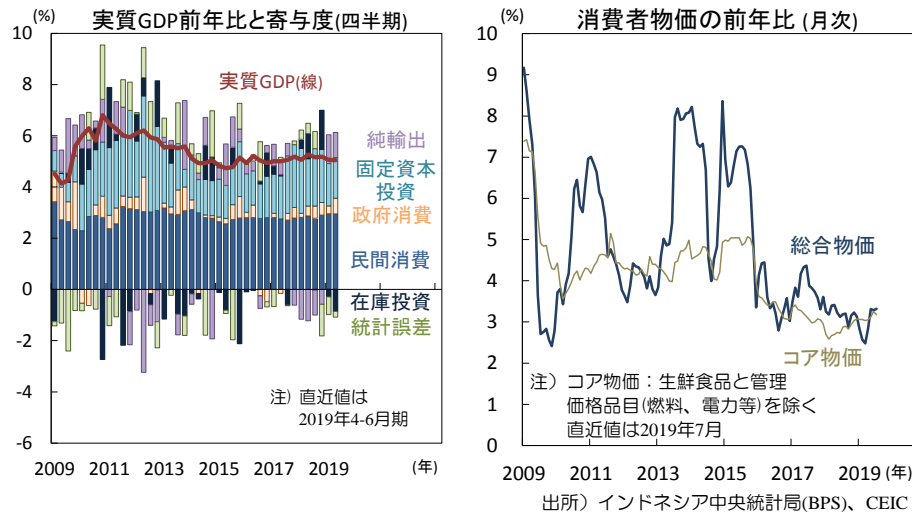


## インドネシア:鈍化する景気の下で、市場の予想外の連続利下げを実施

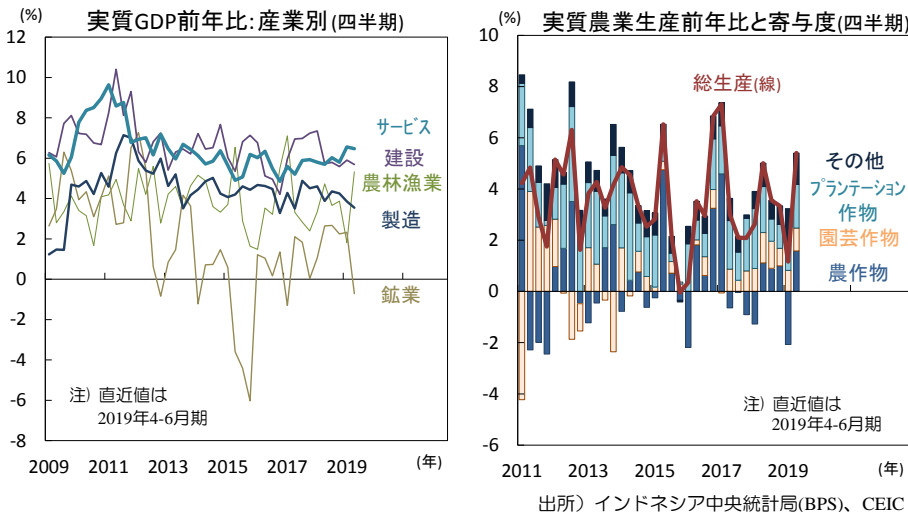
【図1】4-6月期のGDP成長率は約2年ぶりの水準に低下(左)



景気が減速を続ける中、インドネシア銀行(BI)は景気の下支えに向けて利下げを実施。先月22日には2回連続となる政策金利の引下げ(5.75%→5.5%)を決定しました。

