

インドネシア経済：金融政策手詰まりの中で財政政策に期待

日本からの ASEAN 向け輸出低迷が示す通り、ASEAN の大国インドネシアの景気は停滞している。2015 年に入り実質 GDP 成長率は前年比 5% を割り込んでいるが、主因は資源需要の伸び悩みによる輸出の減少と、対内直接投資の落ち込みなどを受けた固定資産投資の減速である。7 月以降は個人消費の増勢にも陰りが見られるが、インフレ率の高止まりとルピア安の進行により金融政策は自由度を失っており、財政政策に対して景気のコト入れ役が期待される状況にある。そうした中でジョコウィ政権の連立与党はようやく国会議席の過半数を確保した。今後、政策運営力が高まり経済政策の実施が加速、景気持ち直しに貢献するかどうか注目される。

成長ペースの減速が続き景気は停滞

日本の ASEAN 向け輸出は中国向け以上の落ち込みを見せているが、その一因は当然ながら ASEAN 地域の景気が盛り上がりを見せていることであり、さらに言えば、GDP の 43% (2014 年) を占めるインドネシア経済の停滞に因るところが大きい。

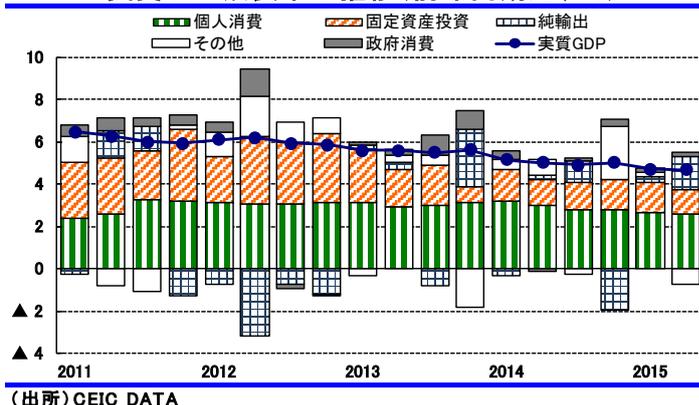
インドネシアの 2015 年 4~6 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 +4.67% となり、1~3 月期の +4.72% から若干とはいえ減速した。インドネシア経済は、資源を中心とした輸出の増加が内需拡大に結びつくことで、2012 年まで前年比 +6% を超える成長を続けてきたが、資源価格の下落に伴って成長ペースが減速、2015 年に入ってから は 5% を下回る成長にとどまり、停滞感が強まっている。

中央統計局によると、実質 GDP 成長率が 4~6 月期に減速した主因は、政府の予算執行の遅れとコモディティ価格の低迷による輸出の不調である。実際に、政府消費は 1~3 月期の前年同期比 +2.7% から 4~6 月期に +2.3% へ減速している。また、輸出も 1~3 月期の ▲0.9% から 4~6 月期は ▲0.1% へマイナス幅こそ縮小したものの前年を下回る水準が続いており、当研究所試算の季節調整値では前期比 ▲0.8% と低調である。ただし、純輸出（輸出 - 輸入）の実質 GDP に対する寄与度は、輸入（1~3 月期前年同期比 ▲2.3% → 4~6 月期 ▲6.8%）がより大きく落ち込んだため ▲0.4%Pt から +0.3%Pt へ改善している。そのほか、固定資産投資の減速（1~3 月期前年同期比 +4.3% → 4~6 月期 +3.6%）も実質 GDP 成長率の鈍化につながった。

個人消費：物価上昇やマインド悪化が下押し圧力に

主な需要動向について詳しく見ると、個人消費は 4~6 月期までに限れば堅調ながら、7 月以降は軟調な動きを見せている。上記の通り、GDP 統計における個人消費（実質、含む非営利団体）は、1~3 月期の前年同期比 +4.71% から 4~6 月期も +4.68% と底堅い推移を見せた。しかしながら、6 月まで堅調な拡大を見せた小売販売指数（実質）は、7 月以降、伸び悩んでいる（前年同期比：4~6 月期 +22.0% → 7~8

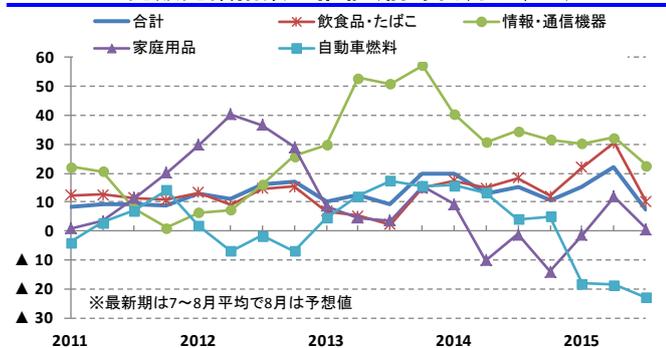
実質GDP成長率の推移(前年同期比、%)



