

好条件が揃いつつあるインドネシア経済

～ファンダメンタルズの改善に加え、政治の安定も追い風になるか～

発表日：2016年8月5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)

- 商品市況の低迷長期化はインドネシア経済の足かせとなってきたが、年明け以降の原油相場の底入れに伴い外部環境は好転している。他方、原油安によるファンダメンタルズの改善は金融市場の動揺に対する耐性を高めるとともに、足下では海外資金の流入を促す一因になっている。通貨ルピア相場は堅調な上、株式相場は過去最高値を再度うかがうなど、内需を取り巻く環境の改善を好感している。ジョコ・ウィ政権の構造改革は道半ばであり、未だ中長期的な視点での自律的な景気回復は見通しにくい状況にある。
- ただし、足下ではさらなる改善に繋がる動きもみられる。財政健全化が喫緊の課題となるなかで税収増に向けた租税特赦法が成立し、先月半ばから施行されており、海外からの資金還流による景気押し上げが全体としての税収増に繋がることも見込まれる。さらに、先月末には大規模な内閣改造が実施され、スリ・ムルヤニ財務相をはじめ市場からの信認を重視する人事も組まれた。一連の決定は、財政健全化への取り組みに加え、インフラ投資の拡充を通じた潜在成長率の押し上げを睨む意欲的な取り組みと評価出来る。
- 4-6月期の実質GDP成長率は前年比+5.18%と2四半期ぶりに5%を上回る伸びを回復し、前期比年率ベースでも加速が確認された。インフレ低下と金利低下を追い風に個人消費は引き続き堅調ななか、地方政府を中心とするインフラ投資の進捗が景気を後押しした。他方、企業の設備投資意欲は依然低調ななか、不動産投資にも陰りが出つつある。先行きについては租税特赦の影響も重なり内需は堅調を維持すると見込まれる一方、投資や外需の行方には不透明感がくすぶり、緩やかな景気拡大に留まると予想する。

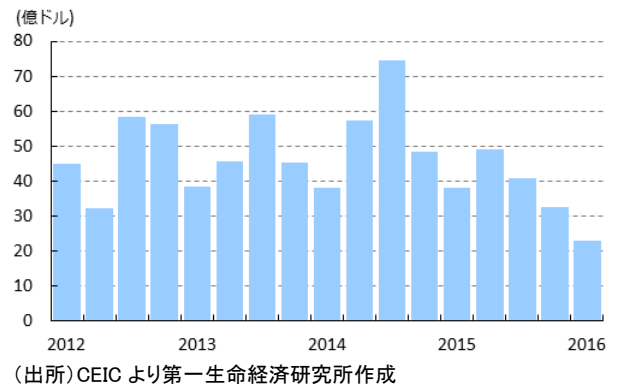
- 一昨年後半以降の長期に亘る原油をはじめとする国際商品市況の低迷は、天然ガスをはじめとする鉱物資源が輸出全体の2割程度を占めるインドネシア経済にとり、交易条件の悪化を通じて景気の足かせとなる展開が続いてきた。しかしながら、年明け以降は原油相場が底入れしたことで足下の交易条件は原油相場が調整局面に突入する前の水準に回復するなど国民所得の押し上げが期待されるなか、同国経済を取り巻く環境は大幅に改善している。同国経済を巡ってはここ数年、慢性的な経常赤字と財政赤字に加え、旺盛な内需を背景にしたインフレが恒常化するなどファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱さを理由に国際金融市場の動揺に際して海外資金の圧力が強まる厳しい展開が続いてきた。しかしながら、足下において同国は原油の純輸入国であることから、原油安は貿易赤字の縮小を通じて経常収支の改善をもたらしたほか、インフレ率を低下させるなどファンダメンタルズの改善に繋がるなど事態は大きく変化している。こうしたなか、国際金融市場は英国のEU（欧州連合）離脱を巡る不透明感が動揺を招くことが懸念されたものの、主要国が市場安定化に向けた流動性供給で共同歩調を採ったことに加え、最大の懸案事項であった米国による利上げ実施の後ろし観測が強まるなど落ち着きを取り戻している。さらに、主要国による量的金融緩

