

2011年12月30日

広告審査番号 MFB159-111230

MSRC 審査番号 06-B-111230-02

経済トピックスレポート (11-03)

景気が堅調なかでの利下げは、先行きのインフレリスクを内包
～インドネシア景気・金融政策、為替見通し

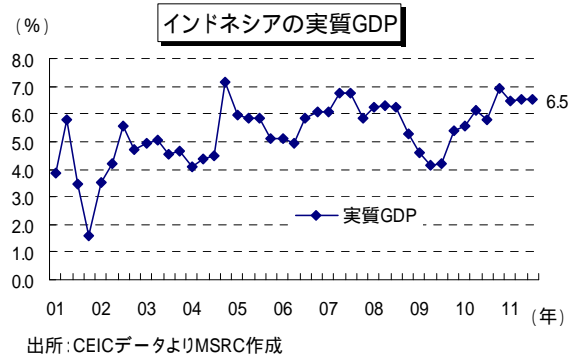
投資調査部 折原 豊水

<ポイント>

- ・ 内需中心に景気拡大続く、12年の実質 GDP は潜在成長率並みの6%台前半の成長を予想
- ・ 金融政策は海外景気の不透明感などで追加利下げを予想するも、先行きのインフレリスクを内包
- ・ 財政は補助金改革など課題多いも、財政再建進む
- ・ 為替は短期的には欧州債務問題などで下値不安も、その後は景気回復などで緩やかな上昇を予想

内需中心に景気拡大続く、12年の実質 GDP は潜在成長率並みの6%台の成長に

7-9月期実質 GDP 成長率は前年比+6.54%と前期(同+6.52%)並みの成長となった。1-9月期平均では前年比+6.5%とリーマン・ショック前の07年、08年を上回る堅調な成長が続いている。内訳をみると、個人消費が同+4.8%、総固定資本形成が同+7.1%、輸出が同+18.5%、輸入が同+14.2%などとなった。GDPの約6割を占める個人消費や、設備投資など内需が堅調なことに加えて、輸出も中国などアジア向けを中心に資源関連などが増加しており、純輸出は13四半期連続でプラスとなっている。



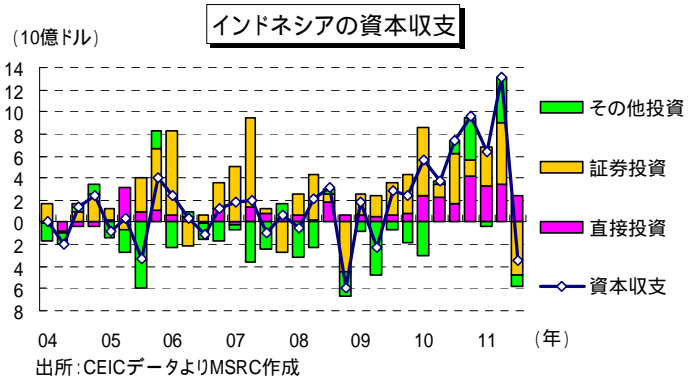
内需が好調な背景には、海外からの資金流入の増加や低金利環境など金融面での下支えが寄与しているとみられる。

資本収支は11年4-6月期までの2年間で510億ドル、GDP比7.2%とリーマン・ショック前(200億ドル)を大きく上回っている。ASEANのなかでも国債利回りが高く、格付け機関フィッチがインドネシアのソブリン格付けをBBB-の投資適格の最低水準まで引き上げたことなどもあって、国債全体の約3割を保有する海外投資家が債券投資を増加させた。また、株式投資は景気や企業業績の改善期待などで増加し、インドネシア証券取引所の時価総額は約3700億ドルと08年12月対比で3.8倍に増加、時価総額 GDP 比率は08年末の21%から50%台まで上昇している。直接投資は、資源や製造業、運輸・通信など幅広い業種で増加しており、シンガポールやマレーシアなど華人資本や日本、韓国などアジアからの投資が牽引している。

一方、銀行貸出も10月が前年比+25.8%、特に個人向け貸出は前年比+30.2%と過熱感がみられる。1人あたりGDPが10年に約3000ドルと、自動車など耐久消費財の伸びが高まりやすい水準に達しており、中間所得層の増加や農村部への銀行ビジネスの拡大(イス

