

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 武田 淳 03-3497-3676 takeda-ats@itochu.co.jp

インドネシア経済：下げ止まりは一時的、当面は不透明感残す

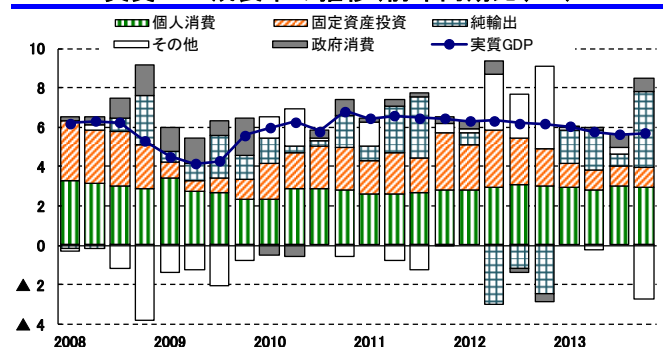
2013 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 5.7%となり減速に一旦歯止めが掛かったものの、その主因である輸出は一時的な増加要因を多分に含んでおり、2014 年前半には再び減速する可能性が高い。貿易収支の黒字転化によりルピア相場の下落圧力は低下しているが、黒字定着には今しばらく時間を要し、当面は不安定な状況が続こう。これまでのルピア安や利上げの影響に加え、政権交代に伴う政策への不透明感から 2014 年前半は景気の減速傾向も続く見込み。

10～12 月期の実質 GDP 成長率は一時的に下げ止まり

5 日に発表された 2013 年 10～12 月期の実質 GDP は、前年同期比 5.7%となった。7～9 月期の 5.6%から伸びが若干高まり成長率の鈍化傾向には一旦歯止めが掛かった。需要項目別に見ると、個人消費（7～9 月期前年同期比 5.5%→10～12 月期 5.3%）や固定資産投資（4.0%→3.8%）は伸びが鈍化したが、輸出（5.2%→7.4%）が大きく伸びを高めたため純輸出（輸出－輸入）の寄与が拡大¹し成長率を押し上げた。インフレ率の高止まりや、ルピア安を受けた金融引き締めにより国内需要の増勢が弱まるなかで、輸出の持ち直しにより 5%台後半という比較的高い成長を維持したと言えるが、後述の通り 今後は輸出の反動落ちなどが見込まれるため、停滞局面を脱したと判断するのは早計である。

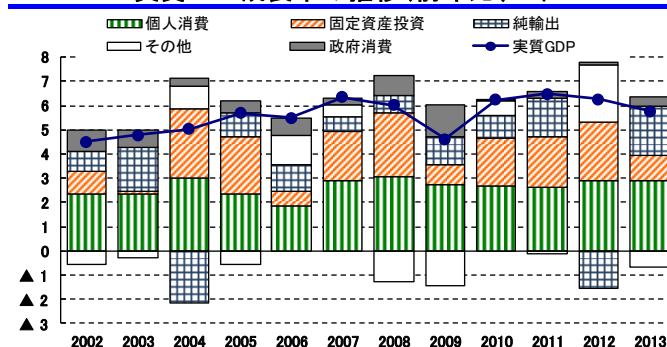
なお、2013 年通年の実質 GDP 成長率は前年比 5.8%にとどまった。インドネシア経済は、2010 年から 2012 年にかけて 6%台の成長を続けていたが、2013 年は主に固定資産投資の減速によって、リーマン・ショック直後の 2009 年以来、4 年ぶりに成長率が 6%を割り込んだ。

