

経済レポート

インドネシア経済の現状と今後の展望

～ 堅調な経済成長を続ける世界第四位の人口大国 ～

調査部 主任研究員 堀江 正人

世界の主要な新興国のなかでインドネシアの経済の堅調さが際立っている。主要新興国の中において、2000年以降、経済成長率が一度もマイナスになっていないのはインドネシアだけである。インドネシアの経済成長率の2010年以降の動きをみると、2011～2012年は、主力輸出品目である一次産品の価格が高水準だったことを追い風に、6%前後と高かったが、2014年以降は、コモディティー価格下落の影響もあり、経済成長率は5%前後へと、やや鈍化した。

インドネシアの経済成長は内需主導型であり、特に、個人消費が堅調で安定感がある。個人消費は、人口増加や最低賃金の大幅上昇などを追い風に、年々拡大しており、これが、インドネシア経済の成長のエンジンとなっている。個人消費の牽引役であったオートバイの販売台数は、ここ数年減少傾向にある。それでも実質個人消費がプラス成長を続けているのは、日用品や通信関連などへの消費が増えているからであり、これは、所得水準向上に伴う消費内容の多様化を反映したものと考えられている。一方、投資も底堅く推移しており、資源部門の投資についてはコモディティー価格下落の影響でここ数年鈍化していたが、ジョコ・ウィド政権によるインフラ投資促進に後押しされて、投資全体の動きとしては、拡大基調が維持されている。

インドネシア経済が堅調を維持してきた理由の一つに、為替相場の安定があげられる。2000年代に入って国内政治が安定化したことを受けて、通貨ルピアへの信認が回復し、為替相場が安定、それによって物価と金利も低位安定を維持できたことが、内需の安定的な拡大を支えた。米国金融緩和と終焉観測にともなう資金流出で、2013年以降、ルピアの為替相場は下落したが、その後、コモディティー価格の底打ちやジョコ・ウィド政権による景気刺激策発表などを受けて、下げ止まった。

インドネシアの財政収支は赤字が慢性化しているが、赤字幅は一定の範囲に保たれているため、マクロ経済面でのリスクファクターにはなっていない。ただ、財政面の構造的な問題として、歳入規模が小さいのが難点であり、潜在成長率を引き上げるためのインフラや教育訓練への投資を拡大するために、歳入増加を図る必要がある。

経済収支も赤字続きだが、コモディティー価格の反発などで貿易黒字が拡大すると予想されるため、今後、経常赤字は縮小が見込まれる。また、経常収支をほぼオフセットできるだけの資本流入があるため、外貨準備が大きく減少する状況ではない。さらに、短期対外債務は外貨準備の4割程度にとどまり、対外債務返済リスクは限定的である。インドネシアは、アジア通貨危機直後に政治社会情勢混乱で治安が著しく悪化したため、日本企業から敬遠されてしまった。しかし、2000年代に政治社会情勢が安定化したことを受け、日本企業のインドネシアへの信認は回復している。東南アジア最大の2億5千万人もの巨大な人口を抱える大国インドネシアは、有望な個人消費市場として、日本企業が事業展開を加速させる動きも目立っている。

一方、インドネシアは、輸出向け製造業の発展においてはタイやマレーシアの後塵を拝しており、工業国というより一次産品輸出国という位置づけにとどまっている。今後、諸外国とのFTA締結により輸出環境を改善し、インフラを整備し外資優遇策を拡充するなど、タイやマレーシアのような対外開放型の発展戦略を推進できるかどうか、インドネシアの工業化による経済成長の成否を左右する重要なポイントであろう。

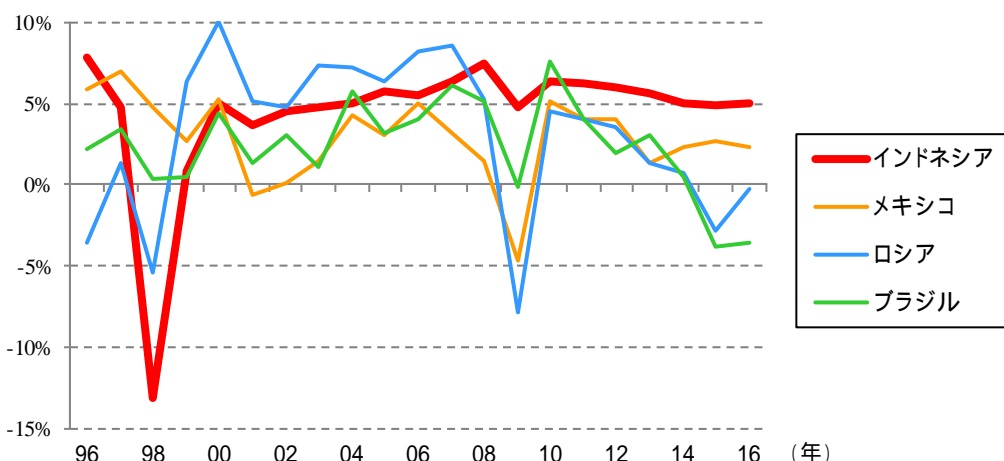
1. はじめに ~ 主要新興国の中でも際立って安定感があるインドネシア経済

インドと中国に続く新興経済大国のなかで、インドネシアの経済成長率の堅調さが注目されている。

G20 のメンバーに含まれる新興国の中で、中国とインド以外に、人口 1 億人を超えるメガ新興国は、インドネシア、ブラジル、ロシア、メキシコの 4 カ国である。これら 4 カ国の経済成長率は、2003 年から 2008 年前半にかけて非常に好調であった。しかし、2008 年 9 月に発生したリーマンショックの激震により、2009 年にロシアとメキシコの経済がマイナス成長に陥り、2010 年に一旦は回復したものの、2015 年には、ロシアとブラジルがマイナス成長に陥ってしまった。これに対して、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のスハルト政権崩壊による政治社会情勢混乱の中で、1998 年には経済成長率が 13.1% と大幅に落ち込んでしまった。しかし、その後は、経済成長率がマイナスになった年は一度もなく、リーマンショック直後の 2009 年にも経済成長率の鈍化は軽微なものにとどまった。

図表 1 . 中国・インド以外の主要な新興国の経済成長率の推移



(出所) IMF, World Economic Outlook Database, April 2017

インドネシアは、政治的にも安定化しつつある。スハルト大統領の 32 年間にもおよぶ長期独裁政権が崩壊した後、政治の民主化と安定がインドネシアの大きな課題であった。スハルト政権退陣後、ハビビ、ワヒド、メガワティといった大統領の政権がいずれも短命に終わったが、2004 年に初の国民直接選挙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った。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、名門・エリート層出身でない初めての大統領が誕生した。こうして、インドネシアの政治が開かれた民主的なものに変貌を遂げたことにより、それまで国内外に漂っていたインドネシアの先行きに対する懸念や不安感が払拭され、これを追い風として、インドネシア経済も成長軌道に乗り堅調な拡大を続けてきた。

東南アジア最大の 2 億 5 千万人もの巨大な人口を抱える大国インドネシアは、近年、有望な個人消費市場として日本企業の注目度も高まっており、市場獲得をめざして事業展開を加速する日本企業の動きも目立っている。

本稿では、こうした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や課題等について検証する。

2. 最近のインドネシア経済動向

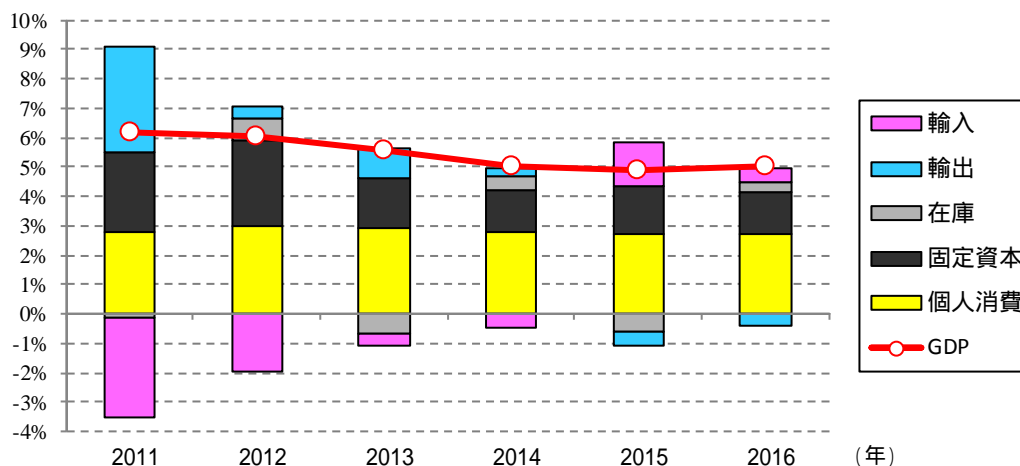
(1) 個人消費主導で堅調に推移するインドネシア経済

インドネシア経済の最近6年間の成長率をみると、概ね堅調に推移しているが、2011年と2012年には6%前後と高かったのに、2014~2016年は5%前後にとどまっており、若干鈍化傾向となっている。

2011~2012年は、インドネシアの主力輸出品目である石炭、天然ガス、パーム油といったコモディティーの価格が高水準であり、それを背景に資源関連分野への投資が盛り上がったことなどから経済成長率が押し上げられたと見られる。しかし、コモディティーの価格は2014年頃から下落し、インドネシアの経済成長率も、その影響を受けて減速したものと見られる。

インドネシアの経済成長は内需主導型と言える。需要項目別寄与度をみると、個人消費については、堅調に推移しており、非常に安定感がある。人口増加や最低賃金の大幅な上昇などを追い風に、消費が年々拡大しているものと見られる。この個人消費が、インドネシア経済の成長の牽引役と言ってよいであろう。投資(固定資本形成)の伸びは、鈍化はしているものの、底堅く推移している。これについては、コモディティー価格下落の影響で資源部門の投資が弱まっているものの、2014年に発足したジョコ・ウィドド政権によるインフラ投資促進策などにより、国内のインフラ関連投資が拡大していることに支えられたためと見られる。

