

2015年9月28日 全6頁

インドネシアはフラジャイル国なのか

中央銀行とのミーティングを踏まえて

経済調査部

エコノミスト 増川 智咲

[要約]

- インドネシアは、「フラジャイル」とされる他の4か国と比較して、経常赤字や財政赤字の水準は低く、「フラジャイル国」として一括りにするには一見抵抗がある。しかし、中国経済減速への市場の懸念や米国FRBによる利上げ観測が持ち上がるたびに、ルピアの売り圧力は高まる傾向にある。中銀との面談を踏まえ、国内外の政治経済情勢が目まぐるしく変化する中、インドネシア経済は本当に「フラジャイル」であるのかに焦点を当ててまとめたい。
- 自国通貨が売られやすい背景には、資源依存といったインドネシアの構造的な問題がある。いかに自国の競争力を高めていくかという課題に対し、新政権が打ち出した政策はインフラ整備を通じた投資環境の改善である。燃料補助金削減はその資金確保のために実施され、歳入規模が限られる中であっても、政府は財政赤字を拡大させずに成長分野への投資が可能となった。
- これに対する評価は高く、新政権による構造改革への期待は一時高まった。しかしその後、新政権の実行能力に対する懐疑が期待を上回る傾向にある。政策方針と実際の政策運営実態の不一致が、対外的な信頼を損ね、インドネシアのリスク評価を悪化させている。これが、財政規律の維持、債務管理能力の強化といった、新政権のこれまでの取り組みをリスクにさらしている。
- 今後は、政策の一貫性欠如の払拭が課題である。中銀との面談によると、政策側はすでにその意識を持っているようだ。ここ数か月の間に発表された政策をみると、これまで散見されたポピュリズムに傾倒した政策から、本格的な構造改革に乗り出した兆候がある。今回の改革で対外的な評価を高めることができなければ、インドネシアがファンダメンタルズ以上に「フラジャイル」と見続けられることは必至であり、まさに正念場といえる。

インドネシアは2014年初頭、「フラジャイル5」の1つとされ、それ以降、外部環境の変化や政権の交代を経た後も「フラジャイル」という見方が継続している。8月には中国人民銀行による元の実質的な切り下げや、その後の中国経済減速への市場の懸念、そして米国FRBによる利上げ観測が市場におけるリスク・オフ姿勢を強め、インドネシアルピアの売り圧力を高めた。大和総研では、8月下旬にインドネシア中央銀行(Bank Indonesia, BI)とミーティングを持ち、インドネシア経済・金融に関するディスカッションに参加した。これを踏まえ、国内外の政治経済情勢が目まぐるしく変化する中、インドネシア経済は本当に「フラジャイル」であるのかに焦点を当ててまとめたい。

