

インドネシア、2018年の成長率も5.17%と目標達成ならず

～景気底入れも実態との乖離も大きいなか、選挙に向けたバラ撒き姿勢の動きにも注意～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
 主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL:03-5221-4522)

(要旨)

- 昨夏の「トルコ・ショック」に伴う金融市場の動揺は、米 FRB の金融政策正常化も相俟って、経済のファンダメンタルズが脆弱なインドネシアに資金流出圧力を招いた。ルピア相場は一時 20 年ぶりの安値を更新して中銀は利上げに追い込まれたが、その後は動揺一服に加え、年明け以降は米 FRB の「ハト派」転換もルピア相場を下支えしている。原油安がファンダメンタルズ改善に資するとの期待、中国による景気下支え策への期待もルピア相場を下支えする。ただし、足下の状況は外部環境に依存しており、その動向には要注意である。
- インドネシア経済は近年注目を集めてきたが、ここ数年の成長率は5%程度で推移するなど勢いを失いつつある。昨年の経済成長率は+5.17%とジョコ・ウィ政権下で最高となり景気の底入れは進むが、政府目標は未達となった。10-12月の成長率は+5.18%に加速し、外需が弱含む一方、バラ撒き政策や物価安定に伴う家計消費の堅調さが成長率の押し上げに繋がった。ただし、在庫投資の成長率寄与度は前年比+1.53ptと極めて大きく、昨年通年の対内直接投資も前年割れとなって景気の足かせとなるなどの悪材料もみられる。
- 政府は次期大統領選及び総選挙を見据え、今年度予算でもバラ撒き姿勢を強めている。他方、税収増による歳入拡大により財政悪化に歯止めを掛ける姿勢をみせるが、実現性には疑問符が残る。インフラ投資を抑制してバラ撒きを重視した点も懸念される。大統領選では現職が優勢だが、今後の行方は依然不透明だ。他方、同国では宗教を軸に分断、圧力の動きが強まるなど対内投資への影響を与える材料にも要注意だ。

昨夏のいわゆる『トルコ・ショック』をきっかけとする国際金融市場の動揺では、米FRB（連邦準備制度理事会）による金融政策の正常化の取り組みも重なり、経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の脆弱な新興国で資金流出圧力が強まる動きが顕在化した。ここ数年の国際金融市場の動揺ではいわゆる『フラジャイル・ファイブ（脆弱な5ヶ国）』と称される新興国で資金流出圧力が強まる傾向がみられるが、今回はそのひとつであるトルコが『発火点』になったことでこれらの国々にも悪影響が広がった。インドネシアでは、通貨ルピアの対ドル相場が一時約20年ぶりの安値となるなど厳しい状況に直面し、中銀は通貨安阻止に向けて断続的な利上げ実施に追い込まれるなど難しい政策対応を迫られた。さらに、その後の世界経済は米中貿易摩擦の激化に加え、保護主義的な動きが広がりを見せるなか、一昨年以降の世界経済の自律回復の動きと歩を併せる形で加

図1 ルピア相場(対ドル)の推移



(出所)Refinitivより第一生命経済研究所作成

速感を強めた世界貿易は足下で頭打ちの様相を強めており、世界経済の下振れに繋がる懸念が高まっている。また、米中貿易摩擦の激化を受けて足下の中国景気は減速感を強めており、近年は輸出に占める中国向け比率が上昇傾向を強めるなど、中国经济への依存度を徐々に高めてきたインドネシア経済にとっては、世界経済の減速に伴う国際商品市況の調整と相俟って景気の足かせになると見込まれる。そして、通貨ルピア安による輸入物価の押し上げはインフレを通じて近年の経済成長のけん引役となってきた家計消費を下押しする懸念も、資金流出圧力に一段と拍車を掛ける一因になった。しかし、その後は『トルコ・ショック』の余波が一巡したことに加え、昨年11月に中銀がルピア相場の安定を目指して導入したルピア建ノンデリバラブルフォワード（DNDF）も奏功してルピア相場は底入れした。さらに、年明け以降は米FRBが『ハト派』

に転じる姿勢を示したことで国際金融市場での米ドル高圧力は後退し、結果的にルピア相場は一段と底入れの動きを強めるなどルピアを取り巻く状況は大きく好転している。また、昨年秋にかけて上昇傾向を強めてきた原油相場がその後は世界経済の減速懸念などを背景に一転して下落したことは、原油の純輸入国であるインドネシアにとり経常赤字の縮小に加え、補助金支出の減少を通じた財政赤字の縮小、インフレ圧