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

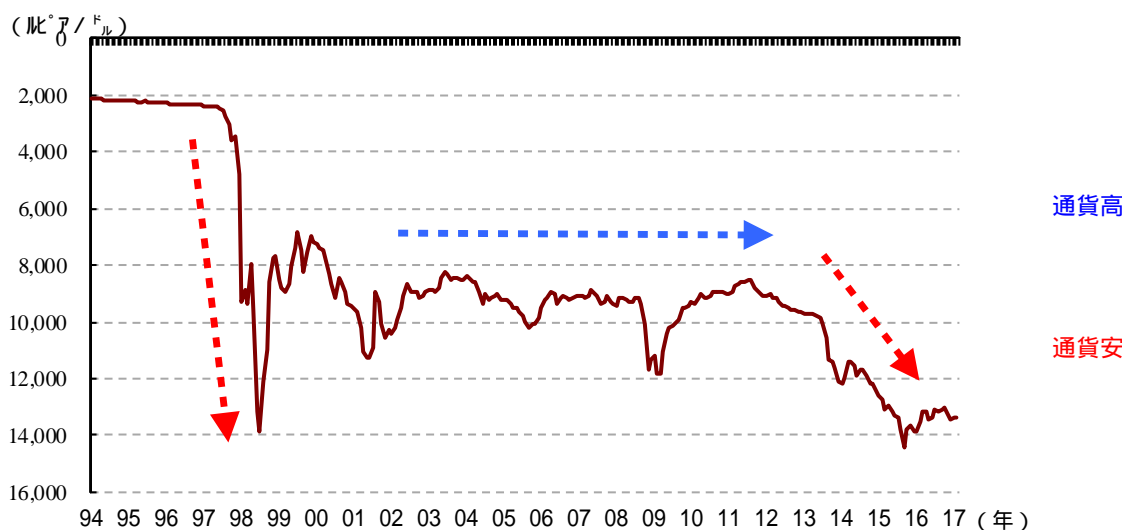
インドネシア経済の2000年代以降の堅調さには、通貨ルピアの為替相場安定が影響したことを忘れてはならないだろう。内需主導型であるインドネシア経済は、ルピアが強くなれば内需が押し上げられ、逆に、ルピアが弱くなると、インフレ懸念の高まりなどから企業や消費者のマインドが悪化し景気が下押しされる傾向がある。

ルピアの対米ドル為替相場は、1990年代前半には、相場変動が人為的に抑制され硬直的に運営されていたため非常に安定していた。このような硬直的な為替相場の運営は、為替リスクが低いとみた海外投資家からの過剰な資金流入を招き、バブルを膨らませ、通貨危機を引き起こす一因となってしまった。アジア通貨危機によってインドネシア経済が破綻状態となった後、ルピア為替相場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・スハルトの政治体制確立への過渡期にあたる1999~2001年にかけては、政治社会情勢の不安定化を反映し、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、2003年頃からは、政治社会情勢混乱の収束と投資家の信認回復を背景に、ルピア相場は乱高下しなくなった。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急落したが、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、ルピアの為替相場は、2000年代に入ると、リーマンショック直後を除けば、大崩れすることがなくなり安定感を増した。この背景として、第一に、ユドヨノ政権下で政治社会情勢が安定化したこと、第二に、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が影響したと考えられる。

その後、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、2015年9月には、為替相場は、アジア通貨危機以降の最安値となる1ドル=14,000ルピア台まで下落した。2015年10月には、ジョコ・ウィドド政権がユーティリティ価格引き下げやインフラ投資加速など、景気拡大につながる施策を発表し、これを契機にルピアは下げ止まり、足元の為替相場は1ドル=13,000ルピア台で一進一退という状況である。急速なルピア安の進行は、物価・金利の上昇をもたらす内需依存型のインドネシア経済に下押し圧力を与えると懸念されたが、当面、そのリスクは低下したと言えよう。

図表3 . ルピアの対米ドル為替相場の推移



(出所) CEIC

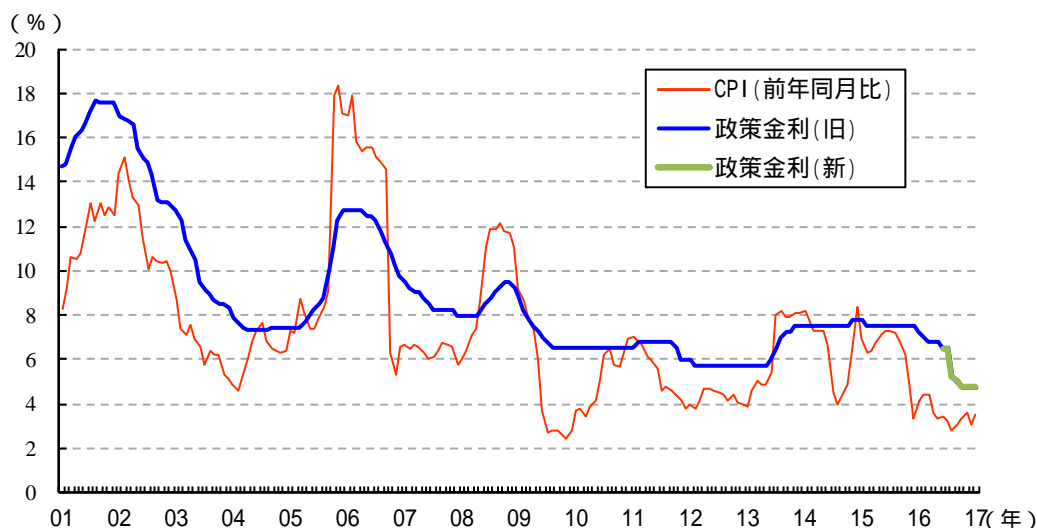
インドネシアの景気の堅調さについては、物価と金利の低位安定が寄与した点も見逃せない。

2001年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もあり、いったん一桁台に落ち着いた。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制導入を宣言し、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月までに12.75%へと上げた。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、インフレ率は一桁台に低下した。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。このような、インドネシアとしては異例の低金利が続いたことが、2011～2012年頃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、米国の金融緩和終焉観測の高まりから資金流出が起こり、ルピア安・インフレ加速への圧力が増大、また、経常赤字拡大の懸念も浮上したため、中銀は政策金利を上げた。中銀の利上げの影響で、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、中銀が、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が明確となった。政府の燃料補助金廃止による物価上昇の懸念があったことや、経常収支赤字とルピア安が続いていたことなどから、中銀は、利下げには慎重であった。しかし、2014年以降の原油価格下落の効果で、2015年12月には、インフレ率が3%台まで低下し、2015年の経常赤字も前年より縮小した。これを受けて、中銀は、2016年2月から利下げに転じ、景気刺激を図った。中銀は、2017年通年ベースのインフレターゲット・レンジを4.0%±1.0%に設定し、2017年のインフレ率は2016年よりやや上昇するがターゲットレンジには収まる可能性が高いと見ており、また、経済成長率も5%台で堅調に推移すると予想、さらに、経常収支赤字もGDPの2.5%程度に収まると予測している。こうした景気・物価・国際収支の見通しを踏まえれば、低位安定している金利を中銀が再び引き上げる可能性は当面低いと見られる。

図表4．インフレ率と政策金利の推移



(出所) CEIC

(注) 中銀は、2016年8月に、政策金利を従来のBIレートから7日物リバースレポ金利へと変更した

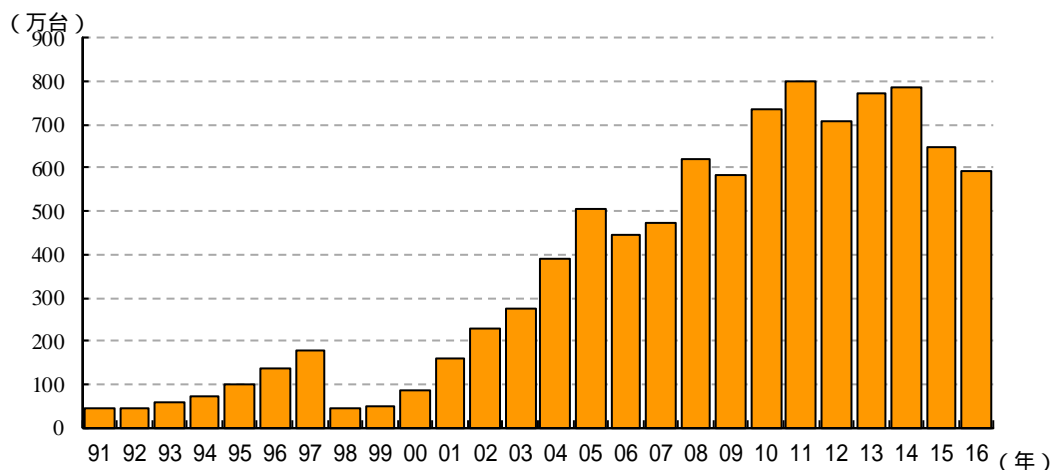
インドネシアの個人消費拡大の牽引役を果たしてきたのが、インドネシア国民の日常の交通手段として不可欠な耐久消費財である二輪車（オートバイ）の販売台数増加であった。

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増加を続けてきた。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は持続してきた。

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ロ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油、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、二輪車販売は、2012年に前年を下回り、2013年も2011年の水準に届かなかった。2012年については、二輪車購入ロ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。2015年と2016年も前年比減少となっているが、これは、ルピア安やコモディティー価格下落によって消費者のマインドが悪化し、高価な耐久消費財の購入を手控えたためではないかと見られている。

図表5．二輪車販売台数の推移



(出所) CEIC

個人消費の牽引役といわれたオートバイの販売が減少傾向にあるにもかかわらず、最近数年間の実質個人消費の伸び率は5%前後で堅調に推移している。これはなぜなのか？その理由については、日用品や食費、通信費などの支出が伸びているためと見られている。実際、最近では、化粧品などの日用品の販売が好調であり、スマートフォンを2台所有している人も増えているなど、生活水準の向上を背景に消費のパターンが多様化しており、耐久消費財だけが個人消費市場の主役というわけではない状況になっていることがうかがえる。

