

【インドネシア】出張報告: 経済運営の健全化はリスク資産価格を支えるのか ..... 1ページ

【アジア・マーケット・ウォッチ】 ..... 7ページ

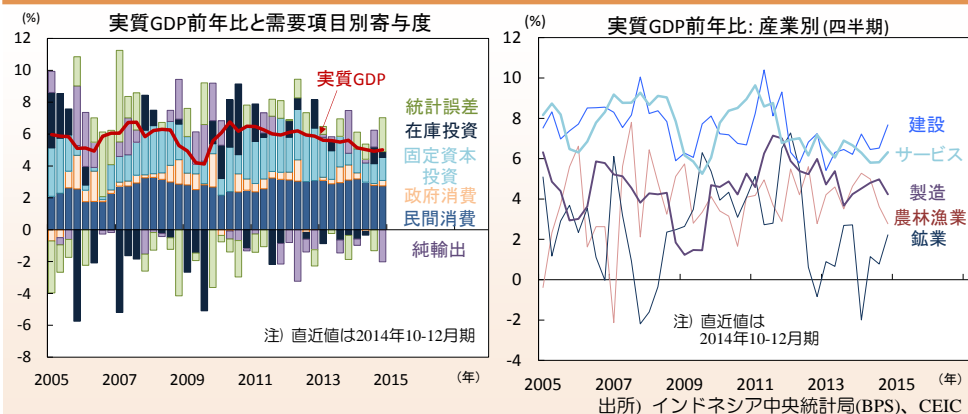
## 【インドネシア】出張報告: 経済運営の健全化はリスク資産価格を支えるのか\*

## ● 前期より緩やかに加速した10-12月期の実質GDP成長率

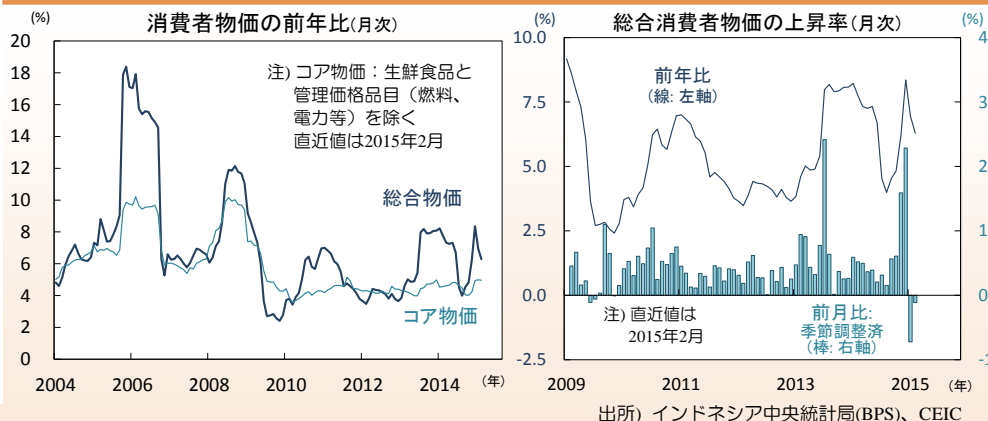
今年2月の下旬、インドネシアの投資環境調査のため同国に出張し、中央銀行、財務省、国際機関、民間金融機関などと面談、また、シンガポールの金融機関とも面談しました。本稿では、マクロ経済運営の方向性、為替・資金・債券市場の動向などにかかわる政策当局関係者や市場参加者の見方などを紹介します。

昨年初より鈍化していた景気には、底打ちの兆しが見られます。政府が2月5日に公表した10-12月期の実質GDP(2010年価格)は前年比+5.0%と前期の+4.9%よりやや加速し(図1左)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+4.9%を超過。この結果、2014年通年の成長率は+5.0%と前年の+5.6%を下回りました。なお、今後も景気が順調に回復するには不安も残ります。10-12月期には固定資本投資や政府消費が加速したものの民間消費は減速し、純輸出の寄与度は大幅なマイナスに。在庫投資と統計誤差が大幅なプラスの寄与となるなど、景気は一時的な要因で支えられている面も強い模様です。民間消費は前年比+4.9%と前期の+5.1%よりやや鈍化。電力、LPガス、燃料価格の引上げに伴う家計の購買力の低下や、パーム油や天然ゴム価格の低迷(図3左)による農業所得の落込み等が背景です。政府消費は同+2.8%と前期の+1.3%より加速しました。固定資本投資は+4.3%と前期の+3.9%より上昇。設備投資が低迷する一方で、建設投資が加速しました(図3右)。在庫投資の寄与度は+0.4%ポイントと前期の+1.0%ポイントよりプラス幅が縮小。外需では、総輸出が同▲4.5%と前期の+4.9%より反落。一次産品輸出が低迷していることに加え、2014年初からの鉱物輸出規制を控えて前年同期に鉱物の採掘と輸出が加速したことからの反動(前年高ベース効果)の影響も大きい模様です(図4)。総輸入は同+3.2%と前期の+0.3%より加速。11月の燃料価格引上げの直前の駆け込み消費による燃料輸入増加の影響とみられます。この結果、純輸出の寄与度は▲2.0%ポイントと前期の+1.1%ポイントから反落しました。

【図1】10-12月期の実質GDP前年比は前期よりやや加速



【図2】燃料や食品物価などに押下げられ鈍化する消費者物価の伸び



## ● 鈍化する農業と製造業、加速するサービス部門

昨年7-9月期の実質GDPの生産側を見ると、農林漁業は前年比+2.8%と前期の+3.6%から鈍化(図1右)。畜産業や漁業が伸びたものの、農業生産が鈍化した影響です。鉱業は同+2.2%と前期の+0.8%より反発。石油・ガスの伸びが鈍化したものの、石炭等の生産が加速しました。製造業は+4.2%と前期の+5.0%より鈍化。加工食品の伸びが鈍化し石油ガス精製が落ち込んだ影響です。建設業は+7.7%と前期の6.5%より加速。民間住宅建設需要の強さが背景です。サービス部門は同+6.3%と前期の+5.8%より加速。民間消費の鈍化で卸売・小売やホテル・レストランが減速したものの、政府消費の加速で公共サービス等が伸び、金融の伸びも堅調でした。