実質GDP成長率の推移（前年同期比、%）



（出所）CEIC DATA

実質GDP成長率の推移（前年比、%）



（出所）CEIC DATA

物価上昇と金融引き締めにより内需が減速

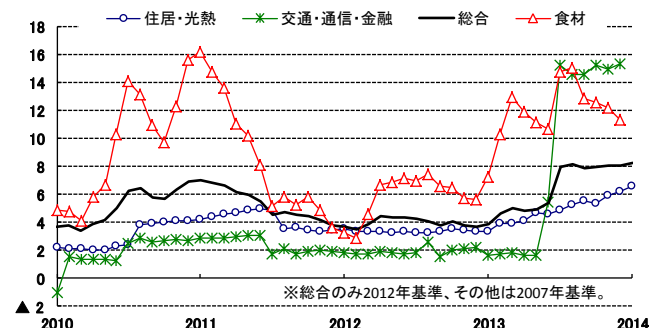
国内需要の増勢が弱まった原因は、ルピア安などによる物価の上昇と、ルピア相場の下落に歯止めを掛けるべく、インドネシア中銀が金融政策を引き締め方向に転換したことである。

消費者物価は、2011 年 1 月の前年同月比 7.0%から 2012 年は通年で前年比 4.0%まで伸びが鈍化したが、

¹ 計算上、純輸出の実質 GDP 前年同期比に対する寄与度は 7～9 月期の 0.6%Pt から 10～12 月期は 3.9%Pt へ大幅に拡大したが、誤差脱漏の寄与度が 0.6%Pt から▲2.6%Pt へ落ち込んでおり、実態的にはこれらの和（1.2%Pt→1.3%Pt）に近いとみておくべきであろう。

2013 年入り後は食材価格の上昇により前年同月比 5%前後へ伸びが高まった。さらに 7 月に石油燃料価格が大幅に引き上げられたため²、消費者物価上昇率は 8%前後まで高まった。こうした状況のなか、ルピア相場の下落が加速し、物価上昇懸念が強まったことが、中銀に政策転換を迫った。

消費者物価の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

為替相場の推移(ルピア/ドル)

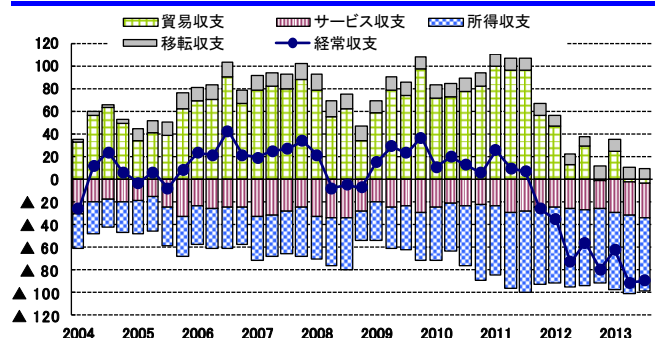


(出所)CEIC DATA

ルピアの対ドル相場は、2011 年半ば以降、緩やかな下落基調となり、米国の量的金融緩和が縮小されるとの観測が強まった 2013 年 5 月から下落ペースが速まった。そして、7 月中旬には 2009 年 9 月以来となる 1 ドル=10,000 ルピアを超えて下落、12 月中旬以降は 12,000 ルピア台で推移している。

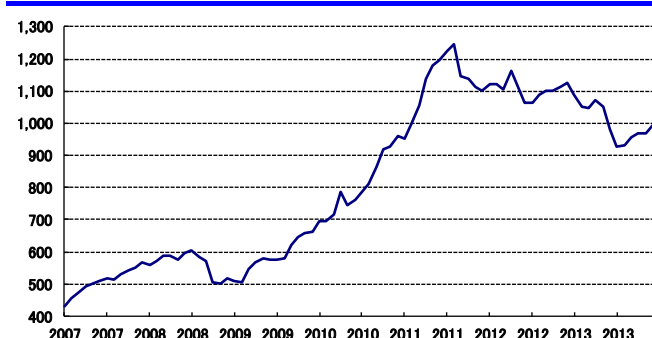
ルピア急落の根本的な要因は、経常収支の赤字幅拡大である。経常収支は 2011 年 7～9 月期まで概ね黒字基調で推移していたが、10～12 月期に赤字に転じた後、赤字幅は拡大傾向にある。経常収支悪化の主な要因は 2011 年後半以降の貿易黒字の縮小であり、2013 年 4～6 月期の経常赤字は GDP の 4.1%に相当する 90.9 億ドル（当社試算の季節調整値）まで拡大し、7～9 月期も目立った改善は見られなかった。