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、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、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。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

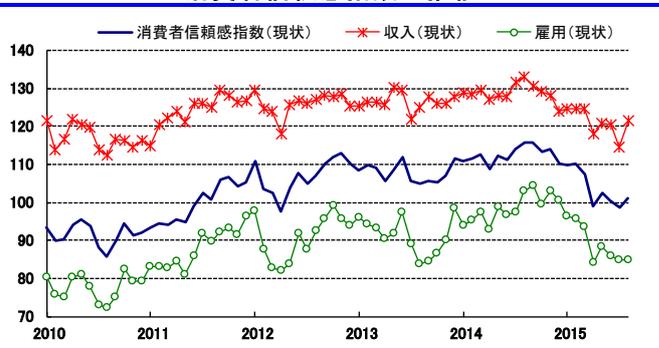
月+7.5%)。内訳を見ると、どの分野も伸びが鈍化しているが、特に飲食品 (+30.4%→+10.1%) の減速が顕著である。このように個人消費が生活必需的な分野まで落ち込むのは、基調として弱いことを示唆しており¹、先行きが懸念される状況にある。

小売販売額指数の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

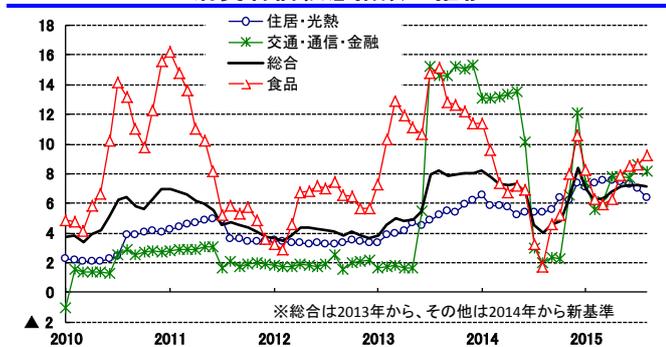
消費者信頼感指数の推移



(出所)CEIC DATA

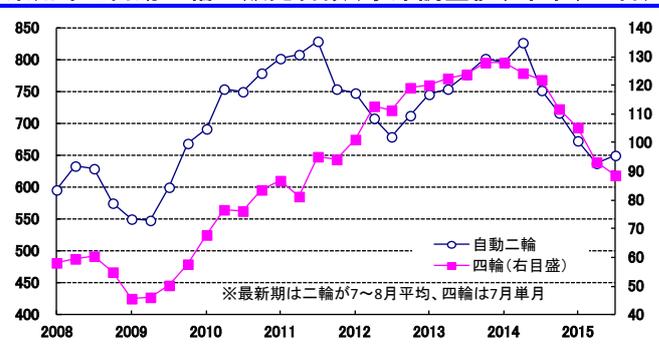
その背景として考えられるのは、消費者マインドの悪化である。消費者マインドを示す消費者信頼感指数(現状)は、4月以降、楽観と悲観の境目である100前後で推移している。そして、マインド低迷の主因は、景気の停滞と、そうした中で比較的速い上昇を続ける物価動向であろう。消費者物価上昇率は、景気停滞に伴う需給悪化に加え、原油価格の下落という追い風があるにもかかわらず、昨年11月の燃料補助金削減に伴うガソリン価格の上昇に加え、不作によるコメなど食料品価格の上昇により、5月以降、前年同月比+5%台で高止まっている。ルピア安による輸入品価格の上昇も、物価を押し上げているとみられる。

消費者信頼感指数の推移



(出所)CEIC DATA

乗用車と自動二輪の販売台数(季節調整値、年率、万台)