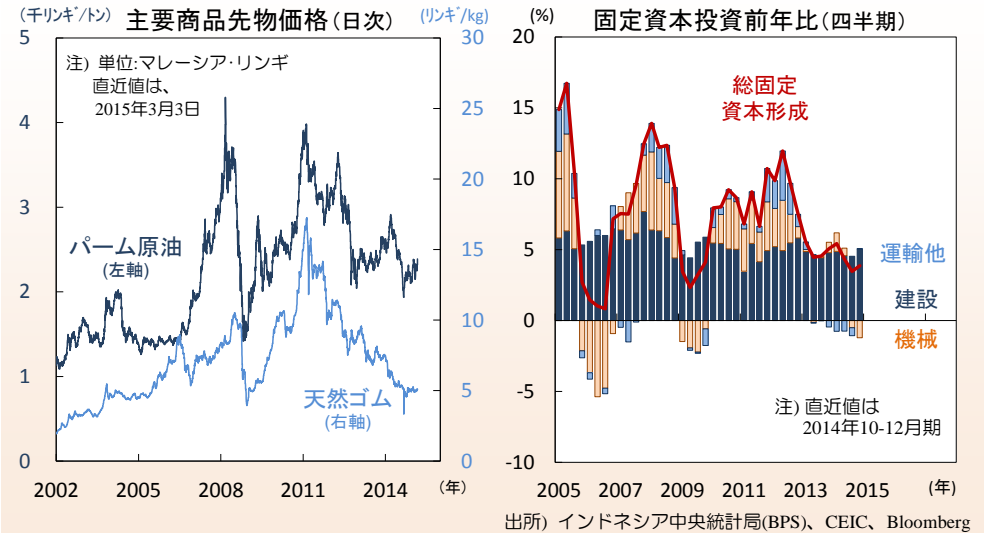
今後の景気に関しては、年後半より固定資本投資の回復が見込まれる一方、民間消費の伸びは穏やかなものに留まるでしょう。民間消費は、1月以降の燃料小売価格の低下(図5左)の恩恵を受けるものの、LPガス(図5右)や電力価格の引上げの影響も残ります。また、一次産品価格の低迷による農業所得の落込みの影響も無視できません。加えて、昨年9月以降のルピア相場下落は、高額な耐久財の価格を押し上げその消費を下押しするとともに、資本財の輸入価格を押し上げ民間設備投資の伸びを抑えるでしょう。

## ● インフラ投資本格化が後ズレし、今年の景気回復は緩慢か

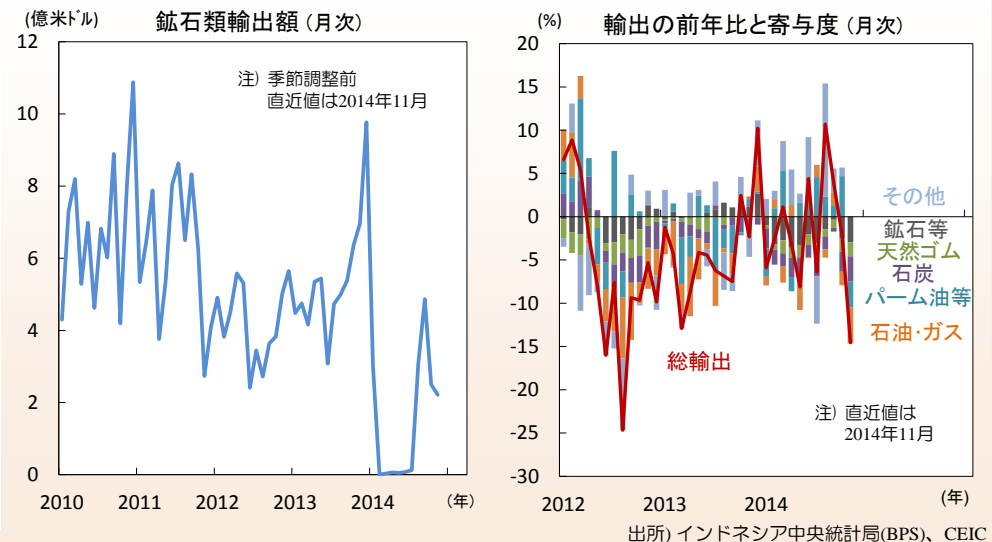
2015年度の修正予算における投資歳出はGDP比2.5%と原予算の1.6%より引上げられており、政府はインフラ投資の本格化に取り組む構えです。今年後半には、都市部以外の小型のインフラ投資(低い収益性ゆえ、ほぼ全額政府予算による)が開始される見通しです。一方、ダム、下水、港湾などの大型インフラ投資に関しては、事前調査や計画策定に時間がかかることからその実施は今年末から来年にかけてとなるでしょう。とりわけ、官民連携(PPP)型の大型インフラ投資は事前のプロセスに時間を要するため、その開始は来年からとなる可能性が高いとみられます。インフラ投資による需要の押し上げが本格化するの、来年以降となる見通しです。

外需に関しては、今年前半には昨前半の鉱物輸出の急減(輸出規制強化に伴うもの)からの輸出の反発や昨年末の燃料輸入急増からの輸入の反動減が生じて純輸出の寄与度が高まるでしょう。しかし、年後半には小規模インフラ投資の開始に伴って資本財の輸入が増加し、純輸出の寄与度を押し下げるとみられます。民間消費の回復速度が緩慢なものとなる中で、今年通年の成長率は+5%台前半と昨年の+5.0%を上回りつつ、景気回復の勢いは穏やかなものに留まると予想されます。