足元の景気は冴えません。政府が先月5日に公表した4-6月期の実質GDPは前年比+5.0%と、前期の+5.1%より減速しました。需要側では、投資が勢いを欠いたものの、4月の選挙にかけて家計消費と政府消費が加速したため、内需(在庫投資を除く)が+5.2ポイント(pt)と前期の+4.9ptより改善。純輸出も+1.0ptと前期の+1.1ptとほぼ変わらなかった一方で、在庫投資が▲0.9ptと前期の▲0.3ptより下げ幅を広げ、成長率を押下げました(図1左)。民間消費は前年比+5.4%と前期の+5.3%より上昇。家計消費が同+5.2%と前期の+5.0%を上回りました。落ち着いた物価や良好な雇用環境に加え、断食明け大祭(レバラン)時の支出、選挙関連支出、政府による低所得家計向け社会保障支出と公務員特別賞与などが同消費を押し上げ。自動車販売が低迷したものの、食品、衣服・履物などの非耐久財や保健・教育、飲食・宿泊などのサービス消費が伸びました。

【図2】鈍化する製造業生産(左)、回復した農作物生産(右)



対家計非営利団体(NPISH)の支出は同+15.3%と前期の+16.9%を下回りつつ好調。4月の大統領選挙と総選挙にかけて政党による選挙関連支出が拡大した影響です。政府消費は同+8.2%と前期の+5.2%より加速。選挙期間に向けて、政府の社会保障関連支出が加速しました。固定資本投資は同+5.0%と前期と同率でした。設備投資が同+9.9%と前期の+8.4%より加速したものの、建設投資が同+5.5%と前期と同率とやや軟調。大型インフラ投資が一巡したことによります。また、知的財産権や育成生物資源への投資が落込み、業務用車両購入も同+0.0%と軟調。鉱業やインフラ部門の投資ブームの終息が背景です。外需では、海外景気の鈍化等を受けて総輸出が同▲1.8%と前期の▲1.9%に続きマイナスの伸びとなり、総輸入は同▲6.7%と前期の▲7.4%より下げ幅が縮小。この結果、純輸出の寄与度は+1.0ptと前期の+1.1ptより小幅に縮小しました。

生産側では家計消費の伸び等を背景にサービス部門が堅調に拡大し農林漁業も加速したものの、冴えない投資や低迷する輸出等を背景に製造業や建設業が鈍化しました。

## ● 自動車販売や輸出の低迷を受けて製造業生産が鈍化

農林漁業は同+5.3%と前期の+1.8%より加速しました(図2右)。農作物が同+5.1%と前期の▲5.9%より反発。収穫のピークが前年の3月から4月に後ずれたことが背景です。一時的な収穫期のズレの影響を除くために今年1-6月期の農作物生産を計算すると、同▲0.4%と昨年10-12月期の+4.5%より鈍化。雨不足の影響とみられます。

