

2012年10月2日  
No.2013-029

## インドネシアが通貨危機に陥る可能性は極めて低い —財政収支と経常収支からみた経済見通し—

調査部 主任研究員 三浦有史

### 《要 点》

- ◆ 米国の量的緩和（QE3）縮小のシナリオが現実味を帯びてきたことで、新興国は軒並み通貨安、株安、債券安の「トリプル安」に見舞われている。本稿では、インドネシアの財政および経常収支の赤字に焦点をあて、同国がどのような成長軌道をたどるのかについて検討する。
- ◆ IMFは、2013年のインドネシアの経済成長率見通しを6.3%から5.25%へと大幅に引き下げた。インドネシア政府と中央銀行も相次いで下方修正を行い、2013年の成長率は4年ぶりに6%を下回る見込みである。
- ◆ インドネシアは、新興国のなかでは内需主導の安定的な経済成長を続ける優等生であったが、資本流出による通貨安、株安、債券安の「トリプル安」が顕著となっている。この背景には財政および経常収支の赤字縮小への道筋が見えないことがある。
- ◆ 経常収支の赤字が拡大した背景には貿易黒字の大幅な減少がある。主要財別貿易収支をみると、①中国とインドの景気減速によるパーム油、ゴム、石炭の輸出減退、②石油製品と原油の輸入増加が黒字減少の主因となっている。国・地域別の貿易収支では、対中貿易が赤字の拡大を招来する要因となっている。
- ◆ 外貨準備残高の減少や短期資本の流入増加など、先行き懸念が高まっているものの、エネルギー補助金の削減により、財政赤字の拡大に歯止めがかかると同時に経常収支赤字も緩やかに縮小すると見込まれることから、インドネシアが再び通貨危機に陥る可能性は極めて低い。予想を上回るルピア安が進行した場合、中央銀行は政策金利を引き上げで対抗すると思われる。
- ◆ しかし、政策金利の引き上げは個人消費を下押しすることから、2013年後半の成長率は5%前半まで低下すると思われる。インドネシアは当面「国際収支の天井」という制約から逃れることができないため、2014年以降も5%台の成長を余儀なくされることとなろう。

本件に関するご照会は、調査部・主任研究員・三浦有史宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-2459

Mail: hiraiwa.yuji@jri.co.jp

はじめに

米国の量的緩和（QE3）縮小のシナリオが現実味を帯びてきたことで、新興国は軒並み通貨安、株安、債券安の「トリプル安」に見舞われている。インドネシアも例外ではない。「双子の赤字」（財政および経常収支の赤字）解消に向けた決定打が見当たらないなか、先行きに対する不安は高まる一方である。8月末以降、国際通貨基金（IMF）だけでなく、政府や中央銀行も相次いで2013年および2014年の成長率見通しを下方修正した。本稿ではインドネシア経済はどのような成長軌道をたどるのかについて検討する。

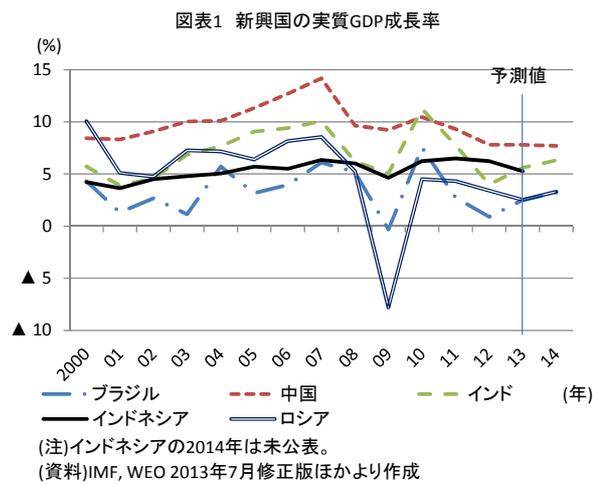
## 1. インドネシアの「トリプル安」をどう位置付けるか

### (1) 新興国の成長率比較

IMFは、8月末、外需と投資の鈍化が見込まれるとして、2013年のインドネシアの経済成長率見通しをそれまでの6.3%から5.25%へと大幅に引き下げた(図表1)。2014年については具体的な数値に言及していないものの、総選挙(4月)と大統領選挙(7月)により個人消費が上向くことなどから、回復が見込まれるとしている。

国内でも成長率の下方修正が相次いでいる。ラジャサ経済調整担当相は、9月中旬、2013年の成長率について、政府が予算の前提とした6.3%の実現は難しく、5.9%とみるのが現実的との見方を示した。一方、中央銀行は、9月中旬に開催された政策決定会合で、5.8~5.9%としていた2013年の成長率見通しを5.5~5.9%に引き下げた。2013年の成長率は4年ぶりに6%を下回る見込みである。

インドネシアはこれまで主要新興国のなかで内需主導の安定的な経済成長を続ける優等生であった。リーマンショックを受け、多くの国が大規模な景気刺激策を導入し、財政赤字の拡大を招来する事態に陥ったが、インドネシアはそうした問題とは無縁であった。また、民主化が進むとともに政治的な安定性も高まった。こうしたことから、2012年末には格付け機関のフィッチが長期債務格付けを、また、2013年1月にはムーディーズが外貨建ておよび自国通貨建て長期債務格付けを投資適格級に引き上げた。