## 【図3】 低迷する一次産品価格(左)、減速する機械・設備投資(右)



## 【図4】 2014年初からの輸出規制によって一時急減した鉱石輸出(左)



## ● 緩やかに鈍化する消費者物価上昇率

昨年末より上昇した消費者物価は、足元で緩やかに鈍化しています。政府が3月2日に公表した2月の総合消費者物価は前年比+6.3%と前月の+7.0%より低下(図2)。燃料物価が同+11.3%と前月の+13.8%より低下、食品物価も同+6.3%と前月の+7.0%より鈍化し、総合物価の伸びを押下げました。一方、生鮮食品と管理価格品目(燃料、電力等)を除くコア物価は、前年比+5.0%と前月と変わりませんでした。

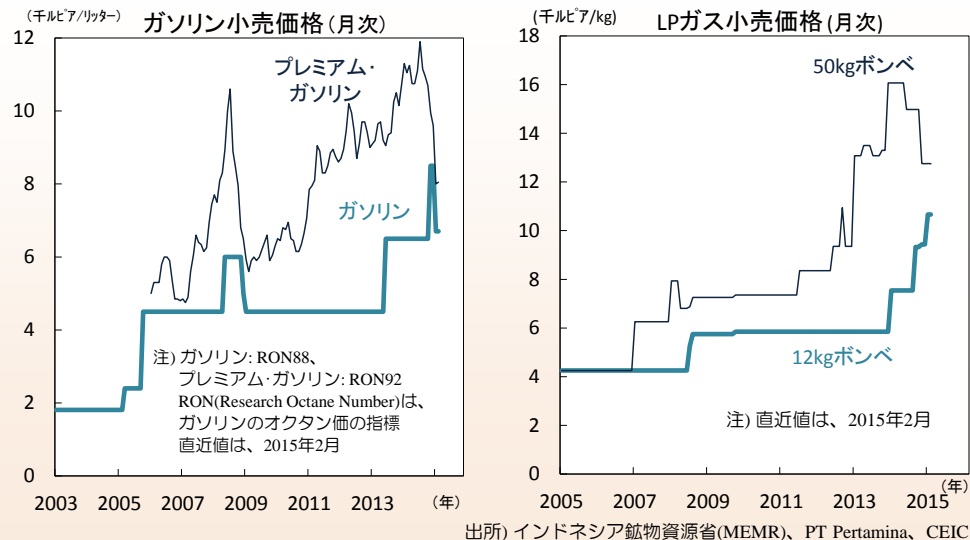
ガソリンや軽油等の燃料価格は、昨年11月下旬に政府の燃料補助金を削減するために引上げられた後に、今年の1月初より事実上の市場連動制に移行。これに伴って、ガソリンへの補助金は撤廃され、軽油への補助金は1リッター当り1,000ルピアに固定されました。国際燃料価格の低下を受けて、1月末時点のガソリンと軽油の価格は1リッター当り6,700ルピアと6,400ルピアと、12月末時点の8,500ルピアと7,500ルピアより低下し(図5左)、1月初より燃料物価の水準を押下げています。一方、食品物価は、香辛料が前年比▲3.2%と前月の+9.4%より反落し、野菜が同+3.3%と前月の+7.4%より鈍化したことなどにより押下げられました。天候不順による不作等で急騰していた赤唐辛子価格が生産の回復とともに低下したことなどが背景です(図6左)。

## ● 修正予算を公表、歳出構造の改善に取り組む政府

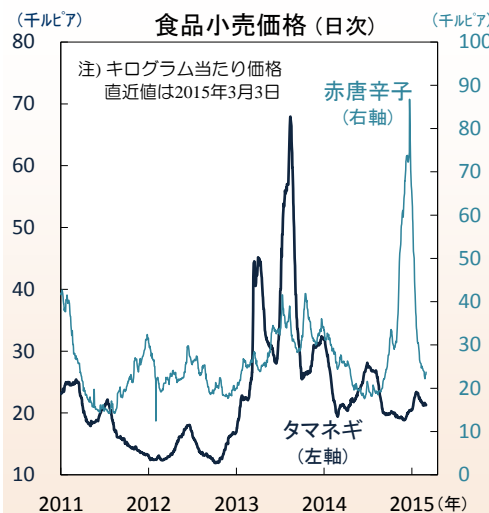
政府は、国際燃料価格が低下した機会を捉えて燃料補助金の大幅削減を行い、同支出削減による財源の相当部分をインフラ投資等に充当。中期的な経済成長力の強化に向けた政府歳出構造の改善を図っています。

2月13日、国会は2015年度の修正予算を承認。燃料補助金を大幅に削減し、インフラ等政府投資を積み増しました。予算前提のインドネシア原油価格(ICP)は、原予算の1バレル105ドルから同60ドルに修正。燃料補助金の大幅削減(ガソリン補助金を撤廃し、軽油補助金を1リッター1,000ルピアに固定)も相まって、燃料補助金はGDP比1.2%と原予算の同3.1%を大きく下回りました(図6右)。一方、インフラ等の投資支出は同2.5%と原予算の1.6%から増加。燃料の過剰消費や経常収支悪化を促していた補助金を削減し、中期的な成長力を支えるインフラ投資を積み増すという、経済の安定化を重視した予算といえるでしょう。財政赤字のGDP比も1.9%と原予算の2.2%より圧縮、財政健全化に向けた姿勢も示しました。もっとも、同修正予算の内容の一部には疑問も残ります。税収のGDP比は12.7%と原予算の12.3%を上回り、2014年度修正予算対比で+19.5%の伸びを想定。景気が鈍化する中での税収増加には徴税強化が必要となるはずで

【図5】昨年11月に引上げられたガソリン価格は今年初より引下げ(左)



【図6】燃料補助金支出を削減し、インフラ等投資支出を増額(右)



政府予算(2014年度と2015年度)

