

好調なインドネシア経済に潜む脆弱性

<要旨>

欧州債務問題に伴う混乱が一旦小康状態にある中、ASEAN やアジア NIEs といったアジア新興国の経済成長に注目が集まっている。なかでもインドネシアは需要全体に占める割合の高い個人消費が堅調で、経済の自律的成長への期待も大きい。

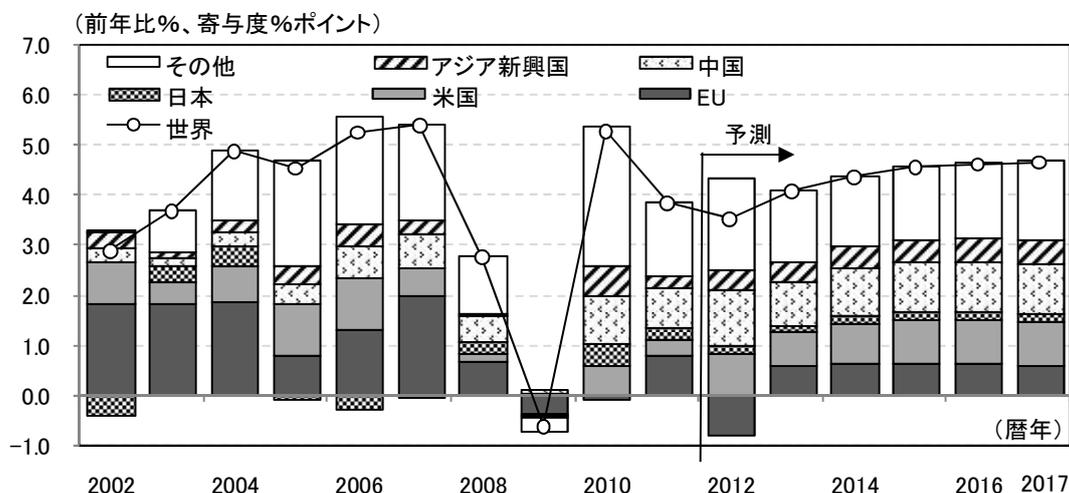
しかし、この個人消費も政府の燃料補助金による安い燃料価格に下支えされている面もあり、原油価格が高止まりすれば、補助金が削減され燃料価格が引き上げられる可能性が高まる。とりわけインドネシアにおける燃料価格の上昇は、消費者物価指数(CPI)を直接的間接的に押し上げる効果が大きく、個人消費の下押し圧力となろう。

また物価上昇が著しいと政策金利と貸出金利の上昇を通じて回復が続く国内資本による投資にも水を差す恐れがある。一方で国内投資の6~7割は海外資本を通じたものであり、消費を重視して燃料補助金の削減が見送られ、財政収支の悪化で将来の格下げリスクが高まった場合、海外資本による投資減少も招きかねない。こうしたリスクは現時点では顕在化するものではないが、資源国のインドネシアといえども原油及び石油製品等の消費量が生産量を上回っており、原油価格の変動に伴う脆弱性が潜んでいる。

1. 需要構造から見るインドネシア経済の強さ

欧州債務問題に伴う混乱が一旦小康状態にある中、焦点は各国地域における実体経済の成長力に集まっている。しかし欧米経済はデレバレッジによる調整が今後も続くことが予想され、高成長を続けてきた中国も経済成長率の目標を8%から7.5%に引き下げており、もはやリーマンショック以前のような高成長を期待することは難しい。このような中、新たな世界経済の原動力として注目されるのが、ASEAN やアジア NIEs などのアジア新興国であり、今月公表された IMF の経済見通しを見ても、世界の経済成長への寄与が徐々に大きくなりつつあることがみてとれる(図表1)。

図表1 世界成長率の寄与度(国・地域別)