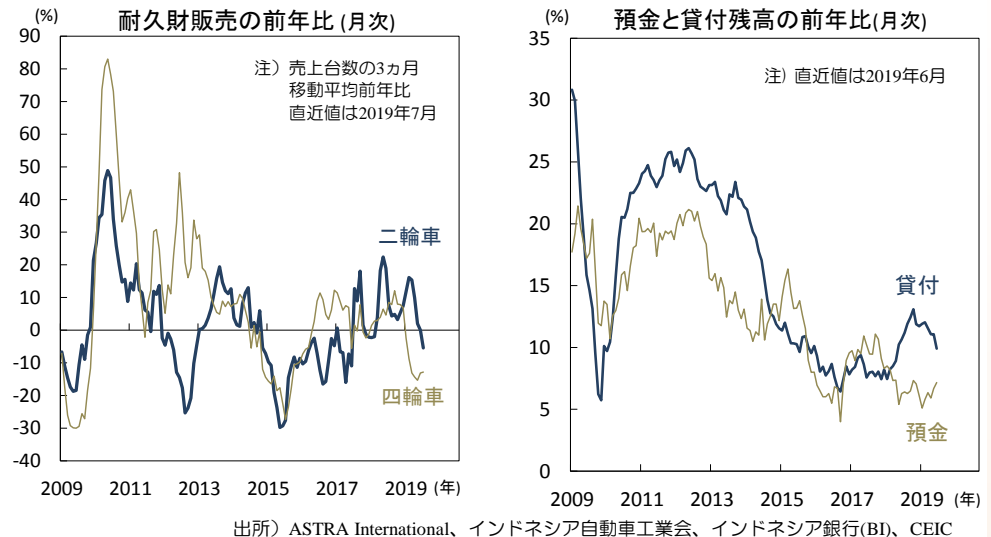
鉱業は同▲0.7%と前期の+2.3%より反落。石油・ガスや銅など鉱石類の下げ幅が拡大した影響です。製造業は同+3.5%と前期の+3.9%より鈍化。食品や衣服が堅調に伸びたものの、その他多くの部門が減速しました。繊維・衣服は+20.7%と前期の+19.0%に続き好調。堅調な家計消費や、米中貿易摩擦に伴う米国向け輸出の伸びが背景です。レバラン休暇期の消費の伸びを受けて、食品も同+8.0%と前期の+6.8%より加速しました。運輸機器は同▲3.7%と前期の▲6.6%に続くマイナスの伸び。家計による二輪車・四輪車購入や企業による業務用車両購入の低迷によります(図3左)。軟調な建設投資を背景に卑金属が減速し、非金属鉱業製品もマイナスの伸び。輸出の低迷を受けて電子や化学が鈍化し、ゴム・製品の下げ幅も拡大しました。公益は同+2.2%と前期の+4.1%より鈍化。電力が減速し、ガス供給もマイナスの伸びとなりました。

## ● 今年通年の経済成長率は昨年より鈍化する見込み

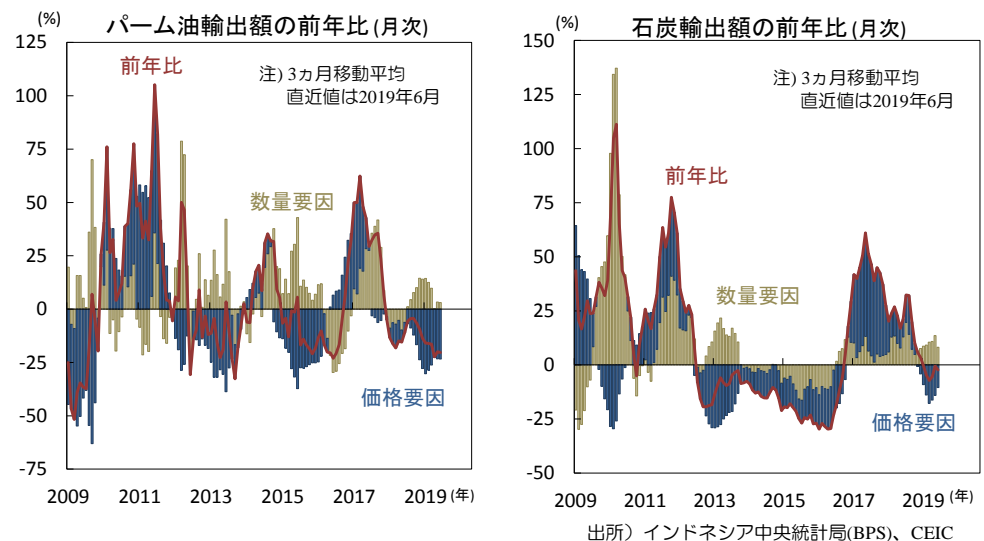
建設業は同+5.7%と前期の+5.9%より鈍化。大型インフラ投資の一巡等によります。サービス部門は同+6.5%と前期の+6.6%よりやや鈍化しつつ堅調でした。デジタル産業の急発展を背景に情報通信が同+9.6%と前期の+9.1%より加速し、新設のインフラが稼働を始める中で運輸・倉庫も同+5.8%と前期の+5.3%より上昇。政府の経常歳出の加速を受けて公共サービス等が同+8.8%と前期の+6.4%を上回りました。卸売・小売や宿泊・飲食や金融・保険が鈍化したものの、不動産、教育、保健などは加速しました。