力の後退など、経済のファンダメンタルズの改善に繋がる期待もルピア相場の底入れを後押しした。事実、足下のインフレ率及びコアインフレ率はともに中銀の定めるインフレ目標（ $3.5 \pm 1\%$ ）の中央値を下回る水準で推移するなど落ち着いた展開が続いており、昨年のルピア安の進展による悪影響は抑えられているほか、足下でルピア相場が底入れしていることは物価安定に繋がると期待される。また、米中貿易摩擦の行方は米中協議の動向が鍵を握るなど依然不透明な状況が続いている一方、中国政府は景気下支えに向けて財政・金融両面で政策的な後押しの動きを強めており、上述のように中国经济への依存度を高めているインドネシアにとり下支えに繋がることも見込まれる。ただし、足下のルピア相場の底入れは米FRBの『ハト派』への転換に加え、米中協議への期待が後押ししている面が強いことを勘案すれば、これらの状況が反転すれば大きく事態が変わる可能性には引き続き注意が必要である。

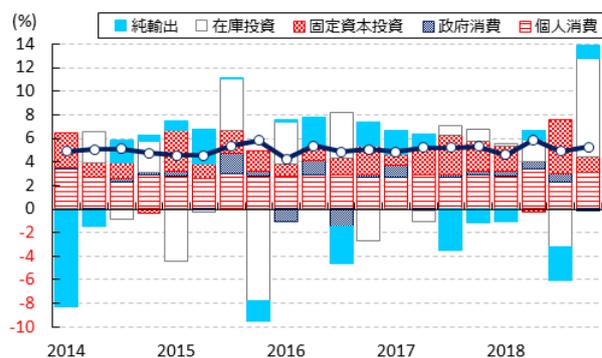
図2 インフレ率の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

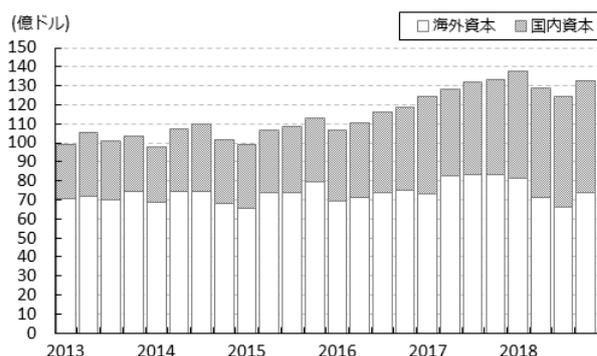
一方、インドネシア経済を巡っては、2000年代後半や世界金融危機からの回復期には6%を上回る高い経済成長率をコンスタントに記録したことで、新興国の代表とされる『BRICS』に次ぐ扱いを受けたほか、アジア域内において中国、インドに次ぐ成長が期待される国として『チャインドネシア』という造語も作られるなど存在感を示してきた。しかし、ここ数年の経済成長率は5%程度で推移して2017年の成長率も前年比+5.07%に留まり、成長率の伸びはASEAN（東南アジア諸国連合）のなかでもCLMV諸国（カンボジア、ラオス、ミャンマー、ベトナム）以外にフィリピン（同+6.7%）、マレーシア（同+5.9%）の後塵を拝するなど一時の勢いを失いつつある。さらに、ここ数年の経済成長率は政府が定めた目標をクリア出来ない展開が続いており、今年度は5年に一度の大統領選及び総選挙が控えるなかで、2014年の大統領選を経て誕生したジョコ・ウィドド現大統領は経済成長率を7%に引き上げることを公約に当選したが、その経済政策運営に対する評価は厳しさを増している。また、昨年通年の経済成長率は前年比+5.17%と前年（同+5.07%）から3年連続で伸びが加速して現政権下で最も高い伸びとなったものの、政府目標（5.4%）には及ばないなど目標は未達に終わった。なお、10-12月の実質GDP成長率は前年同期比+5.18%と前期（同+5.17%）からわずかに伸びが加速しており、年半ばにかけては世界経済を巡る不透明感や国際金融市場の動揺などを受けて一進一退の動きをみせたものの、年末にかけては緩やかに底入れが進んでいることが示された。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も2四半期ぶりに5%を上回る伸びに転じるなど底打ちしており、中期的な基調も拡大ペースが加速するなど景気は底入れ感を強めている。産業別では、昨年末にかけて原油をはじめとする国際商品市況の調整が進んだことが影響して鉱業部門の生産に下押し圧力が掛かったほか、素材関連を中心に製造業の生産も鈍化する動きがみられる一方、農林漁業関連の生産が底打ちしたほか、観光関連や金融関連を中心にサービス業の生産にも底入れの動きが強まり、成長率が押し上げられた。需要項目別では、中国をはじめとする世界経済の減速懸念を背景に輸出に下押し圧力が掛かったほか、ルピアン安阻止に向けた中銀による度重なる利上げ実施にも拘らずルピアン安の一巡などを背景に外資系企業を中心に設備投資の動きは底入れしたものの、公共投資の進捗に一服感が出たことをを受けて政府消費や固定資本投資に下押し圧力が掛かった。他方、中銀による利上げ実施の影響が懸念されたものの、公務員を対象とする賞与引き上げのほか、燃料補助金の引き上げなどによる物価抑制によって家計部門の実質購買力が押し上げられた結果、日用品などを中心