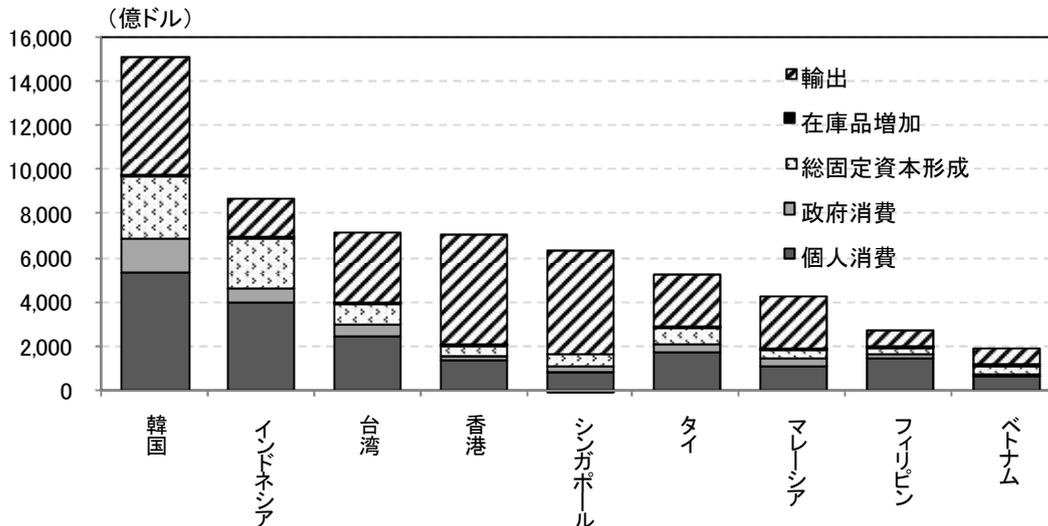


(注) 世界の実質GDP成長率に対し、各国地域の名目寄与率を用い作成。

(資料) IMF「World Economic Outlook, April 2012」より三井住友信託銀行調査部作成

ではこれらアジア新興国の経済成長を支える需要はどのように構成されているのだろうか。これを国別に見ると、香港やシンガポールでは需要に占める輸出割合が高いのに対し、インドネシアでは個人消費割合が高く、需要全体でみれば韓国の半分程度しかないにもかかわらず、個人消費だけで比較してみると韓国に肩を並べる規模を持つことが分かる(図表2)。

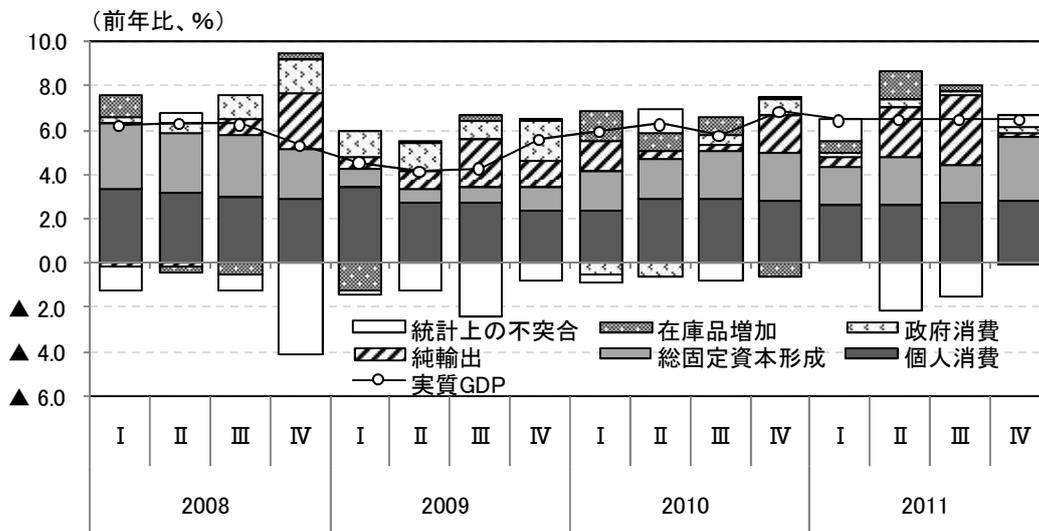
図表2 アジア新興国の総需要(支出別)



(資料)UNCTADデータベースより三井住友信託銀行調査部作成

この需要構造の違いによってインドネシアのように個人消費割合が高い国は、相対的に需要に占める輸出割合が低いため、輸出鈍化の影響が所得減少を通じて個人消費に波及しにくい構造にあると考えられる。事実、先のリーマンショックにおける世界需要急減の際も、インドネシアでは純輸出や総固定資本形成が減速する中、個人消費の落ち込みはほとんど見られず、インドネシア経済を下支えする効果を発揮していたことが分かる(図表3)。

