

インドネシア経済：物価上昇とルピア安が成長を抑制

経常赤字の拡大などによりルピア安が加速、4～6 月期の成長率は前年同期比 6%を割り込むなど、インドネシア経済に変調の動きが見られる。成長鈍化の主因は輸出と固定資産投資の減速であるが、輸出には持ち直しの動きが出始めている。一方の固定資産投資は金融引き締めにより力強い拡大は期待し難い。また、個人消費も物価上昇が拡大を阻害している。中銀は物価上昇抑制とルピア相場安定に向けて利上げを継続せざるを得ず、当面成長ペースは高まり難い見込み。

経常赤字拡大によりルピア安が加速

インドネシア・ルピアは、昨年対ドルで下落傾向にあったが、今年 7 月中旬以降、下げ足を速めている（下左図）。きっかけは、米国において金融緩和の出口戦略が具体化しつつあることを背景に、投資資金がインドネシアから流出し始めたことである。資金流出の動きは他の新興国においても見られているが、インドネシアにおいては経常収支の赤字幅拡大が通貨の下落を加速させている面が多分にある。

経常収支の推移を見ると（下右図）、2011 年 10～12 月期に赤字に転じた後、赤字が定着している。さらに、2013 年 4～6 月期には経常収支の赤字幅が 98.5 億ドルへ拡大、過去最高を更新した。4～6 月期の経常赤字拡大が発表された 8 月 16 日以降、ルピア相場は対ドルで大幅に下落している。

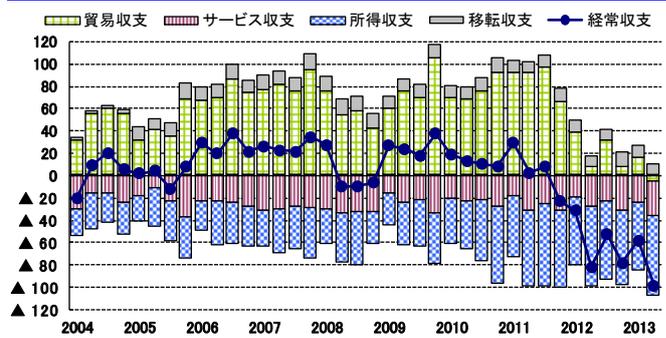
経常収支が悪化した主因は、貿易収支の赤字転化である。貿易収支は、輸出の減少と輸入の高止まりにより、2011 年 10～12 月期以降、黒字幅が急速に縮小し、2013 年 4～6 月期には 6.0 億ドルと小幅ながら赤字に転じている。

ルピア相場の推移(ルピア/米ドル)



(出所)CEIC DATA

経常収支の推移(億ドル)



(出所)CEIC DATA

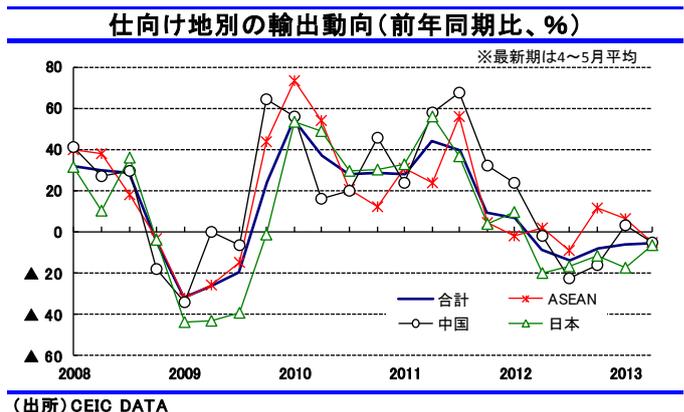
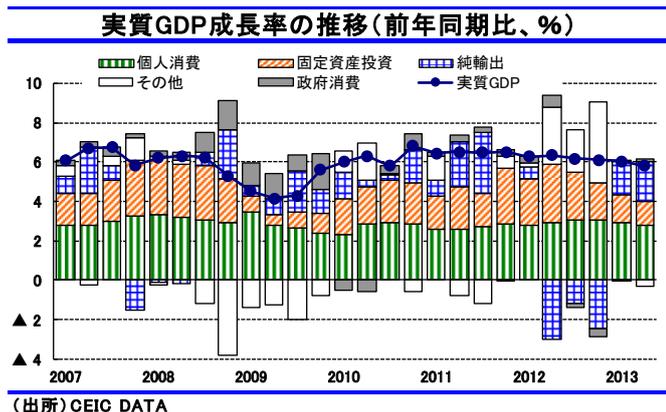
一般的に、新興国においては工業化に伴って生産設備の輸入が製品の輸出より先行するため、工業化の初期段階では経常収支が赤字になりやすい。ただ、その赤字が直接投資などの安定的な資金でファイナンスされていれば、通貨に下落圧力がかかりにくい。インドネシアの場合、海外からの直接投資額は、リーマン・ショック後、緩やかな拡大傾向にあり、2013 年 1～3 月期に 70 億ドルを超え、4～6 月期には 71.7 億ドルまで拡大している。しかしながら、上記の通り、経常収支の赤字幅が 100 億ドル近くまで拡大、直接投資額を大きく上回ったため、ルピア売り圧力が高まったわけである。