経常収支の推移(億ドル)



(出所)CEIC DATA

外貨準備高の推移(億ドル)



(出所)CEIC DATA

こうした状況に対して、インドネシア中銀は 2013 年 6 月から 11 月にかけて政策金利を延べ 5 回、累計 1.75%Pt (5.75%→7.50%) 引き上げた。その効果もあって、貿易収支は 2013 年 10 月以降、3 カ月連続の黒字（通関統計ベース）を記録、2014 年 1 月も米国で量的金融緩和の規模縮小（テーパリング）が継続され一部の新興国通貨が売り圧力に晒されるなか、ルピア相場を下支えする大きな要因となっている。

また、通貨下落時の防波堤となる外貨準備についても、ルピア買いドル売り介入の実施などにより 2013 年 7 月末には 859 億ドル（輸入の 5.7 カ月分）まで減少したが、12 月末には 929 億ドル（輸入の 6.4 カ

² 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、政府は財政赤字削減のため、その対象となるガソリン価格を 44%、軽油価格を 22%引き上げた。

月分)へ持ち直している。貿易収支や外貨準備の状況から見る限り、ルピア相場の下落圧力は低下していると考えられる。

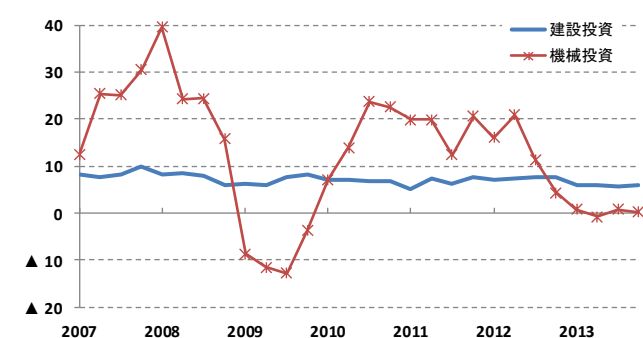
そのため、2月13日に開催される予定の次回金融政策会合では、12月、1月に続いて政策金利を据え置き、情勢を見守るとみられる。1月の消費者物価は前年同月比8.2%へ伸びを高めているが(前月は8.1%)、主因は悪天候に起因する食材価格の上昇であり、金融政策によって対応すべきものではない。ただし、後述の通り 2014年に入り貿易収支が再び悪化している可能性があるため、追加利上げの余地は残る。また、これまでのルピア安や利上げによる景気抑制効果は、今後も当面続く。そうした影響を含め、以下では主な需要動向を確認し景気の先行きを展望する。

固定資産投資：本格拡大は2014年後半以降

2013年の成長率低下の主因となった固定資産投資の内訳を見ると、全体の2割弱を占める機械投資の伸びが、2012年後半以降、それまでの前年同期比10%超からゼロ前後へ大幅に鈍化したことに加え、約7割を占める建設投資も2012年の前年比7.5%から2013年は5.9%へ伸びが鈍化している。

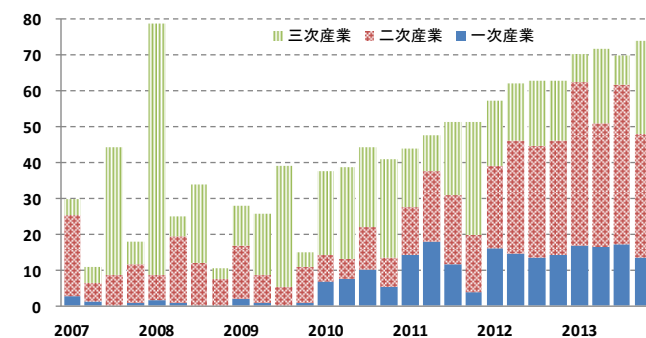
機械投資については、2010年から拡大局面が続く中で、2011年から2012年にかけて輸出が急減速³したことをきっかけに調整局面に入り、2013年半ば以降は上記の金融引き締めが加わったことから調整が長期化している。建設投資についても、景気の減速や金利上昇が増勢鈍化につながったものと考えられる。