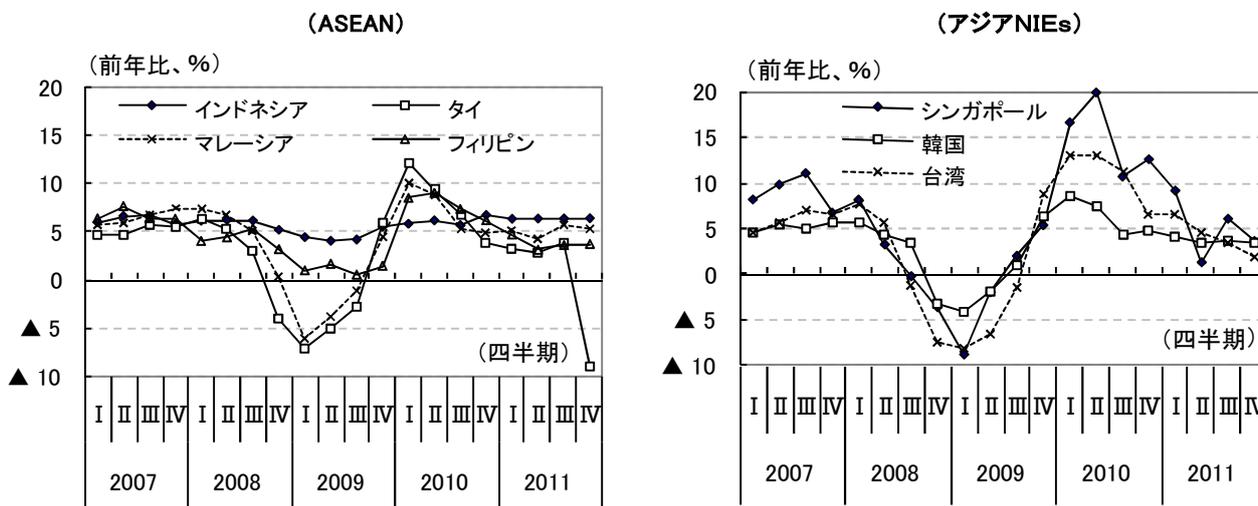
図表3 実質 GDP 伸び率(インドネシア、寄与度分解)



(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

この結果、2008年から2009年にかけて他のアジア新興国の実質GDPが軒並み前年比マイナスに陥る中、個人消費に支えられたインドネシアの実質GDPはプラス成長を維持してきた(図表4)。このことからインドネシア経済は個人消費割合の高い需要構造が強みとなり、世界景気に左右されることなく自律的成長を維持することが期待できるとい見方に繋がっている。

図表4 アジア新興国の実質 GDP 伸び率

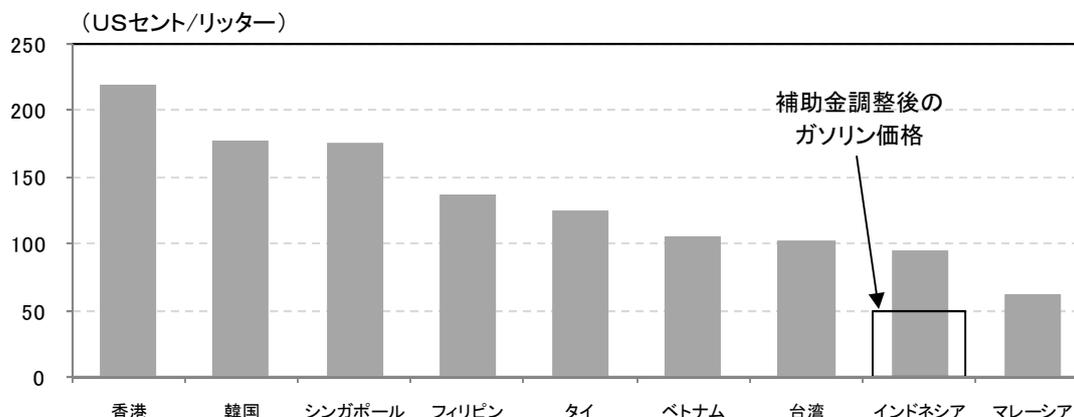


(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

2. 燃料価格がインドネシア個人消費に与える影響

ではこの堅調な個人消費を背景に、好調を維持するインドネシア経済に死角はないのだろうか。インドネシア個人消費を支える要因の一つに、燃料価格が政府補助金によって低く抑えられていることが挙げられる。インドネシアのガソリン価格は他のアジア新興国と比較しても、マレーシアに次いで低い水準にあり、補助金調整後のガソリン価格についてみればさらに低い価格に抑えられていることが分かる(図表5)。