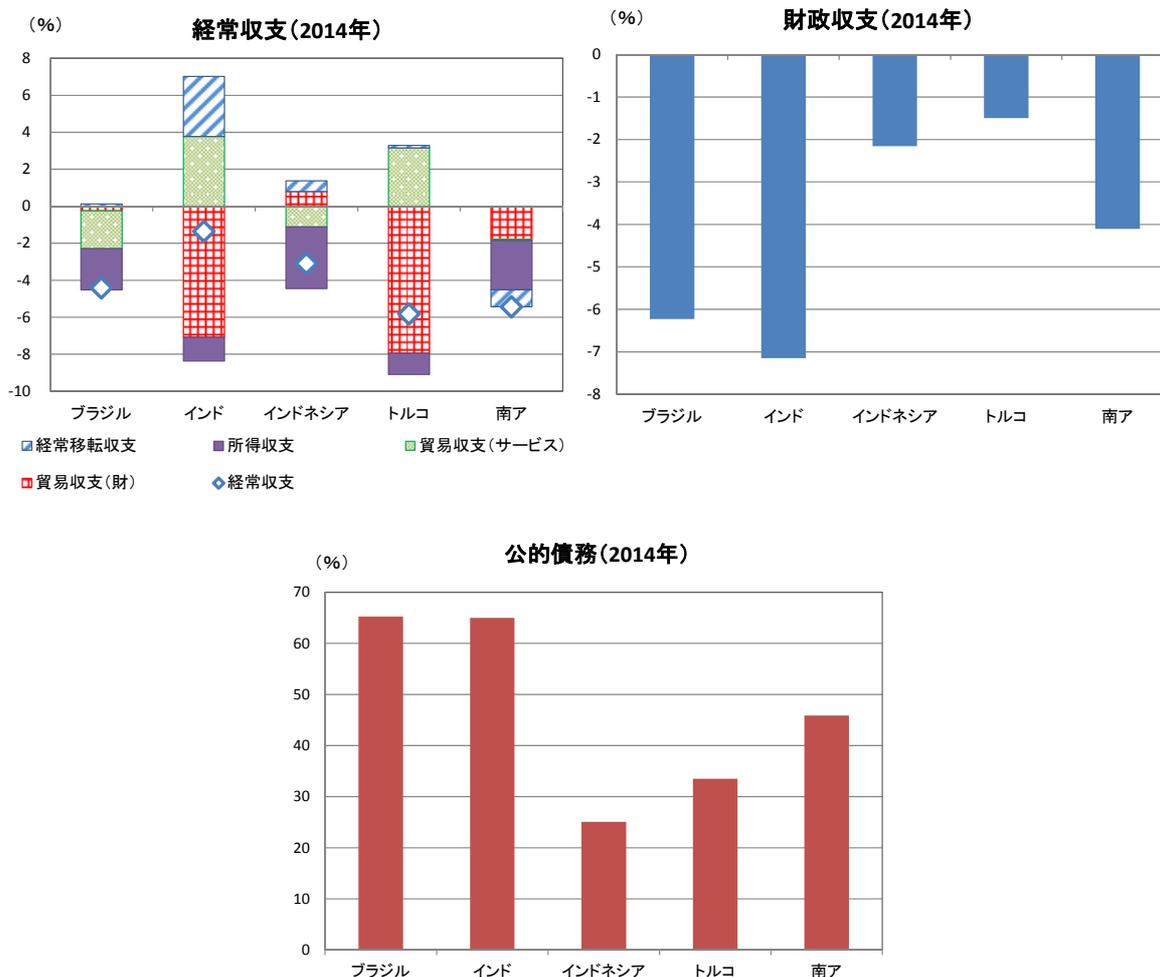
「フラジャイル」とされる背景

2013年の米国FRBによる利上げ示唆以来、折にふれて、外的に脆弱性を抱える国々からの資本流出圧力が高まるという状況が続いている。それが顕著な国々は「フラジャイル5」と呼ばれ、ブラジル、インド、インドネシア、南ア、トルコが挙げられる。これらの国々に共通するのは、双子の赤字、高インフレ率といった構造的な問題を抱えている点である。市場のリスク・オフが高まると資本流出が加速し、各国通貨に下押し圧力がかかり、それが輸入物価の上昇を通じて物価を押し上げるという負の循環が生じやすい。各国中銀は利上げに乗り出したが、それが景気減速へつながる事態となった。インドネシアの場合も例外ではなく、経常収支は2012年以降、財政収支は2000年代半ばから赤字が続き、2014年末には経常赤字がGDP比3.1%、財政赤字が同2.2%に上った。

しかし、これら「フラジャイル」とされる5か国のデータを比較すると、一括りにするには抵抗がある。例えば、経常収支、財政収支のそれぞれにおいて、インドネシアの赤字幅は他国と比較してそれほど大きくない(図表1)。また、経常赤字の原因は、直接投資の増加を背景とした海外企業の配当等支払い負担増であり、所得収支赤字によるところが大きい。その点で、財の貿易赤字が重石となっているインド、トルコ、南アとは特徴が異なる。また、財政赤字も政府が設定している上限(GDP比3%)を超えたことはなく、相対的に見て、財政規律が保たれているとも言える。その結果、公的債務残高もGDP比で30%を下回る非常に低い水準である。

そのような中であっても、通貨ルピアが売られやすい背景には、インドネシアの構造的な問題がある。輸出の4割近くが資源輸出であるほか、税収も資源セクターへ依存する部分が多く、全体として資源価格下落の影響を受けやすい。その一方で、非資源セクターの輸出競争力、収益力には課題が残る。2011年まで黒字を続けてきた経常収支が赤字へと転化した理由も、資源価格下落による貿易黒字の縮小によるところが大きい。このような経済構造が、インドネシアに対する「フラジャイル」という見方を継続させている。

図表1 「フラジャイル5」の経常収支、財政収支、公的債務残高



(出所) 各国中央銀行、IMF “World Economic Outlook 2015 April”より大和総研作成

ジョコ・ウィドド大統領が2014年に誕生すると、大規模な構造改革に対する期待が高まった。それとともに、同時期に政権交代を果たしたインドとともに、「フラジャイル5」から抜け出せるのではないかとの見方も強まった。しかし実際は、就任から時間が経つにつれ、新政権の実行能力に対する懐疑が期待を上回るようになった。そして、その懐疑がインドネシアのリスク評価を悪化させ、政策の足かせとなる事態となっている。ファンダメンタルズを評価した際、現時点では他のフラジャイル国と比較して脆弱性が低いとしても、政府の政策実行能力次第でリスクが高まる可能性が不安視されている。