図表2 日本企業の中期的有望事業展開先

		(得票率、%)								
	2008年度		2009年度		2010年度		2011年度		2012年度	
1位	中国	63.1	中国	73.5	中国	77.3	中国	72.8	中国	62.1
2位	インド	57.5	インド	57.9	インド	60.5	インド	58.6	インド	56.4
3位	ベトナム	32.3	ベトナム	31.0	ベトナム	32.2	タイ	32.5	インドネシア	41.8
4位	ロシア	27.6	タイ	22.9	タイ	26.2	ベトナム	31.4	タイ	32.1
5位	タイ	26.5	ロシア	21.5	ブラジル	24.6	ブラジル/インドネシア	28.6	ベトナム	31.7
6位	ブラジル	19.3	ブラジル	19.8	インドネシア	20.7	ネシア	28.6	メキシコ	25.7
7位	米国	16.6	米国	13.5	ロシア	14.5	ロシア	12.4	ロシア	14.0
8位	インドネシア	8.7	インドネシア	10.8	米国	11.2	米国	9.9	米国	12.5
9位	韓国	5.7	韓国	6.5	韓国	5.8	韓国	7.7	ミャンマー	10.3
10位	台湾	4.7	マレーシア	5.4	マレーシア/台	5.6	マレーシア	6.9	マレーシア	9.9

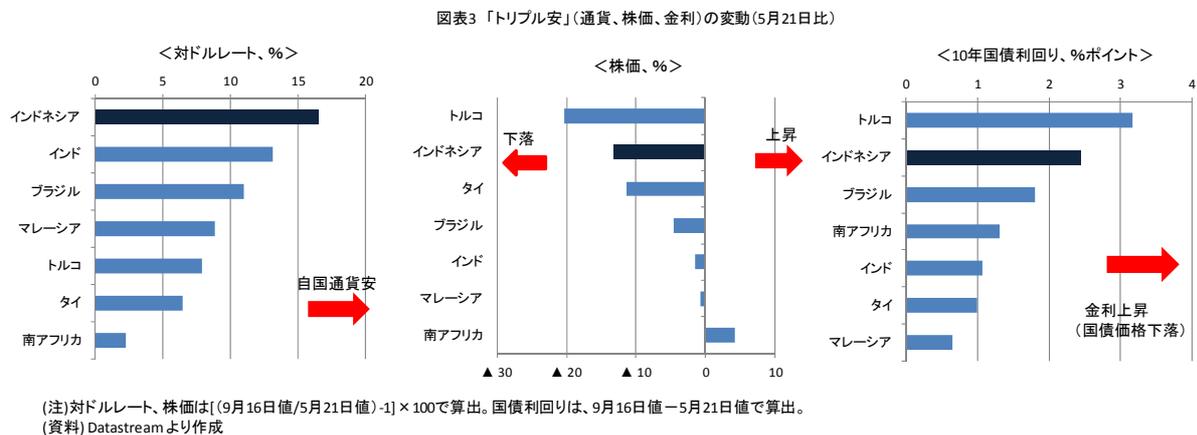
(注)海外現地法人を3社以上有するわが国製造業企業へのアンケート調査(回答数は約500社)。

(資料)JBIC「わが国製造業企業の海外事業展開に関する調査報告2012年度」

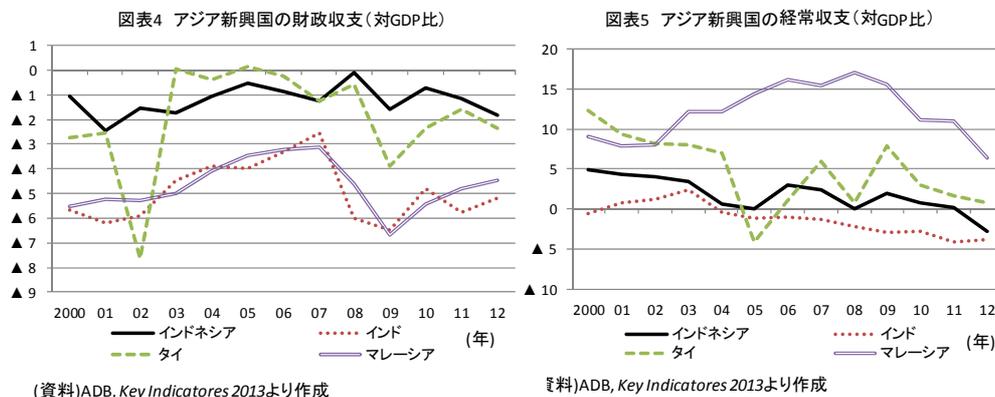
わが国でも、東南アジア最大の 2.4 億人の人口を擁する消費市場として、インドネシアの潜在性が高く評価されるようになってきている(図表 2)。国際協力銀行の「わが国製造業企業の海外事業展開に関する調査報告」によれば、インドネシアは中国（得票率 62.1%）、インド（56.4%）に次ぐ「中期的（3 年程度）事業有望展開先」として位置付けられている（国際協力銀行[2012]）。