	実質GDP	個人消費	政府消費	総固定資本形成	在庫増減	純輸出	輸出	輸入
07	6.3	5.0	3.9	9.3	1.6	0.6	8.5	9.1
08	6.0	5.3	10.4	11.9	0.1	0.7	9.5	10.0
09	4.6	4.9	15.7	3.3	0.2	1.2	9.7	15.0
10	6.1	4.6	0.3	8.5	0.4	0.8	14.9	17.3
09	4.6	6.0	18.8	3.5	1.3	0.5	18.7	24.4
	4.2	4.8	16.3	2.3	0.0	0.9	15.5	21.0
	4.2	4.7	9.8	3.2	0.4	2.1	7.8	14.7
	5.4	4.0	18.0	4.1	0.0	1.2	3.7	1.6
10	5.6	3.9	7.6	8.0	1.1	1.2	20.0	22.6
	6.1	5.0	7.3	8.0	0.5	0.2	14.6	18.4
	5.8	5.2	4.8	9.2	0.4	0.1	9.6	12.2
	6.9	4.4	7.3	8.7	0.2	1.6	16.1	16.9
11	6.5	4.5	2.8	7.3	0.8	0.6	12.5	14.4
	6.5	4.6	4.5	9.4	1.4	2.4	17.5	15.3
	6.5	4.8	2.5	7.1	0.3	3.3	18.5	14.2

注: 在庫増減と純輸出は前年比寄与度(%p)
出所: CEICデータよりMSRC作成



本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

ラム金融含む) 人口ボーナス(2030年まで続く)などが消費や貸出を牽引しているとみられる。

今後の景気動向は、個人消費や銀行貸出などにみられる過熱感、欧州債務問題による投資家の慎重姿勢で、7-9月期の資本収支が流出超となっていることや商品市況の下落による輸出の鈍化などで、和らぐとみている。実際、11月の消費マインドや自動車販売などは低下している。

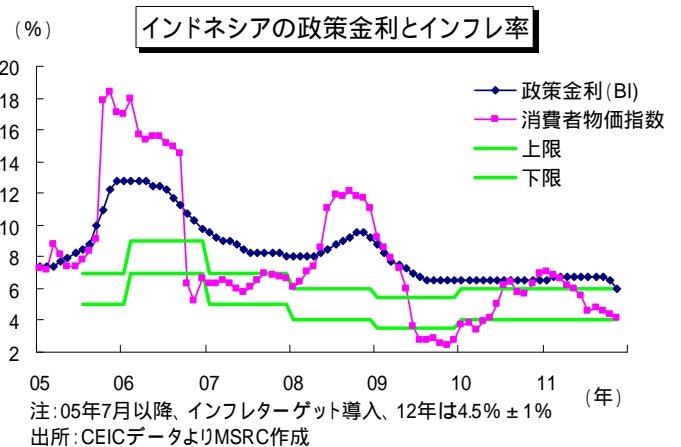
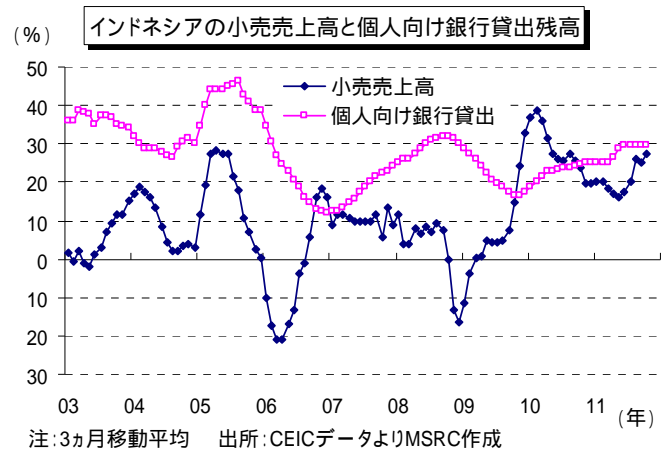
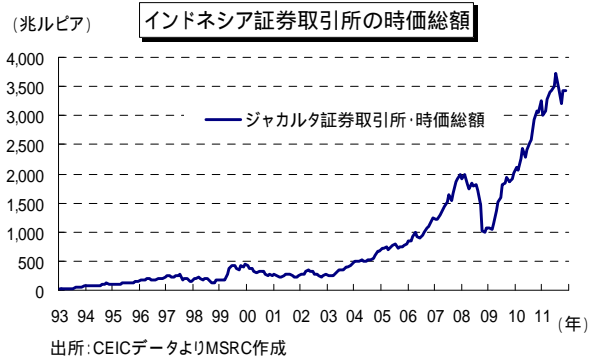
もっとも、景気が底堅いなかで、中銀が現行の低金利水準から更に予防的な利下げに動いていること、輸出 GDP 比率は2割台と低いこと(ASEAN などアジアが全体の65%程度、ユーロ圏は1割弱)、対外債務 GDP 比率は30%前後で安定し、政府債務が全体の6割以上を占めること、BIS 統計における海外金融機関からの与信 GDP 比率は16%、そのうちユーロ圏金融機関からの与信は3%程度でいずれも低いこと - などを考慮すると、12年前半にかけて景気はやや減速するものの、インドやブラジルなどのように金融引き締めの強まりや欧州との貿易・金融面での繋がりの深さなどで、景気が一時的に失速するような状況は避けられるとみている。11年実質 GDP 成長率は+6%台半ば、12年は同+6%台前半と、潜在成長率(6%台半ば)並みの成長になるう。

