

# ファンダメンタルズへ回帰する インドネシア金融市場

アジア調査部主任研究員

菊池しのぶ

03-3591-1427

shinobu.kikuchi@mizuho-ri.co.jp

- 3月中旬以降、インドネシア金融市場は政治相場の様相を強め、改革派と目されるジョコ氏が大統領選に勝利すると、株価とルピアの対ドルレートが上昇した
- 今後、市場の関心は経常赤字、インフレ等の経済問題に移ると予想される。現時点でジョコ氏が掲げる政策に即効性は期待できず、短期的にこれらの問題が解決するとは考えにくい
- このため、経済ファンダメンタルズの明確な改善は期待しづらく、金融市場も当面は軟調な展開が予想されるが、今後ジョコ氏の改革姿勢が積極化すれば、再び上昇に転じる可能性もある

## 1. はじめに

インドネシアでは、7月9日に大統領選挙が実施され、22日に選挙管理委員会はジョコ氏が53%の得票率で勝利したと発表した。対立候補であったプラボウォ氏が25日に憲法裁判所に対して選挙結果の異議申し立てを行ったが、8月21日にその申し立ては憲法裁判所によって退けられ、ジョコ氏の当選が確定した。

選挙キャンペーン中から政治情勢をテーマに変動してきた市場は、改革派と目されるジョコ氏の勝利を好感した。選挙結果が発表された翌日の7月23日に、ルピアの対ドルレートは2カ月ぶりの高値を付け、株価は約1年ぶりの高値を付けている。

8月以降、為替レート、株価とも高値圏でもみ合いが続いているが、主要な政治イベントが一巡したことで、今後市場の関心は政局から実体経済・政策動向に移っていくと考えられる。こうした現状認識に立ち、本稿では市場関係者、エコノミストなど複数の有識者へのヒアリング結果を踏まえつつ、次期政権の経済課題と政策動向を整理して、経済及び金融市場の見通しを行いたい。

## 2. 金融市場を動かす要因は、経済から政局、そして再び経済へ

まず、これまで金融市場がどういった要因で動いてきたのかを振り返ってみたい。

ルピアの対ドルレート（図表1）は、2013年5月22日に米国のQE3縮小観測が台頭し、新興国の経常収支赤字問題がクローズアップされたことを機に、同年5月～2014年3月ごろまで、主に経済ファンダメンタルズが意識される展開となった。具体的には、図表1の①の期間、経常収支が赤字化していたこと、インフレが加速していたことが嫌気され、ルピアは下落基調で推移した。さらに8月16日に4～6月期の

経常収支赤字がGDP比4.5%と、前期の2.7%から大きく拡大したことが発表されるとルピアは暴落した。また、6月22日に燃料補助金<sup>1</sup>が削減され、燃料価格上昇によりインフレが加速したこともルピアを下押しした。2014年に入り、図表1の②の期間においては、前年の金融引き締め等によりインフレ圧力が鎮静化し、輸入も減速して経常収支赤字が縮小したことなどにより、ルピアは上昇基調に転じた。

