

インドネシア、2年続けて成長率目標実現のハードル高い

～内容は悪くないが、金融市場の環境悪化と政府・中銀の対応に要注目～

発表日：2018年5月8日(火)

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)

- 先月のムーディーズ社の格上げなどインドネシア経済に対する視線は熱い一方、足下の国際金融市場では米ドル高を背景とする資金流出圧力が強まっている。ここ数年の政策運営を受け、外的ショックに対する耐性は向上したが、こうした状況が長期化すれば実体経済への悪影響が懸念される。政府は選挙を見据えてバラ撒き政策を志向するなか、今後は政府及び中銀による政策運営にこれまで以上に注目する必要性が高い。
- 1-3月期の実質GDP成長率は前年比+5.06%に鈍化した。表面上は弱含んでいるが、内・外需双方に底堅さがみられるなど、内容は必ずしも悪くない。ただし、先行きは資金流出に伴う通貨安や金利上昇などの影響に加え、世界経済を巡る不透明感なども懸念要因となり得る。来月に交代予定の次期中銀総裁はタカ派姿勢が強く、政策運営も引き締め方向にシフトすると見込まれる。今年の経済成長率も政府目標(5.4%)のクリアは容易でなく、次期総裁が議会証言で説明した見通し(5.2~5.3%)の方が現実的と判断出来よう。

- 先月、米格付機関のムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ社」）が格上げを決定するなど（詳細は4月16日付レポート「[ムーディーズが6年強ぶりにインドネシアの格上げ決定](#)」をご参照下さい）、インドネシア経済に対する海外からの視線は依然として熱い。また、このところの国際金融市場は、世界経済が自律回復の動きをみせるなか、先進国の量的金融緩和政策などを背景とする「カネ余り」を追い風に活況を呈する「ぬるま湯」的な環境が続き、より高い収益を求める資金の新興国などへの流入を促し、インドネシア市場の追い風になってきた。しかし、米国FRB（連邦準備制度理事会）による漸進的な利上げ実施に加え、バランスシート縮小など金融政策の正常化の動きが進むなか、米トランプ政権による政策運営がこれらを加速させるとの思惑から、長期に亘り低迷してきた米長期金利は上昇基調を強めている。こうした動きは、新興国などに流入した資金の巻き戻しに繋がるとの連想を背景に米ドル高圧力が強まり、足下の通貨ルピアの対ドル相場は下落傾向を強めて約2年半ぶりの水準に低下している。また、資金流出圧力の高まりを受けて、年明け直後に過去最高値を更新した主要株価指数（ジャカルタ総合指数）は、その後一転して下落しており、資金流出による実体経済への悪影響が懸念される。インドネシアは慢性的な経常赤字国であり、自国通貨安は輸入インフレの昂進を通じて物価上昇圧力に繋がるほか、昨年末以降中銀は政策金利を過去最低水準に据え置いているにも拘らず、足下の金融市場では長期金利が底入れする動きもみられる。現時点の株価水準並びに金利水準は、昨年後半以降の上昇並びに低下した分が戻った程度に留まるが、今後こうした状況が長引けば、家計部門の実質購買力などを通じて経済成長のけん引役である個人消費をはじめとする内需の下押し圧力となる可能性もある。上述したムーディーズ社による格上げ決定は、過去数年に亘る財政及び金融政策運営を通じて同国の外的ショックに対する耐久性が向上

図1 ルピア相場(対ドル)と主要株式指数の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

していることを評価したものであり、外貨準備高は十分なバッファーを有している。しかし、今年は来年の総選挙並びに大統領選の「前哨戦」となる統一地方首长選挙が行われる「政治の季節」を迎えており、財政面ではバラ撒きの姿勢を強めるなど、そのことが耐性を毀損する可能性もくすぶる。国際金融市場を取り巻く環境変化がインドネシアに対する視線の変更させるリスクもあり、これまで以上にジョコ・ウィ政権による財政運営並びに中銀によるマクロプルーデンス政策に対して注意を払う必要性は高まっている。