(2) 「トリプル安」の国際比較

バーナンキ米連邦準備制度理事会（FRB）議長が QE3 の縮小について言及した 5 月 22 日以降、新興国では資本流出に伴う「トリプル安」が進んだ。新興国の財政および経常収支に改めて厳しい目が向けられるようになったためである。為替市場に対する介入の頻度や規模、株式市場をけん引する企業の業績予想、国債の外国人保有率など、国および市場の個別事情が作用するため、市場の様相は必ずしも一様ではないが、インドネシアは「トリプル安」が顕著に表れた国のひとつといえる（図表 3）。

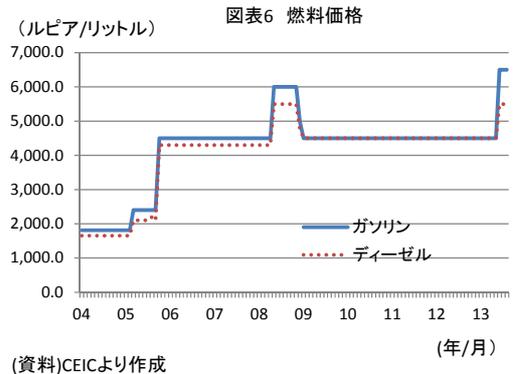


しかし、周辺のアジア新興国と比較する限り、インドネシアの財政および経常収支赤字が突出しているとはいえない（図表 4,5）。にもかかわらず、「トリプル安」が進行する背景には、「双子の赤字」解消の道筋が見えにくいことがあると思われる。



(3) 決定打欠く「双子の赤字」問題

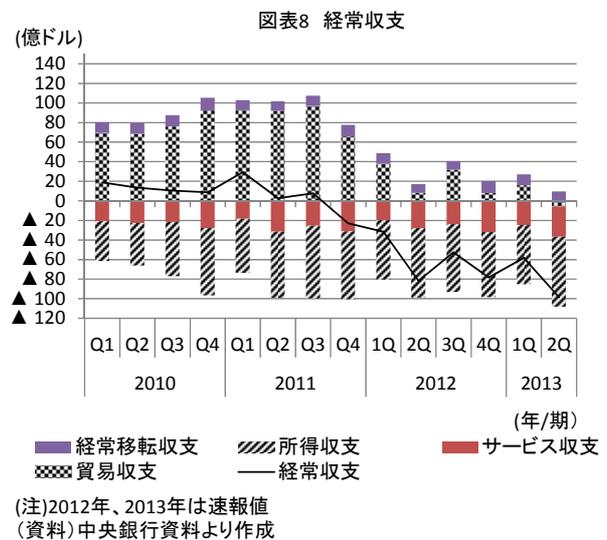
政府は、6月、補助金の削減による燃料価格の引き上げに踏み切った。これにより、ガソリンはリッター当たり+44.0%の6,500ルピア、ディーゼルオイルは+22.0%の5,500ルピアとなった(図表6)。ユドヨノ政権はこれまでも燃料価格の引き上げを試みたが、連立与党内の足並みの乱れから議会の承認を得るには至らなかった。今回の引き上げが承認された背景には、財政赤字削減に向けた取り組みに対する評価が厳しさを増すなかで米国からQE3縮小シナリオが示され、ルピア防衛に対する危機意識が高まったことがある。



エネルギー補助金の削減は財政赤字拡大に対する市場の懸念を払しょくする役割を果たした。8月に国会に提出された2104年度予算案では、エネルギー補助金の削減により、2013年にGDP比2.4%に膨らんだ財政赤字が同1.5%に縮小するというシナリオが示された(図表7)。しかし、同予算案は、実質GDP成長率が6.4%、インフレ率が4.5%、為替レートが1ドル=9,750ルピア、原油価格が1バレル=106ドルという前提条件のもとで作成された。成長率や為替レートは前提が甘すぎるとの批判が高まり、かえって1.5%という財政赤字見通しに対する信頼が損なわれることとなった。



経常収支は7四半期連続の赤字となった(図表8)。インドネシアは、変動相場制を採用しているものの、通貨の安定を重視した政策運営を行うなか、事実上、経済成長に伴う輸入の増加により外貨準備が減少し、引き締め策の採用を余儀なくされる「国際収支の天井」の問題に直面している。財政赤字はエネルギー補助金の削減という解決策が明白な問題であるのに対し、経常収支赤字の趨勢的な拡大はインドネシアが初めて経験する問題である。問題に対する対応の遅れが市場の懸念を高めた側面がある。