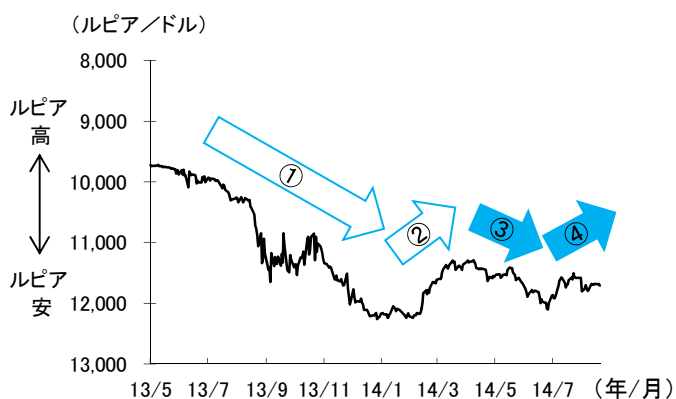
一方、2014年3月14日に、ジョコ氏が闘争民主党（PDI-P）から出馬することが明らかになると、政局が大きく為替相場を動かす展開となり、ルピアが上昇した。その後、大統領選の前哨戦となった4月9日の議会選挙において、ジョコ氏が所属するPDI-Pの議席が事前予想ほど伸びなかったことが明らかになると、大統領選におけるジョコ氏の敗北と新政権の改革停滞の懸念が広がり、ルピアは6月末ごろまで軟調に推移した（図表1の③）。しかし、7月以降、ジョコ氏の勝利観測が広がると、ルピアの対ドルレートは上昇基調に転じた（図表1の④）。2014年前半の水準と比べてルピアの上値は抑えられているが、7月の外貨準備は前月比30億ドル増と大幅に増加しており、ルピア売りドル買いの為替介入が行われたと推察される。

株価も為替と同様、図表2の①、②の時期には、QE3縮小観測の台頭をきっかけに経済ファンダメンタルズが注目されていた。①の時期には、通貨安、インフレに対応するための金融引き締めの実施が嫌気されて大きく下落した後、②の時期にはインフレの鎮静化と、経常収支赤字の縮小を受けて上昇した。

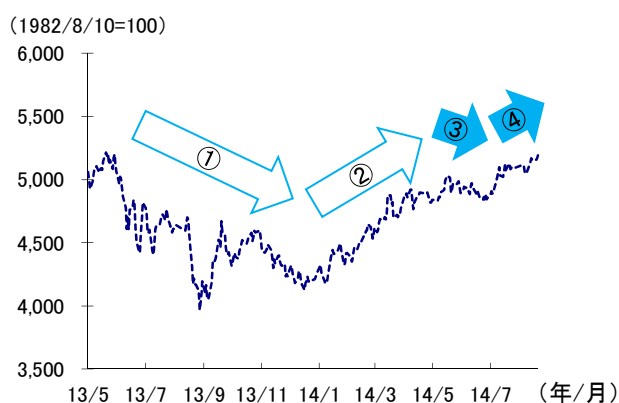
一方、2014年3月頃からは、株価も政局相場に転じて上昇し、ジョコ氏の劣勢が報じられる局面では下落（図表2の③）、7月以降は同氏の勝利観測から再び上昇している（図表2の④）。新政権への期待が高揚する中、8月にはジャカルタ証券取引所上場全株式の平均PERが大幅に上昇しており（図表3）、株価には割高感が表れているほどだ。

今後の相場展開について、市場関係者、エコノミストなど複数の有識者に対してヒアリングを行ったところ、金融市場の変動要因は、「ジョコ氏勝利による高揚感から、再び経済ファンダメンタルズに替わる」とのコメントが得られた<sup>2</sup>。

図表1 ルピアの対ドルレート



図表2 ジャカルタ総合指数



(注) ①→は主に経済ファンダメンタルズ、②→は主に政治情勢を材料に相場が変動していた局面を示す。  
 (資料) Bloomberg 等

2014年3月まで金融市場を動かしてきた経済要因を踏まえると、経済ファンダメンタルズにおける今後の注目ポイントは、以下の2点に整理できる。第1に、経常収支赤字とインフレが再び焦点となろう。第2に、安定的な成長を維持することができるかどうかだ。成長率が高まればルピアと株価の上昇要因となるが、逆に景気が過熱すると経常収支赤字やインフレを引き起こし、ルピアと株価の下落要因となろう。さらに、経済の先行きを見極める観点から、こうした実体経済の安定性を金融政策や経済・財政政策で適切に管理できるかも市場が注目するポイントとなろう。

