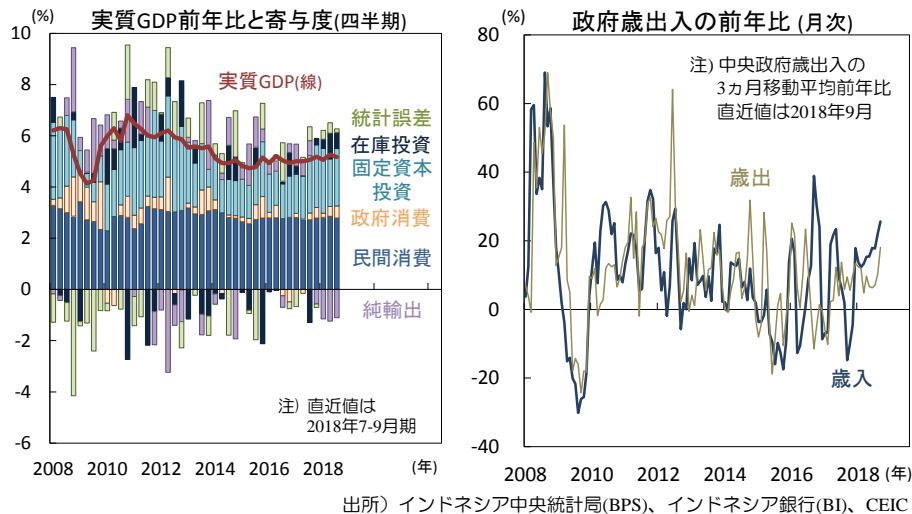


## インドネシア: 底堅く拡大する景気と11月初より反発したルピア相場

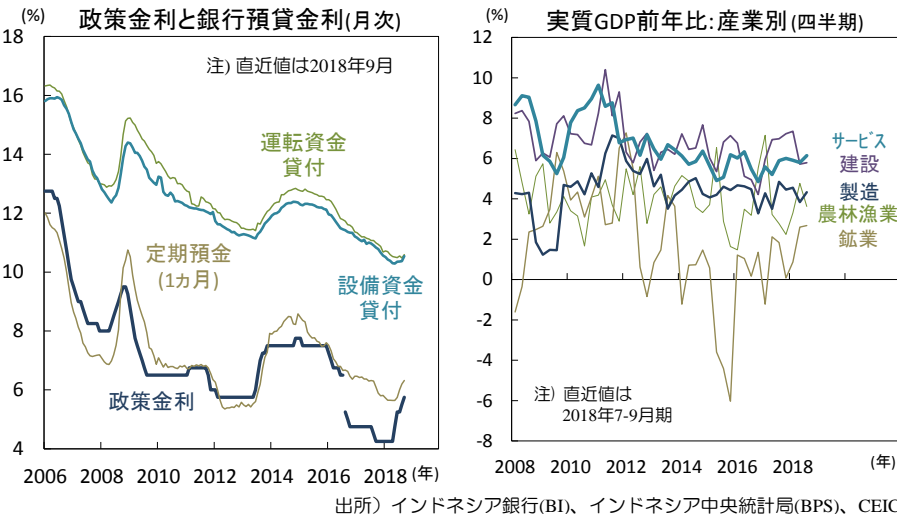
【図1】 堅調な固定資本投資の伸び(左)、加速する政府歳入の伸び(右)



先週5日、インドネシア政府は7-9月期の実質GDPが前年比+5.2%と前期の+5.3%より減速し、市場予想(Bloomberg集計の中央値)どおりであったことを公表。様々な要因から前期に一時的に押し上げられた成長率は、押し上げ効果はく落に伴って正常化しました。

