政権は昨年来、度重なる外資企業に対する規制緩和を通じて景気刺激を図る方針を打ち出しているものの、その多くは内容が小粒であるほか、一方で国内企業を優遇する姿勢もうかがえるなど十分な成果を挙げるに至っていない。今年2月には、外資企業による投資対象に関するネガティブリスト（DNI）から29業種を削除する規制緩和策を打ち出し、ジョコ・ウィ大統領自身が「ビッグバン」と称するなどの動きをみせる一方、それと併せる形で同国内における技術水準が低い20業種が新たにDNIに追加されるなど、ジョコ・ウィ政権発足後は一貫する形で国内資本に対する保護主義色の強い内向き姿勢が続いており、その方向性は大きく変わっていない模様である。こうした政権の姿勢は外資企業の動きにも影響を与えているとみられ、外資企業による対内直接投資実行額は緩やかな拡大こそ続けているものの、他のASEAN諸国と比較した対内直接投資の

図3 外資企業による投資実行額の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 製造業 PMI の推移



(出所) Markit より第一生命経済研究所作成

受け入れ規模及びGDP比は大きく見劣りしており、民間主導による経済成長を阻む一因になっている可能性がある。直近の製造業PMIをみると昨年末を底に回復感を強めていると捉えることも出来ようが、上述の通り足下の景気は一進一退の展開が続いていることを勘案すれば、先行きの景気がそのまま回復していくと捉えるのは早計と言える。さらに、足下の景気は公共投資によるインフラ関連を中心とした投資拡大が大きな下支えに繋がっており、ジョコ・ウィ政権はインフラ投資を拡充・促進させる方針をみせているが、ジャワ島での高速鉄道建設計画を巡ってはスケジュールの大幅な後ろ倒しが避けられなくなっているほか、その他のインフラ事業についてもファイナンス財源の確保などを含めてその行方は不透明な状況にある。その意味においては、先行きのインドネシア経済については堅調な景気拡大を続ける余地は小さくないと見込まれるものの、その勢いは近年に比べて勢いに乏しい状況が続く可能性は高く、不透明感がくすぶりやすい展開になると予想される。

以 上