(2) 投資もインフラ関連を中心に拡大基調を維持

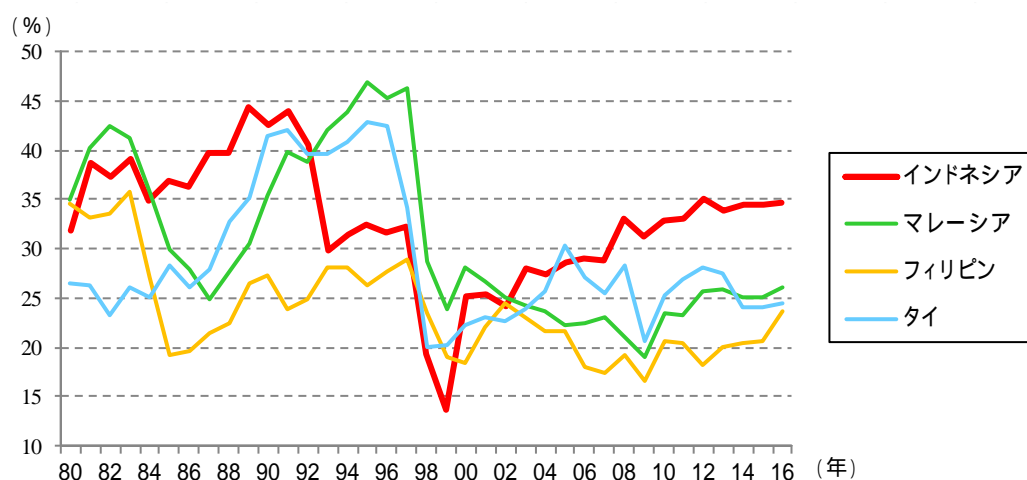
インドネシア経済は、中長期的な景気循環サイクルから見ても、2000年代以降、景気拡大局面に入っていることがうかがえる。例えば、近年のインドネシアの投資率(固定資本形成/GDP)の動きを見ると、2003年頃から上昇傾向が続いており、投資の盛り上がりインドネシア経済の押し上げにつながっている状況が示されている。足元の投資率は35%に達しており、アジア通貨危機直後と比べて20%ポイントも上昇しており、しかも、近隣のASEAN主要国を上回っている。

インドネシアにおける投資の盛り上がりを支えてきたセクターは主として資源開発関連部門と見られ、これは、2003年頃からのコモディティー価格上昇が大きく影響したものと見られる。

資源関連部門の投資は、2013年頃からのコモディティー価格下落で頭打ちになっているが、2016年にコモディティー価格下落が底を打ったことで、2017年以降は緩やかな回復が見込まれる。また、今後は、インドネシアの個人消費市場を狙ったサービス系企業の投資も増えてくると予想される。一方、ジョコ・ウィドド政権によるインフラ投資促進策の下で、インフラ関連投資も引き続き拡大していくものと見られる。

こうしたことを踏まえれば、当面、インドネシア経済は、投資率が低下することによって中長期的な景気減速局面に入るといった事態に陥る可能性は低いと考えられる。

図表6．ASEAN主要4カ国の投資率の推移



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2017

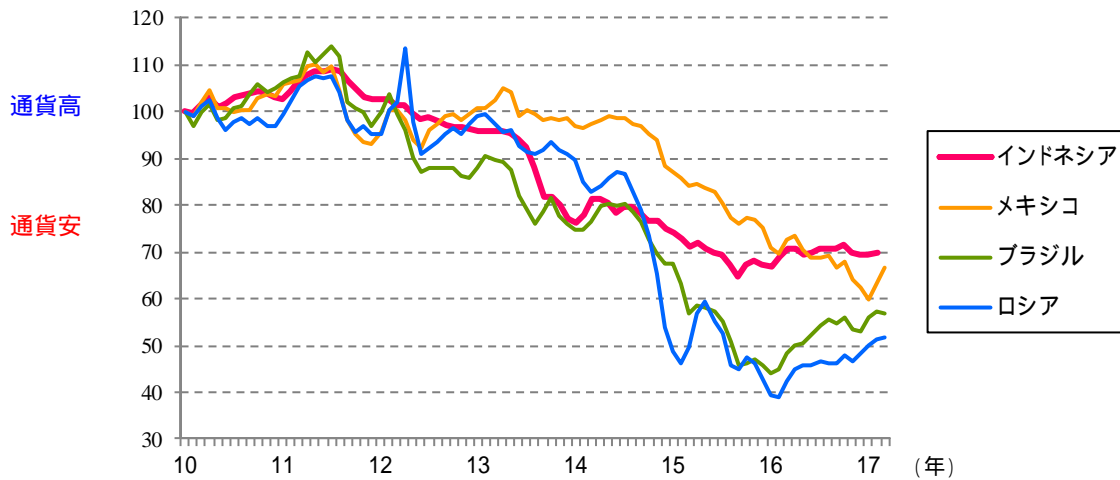
他方、投資率が高いからインフラなどへの投資も十分に行われているかといえ、そうとは言えない。

例えば、ジャカルタ市内では渋滞が深刻化し、港湾のキャパシティー不足も顕在化している。日本企業が集中するジャカルタ周辺でこうしたインフラの問題が深刻化することは、生産効率を低下させ、投資家のマインドを悪化させる可能性もあり、改善が必要である。一方、インフラ投資は、インドネシアの潜在成長率を高めるのに必要不可欠であるが、地理的にみれば、ジャワ島に投資が集中する傾向にあり、今後、国土の均衡ある発展を達成するには、スマトラやカリマンタンなどのいわゆる外島部へのインフラ投資が欠かせない。ジョコ・ウィドド大統領は、外島部へのインフラ投資を重視し、その一環として、スマトラやカリマンタンで縦断道路建設などが進められている。今後もこうしたインフラ投資への需要は非常に大きいと考えられる。

(3) 他の新興国に比べて堅調な為替・株価 ~ インドネシアへの証券投資流入拡大要因に

インドネシアと他の主要な新興国(メキシコ、ブラジル、ロシア)の通貨の為替相場の動きを、2010年初頭を基点(2010年1月=100)として比較してみよう。ロシア、ブラジル、メキシコ、インドネシアの4カ国の通貨は、2010年から2011年にかけては強含みで推移していたが、2012年頃からは概ね下落傾向となり、2013年には、米国金融緩和終焉観測浮上による米国への資金還流の影響で下落が加速した。その後も、新興国通貨の下落傾向は続いているが、足元の為替相場を2010年初頭と比較した場合に、インドネシアは他の三カ国よりも下落率が小さい。つまり、インドネシア・ルピアは、下落してはいるものの、新興国通貨の中では比較的安定感があると言えるだろう。これは、基本的には、インドネシアの内政が安定していることや内需を中心に景気が堅調であることなどが海外投資家に評価され、ルピアが他の新興国通貨ほどには売られていないためだと考えられる。一方、ルピア為替相場が安定していることは、海外投資家からみれば対インドネシア投資に係る為替リスクが小さいということであり、これは、海外からインドネシアへの証券投資流入が増加する主な理由の一つになっているものと見られる。

図表7．インドネシアと主要新興国の通貨の対米ドル為替相場（2010年初頭 = 100）の推移

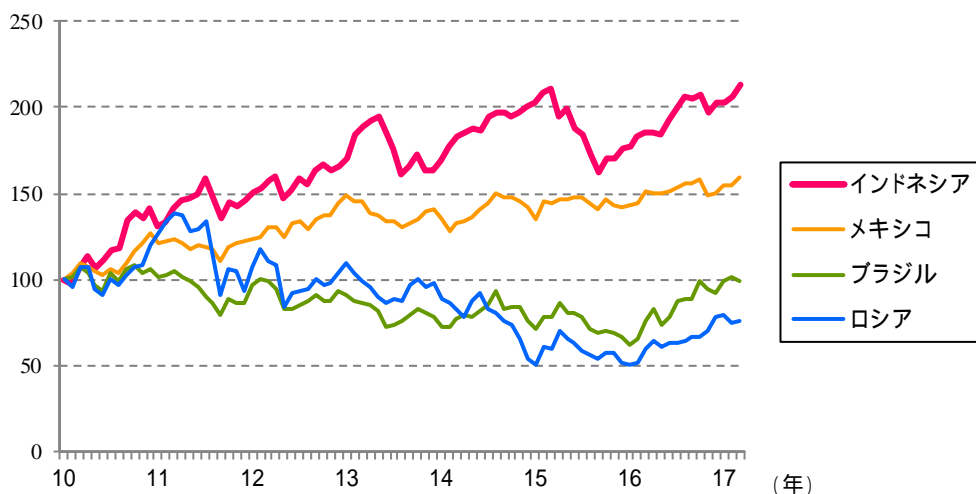


(出所) CEIC

インドネシアと他の主要な新興国（メキシコ、ブラジル、ロシア）の株価の推移を、2010年初頭を基点（2010年1月 = 100）として比較してみよう。インドネシアの株価は、2010年1月からの7年間で、2倍に上昇しているが、メキシコは1.5倍の上昇にとどまっている。一方、ロシアは2014年頃から、ブラジルは2015年頃から、それぞれ下落傾向が鮮明となり、2016年からは両国とも回復傾向にあるものの、ブラジルは2016年末に漸く2010年初頭の水準まで回復し、ロシアは2017年になっても未だに2010年初頭の水準を下回っているという状態である。このように、株価についても、インドネシアは、他の新興国に比べて好調であり、やはり、インドネシアの内政安定と堅調な景気が投資家に高く評価されたためと考えてよいだろう。

インドネシアは、前述のように為替リスクが低く、また、上述のように投資収益率も高い。このため、インドネシアは、主要新興国の中では、恰好の投資先になっていると言えるだろう。