今後も落ち着いた物価や堅調な雇用が家計消費を支えるものの、選挙関連支出による押し上げがはく落し社会保障支出も前半の前倒し執行の反動で鈍化し、消費の重しとなるでしょう。選挙前の政治的不透明感から先送りされてきた民間投資は、今後徐々に回復する見込み。政府による新規のインフラ投資も始まるものの、成長率を押し上げるのは来年初以降とみられます。一方、輸出の低迷と交易条件の悪化は今後も景気の重しとなるでしょう(図4)。世界的な天然ガスの過剰供給が石炭需要を下押ししており、マレーシアによる生産拡大に伴って同国のパーム油在庫は増加し国際価格を押下げています。今年通年の成長率は+5.1%前後と昨年の+5.2%を下回ると予想されます。

## 【図3】 低迷する二輪・四輪車販売(左)、低迷する預金の伸び(右)



## 【図4】 パーム原油や石炭の価格が低迷し、輸出額を押下げ



## ● 市場の予想外の連続利下げに踏み切った中央銀行

冒頭で記述のとおり、BIは先月22日に政策金利を5.75%から5.5%に引下げ(図5左)。Bloomberg集計では34社中21社が据置きを予想と、市場の予想外の連続利下げでした。

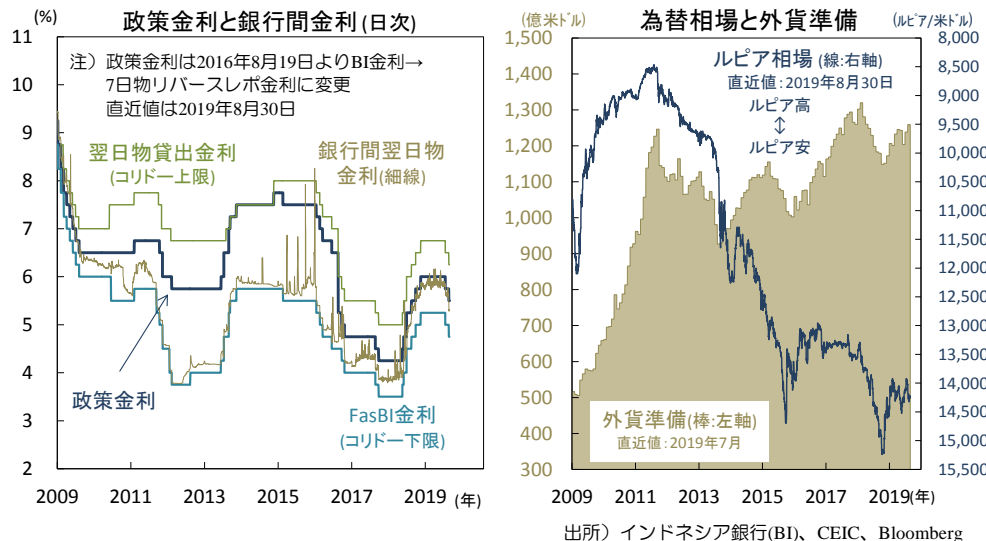
昨年は世界的な新興国からの資本流出に伴ってルピアが対米ドルで▲5.7%下落(図5右)。BIは昨年5月から11月にかけて政策金利を累計1.75%pt引上げてルピア相場の安定化を図りました。その後は7ヵ月連続で金利を据置き、前回7月の会合で利下げを開始(6%→5.75%)。しかし、8月初より米中通商対立に伴ってリスク回避の動きが広まり国債市場から資本が流出したため(図6左)、市場参加者の多くはBIが金利を据置きと予想しました。市場の予想外の連続利下げは、景気下振れのリスクを重視したものとみられます。BIの声明は、(a)落ち着いたインフレ率、(b)対外収支の安定を保つのに十分な実質金利の水準、(c)世界景気減速から国内景気を守るための予防的な措置の必要性等が今回の利下げの背景であったことを示唆しました。声明は、今年の成長率は予想の中央値(+5.2%)を下回った後に来年は予想の中央値(+5.3%)に加速し、今年の消費者物価上昇率は目標の中央値(+3.5%)を下回る一方で来年は目標内(+2~4%)で推移すると記述。落ち着いた物価の下で低迷する景気を支えようとしている模様です。