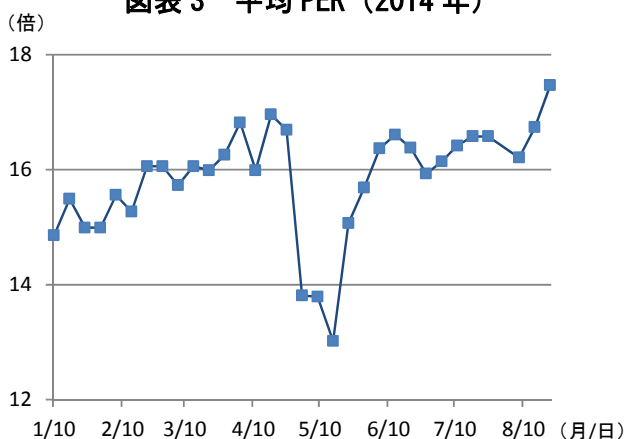
### 3. 経済の現状は、経常収支赤字やインフレが定着

前節で整理した今後の金融市場の注目点を踏まえ経済の現状をみると、最も懸念されるのは、第1の注目ポイントである経常収支赤字とインフレだ。経常収支赤字は2014年4～6月期にGDP比4.3%と前期の2%台から拡大している（図表4）。また2013年以降、内需の拡大を反映してインフレが加速する中、6月に政府が燃料補助金を引き上げた結果、インフレ率は高騰し、その後1年間にわたりターゲット（+3.5%～+5.5%）の上限を大きく上回って推移した。

経常収支赤字とインフレ圧力の継続は、景気の過熱感を背景としてきた<sup>3</sup>。実際に、みずほ総合研究所の試算によると、GDPギャップは、2011年10～12月期以降プラスに転じている（図表5）。プラスのGDPギャップが存在することの意味は、国内で生産できる以上の財・サービスが消費されているということだ。これには、景気過熱に伴う需要超過と、構造的な供給不足という2つの側面がある。この結果、生産不足を補うために輸入が拡大して経常収支が悪化したり、需要超過で価格が上昇したりする状況が生み出されてきた。

プラスのGDPギャップが拡大したことを背景に、中央銀行は、2013年6月～11月の間に合計175bpの利上げを行った。金融引き締めを通じて需要を低下させた結果、GDPギャップは縮小し、前述の燃料価格引き上げの影響が一巡したこともあり、インフレ率は中央銀行のターゲット範囲内に低下している。もっとも、供給不足の問題は解消されておらず、GDPギャップは依然残っている。さらに、経常収支赤

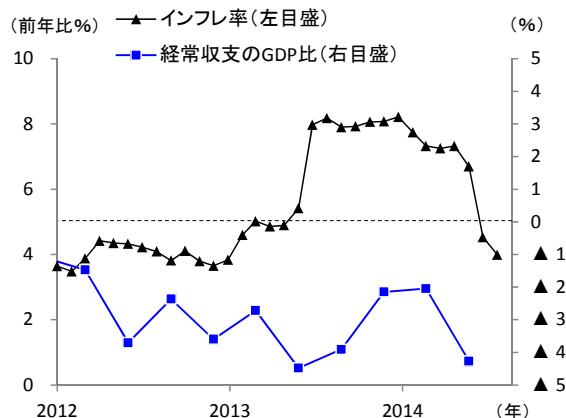
図表3 平均PER（2014年）



(注) 1.PER(株価収益率) = 株価終値 ÷ EPS(純利益/株式総数)  
 2.ジャカルタ証券取引所全株の平均。  
 3.週次データ、終値。

(資料) Bloomberg、インドネシア証券取引所

図表4 インフレ率、経常収支



(資料) インドネシア中央統計局、インドネシア中央銀行

字に対しては一貫性に欠ける政策がとられてきたため、不安定な展開が続いている。まず、2013年6月に燃料補助金の削減が行われ、補助金付きガソリン価格が引き上げられたが（図表6）、これは燃料輸入を抑制したため経常収支赤字はいったん縮小した。しかし、2014年1月以降、銅やニッケルなど未加工の鉱物資源に対する輸出規制が実施されたことで、足元で経常収支は再び拡大に転じている。

