

インドネシア、成長率は3四半期連続で鈍化、政府目標達成も困難に

～期待の高さは資金流入を促す一方、期待の背後にある経済成長の実現性は岐路に立っている～

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)

- 世界経済は減速懸念を一段と強めるなか、中国の景気減速に伴うアジア経済の減速及び国際商品市況の鈍化はインドネシア経済の重石となっている。他方、国際金融市場は世界的な「カネ余り」を受けて活況を呈しており、リスクマネーの動きも活発化している。同国では一時反政府デモの活発化に伴い市況に調整圧力が掛かったものの、政権安定化への期待も追い風に資金流入が活発化して下支えする動きがみられる。
- 4月の大統領選でジョコ・ウィ氏は再選を果たして政権基盤も盤石になったが、同政権下の経済成長率は政府目標をクリア出来ない状況が続く。7-9月の実質 GDP 成長率も前年比+5.02%と三四半期連続で鈍化し、外需に底打ち感が出る一方、けん引役となってきた家計消費が弱含むなど冴えない展開が続く。9月までの累計ベースの経済成長率は前年比+5.04%に留まり、今年も政府目標(5.3%)のクリアは難しい状況にある。
- 先月正式発足した政権の閣僚には、テクノクラートや若手起業家を多数登用するなど「ビジネス色」を前面に押し出した。一方、国内外で批判の多いプラボウォ氏を国防相に迎えた「大連立」は政権にとって「諸刃の剣」となり得る。「庶民派」の色合いが薄れるとともに、民主化の後退や宗教色の強い政策は外資企業による投資減退に繋がる可能性もあり、同国は期待通りの経済成長を実現出来るか否かの岐路に立っている。

足下の世界経済を巡っては、昨年来の米中摩擦の激化に加え、保護主義的な姿勢が広がりを見せるなかで世界貿易は萎縮する動きに繋がっており、結果的に景気への下押し圧力を通じて減速感が一段と強まることが意識されている。なかでも近年は中国を中心とするサプライチェーンに組み込まれるなど中国経済との連動性を高めてきたアジア新興国では、中国景気が減速感を強めていることを受けた中国向け輸出への下押し圧力に加え、域内貿易が鈍化も輸出の足かせとなる動きが顕在化している。また、中国の景気減速の動きを反映して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、輸出全体の2割強を鉱物資源関連が占める『資源国』であるインドネシアでは、交易条件の悪化が国民所得に対する下押し圧力を通じて経済成長のけん引役である家計消費など内需の重石となることが懸念される。他方、国際金融市場では米FRB(連邦準備制度理事会)による「予防的利下げ」実施などを背景に世界的な『カネ余り』が長期化すると期待が強まり、实体经济の動きと対照的に活況を呈する展開が続いている。さらに、世界的に金利低下の動きが広がりを見せる