需要側では、内需の寄与度が増し在庫投資の押し上げ幅が縮小するなど、成長の質は改善。断食明け大祭(レバラン)の前ズレに伴って4-6月期には営業日数が減少し、消費が押し上げられ投資が押下げられたものの、7-9月期はその反動から消費が鈍化し投資が回復しました。固定資本投資の加速等に伴って内需(在庫投資を除く)の寄与度は+5.5ポイント(pt)と前期の+5.1ptを上回り、輸入の鈍化に伴って純輸出の寄与度の下げ幅も縮小。一方、天候改善に伴う農林漁業の加速等から前期に+1.0ptへと上振れた在庫投資が+0.6ptへと鈍化し成長率を押下げました(図1左)。民間消費は前年比+5.1%と前期の+5.2%より鈍化。前期には、レバランの前ズレと休日数の増加や、地方選挙を控えて増加した政党の選挙関連支出等によって、同消費が一時的に押し上げられました。

【図2】 農林漁業が鈍化する一方、製造業やサービス部門が加速(右)



今期(7-9月期)には、こうした押し上げ効果はく落し、民間消費の伸びが正常化しました。消費の内訳を見ると、運輸・通信や衣類・履物等の消費が加速したものの、食品が鈍化。政府による社会保障給付が、年度前半に前倒し支給された反動から鈍化し、低所得家計による消費を下押ししたとみられます。政府消費は同+6.3%と前期の+5.2%より加速。政府歳入が伸びるとともに(図1右)、経常歳入の伸びも加速しています。

固定資本投資は同+7.0%と前期の+5.9%より加速しました。建設投資が同+5.7%と前期の+5.0%を上回り、設備投資も+22.1%と前期の22.3%並みの高い伸びを維持。経常赤字を縮小するために資本財輸入の抑制を目指す政府は新規のインフラ投資実行を先送りし、通貨安に悩むインドネシア銀行(BI)は大幅な利上げを実施したものの、これらによる投資の押し下げ圧力は今のところ限定的な模様です。累計1.5%ptの利上げにも関わらず銀行貸付金利が殆ど上昇しないなど(図2左)、現在のところ金融政策の波及が弱いこと、多額の着工済インフラ投資が進行中であることなどが背景とみられます。

## 生産側では農林漁業以外の多くの産業の生産が加速

外需では、総輸出が同+7.5%と前期の+7.6%より鈍化しました。サービス輸出が同+9.0%と前期の+4.8%より加速したものの、財輸出が同+7.3%と前期の+8.0%より鈍化。石油・ガス以外が+10.6%と前期の+8.5%より加速した一方、石油・ガスが▲14.4%と前期の+4.9%より反落した影響です。総輸入も同+14.1%と前期の+15.3%より鈍化。この結果、純輸出の寄与度は▲1.1%ptと前期の▲1.2%ptより下げ幅が縮小しました。

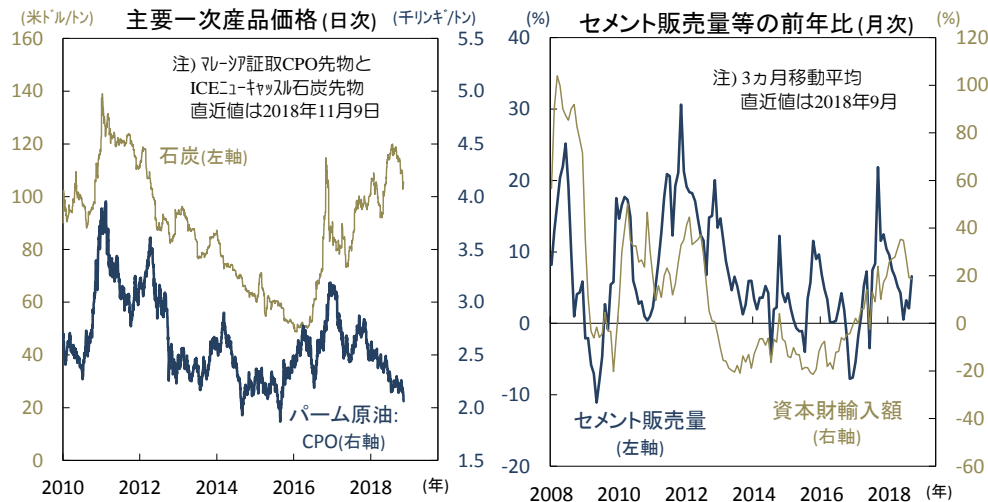
生産側では、前期に天候改善の影響で一時的に上振れた農林漁業が鈍化したものの、製造業、サービス部門、建設業など幅広い部門が加速しました(図2右)。農林漁業は同+3.6%と前期の+4.8%より鈍化。プランテーション作物が同+2.1%と前期の+4.7%より鈍化し、園芸作物と農作物も鈍化。前期の加速からの反動です。鉱業は同+2.7%と前期の+2.6%より加速。石油・ガスが同▲1.7%と前期の+0.9%より反落したものの、石炭等が同+5.9%と前期の▲2.5%より反発。石炭の国際価格が高位で推移する中で(図3左)、休鉱中の炭鉱の再稼働の動きが広がりました。製造業は同+4.3%と前期の+3.8%より加速。石油ガス精製が▲1.6%と前期の+0.2%より反落したものの、運輸機器が+5.4%と前期の+2.6%より加速し、卑金属も+8.1%と前期の+2.4%より加速しました。