図表8．インドネシアと主要新興国の株価（2010年初頭 = 100）の推移



(出所) CEIC

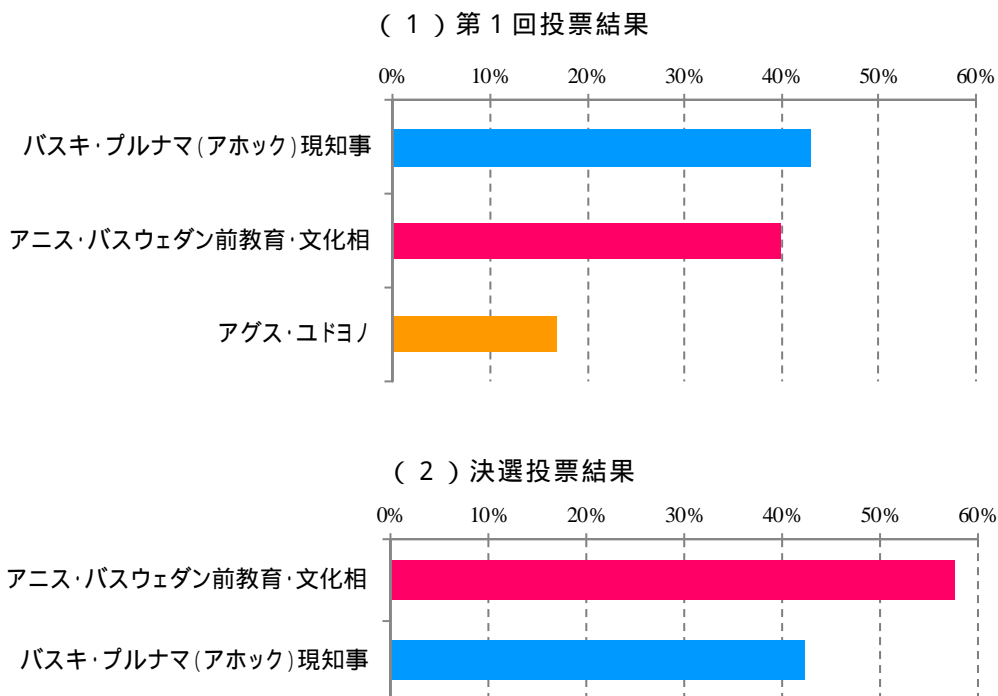
(4) ジョコ・ウィドド政権は安定しているが、ジャカルタ特別州知事選挙で現政権陣営候補が敗れる波乱
 インドネシアのジョコ・ウィドド現大統領は、国民の高い支持を得ており、次回大統領選挙(2019年)でも再選が有力視されているが、今後の政権の安定度を占う試金石として注目されたジャカルタ特別州知事選挙で、ジョコ・ウィドド大統領の支持する現職のバスキ・プルナマ知事が敗れるという波乱が起きた。

バスキ・プルナマ氏は、スマトラ島南部出身で中国系のキリスト教徒というインドネシアでは少数派に属するバックグラウンドを持ち、客家語の名前から通称「アホック(阿学)」として親しまれてきた(以下、アホックと記載)。アホックは、ジョコ・ウィドド現大統領が2012年のジャカルタ特別州知事選挙に当選した際に、副知事として支え、2014年にジョコ・ウィドド氏が大統領に就任した後は、後任のジャカルタ特別州知事に昇格していた。

2017年2月に実施されたジャカルタ特別州知事選挙第1回投票では、アホックが得票率約43%でトップとなり、続いて、アニス・バスウェダン前教育・文化相が2位、ユドヨノ前大統領の長男であるアグス・ユドヨノ候補が3位となった。しかし、同年4月に行われた第1回投票結果の上位2候補による決選投票では、第1回投票で2位だったバスウェダン候補が逆転勝利した。

アホックの得票率は第1回投票と決選投票でほとんど変わらず、強固な支持層の存在がうかがえる。一方、バスウェダン候補の決選投票における得票率は、第1回投票の自身の得票率にユドヨノ候補の得票率を加えたものに等しい。つまり、第1回投票でユドヨノ候補を支持した有権者が決選投票ではアホックを嫌ってバスウェダン候補に投票した可能性が高い。

図表9 . 2017年に実施されたジャカルタ特別州知事選挙の投票結果(得票率)



(出所) ジャカルタ特別州選挙管理委員会

こうした動きの裏には、一部イスラム教徒の反アホックの動きにあったと見られる。アホックは、2016年9月に行った演説で、イスラム教を批判する失言をしまい、これはイスラム教徒への冒瀆発言だとしてイスラ

ム擁護戦線（FPI）を中心とするイスラム保守派から攻撃された。アホックは、自身の発言を撤回・謝罪したものの、2016年11月に宗教冒瀆罪容疑で国家警察の取り調べを受けた。このようなアホックの言動に対する反感から、第1回投票でユドヨノ候補を支持したイスラム教徒の票がバスウェダン候補に流れてしまったと見られている。

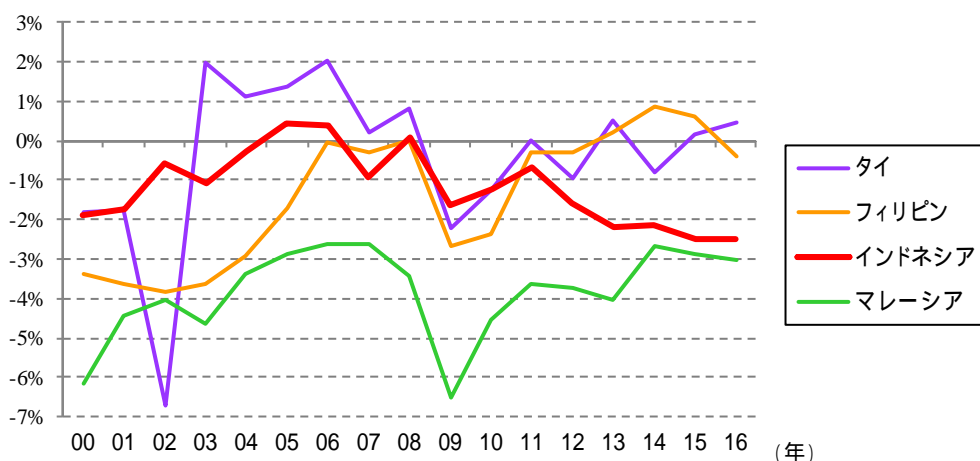
アホックは、ビジネスマン出身で清廉であるなど、庶民派のジョコ・ウィドド大統領と共通点があり、ジョコ・ウィドド大統領の後継大統領候補として下馬評に乗るほど人気があったが、政治的には一旦挫折した形となった。インドネシアの知識人やリベラル派の間では、インドネシアが民主的で開かれた社会になったことを示す意味でも、アホックのようなマイノリティーを大統領にすべきだとの意見も聞かれる。しかし、多様な民族・宗教を抱えるインドネシアでは、政治のリーダーの要件として、マイノリティー重視だけでは不十分で、多数派のイスラム教徒を含む全てを包摂する姿勢が重要であるという点が、今回のジャカルタ特別州知事選挙で明らかになったと言えよう。

（5）財政収支は赤字だが財政規律喪失でマクロ経済が混乱する可能性は低い

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）以降、ほとんどの年で赤字になっている。財政収支は財政健全化への努力などもあって2000年代半ばに一旦改善したが、リーマンショック後の税収減と景気対策支出拡大によって2009年に大幅赤字となった。その後、財政支出見直し等による歳出削減への取り組みを行ったが、他方で、ジョコ・ウィドド政権発足後に経済成長底上げのためインフラ投資に注力したことなどから、財政赤字は拡大傾向にある。

ただし、法律で財政赤字は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手に負えなくなるようなことはなく、赤字が恒常化しているとは言っても、財政規律が失われたわけではない。

図表10．ASEAN主要4カ国の一般政府部門財政収支対GDP比率の推移

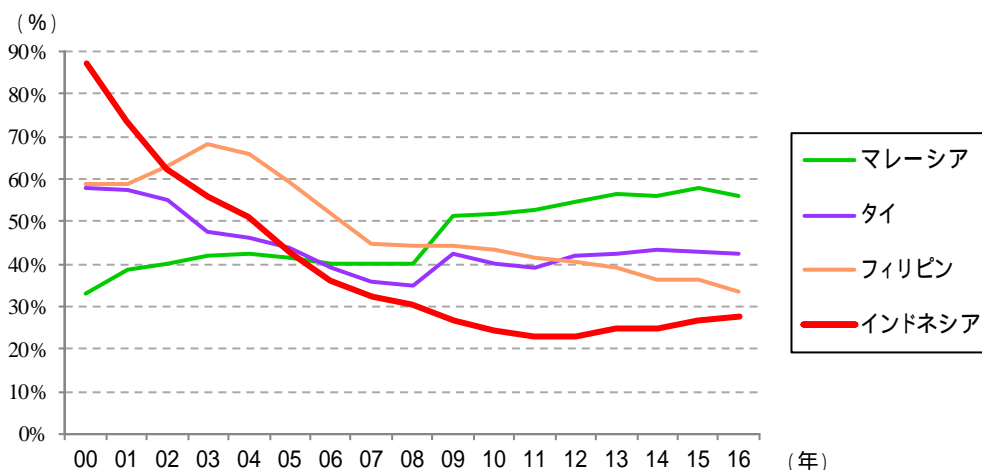


（出所）International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2017

一方、政府部門の債務残高の対GDP比率をASEAN主要4カ国で比較してみると、インドネシアは、2000年以降、大きく低下しており、足元では、他の国々より低いことがわかる。インドネシアでは、恒常的に財政赤字なのに、なぜ債務の対GDP比率が低下したのか？その理由の一つは、堅調な経済成長によってGDPが増加したためであり、もうひとつの理由は、インドネシア政府が国有資産の売却によって債務を削減してきたからである。特に、イン

ドネシア政府が、アジア通貨危機後に破綻状態となった銀行や企業を一時的に国有化しており、それらを売却したことによる収入が債務削減の原資となった。

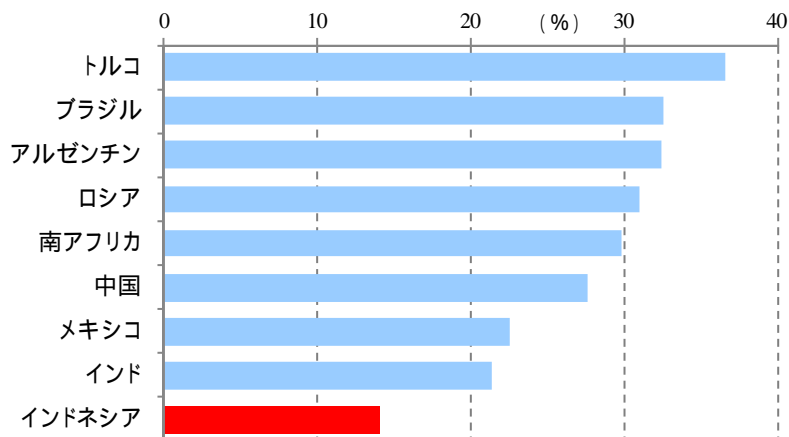
図表 11 . A S E A N 主要国の一般政府部門債務残高対 GDP 比率の推移



