

2014年10月16日

調査レポート

インドネシア経済の現状と今後の展望

～ ジョコ・ウィド新大統領のもとで、どう変わるのか？ ～

インドネシア経済は、最近10年間、概ね5～6%の成長率を維持しており、他の主要な新興国に比べると際立って安定感がある。

近年の景気堅調の原動力は、個人消費の底堅さである。個人消費拡大の主な牽引役は、オートバイの販売増加であったが、最近はやや足踏み状態となり、代わって、自動車の販売が急激に伸びている。

2000年代以降のインドネシアの投資を盛り上げてきた大きな要因は、コモディティーブームを背景とする外資企業による鉱山開発投資と、国内消費拡大に対応した内需向け生産設備投資の増加である。

2004年以降のインドネシア経済の堅調さを支えた要因として、為替相場の大きな変動がなく物価と金利が低位安定していたことも見逃せない。しかし、2013年に入ると、インフレ圧力増大・経常赤字拡大が顕著になったため、政策金利は上げられた。これを受けて、足元の景気は鈍化傾向にある。

インドネシアの財政は、赤字幅や債務残高はそれほど大きくないが、支出構造に問題がある。特に問題視されているのは、燃料補助金である。補助金によってガソリン価格が引き下げられ、それが、過剰な消費・輸入を誘発し経常赤字拡大の主因になっていると批判されている。

インドネシアの政情安定と経済の堅調さから、一時下火になったインドネシアへの日本企業の関心は再び急速に高まってきた。対インドネシア投資の最大の魅力は、世界第四位の人口を背景とする消費市場の潜在力である。一方、生産拠点としてのインドネシアは、インフラのキャパシティー不足や労働者の教育訓練不足といったボトルネックを抱えている。これを解消することが、インドネシア経済の今後の発展のカギを握る。

2014年10月に新大統領に就任するジョコ・ウィド氏は、過去の大統領とは違う庶民派であるが、安易なポピュリズム的バラマキは避け、むしろ、財政規律を維持しつつインフラ整備資金を捻出するため、燃料補助金削減を実施しようとしている。しかし、新大統領の出身母体の闘争民主党は国会議席の2割弱を占めるにとどまっており、国会運営に苦戦するとの見方も強く、財政改革の先行きは予断を許さない情勢である。

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 主任研究員 堀江 正人

〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL: 03-6733-1070

はじめに ～ 世界の新興国の中でも堅調さが目立つインドネシア経済

世界の主要な新興国の中で、インドネシア経済の堅調さが注目されている。

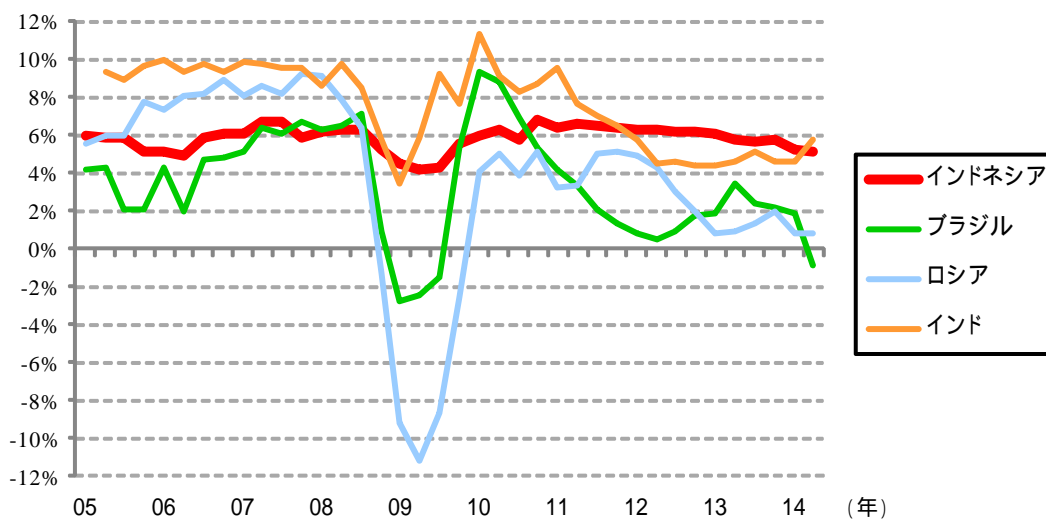
新興国経済は、2003年から2008年前半にかけて目覚ましい成長を遂げてきたが、リーマンショック直後（2009年）に、ロシア経済やブラジル経済がマイナス成長に陥り、インドネシア経済も2011年以降急速に鈍化した。

新興国経済が次々に失速してゆく中で、インドネシア経済は、最近10年間、概ね5～6%の成長率を維持しており、他の主要な新興国に比べると際立って安定感がある。

インドネシアは、アジア通貨危機直後に、32年間続いたスハルト政権が崩壊し、政治情勢の混乱する中で、経済成長率が13.1%（1998年）とアジア域内最大の落ち込みを見せ、その後も、大統領が短期間で交代するなど政情が不安定で、経済も脆弱な状態が続いた。

しかし、2004年に初の国民直接投票により選出されたユドヨノ大統領のもとで、インドネシアの政治社会情勢は安定に向かい、それを背景に、インドネシア経済も成長軌道に復帰し堅調な拡大を続けてきた。

図表1．インドネシア、ブラジル、ロシア、インドの実質GDP成長率（前年同期比）



（出所）CEIC

そして、2014年7月には、2期10年間続いたユドヨノ政権の後を受けて、ジョコ・ウィドド前ジャカルタ特別州知事が次期大統領に選出され（2014年10月に正式就任）、2億5千万人の巨大な人口を抱える東南アジアの大国インドネシアは、庶民派の新しい大統領のもとで新たな飛躍のチャンスを迎えようとしている。

本稿では、インドネシア経済の最近の動きをレビューするとともに、今後の成長ポテンシャルと課題について検証する。

1. インドネシア経済の現状

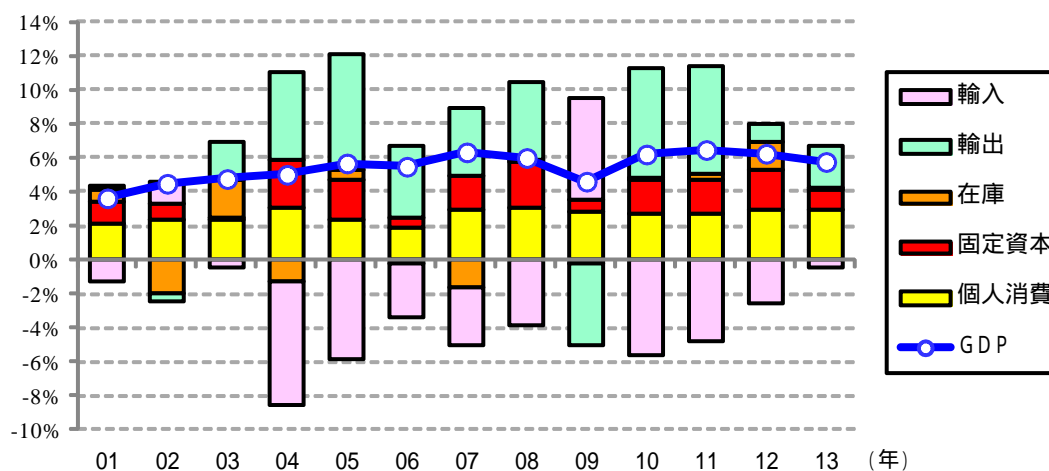
(1) 2000年代半ば以降、順調に推移してきたインドネシア経済

インドネシア経済の成長を牽引しているのは何か？経済成長率（実質 GDP 成長率）に対する需要項目別の寄与度をチェックしてみると、まず、近年の成長の基盤となっているのは、個人消費の底堅さであることがわかる。

また、政治情勢が安定していなかった 2001 年頃に比べ、ユドヨノ政権発足で政治情勢が安定化した 2004 年以降は、投資（固定資本形成）の寄与度が高まっており、さらに、資源ブームに支えられた石炭・パームオイルなどの一次産品輸出拡大で、輸出の寄与度も 2004 年頃から大きくなってきた。

底堅い個人消費と投資の増加に支えられ、また、資源ブームによる一次産品輸出拡大にも後押しされて、インドネシア経済の成長率が高まってきた様子がうかがえる。さらに、リーマンショック直後に、外需の落ち込みを内需の伸びでカバーしていることから、内需がインドネシア経済の安定を支えていることも読み取れる。

図表 2 . インドネシアの実質 GDP 成長率と需要項目別寄与度



(出所) CEIC

最近 10 年間のインドネシア経済の成長率は、アジア通貨危機以前の 1990 年代前半の経済成長率（7～8%台）と比較すれば、やや低いですが、これは、必ずしも近年の経済の弱体化を意味するものではなく、むしろ、経済体質はアジア通貨危機前よりも健全化している。アジア通貨危機以前は、為替相場が硬直的に運営されていたため、為替リスクが事実上ないような状況下で野放図な海外資金の取入れが行われ、こうした金融バブルが経済の高成長を支えていた。そのような不健全な経済運営を続けたゆえに、アジア通貨危機による為替相場暴落で一挙に経済破綻に陥ったのである。これに対して、近年では、変動為替相場制とインフレーターゲティング制が導入されており、金融政策の健全性・透明性が向上している。また、金融機関の整理・統合を経て銀行部門も健全化されており、かつてのように

野放図な対外借入が再現するリスクは低下している。こうしたことを考えると、最近の経済成長率がアジア通貨危機前より低いとは言っても、経済構造自体は、より持続可能で健全なものになったと見るべきだろう。

ただ、最近の景気動向を見ると、内需主導型の景気拡大が続く中で経常収支が赤字に陥っており、これを危惧する当局が、2013年夏以降、金融政策を引き締めモードに転換し、その影響で足元の景気は鈍化傾向にある。2010年から2012年にかけて、年間経済成長率は、3年連続で6%を上回ったが、2013年は6%を下回り、2014年4-6月の成長率（前年同期比）は5.1%と、景気の鈍化傾向が鮮明となっている。