単位: 兆ルピア	2014年度		2015年度	
	修正予算	当初予算	修正予算	修正予算
総歳入	1,635	1,794	1,762	
税収	1,246	1,380	1,489	
総歳出	1,877	2,039	1,984	
投資支出	161	175	290	
補助金	403	415	212	
内)燃料	350	345	138	
財政収支	-241	-246	-223	
国債純発行額	265	277	322	
GDP比: %				
総歳入	16.3	16.0	15.0	
税収	12.4	12.3	12.7	
総歳出	18.7	18.2	16.9	
投資支出	1.6	1.6	2.5	
補助金	4.0	3.7	1.8	
内)燃料	3.5	3.1	1.2	
財政収支	-2.4	-2.2	-1.9	

## ● 国債純発行額は増加も国内発行額は増加しない見通し

修正予算における税収見通しの引上げは、原油価格の低下に伴う石油ガス関連の歳入が減少を補うためのものとみられます。従来の同国予算は、歳出側に燃料補助金等、歳入側に石油ガス収入等を計上、原油価格の低下は両者を押下げます。現地の国際機関エコノミストや複数の金融市場参加者は、既に税務当局による徴税強化の動きが見られると指摘。もし、税法や諸規則の強引な解釈を行うなど彼らが徴税に積極的にならすぎると、外国企業が事業環境の悪化を懸念するだろうとの指摘も聞かれました。

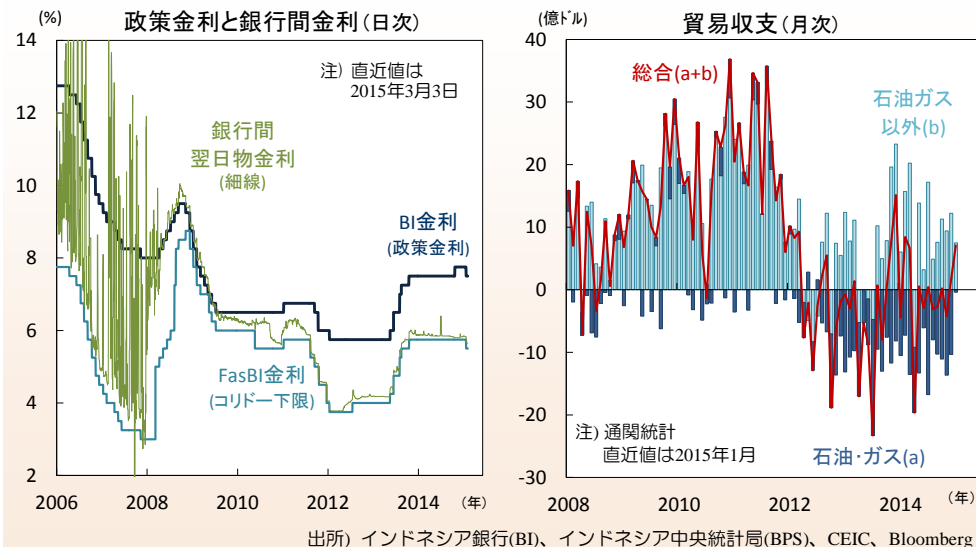
また、財政赤字額が圧縮された一方で、国債の純発行額は増加しています(図6右)。インフラ投資を促すために政府が国有企業に対して資本注入を行うことが背景です(同資本注入は、政府歳出ではなく財政の調達項目にマイナス計上)。今回面談した財務省の担当官によれば、増発額45兆ルピアのほぼ全額を海外調達でまかない、ルピア建て国債発行額の積増しは行わない予定です。1月に発行済みの米ドル建て債(当初25億米ドル発行予定を40億米ドルに積増し)に加え、今後はグローバル・イスラム債(sukuk)、円建て外債(サムライ債)、ユーロ建て債の発行を予定。この結果、調達の国内／海外比率は当初予算の8対2から、7.5対2.5程度となる見込みです。

## ● 市場の予想外の利下げに踏み切った中央銀行

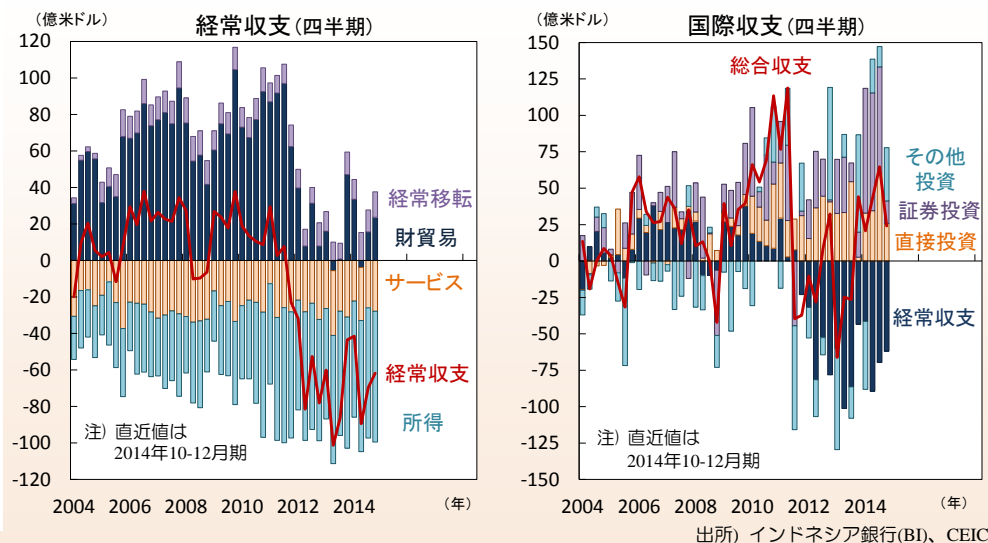
2月17日、インドネシア銀行(BI)は、政策金利を7.75%から7.5%に引下げ(図7左)。Bloomberg集計ではエコノミスト20人全員が据置きを予想、予想外の利下げでした。