(出所) International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2017

このように、インドネシアの財政は慢性的な赤字が続いてはいるが、赤字幅は限定的であり、また、政府部門の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面での短期的なリスクファクターにはなっていない。ただし、財政規律を維持しているだけでは、中長期的な経済成長を達成できなくなる恐れがある点には留意する必要がある。すなわち、潜在成長率を高めるためには教育セクターやインフラへの投資が必要であり、単に財政の健全性を維持しているだけでは、そうした投資が不足し、経済成長が頭打ちとなる可能性もある。実際、インドネシアは他の新興国と比べて GDP に対する政府歳入の比率が低く、これが公共投資不足の大きな原因になっていると考えられる。つまり、今のような過小歳入・健全財政という枠組みのもとでは、十分な投資支出が出来ないまま中長期的に経済成長が停滞してしまうリスクがある。

図表 12 . 一般政府部門歳入の対 GDP 比率 (2016 年)



(出所) IMF, World Economic Outlook Database, April 2017

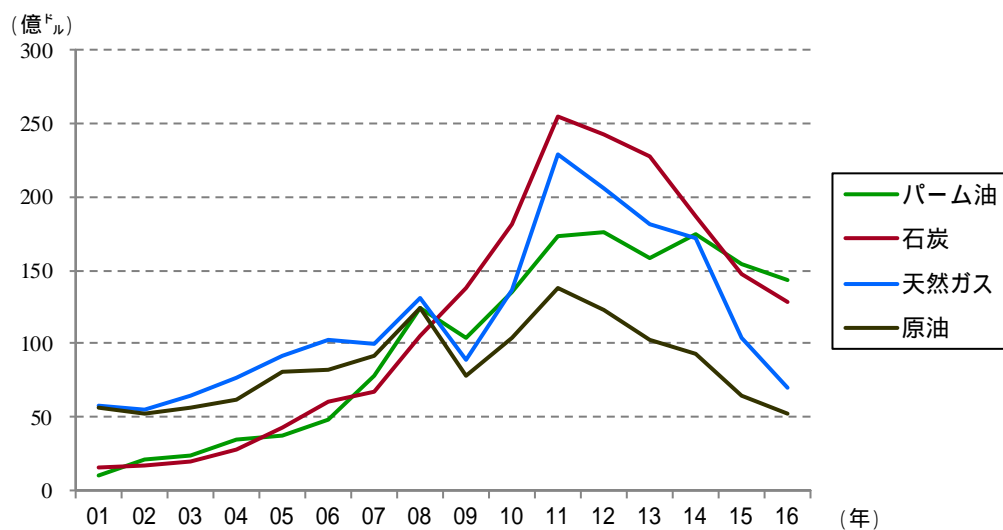
このような状況を解消するには、公共投資の財源となる歳入の増加を図ることが重要とである。インドネシア政府は、歳入拡大を図るために、まず、課税ベースの拡大に着手した。その一環として、2016年7月から2017年3月まで、いわゆるタックスアムネスティー法が適用された。これは、前記期間中、これまで資産を正しく申告していなかった納税者が自主的に申告した場合に、重加算税の減免や刑事告発の免除などを受けられるというものであった。前記期間中に申告された資産額は、GDPの4割にも達する規模であり、その3/4がオフショア資産であった。また、オフショア資産のうち70%はシンガポールに逃避していた資産であった。

(6) 経常収支は赤字基調だが、コモディティ価格の底入れにより赤字は縮小へ

インドネシアの上位輸出品目の動向をHSコード4桁ベースで確認してみよう。

2016年のデータによれば、最大の輸出品目はパーム油であり、第2位は石炭、第3位は天然ガス、第4位は原油と、上位品目はいずれも一次産品である。これらの品目の2001~2016年の輸出額を見ると、2011~2012年にピークを迎えている。この時期は、インドネシアの経済成長率が6%と好調であった。2013年頃からは、上記品目の輸出額は減少に転じ、これを受けて、インドネシアの経済成長率も6%前後から5%前後へと鈍化していった。インドネシアの経済成長率が一次産品輸出と密接にリンクしている状況がうかがえる。上記の一次産品輸出の減少は、2013年頃からのコモディティ価格下落の影響を受けたものであり、インドネシア経済はコモディティ価格動向に大きく左右される体質であることがうかがえる。

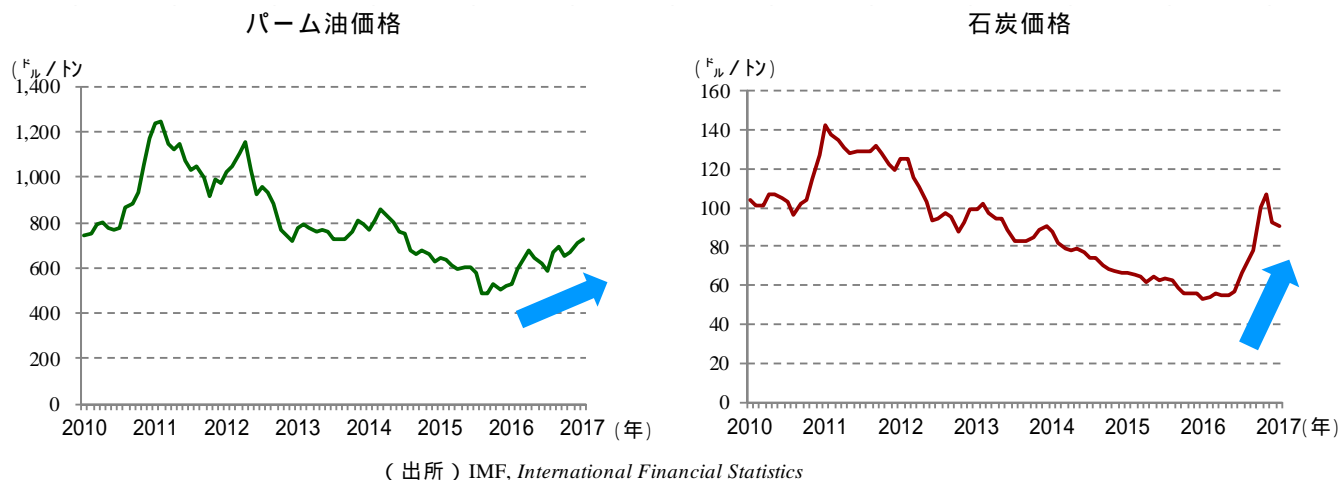
図表13 . インドネシアの上位輸出品目の推移



(出所) ITC, TRADE MAP - INTERNATIONAL TRADE STATISTICS

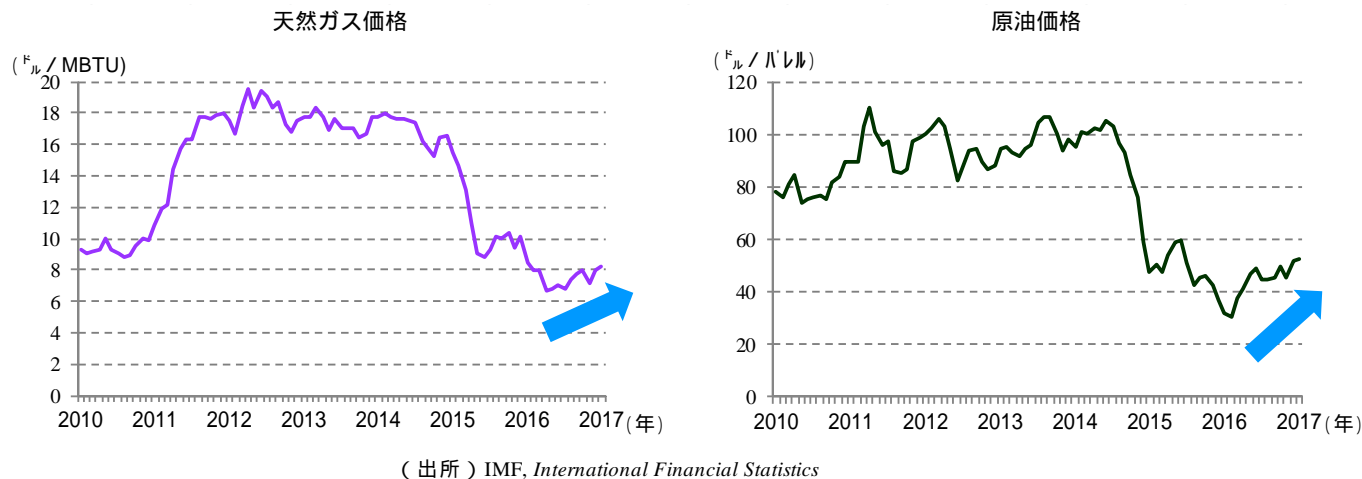
コモディティ価格は、2016年に下落が止まり、反転上昇しつつある。インドネシア最大の輸出品目であるパーム油と第2位の輸出品目である石炭の価格は、2012年頃から下落トレンドとなっていたが、2016年に底を打って上昇に転じた。パーム油は、世界供給の9割を占めるインドネシアとマレーシアにおいて、2014年夏に発生したエルニーニョ現象による高温・少雨や焼き畑農業の影響などから減産の危惧が高まり、2016年以降は価格が上昇に転じた。一方、石炭価格は、中国において減産が強化されたことをきっかけに、2016年夏以降、価格は反転上昇した。