- こうしたなかで発表された1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.06%となり、前期（同+5.19%）から伸びが鈍化したほか、昨年通年の経済成長率（同+5.07%）をわずかに下回る伸びに留まり、同国政府が掲げる今年の経済成長率目標（5.4%）も下回る。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も4四半期ぶりに5%を下回る伸びに鈍化しており、一見すると力強さに欠ける。ただし、その内訳

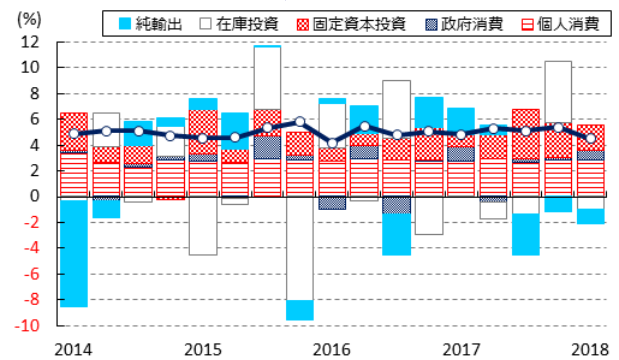
をみると世界経済の自律回復の動きなどを反映して輸出は引き続き底堅い動きをみせているほか、前期は昨年秋のバリ島での火山爆発などの影響で観光関連のサービス輸出が大きく落ち込む動きがみられたものの、当期はその反動も影響して大きく盛り返すなど、外需を取り巻く動きは堅調さを維持している。また、外需の堅調さを背景に企業部門の設備投資にも底堅い動きがみられるほか、政府による財政出動を背景に政府消費も大きく押し上げられ、公共投資の進捗が固定資本

投資を下支えする動きもみられる。さらに、賃金の伸び悩みやこのところの物価上昇による実質購買力の下押し圧力が重石となる形で勢いを欠く展開が続いてきた個人消費も、当期はインフレ率の低下に加え、海外資金の流入に伴う金利低下や資産効果などが下支えする形で堅調を維持している。なお、こうした幅広い内需の堅調さを反映して輸入の伸びは輸出の伸びを上回っており、結果的に外需の成長率寄与度がマイナス基調を強めていることは表面的な成長率の押し下げ要因となっている。また、前期においては在庫投資の大幅な積み上がり

りが成長率の押し上げ要因となったものの、当期はその反動が下押し要因となっており、内容は表面的な成長率の動きより良いと判断出来る。こうした傾向は分野別の成長率の動きにも現われており、異常気象の一巡などを反映して農林漁業関連の生産に底入れ感が出ているほか、内・外需の堅調さは幅広く製造業の生産を下支えしている上、企業の設備投資や公共投資の進捗は建設部門の生産を押し上げる動きもみられる。また、個人消費の底入れの動きは幅広くサービス業の生産の下支えに繋がっているほか、年明け以降は来訪者数がV字回復していることを反映して、観光関連産業の生産にも底入れ感が出ている。一方、昨年以降の国際商品市況の底入れにも拘らず鉱業部門の生産は、原油関連や石炭関連が重石となり低調な動きを脱することが出来ないほか、サービス産業のうち金融及び不動産関連などには頭打ちの動きもみられるなど、金融市場は活況を呈したにも拘らず必ずしもそうした動きと連動して