図1 交易条件指数の推移



和政策などに伴い世界的なマネーの量はかつてない水準に達するなか、日本や欧州によるマイナス金利政策の影響で主要国の長期金利は低下、ないし沈没するなど投資家の収益環境が厳しさを増しており、より高い利回りを求めて新興国への資金流入が再び活発化する動きが出ている。インドネシアにおいても、国際金融市場を取り巻く環境に左右される傾向は依然あるものの、足下では堅調な海外資金の流入を追い風に通貨ルピア相場は底堅い展開をみせているほか、株式指数（ジャカルタ総合指数）も上昇基調を強めて再び最高値をうかがう勢いをみせている。この背景には、同国の経済成長は個人消費を中心とする内需がけん引役となるなか、原油安の長期化も影響してインフレ率は低水準で推移するなど家計部門の実質購買力の向上が見込まれる上、上述のように交易条件の改善に伴って国民所得自体にも押し上げ圧力が強まっており、内需の堅調さを示唆する動きが続いていることが影響している。他方、ここ数年は経済成長の下支えを担ってきた外需は、国際商品市況の低迷長期化に加え、近年の高い経済成長を受けて輸出に占める中国向け比率が向上してきたなか、足下では中国の景気減速が輸出の重石となるなど勢いを欠いている。さらに、ジョコ・ウィ政権発足当初は構造改革が進むとの期待から対内直接投資の拡大が予想されたものの、実態としては構造改革が前進する分野がみられる一方、国内資本を重視する「内向き姿勢」を強める動きもみられるなど一進一退の展開が続いている。結果、国際収支統計ベースでみた対内直接投資流入額は右肩下がり推移しており、国内の投資動向は公共投資などの行方に大きく左右される展開となるなど、中長期的な観点で自律的な景気回復への道筋を描きにくい状況にある。

図 2 対内直接投資流入額(BOP ベース)の推移



- ただし、こうした状況は過去数ヶ月のうちに実施された政策のほか、先月行われた内閣改造人事を経て大きく変化する可能性が出ている。同国を巡っては国土が多数の島で構成されるなか、他の新興国同様に慢性的なインフラ不足が投資環境のボトルネックとなる状況が続いており、この拡充が対内直接投資を促す起爆剤になると考えられている。事実、昨年末時点における対内直接投資残高のGDP比をASEAN（東南アジア諸国連合）諸国の間で比較すると、工業化の面でインドネシアの先を行くマレーシアやタイには遠く及ばず、インドネシア同様に潜在力への注目が高いフィリピンをわずかに上回る程度に留まっている。ジョコ・ウィ政権は昨年初めに向こう5年間を対象に5500兆ルピア相当のインフラ投資を柱とする投資計画（『中期開発計画』）を発表するなどインフラ投資の拡充を目指す姿勢を示してきたが、景気が減速するなかで歳入に下押し圧力が掛かるなかで財政健全化を堅持するため、十分な予算を確保するには至っていない。今年に入ってから財務省は小幅な歳出削減を通じて財政健全化に向けた意思を国内外に示す姿勢をみせているが、年明け以降の財政赤字幅は4月末時点で昨年の倍以上となるなど、歳入拡大に向けた取り組みは喫緊の課題になってきた。こうしたなか、政府は脱税者が自主的に当局に申告すれば、加算税や刑事告訴を免除する「租税特赦」に向けて関連法の成立を目指してきたが、6月末に同法が国会で成立して先月から来年3月までの9ヶ月間の時限措置で実施されている。同法では、個人に加えて一部の中小企業を対象に早期に申告することを条件に適用税率の減免を行う方針も示されており、財務省は適用期間において昨年の税収の1割強に相当する165兆ルピアの税収増が見込まれるとの試算を発表している。また、海外に逃避していた資金が国内に還流されることで国内金融市場における取引が活発化することも期待され、結果的に景気が押し上げられることで税収全体にもプラスの

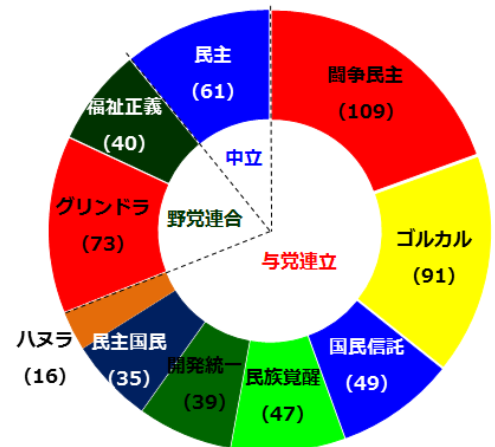
効果が生まれることで一進一退の展開が続いてきた同国経済の底入れを促すと見込まれる。さらに、金融市場において好材料と捉えられているのが先月末に行われた内閣改造であり、今回入れ替え対象となった閣僚数は13と昨年8月（5閣僚）から大幅に増加するなど大規模な改造が行われた。今回の内閣改造における目玉人事は、ユドヨノ政権下で財務相を務めた後に世界銀行の専務理事に転じていたスリ・ムルヤニ・インドラワティ氏が財務相に復帰したことである。同氏はユドヨノ政権1期目で財務相に就任し、金融・財政の専門家として市場からの信認が高かったものの、世界金融危機後の金融機関に対する救済策を巡る与野党間の対立のゴタゴタに巻き込まれる形で2010年に突如退任に追い込まれていた。その後の同国財政は、ユドヨノ政権が経済政策面で内向き姿勢を強めたことに加え、景気減速による歳入減も相俟って財政赤字の拡大基調が強まり、国際金融市場の動揺に対する脆弱さが懸念される状況に陥った。