図3 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4 資本別投資実行額の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

に家計消費が拡大したことが景気拡大を促している。また、公共投資の一巡などを背景に輸入には輸出以上に下押し圧力が掛かっており、純輸出の成長率寄与度が前期比年率ベースでプラスに転じたことも成長率のかさ上げに繋がった。なお、10-12月期の成長率に占める在庫投資による寄与度は前年同期比ベースで+1.53ptと前期(同▲0.02pt)から大幅プラスに転じるなど、在庫の積み上がりが成長率の押し上げに繋がっていることを勘案すれば、実態はみためほど良いものではないと判断出来るほか、先行きについては在庫調整圧力の高まりが成長率の下押し圧力になることにも注意が必要である。

今年4月に予定される次期大統領選及び総選挙を見据えて、ジョコ・ウィ政権は今年度予算において現政権下で地方開発を目的に創設された『村落ファンド』を拡大発展させる形で『地域ファンド』の創設を盛り込んだほか、公務員給与や年金の増額のほか、燃料補助金の大幅増額といった『バラ撒き』姿勢を強める一方、インフラ投資関連支出を抑えることで総額としての歳出額の抑制を図るなど、短期的な景気下支えをより重視する姿勢をみせる。他方、歳出拡大に伴う財政状況の悪化を防ぐべく、今年の経済成長率見通しを+5.3%とした前提で歳入額の積算を行ったほか、一昨年にかけて時限措置として実施された『租税特赦』措置によって納税者情報のデータベース化が進んだことを理由に、課税ベース拡大と徴税能力向上で税収増を図る方針を示しているが、その実現性については昨年の状況を見る限り疑問符が付く。足下では昨年末にかけて調整した原油相場が一転して底入れしており、燃料補助金に押し上げ圧力が掛かるなど歳出増に繋がる材料もみられるなか、同国のファンダメンタルズを巡る状況は外部要因次第の展開が続くであろう。また、外国からの直接投資を巡っては、インフラ投資が絞られることで投資環境改善の動きが遅れていることに加え、次期大統領選や総選挙の行方を見極めたいとの思惑も影響して昨年は前年割れとなるなど、足下の景気の足を引っ張っている可能性がある。次期大統領選は、現職のジョコ・ウィドド氏と最大野党グリンドラ党党首で元陸軍戦略予備軍司令官のプラボウォ氏との事実上の『一騎打ち』と、2014年の前回大統領選と同じ構図で争われている。直近の世論調査では、ジョコ・ウィ陣営がプラボウォ陣営を大きく引き離す展開が続いており、両陣営の選挙公約には大きな差がない状況にあるものの、先月からスタートしたテレビ討論会などを通じて支持率が大きく動く可能性も考えられる。一方、一昨年に行われたジャカルタ州知事選挙を経て、同国では政治の舞台のみならず社会生活面でも宗教を軸にした『分断』と『圧力』が強まっており、外国からの投資にとって新たな『不確実性』に繋がる動きもみられる。大統領選を経た次期政権下でこうした動きが一段と強まり、同国経済に対する不透明感が高まれば、近年期待を集めてきた流れが一変するリスクもある上、そのことが景気の足かせとなり得るだけに今後の選挙戦の行方にも注意が必要と言えよう。

以上

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