また、第2の注目ポイントである安定した成長率の維持については、前述した2013年6月～11月の金融引き締めの結果、2013年の実質GDP成長率は+5.8%と前年の+6.3%から減速し、さらに2014年4～6月期には+5.1%にまで減速している。GDPギャップやインフレの動向をみると、景気の過熱感は薄く、足元の成長率は妥当な水準に抑えられつつあると判断できる<sup>4</sup>。

#### 4. 次期政権の政策に即効性は期待しにくい

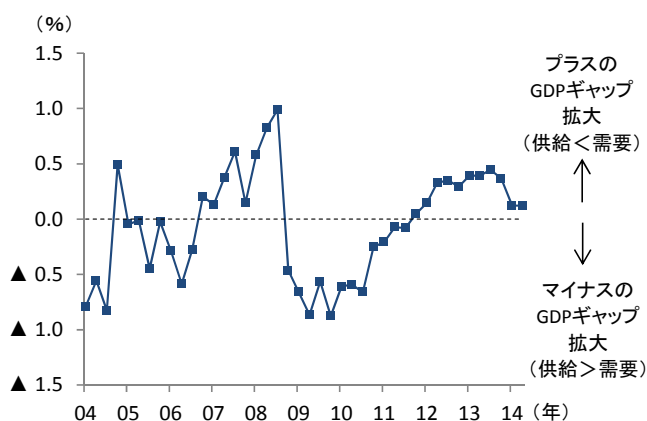
こうした経済状況を踏まえて、実体経済の安定性を管理する上で求められる政策は何か、また次期ジョコ政権は、そうした課題に対して実際にどういった政策を掲げているのかを検討する。

##### （1）短期の課題は緊縮策の実施と規制緩和、中長期の課題は対内直接投資の拡大

短期的には、経常収支赤字の拡大を食い止める緊急措置が求められる。具体的には、第1に、経常収支赤字を拡大させている鉱物資源の輸出規制を取りやめること、第2に、燃料補助金を削減して燃料価格を引き上げ燃料輸入を抑制することが必要だ。ただし、燃料価格が上昇することによりインフレ圧力が高まるため、それが他の財やサービスに波及しないよう緊縮的な金融政策で応じるべきである。燃料補助金削減に対して利上げのタイミングが遅れることがあれば、中央銀行は事後的に急激な利上げで対応する必要があるため、景気が失速してしまうリスクがある。こうした事態を回避するためにも、中央銀行は適切なタイミングとペースで利上げを行うことが求められる。

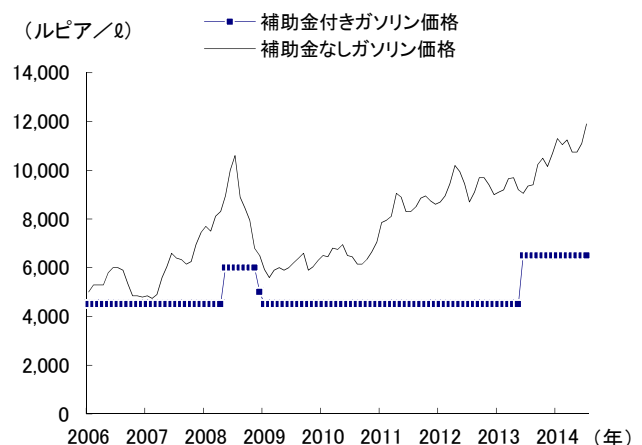
一方、中長期的には、供給能力を高めることでGDPギャップを解消する必要がある、具体策として、対内直接投資を拡大させることが課題である。