図表5 ガソリン価格の国際比較(2012年2月)

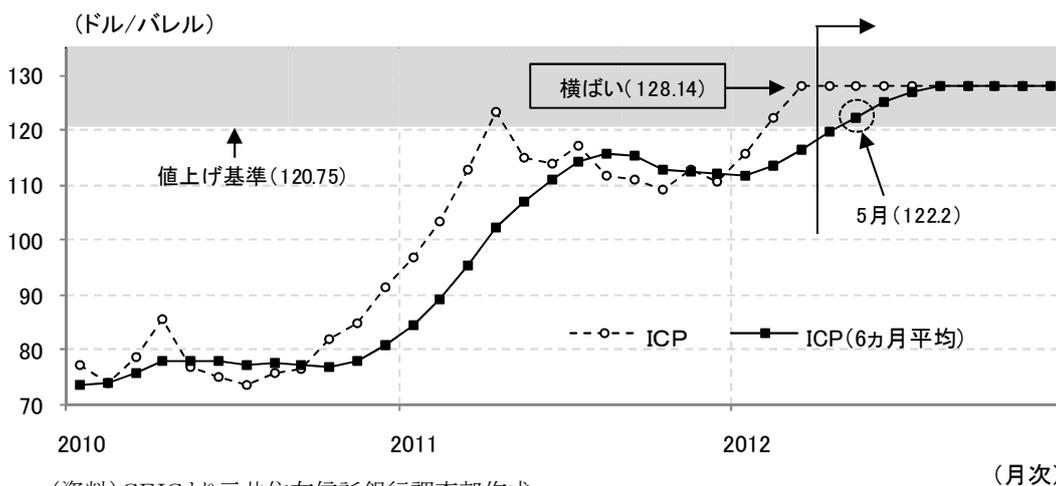


(注)各国とも現地通貨建てを2月末レートでドル建てに変換。台湾のみ1月のデータを使用。

(資料)AIT-FIA Information Centre (OTA)より三井住友信託銀行調査部作成

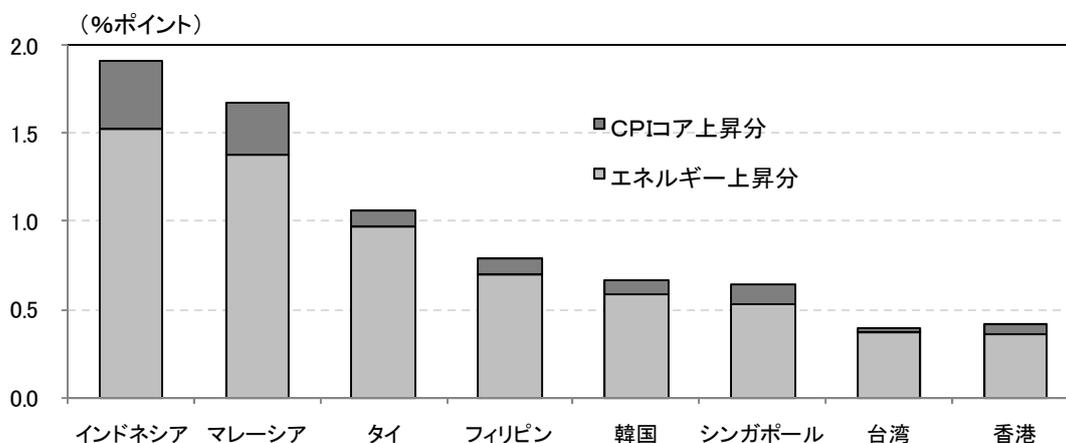
しかし、最近の原油価格高騰で政府の燃料補助金の負担額は増大しており、財政悪化の一因となっている。このためインドネシア議会は政府にインドネシア公式原油価格(ICP)の6ヶ月平均が、2012年度予算で定めた1バレル=105ドルを15%上回った場合(120.75ドル)に値上げを認める権限を付与している。足元3月のICPは128.14ドルと単月で値上げラインの120.75ドルを超えており、仮にこの水準が続くようであれば、ICPの6ヶ月平均価格は早くも5月に値上げラインを上回ることとなり、今後ICPの大幅な下落が見込めない限り、この値上げラインを突破する確率は高い(図表6)。

図表6 インドネシア産原油価格 (ICP)