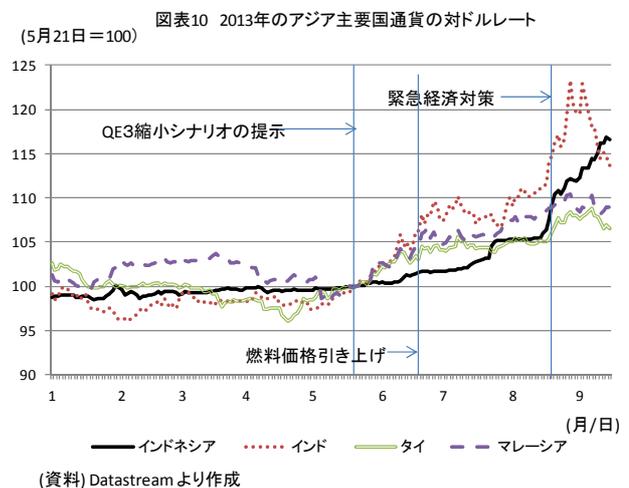
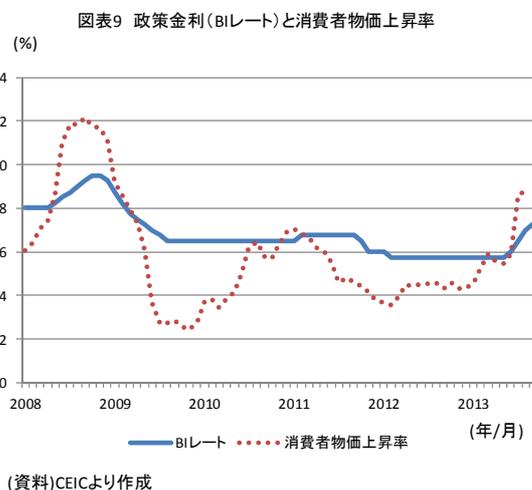


経常収支が赤字に転じた背景には貿易黒字の縮小がある。次節でその詳細を紹介するが、インドネシアでは、近年、原油と石油製品の輸入が増加する一方で、国際価格の下落によって石炭やパーム油などの主力輸出品の輸出が減少している。前者はインドネシアがエネルギーの純輸入国に転じた結果であり、後者は輸出先である中国とインドの景気減速を受けたものといえる。状況を打開する政策が見当たらないことから、当面貿易収支が

改善する見込みはない。

中央銀行は6月から4カ月連続で政策金利（BIレート）を引き上げた（図表9）。引き上げは、当初、エネルギー価格引き上げに伴う物価上昇への対応を主眼としていたが、4～6月期の経常収支が事前の予想を上回る大幅な赤字となったことで、ルピア安に拍車がかかるといった問題が顕在化したため、後半はルピア防衛が強く意識されるようになった。

政策金利の引き上げは景気の下押し圧力となる。また、為替介入によるルピア防衛にも限界がある。このため、政府と中央銀行は、8月下旬、①貿易収支の改善（労働集約的輸出産業に対する減税、バイオ燃料の利用による燃料輸入の削減、ぜいたく品の関税引き上げ、鉱物資源の輸出拡大など）②外国直接投資の促進（優遇税制の拡大や出資規制の緩和など）、③流動性の向上（短期ドル建て預金の拡充や輸出業者による外貨購入手続きの規制緩和など）を柱とする緊急経済対策を発表した。しかし、いずれも即効性がないことから市場の反応は鈍く、発表後もルピア安に歯止めがつかっていない（図表10）。



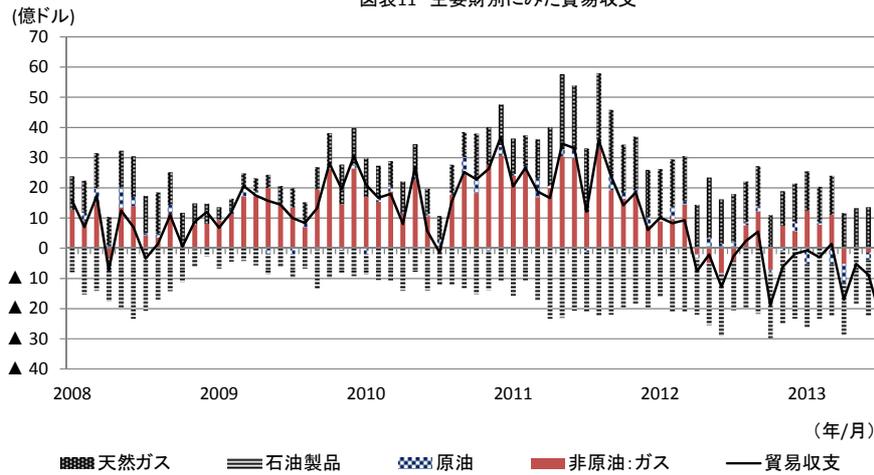
## 2. 経常収支赤字は縮小するか

### (1) 貿易収支赤字が定着—主要財別貿易収支

貿易収支は2013年4～6月期に赤字に転じた。7月の貿易収支は23億ドルの赤字となり、過去最高を記録した。9月2日にこのことが発表されると同時にルピア安が進むなど、ルピアはかつてなく貿易収支に敏感に反応するようになっている。こうした貿易収支の変化は何によってもたらされているのか。赤字は今後さらに拡大するのか。インドネシア経済の先行きを展望するにあたっては、これらの問題を慎重に精査する必要がある。

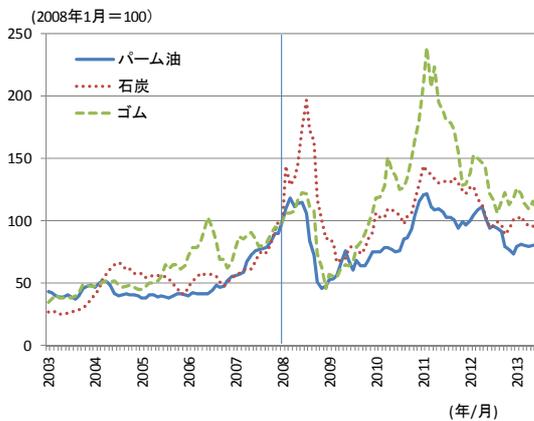
主要財別の貿易収支をみると、2012年からの非原油・ガスの黒字縮小が貿易赤字拡大の要因となっていることがわかる（図表11）。非原油・ガスの黒字縮小はパーム油、ゴム、石炭の国際価格の下落を受けたものである。3品目の国際価格は2011年年初をピークに大幅に下落した（図表12）。この3品目だけで2011年の非原油・ガス輸出の33.7%を占めるようになったことから（図表13）、3品目の価格下落によって非原油・ガス輸出は低迷を余儀なくされることとなった。