建設投資と機械投資の推移(前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

対内直接投資の推移(実現額、億ドル)



(出所)CEIC DATA

先行きを展望すると、機械投資、建設投資とも、これまでの金利上昇が引き続き下押し圧力となるほか、今年は4月に議会総選挙、7月に大統領選挙が予定されており、政権交代に伴う政策の継続性に対する不透明感などから投資が控えられやすい状況が見込まれる。さらに、海外からの対内直接投資(実現額ベース)も、政策への不透明感により一時的に伸び悩むとみられる。そのため、2014年前半の固定資産投資は、増勢が鈍化すると予想される。ただし、対内直接投資は2013年も製造業を牽引役として前年比16.5%の比較的高い伸びを記録⁴しているため、既に実施された対内直接投資が機械投資を中心に2014年前半の固定資産投資の落ち込みを緩和するとみられる。2014年後半以降は、新政権の方針が定まるに伴って固定資産投資は増勢を強めていくとみられる。

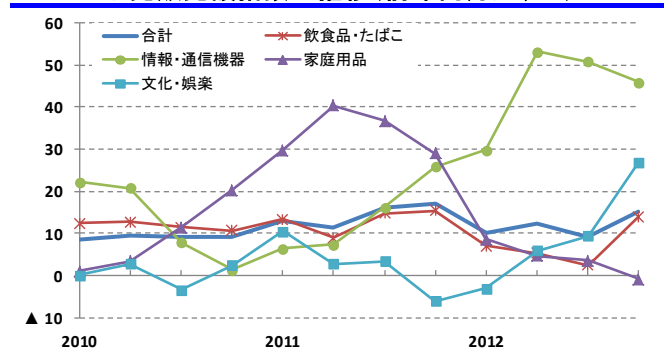
³ GDPベースの輸出(実質)は、2010年に前年比15.3%、2011年に13.6%と高い伸びが続いたあと、2012年は2.0%まで減速した。

⁴ 地域別に見ると、2013年は日本からの投資が前年比91.8%とほぼ倍増、シンガポールを上回り2006年以来となる最大投資国に返り咲いた(シェア16.5%)。業種別では、三次産業が合計で前年割れとなる一方、二次産業が前年比34.7%と全体を牽引、なかでも輸送用機器(前年比102.8%)の増加が目立ち、鉄鋼・機械・電機(35.7%)も大幅に増加している。

個人消費：やや増勢鈍化も堅調拡大を維持

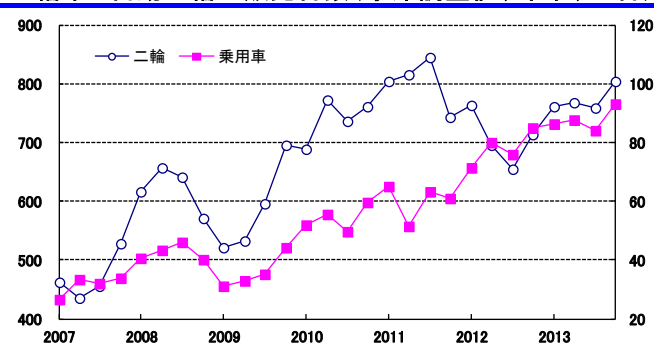
個人消費は、10～12月期に伸びが若干鈍化したとはいえ、2013年を通じて前年同期比5%台前半の安定した伸びを続けた（GDPベース、実質）。実質小売売上高指数で商品別の動向を見ると、ルピア安（価格上昇）を受けた家電製品の伸び悩みなどにより家庭用品の増勢は鈍化傾向にあるものの、携帯電話などの情報通信機器が4～6月期以降、前年同期比5割前後の増加を続けたほか、飲食品が堅調な拡大傾向を維持し、文化・娯楽関連が増勢を強めた。好調な情報通信機器は、従来型の携帯電話の販売が減少する一方で普及が進むスマートフォン販売が急増し落ち込みをカバーした。また、自動車燃料は、価格上昇にもかかわらず4～6月期以降、実質ベースで前年同期比二桁増を続けた。消費者信頼感指数が9月の107.1から12月は116.5まで持ち直しており、消費者マインドの改善がルピア安や物価上昇の影響を相殺しているとみられる。