（2）他の新興国を上回るインドネシアの株価上昇率

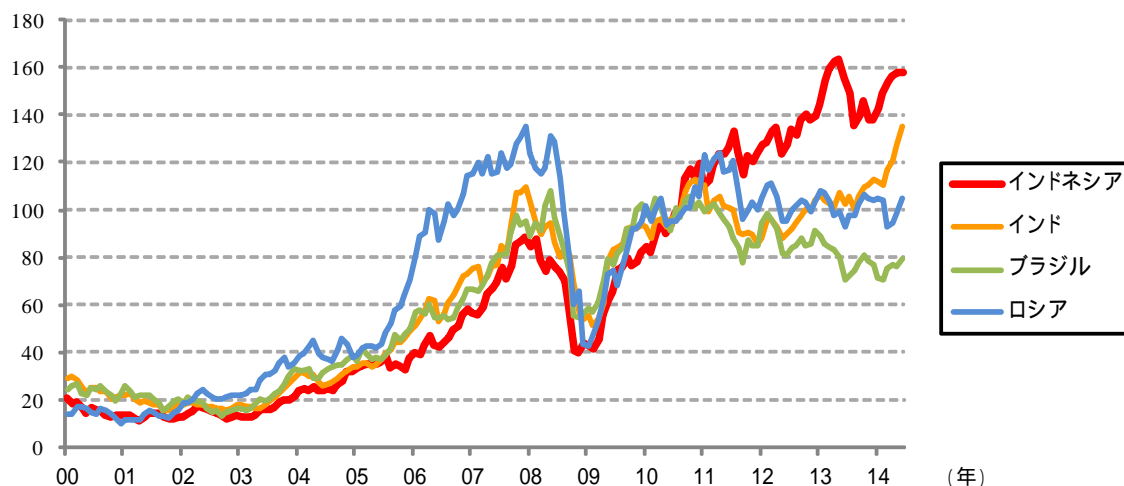
2000年以降のインドネシアの株価の動きを見ると、2003年頃から上昇局面に入ったことが読み取れる。この株価上昇は、先進国における低金利と世界的な新興国ブームというグローバル要因による影響が大きいと見られる。それは、インドネシアだけでなく他の新興国の株価もほぼ同じタイミングで上昇していることからもうかがえる。

リーマンショック発生直後の2008年秋に、インドネシアの株価は、他の新興国と同様に大きく下落し、その後の回復局面では、他の新興国と同様に、2009年前半をボトムにV字型のドラスティックな回復を遂げた。

2011年以降の株価の動きを見ると、他の主要な新興経済大国がやや頭打ちもしくは下落傾向であったのに対し、インドネシアは上昇傾向が続いた。こうした株価の動きは、インドネシアの政治社会情勢や実体経済が投資家の予想以上に良好なため、インドネシア市場に対する人気が他の新興国よりも高まったことを示すものと考えられる。

つまり、世界的な新興国ブームが一服し、グローバル要因による株価上昇圧力が失われているにもかかわらず、インドネシアは、堅調な国内経済というカントリースペシフィック要因によって、株価の高水準な状態が持続していることが読み取れる。

図表3．インドネシア、インド、ブラジル、ロシアの株価（2010年平均＝100として指数表示）



（出所）CEIC

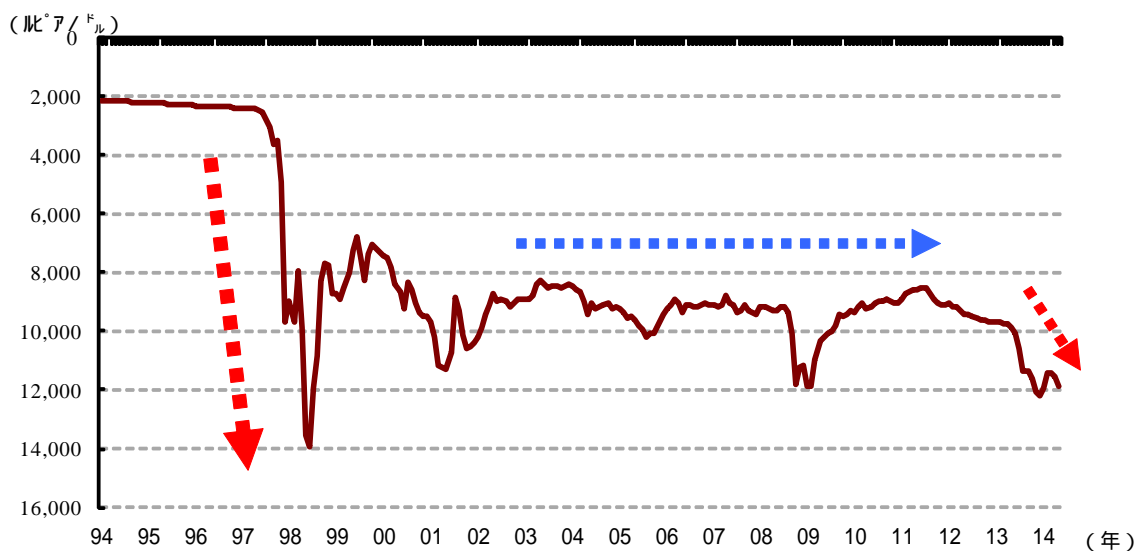
(3) インドネシア経済の堅調さの源泉は為替相場の安定

インドネシア経済の最近 10 年間の堅調さを支えた大きな要因として、為替相場の大きな変動がなく物価・金利が低位安定していたことが見逃せないであろう。

1990 年代前半にもルピア為替相場は安定していたが、当時の為替相場は変動が人為的に抑制され硬直的に運営されていたため、為替リスクが事実上ないと見做され、海外からインドネシアへの過剰な資金流入が発生し、バブルが膨らんでしまった。

アジア通貨危機発生でバブルが崩壊し、インドネシア経済が破綻状態となった後、ルピアは変動相場制に移行し、スハルト政権崩壊後の政治社会情勢混乱の中で、相場は短期間で 1/7 にまで暴落した。その後、ポスト・スハルト政治体制確立への過渡期にあたる 1999 ~ 2001 年にかけては、政治社会情勢が不安定化し、それを反映して、為替相場は、「ローラーコースター状態」となって大幅に変動した。しかし、ユドヨノ政権が発足した 2004 年以降は、社会情勢の安定と投資家の信認回復を背景に、ルピア相場は安定した。2008 年のリーマンショックによってルピア為替相場は一時的に下落したが、2009 年末には、リーマンショック前の水準に回復した。このように、ルピアの為替相場が 2004 年以降（リーマンショック直後を除けば）安定的に推移してきた理由は、まず、ユドヨノ政権下での政治社会情勢安定化であり、さらに、世界的なコモディティ価格上昇で石炭やパームオイルなどの輸出が急増し経常黒字が増加したことも影響したと考えられる。

図表 4 . ルピアの対米ドル為替相場の推移



(出所) CEIC

ただ、2013 年夏には、米国の金融緩和縮小観測やインドネシアの経常収支赤字拡大などを背景に為替相場は短期間で急激に下落し、2013 年末には、為替相場はリーマンショック発生後の水準にほぼ等しい 1 ドル = 12,000 ルピア台まで下落した。

急激なルピア安は、急速な物価上昇・金利上昇をもたらし、内需依存型のインドネシア

経済に打撃を与えると危惧されている。足元のファンダメンタルズを見れば、経常赤字が拡大し、景気も鈍化している。これは、ルピアにさらなる下落圧力がかかる余地のあることを示唆するものと言える。もしルピア安が一層進んだ場合には、物価・金利上昇が加速し、それが景気をさらに鈍化させる可能性があると考えられる。

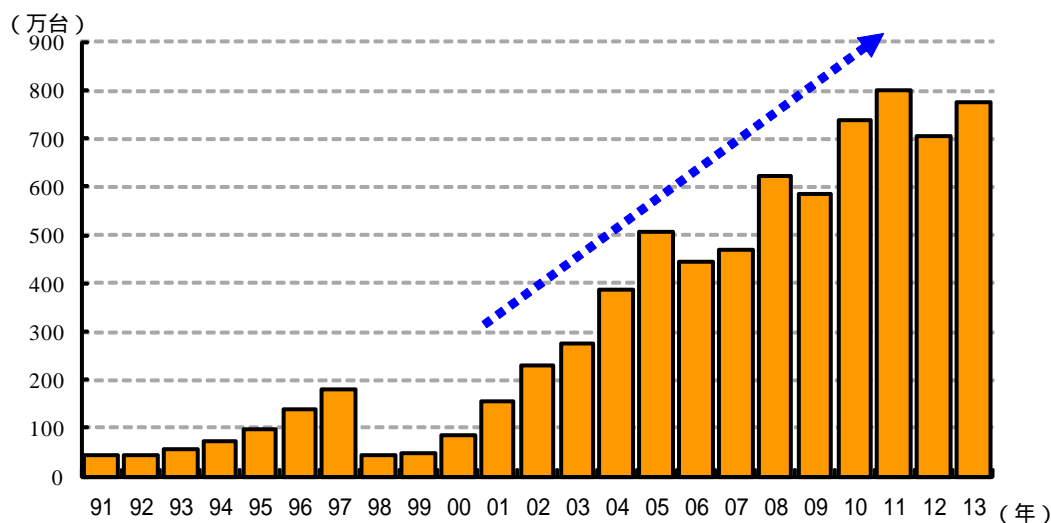
(4) 個人消費拡大の牽引役となった二輪車・四輪車の販売増加

インドネシアの個人消費拡大の牽引役を果たしてきたのは、インドネシア国民の日常の交通手段として不可欠な耐久消費財である二輪車(オートバイ)の販売台数増加であった。

二輪車販売台数は、アジア通貨危機発生直後の1998年に前年の1/4以下に激減したが、それ以降は右肩上がりの増加に転じた。その後の二輪車販売台数は、2006年には燃料価格高騰、2009年にはリーマンショックの影響を受け、それぞれ前年実績を下回ったが、トレンドとして拡大傾向を持続してきた。二輪車販売台数の拡大を支えてきた要因として、まず、前述のように為替相場が安定的に推移してきたことでインフレ率・金利が低水準に保たれ、それを背景として二輪車購入口ーンが拡大してきたことがあげられる。また、ジャワ島以外の地域(外島部)については、世界的な一次産品価格高騰を受けて、スマトラ島のパームオイル、カリマンタン島の石炭といった一次産品の生産・輸出が好調であり、これによる雇用・所得環境の好転が二輪車販売の増加に寄与したと見られている。

ただ、足元の二輪車販売は足踏み傾向が見られ、2012年は前年を下回り、2013年も2011年の水準には届いていない。2012年については、二輪車購入口ーンの野放図な拡大を危惧した当局がローンの頭金比率を高める規制を導入したことが影響しており、また、2013年については、政府が燃料補助金を削減したためガソリン価格が大幅に上昇したことが影響した。