図表14 . パーム油価格と石炭価格の推移



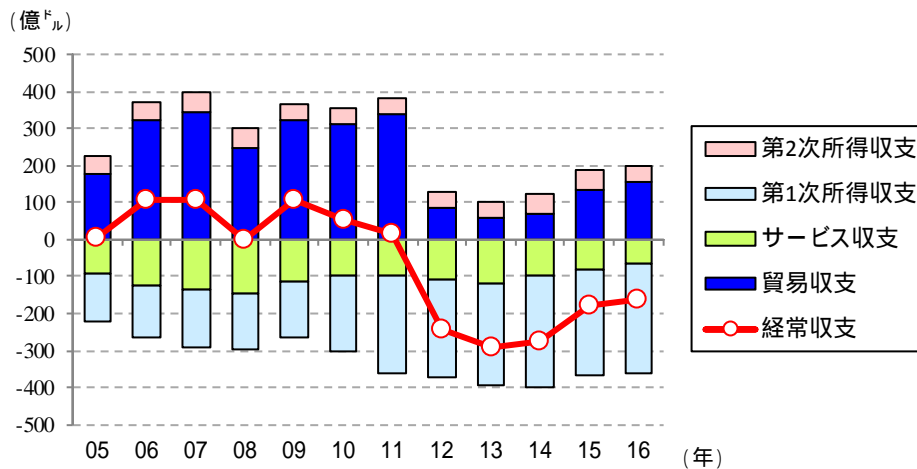
かつてインドネシア最大の輸出品目だった原油の価格は、2014年に急落したが、2016年に底を打って反転上昇のトレンドを示している。原油と並ぶ主力輸出品である天然ガスの価格も、原油価格動向の影響を受けて似たような動きを示しており、原油価格と同様に2016年に底を打って以降、上昇傾向にある。インドネシアは、かつて原油の純輸出国だったが、現在は純輸入国になったため、原油価格上昇は、貿易収支悪化要因となるが、それ以外のコモディティ価格の反転上昇は、今後のインドネシア経済にとって追い風となる。

図表15 . 天然ガス価格と原油価格の推移



足元のインドネシア経済における懸念材料のひとつが経常赤字である。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年以降は大幅な赤字に陥った。経常収支が赤字転落した理由は、貿易黒字の減少であり、この背景として、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、経常収支赤字の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指摘されている。これは、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り、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。

図表16. 経常収支の推移



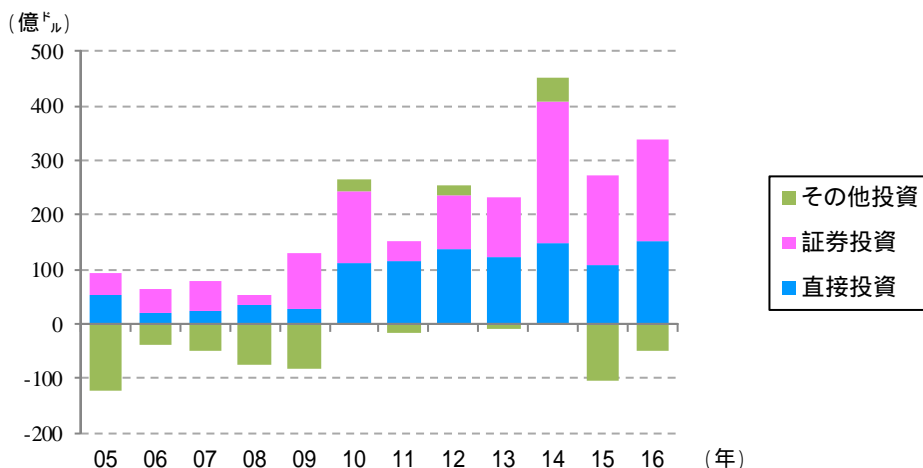
(出所) 2016年はBank Indonesia, 2015年以前はIMF, *International Financial Statistics*

経常赤字は、2015年にかなり縮小しているが、これは、2014年夏以降の原油価格急落によって輸入額が減り貿易黒字が拡大した影響と見られる。

一方、インドネシアへのネットベース資本流入の動きを見ると、2010年以降、黒字が増加している。この黒字拡大は、直接投資・証券投資がともに大幅な流入超過であることに支えられたもので、特に、証券投資の黒字の規模に大きく影響されている。証券投資の流入超過は、2010年以降著しく膨らんでいる。これは、インドネシア経済がリーマンショックの際に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。

経済が堅調なため投資収益率が高く、さらに為替相場が安定しているため為替リスクが小さい。これが外国投資家にとっての対インドネシア投資の魅力になっていると考えてよいだろう。

図表17. ネットベースの資本流入の推移

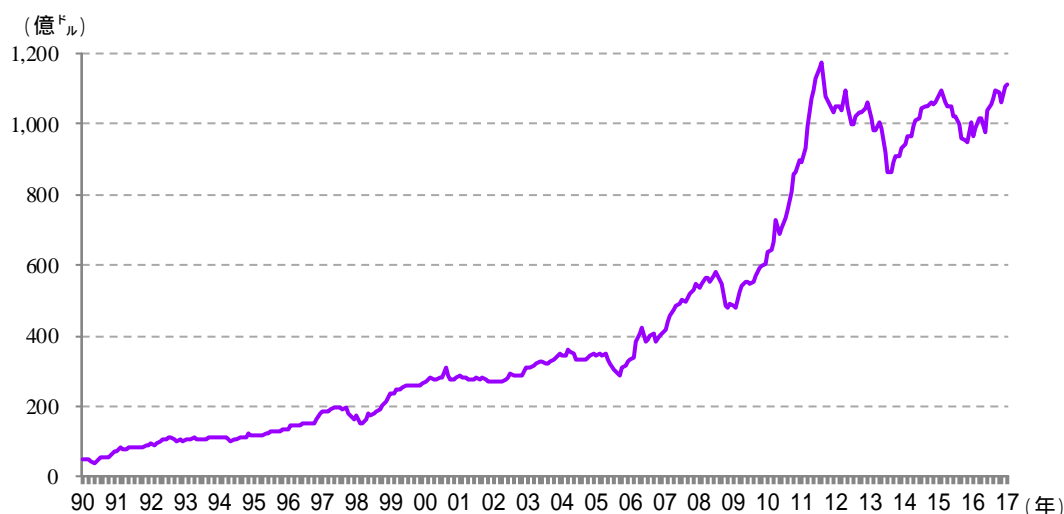


(出所) 2016年はBank Indonesia, 2015年以前はIMF, *International Financial Statistics*

インドネシアの経常収支は赤字続きではあるが、資本流入が経常赤字を概ねオフセットできているため、外貨準備が激減するほどの深刻な事態には至っていない。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、外貨準備は減少に転じた。2013年夏には、米国の金融緩和終焉観測による資金流出で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、一時は900億ドルを割り込んだ。しかし、2015年以降、経常赤字縮小などの影響で外貨準備の水準は回復しており、2016年末時点での外貨準備は1100億ドル強である。これは財・サービス輸入の8.8カ月分に相当し、警戒ライン（3カ月分以下）よりもかなり高く、外貨準備は十分に積み上がっていると判断されることから、対外支払い能力の面で特段の問題はないと考えてよいだろう。

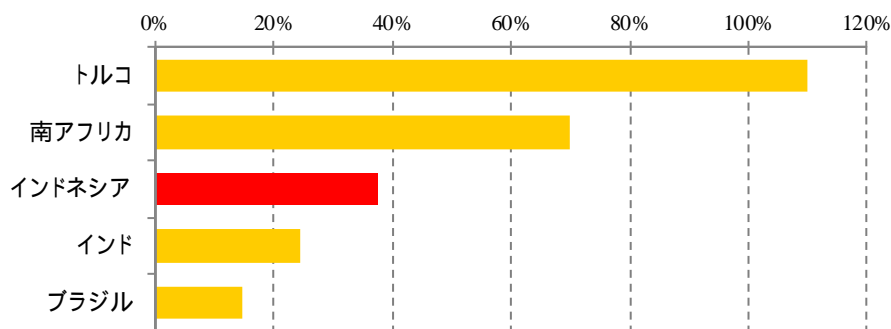
図表18．インドネシアの外貨準備の推移



(出所) Datastream

インドネシアの外貨準備水準の安全性について、短期対外債務残高とのバランスという視点から検討するため、短期対外債務残高を外貨準備で割った値を主要な新興国と比較してみよう。トルコのように100%を超えるケースでは、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ことが示されており、その意味で対外債務危機発生リスクが高いと見なされる。一方、インドネシアの場合は、同数値が40%弱と低いため、短期対外債務の返済に関する危機が起きる可能性は高くはないと見てよいであろう。

図表19．主要な新興国の短期対外債務 / 外貨準備比率 (2015年末)



(出所) 外貨準備はInternational Financial Statistics, 短期対外債務はInternational Debt Statistics

3. 投資先としてのインドネシアの注目点

(1) 最近の日本企業のインドネシアへの関心度は、1990年代半ば以来、徐々に高水準

日本企業の投資先としてのインドネシアへの関心は、2010年代に入って、高まってきた。

例えば、国際協力銀行(JBIC)の海外直接投資アンケート調査結果における有望国ランキング(中期的スパン)を見ると、2010年度には、インドネシアのランキングは第6位であり、ベトナムやタイよりも低かった。しかし、その後、インドネシアの順位は上昇し、2013年度は、インド、タイ、中国などを抑えて第1位に躍り出た。

2014年以降も、インドネシアの順位は1~3位と高い位置を占め、中国やインドとトップ争いを続けている。

インドネシアの順位が2010年代に上昇した最大の理由は、インドネシアが政治社会情勢の安定と経済の堅調さを維持していることであったと言える。

図表20. 日本の製造業が今後の事業展開先として有望と考える国・地域(中期的スパン)

順位	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
1位	中国	中国	中国	インドネシア	インド	インドネシア	インド
2位	インド	インド	インド	インド	インドネシア	インド	中国
3位	ベトナム	タイ	インドネシア	タイ	中国	中国	インドネシア
4位	タイ	ベトナム	タイ	中国	タイ	ベトナム	ベトナム
5位	ブラジル	インドネシア	ベトナム	ベトナム	ベトナム	メキシコ	タイ
6位	インドネシア	ブラジル	ブラジル	ブラジル	メキシコ	タイ	メキシコ
7位	ロシア	ロシア	メキシコ	メキシコ	ブラジル	フィリピン	米国
8位	米国	米国	ロシア	ミャンマー	米国	米国	フィリピン
9位	韓国	マレーシア	米国	ロシア	ロシア	ブラジル	ミャンマー
10位	マレーシア	台湾	ミャンマー	米国	ミャンマー	ミャンマー	ブラジル