## ● 来年初にかけてあと2回、追加利下げを実施か

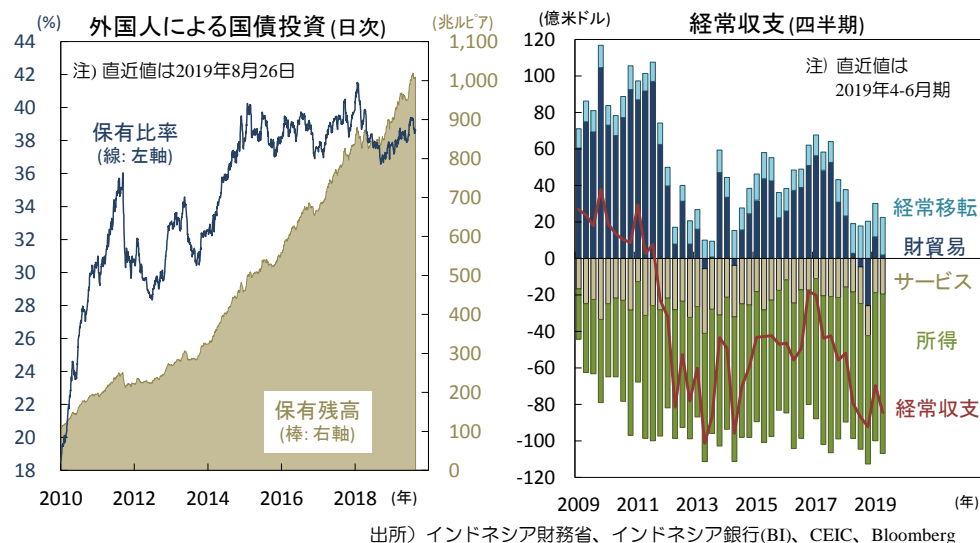
BIの声明は、今年と来年の経常収支のGDP比は昨年と同水準の2.5~3.0%になると予想。「昨年水準を下回り」とした前回声明の予想を修正しました。一方、同国の健全な経済と魅力的な投資収益率や、主要先進国の金融緩和を背景にした資本流入が今後もルピア相場を安定化すると記述。経常赤字の縮小は当初期待した通りには進まないものの、十分な資本流入が国際収支を黒字に保つと考えている模様です。

声明は、今後も経済成長を加速させるために緩和的な政策の組合せを維持すると記述。「政策の組合せ」は、金融政策とマクロ健全性規制を指す模様です。声明は、金融システムの安定性が維持されており、緩和的なマクロ健全性政策を維持し貸付の伸びを促す余地が十分にあると記述。足元では預金の伸びが貸付を下回り(図3右)銀行の預貸率は上昇しており、債券発行・投資も含む広義の預貸率を規制するマクロ健全性仲介率(RIM)の緩和や預金準備率の引下げが検討されているとみられます。BIは、今後もルピア相場の安定に配慮しつつ、来年初にかけて累計2回の追加利下げを行うと予想されます。また、銀行貸出を促し利下げの効果の浸透を図るために、併せて預金準備率の引下げとRIM規制の緩和を行う可能性が高いと考えられます。(入村)

【図5】ルピアは昨年対米ドルで5.7%下落した後安定化(右)



【図6】8月上旬には国債市場から資本が流出(左)



### ・本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJ国際投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮しておりません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJ国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号  
加入協会：一般社団法人投資信託協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会