図表5 GDPギャップ



(注) 1. GDPギャップとは、実際の成長率と潜在成長率の差を表す。  
 2. 算出方法は、まず、実質GDPを季節調整し(GDPs)、GDPsを基にHPフィルターで潜在成長率(GDPp)を推計。  
 3.  $GDP\text{ギャップ} = (GDPs - GDPp) / GDPp \times 100$   
 (資料) インドネシア中央統計局データを基にみずほ総合研究所推計

図表6 ガソリン価格の比較



(注) 補助金付きガソリンはプレミアム、補助金なしガソリンはプルタマックス。  
 (資料) 各種報道

## （２）短期的には課題解決に向けたジョコ氏の政策の効果は期待できず

以上の課題に対して、ジョコ氏が掲げる政策方針（図表7）をみると、短期間で経済ファンダメンタルズの大きな改善を期待するのは難しい。具体的には、鉱物資源の輸出規制を継続する方針を掲げており、これは経常収支の改善を阻害する。最近のインタビューでも、ジョコ氏は政策の大幅な転換への過度な期待には釘をさした<sup>5</sup>。また、同氏は燃料補助金を削減するものの、そのペースは段階的なものとする方針であり<sup>6</sup>、燃料輸入の抑制ペースは緩慢となろう。

なお、現段階でジョコ氏はインフレに関する政策方針を明示していない。足元でインフレは落ち着いているが、段階的な補助金削減により、インフレ圧力は徐々に高まることが予測される。その結果として、インフレターゲットの上限を超えそうな局面が出てくると想定されるため、その際には、中央銀行が金融政策を引き締め型で適切に管理することが期待される。

## （３）中長期的にはジョコの政策の一部について効果が期待される

一方で、中長期の課題である対内直接投資の拡大に対しては、ジョコ氏の掲げる政策の一部について効果が期待される。まずジョコ氏は、投資許認可手続きに要する期間を縮小したり、電子化を進めたりするなど、投資手続きの簡素化を進める方針を掲げている。また、行政改革や汚職撲滅による行政の透明性強化も掲げている。行政改革の推進により投資承認手続きの簡素化を図ったり、参入障壁を低くしたりすることで、外資系企業が投資を拡大するインセンティブが生まれよう。また、汚職への取り組みを強化することで、税関における職員の透明性や公平性を高めることができ、企業が業務を遂行する上での障害が取り除かれるだろう。

また、インフラ整備についても、道路、港湾、空港、工業団地などの整備加速を表明している。インフラ整備については、かねてより、燃料補助金などが財政を圧迫していることによる財源不足の問題や、土地収用の問題<sup>7</sup>などが進展の妨げとなってきた。しかし、前述したとおり、ジョコ氏が掲げる燃料補助金の段階的な削減により、インフラ整備の財源をねん出することが可能となるだろう。また、ジョコ氏は土地収用の問題についても、積極的に解決していきたいとコメントしている<sup>8</sup>。

ジョコ氏には、スラカルタ市長、ジャカルタ州知事時代に、庁内の抜き打ち視察などを行って汚職撲滅に尽力するとともに、行政手続きの簡素化・電子化を進めたり、これまで数年間にわたって事業が進まなかったジャカルタ大量高速輸送システム（MRT）を着工にこぎつけた実績がある。これを踏まえると、ジョコ氏が掲げる対内直接投資を拡大させる政策の実現可能性は高いと期待できる。

ただし、ジョコ氏は、金融や資源分野での外資規制強化といった保護主義的措置や、

図表7 経済課題とジョコ氏の政策方針

課題	ジョコが掲げる政策	課題解決への方向性
経常収支赤字の解消	鉱物資源輸出規制の継続	(-)
	燃料補助金の削減	(+) <sup>注2</sup>
対内直接投資の拡大	インフラ整備の加速	(+)
	行政改革、汚職撲滅	(+)
	投資手続きの簡素化	(+)
	資源、金融等の分野での外資規制強化	(-)
	最低賃金の引き上げ	(-)