約3年ぶりの利下げは、足元の消費者物価の鈍化等に促された模様です。利下げより約2週間前の2月2日に公表された1月の総合消費者物価は、前年比+7.0%と前月の+8.4%より低下(図2)。前述の2月の総合物価と同様に、燃料物価や食品物価の伸びが鈍化し、総合物価を押下げていました。BIの声明は、2015-16年の同物価は目標の+3-5%の下限近くで推移するだろうと記述。昨年末の燃料、LPガス、電力価格の引上げの影響(前年低ベース効果)がはく落する今年末に、同物価の前年比が+4%以下になるとの見通しを示しました。市場参加者が政策金利の据置きを予想していた背景には、BIは、足元の物価動向よりも経常収支の安定を重視しており、同収支が大きく改善しない限り利下げを急がないだろうとの見通しがあったとみられます。2月上旬に現地で面談した複数の金融機関の債券トレーディング部門責任者やエコノミストもこの見方を共有。今回の利下げは、シンガポール等海外のエコノミストやストラテジストだけでなく、現地の市場参加者にとっても予想外のものであったとみられます。

【図7】2月17日に市場の予想外の利下げを行った中央銀行(左)



【図8】2012-13年にかけて拡大した経常赤字の縮小速度は緩慢



## ● 2013年ルピア相場急落を契機に連続利上げを実施

同国の経常収支は2012年より赤字に転落し(図8)、2013年の同赤字のGDP比は3.2%に拡大。米国の金融緩和縮小の思惑に伴って2013年5月に新興国から資本が流出した際、ルピアはインド・ルピー等とともに急落しました(図10左)。10-12月期の経常赤字は62億ドルとGDP比2.8%に縮小したものの、赤字縮小の速度はインド等に比べ緩慢です。同国は、石油は純輸入ながら石炭やパーム油が純輸出であり、一次産品価格下落の恩恵を受けづらい貿易構造です。BIは経常収支の安定を重視しており、輸入の押上げにつながる内需の刺激(利下げ)を当面は行わないだろうと市場参加者は考えていました。

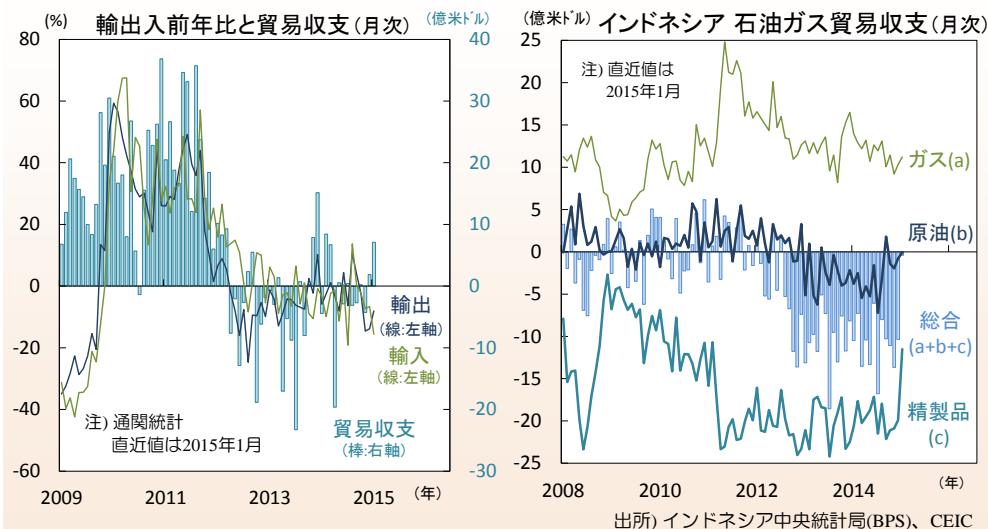
2012-13年の経常収支悪化は、一次産品価格の低迷による交易条件の悪化や、多額の燃料補助金の交付による過剰な燃料消費と燃料輸入などに加え、前総裁下のBIが金利を低く据置き内需を刺激し過ぎたことも一因でした(本レポート2014年1月号 2-3頁参照)。現総裁を迎えたBIは、2013年のルピア相場の急落を契機に方針を転換し、同年6月から11月にかけて政策金利を5.75%から7.5%に引上げ(図7左)。昨年11月の燃料小売価格引上げの翌日にも、緊急利上げ(7.5%→7.75%)を行いました。インフレ警戒的なBIは、かつての拙い政策運営で失った信認を取戻しつつあるようにも見えました。

## ● 中央銀行の経常赤字縮小重視の姿勢は変化したのか

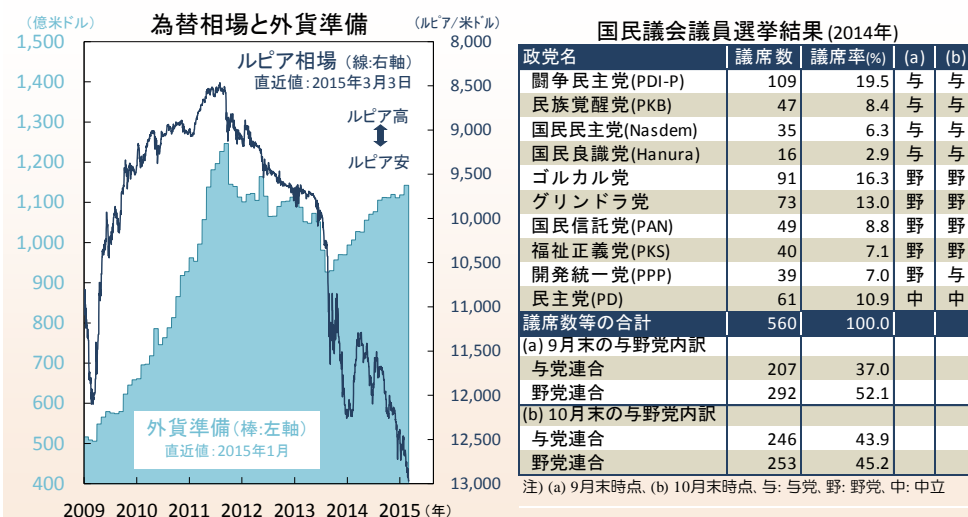
今回の利下げは、昨年11月に引上げられた燃料小売価格が1月初より引下げられたことを受けて、同月の緊急利上げ0.25%ポイントを帳消しにするという面もあった模様です。BIは2015年の経常赤字のGDP比を3%前後と予測。政府がインフラ投資を加速させ、資本財の輸入が増加するため、経常赤字は当面は縮小しないとの見通しとみられます。市場参加者の多くは、これまで、BIは経常収支をGDP比2~2.5%まで縮小させることを目指していると考えていました。しかし、今回、BIは同赤字が昨年と同水準に高止るとの予想を示しつつ利下げを実施。BIが経常赤字の縮小よりも景気の下支えを重視する姿勢に転じたのではないかとの見方が市場に広まりつつあります。