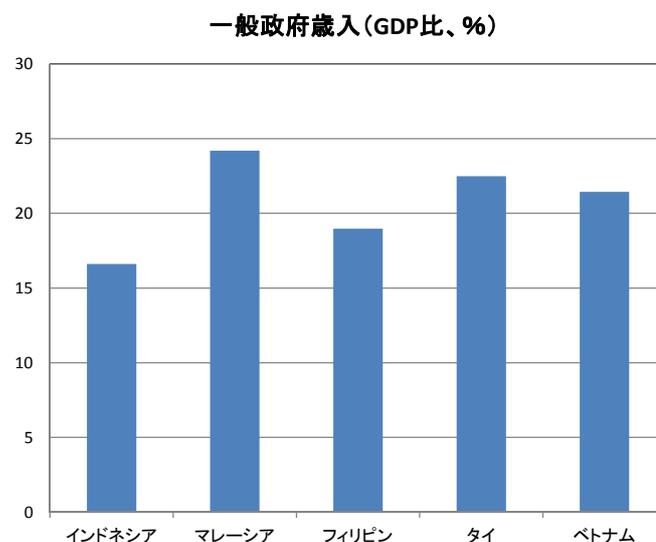
燃料補助金削減の意味

資源依存型経済が不安視されるなか、いかに自国の競争力を高めていくかという課題に対し、ジョコ・ウィドド大統領が打ち出した政策はインフラ整備を通じた投資環境の改善である。その資金を確保するために打ち出された最も象徴的な政策が、燃料補助金削減である。インドネシアの歳入規模は、資源価格の影響を受けやすいほか、徴税能力の低さゆえに ASEAN5（インド

ネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム)の中で最も小さい(図表2)。しかし、歳出面では補助金支出が全体の約20%程度当てられており、国の競争力を支えるインフラ支出を約2倍上回る規模となっていた(図表3)。その非効率性を調整するため、新政権発足後に打ち出された補正予算では、燃料補助金が約1/4に減額され、それによって生み出された財政余地がインフラ支出と財政赤字の補てんに配分された。この結果、2015年補正予算においてエネルギー関連の補助金が歳出に占める割合は2014年実績の19%から7%に縮小し、その分インフラ支出が10%程度から15%近くに拡大している。また同時に、2015年の財政赤字もGDP比2.2%から1.9%に縮小する見込みである。このように、歳入規模が限られる中、補助金を削減することで財政赤字を拡大させずに成長分野への投資を拡大することが可能となった。この決断は、痛みの伴う構造改革に積極的であるとの印象を与え、対外的に非常に高い評価を得た。

さらに、来年以降のインフラ投資資金を予算外支出とする動きもみられる。2015年補正予算では、インフラ関連の国営企業(SOE)の資金調達能力を高めるため、SOEに対する資本注入を積極的に行っている。現時点で大々的な資本増強を行い、将来はインフラ投資資金を予算に計上するのではなく、SOEの調達で賄う計画であるようだ。したがって、今後、予算上はインフラ投資支出が軽減し、財政赤字がさらに改善する可能性が高い。

図表2 ASEAN5の一般政府歳入(2014年)



(出所) IMF “World Economic Outlook 2015 April” より大和総研作成

図表3 各年予算

	2014年		2015年		2015年	
	(実績、IDR trl)	(%)	(IDR trl)	(%)	(補正、IDR trl)	(%)
歳入	1,537	100.0	1,794	100.0	1,762	100.0
税収	1,143	74.4	1,380	76.9	1,489	84.5
原油・ガス	87	5.7	89	4.9	50	2.8
非原油・ガス	895	58.2	1,113	62.1	1,245	70.7
関税等	161	10.5	178	9.9	195	11.1
非税収	391	25.4	410	22.9	269	15.3
歳出	1,765	100.0	2,040	100.0	1,984	100.0
インフラ支出	178	10.1	191	9.4	290	14.6
補助金支出	393	22.3	415	20.3	212	10.7
エネルギー	342	19.4	345	16.9	138	6.9
電力	102	5.8	69	3.4	73	3.7
燃料	240	13.6	276	13.5	65	3.3
非エネルギー	50	2.8	70	3.4	74	3.7
肥料	21	1.2	36	1.8	40	2.0
食料	18	1.0	19	0.9	19	1.0
その他	11	0.6	15	0.8	16	0.8
利払い	133	7.6	152	7.5	156	7.8
基礎的収支	-94		-94		-67	
総合収支	-227		-246		-223	
GDP比(%)	-2.2		-2.2		-1.9	