## サービス部門では情報通信等多くの業種の生産が拡大

建設投資が伸びるとともにセメント販売量が増加しており(図3右)、鉄骨など建材の需要も伸びているとみられます。建設業は同+5.8%と前期の+5.7%よりやや加速。政府のインフラ投資等にけん引されました。サービス部門は同+6.1%と前期の+5.8%より加速しました。燃料費の高騰に悩む空運を含む運輸・倉庫が同+5.6%と前期の+8.7%より鈍化した一方、情報通信が同+9.0%と前期の+5.9%より大きく加速。4-6月期に携帯電話のSIMカードの個人情報登録が義務付けられ、新規登録に伴ってデータ・パッケージ契約が増加したことや、電子商取引関連の投資が加速したことが背景とみられます。政府の経常歳出の加速に伴って公共サービス等が+7.9%と前期の+7.3%より加速し、貸出の伸び等を受けて金融・保険も同+3.4%と前期の+3.0%より上昇。このほか、卸売・小売、不動産、教育、保健等、幅広い部門が加速しました。

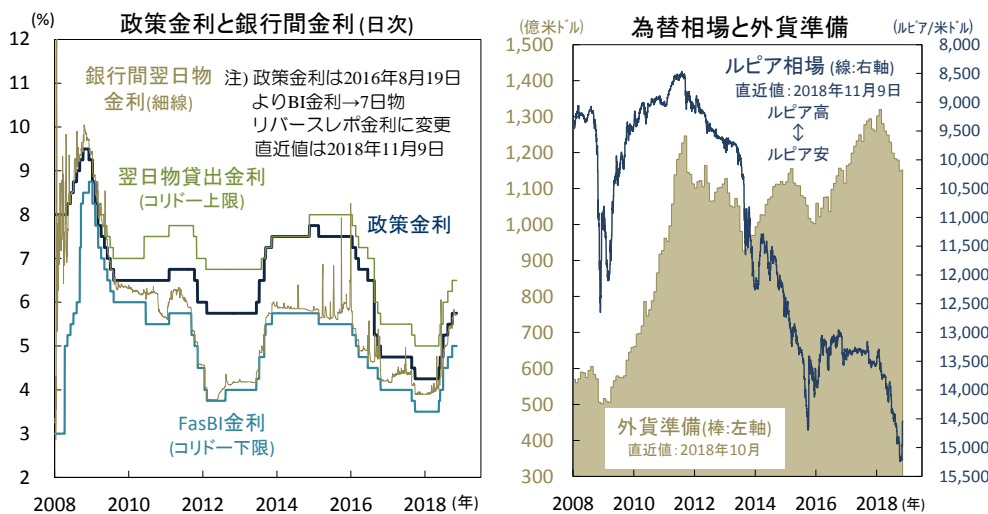
今後は、来年4月の大統領選挙と議会総選挙に向けて政党等による選挙関連支出が増え、短期的に家計消費を支えるでしょう。なお、政府は国際原油価格が高止まりルピア安が進行する中でも燃料の小売価格を据置しており、石油会社の損失が拡大中。上記の選挙後には燃料小売価格の引上げが行われ、家計消費の重しとなる見込みです。