仮に今後もルピア相場の下落に歯止めが掛からない場合、輸入物価の上昇を通じてインフレが加速し、個人消費の拡大を阻害するほか、中央銀行はインフレ抑制のために金融引き締めを迫られ、固定資産投資も下押しされることになる。さらに、不安定なルピア相場は対インドネシア投資の不確実性を高めるため対内直接投資にとってマイナス要因である。

その一方で、通貨安は輸出拡大の追い風となり、経常収支の改善に貢献することが期待されるが、インドネシアの輸出は為替感応度が比較的低い資源分野¹が4割程度を占めており、ルピア安による輸出押し上げ効果はさほど大きくない。もちろん、輸入品価格の上昇は輸入を抑制し貿易収支を改善させることになるが、急速かつ大幅なルピア相場の下落が、短期的には景気の拡大ペースを鈍化させることは間違いない。

実質 GDP 成長率は 6% 割れ

ルピア相場如何に拘らず、既にインドネシア経済は減速している。実質 GDP 成長率は、2012 年前半まで前年同期比 6% 台半ば程度で推移していたが、2012 年 7~9 月期 6.2%、10~12 月期 6.1%、2013 年 1~3 月期 6.0% と低下し、4~6 月期には 5.8% と約 3 年ぶりの 5% 台へ低下した。主な需要動向を見ると、2012 年中は輸出の落ち込みが成長ペース鈍化の主因となり、2013 年にかけては固定資産投資の減速が顕著である。



輸出：先行して減速するも足元では持ち直し

景気の減速を先導した輸出の推移を見ると (GDP ベース、実質)、2012 年 1~3 月期の前年同期比 8.2% から 4~6 月期は 2.6% へ減速、7~9 月期は ▲2.6% とマイナスに転じた。ただし、2012 年 10~12 月期には前年同期比 0.5% とプラスに転じ、その後、2013 年 1~3 月期 3.6%、4~6 月期 4.8% と持ち直しつつある。

通関輸出額 (ドルベース、名目) を見ても、2012 年 4~6 月期に前年同期比 ▲9.0% とマイナスに転じた後、7~9 月期は ▲14.1% とマイナス幅が拡大したが、以降は徐々にマイナス幅が縮小している (2013 年 4~6 月期 ▲5.8%)。仕向け地別に見ると (上右図)、輸出全体のマイナス幅が拡大した 2012 年後半には日本向け (シェア 15.9%、2012 年) や中国 (含む香港、シェア 12.8%) 向けの落ち込みが目立っており、両国の景気減速がインドネシアの輸出減少、ひいては経常収支の悪化に大きく影響したことがわかる。

¹ 主なものは、輸出全体の 19.5% (2012 年) を占める原油・天然ガス、石炭 (シェア 13.8%)、銅鉱石 (1.4%) で、鉱産物合計で輸出全体の 35.9% を占める。さらに、パーム油 (9.3%) や農産物 (2.9%) を合わせると、輸出全体の約半分以上が為替感応度の比較的低いとみられる品目となる。