(注) 1. 「課題解決への方向性」の記号について、課題解決に資するものについては(+)、逆行するものについては(-)とした。  
2. 燃料補助金の削減は課題解決にプラスだが、段階的に実施されるため短期的な効果は期待できないとみられる。

(資料) 各種報道

最低賃金の大幅引き上げを支持するといったポピュリズム的な政策をとる方針も掲げている。こうした政策は対内直接投資拡大の妨げとなることが懸念されるため、大統領就任後にジョコ氏がそれらの政策を実行に移すかを注視する必要がある。

## 5. 経済・金融市場の見通し

### (1) 経済の見通し：当面の経常収支は赤字基調、金融政策は緊縮的に、成長率は伸び悩み

ジョコ氏の政策は短期間で経済ファンダメンタルズを大幅に改善するものではない。経常収支赤字は、2014年4～6月期のGDP比4.3%から小幅に縮小することとどまり<sup>9</sup>、今後2015年にかけては、GDP比2%台半ば～3%台半ばのレンジで推移すると予想する。

また補助金の段階的な削減により燃料価格が上昇し、再びインフレ圧力が高まるため、金融政策は緊縮的な運営が続けられよう。補助金の削減は段階的に実施される見通しであることや、経常収支赤字が小幅ながら縮小することなどを踏まえると、2013年半ば以降ほどの大幅かつ急激な利上げにこそ至らないものの、2015年半ばごろまでに25～50bp程度の小幅な利上げが実施されると想定している。

こうした緊縮的な金融政策の運営により、内需の伸びが抑制され、追加的な引き締めの影響で、景気回復感の乏しい展開が続くだろう。みずほ総合研究所は、実質GDP成長率は、2013年の前年比+5.8%から、2014年には+5.1%、2015年には+5.2%と5%台にとどまることを予想している。

### (2) 金融市場の見通し：相場に改善の方向性は期待しづらい、今後の焦点は政策のベクトル

以上の政策及び経済見通しを基に当面の金融市場の展開を予測すると、即効性のある対策が実施されず、経済ファンダメンタルズの明確な改善の方向性は期待しづらい中で、ルピアは、こう着感の強い相場展開となるだろう。また、株価はこれまで政治相場の中で、経済ファンダメンタルズから乖離して割高感が続いてきたが、政治相場から経済相場への移行に伴いファンダメンタルズへの回帰が進めば下落に転じるだろう。

当面の金融市場は軟調な展開が予想されるが、ジョコ氏が大統領就任後に打ち出す政策の中で、経済ファンダメンタルズの改善に対して、より積極的に取り組む姿勢が打ち出されれば、比較的早期に相場の潮目が変わる可能性もある。

具体的には、ジョコ氏が今後の政策方針で、現在打ち出している保護主義的なスタンスを修正し、課題解決に資する政策を打ち出してくるかどうか注目される。短期的に経常収支に与える影響が大きいのは、まず燃料補助金の抜本的な削減であり、次いで鉱物資源に対する輸出規制の解除である。それらが実現できれば、経常収支赤字の大幅な改善につながることを期待される。また外資規制の強化などの保護主義的な政策、最低賃金の大幅引き上げなどポピュリズム的な政策も現状で表明されているが、これらの政策を見直せば中長期的には対内直接投資の誘致につながる。

こうした政策の実行力を左右するポイントとして、政界再編の動向も重要である。前述したとおり、国会選挙でジョコ氏の属するPDI-Pの得票率は伸び悩み、現時点で連立与党の議席割合は37%と過半数に満たない。このため、議会の承認が必要となる政策の実効性を疑問視する声も多い。ただし、8月21日の憲法裁判所の判決を受けて、第2党のゴルカル党やイスラム政党などのいくつかの政党が与党入り

への関心を示しているとの現地報道もある<sup>10</sup>。仮にゴルカル党が連立与党入りすれば、議席の53.2%と過半数超を獲得することになる。こうした政界再編の結果、政策の実行性が強まるだろう。