金融政策は海外景気の不透明感などで追加利下げを予想するも、先行きのインフレリスクを内包

中銀(バンク・インドネシア)は12月8日の理事会で政策金利(BI レート)を6.0%で据え置くことを決定した。10月に25bp、11月に50bpの利下げを実施し、BI レートは05年7月のインフレターゲット導入以降で最低水準となったが、今回は市場予想通り、据え置きとなった。

中銀は前回会合まで「景気は力強くかつ安定しているものの、欧州債務問題などによる海外経済の減速が景気に与える影響を緩和するため」に予防的な利下げを行った。今回の声明でも欧州などの景気減速や商品市況の下落などで輸出の鈍化が重石になるものの、内需が中銀の利下げなどもあって底堅いことから、12年の実質 GDP 成長率は前年比+6.3~6.7%(10月時点では同+6.5%)、13年は海外経済の回復などで同+6.4~6.8%に伸びが高まるとし、先行きに対するポジティブなスタンスを維持している。一方、インフレ率(CPI)は、12年、13年ともインフレターゲットのレンジである4.5%±1%内に収まるだろうとしているが、この点は楽観的とみている。

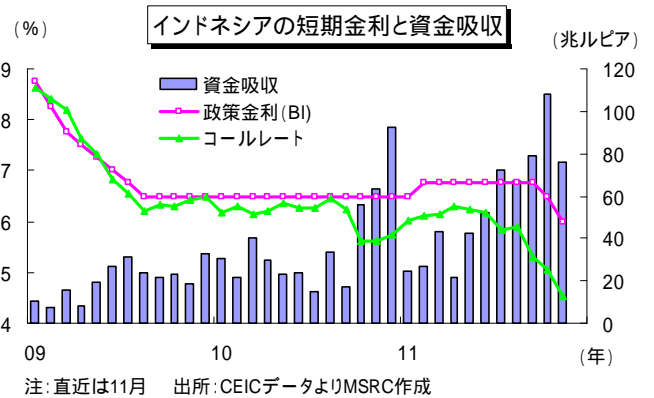
背景には、12年の景気は成長率が6%台前半にやや鈍化しつつも、内需を中心に潜在成長率並みの成長が続き、雇用環境は失業率が6.5%と05年以降で最低



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

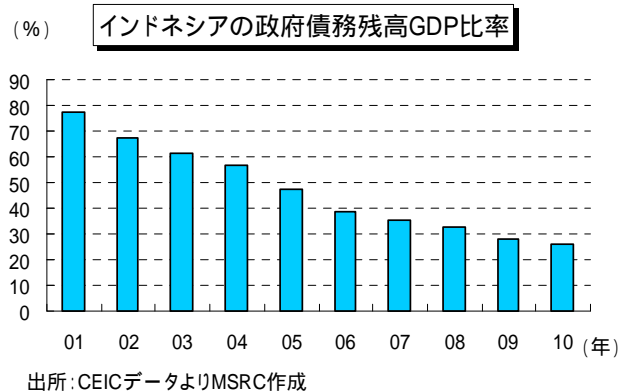
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

水準まで低下するなど逼迫感があるなかで、賃上げなどが物価上昇圧力となること、石油製品に対する補助金削減で12年は値上げの動きが想定されること、インフレ率の3割を占める食料品、食料加工品は天候や農業生産、為替動向などでボラティリティが大きく、上昇しやすいこと(03年以降の平均では前年比+9.5%、11月は同+4.9%)、短期金融市場は引き続き資金余剰が続いていることなどを考慮すると、11月時点で前年比+4.2%のインフレ率は12年末時点では5.5~6.0%程度まで上昇し、インフレターゲットのレンジを上回るとみている。そのため、現状の金融緩和スタンスは12年後半から13年においてインフレ圧力を再び高める可能性が高く、政策金利は12年前半にかけて海外金融市場の動向を睨んで5.50~5.75%程度までの追加利下げ余地を残しつつ、その後は13年前半にかけて6.5%程度まで引き上げられるとみている。