図表5. インドネシアの二輪車販売台数の推移

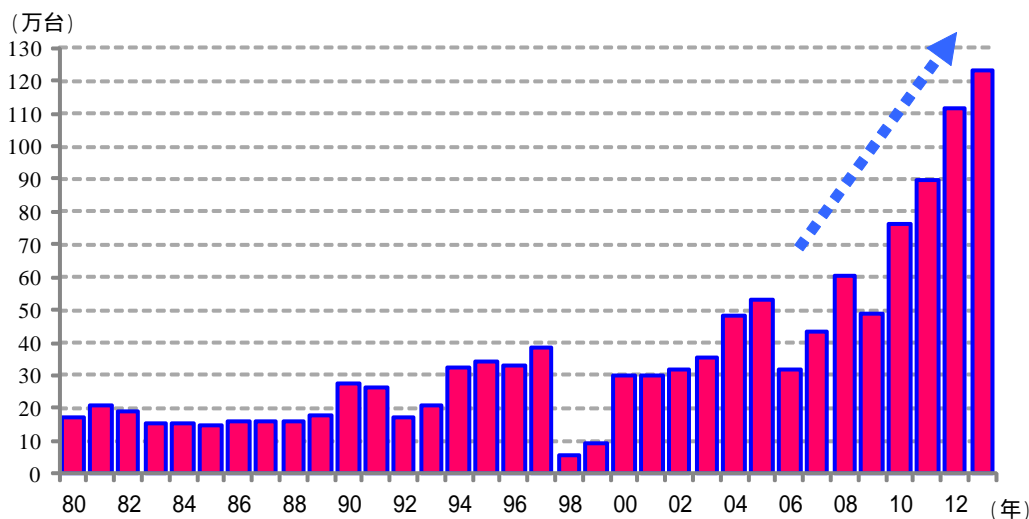


(出所) CEIC

二輪車の販売台数が足元で停滞しているのとは対照的に、急速に販売台数を伸ばしているのが四輪車（自動車）である。四輪車の年間販売台数を見ると、リーマンショック直後の2009年から2013年までの僅か4年間で2.5倍に急増している。

四輪車販売増加の背景として、堅調な経済成長を背景に中高所得層が増加してきたことが挙げられている。二輪車購買層は低所得層が中心であり、購入の際にローンへの依存度が高く、前述のローン規制の影響を受けやすいと見られている。一方、四輪車購買層は、中高所得層で豊富な手元資金を保有しローンへの依存度が低いため、前述のローン規制の影響を受けにくい。こうした事情から、ローン頭金規制強化で二輪車販売が失速しているにもかかわらず、四輪車販売が右肩上がりの成長を続けているものと見られる。

図表6 . インドネシアの四輪車販売台数の推移



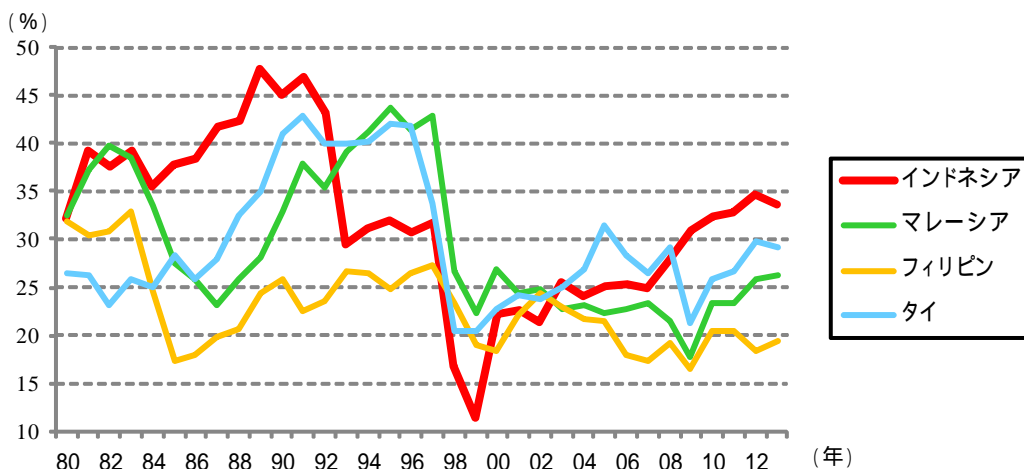
(出所) GAIKINDO

(5) 投資も中期的な拡大局面に ~ 近隣諸国よりも高い投資率

インドネシア経済は、長期的な景気循環サイクルから見ても、2000年代後半に景気拡大局面に入っていたことがうかがえる。例えば、近年のインドネシアの投資率（固定資本形成 / GDP）の動きを見ると、2004年以降上昇傾向が続いており、投資の盛り上がりインドネシア経済を押し上げる局面にあることが示されている。足元の投資率は30%を超えており、アジア通貨危機直後と比べて20%ポイントも高く、しかも、近隣のASEAN主要国を上回っている。

インドネシアの投資率は1980年代に40%を超えるほど高かったが、この時期の投資拡大を支えた要因は、まず、1970~80年代初頭の原油価格高騰であった。1974年と1979年のオイルショックによる原油価格高騰で原油輸出が急増し、産油国インドネシアに多額の外貨収入がもたらされた。この外貨収入を財源とした政府による投資の拡大が高い投資率をもたらした。しかし、その後の原油価格下落により、原油輸出ブームは萎んでいった

図表7 . ASEAN主要4カ国の投資率の推移



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2014

原油輸出ブームが去った後の投資拡大を支えたのが、外国からの直接投資流入であった。原油輸出依存型の経済成長が持続困難になったインドネシアは、国際競争力向上のため1980年代に2度の大幅な為替相場切下げを実施し、外資導入による経済成長を目指した。特に、1986年の大幅な切り下げとその後の緩やかな切り下げ継続により、インドネシアの国際競争力が向上した。折しも、プラザ合意(1985年)後の大幅な円高で打撃を受けた日本企業が、製造拠点を求めてインドネシアに進出し、こうした外資流入がインドネシアの投資拡大に寄与した。

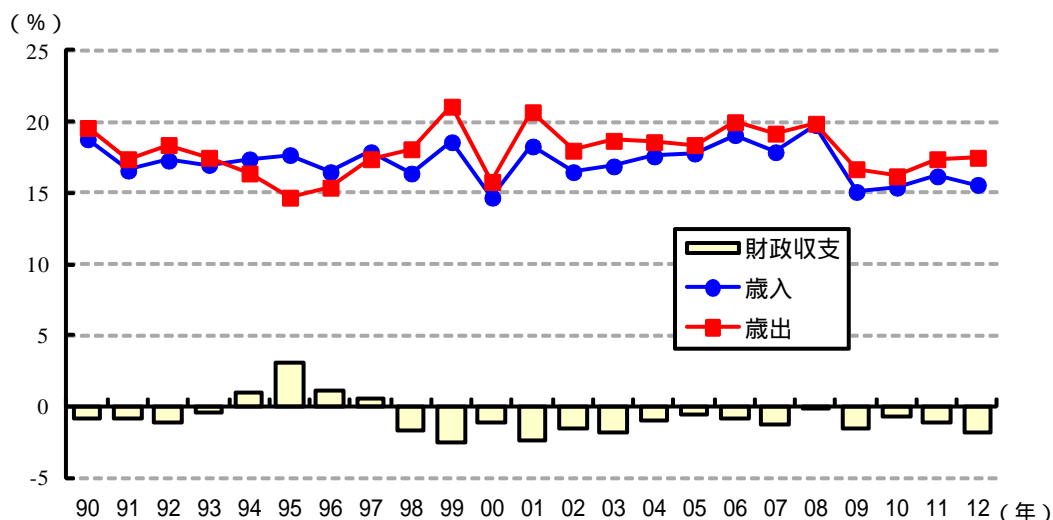
では、2000年代に入ってインドネシアの投資を盛り上げてきた原動力は何か？それは、二つの要因であると見られる。ひとつは、コモディティーブームを背景とする外資企業による鉱山開発投資であり、もうひとつは、前述の国内消費の高まりを受けた内需向け生産拡大のための設備投資の増加である。

(6) インドネシアの財政 ~ 燃料補助金の削減が大きな焦点に

インドネシアの財政収支は、アジア通貨危機による経済破綻(1998年)以来、恒常的に赤字が続いている。ただ、法律により財政赤字はGDPの3%以内と定められているため、赤字が野放図に拡大して手に負えなくなるようなことはない。

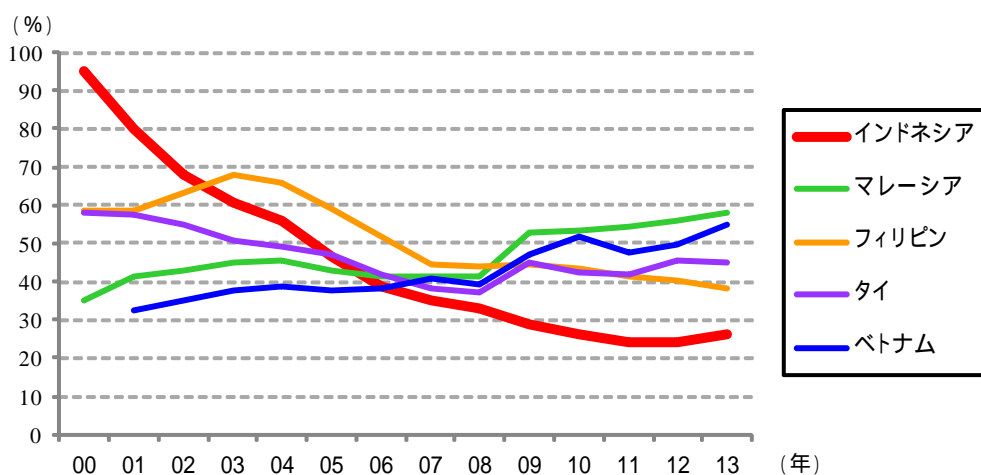
一方、政府部門の債務残高の対GDP比率を見ると、インドネシアの比率は、2000年以降、顕著に低下しており、足元では、近隣ASEAN諸国と比べてかなり低いことがわかる。