図表11 主要財別にみた貿易収支



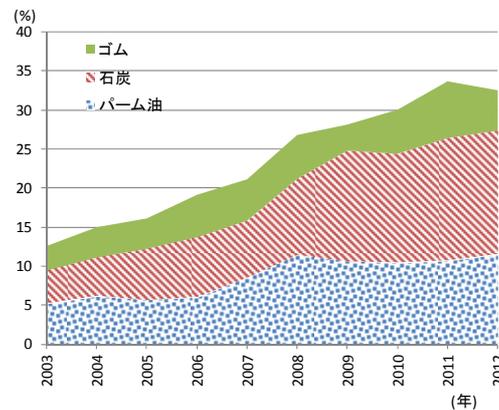
(資料)CEICより作成

図表12 パーム油、石炭、ゴムの国際価格



(資料)世界銀行資料より作成

図表13 非原油・ガス輸出に占めるパーム油、石炭、ゴムの割合

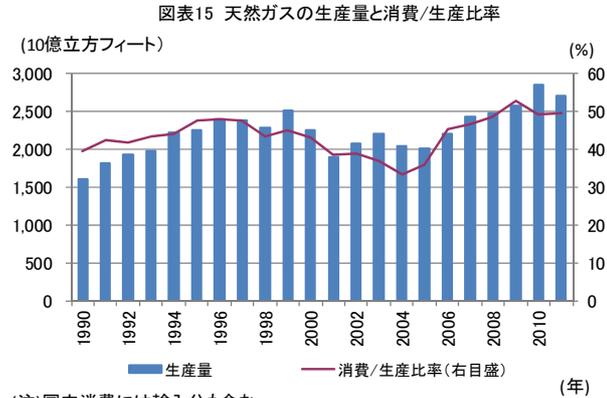
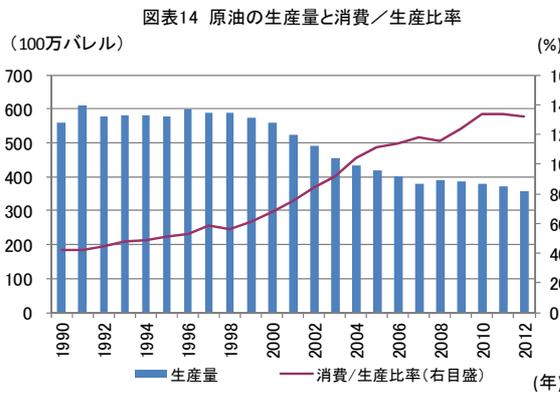


(資料)UN, Comtrade ほかに作成

この3品目においてインドネシアは世界有数の輸出規模を誇る。一方、中国とインドが世界輸入に占める割合は非常に高い。この結果、インドネシアの非原油・ガス貿易には両国の景気が色濃く投影されるようになった。例えば、インドネシアは世界最大のパーム油の輸出国であり、2012年の世界輸出の47.0%を占める。一方、パーム油の世界最大の輸入国はインドで2012年の世界輸入の23.1%を占める。中国(19.0%)はインドに次ぐ規模で、両国で世界輸入の42.1%を占める。インドネシアのパーム油輸出は中国およびインドの景気によって大きく左右されるのである。

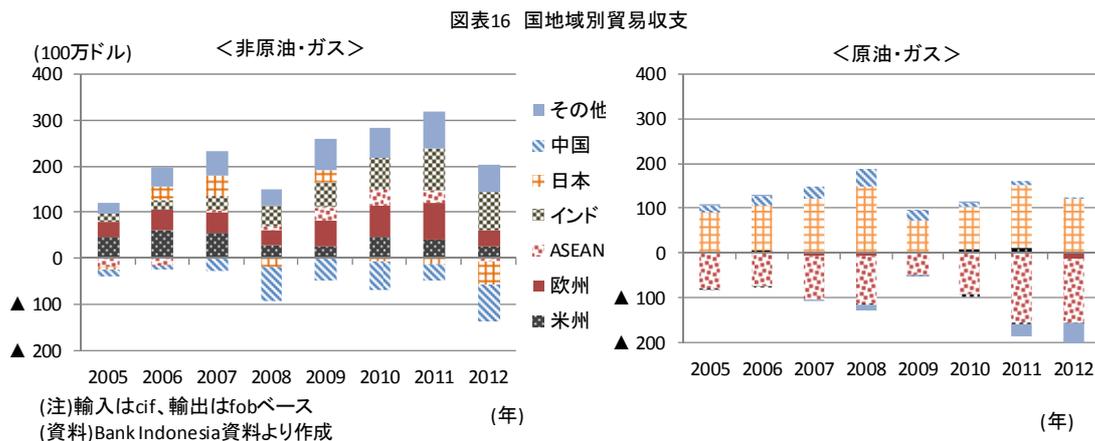
程度の差はあるものの、同様のことは石炭とゴムについてもいえる。インドネシアはオーストラリア(41.8%)に次ぐ世界第二位の石炭輸出国で、全体の23.8%を占める。世界最大の輸入国は日本で、2012年の世界輸入の31.1%を占め、中国はこれに次ぐ27.1%を占める。インドは韓国(17.0%)に次ぐ16.2%を占め、世界第4位となっている。また、インドネシアは、ナイジェリア(31.4%)、タイ(27.3%)に次ぐ世界三位のゴム輸出国で、2012年の世界輸出の24.6%を占める。世界最大の輸入国は中国で、同年の世界輸入の25.5%を占める。インドの割合はまだ小さく、米国(13.3%)、日本(9.4%)、マレーシア(9.4%)、韓国(5.1%)、ドイツ(3.4%)に次ぐ7位で、全体の3.6%を占める。