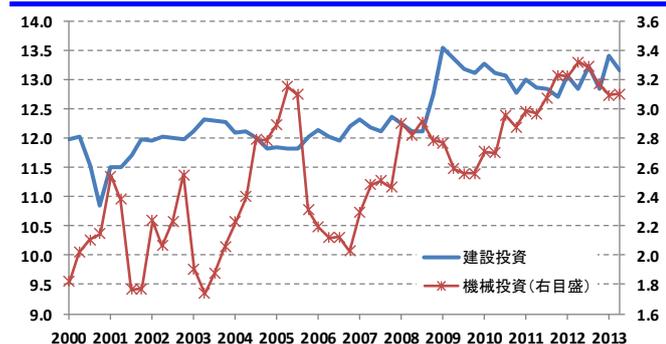
その意味では、日本経済は復調しつつあり、中国経済もひとまず下げ止まりの兆しを見せていることから、インドネシアの輸出は、今後、持ち直しの動きを強めていくと見込まれる。

固定資産投資：需要減をきっかけに調整

2013年に入ってからの成長率低下の主因である固定資産投資の内訳を見ると、全体の約7割を占める建設投資（1～3月期前年同期比7.0%→4～6月期6.9%）は小幅な伸びの鈍化にとどまったが、2割弱を占める機械投資（0.0%→▲2.6%）がマイナスに転じている。また、供給サイドのGDPを見ると、製造業（2013年1～3月期前年同期比5.9%→4～6月期5.8%）は比較的高い伸びを維持したものの、鉱業（▲0.2%→▲1.2%）のマイナス幅が拡大しており、機械投資は鉱業分野を中心に落ち込んだ可能性が示唆されている。

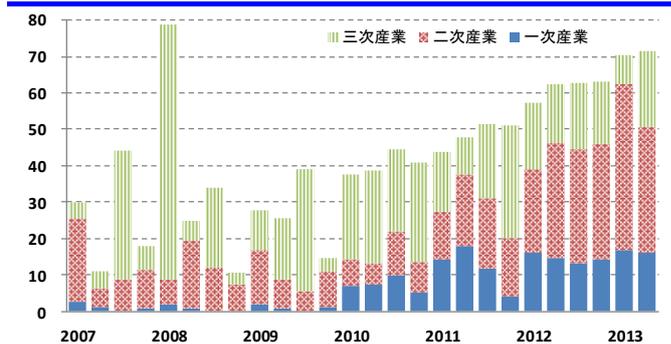
また、マクロ的に見ると、機械投資については、過熱気味に推移する中で輸出など需要の減速をきっかけに調整を強いられたと考えられる。投資水準の目安となる機械投資の投資比率（投資額の総需要に対する比率）は、2012年4～6月期に過去最高の3.3%まで上昇したところでピークアウトし、2013年1～3月期には3.1%まで低下している（下左図）。

投資比率の推移（総需要比、%）



(出所)CEIC DATA

対内直接投資の推移（実現額、億ドル）



(出所)CEIC DATA

しかしながら、機械投資の投資比率は、2013年4～6月期には概ね横ばいとなり、下げ止まった模様である。また、鉱業分野の生産は、主力輸出先である中国経済に底入れの兆しが見られることから、一段の落ち込みは避けられそうである。さらに、海外からの直接投資（上右図）が4～6月期も増勢を維持していることをも勘案すると、今後の機械投資は、徐々に持ち直すと考えられる。

ただし、政策金利が6月、7月と2ヵ月連続で引き上げられており（詳細後述）、資金調達コストの上昇が建設投資を含めた固定資産投資全体の下押し要因となる。そのため、固定資産投資の拡大ペースは、当分の間、緩慢なものにとどまろう。