図表8 . インドネシア政府の歳入・歳出・財政収支の対GDP比率



(出所) ADB, Key Indicator for Asia and the Pacific

図表9 . アジア諸国の一般政府部門債務残高対GDP比率

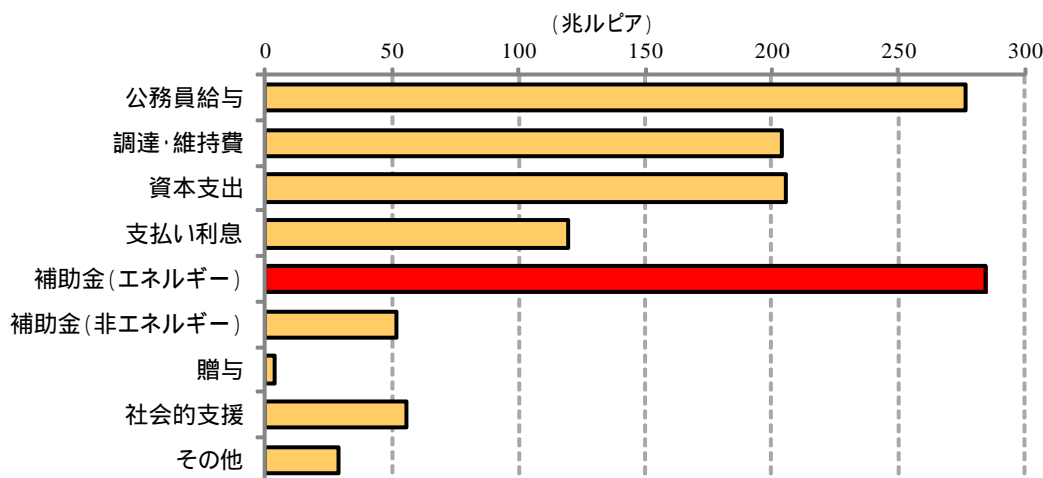


(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2014

このように、インドネシアの財政は恒常的に赤字が続いてはいるが、赤字幅は限定的であり、また、債務残高も比較的少ない。つまり、いまのところ、財政赤字や政府債務がインドネシアのマクロ経済にとってリスク要因になるような状況ではない。

インドネシアの財政の問題は、赤字幅や債務残高の大きさではなく、その支出構造にある。インドネシアの中央政府歳出の中で、最大の支出額を占める費用項目はエネルギー補助金であり、その支出額は、公務員給与や資本支出（インフラ建設費）といった費目を上回っている。

図表 10 . 2014 年度予算における中央政府歳出の主な費目別支出



(出所) Badan Pusat Statistik, Statistik Indonesia 2014

エネルギー補助金の中でも、ガソリンの小売価格を実勢価格よりも4割近く安くしている燃料補助金への批判が大きい。燃料補助金によって、市場メカニズムを無視した安い価格でガソリンが提供され、それが、過剰な消費と輸入拡大を招き、インドネシアの経常赤字拡大につながっているとの批判が強まっている。そして、財政支出の効果的な配分方法として、結果的に浪費を促すだけの燃料補助金に充てるのではなく、もっと経済効率向上につながるようなインフラ整備に充当すべきであるという声も高まっている。

2014年10月に新大統領に就任するジョコ・ウィドド氏は、過去の大統領とは違う庶民派であるが、安易なポピュリズム的バラマキとは一線を画し、インフラ整備資金を捻出するための燃料補助金削減に前向きであり、財政規律維持を重視しつつ改革を進める姿勢を見せている。しかし、燃料補助金を削減すれば、ガソリン価格高騰が引き金となってインフレ率が上昇し、それによって生活が大きな打撃を受ける低所得層の激しい反発を招く可能性があるため、政治的には難しい判断が求められる。

さらに、ジョコ・ウィドド新大統領は、出身母体の闘争民主党が国会議席の2割弱を占めるにとどまっており、国会運営に苦戦するとの見方も強く、財政改革の先行きは予断を許さない情勢である。

(7) 金融政策 ~ インフレ圧力増大と経常赤字拡大を受けて引き締めへ

前述のように、インドネシアの最近10年間の景気堅調を支えた基礎的条件として、為替相場の安定が物価と金利の低位安定につながった点が非常に重要である。ここで、2000年代以降のインドネシアのインフレ率と金利の動きをレビューしておこう。

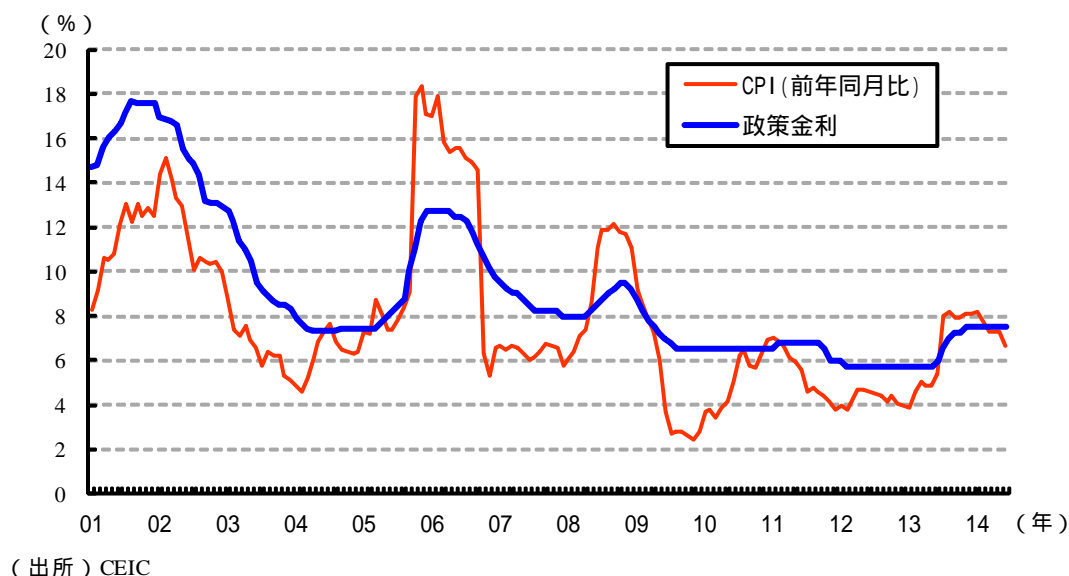
インドネシアのインフレ率(CPI上昇率:前年同月比)は、2001年に、政情不安を背景とする大幅なルピア安の影響で2桁台に上昇したが、その後、政治情勢の安定化を背景にルピア為替相場が上昇したことから、いったん1桁台に落ち着いた。

しかし、2005年10月に、政府が財政赤字削減のため燃料価格補助金を削減したことでガソリン価格が88%も上昇し、これを受けて、インフレ率は17.9%へ急上昇した。

中央銀行は、2005年6月に、インフレターゲット導入を宣言し、金融政策の運営指標を、従来のベースマネー伸び率ではなく、金利に変更することを決めた。中銀は、2005年7月に8.5%であった政策金利を、インフレ率急上昇に対応するため、2005年12月に12.75%まで引上げた。しかし、ガソリン価格上昇が前年同月比ベースでのインフレ率を押し上げたのは、値上げ後1年間だけであり、インフレ率は、2006年10月以降、1桁台に戻った。2008年には原油国際価格急騰やリーマンショックによるルピア安の影響を受けて、インフレ率は、再び2桁台に上昇した。原油価格が下落しルピア安がおさまった2009年には、インフレ率は1桁台に低下した。インフレ圧力低下を受けて、中銀は、2012年2月から2013年6月までの2年4カ月にわたり、政策金利を5.75%と過去最低水準に据え置いた。こうして、(インドネシアとしては破格の)低金利が続いたことは、インドネシアの景気を大きく押し上げるのに貢献したと言える。

しかし、2013年に入ると、インフレ圧力が高まり、中銀は政策金利を6月に0.25%、7月に0.5%それぞれ引上げた。また、7月には燃料補助金削減実施によってガソリン価格が高騰し、さらに、8月には経常赤字拡大などが懸念材料となってルピア為替相場が急落し、こうした要因から、物価上昇圧力が急速に高まった。しかも、2013年1-3月期に経常収支赤字が一層拡大したことも明らかになった。こうした動きに危機感を抱いた中銀は、政策金利を8月に0.5%、9月に0.25%、11月に0.25%それぞれ引き上げ、政策金利は、2013年11月以降7.5%に据え置かれている(2014年10月15日現在)。

図表 1 1 . インドネシアのインフレ率と政策金利の推移



中銀が、利上げによって、景気対策よりも物価や対外不均衡への対策を優先する姿勢に

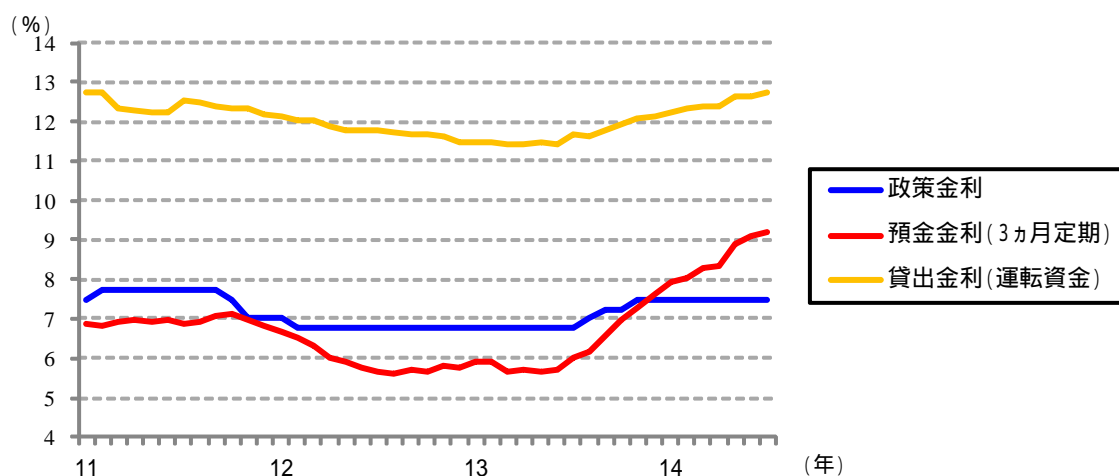
転じたことを反映し、2010年から3年連続で6%台だった経済成長率は、2013年には5%台に鈍化した。

中銀は、2014年通年ベースのインフレターゲット・レンジを4.5%±1.0%としており、2014年9月のインフレ率が4.53%であったことからインフレ率がターゲットレンジに収まる可能性があるようにも見える。しかし、それが利下げへとつながる可能性は考えにくい状況である。すなわち、今後、燃料補助金のさらなる削減によって物価が上昇する可能性が高く、また、足元で経常赤字も解消されていない。このことから、当面、利下げを実施できる環境ではないと言わざるを得ないだろう。