貿易収支の赤字拡大のもうひとつの要因としてエネルギー貿易の構造的変化を挙げることができる。インドネシアは経済発展に伴いエネルギー消費量が急速に増大している。前出の図表 11 でみたように石油製品の輸入超過は貿易収支赤字を拡大させる最大の要因である。原油についても、2004年に消費量が生産量を上回り、輸入依存度が上昇している（図表 14）。ガスは輸出にまわす余力があるものの、やはり 2003 年から国内消費に充てる量が増加している（図表 15）。こうしたエネルギー貿易の構造は新たな油田やガス田が開発されない限り、大きく変化することはない。



## (2)対中貿易赤字の拡大ー主要国・地域別貿易収支

主要国・地域別の貿易収支をみると、貿易収支をめぐる別の問題が見えてくる。図表 16 は主要国・地域別の貿易収支を非原油・ガスと原油・ガスに分けてみたものである。まず、非原油・ガスの国・地域別の貿易収支をみると、インドネシアは他のアジア諸国のように欧米向け輸出によって貿易黒字のほとんどを計上する構造ではないため、仮に非原油・ガスにおける対欧米貿易の黒字が 2011 年の水準に回復したとしても、それによる貿易収支改善の効果は小さい。

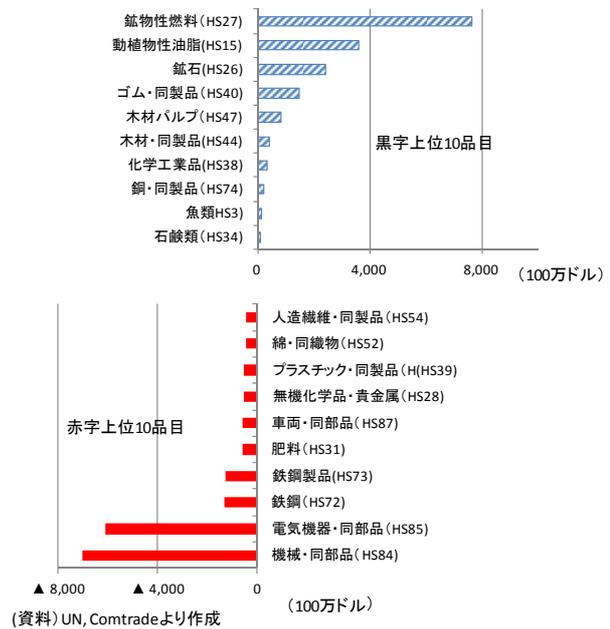


その他の国・地域に目を向けると、貿易収支の赤字拡大が避けられそうにないことがわかる。例えば、非石油・ガスで大幅な黒字を計上してきた対インド貿易は同国の成長鈍化に伴い今後低迷を

強いられることとなろう。また、原油・ガスで赤字を計上している対 ASEAN 貿易はシンガポールからの石油製品の輸入増加によるものであり、赤字はさらに拡大すると見込まれる。その一方、最大の黒字を計上している対日貿易は、日本が2017年に米国、2019年にカナダからシェールガス輸入を開始することから、黒字は次第に縮小に向かうと予想される。