今回のBIの声明は、足元のルピア安は消費財輸入の抑制や工業製品の輸出競争力の向上を通じて経常赤字の改善を促すだろうと指摘。ルピア安容認の姿勢を示唆したものとみられます。この背景には、高金利の維持による内需抑制ではなく、ルピア安の容認によって経常赤字縮小を縮小させたいという考えもあると推測されます。足元で燃料物価や食品物価が鎮静化する中、BIは年内に0.5~0.75%ポイント程度の追加利下げを行う可能性が高いと考えられます。

## 【図9】10-11月の燃料の駆け込み輸入の反動から1月の輸入は減速(左)



## 【図10】やや軟調なルピア相場と足元で増加する外貨準備残高(左)



### 国民議会議員選挙結果(2014年)

政党名	議席数	議席率(%)	(a)	(b)
闘争民主党(PDI-P)	109	19.5	与	与
民族覚醒党(PKB)	47	8.4	与	与
国民民主党(Nasdem)	35	6.3	与	与
国民良識党(Hanura)	16	2.9	与	与
ゴルカル党	91	16.3	野	野
グリンドラ党	73	13.0	野	野
国民信託党(PAN)	49	8.8	野	野
福祉正義党(PKS)	40	7.1	野	野
開発統一党(PPP)	39	7.0	野	与
民主党(PD)	61	10.9	野	中
議席数等の合計	560	100.0		
(a) 9月末の与野党内訳				
与党連合	207	37.0		
野党連合	292	52.1		
(b) 10月末の与野党内訳				
与党連合	246	43.9		
野党連合	253	45.2		

注) (a) 9月末時点、(b) 10月末時点、与:与党、野:野党、中:中立

出所) インドネシア銀行(BI)、インドネシア選挙管理委員会、各種報道、Bloomberg

## ● 2月の予想外の利下げを受けて株価と債券価格は上昇

2月17日夜の利下げを受けて、18日のルピア相場は対米ドル(以下「ドル」)で0.8%下落し、株価(ジャカルタ総合指数)は1.0%上昇、ルピア建て10年国債利回りは7.195%へと0.198%ポイント低下(価格は上昇)しました。予想外の利下げに伴って今後の追加利下げの期待が高まり、市場参加者は金利の低下と景気の下支え効果を予想。これが、株価と債券価格にプラスに、通貨にマイナスに働いた模様です。

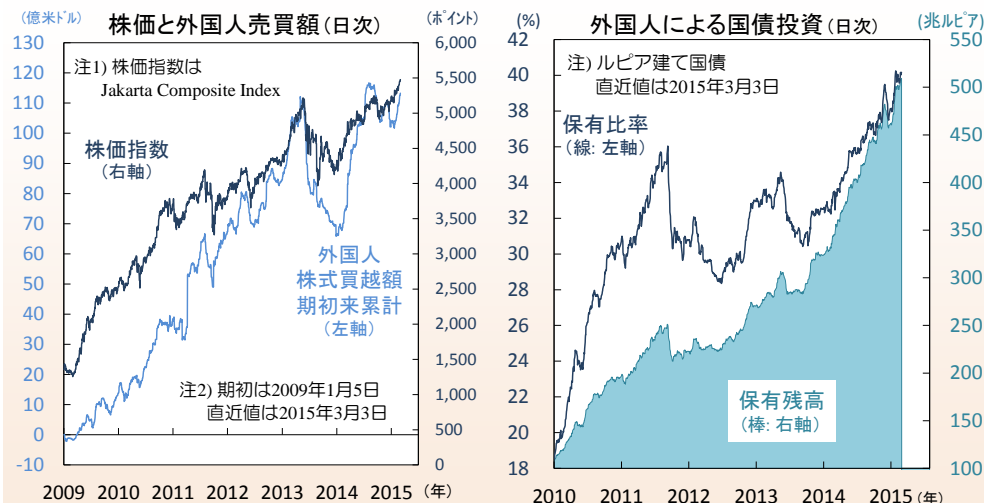
BIが外貨準備の増強のために行うドル買い介入も、ルピア相場の上値を重くしています。1月末時点の外貨準備は1,142億ドルと輸入の6.8ヵ月分に相当し、伝統的に必要水準とされる3ヵ月分を超過。しかし、ブラジルなど他の主要新興国に比べその水準は低く、2013年の相場急落局面では同準備水準の低さが懸念されました。ルピアは昨年8月末から1月末にかけて対ドルで7.7%下落した一方、外貨準備は同期間に30.3億ドル増加(図10左)。1月のドル建て国債発行額40億ドルを差し引いても、10億ドル程度の準備額の減少に留まります。BIは、資本流入が加速してルピア相場に上昇圧力がかかる局面で外貨準備増強のためのドル買いを行う一方、下落圧力がかかる局面では大規模なドル売りは行わず相場の下落を容認してきた可能性が高いとみられます。