(注) 財政年度は暦年と同様 1~12 月。

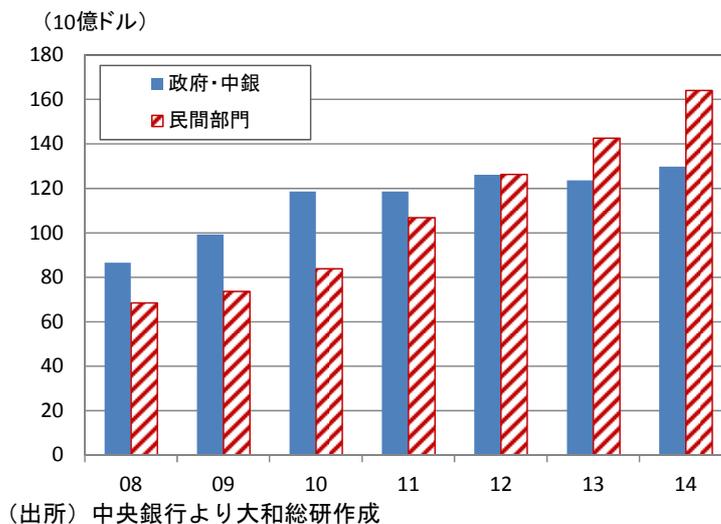
(出所) 財務省より大和総研作成

政策の一貫性欠如が脆弱性を高めている

以上のように、燃料補助金の削減は新政権による成長戦略の明確化、財政規律の維持、という点で非常に大きな意味を持っていた。しかし、それに対する評価は徐々に厳しいものへと変化している。その最大の原因は、政府の実行能力に対する懸念である。そもそも、インフラ投資の効果発現には時間がかかるものであり、短期的にインフラ投資政策を失敗と決めつけるのは妥当ではない。しかしその一方で、インフラ投資への予算を増加したにもかかわらず、執行が遅れているとの報道が、予算で割り当てられた投資に見合う効果を望めないのではとの観測を高めている。また新政権は、経済構造の多角化や国内産業の競争力強化を目標に掲げる一方で、海外からの直接投資の障害となるような保護主義や非効率な政策運営に傾倒している。例えば、厳しい外資規制の継続や、外国人労働者へのインドネシア語習得義務付け、めまぐるしい規制変更がある。このような政策方針と実際の政策運営実態の不一致が、新政権に対する外部からの信頼を下げている。

このように、新政権の取り組みに対する懸念が継続すれば、財政規律の維持、債務管理能力の強化といったこれまでの取り組みをリスクにさらしかねない。例えば、インドネシアの対外債務残高はここ数年増加傾向にあるが、その増加分の大半は非金融 SOE を含む民間部門によるものである(図表 4)。IMF のレポートでは、特に海外からの調達(外貨建て)が多いと指摘されている。インドネシア経済に対するリスク評価の悪化はルピアの下落や金利の上昇をもたらし、今後インフラ投資主体となる SOE の実質的な債務負担を増加させるほか、資金調達コストを高め、バランスシートを悪化させることになりかねない。

図表4 対外債務内訳



試される現政権

このような事態を防ぐため、まずは、遅れているインフラ予算の執行率を高めることが先決である。さらに、政策の一貫性欠如を払拭するため、対外的に評価の低い保護主義や非効率な政策運営を廃止すべきである。BI との面談によると、政策側はすでにそのような意識を持っている印象で、実際、ここ数か月の間にいくつかの政策を発表している。例えば、前述の外国人労働者に義務付けていたインドネシア語習得を撤廃した。また、タックスホリデーの改定を行い、対象枠や期間を拡大したほか、申請の条件や手続き期間を明確にする政策を実施している。さらに、9月9日には3弾に亘る景気刺激策を発表した。第1弾は、産業競争力を高めるため、規制緩和、官僚主義の撤廃、法施行の強化を盛り込んでおり、それに合わせて規定の整備も進めているという。景気刺激策という点、これまでポピュリズムに傾倒した政策が散見されていたが、今回は構造的な改革に乗り出したという点で評価でき、これはインドネシア政府の危機意識が高まった表れと言えるだろう。景気刺激策の第2弾以降は今後発表予定であるが、政府の政策実行能力が試されるのは間違いない。ここで対外的な評価を得ることができれば、インドネシアがファンダメンタルズ以上に「フラジャイル」と見続けられる可能性は低下し、行く行くはインドネシアのファンダメンタルズをさらにリスクにさらすこともなくなるだろう。その意味で、現政権の手腕が今問われているといえる。