(8) 銀行部門の流動性逼迫が懸念要因に

インドネシアでは、最近、銀行部門で流動性逼迫が顕在化しており、それが、今後の経済成長の押し下げ要因にもなりかねないと指摘されている。すなわち、中銀の政策金利が2013年後半から据え置かれているにもかかわらず、銀行の預金・貸出金利が足元で上昇し続けているのである。なぜ、そのようなことが起きるのか？そもそも、インドネシアは、金融資産の蓄積が少なく、例えば、M2の対GDP比率を見ても、近隣アジア諸国を大幅に下回る。こうした状況下では、流動性がすぐに逼迫してしまい金利が上昇しやすい。まず、インドネシアの内需の強さを背景に企業の銀行借入ニーズが非常に高いため、貸出金利が上昇する。すると、融資拡大によって預貸率が上昇し流動性がタイトになり、これに対応して、銀行側が預金獲得による流動性確保を図るために預金金利を引き上げる。これが、現在のインドネシアの流動性逼迫と金利上昇の構図である。

図表12 . インドネシアの政策金利、預金金利、貸出金利の推移



(出所) CEIC

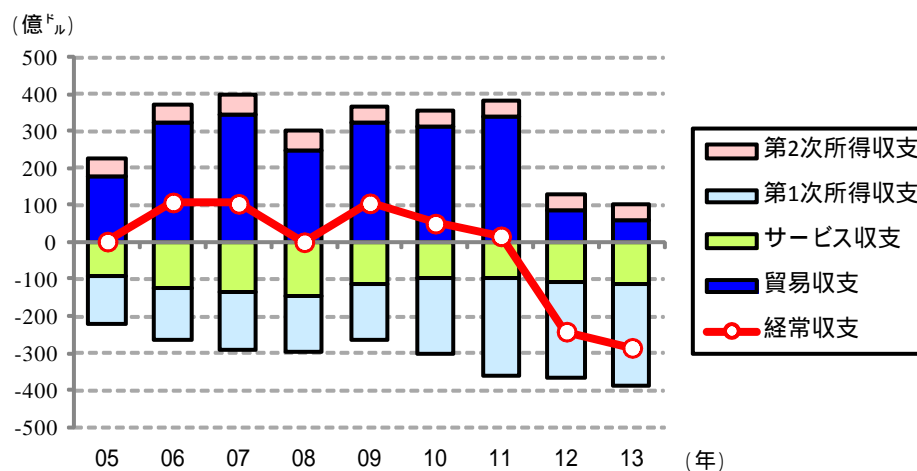
こうした状況は、銀行セクターの安定性毀損につながるリスクを孕んでいると危惧され

ている。すなわち、店舗網やブランド力などで大手行に劣る中小銀行は、貸出拡大で流動性が逼迫すれば、預金獲得のため大手行よりも高い預金金利を提示せざるを得なくなる。そうすると、高い預金金利に見合う収入を確保するために、信用力の低い中小零細企業等に高金利で貸し出すという状況に追い込まれる。これは、不良債権が発生しやすくなり、銀行経営の健全性が毀損されるリスクが高まることを意味する。インドネシアの大手行については、そうした状況に陥るリスクは低いものの、一部の脆弱な中小銀行が上記のような状況に陥れば、それが引き金となって銀行セクター全体が混乱に陥る可能性もないとは言えない。

(9) 国際収支 ～ 拡大する経常収支赤字が懸念要因に

前述のように、足元のインドネシア経済の懸念材料となっているのが大幅な経常赤字である。インドネシアの経常収支は、2011年までは概ね黒字であったが、2012年、2013年と2年連続で大幅な赤字に陥っている。

図表13．インドネシアの経常収支と主な収支項目の推移



(出所) 2013年はBank Indonesia, 2012年以前はIMF, *International Financial Statistics*

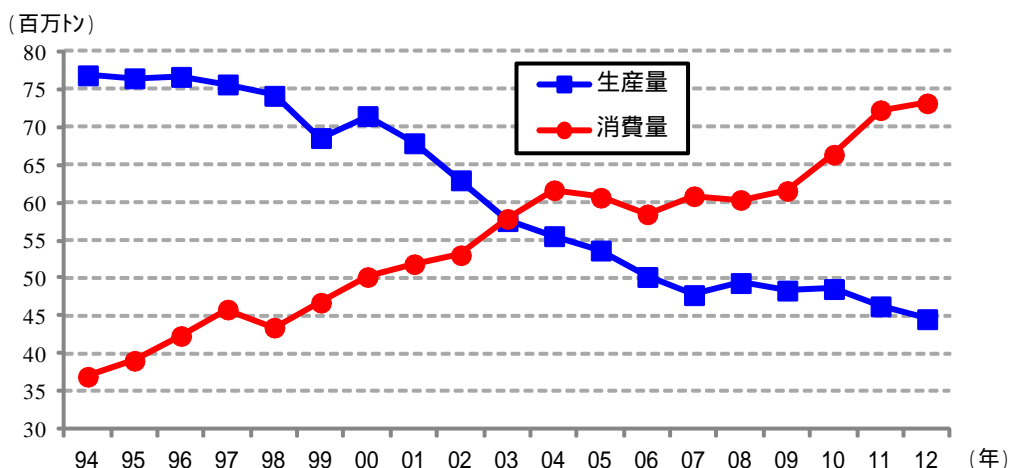
経常収支が赤字に転落した理由は、貿易黒字の急減であり、この背景については、海外要因と国内要因があげられる。海外要因とは、インドネシアの主力輸出品である石炭やパーム油など一次産品の国際価格下落による輸出低迷である。一方、国内要因とは、インドネシアの国内景気拡大を背景とする輸入増加である。

他方、経常収支赤字化をもたらす構造的な原因として、第一次所得収支が恒常的に赤字であることがあげられる。これは、実態的にはインドネシアに進出している外資企業の本国への利益送金であるから、外国からインドネシアへの直接投資残高が増えれば、それに比例して第一次所得収支赤字が増加するのはやむを得ないという側面もある。

前述のように、インドネシアは産油国であり、1970年代には原油の増産と国際価格上昇により多額の原油輸出収入を手にし、それを梃子にして高い経済成長率を達成した。しかし、1990年代末以降、インドネシアの原油生産量は油井の老朽化により減少の一途を辿っている。一方で、経済発展にともない、原油の国内消費は右肩上がりに上昇し、2004年には、ついに原油の純輸入国に転落し、2009年には、OPECから脱退せざるを得なくなった。

近年のインドネシアの経常赤字の原因は貿易黒字縮小であるが、この背景には、上述のような、原油生産減少と原油輸入拡大による原油貿易赤字という構造的な要因が絡んでおり、経常赤字を解消するためには、原油過剰消費を招くような前述の燃料補助金を削減するのはもちろんであるが、原油貿易赤字をオフセットできるだけの工業製品輸出振興を図るなどの経済構造改革が必要であると言える。

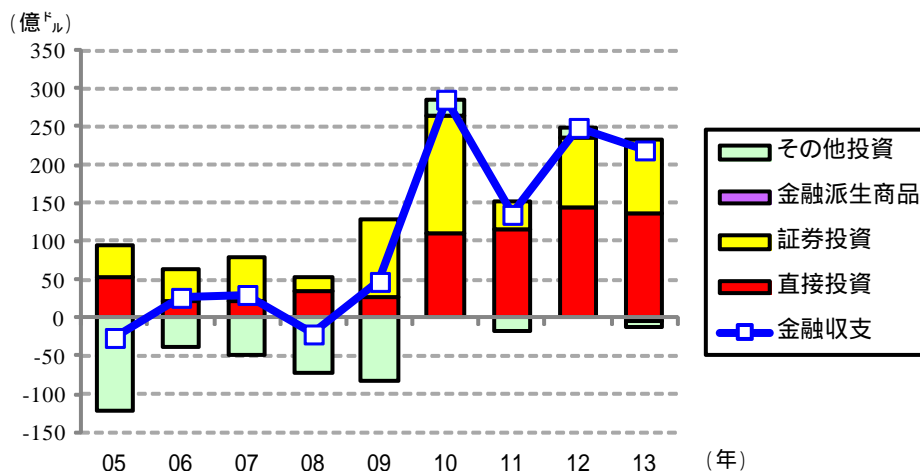
図表14．インドネシアの原油生産量・消費量の推移



(出所) BP, *Statistical Review of World Energy*(various issues)

一方、インドネシアの金融収支の最近の動きを見ると、2010年以降、黒字が大きく拡大している。この大幅な金融収支黒字は、直接投資・証券投資がともに大幅な流入超過であることが原因であり、特に、黒字の規模に大きく影響しているのが証券投資の動向である。特に、2010年の証券投資の流入超過が著しく膨らんでいる。これは、前述のように、インドネシア経済がリーマンショック後も他の主要な新興国の経済と異なり堅調に推移したことで、投資家のインドネシアに対するセンチメントが改善し、インドネシアへの証券投資が拡大したことが背景となっている。

図表 15 . インドネシアの金融収支と主な収支項目の推移



(出所) 2013年はBank Indonesia, 2012年以前はIMF, *International Financial Statistics*

インドネシアの外貨準備は、資源ブームによる経常黒字と海外からの証券投資・直接投資の流入拡大を受けて、2010年に急増した。しかし、2011年末から経常赤字に転落したことなどが転機となって、その後の外貨準備は減少に転じた。