(出所)CEIC DATA

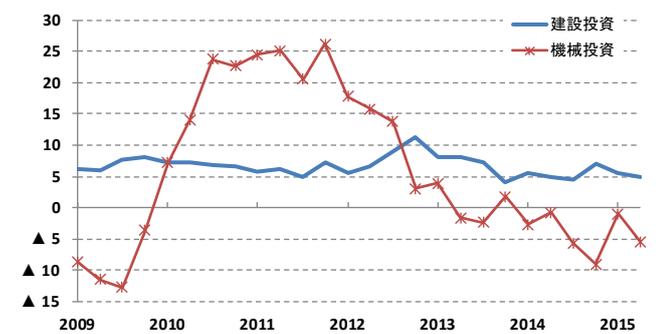
消費マインドの悪化は、通常、高額消費により大きな影響を与えることもあり、自動車販売はより低迷が深刻である。自動車販売は、当研究所試算の季節調整値で、二輪車が4~6月期も前期比▲5.2%の637万台にとどまり4四半期連続の減少、四輪車に至っては4~6月期に前期比▲7.6%の99.2万台となり、6四半期連続の減少で2011年10~12月期以来となる100万台割れを記録した。さらに、7月はラマダンの影響もあって一段と落ち込み、8月は持ち直したものの、7~8月平均で四輪車は93.6万台(4~6月期比▲5.7%)と減少が続き、二輪車は650万台(4~6月期比+2.0%)と下げ止まる程度にとどまっている。ルピア安を背景とする値上げの影響も出ている模様である。

¹ 消費動向に大きな影響を与えるラマダン(断食)の時期は、昨年(6月28日~7月27日)、今年(6月18日~7月16日)とも、レバラン(断食明け大祭、7~10日程度)を含めても概ね7~8月の2ヵ月間に含まれており、基本的に中立と考えられる。

固定資産投資： 製造業分野の投資再拡大待ちの状況

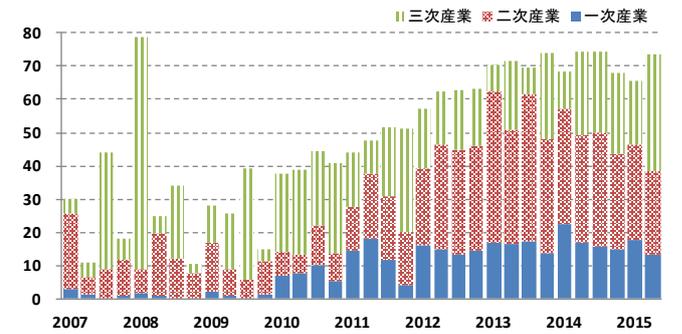
固定資産投資（GDP ベース、実質）は、全体の7割強を占める建設投資（前年同期比：1～3月期+5.5%→4～6月期+4.8%）が拡大傾向を維持し下支えしているが、伸びは鈍化した。さらに、約1割を占める機械投資（前年同期比：1～3月期▲1.0%→4～6月期▲5.6%）の落ち込みが続いており、固定資産投資全体の伸びを押し下げている。製造業分野で対内直接投資が減少していることなどが背景とみられる。

建設投資と機械投資の推移(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)投資調整庁

対内直接投資（実現額）は、2015年4～6月期にようやく前年並みの水準を回復（前年同期比▲0.8%）したが、業種別の動向を見ると、鉱業などの一次産業（▲21.9%）や製造業などの二次産業（▲22.0%）が落ち込む中で、運輸・倉庫・通信を中心に三次産業（+40.8%）がカバーする構図となっている。さらに、二次産業の内訳（2015年4～6月期）を見ると、鉄鋼・機械・電機が前年同期比+32.5%と健闘しているものの、輸送用機器（前年同期比▲11.4%）、化学・医薬品工業（▲11.8%）、食品工業（▲84.4%）など大多数の分野で落ち込んでいる。二次産業分野における対内直接投資は、2010年の33.4億ドルから2013年には約5倍の158.6億ドルまで拡大したが、2014年以降は拡大が一巡し減少傾向にある。

なお、2015年4～6月期の対内直接投資全体を国別に見ると、マレーシア（前年同期比+274.2%）の大幅増が目立つ一方で、シンガポール（▲49.5%）、日本（▲37.2%）、欧州（▲72.4%）、米国（▲20.4%）など主要国・地域からの投資は軒並み落ち込んでいる。