なお、中銀の金融政策は99年5月の新中銀法で政府から独立し、04年同改正法でその独立性が強化されている。05年7月にはそれまでのベースマネー(中銀が供給する通貨量)をターゲットとするものから、インフレターゲットに変更され、金融政策の目的は「通貨ルピアの安定」などを通じた「物価の安定」となっている。

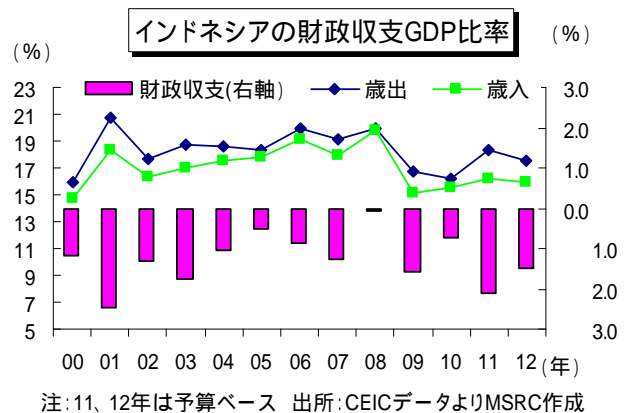
アジア通貨危機以降、銀行の不良債権の処理や資本増強などで金融システムの健全性が高まっており、財政再建による公的債務残高比率の低下や対外債務比率の抑制、外貨準備の増加などで経済的外的ショックに対する抵抗力は向上している。もっとも、05年以降のインフレ率の動向をみると、しばしばインフレターゲットのレンジを大きく逸脱している。特に、05年後半から06年前半のケースでは、景気が堅調に推移するなかで、原油価格や食料価格の上昇、為替の下落などが影響し、インフレ率は前年比で+18%台まで上昇、インフレ期待が高まるなか、景気への配慮から金融引き締めが遅れ、コアCPIは一時10%を超えている。経済・金融システムの更なる改善を通じて、インフレ安定・金融政策の信認向上が求められよう。



財政は補助金改革など課題多いも、財政再建進む

財政状況は12年度予算では財政赤字GDP比率が1.5%と前年の同2.1%から改善する計画となっている。03年に成立した国家財政法で財政赤字を3%以下、債務残高をGDP比60%以下にすることが定められているが、足元までそれをクリアしてきている。ただ、歳出は補助金が歳出全体の15%を占め、そのうち半分が石油など燃料向け補助金となっている。インフラなど開発歳出は同10%であり、補助金など固定費のしわ寄せを受けていると言える。アジア通貨危機以降の財政再建で電力や港湾などインフラ投資が遅れた一方、足元の高成長に伴う需要増で供給サイドの制約が露呈している状況だ。

原油価格の変動に伴う財政への影響については、石油・ガス関連の法人税や国営企業からの税外収入(上納金)が増加する一方で、石油製品などの補助金な

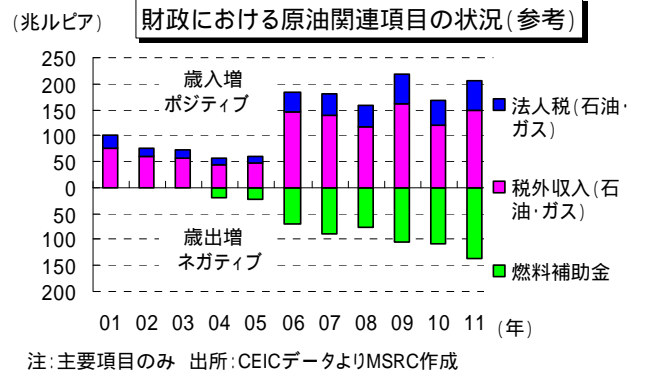


みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

どが増加することから、財政収支の改善効果は限定的となっている。石油などへの補助金よりも、中期的な成長に繋がるインフラ投資などへの配分を増やす必要がある。

なお、景気に対するインパクトとしては、12年度の歳出は前年比+8.6%と前年(同+26%)から鈍化、実質ベースでは小幅な伸びに留まり、財政面からの景気下支えは限られるとみている。