小売販売額指数の推移（前年同月比、%）



(出所)CEIC 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)CEIC DATA

燃料販売の増加に見られるように、自動車市場は着実に拡大している。乗用車販売台数は、2012年の78.0万台から2013年1～3月期に年率86.4万台（当社試算の季節調整値）へ、10～12月期には93.2万台へ増加し、2013年通年では87.9万台に達した⁵。ただし、2012年の前年比29.9%増から2013年は12.7%へ増勢が鈍化しており、金利上昇の影響が出ている可能性がある。

また、二輪車市場は、ローン規制強化の影響が一巡し復調しつつある。二輪車販売台数は、2011年の801万台から2012年7～9月期には年率656万台（当社試算の季節調整値）まで落ち込んだが、以降は持ち直し、2013年10～12月期には年率806万台まで回復した。二輪車販売台数も2013年半ばに一時伸び悩んでおり、金利上昇の影響が出た模様であるが、年末にかけて再び増勢を取り戻している。

以上の通り、個人消費は、一部に金利上昇の影響は見られたものの、マインド改善を追い風に、総じて堅調に推移している。2013年の一人当たりGDPは、ルピア安の影響により前年比微減の3,600ドル程度で足踏みしているが、耐久消費財の普及期とされる3,000ドルを既に超えている。今後の個人消費は、これまでのルピア安や金利上昇の影響により若干の減速が見込まれるものの、2014年後半にはルピア相場の安定を受けて徐々に増勢を強めると予想される。

輸出：2014年前半は再び減速

輸出は前述の通りGDPベース（実質）で2013年7～9月期の前年同期比5.2%から10～12月期には7.4%

⁵ トラックなど商用車を合わせると2013年の販売台数は123.0万台。

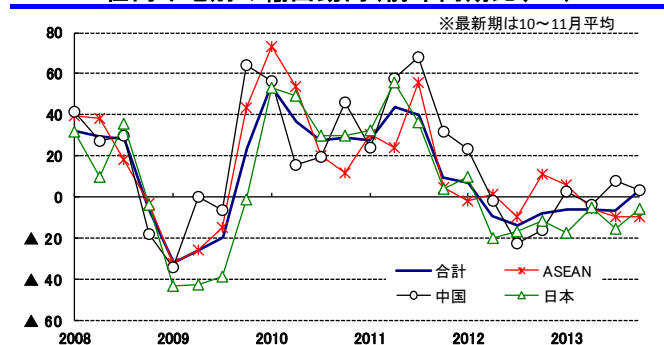
へ伸びを高め、景気を下支えしたが、通関輸出額（ドルベース、名目）も10～12月期に前年同期比3.4%と7四半期ぶりのプラスに転じた。

仕向け地別に見ると、ASEAN向け（シェア22.0%、2012年）は7～9月期の前年同期比▲9.8%から10～11月平均も▲9.7%と底ばい状態が続いているが、景気回復が続く日本向け（シェア15.9%）のマイナス幅が大きく縮小（7～9月期前年同期比▲15.7%→10～11月平均▲5.7%）⁶、景気が持ち直し傾向にある中国向け（含む香港、シェア12.8%）はプラスを維持（7.9%→3.6%）⁷、堅調な景気拡大が続く米国向け（シェア7.8%）が伸びを高める（5.7%→8.4%）など、概ね各地域の景気動向に沿った動きとなった。