図1 ルピア相場(対ドル)と主要株価指数の推移

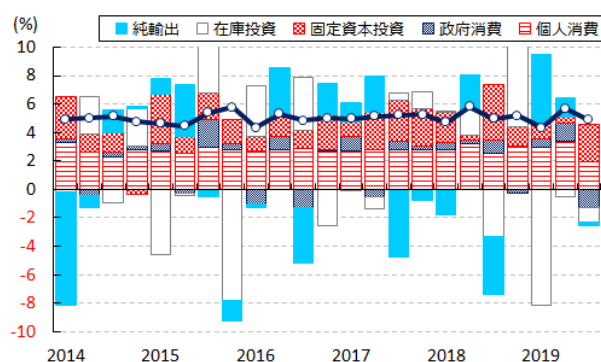


(出所) Refinitiv より第一生命経済研究所作成

なかで、一部のマネーはより高い利回りを求める動きを活発化させており、インドネシアにおいては足下で一段の景気減速を示唆する動きがみられるにも拘らず、今年4月に実施された大統領選及び議会下院（国民議会）総選挙において現職のジョコ・ウィドド（以下「ジョコ・ウィ」）大統領及び最大与党・闘争民主党（PDI-P）を中心とする連立与党が多数派を形成するなど安定政権が築かれる期待も相俟って資金流入が活発化している。また、安定政権に対する期待は今年5月に主要格付機関であるスタンダード・アンド・プアーズ（以下「S&P」）が2年ぶりの格上げを実施した結果、主要格付機関3社が同国を「投資適格級」の下から2ノッチ目とすることで肩を並べるなど、投資環境が改善していることも資金流入の追い風になっている（詳細は6月3日付レポート「[S&Pがインドネシアに対して2年ぶりの格上げ決定](#)」をご参照下さい）。なお、ジョコ・ウィ政権1期目末期には任期が少なくなった議員たちの横暴により汚職撲滅委員会（KPK）が事実上『骨抜き』にすることをはじめとする民主化に逆行する動きなどが強まった結果、首都ジャカルタをはじめとする主要都市で抗議デモの動きが広がりをみせたことで一時は通貨ルピア相場や株式相場に下押し圧力がかかる動きがみられたが（詳細は10月3日付レポート「[インドネシアで浮かび上がる「不都合な真実」](#)」をご参照下さい）、足下では再び底入れするなど堅調な資金流入が下支え役となる動きもみられる。なお、このように堅調な資金流入が起こる背景には、足下の同国経済は以前に比べて力強さを欠く展開をみせているものの、中長期的には分厚い若年層を背景とする安定的な人口増加による旺盛な内需をけん引役に経済成長の実現が可能との見方が影響していると考えられる。

過去5年に亘るジョコ・ウィ現政権下の同国の経済成長率は、ユドヨノ前政権下の頃はコンスタントに6%を上回る水準を叩き出していたことと比較すると力強さを欠くものの、昨年は前年比+5.17%と政権下で最も高い伸びとなるなど徐々に底入れが進んできた。ただし、現政権下では一貫して政府が掲げる成長率目標をクリア出来ない展開が続いており、今年も前半時点の成長率は前年比+5.06%と政府目標（5.3%）を下回るなど、引き続き目標クリアのハードルは高い状況が続いている（詳細は8月5日付レポート「[インドネシア、今年も成長率の政府目標クリアは困難な模様](#)」をご参照下さい）。さらに、上述のように足下では世界経済を巡る不透明感の高まりなどが外需の重石となる動きが顕在化している上、昨年のいわゆる『トルコ・ショック』をきっかけにした国際金融市場の動揺の余波を受けて中銀が通貨ルピア相場の安定に向けて利上げ実施により対応せざるを得ない事態に直面した結果、家計消費や企業部門の設備投資など内需を取り巻く環境が急速に悪化したことも景気の重石になってきた。なお、年明け以降の国際金融市場を巡る環境改善を理由に、中銀は金融緩和に向けた『道均し』を進めてきたほか、7月以降は先月の定例会合まで4会合連続で利下げを行うなど景気下支えに向けた姿勢を強めているものの、7-9月の実質GDP成長率は前年同期比+5.02%と前期（同+5.05%）から3四半期連続で鈍化して9四半期ぶりの低い伸びに留まった。当研究所が試算した季

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

節調整値に基づく前期比年率ベースの成長率も2四半期ぶりに5%を下回る伸びに鈍化しているほか、中期的な基調も伸びが鈍化傾向を強めるなど頭打ちの様相を強めている。分野別では、国際金融市場の活況を反映して金融関連や情報通信関連を中心とするサービス業の生産は活発な推移を続けているほか、国際商品市況の頭打ちにも拘らず鉱業部門の生産に底打ち感が出る動きがみられる一方、異常気象の一巡に伴い底打ち感が出た農林漁業関連の生産に早くも一服感が出