## 【図3】堅調な石炭価格と軟調なパーム油価格(左)



出所) インドネシア・セメント協会、インドネシア中央統計局(BPS)、CEIC、Bloomberg

## 【図4】累計利上げ幅は1.5%ポイント(左)、足元でルピアは反発(右)



出所) インドネシア銀行(BI)、CEIC、Bloomberg

## ● 政府支出等にけん引され今年来年とも+5%台前半の成長が

7-9月期まで4期連続でプラス寄与となった在庫投資は、今後マイナスに転じ成長率を下押しするとみられます。加えて、政策金利は10月までに累計1.5%pt上昇(図4左)。銀行貸付金利も、今後緩やかに上昇するでしょう。足元の一次産品価格は、資本集約的な石炭やニッケルの価格が高止まる一方、労働集約的なパーム油や天然ゴムの価格は低迷(図3左)。一次産品価格全般が上昇していた2010-13年当時に比べ、現在は一次産品価格の上昇による家計部門への恩恵は限定的とみられます。

一方、政府支出は今後も景気を下支えるでしょう。過去数年間は政府歳入が低迷しており、財政赤字抑制目標の達成が危ぶまれる中で、政府が年度末の10-12月期にかけて歳出を抑制することが常態化。しかし、足元では石油・ガスや石炭価格の上昇とともに資源関連歳入の伸びが加速し、徴税率の改善とともに資源関連以外の税収も増加しています。税務当局は、2016-17年の租税特赦措置の際に富裕層の所得や資産を幅広く捕捉しており、同層からの徴税率が大きく改善。歳入の増加とともに、今後も政府歳出は堅調に伸びるとみられます(図1右)。今年通年の成長率は+5.2%と前年の+5.1%を小幅に上回り、来年も+5.2%前後と底堅く推移すると予想されます。