また、財別に見ると、全体の19.5%（2012年）を占める石油・ガスが、天然ガスの増加により10～12月期の前年同期比▲12.5%から10～12月期は6.6%と7四半期ぶりのプラスに転じている。その他の財については10月までの実績しか確認できないものが多いが、シェアが比較的高い分野では、繊維製品（シェア6.6%）が7～9月期の前年同期比▲2.6%から10月は前年同月比6.5%へ復調したほか、ゴム製品（シェア5.5%、7～9月期前年同期比▲9.1%→10月4.1%）も回復、電機製品（シェア3.4%、68.4%→78.8%）は極めて高い伸びを維持している。繊維製品については特に衣料品の増加が顕著であり、大幅増の電機製品とともに、その大部分は日本の消費増税に伴う駆け込み需要による影響と考えられる。

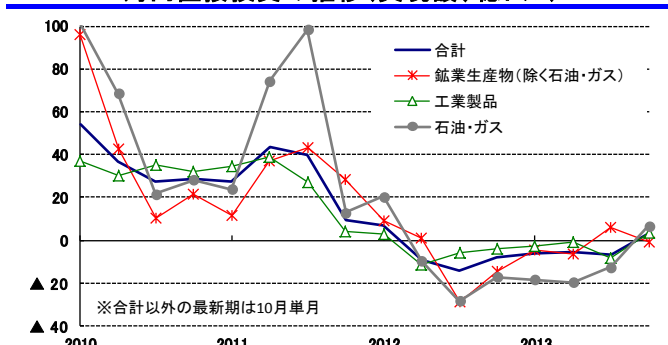
また、石油・ガスを除く鉱業生産物（シェア16.5%）は、7～9月期の前年同期比5.9%から10月に▲1.1%とマイナスに転じたが、10～12月ではプラスとなった可能性が高い。政府が一部の鉱業製品について未加工品の輸出を禁止したため（2014年1月12日発効）、その対象となる銅（輸出シェア1.4%）やニッケル（0.8%）、ボーキサイト（0.3%）などの駆け込み輸出が12月にかけて発生したとみられるためである。

仕向け地別の輸出動向（前年同期比、%）



(出所)CEIG DATA

対内直接投資の推移（実現額、億ドル）



(出所)CEIG DATA

そのため今後は、日本の駆け込み需要に対応した輸出の減少や、鉱物資源において駆け込み輸出の反動落ちが発生することは避けられない。そのほか、鉱物資源の輸出規制自体による落ち込みも懸念されるが、政府が対象となる鉱物の条件を2017年まで緩和する方針を打ち出したため、大部分が従来通り輸出を継続できる模様である。そのため、今回の規制による影響は、駆け込み輸出の反動や一部の鉱山の操業停止にとどまる可能性が高い。その一方で、ルピア安による価格競争力の上昇が工業製品を中心に輸出の追い風になるが、輸出に占める工業製品の割合は6割程度であり、さらにパーム油やゴム製品など農産物からの加工品のほか、電機製品などグローバル・サプライチェーンに組み込まれている部分が大きい分野など