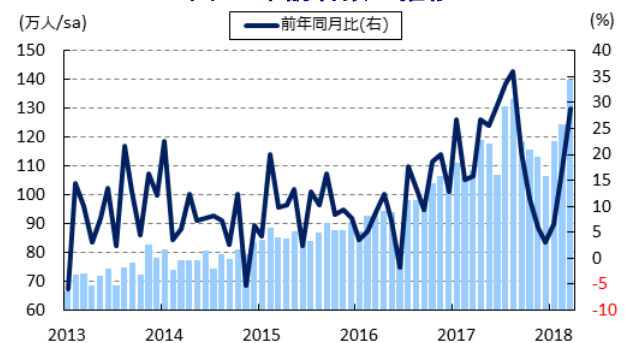
いない。

図2 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、季調値は当社試算

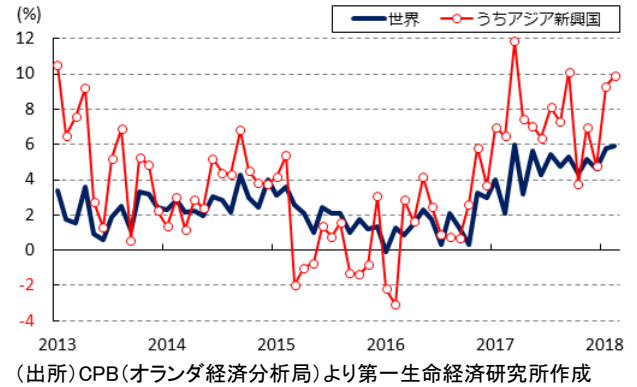
図3 来訪者数の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成、季調値は当社試算

- 先行きについては、世界経済の動向がひとつの懸念要因となるが、足下では米中間の貿易摩擦を巡る動きが不透明さを増しており、この動きが昨年以降活況を呈してきた世界的な貿易量の足かせとなる可能性もくすぶるなど、外需を取り巻く状況の楽観視は難しい。インドネシア自体はアジア新興国のなかでは相対的に経済の輸出依存度が低いものの、足下の景気動向を巡っては周辺のASEAN（東南アジア諸国連合）諸国同様にアジア新興国の貿易動向に連動しやすくなっており、なかでも中国の動きが鍵を握る。中国については、政府は今年の経済成長率目標を「6.5%前後」と高くないハードルを掲げており、その実現は比較的容易と見込まれるものの、景気は緩やかに減速感を強める可能性が高い。さらに、米中貿易摩擦の長期化に伴い、昨年以降の中国経済の持ち直しの一助となってきた外需に下押し圧力が掛かることも見込まれ、翻ってASEANをはじめとするアジア新興国域内の貿易にも少なからず悪影響が伝播することも考えられる。他方、足下では年明け以降頭打ちの様相をみせてきた原油をはじめとする国際商品市況が底入れする動きをみせており、インドネシアにとっては通貨ルピア安の動きも相俟ってインフレ圧力となることが懸念される。足下のインフレ率は中銀の定めるインフレ目標の範囲内に収まるなど、落ち着いた展開が続いているものの、インフレ圧力が高まれば、通貨安に歯止めを掛ける観点でも中銀は金融引き締め動く必要性に迫られ、結果として底堅い展開が続く内需の足かせとなる。なお、中銀を巡っては今月末にマルトワルドジョ総裁が任期満了を迎え、後任総裁にはワルジョ副総裁が昇格する予定であり、生え抜き出身のワルジョ氏は2007年から2009年にかけてIMF（国際通貨基金）理事を務めたほか、2013年からは副総裁として金融政策の立案に関わるなど「インフレタカ派」とされる。足下では、通貨ルピア安圧力が強まる動きもみられるなか、今後の中銀によるマクロブルーデンス政策は引き締め方向にシフトしていく可能性が高いと見込まれる。また、政府は今年度予算において社会保障や教育・保健関連サービスを中心に歳出拡大を図る方針を掲げているが、過去数年に亘って予算執行能力の乏しさが景気の浮沈を左右してきたことを勘案すれば、今年もこの動きに過度に期待することは難しい。その意味では、先行きのインドネシアの経済成長率が劇的に加速感を強める状況は見通しにくく、政府が掲げる成長率目標（5.4%）のクリアは難しいと見込まれ、現時点ではワルジョ氏が次期総裁候補として国民協議会において証言した際の成長率見通し（5.2～5.3%）が穏当な水準になると予想する。

図4 世界の貿易量(前年比)の推移



以上