このようにインドネシアにおける燃料価格の引き上げの可能性が高まる中、それが消費者物価指数(CPI)の上昇にどの程度影響をもたらすのであろうか。IMFの試算によると、インドネシアの消費者物価指数に占める燃料価格のウェイトはアジア新興国の中で最も高く、さらにその影響は、公共交通機関の運賃引き上げなどを通じて食品やエネルギーを除いたCPIコアへも波及しやすい。このため国内の燃料価格が10%上昇した場合、直接的間接的な影響によるCPIの上昇幅は約1.9%ポイントにも及び、インドネシアは燃料価格の上昇の影響を最も受けやすい国といえる(図表7)。

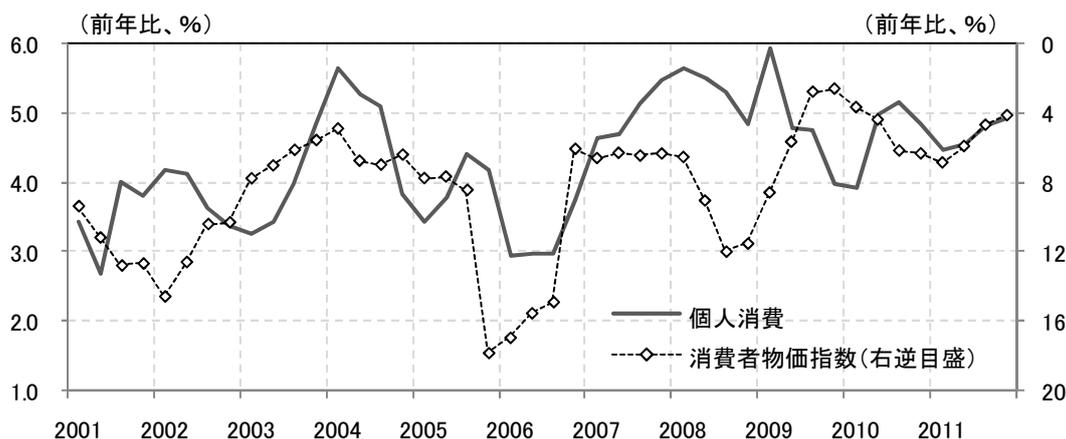
図表7 国内エネルギー価格が10%上昇した場合のCPI上昇幅



(資料)IMF「Regional Economic Outlook」より三井住友信託銀行調査部試算

この燃料価格の値上がりによる消費者物価指数の上昇は、個人消費の下押し圧力に繋がる。過去、インドネシアの個人消費と消費者物価指数の前年比は概ね逆の動きをしており、消費者物価指数が上昇すれば個人消費は落ち込み、消費者物価指数が下落すれば個人消費が押し上げられる関係にある(図表8)。足元では消費者物価指数の前年比は4%程度と低く、個人消費の好調を支えているが、今後消費者物価指数が上昇すれば一転個人消費の減速を招く恐れもある。

図表8 個人消費と消費者物価指数の関係

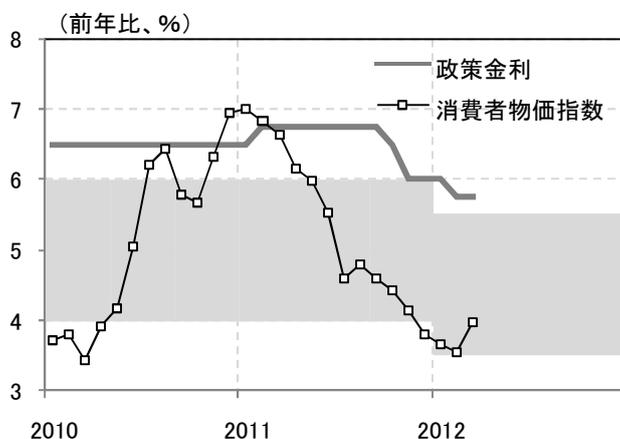


(資料)CEICより三井住友信託銀行調査部作成

3. 消費者物価指数がインドネシア投資に与える影響

ここまで政府補助金の削減による燃料価格の上昇が、消費者物価指数を押し上げそれが個人消費の下押し圧力となることをみてきた。しかし消費者物価指数がさらに上昇すれば、政府のインフレ目標の上限である5.5%を超え、政策金利の引き上げという新たなリスクも出てくる(図表9)。足元では消費者物価指数はインフレ目標の下限に近い4%付近で推移しているものの、図表7で示したように燃料価格の上昇によって仮に国内エネルギー価格が10%上昇すれば、CPIは1.9%ポイント押し上げられ6%近くまで達し、インフレ目標の上限5.5%を上回ることになる。