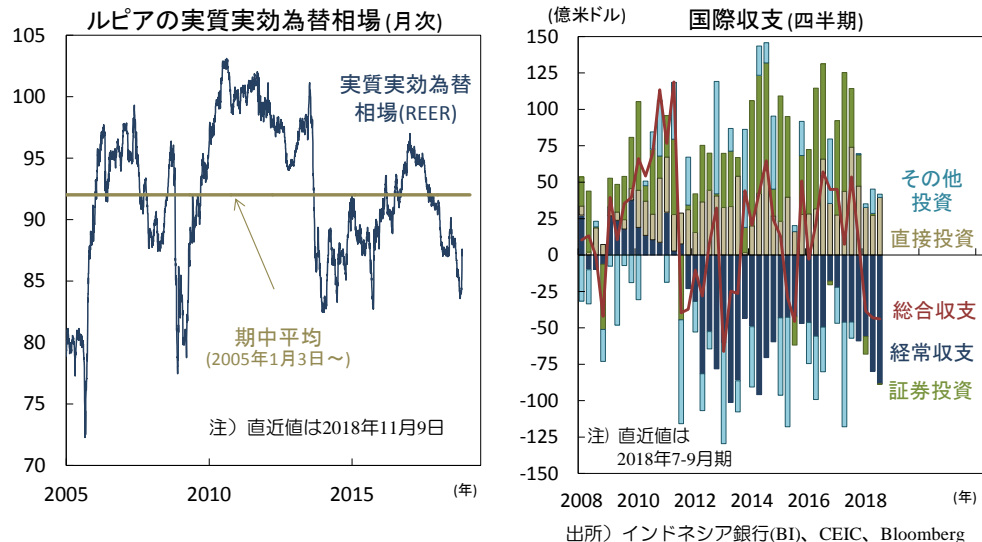
## ● 11月初より反発したルピアだが、今後の上値は重い見込み

通貨ルピアは年初より10月末にかけて対米ドルで▲10.8%と、主要アジア通貨ではインド(▲13.6%)に次ぐ下落率。その後、先週9日にかけて同+3.6%と主要アジア通貨最大の上昇率でした(図4右)。同期間には南アフリカやトルコの通貨も上昇。先進国の株価の変動性が増す中で、先進国株買い/自国通貨建て高金利新興国債券売りの持ち高が巻き戻されたとみられます。米長期金利上昇の一巡や原油価格の低下等に伴って、アジアの高金利国に資本が流入。ルピアの相対的な割安感(図5左)や、規制のあるインド等と比べ同国債への投資が容易な点も、資本流入を促した模様です。

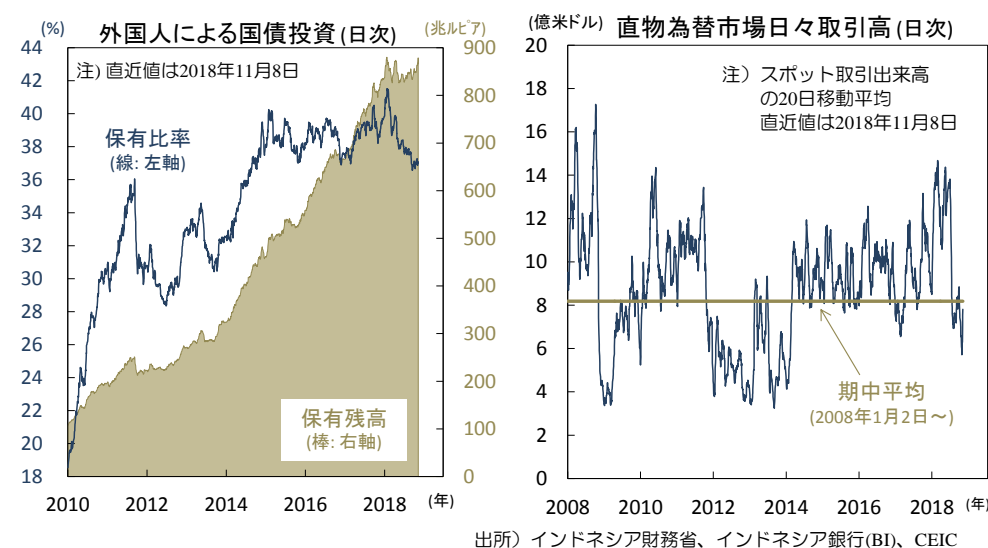
10月末までのルピア安は、経常赤字の拡大、一般的な新興国資産売り、外国人の国債保有額に比べ低水準の国内為替市場の流動性等が背景でした(図6)。BIはドル売り介入、断続利上げ、新しい為替ヘッジ手段(DNDF)の提供などを実施(注)。政府も輸入関税の引上げ、国産バイオ・ディーゼル使用義務の強化、新規インフラ投資の先送り等を通じて輸入の圧縮に取組みました。足元では高金利の新興国債券への資本流入が短期的にルピアを支えるものの、今後も米金融当局による資産圧縮と利上げが続く中、多額の経常赤字を抱える同国通貨の上値はやや重くなると予想されます。(入村)

注) アジア・マーケット・マンスリー2018年10月号を参照。

## 【図5】割高感のないルピア相場(左)、経常赤字は拡大基調(右)



## 【図6】外国人は多額の国債を保有(左)、為替市場取引高は低位(右)



### ・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のために三菱UFJ国際投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき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。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮しておりません。
- 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三菱UFJ国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・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。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号  
加入協会：一般社団法人投資信託協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会