個人消費：価格上昇などから増勢鈍化

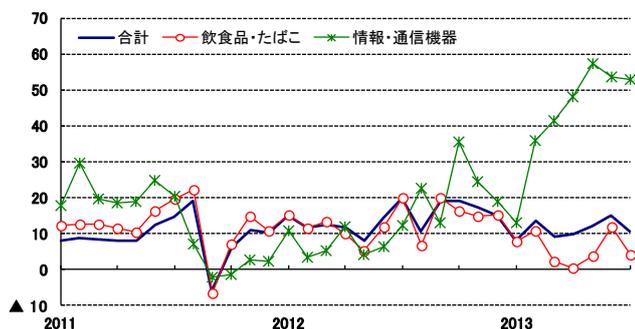
個人消費も、やや増勢が鈍化している。GDPベースの個人消費（実質）は、2012年通年の前年比5.3%から2013年1～3月期は前年同期比5.2%、4～6月期は5.1%へ伸びが低下した。

物販の動向を示す小売販売額指数（実質）も、2012年の前年比14.5%に対して、2013年1～3月期は前年同期比10.1%、4～6月期12.3%と、増勢は鈍化傾向にある。内訳を見ると、価格の上昇している飲食

品・たばこ（2012年前年比13.2%→2013年1～3月期7.0%→4～6月期5.3%）のほか、家庭用品（33.8%→8.7%→4.6%）などの伸びの鈍化が顕著である。

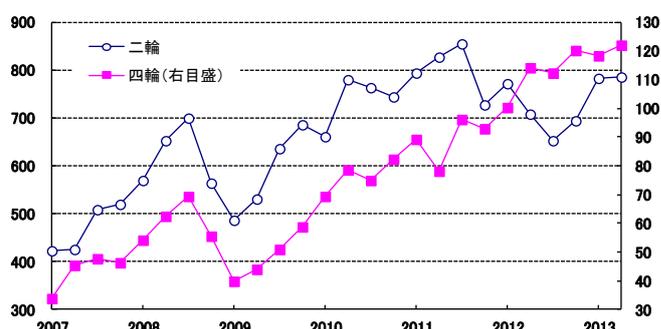
自動車販売についても、四輪車は2013年4～6月期に当社試算の季節調整値で年率122万台と四半期としては過去最高を更新したが、前年比では2012年の24.8%から2013年1～3月期18.0%、4～6月期7.6%と増勢は明確に鈍化している。一方の二輪車は、2012年の前年比▲11.8%から2013年1～3月期1.5%、4～6月期10.9%と持ち直しているが、これはローン規制強化²に伴う落ち込みからの正常化に伴うものである。水準は、2013年4～6月期も当社試算の季節調整値で785万台にとどまっており、2011年7～9月期に記録した過去最高の855万台を依然として下回っている。

小売販売額指数の推移（前年同月比、%）



（出所）CEIG DATA

四輪車と自動二輪の販売台数（季節調整値、年率、万台）



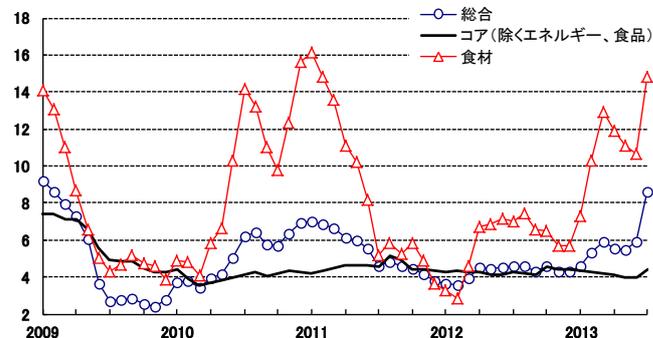
（出所）CEIG DATA

中銀はインフレ圧力の高まりとルピア安を受けて利上げ

上記の通り個人消費の増勢が鈍化している一因として、物価の上昇が挙げられる。消費者物価は、2013年1月まで前年同月比4%台で推移していたが、食材価格の上昇により2月以降は5%台へ伸びが高まった。さらに、政府の補助金対象となる石油燃料の価格が6月22日から引き上げられた³影響により、消費者物価は6月に前年同月比5.9%、7月には8.6%まで伸びを高めている。そのほか、前述の通りルピア相場下落が加速していることから、輸入品価格を通じた物価上昇圧力は、今後、一段と強まると考えられる。そのため、消費者物価の前年同月比は、燃料価格の引き上げによる影響が今後1年間残ることもあり、当分の間、現状の8%台から大きく低下する可能性は低いと考えておくべきであろう⁴。