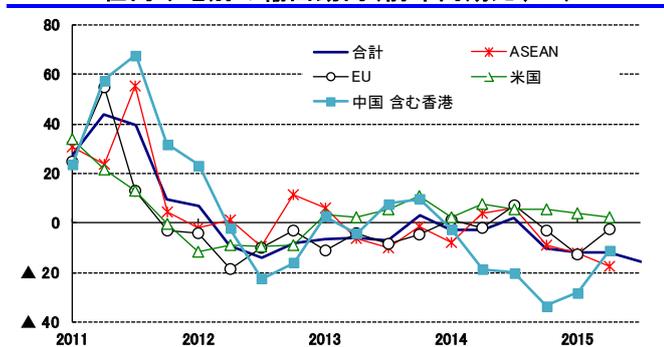
輸出： 資源価格の下落により大幅減少

冒頭で触れた通り、GDPベースの輸出は実質で小幅なマイナスであったが、通関輸出金額（ドルベース、名目）は2015年1～3月期の前年同期比▲11.8%から4～6月期も▲11.7%と専ら価格下落の影響によって大幅な落ち込みが続いている。仕向地別では、中国向け（含む香港、シェア11.6%、2014年）が1～3月期の前年同期比▲27.9%から4～5月平均で▲11.1%へ、EU向け（シェア9.6%）が▲12.8%から▲2.3%へマイナス幅が縮小するも、ASEAN域内向け（シェア22.6%、1～3月▲12.1%→4～5月▲17.3%）や日本向け（シェア13.1%、▲14.4%→▲27.5%）、韓国向け（シェア6.0%、▲21.8%→▲33.0%）など中国以外のアジア域内向けが不振である。

さらに、7月以降は全体で再びマイナス幅が拡大（7～8月平均前年同期比▲15.5%）している。速報性のある「除くオイル・ガス」ベースの輸出額を仕向地別に見ると、ASEAN3か国向け（4～6月期前年同期比▲9.3%→7～8月平均▲9.7%）の大幅マイナスが続いたほか、日本向け（▲7.3%→▲11.3%）、ドイツ

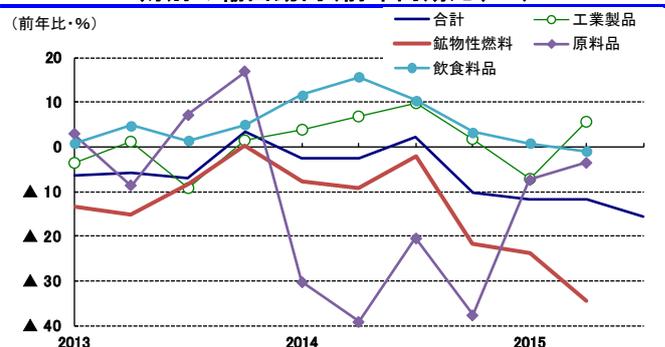
向け（▲0.7%→▲5.8%）、米国向け（▲0.5%→▲3.1%）のマイナス幅が拡大するなど、先進国向けも総じて不調であった。

仕向け地別の輸出動向(前年同期比、%)



(出所)CEIC DATA

財別の輸出動向(前年同期比、%)



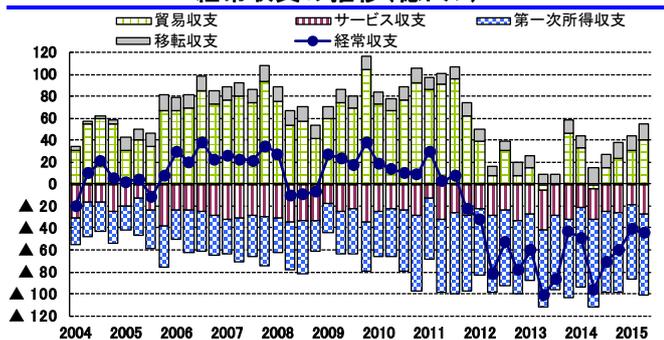
(出所)CEIC DATA

財別では、統計で確認できる4月まで、全体の55.1%を占める工業製品がパーム油（シェア12.5%）や自動車（シェア2.9%）、くつ（シェア2.3%）を中心に持ち直した一方で、鉱物性燃料（29.1%）のマイナス幅が拡大し全体を押し下げた。なかでも価格の下落が本格化している天然ガス（9.7%）が前年比半減しており、落ち込みが目立った。

経常赤字は縮小するも通貨下落が続く

輸出は減少しているものの、それを上回る輸入の落ち込みにより貿易収支が改善しているため、経常収支は2014年の▲275億ドル（GDP比▲3.1%）から、2015年上半期は▲86億ドル（年間▲172億ドルペース）へ赤字幅が縮小した。ただし、輸出の減少が続いていることに加え、ルピア安によって所得収支の赤字拡大が懸念されるなど、黒字復帰のめどは立っていない。

経常収支の推移(億ドル)



(出所)CEIC DATA

為替相場の推移(ルピア/ドル)