## ● 当面は証券投資資本がルピア相場を下支えか

同国の株式・債券市場への資本は流入基調です(図11)。資本流入の背景には、ジョコ大統領の下で経済構造の改善が進むとの期待感があるとみられます。昨年10月の大統領就任前には、議会の過半数を占める野党連合の攻勢で経済改革が遅延するとの懸念が浮上(本レポート2014年12月号 4-5頁参照)。しかし、与党連合が野党連合からの政党引抜きに成功し勢力がほぼ拮抗したこと(図10右)、最大野党ゴルカル党で内紛が発生し野党連合の求心力が低下したに伴い、こうした懸念は後退した模様です。警察長官指名を巡り大統領が自身の所属する闘争民主党(PDI-P)と対立するなど政治的不協和音も絶えないものの、政府は経済改革を推進。燃料補助金の削減とインフラ投資の加速を図るとともに、投資環境の改善に向けて、土地収用に関わる大統領令の発令や、投資許認可窓口の一本化等を行い、同国の中期的な成長見通しの改善を図っています。

証券投資資本の流入により同国の国際収支は黒字基調となり、BIによる今後の追加利下げの見通しや通貨安容認姿勢などに伴うルピア相場への下落圧力の一部を緩和するとみられます。ルピア相場は、安定的に推移し、相対的に高金利な同国債への投資の総合収益率を高位に保つと予想されます。(入村)

### 【図11】株式市場と債券市場に流入する海外からの投資資本



出所) インドネシア証券取引所(BEI)、インドネシア財務省、CEIC、Bloomberg

### 【図12】インドネシア出張時の撮影写真より



写真)

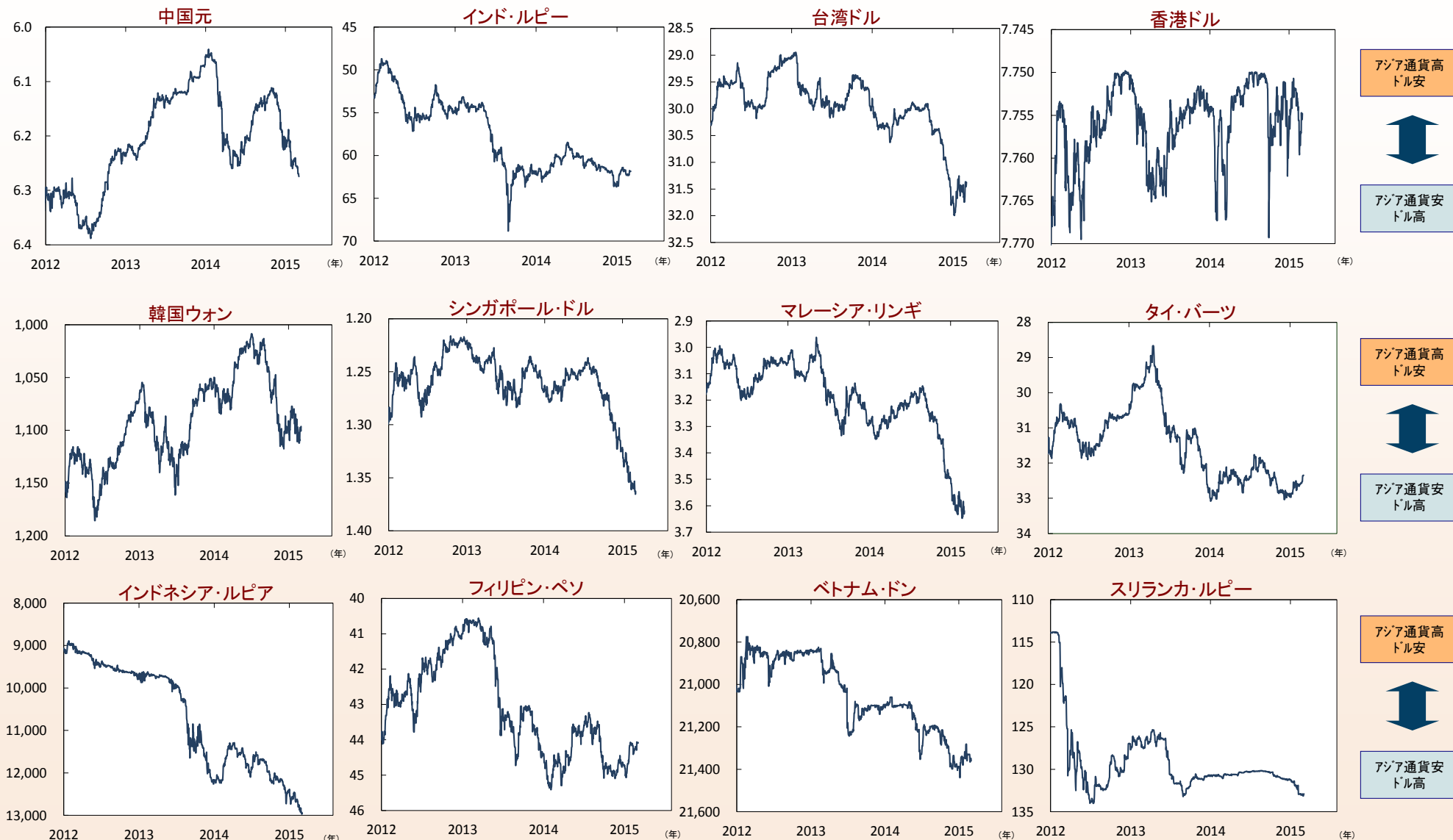
左上: ジャカルタ市内のインドネシア銀行 (BI、中央銀行)