⁶ 現時点で10～12月期の実績が確認できる「除くオイル・ガス」ベースでも、7～9月期の前年同期比▲10.6%から▲3.2%へ大幅に改善している。

⁷ 「除くオイル・ガス」では、7～9月期5.1%→10～12月期9.3%と持ち直し傾向。

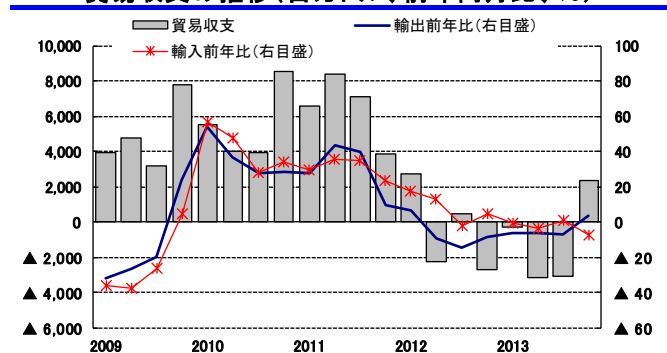
では生産量の柔軟性が乏しいと考えられるため、ルピア安の恩恵を輸出の量的拡大に結び付け難い面もある。そのため、最近のルピア相場的大幅下落が輸出を押し上げる効果は、さほど大きくはないとみられる。以上を踏まえると、輸出は 2014 年入り後に再び減速を強いられ、回復に向かうのは上記の下押し要因の影響が一巡し通貨安の効果が強まる 2014 年後半以降となろう。

貿易収支の黒字定着は 2014 年後半

輸入は、GDP ベース（実質）で 7～9 月期の前年同期比 5.1%から 10～12 月期は▲0.6%とマイナスに転じており、通関輸入額（ドルベース、名目）も 7～9 月期の前年同期比 0.9%から 10～12 月期は▲6.9%と落ち込んだ。鉱物性燃料（7～9 月期前年同期比 21.3%→10～11 月平均▲5.9%）が前の期に大きく伸びた反動で落ち込んだほか、ルピア安の影響により国内販売が落ち込んだ電気機器（▲3.5%→▲13.0%）などでマイナス幅が拡大したことによる。今後の輸入は、ルピア安が抑制要因になるものの、10～12 月期に一時的に落ち込んだ鉱物性燃料の反動増のほか、減速するとはいえ底堅い内需の拡大が見込まれるため、2014 年 1～3 月期には持ち直し、緩やかな拡大に向かうとみられる。

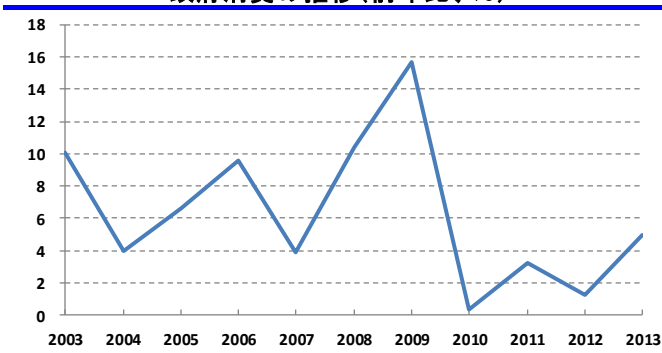
10～12 月期の貿易収支は、輸出が持ち直す一方で輸入が落ち込んだことから、23.4 億ドルの黒字となった。黒字転化は 5 四半期ぶりである。ただし、2014 年 1～3 月期には輸出の減少と輸入の増加が見込まれるため、黒字幅は再び縮小する可能性が高い。貿易収支の黒字基調が定着するのは輸出が増勢を強める 2014 年後半となり、それまでルピア相場は、大幅な下落こそないものの不安定さは残すこととなろう。

貿易収支の推移(百万ドル、前年同月比、%)



(出所) CEIC DATA

政府消費の推移(前年比、%)



(出所) CEIC DATA

2015 年には 6%成長へ回復

以上を踏まえて今後の景気を展望すると、2014 年前半は輸出の減速に加え、これまでの金融引き締めの効果や選挙に伴う不透明感の高まりにより国内需要の増勢鈍化が続くことが下押し要因となる。その一方で、選挙の実施に伴い、過去と同様、政府消費が大幅に拡大し景気を下支えすると見込まれるが、実質 GDP 成長率は前年同期比で 5%台半ば程度へ鈍化しよう。2014 年後半以降は、輸出の増勢が強まり、新政権の発足に伴って政策面での不透明感が払拭されることから国内需要も堅調さを取り戻し、成長率は 6%程度まで高まろう。その結果、2014 年通年の実質 GDP 成長率は、2013 年と同程度の 5%台後半になると予想する。2015 年は、景気の拡大傾向が続き、実質 GDP 成長率は 3 年ぶりの 6%台まで高まろう。