同氏は今年の財政赤字のGDP比を国家財政法で定められた▲3%以内に抑制させるべく、インフラや教育、医療などの優先項目への歳出を堅持しつつ大規模な歳出削減に取り組む方針を示している。また、前の財務相であったバンバン・ブロジョネゴロ氏は開発計画の立案を主導する国家開発企画庁長官に横滑りしており、財務省との連携強化を通じてインフラ投資の実施促進を図る狙いもうかがえる。なお、今回の大規模な内閣改造を後押しする一因となったのは、2014年の総選挙後に野党連合の一翼を担ってきた第2党のゴルカル党において、今年5月に開催した党首選での党首交代を経て与党連立に鞍替えしたことも影響している。この結果、総選挙直

後の与党連立は議会内で少数派であったものの、一連の決定により議会の7割弱を占める大連立を形成することが可能になるなど政治基盤は大幅に強化されている。今回の内閣改造についてジョコ・ウィドド大統領は「雇用拡大と格差是正を図るために経済の活性化が不可欠」との考えを示しており、人事を含めて市場を重視することで景気回復を促したいとの思惑が反映されたものと捉えられる。

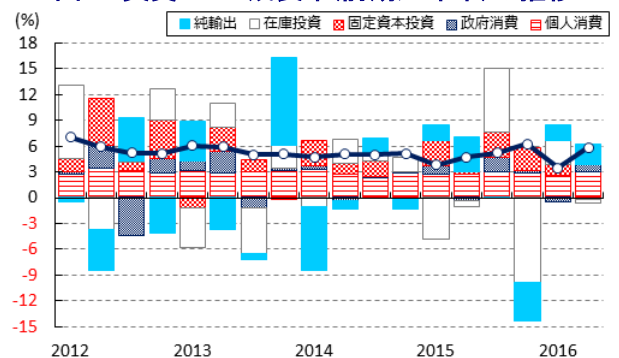
- こうした環境下で発表された4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.18%と前期（同+4.91%）から加速しており、2四半期ぶりに5%を上回る伸びを回復している。当研究所が試算した季節調整値に基づく前期比年率ベースでも2四半期ぶりに加速に転じており、堅調な景気拡大が続いていることが示されている。インフレ圧力の後退に加え、年明け以降の度重なる利下げの効果も重なり、個人消費は引き続き堅調に拡大を続けており、景気のけん引役として十分な働きをみせている。また、前期においては地方政府を中心にインフラ投資の進捗が大きく遅れたことで政府消費が大きく落ち込み、成長率の足を引っ張ったものの、当期については地方政府の独自事業を中心に進捗が図られたとみられ、成長率の押し上げに繋がっている。他方、金利が低下するなど事業環境は改善しているにも拘らず、企業の設備投資意欲は依然として好転する動きには繋がっていない上、堅調な伸びをみせてきた建設需要にも一服感が出ており、

図3 党派別現有議席数(国民協議会)



(出所)各種報道などより第一生命経済研究所作成

図4 実質GDP成長率(前期比年率)の推移



(出所)CEICより第一生命経済研究所作成、季節調整は当社試算

固定資本投資の成長率寄与度は下振れしている。なお、原油をはじめとする国際商品市況の上昇などを追い風に輸出に底入れの動きが出ており、政府による輸入抑制策の影響で輸入が抑えられていることも重なり、純輸出の成長率に対する寄与度はプラス幅が拡大している。分野別では、過去数四半期に亘って異常気象の影響で生産が大きく落ち込んでいた農業関連に底入れの動きが出ているほか、商品市況の上昇は鉱業部門の生産の底打ちを促している。さらに、内需の堅調さを反映して製造業の生産は底堅い拡大が続いているほか、金融市場の落ち着きも背景に金融をはじめとするサービス関連の生産も堅調さをみせる一方、不動産投資の頭打ちは関連産業の生産の足を引っ張ったとみられる。なお、先行きについては上述の「租税特赦」に伴う個人消費の押し上げが期待されるなか、インフレ率の低下を受けて中銀にはさらなる利下げ余地も生まれており、結果的に個人消費を中心とする内需が景気を押し上げる展開が続くと予想される。他方、改造内閣の下でインフラ投資などが促進される期待は高い一方、財政に過度に負荷を掛ける可能性は低いと見込まれるなか、当面は穏当な政策運営が行われると考えられることで緩やかに経済成長を促すとみられる。ただし、足下では再び原油をはじめとする国際商品市況は上値の重い展開が続いており、外需の回復を期待しにくい状況が続くと予想されるなか、景気の足を引っ張ることは避けられないと見込まれる。

以 上