今後、10月のジョコ次期大統領就任に向けて政党再編が動き出し連立与党の議席割合が半数を超え、また就任後の所信表明演説などで改革姿勢が明確に打ち出され、市場関係者が経済ファンダメンタルズの改善に確信を持てる状況となれば、金融市場は再び上昇基調に転じる展開が予想される。

#### 【参考文献】

菊池しのぶ（2013）「インドネシア経済に変調の兆し～背景には投資不足による供給制約の問題」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2013年5月16日）

菊池しのぶ（2014）「インドネシアの燃料補助金の弊害～中長期的な視点から抜本的な改革が求められる」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2014年3月26日）

---

<sup>1</sup> 燃料補助金制度とは、スカルノ政権期において、燃料価格の急激な上昇から国民を守るために導入された制度で、現在まで続いている。この制度の下、政府は国有石油会社プルトaminaに燃料補助金を付与し、燃料の小売価格を国際市況よりも低く抑えている。燃料補助金制度の詳細は、菊池（2014）参照。

<sup>2</sup> 2014年7月2日付のJakarta Post “Jokowi gets warm welcome from financial market”によると、チャティブ・バスリ現財務大臣も、同じような趣旨のコメントを残している。

<sup>3</sup> 経常収支赤字の拡大やインフレ等の状況については、菊池（2013）参照。

<sup>4</sup> なお、2014年以降の実質GDP成長率の減速幅は大きいだが、この背景には、2014年1月以降実施されている鉱物資源に対する輸出規制による輸出減少の影響が強く出たことがある。

<sup>5</sup> 2014年8月12日付のJakarta Globe “Jokowi Asks for Japan’s Help on Infrastructure Projects”は、日本の岸田外相とジョコ氏との会談におけるジョコ氏の発言について、「ジョコ氏は法律と憲法を順守するとし、憲法においてインドネシアの天然資源はインドネシア国民の利益に供するように利用されるべきだとコメントしている。」「ジョコ氏は、この件について関係者と話し合うとする一方で、この問題についてはすべての関係者を満足させることは難しいだろうとし、過度な期待を持つことをけん制した。」等と記述した。

<sup>6</sup> 2014年7月24日付のFinancial Times “Joko Widodo to cut Indonesia’s \$21bn fuel subsidy bill ‘gradually’”では、「投資家は、10月の私の就任後すぐに財政政策が劇的に変わることを期待すべきではない。」「私は、燃料補助金の削減が課題だと考えるが、それは段階的に行われなければならないと考えている。」などのコメント等を引用して、ジョコ氏の政策スタンスが明らかにされている。

<sup>7</sup> 道路、空港、港湾、発電所など、インフラを整備するためには、土地の収用が必要となる。インドネシアでは、しばしばこの土地収用がうまく進まないことからインフラ整備が難航・遅延し問題となった事例がみられる。

<sup>8</sup> 2014年8月1日付のJakarta Post “Jokowi to prioritize basic infrastructure”を参照。

<sup>9</sup> 金・銅採掘大手のフリーポート社が、2014年8月から輸出を再開したと発表した。別の大手、ニューモント社は政府との間で輸出条件について交渉中である。なお、本件につき現地エコノミストにヒアリングしたところ、「経常収支赤字の問題の背景にあるのは、燃料補助金による石油の赤字拡大等であり、鉱物資源大手の1社が輸出を再開したところで経常収支を大幅に改善させるとみることが難しい」とのコメントが得られた。

<sup>10</sup> 2014年8月18日付のChannel News Asia “Fight for Golkar leadership could impact Jokowi’s govt”によると、複数のゴルカル党幹部は、10月に党大会を開催し、アプリザル・バクリー現党首を失脚させて新しい党首を打ち立て、政権与党入りを果たすべく取り組んでいるようだ。