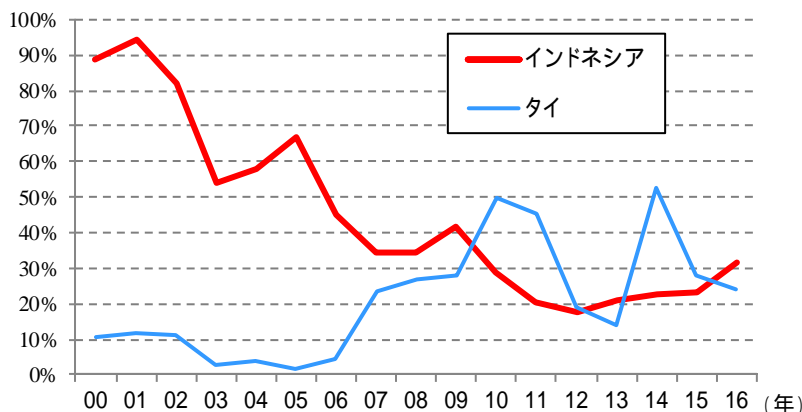
(出所) 国際協力銀行「海外直接投資アンケート調査結果」(各年版)

近年のインドネシアに対する日本企業の人気の高まりの背景には、インドネシアの政治社会情勢の安定化があった。もともと、インドネシアは、投資先として日本企業の人気の高い国であり、1995~1996年のJBIC(当時は日本輸出入銀行)による海外直接投資アンケート調査における有望投資先の人気ランキングで、インドネシアの順位は中国とタイに次ぐ第3位であった。ところが、アジア通貨危機後のスハルト政権崩壊の際にインドネシア国内で暴動や殺傷事件が多発するなど治安が著しく悪化し、これに驚いた日本企業がインドネシアを敬遠してしまった。前述のJBICアンケート調査では、事業展開先国・地域における課題について質問しており、その中で「治安・政治情勢が不安」と回答した企業の比率を見ると、インドネシアにおける回答率がスハルト政権崩壊(1998年)直後の2000~2001年頃に非常に高かったことがわかる。これは、東南アジアでも政治社会情勢が安定しているとされたタイとは対照的であった。

しかし、その後、民主的な大統領選挙が実施されるなどしてインドネシアの政治情勢が安定化するにつれ、日本企業のインドネシアに対する警戒心は低下し、「治安・政治情勢が不安」とする回答率も低下していった。

2010年代に入ると、インドネシアの政治情勢が安定化する一方で、タイの政治情勢が党派対立により混乱状態に陥ったため、「治安・政治情勢が不安」という回答率において、インドネシアがタイより低くなるケースも見られるようになった。

図表 2 1 . 事業展開先の課題として「治安・政治情勢」を挙げた回答率



(出所) 国際協力銀行「海外直接投資アンケート調査」(各年版)

対インドネシア投資の魅力は何なのか？ 前述の JBIC アンケートにおける各国の事業展開先として有望な理由についての回答結果を見ると、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示されている。他方、上記アンケートの項目別の回答率を、インドネシアおよびアジア主要国(インド、中国、ベトナム、タイ)の合計5カ国について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、生産面に関する項目では、インドネシアの回答率がタイやベトナムより低く、インフラ等に関する項目ではインドネシアの回答率はタイを下回る。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、人材やインフラといった投資環境の具体的な側面に焦点を当ててみると、近隣諸国よりも優れた強みというものがない。投資先としてのインドネシアは、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位置づけられていることがうかがえよう。

図表 2 2 . 事業展開先として中期的に有望と考えられる理由(アジア主要5カ国の比較)

項目	インドネシア	インド	中国	ベトナム	タイ
優秀な人材	4.9	11.7	9.6	17.5	13.8
安価な労働力	30.5	28.7	12.7	42.2	26.1
安価な部材・原材料	3.7	11.2	9.1	4.5	5.1
組立メーカーへの供給拠点	20.1	20.6	22.8	13.6	23.9
産業集積がある	12.2	11.2	18.3	11.7	23.9
他国のリスク分散の受け皿	5.5	2.2	1.0	12.3	6.5
対日輸出拠点	2.4	1.3	6.1	11.7	10.1
第三国輸出拠点	12.2	12.1	12.7	16.2	27.5
原材料調達に有利	2.4	1.8	6.1	1.9	5.8
現在の現地市場規模	43.3	30.9	62.4	19.5	37.7
今後の現地市場の成長性	80.5	85.2	67.0	74.7	56.5
現地市場の収益性	4.3	4.9	9.1	5.8	6.5
現地向け商品開発拠点	0.0	1.8	7.1	0.6	2.9
インフラが整備されている	2.4	1.8	12.2	2.6	19.6
物流サービスが発達	0.6	0.4	3.0	2.6	4.3
投資にかかる優遇税制	3.7	3.1	2.0	3.2	13.8
外資誘致政策が安定	2.4	1.8	0.5	2.6	9.4
政治・社会情勢が安定	3.0	4.0	2.5	16.9	2.9

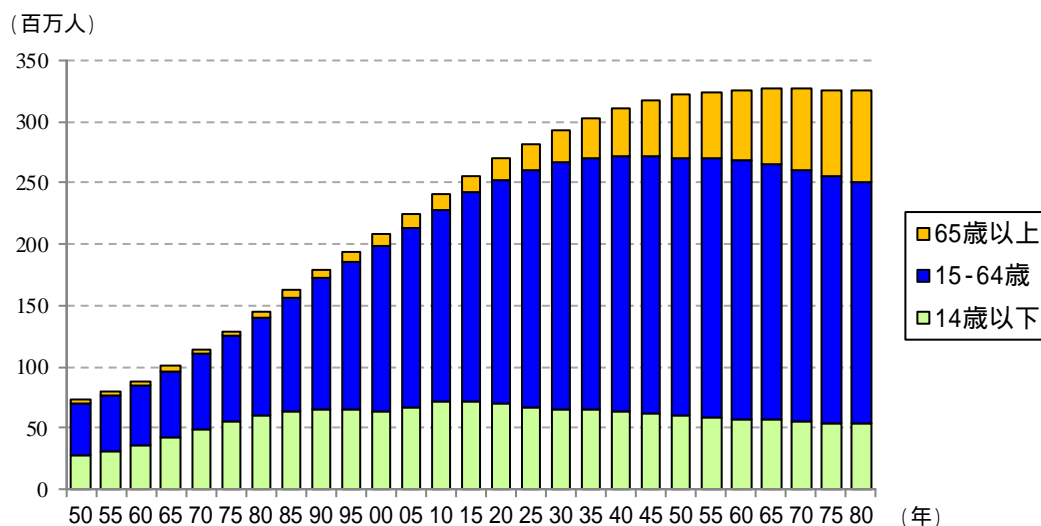
(注1) 数字は回答した企業数の比率(%)

(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「2016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と考えられている理由は、その人口動態にある。インドネシアは世界第4位の人口を有しており、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。つまり、あと40年間、生産活動の担い手が増え続け、また、あと50年間、個人消費市場が拡大し続けるということであり、人口動態面から考えて、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。

図表23．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*

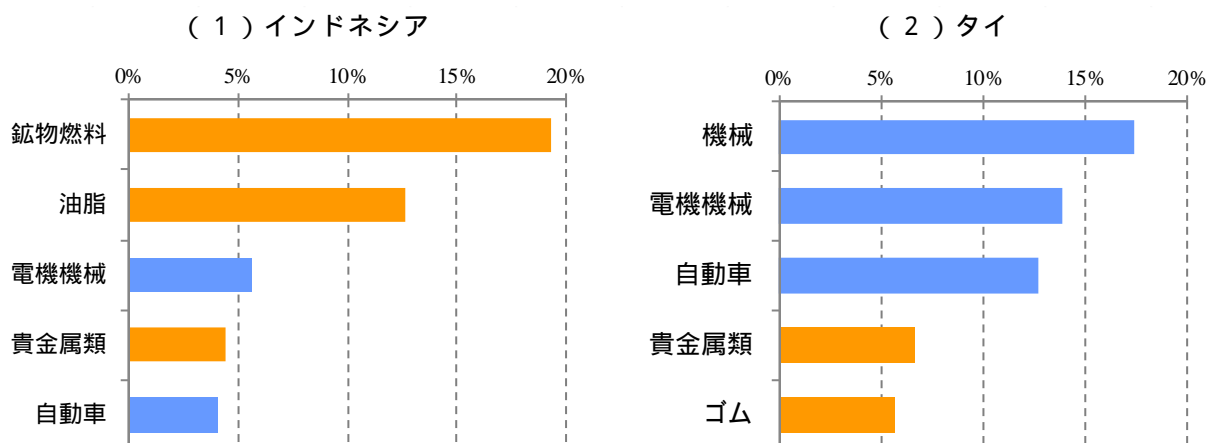
(2) 近隣諸国のような工業国にはなっていないインドネシア

他方、生産拠点としてのインドネシアの位置づけについて考えるため、工業生産の現状を、輸出構造を中心に近隣諸国と比較してみよう。

インドネシアの輸出構造を近隣諸国と比較すると、資源依存型という色彩が濃いことがうかがえる。

HSコード2桁ベースで上位輸出品目を確認してみると、インドネシアは上位5品目において一次産品の比重が大きく、特に鉱物燃料（原油・天然ガス）と油脂（パーム油）の比率が抜きんでて高く、電気機械や自動車などを大きく上回っている。これに対して、タイでは、機械、電機機械、自動車といった工業製品の比重が高く、貴金属類やゴムなどの一次産品を大きく上回っている。つまり、輸出構造からみて、タイは工業国であるのに対し、インドネシアは一次産品輸出国という性格が濃厚であると言える。このような輸出構造のため、インドネシアの輸出は、一次産品価格の動向に大きく左右されやすいという特徴がある。