左下: ジャカルタ スカルノハッタ国際空港の待合室

右上: ジャカルタ市内の財務省 債務管理局

出所: 筆者撮影

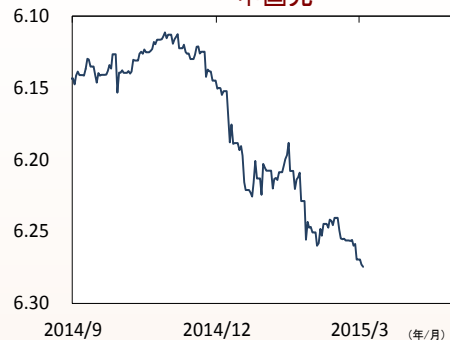
## 【アジア・マーケット・ウォッチ】アジア通貨の対ドル相場(1)過去3年間



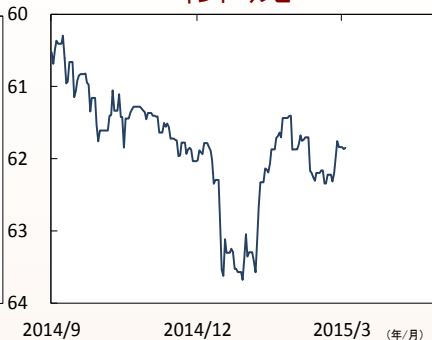
注) 単位は、アジア通貨/米ドル(1米ドル=アジア通貨)、直近値は、2015年3月2日、出所：Bloomberg

## 【アジア・マーケット・ウォッチ】アジア通貨の対ドル相場(2)過去6か月間

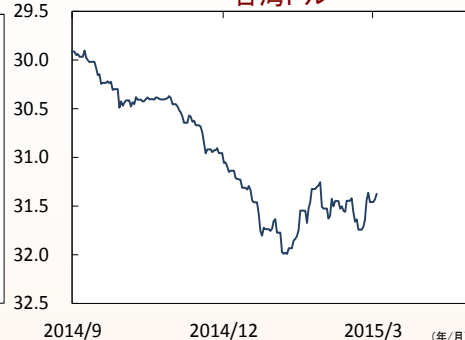
中国元



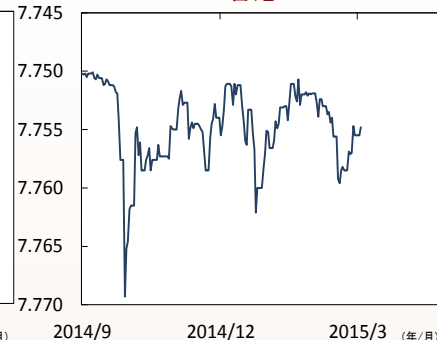
インド・ルピー



台湾ドル



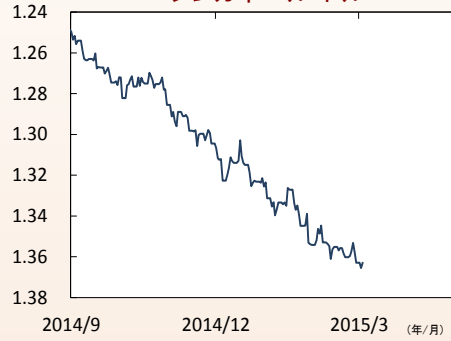
香港ドル

アジア通貨高  
ドル安アジア通貨安  
ドル高

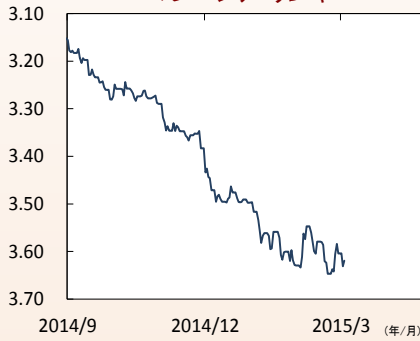
韓国ウォン



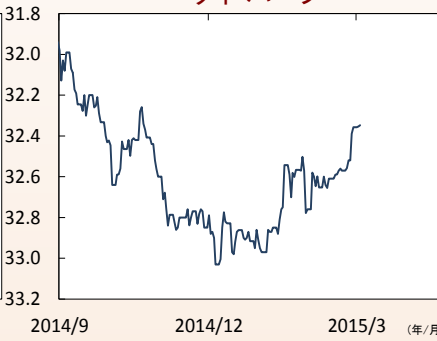
シンガポール・ドル



マレーシア・リンギ



タイ・バーツ

アジア通貨高  
ドル安アジア通貨安  
ドル高

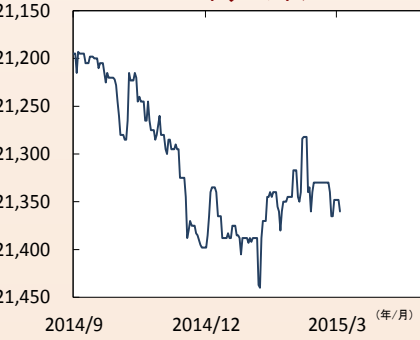
インドネシア・ルピア



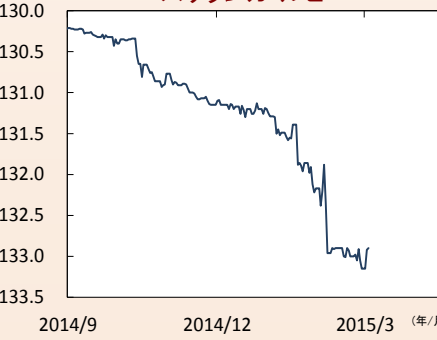
フィリピン・ペソ



ベトナム・ドン



スリランカ・ルピー

アジア通貨高  
ドル安アジア通貨安  
ドル高

注) 単位は、アジア通貨/米ドル(1米ドル=アジア通貨)、直近値は、2015年3月2日、出所：Bloomberg



### 本資料に関してご留意頂きたい事項

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として、国際投信投資顧問が作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。なお、以下の点にもご留意ください。

- 本資料中のグラフ・数値等はいくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。
- 本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。（作成基準日：2015年3月3日）
- 本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性等を保証するものではありません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の国際投信投資顧問経済調査部の見解です。  
また、国際投信投資顧問が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。