2013年夏には、前述のように急激なルピア安が進行したため、当局は通貨防衛のためドル売りを行い、これによって外貨準備も短期間で急減した。

図表 16 . インドネシアの外貨準備の推移

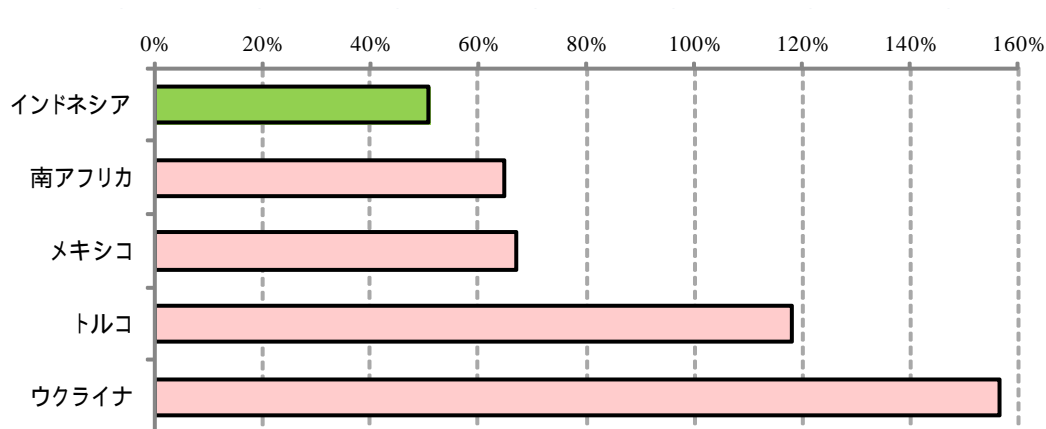


(出所) Datastream

ただ、外貨準備が減ったとはいえ、インドネシアの外貨準備水準の安全性については、今のところ、特段の問題はないと考えられる。例えば、短期対外債務残高の外貨準備に対する比率を他の新興国と比較してみよう。ウクライナやトルコのように 100% を超えるケ

ースは、当該年に支払期限が到来する短期対外債務を外貨準備保有高だけで支払えないということであり、その意味で、対外債務危機発生リスクが高いことを示している。一方、インドネシアの場合は、同数値が51%と低いため、対外債務危機発生リスクは相対的に低いと見ることができる。

図表17．短期対外債務の外貨準備に対する比率（2013年末時点）



(出所) 外貨準備はDatastream, 短期対外債務はJoint BIS-IMF-OECD-WB External Debt Hub

また、別の指標として、輸入支払能力という観点から外貨準備の安全性を検討してみても、インドネシアは、それほど問題はないと考えられる。輸入支払能力を判断する指標である外貨準備高/月間輸入額の数値は、一般的には3カ月分以上必要とされているが、インドネシアの場合は同数値が6カ月分を超えており、特段のリスクはないと言える。

2. 投資先としてのインドネシア

(1) 巨大な人口を背景とする内需が注目されるインドネシア

アジア通貨危機直後のスハルト政権崩壊の際に、インドネシアでは、暴動が多発し治安情勢が著しく悪化した。このことがトラウマとなり、多くの日本企業は、インドネシアへの警戒心を強め、インドネシアから距離を置くようになった。しかし、近年、インドネシアの政治社会情勢安定と経済の堅調ぶりから、日本企業のインドネシアへの関心が再び高まりつつある。

例えば、国際協力銀行(JBIC)の海外直接投資アンケートにおける有望国ランキング(中期的スパンで見た有望国)を見ても、インドネシアのランキングが2010年度以降急速に上昇しており、2013年度には、ついに、インドや中国を抜いて、ランキングの一位に躍り出た。

図表18. 日本の製造業が事業展開先として有望と考える国々

～ 今後3年程度のスパン ～

順位	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度
1位	中国	中国	中国	中国	中国	中国	中国	中国	インドネシア
2位	インド	インド	インド	インド	インド	インド	インド	インド	インド
3位	タイ	ベトナム	ベトナム	ベトナム	ベトナム	ベトナム	タイ	インドネシア	タイ
4位	ベトナム	タイ	タイ	ロシア	タイ	タイ	ベトナム	タイ	中国
5位	米国	米国	ロシア	タイ	ロシア	ブラジル	インドネシア	ベトナム	ベトナム
6位	ロシア	ロシア	米国	ブラジル	ブラジル	インドネシア	ブラジル	ブラジル	ブラジル
7位	韓国	ブラジル	ブラジル	米国	米国	ロシア	ロシア	メキシコ	メキシコ
8位	インドネシア	韓国	インドネシア	インドネシア	インドネシア	米国	米国	ロシア	ミャンマー
9位	ブラジル	インドネシア	韓国	韓国	韓国	韓国	マレーシア	米国	ロシア
10位	台湾	台湾	台湾	台湾	マレーシア	マレーシア	台湾	ミャンマー	米国

(出所) 国際協力銀行「海外直接投資アンケート調査結果」(各年版)

事業展開先としてインドネシアのどこが魅力なのか? 上述の JBIC アンケートにおける各国の有望理由に関する回答結果を見ると、インドネシアで回答率が最も高い項目は「今後の現地市場の成長性」であり、販売市場としてのポテンシャルの大きさが最大の魅力であることがうかがえる。

他方、上記アンケートの項目別に、インドネシアとアジア主要国(インド、タイ、中国、ベトナム)を横断的に比較してみると、インドネシアが5カ国中で最も回答率の高い項目がひとつもないことがわかる。例えば、生産の面では、回答率がタイより低く、人材の面ではベトナムを下回る。また、インフラ面ではタイに大きく引き離されている。つまり、インドネシアには、ポテンシャルの大きな国内市場という魅力はあるものの、人材、立地、インフラといった投資環境の面では、近隣諸国よりも優れた強みというものがない。このため、インドネシアは、国内市場向け生産拠点としては魅力的であっても、グローバル市場向け生産拠点としては、タイやベトナムほどの魅力はないと認識されていると言える。

図表 19 . 事業展開先として有望な理由 (アジア主要5カ国の比較)

項目	インドネシア	インド	タイ	中国	ベトナム
優秀な人材	5.1	13.5	15.7	6.6	25.3
安価な労働力	38.1	33.7	32.4	16.9	57.5
安価な部材・原材料	5.1	5.3	8.1	15.8	6.2
組立メーカーへの供給拠点	25.1	23.1	31.9	26.8	11.0
産業集積がある	14.9	11.5	31.4	25.1	8.2
他国のリスク分散の受け皿	9.3	5.3	11.9	1.6	18.5
対日輸出拠点	6.0	2.9	9.7	6.6	4.8
第三国輸出拠点	13.5	13.9	28.6	17.5	11.6
原材料調達に有利	3.3	4.3	3.2	7.1	0.7
現在の現地市場規模	30.7	25.5	34.6	61.2	12.3
今後の現地市場の成長性	84.2	87.0	60.0	67.8	66.4
現地市場の収益性	7.9	2.9	8.6	9.3	6.8
現地向け商品開発拠点	0.5	2.4	3.2	6.0	0.7
インフラが整備されている	3.7	1.4	29.7	9.8	2.7
物流サービスが発達	2.3	1.0	12.4	3.8	1.4
投資にかかる優遇税制	2.8	1.0	21.1	2.2	6.8
外資誘致政策が安定	3.3	1.4	13.5	1.1	2.7
政治・社会情勢が安定	6.5	2.9	16.2	1.6	12.3

(注1) 数字は回答した企業数の比率 (%)

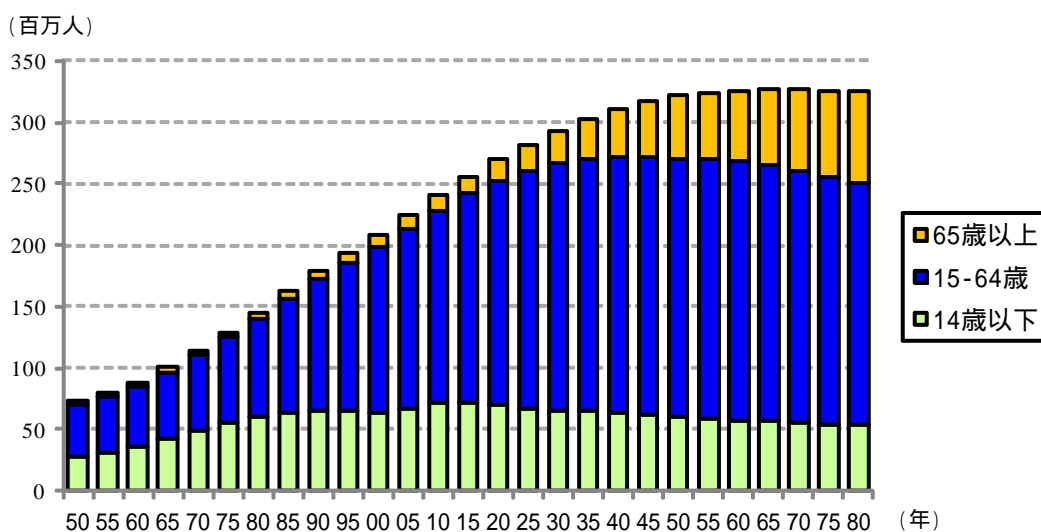
(注2) 太字の数字は当該国で最も回答率が高い項目。で囲んだ数字は、当該項目の回答率が5カ国の中で最も高いことを示す。

(出所) 国際協力銀行「2013年度海外直接投資アンケート調査結果」

インドネシアが市場として魅力が大きい理由は、その人口動態にある。インドネシアは世界第4位の人口を有し、しかも、今後も人口の伸びが期待されている。

国連の人口推計によれば、インドネシアの総人口は2070年まで増え続け、また、生産年齢人口(15-64歳)も2055年まで増え続けると予測されている。

図表 20 . インドネシアの年齢階層別人口の推移と予測



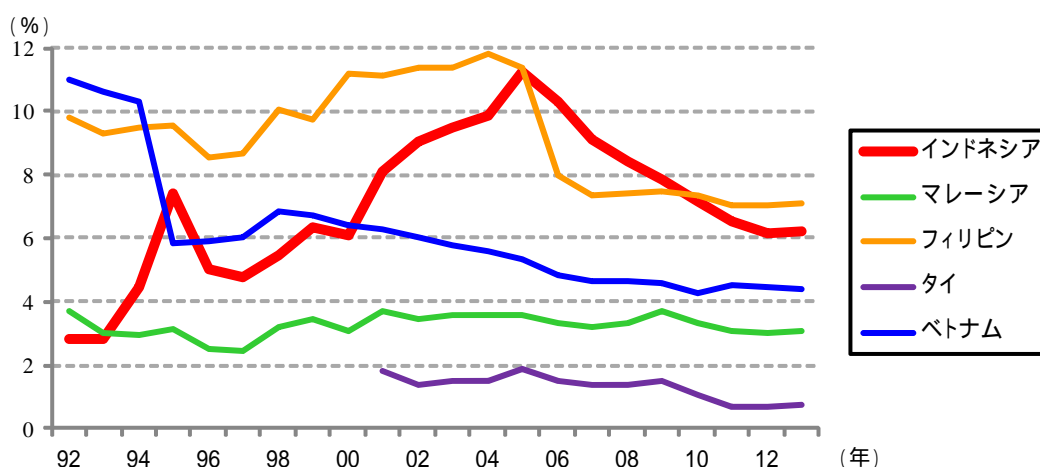
(出所) United Nations, World Population Prospects: The 2012 Revision