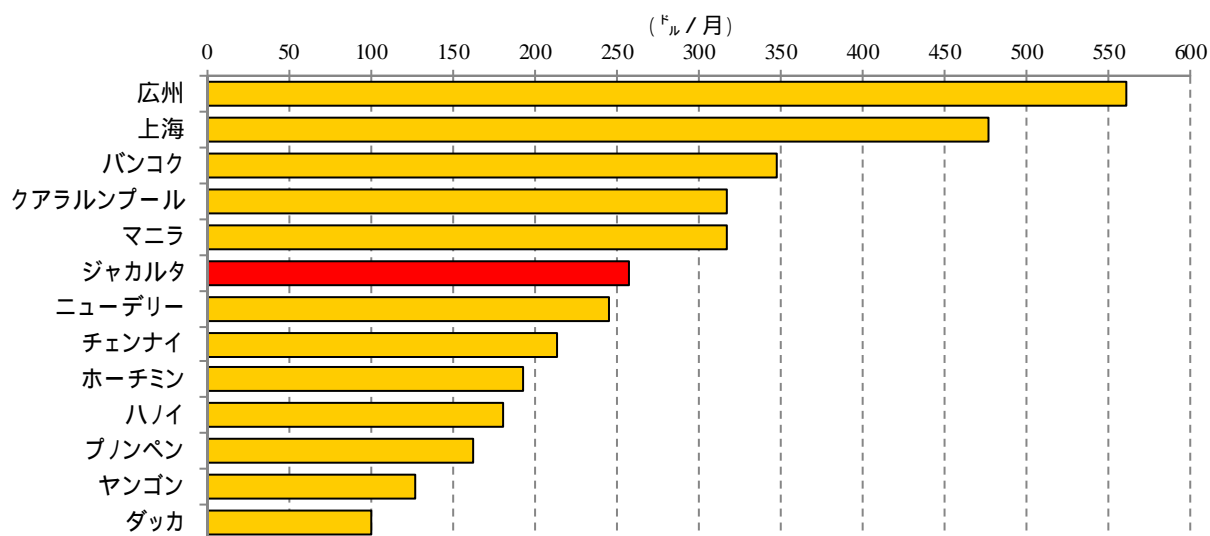
図表 2 4 . インドネシアとタイの上位輸出品目 (2016 年 ; H S コード 2 桁ベース)



(出所) ITC, TRADE MAP - INTERNATIONAL TRADE STATISTICS

従来、製造業がインドネシアに投資する際の主な狙いは、人件費の安さであった。しかし、いま、近隣には、強力なライバル国がいる。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（一般工）の賃金は、ベトナムがインドネシアより2割ほど安い。また、ベトナムは人口も8000万人と多く、かなりの労働力を供給できる。さらに、ベトナム（特に北部ベトナム）は、中国と陸続きのため、各種裾野産業が発達した中国広東省の珠江デルタ地域からの素材や部品の調達が容易である。これに対して、人件費が安いとは言えず、裾野産業の集積も乏しいインドネシアは、製造業の生産拠点として、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。さらに、インドもインドネシアより人件費が安く、また、ミャンマーやバングラデシュでは、人件費がインドネシアの半分以下である。つまり、インドネシアにとって、安価で豊富な労働力を武器にして近隣アジア諸国より優位に立つのは容易ではない状況であり、競争を勝ち抜くには、教育や職業訓練などへの投資によって労働力の質を高めていかなければならないだろう。

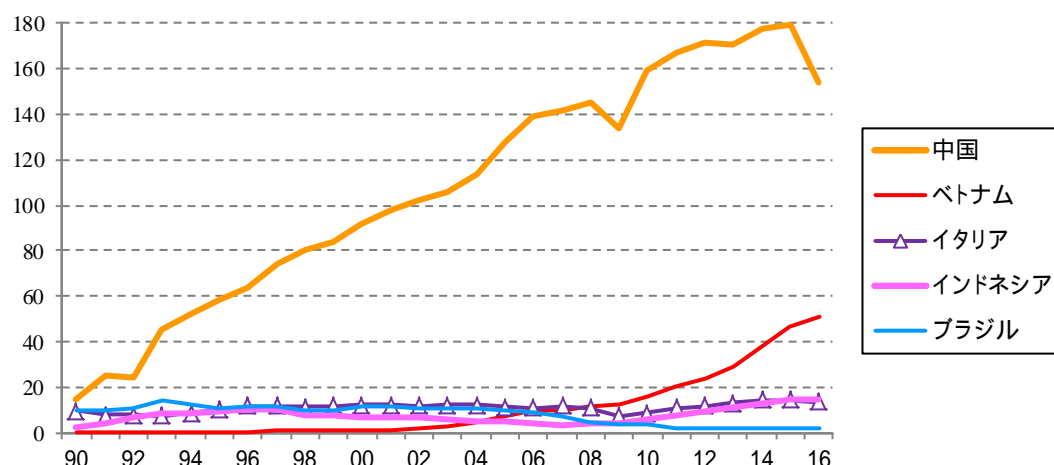
図表 2 5 . アジア主要都市におけるワーカー（一般工）の月額基本給比較



(出所) JETRO 「第26回アジア・オセアニア主要都市・地域の投資関連コスト比較(2016年6月)」

インドネシアがベトナムに押されつつある顕著な例として、米国における履物（HSコード=64）の輸入相手国の動きをチェックしてみよう。1990年代には、インドネシアは、中国に次ぐ第2位をイタリアやブラジルと争っていた。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敬遠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環境が改善され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年代と比べてそれほど顕著には増えていない。これは、労働コストや労働力の質においてインドネシアがベトナムに負けていることが大きく影響していると考えられる。インドネシアは、今後、労働力の質や生産性を高め、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、巨大な労働力人口という強みを活かせるなくなる恐れがある。

図表 26 . 米国の履物（HSコード=64）の上位輸入相手国

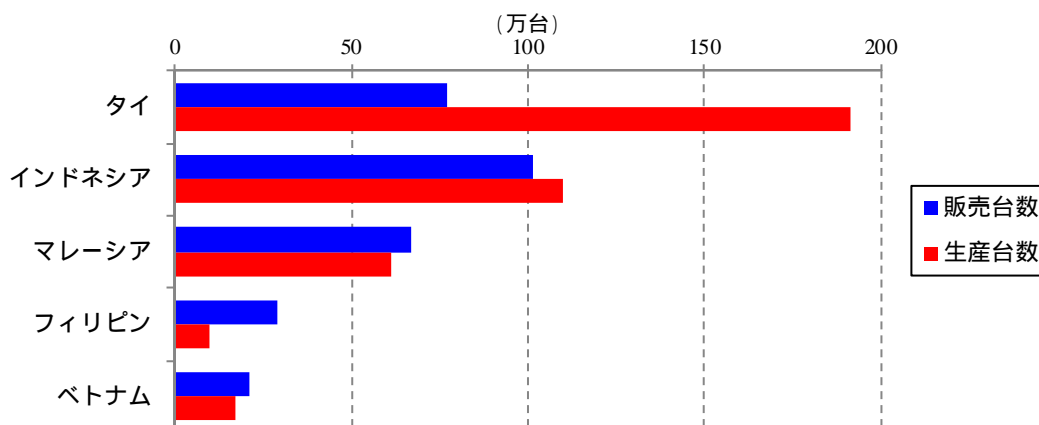


（出所）Global Trade Atlas, ITC TRADE MAP

一方、自動車産業に関しても、インドネシアはあまり振るわない。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。

国内市場での自動車販売台数は、タイよりインドネシアが多いが、自動車生産台数ではタイの方がはるかに多い。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。

図表 27 . ASEAN主要国の自動車販売・生産台数 (2016年)



(出所) ASEAN Automotive Federation

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、輸出環境改善のため多くの国々と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おり、戦略的に産業を育成するという面での失敗が目立つ。

要するに、インドネシアは、内向きな産業育成政策がうまくいかず、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やマレーシアに輸出向け工業の発展で先行されてしまった。そのため、インドネシアの製造業がタイなどと比べて見劣りするという結果を招いた。

したがって、インドネシアが、ASEAN域内の生産拠点としてタイやマレーシアに匹敵する存在となることを目指すのであれば、前述のインフラや教育・訓練への投資に加えて、外資誘致促進のため、投資優遇策の充実や輸出環境改善を狙った積極的なFTA締結といった戦略的な取り組みを加速する必要がある。それがうまくいかない場合には、インドネシアは、工業国になれず一次産品輸出国のままという状態に置かれてしまう可能性がある。

4. 今後の展望と課題 ~ 短期的には堅調さが期待できるが、中長期的には課題あり

(1) 今後のインドネシア経済 ~ 短期的には失速リスクは低く個人消費主導の景気拡大が持続

インドネシア経済は、5%前後の成長率を維持し堅調に推移している。主力輸出品であるコモディティの価格が2016年に底を打ったことも追い風となり、景気は、当面、堅調さを維持できそうである。一方、経常赤字や財政赤字についてもマクロ経済の安定を揺るがすほど深刻ではない。他方、政治面についても、ジョコ・ウィドド現政権への国民の支持は高く、内政面の安定は持続しそうである。世界第4位の人口(2億5千万人)を有し今後も人口増加が見込まれるインドネシアは、消費需要拡大のポテンシャルが非常に大きい。こうした国内市場拡大のチャンス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・ビジネスの中心テーマであろう。

(2) 中長期的に見たインドネシア経済の課題 ~ 教育やインフラへの投資不足と地域間経済格差

インドネシア経済は、短期的には大きな懸念要因は見当たらないが、中長期的にはボトルネックを抱えている。特に、インフラのキャパシティー不足と、労働者の教育・訓練の不足は、潜在成長率の上昇を妨げかねない大きな問題である。日系企業の集中するジャカルタ周辺地域では、交通渋滞が深刻化しており、交通インフラの改善は喫緊の課題である。一方、アジア域内では、インドネシアよりも人件費の安い新興国が台頭しており、インドネシアは、教育や職業訓練への投資を拡充しなければ、競争力を失う恐れがある。他方、国内経済活動の地域的偏在も大きな問題である。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)のみに経済活動が集中しており、国土の発展に著しい地域的不均衡が生じている。これを解消するため、今後は、インフラ整備をジャワ島以外の島々(外島部)でも加速する必要がある。

(3) 財政面での重要課題は歳入拡大 ~ 教育・インフラ投資促進のための財源拡充が必須

上述のようなインフラや教育・訓練への投資資金を確保するには、歳入増加が不可欠である。インドネシアは、政府部門歳入の対GDP比率が周辺アジア諸国と比較して低すぎ、歳入過少状態に置かれているため、今後、歳入を拡大する必要がある。インドネシア政府は、歳入拡大に当たって、増税する前に、まず徴税部門の能力強化や納税者のコンプライアンス意識の向上を図ろうとしているが、今後こうした取り組みを通じた歳入拡大が重要と考えられる。

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、当社までご連絡ください。