(出所)CEIC DATA

経常収支の改善が遅れる中で、米国利上げ観測を織り込みながら、ルピア安が進行している。また、景気立ち直りの遅れを受けて、海外からの直接投資が伸び悩んでいることもルピア安の一因となっている。こうしたルピア下落圧力に対して、外貨準備高は2015年8月末時点で1,053億ドル、輸入の約7か月分、短期対外債務の2.4倍あり、一応は安全圏²⁾にあるが、十分とは言えない。しかも、2014年12月の1,119億ドルをピークに減少傾向にあり、ルピア相場は下振れ懸念を払拭できない状況にある。

²⁾ 一般的に、最低限必要な外貨準備の水準は、輸入の2~3ヵ月分、短期対外債務の1.5~2.0倍とされる。

インフレ圧力とルピア安により中銀は動けず

こうした中で、インドネシア中銀は、静観を余儀なくされている。消費者物価上昇率は、中銀が目標とする前年比+3~5%のレンジを上回って高止まりしており、景気刺激のために政策金利を引き下げることへの抵抗感が強い。しかも、米国の政策金利引き上げが迫る中で利下げを行えば、ルピア相場に一段の下落圧力がかかり、インフレ圧力を強めることにもなりかねない。

外貨準備高の推移(百万ドル)



(出所) GEIG DATA

そのため、少なくとも昨年の燃料費補助金削減による押し上げが一巡し物価上昇率の低下が見込まれる 11 月まで、金融緩和には踏み切りにくい状況が続こう。もちろん、11 月の時点ではドル高圧力が更に強まっている可能性もあり、引き続き利下げを行い難い状況が見込まれる。金融政策の自由度は著しく低下していると言えよう。

政権基盤がより強固となり財政面からの景気刺激に期待

そのため、当面、景気刺激策は財政面に期待するしかない。その意味では、最近の国会勢力図の変化は追い風となろう。

昨年 10 月のジョコウィ政権誕生以来、連立与党の国会議席数過半数割れが政策運営上の課題であったが、9 月 2 日に国民信託党 (PAN) が野党連合を離脱し連立与党入りを表明³したことから、ようやく連立与党は過半数を確保した。具体的な数字を確認すると、国民信託党 (議席数 49) の参画により連立与党の議席数は 295 となり、全議席 (560) の 52.7% に達することになる。

実際には、これまで 2015 年の補正予算案など重要議題においても国会で大きな混乱がなかったため、今回の過半数確保にさほど意味はないという見方もあるが、冒頭で触れた通り予算の執行が遅れていることは事実であり、また、議会を過度に意識することなく思い切った政策を打ち出せるという意味で、ジョコウィ政権の政策運営力は高まったと言えるであろう。そして、インフラ関連など景気の底上げに貢献する事業が速やかに進捗することが期待される。

2015 年の成長率は 5% 割れの可能性高まる

以上を踏まえると、今後はジョコウィ政権の経済政策が本格的に執行され、景気を底上げするとみられる。しかしながら、ルピア安地合いが続き、積極的な金融緩和政策は取りにくいため、当面、景気回復のテンポは緩やかなものとなろう。前半の成長率が前年同期比 +4.7% にとどまったことを踏まえると、2015 年通年の実質 GDP 成長率は 2014 年の前年比 +5.0% を下回る可能性が高いと考えざるを得ない。

国会の勢力図(2015/9)

| | 獲得議席 | 割合 |
|--------------------|------------|--------------|
| 闘争民主党 (PDI-P) | 109 | 19.5 |
| 民族覚醒党 (PKB) | 47 | 8.4 |
| 民主国民党 (Nasdem) | 35 | 6.3 |
| ハヌラ党 | 16 | 2.9 |
| 開発統一党 (PPP) | 39 | 7.0 |
| 国民信託党 (PAN) | 49 | 8.8 |
| 連立与党計 | 295 | 52.7 |
| ゴルカル党 | 91 | 16.3 |
| グリンドラ党 | 73 | 13.0 |
| 福祉正義党 (PKS) | 40 | 7.1 |
| 野党連合計 | 204 | 36.4 |
| 民主党 | 61 | 10.9 |
| 合計 | 560 | 100.0 |

(出所) 各種報道から当社にて作成。

³ 9 月 3 日付け「じゃかるた新聞」などによる。

ただ、2016年については、景気が持ち直しに向かい、中長期的な成長力を背景とする国内市場の拡大を期待する海外からの投資拡大も見込まれ、さらに生産力の強化が輸出増や輸入の国内生産シフトにつながって経常収支が改善、通貨ルピアが安定を取り戻すことが期待される。その結果、インフレが抑制され、自由度を取り戻した金融政策による景気押し上げ効果もあって成長ペースは徐々に加速しよう。2016年の成長率は5%台半ば程度まで回復すると予想する。