ており、製造業の生産の伸び悩みも景気の重石になっている。また、需要項目別では、世界経済の減速懸念が高まっているにも拘らず輸出に底打ちの兆候がみられるなど比較的堅調な動きをみせているほか、上述のように一連の選挙により政権安定化に対する期待が高まったことや中銀による利下げ実施を受けて企業部門による設備投資にも底打ちの動きがみられた。その一方、一連の選挙実施に伴う関連支出が押し上げられた反動で政府消費に大きく下押し圧力が掛かったほか、足下のインフレ率は比較的低水準で推移するなど家計部門にとっては実質購買力の押し上げに繋がりやすい環境にも拘らず家計消費は鈍化傾向を強めるなど、経済成長のけん引役は鳴りを潜めている。さらに、家計消費は力強さを欠いているものの、企業部門の設備投資の堅調さを反映して輸入は輸出を上回る伸びをみせるなど押し上げ圧力が掛かり、結果的に純輸出（輸出－輸入）の成長率寄与度は前期比年率ベースではマイナスに転じた。ただし、前年比ベースでは純輸出の成長率寄与度は輸入減の影響を受けてプラス幅を拡大させており、先行きについては世界経済の不透明感が高まっていることを勘案すれば、一段と下押し圧力が掛かりやすい状況にあると判断出来る。事実、足下の企業マインドは内・外需双方の先行き不透明感の高まりを受けて一段と鈍化して景気減速が意識される状況にあり、7-9月のGDP統計を加味しても今年の経済成長率は9月までの累計ベースで前年比+5.04%と政府目標（5.3%）を大きく下回るなど、ジョコ・ウィ政権2期目は厳しい経済状況のなかでの船出を迎えている。

ジョコ・ウィ政権は2期目の重点政策に①インフラ開発、②人材開発、③投資促進、④官僚主義の改革、⑤国家予算の効率的利用の5点を掲げて大統領選で示した選挙公約の実現にまい進する考えを示すほか、先月末に正式発足した政権には多数のテクノクラートや若手起業家を閣僚に登用するなど『ビジネス色』を前面に押し出した。他方、総選挙時点における最大野党・ゲリンドラ党との『大連立』を組んだほか、大統領選を戦ったプラボウォ氏を国防相に据えるなど、連立与党の議席数は議会下院の約4分の3を占めるなど圧倒的多数を形成することに成功する一方、国内外からの批判が少なくない同氏の閣僚入りは『諸刃の剣』となるリスクがある（詳細は10月24日付レポート「[インドネシア：「大連立」という「諸刃の剣」にすぎるジョコ・ウィ政権2期目](#)」をご参照ください）。さらに、上述のように政権1期期末期には民主化に逆行する動きが強まったほか、一連の選挙で存在感を増している宗教右派を意識した政策運営の姿勢を強めるなど、ジョコ・ウィ氏の拠り所となってきた『庶民派』が薄れる可能性も高まっている。政権の安定化を期待して国内資本を中心に企業部門が設備投資の動きを活発化させる

図3 製造業 PMI の推移

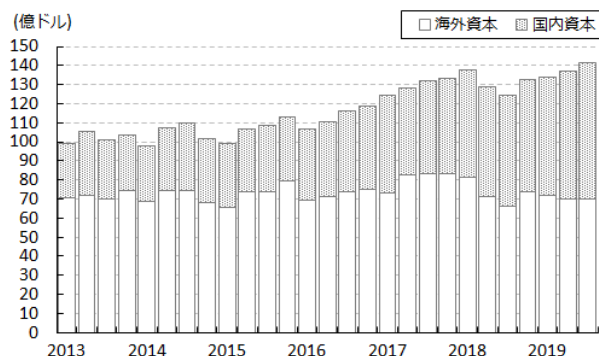


(出所)IHS Markit より第一生命経済研究所作成

動きはみられるものの、足下では外資系企業による設備投資の動きは頭打ちの様相を強める対照的な動きをみせており、上述のような宗教色の強まりに加え、それに伴う排外主義的な色合いが強まっていることも少なからず影響していると考えられる。人口増加などを背景に経済成長への期待は大きい同国だが、足下の状況はその期待を現実のものに出来るか否かの大きな岐路に立っていると言える。

以 上

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

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。