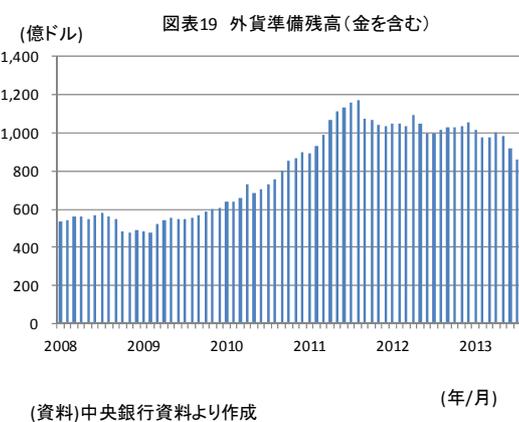
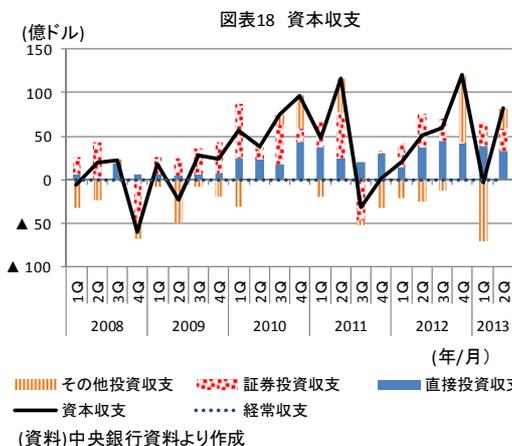
今後の貿易収支に最も深刻な影響を与えるのは対中貿易である。インドネシアの対中貿易を品目別にみると、電気機器・同部品と機械・同部品の赤字によって、石炭、パーム油の黒字が減殺されている（図表17）。対中貿易は資源や一次産品を輸出する一方、工業製品を輸入する垂直的な貿易構造にあり、インドネシアの製造業の競争力が弱いことを示している。インドネシアの競争力が短期間のうちに中国を上回することは期待できないため、対中貿易は引き続き赤字を拡大させる要因として作用することになる。

図表17 2012年のインドネシアの品目別対中貿易収支(HS2桁ベース)



(3)短期資本の流入により高まる脆弱性

国際収支はすべての項目を合計すると必ず均衡する。つまり、経常収支+資本収支+外貨準備増減+誤差脱漏=0となるため、誤差脱漏を無視すると、経常収支+資本収支=-（外貨準備増減）となる。経常収支赤字を大幅に上回る資本収支黒字を計上していれば、通貨危機が発生するリスクは少ないが、資本収支黒字が減少している場合は外貨準備残高が減少していることを意味し、危機のリスクは高まる。また、資本収支の黒字であってもそれが証券投資などの短期資本の流入によるものである場合、直接投資など長期資本の流入による黒字よりも外的なショックに脆弱である。



インドネシアは、2011年4～6月期まで経常収支と資本収支の双方において黒字を計上し、外貨準備残高が順調に増加していた（図表18、19）。しかし、同年7～9月期から経常収支赤字が拡大する一方、資本収支黒字はそれを下回る規模で推移するようになった。この結果、外貨準備残高は2011年8月の1,172億ドルから減少に転じ、2013年7月には895億ドルとなった。また、資本収支の黒字に対する短期資本、つまり、証券投資およびその他投資（海外の金融機関等からの借り入れ）の寄与が高まっている。いずれも外的なショックに脆弱になっていることを物語る。

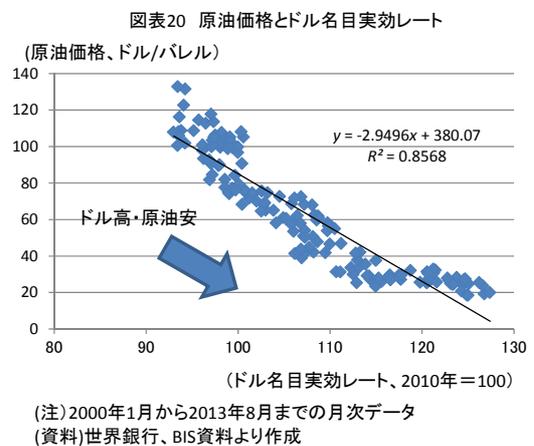
### 3. 展望 ー再び通貨危機に陥るか

2011年後半から経常収支赤字の趨勢的な拡大により外貨準備残高の減少が顕在化したことを受け、メディアのなかにはインドネシアが再び通貨危機に陥るのではないかと指摘する見方が出始めた。しかし、2013年8月の外貨準備残高は930億ドルで、輸入の6.2カ月分に相当し、危機的な水準にあるとは言えない。メディアではほとんど議論されていないが、エネルギー補助金の削減の効果を評価すれば、財政赤字の拡大に歯止めがかかると同時に経常収支赤字も緩やかに縮小すると見込まれることから、インドネシアが通貨危機に陥る可能性は極めて低いといえよう。

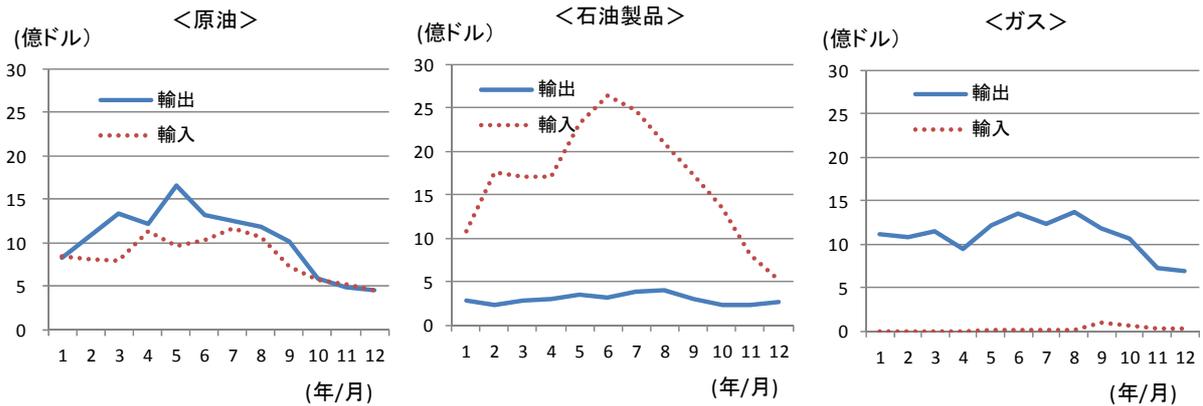
まず、財政赤字についてみてみよう。政府は、9月に入りGDP比1.5%とした2014年当初予算の財政赤字を同2.0%に修正した。予算案の提出から時間をおかずに修正を行ったことは、政府が財政赤字削減に対して柔軟に対応する能力を有していることを示す。また、実質GDP成長率を6.4%から6.0%へ、為替レートを1ドル=9,750ルピアから10,500ルピアへ引き下げるなど、より現実的な前提のもとで修正を行ったことも高く評価できる。