図表9 消費者物価指数と政策金利



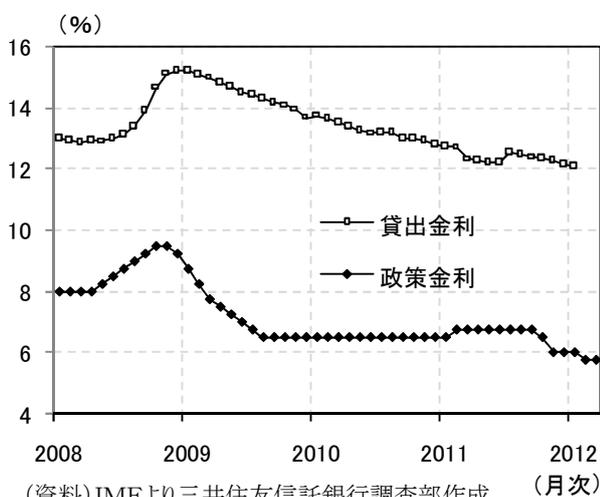
(注) グレー部分は、インフレ目標の範囲を示す。

(資料)CEIC, Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

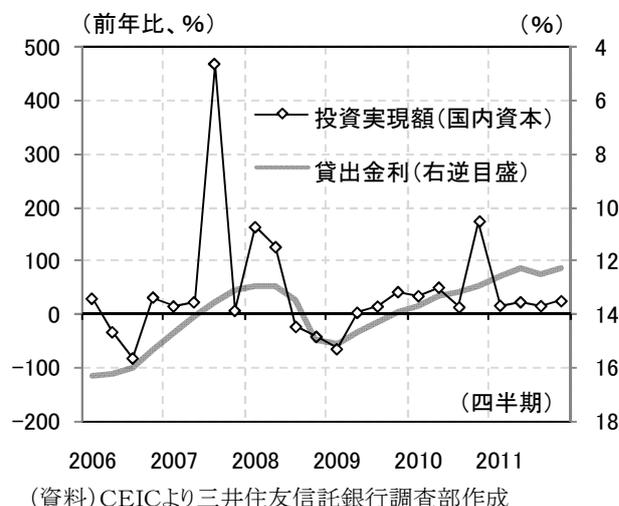
またインドネシア中央銀行の見通しによると、政府による燃料価格の引き上げが行われなければ2012年末のインフレ率が4.4%になるのに対し、燃料価格の引き上げが行われれば7.1%まで上昇する可能性があるとして指摘されており、ここからも燃料価格の引き上げがインフレ目標の上限5.5%を突破する可能性は極めて高く、政策金利引き上げが現実味を帯びてくる。

この政策金利引き上げの影響は、貸出金利の上昇を通して企業の投資にも影響を与えかねない。インドネシア中央銀行が2009年以降政策金利を引き下げに転換して以降、貸出金利も徐々に低下を続け、足元ではリーマンショック以前を下回る水準にまで低下している(図表10)。この貸出金利の低下は投資にプラスの効果をもたらしており、投資全体の3~4割を占める国内資本による投資の促進に貢献してきただけに、政策金利の引き上げが国内資本による投資に水を差すことにもなりかねない(図表11)。