つまり、あと40年間、経済活動の担い手が増え続けるということであり、その意味では、

今後も経済成長と消費市場拡大のチャンスは大きいと言える。

ただ、インドネシアは、世界有数の人口大国であるが、巨大な労働力人口を有効に活用できているとは言えないのが実情である。例えば、IMFの統計によると、インドネシアは、タイ、マレーシア、ベトナム等の国々に比べて失業率が高い。インドネシアの失業率の高さは、労働需給がそれほど逼迫していないことを意味すると考えられる。ところが、2013年には、日系企業が集中する西ジャワ地域で、最低賃金が30~40%も引き上げられた。これは、新規雇用を制約し失業率低下を妨げることになり、しかも、中銀がインフレ抑制・経常赤字縮小のために実施した利上げの効果を打ち消すことにもなりかねない。

図表 2 1 . A S E A N 諸国の失業率の推移



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2014

一方、インドネシアの労働市場に関しては、失業率の高さよりも、インフォーマルセクター比率の高さがより大きな問題だと指摘されることが多い。インドネシアでは就業人口の約7割が、屋台の行商や人力車(ベチャ)ドライバーといった(個人営業主体の)インフォーマルセクターで働いていると見られ、こうしたインフォーマルセクター人口が多いということは、労働力が生産投入要素として十分に活用されていないことを意味し、インドネシア経済の潜在成長率を抑制する要因になりかねない。また、インフォーマルセクターに属する人々は、所得が低水準・不安定であることに加え、上述のような最低賃金上昇による恩恵も受けられない状況にある。したがって、インドネシアにとって、今後、インフォーマルセクターをいかにして「フォーマルセクター化」するかが大きな課題である。

(2) 生産拠点としては課題が多いインドネシア

インドネシアは、前述のように、輸出向け生産拠点としての魅力が周辺諸国よりも低いと見なされている。それは、インドネシアが急速に発展を遂げる東アジア域内での生産ネットワークに入っていないことから明らかであろう。

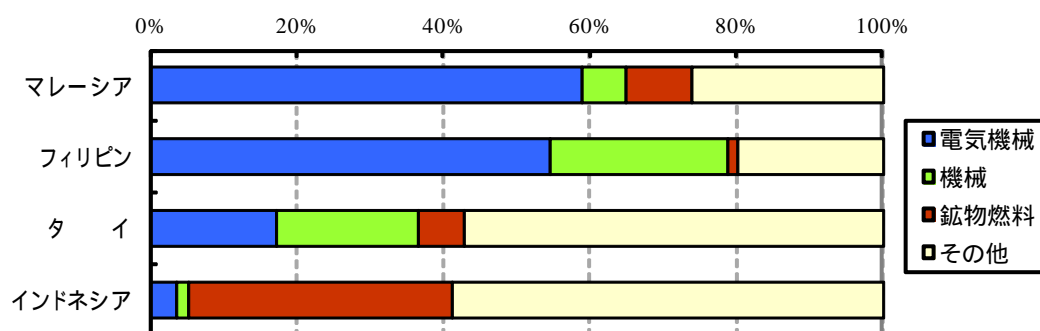
近年、東南アジアでは、最終製品組立て拠点である中国に向けて部品を供給するという

パターンでの対中輸出が急拡大している。例えば、マレーシア、フィリピン、タイでは、対中輸出品目（HSコード2桁レベル）のうち、電子部品を中心とする「電気機械」と、コンピューター部品を中心とする「機械」の2品目のウェイトが高い。

上記2品目が対中輸出に占める割合を各国別に見ると、マレーシアが6割、フィリピンが8割、タイが4割に達しているが、インドネシアは1割にも満たない。一方、インドネシアの対中輸出の中で最大の比率を占める品目は、石炭などを中心とする「鉱物・燃料」であり、これは他の3カ国における比率よりも著しく高い。

つまり、東アジアでは、最終組み立て工程を担う中国をハブとし、東南アジアを中国への部品供給拠点とする形で製造業のクロスボーダー・サプライチェーン形成が進んでおり、タイ、マレーシア、フィリピンなどが、その流れに乗って輸出を増やしている。ところが、インドネシアは、そうしたサプライチェーン形成の動きから取り残されており、輸出面ではいまだに一次産品供給者の地位にとどまっている。

図表 2.2 . ASEAN主要国の中国向け輸出の主要品目別構成比（2013年）



(注) 上記比率は、中国側の輸入データから計算したもので、(出所) World Trade Atlas

こうした状況は、インドネシアが、輸出向け製造業の創出する雇用機会を逃していることを意味する。

たしかに、リーマンショック後のインドネシア経済がタイやマレーシアのようなマイナス成長転落を免れたのは、経済構造が工業製品輸出にあまり依存していなかったからであり、その意味で、必ずしも工業製品輸出促進に固執する必要はないとする議論もある。

しかし、人口増加圧力が高く雇用確保が大きな課題であるインドネシアの実情を踏まえれば、輸出向け製造業の誘致・振興を図ることは、インドネシアの雇用拡大のために極めて重要な意味を持つことは明らかであろう。

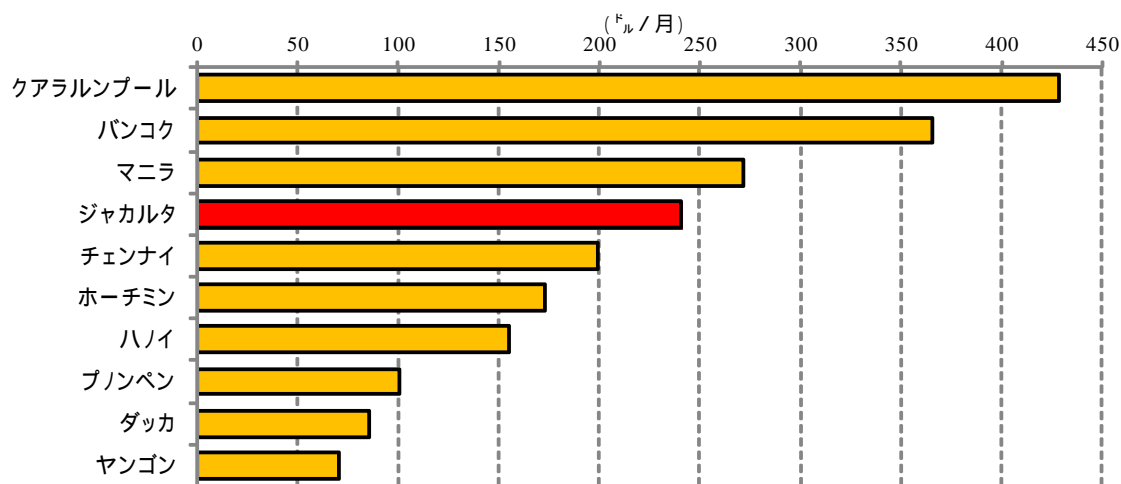
インドネシアは、安価で豊富な労働力を活かして輸出向け工業で成功できるだろうか？

従来、投資先としてのインドネシアの魅力のひとつは、人件費の安さであった。しかし、近隣には強力なライバル国が出現している。それは、ベトナムである。JETROの調査によれば、製造業ワーカーの賃金は、ベトナムがインドネシアの2/3である。また、ベト

ナムは人口も 8000 万人と多く、労働供給能力はかなり高い。さらに、ベトナム（特に北部ベトナム）は、中国と陸上国境を接しているため、各種裾野産業が発達した中国広東省の珠江デルタ地域等から素材・部品を調達する際に物流面で利便性が高い。

こうしたことから、裾野産業の集積が乏しいインドネシアは、労働集約型製造業の生産基地として、ベトナムに遅れをとってしまう危機にさらされていると言える。

図表 2 3 . アジア主要都市におけるワーカー（一般工）の月額基本給比較



（出所）JETRO「アジア・オセアニア主要都市・地域の投資関連コスト比較（2014年5月）」

実際、労働集約型工業製品において、インドネシアはベトナムに押されつつある。それを示す事例として、米国における履物（HSコード=64）の輸入相手国をチェックしてみよう。1990年代半ば頃には、インドネシアは、中国に次ぎ、イタリアと2位を争う位置にいた。しかし、1998年以降、インドネシアの対米輸出は減少し、2002年から順調に対米輸出を伸ばしてきたベトナムが、2005年にインドネシアを追い抜いた。

こうした動きの背景として、まず、1998年のアジア通貨危機後のスハルト政権崩壊に伴う政治社会情勢混乱が警戒されて、インドネシアへの発注が減ってしまったことが考えられる。また、ベトナムが、2000年に米国との通商協定を締結し、極端に高かった米国の対ベトナム輸入関税が大幅に下がり、ベトナムの対米輸出が急拡大したことも影響したと言える。

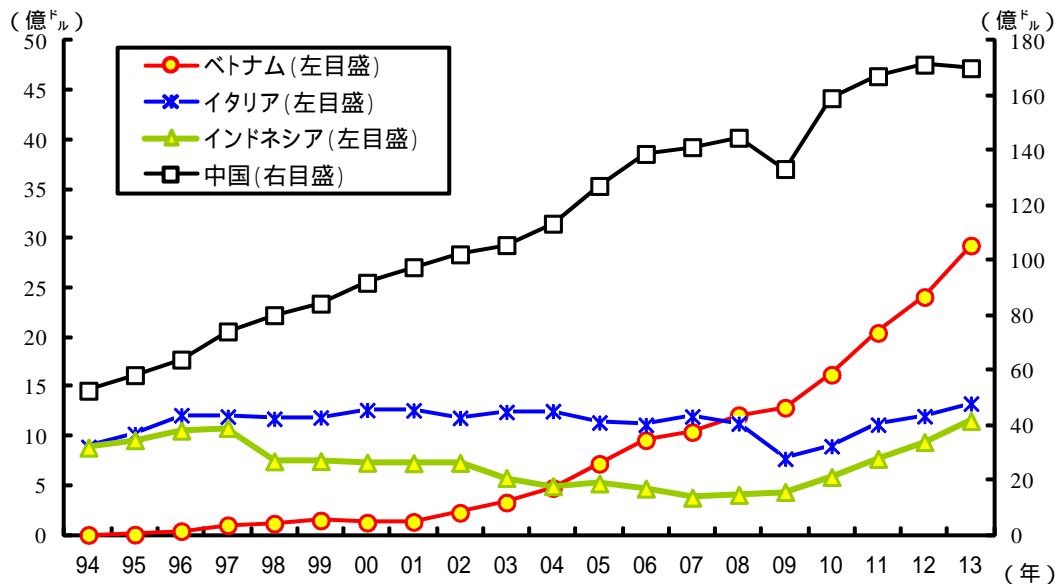
しかし、2004年以降、インドネシアの政治社会情勢が安定化したのに、インドネシアの履物の対米輸出は足元では1990年代のレベルとあまり変わらない。これは、労働コストや労働力の質¹においてベトナムに後れをとっていることが影響していると考えられる。