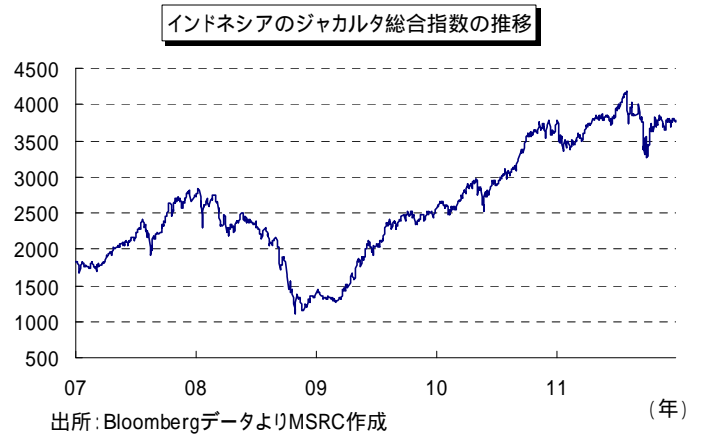
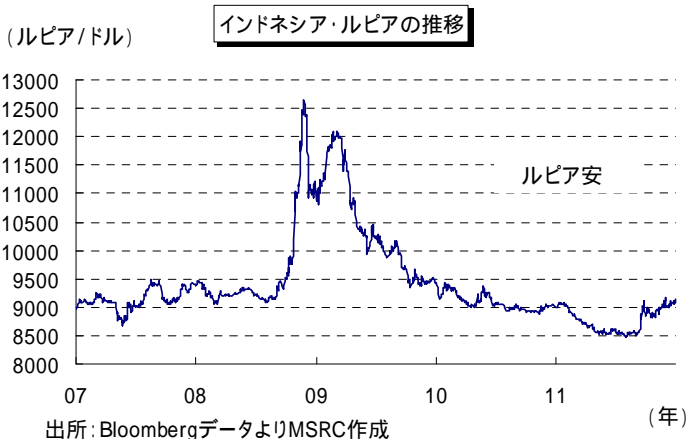


為替は短期的には欧州債務問題などで下値不安も、その後は景気回復などで緩やかな上昇を予想

インドネシア・ルピアは8月初めに対ドルで8458ルピアと04年2月以来の高値となったものの、9月以降は欧州債務問題による投資家のリスク回避で9月下旬には9300台後半まで急落した。足元は9180ルピアと8月高値から8%安の水準で推移している。年初来騰落率でみると2.0%と主要な新興国通貨のなかでは、相対的に上位につけた。インフレ率の鈍化が新興国のなかでも早く、金融引き締めによる景気への影響が小さかったこと、内需中心の経済でユーロ圏との貿易・金融面での繋がりが低いことなどが寄与したとみられる。

政治的にはユドヨノ大統領が09年の選挙で圧勝し、再選されたものの、10年は閣僚の汚職による辞任、11年に入っても政権与党の民主党幹部の汚職・逮捕などで支持率は40%台に低下しているようだ。もっとも、景気が堅調に推移していることや次回大統領選挙が14年と先であることなどから、市場で売り材料になるほどの状況ではない。アジア通貨危機でスハルト大統領が辞任して以降、ハビビ(98~99年)、ワヒド(99~01年)、メガワティ(01~04年)と短命政権が続き、政治的には不安定な時代が続いたが、ユドヨノ大統領(04年10月~)は、イスラム過激派の取り締まり強化による治安回復、海外からの投資増加による高成長などもあって、かつてに比べれば政治的に安定した状況が続いている。

今後のルピアの見通しとしては、12年前半にかけては、欧州債務問題などが煽り投資家の慎重姿勢が続く可能性もあり、今しばらく下値不安を抱えた展開が続くとみている。もっとも、12年半ば以降は内外景気の回復による投資家のリスクテイクなどで緩やかな上昇傾向に転じるとみている。



【金融商品取引法に係る重要事項】

みずほ証券で取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料（国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.20750% [税込み]、最低2,625円 [税込み]の委託手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸費用、等）をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等：みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第94号

加入協会：日本証券業協会、社団法人日本証券投資顧問業協会、

社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング

〒103-0027

東京都中央区日本橋1-17-10

TEL：03-5203-6501 FAX：03-5203-6499

URL：<http://www.mizuho-msrc.com/>

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。