こうした前提の妥当性については議論の余地がある。6%という成長率は依然として高く、為替はさらなる減価を見込んでおく必要がある。しかし、次に指摘する予算の前提に含まれない要素を加味すると、財政赤字がGDP比2%を上回る規模に拡大する可能性は低いと思われる。ひとつは原油価格である。ドルと原油価格の間には負の相関がある（図表20）。QE3の縮小によってドル高が進めば、原油価格は1バレル=108ドルという予算の前提を下回る可能性が高い。もうひとつは税収の増加である。バスリ財務相は、9月、固定資産税の導入や徴税強化などにより赤字を2%以下に抑制することができるという見方を示した。

一方、経常収支赤字は政府の目標水準に縮小する見込みである。政府は、燃料価格引き上げによる需要の減少や緊急経済対策によって、2013年の経常収支赤字をGDP比3.0%に抑えたいとの意向を示した。このシナリオの実現可能性は2008年5月の燃料価格引き上げの効果から判断することができる。当時、エネルギー価格は平均27.8%引き上げられ、10億ドルに達していた月当たりの原油輸入は年末に5億ドルに、また、石油製品の輸入も25億ドルから5億ドルに減少した（図表21）。今回は前回は上回る輸入抑制効果が期待されることから、GDP比3%という目標は十分実現可能な水準といえる。



図表21 2008年のエネルギー貿易



(資料)CEICより作成

このほか、インドネシア経済が 15 年前に通貨危機に見舞われた時よりもはるかに健全であることも好材料である。その一例として銀行の不良債権を挙げることができる。2013 年 6 月の不良債権比率は 1.9%、自己資本比率は 18.0%である。1998 年の不良債権比率は 50%、自己資本比率は ▲15%であった。また、短期債務の割合が低いことも大きな違いといえる。1997 年に 187.9%に達していた外貨準備残高に対する短期債務の比率は 2013 年 4 月時点で約 50%である (World Bank [2013])。

おわりに—2013 年以降は 5%台の成長が続く

財政および経常収支の赤字が直線的に拡大する可能性は低い。エネルギー補助金の削減によって物価が上昇し、個人消費の下押し圧力が高まることで、石油製品と原油の輸入が減少すると見込まれるためである。今後予想を上回るルピア安が進行した場合、中央銀行は政策金利の引き上げで対抗すると思われる。

政策金利の引き上げは副作用を伴う。景気減速と物価上昇に対する期待が高まれば、成長のけん引役である個人消費が腰折れする危険性がある。2008 年 5 月に燃料価格が引き上げられた際には、消費者物価が 9 月に前年同月比 +12.8%、政策金利が 10 月に 9.5%に上昇したものの、7~12 月の個人消費は前年同期比 5.1%増と 1~6 月期 (同 5.6%増) から大きく落ち込むことはなかった。パーム油、石炭、ゴムの国際市況が良好であったためである。今回は当時とは環境が異なるため、金利の上昇が個人消費の足かせとなり、2013 年後半の成長率は 5%前半の水準まで減速すると思われる。

財政および経常収支の赤字削減を図ると同時に 6%を超える経済成長を実現するには、エネルギー補助金の一層の削減と製造業の競争力強化が不可欠である。しかし、前者は選挙を控えているため、後者もインフラ整備、投資環境の改善、人件費の上昇など問題が山積しているため、いずれも実現は容易ではない。インドネシアは当面「国際収支の天井」という制約から逃れることができず、5%台の成長を余儀なくされることとなろう。

参考文献

(日本語)

熊谷章太郎[2013].「インドは景気底割れを回避できるかールピー建て原油価格から先行きを考える」

日本総研 リサーチ・フォーカス No.2013-026

国際協力銀行[2012].「わが国製造業企業の海外事業展開に関する調査報告ー2012年度海外直接投資アンケート結果（第24回）ー」（<http://www.jbic.go.jp/ja/about/press/2012/1207-02/>）

須賀昭一・野口美雪・山本大輔・大和昭宏・深澤優一・樋田貴博・加藤有貴子[2013].「新興国経済の動向ー最近の金融資本市場の変化とその影響ー」内閣府『マンスリー・トピックス』No.22

（英語）

IMF [2010]. Indonesia: Financial System Stability Assessment, IMF Country Report No.10/228

IMF [2012]. Indonesia: Selected Issues, IMF Country Report No.12/278

World Bank [2013]. Adjusting to pressures, Indonesia Economic Quarterly, July 2013