インドネシアは、今後、教育訓練拡充によって労働力の質や生産性を高め、また、インフラを含む投資環境を改善するなどの取り組みを強化する必要がある。そうでなければ、インドネシアは、巨大な労働力人口という強みを活かせなくなり、それどころか、人口増

¹前述のJBICアンケート調査でも、人材の質に関する評価は、ベトナムがインドネシアよりもはるかに高くなっている。

加が失業者増加に直結して、インドネシア経済の重荷になってしまう可能性もないとは言えないのである。

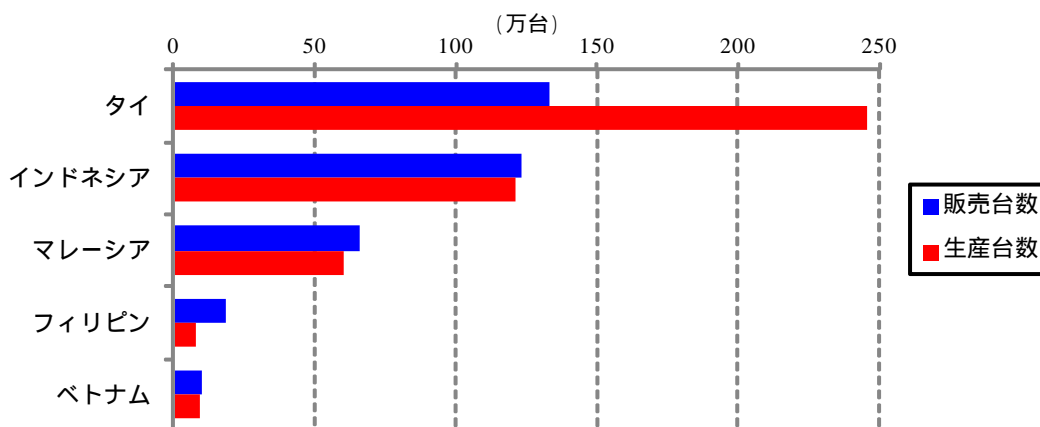
図表 2 4 . 米国の履物 (H S コード = 64) 輸入相手国 (上位 4 カ国)



(出所) World Trade Atlas

労働集約型軽工業だけでなく、機械産業に関しても、インドネシアはあまり振るわない。例えば、自動車生産台数を見ても、ASEAN 最大の人口を有するインドネシアは、人口がインドネシアの 1/4 しかないタイの半分にとどまっている。

図表 2 5 . A S E A N 主要国の自動車販売・生産台数



(出所) ASEAN Automotive Federation

国内市場での自動車販売台数は、タイとインドネシアはほぼ互角であるが、自動車生産台数ではタイの方が多い。これは、タイが「アジアのデトロイト」と称されるほどにグローバル市場向け自動車生産拠点として成長し、輸出向け自動車生産台数においてインドネ

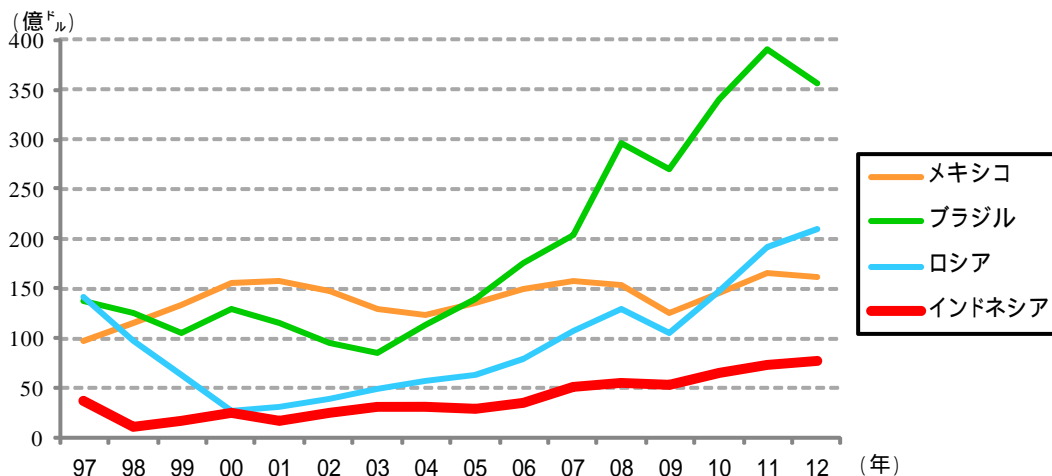
シアをはるかに上回るからである。

インドネシアとタイで、このような差がついた原因は何か？まず、タイが永年にわたりインフラ整備や外資誘致を推進し、輸出環境整備のため多くの国と FTA を結ぶなどの努力を続けてきたのに対し、インドネシアはそうした取り組みが不十分だった。また、インドネシアが、かつて、地場資本による国産車生産を優遇しようとして外資系有力自動車企業の発展を妨げてしまったことも尾を引いている。ちなみに、自動車産業以外でも、インドネシアは、航空機産業において、国有企業による国産機生産を試みたが経営破綻してしまうなど、戦略的な産業育成という面での失敗が目立つ。

つまり、インドネシアは、内向きな産業育成政策がうまく機能せず、外資に対してオープンな姿勢で戦略的に産業育成を進めたタイに輸出向け工業の発展で先行されてしまった。そのため、インドネシアの工業部門の生産・雇用がタイなどと比べて振るわないという結果を招いている。

前述のように、インドネシアは、労働集約型産業でベトナムに追い越され、自動車産業ではタイに先行されるという状況にある。さらに、ハイテク製造業においても、他の主要な新興国に水をあけられている。例えば、米国 National Science Foundation のデータによれば、ハイテク製造業の付加価値創出額において、インドネシアは、メキシコ、ブラジル、ロシアといった主要新興国に差を広げられている。

図表 26 . ハイテク製造業の付加価値生産額の推移



(出所) The National Science Foundation, *Science and Engineering Indicators 2014*

(注) ハイテク製造業はOECDの定義に従い、航空機、通信機器、半導体、医薬品、測定機器等を含む

つまり、今のインドネシアは、後発国からは追い上げられライバル国には差を広げられており、こうした状況は、インドネシアが、低所得国から高所得国へと上昇できなくなる「中進国のわな」に陥っている可能性があることを示唆するものと言える。

これを打開するためには、インドネシア経済の供給サイドの構造改革が必要であり、インドネシア政府は、教育訓練拡充や（インフラ・法整備等による）投資環境改善を一層進

め、生産性向上を妨げているボトルネックを解消することが求められる。

ただし、それは、インドネシア政府が独力で解決できる問題ではなく、国際支援が不可欠である。その意味で、今後も、インドネシア経済の底上げのために、日本の対インドネシア支援が引き続き重要である。

3. インドネシア経済の今後の展望・課題

(1) 今後のインドネシア経済の見通し

インドネシア経済は、リーマンショック後も6%前後の成長率を維持し堅調に推移してきた。しかし、足元では、経常赤字拡大が引き金となってルピア為替相場が下落し、それによる物価・金利の上昇が景気を減速させつつある。こうした状況から、経済成長率は、2014~2015年にかけても5%台にとどまる可能性が高い。

インドネシアの経常赤字の一因は、政府の燃料補助金が内需を過剰に刺激し輸入を拡大させたことであり、経常赤字対策の第一歩として、燃料補助金削減が喫緊の課題と言えよう。さらに、経常赤字を構造的に解消するには、輸出指向の労働集約型製造業の育成にも取り組む必要がある。

(2) 中長期的に見たインドネシア経済のポテンシャルとボトルネック

中長期的に見れば、世界第4位の2億5千万人の人口を有し、今後も総人口・労働力人口ともに増加が見込まれるインドネシアは、国内需要拡大のポテンシャルは非常に大きい。こうした国内需要をいかに取り込んでいくかが、日本企業の対インドネシアビジネスの中心課題であろう。

他方、供給サイドから見ると、インドネシアは様々なボトルネックを抱えている。

特に、生産活動を支えるインフラのキャパシティ不足と、労働者の教育・訓練の不足は、大きな問題である。これらを解決していかなければ、前述のようなインフォーマルセクター比率低下や輸出指向の労働集約型製造業育成といった課題は達成困難であろう。

一方、金融市場では、銀行の流動性逼迫とそれに起因する金利上昇が懸念材料であり、国内金融資産蓄積がインドネシアにとって大きな課題である。

また、経済活動の地域的偏在も、供給サイドの大きなボトルネックであり、生産・雇用・消費が国土面積の7%にすぎないジャワ島のしかも西部（ジャカルタ周辺部）だけに集中している。これを解消するために、上述のインフラ整備をジャワ島西部以外の地域でも進める必要がある。

(3) ジョコ・ウィドド新大統領の政治運営とインドネシア経済

2014年10月に新大統領に就任するジョコ・ウィドド氏は、過去の大統領とは違う庶民派で、政治手法も今までの「上から目線」ではなく「草の根からのボトムアップ」を目指すなど、従来型の政治の変革を目指している。他方、庶民派でありながら、バラマキに走るような安易なポピュリズムとは一線を画しており、インフラ整備資金を捻出するため燃料補助金の削減に前向きであるなど、財政規律維持を重視する姿勢も見せている。今後、新大統領が堅実な経済運営を進め経済構造改革に着実に取り組めば、インドネシア経済が

潜在成長率とされる 6% 台の成長率へ復帰できる可能性はある。ただ、新大統領の出身母体の闘争民主党は国会議席の 2 割を占めるにすぎず、新大統領が経済構造改革を進めようにも国会運営で苦戦する可能性がある。その意味で、新大統領の国会運営を含めた政治手腕が、今後のインドネシア経済の浮沈の大きなカギを握ると言えそうである。

以上

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ & コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡下さい。