図表10 貸出金利と政策金利

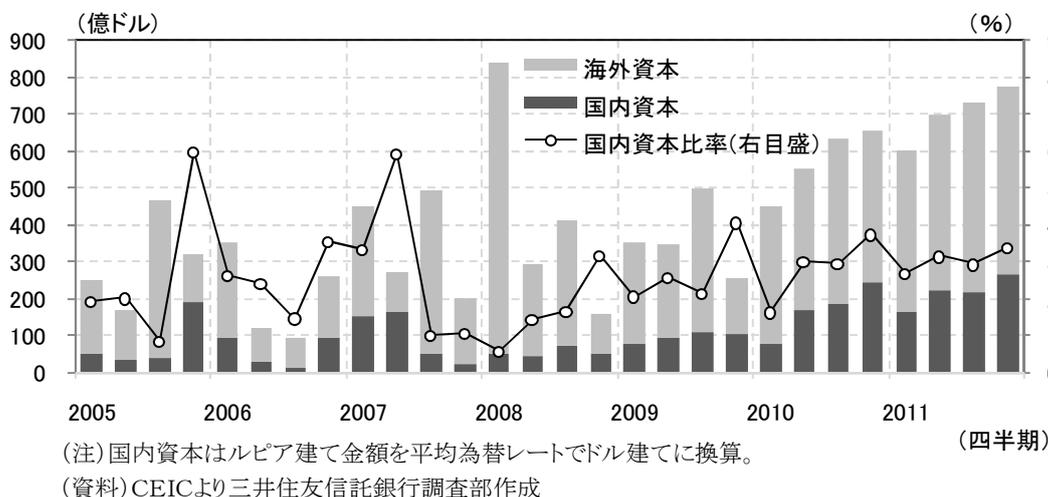


図表11 投資実現額(国内資本)と貸出金利



もともと今後原油価格が上昇する中でも政府の燃料補助金削減が行われなければ、燃料価格は据え置かれ消費者物価指数(CPI)にも影響を及ぼさないだろう。しかしその一方で政府の燃料補助金は増加し財政収支の悪化に繋がるため、これが中長期的な格下げリスクに発展すれば、投資全体の6~7割を占める海外資本による投資に影響を与えることが考えられる(図表12)。

図表12 投資実現額と国内資本比率

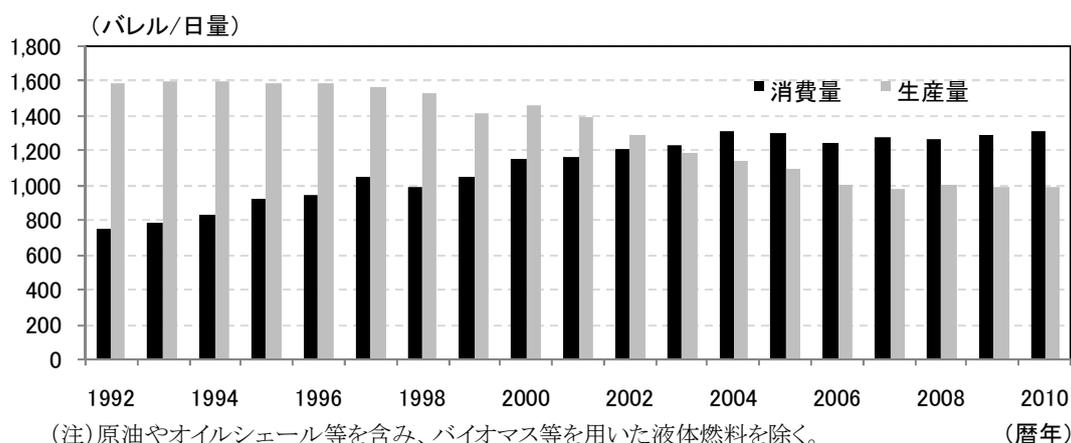


4. 原油価格の動向に左右される資源国インドネシア

以上見てきたように、今後の世界経済成長の原動力として期待されるアジア新興国の中で、とりわけインドネシア経済は需要に占める個人消費の割合が高く、自立的成長の期待が高まる。事実、リーマンショックによる世界的な需要急減の際にも個人消費の落ち込みはほとんど見られずインドネシア経済の下支え役となった。

しかしこの一見好調に見えるインドネシア個人消費も原油価格の上昇には脆弱であり、原油価格が今後も高止まりするようであれば政府の燃料補助金の削減、燃料価格の上昇、消費者物価指数の上昇という波及経路を通して個人消費の下押し圧力となる恐れもある。また消費者物価指数がより上昇すれば、政府のインフレ目標の上限を突破し利上げにも繋がりがねず、貸出金利の上昇を通じて回復途上にあつた国内資本による投資の足かせにもなりかねない。逆に原油価格上昇のもとでも、補助金削減がなされず燃料価格の値上げが見送られたとしても、財政収支の悪化を通して格下げが視野に入れば投資全体の6～7割を占める海外資本による投資に影響を及ぼすことにもなる。資源国のインドネシアといえども、2000年代半ばから原油及び石油製品等の消費量は生産量を上回っており、原油価格の変動による脆弱性が潜んでいるといえる(図表13)。

図表13 原油及び石油製品等の消費量、生産量



(経済調査チーム 鹿庭 雄介 : Kaniwa_Yuusuke@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。