インドネシア銀行（中央銀行）は、上記のような物価上昇やルピア相場下落に対して、政策金利であるBIレートを6月に25bp、7月には50bp引き上げ、6.50%とした。ただし、8月15日の金融政策会合では、4～6月期の成長ペース鈍化が確認されたこともあり、6、7月の利上げの効果を見極めるため、政策

消費者物価の推移（前年同月比、%）



（出所）CEIG DATA

²インドネシア政府・中銀は、住宅や自動車（二輪、四輪）の購入価格に対するローン利用額の上限について、ローン会社は2012年5月15日から二輪車80%、四輪乗用車75%へ、銀行は6月15日から四輪乗用車70%（商用車80%）、二輪車75%へ引き下げた。

³政府は一部の石油燃料に対して補助金を支給し価格の上昇を抑えているが、その対象となるガソリン価格が44%、軽油価格が22%引き上げられた。

⁴政府は2013年の消費者物価上昇率を前年比7.2%と見込んでいる。

金利を据え置いた。その一方で、インドネシア銀行は、過剰な資金供給によるインフレ圧力を抑制するため、融資抑制策⁵を打ち出している。実際に、2013年4~6月期の名目GDPは前年同期比7.8%まで伸びが鈍化したにもかかわらず、マネーサプライ(M2)は6月で前年同月比11.9%、銀行貸出に至っては20.8%と伸びが高止まっている。

マネーサプライと貸出の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

外貨準備高の推移(億ドル)



(出所)CEIC DATA

今後の金融政策については、景気減速を踏まえて一部に利下げ期待が出始めているものの、8月の利上げ見送りがルピア安加速の一因となつたとみられることに加え、現在、政策金利の水準が、物価上昇率を除いた実質で見るとマイナス2%程度まで低下していることを考慮すると、引き続き利上げが検討される可能性が高いと思われる。

また、ルピア相場の安定という観点でも、利上げは支持されやすい。外貨準備の水準は、今回のルピア下落局面において外貨売りルピア買い介入が行われたことから、2011年半ばの輸入8ヵ月分程度から2013年7月には6ヵ月分程度⁶まで減少している。そのため、インドネシア銀行としては、できるだけ外貨準備の減少につながる為替介入ではなく、別の方法によりルピア急落リスクを払拭したいところであろう。

成長ペースが速まる時期は2014年に後ずれ

以上を踏まえて、今後のインドネシア経済を展望すると、輸出の持ち直し傾向が続き減速には歯止めがかかるものの、内需は物価上昇や金融引き締めによって伸び悩むため、当面は成長ペースの高まりにくい状況が見込まれる。ただし、2014年に入ると、輸出の持続的な拡大に加えて、大統領選に伴う内需拡大により、景気は徐々に持ち直すと予想する。

当社は従来、2013年後半にも成長ペースが速まるとみていたが、予想以上のルピア相場下落と利上げにより、景気持ち直しの時期が半年程度遅れると判断、実質GDP成長率の見通しを、2013年については6%台半ばから6%程度へ、2014年は6%台後半から6%台半ばへ下方修正する。ルピア相場については、中長期的には、輸出の持ち直しと内需減速に伴う輸入の抑制により貿易収支が改善し、下落圧力は弱まると想定している。短期的にも、未だルピア買い介入余力は十分に残っていることから、大幅な下落は避けられる可能性が高いと考えているが、引き続きインドネシア経済にとってルピア相場の動向が最大のリスク要因であることは間違いない。

⁵ 商業銀行に対する預貸比率を100%から92%へ引き下げたほか、預金準備率を2.5%から4%へ引き上げた。

⁶ 一般的に、外貨準備は輸入の2~3ヵ月分を上回ることが望ましいとされ、その観点からは未だ十分な水準にある。しかしながら、外貨準備の減少傾向が続いており改善の見込みもないため、通貨急落リスクが高まりつつあると言える。