

インドネシア経済：民間需要主導で緩やかに復調

インドネシア経済は5%程度の成長率で安定的に推移しているものの、2019年下期にかけて内需が幾分弱含んだ。ただ、今後は、輸出の持ち直しや利下げ効果の顕現化から設備投資が上向き、消費マインドも徐々に改善することで個人消費も再び拡大に広がりを見せ始めることが期待できる。2020年は民間需要がけん引する形の緩やかな復調が見込まれる。

景気の現状:成長率5%程度を維持するも内需は幾分弱含み

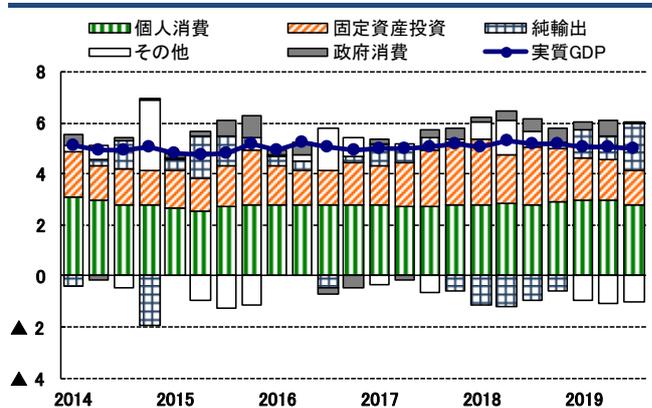
2019年7~9月期の実質GDP成長率は、前年同期比+5.02%となり、前期(4~6月期)の+5.05%からほぼ横ばいにとどまった。これまで堅調に推移してきた内需が、足元で幾分弱含んでいることが主因。

需要別の内訳をみると、外需(純輸出)のプラス寄与拡大が目立つ。ただ、輸出(4~6月期前年同期比▲2.0%→7~9月期+0.0%)は持ち直したとはいえ、輸入(▲6.8%→▲8.6%)のマイナス幅拡大の寄与が大きく、内需の弱さを反映したものと見える。実際に内需は、前期まで堅調さを維持してきた個人消費(+5.4%→+5.1%)の伸びが幾分鈍化、固定資産投資(+5.0%→+4.2%)も減速、政府消費(+8.3%→+1.0%)に至っては、2019年4月の大統領選挙・総選挙関連の支出の剥落から大幅に減速しており、総じて弱い。

産業別では、多くの業種が足元概ね横ばいで推移する中で、農林水産業の減速(2018年シェア13%、+5.3%→+3.1%)を鉱業(シェア8%、▲0.7%→+1.9%)の持ち直しが補った。やや長めに見ると、第1期ジョコウィ政権(2014年~19年)による積極的なインフラ開発を背景に、建設業が実質GDP成長率の伸びを上回る状況が続く一方、製造業は引き続きGDPの伸びを下回り、工業化が思うように進んでいない状況が窺える。また、2000年代前半の資源ブーム後、鉱業はGDPの伸びを大きく下回り続けており、依存度は低下している。

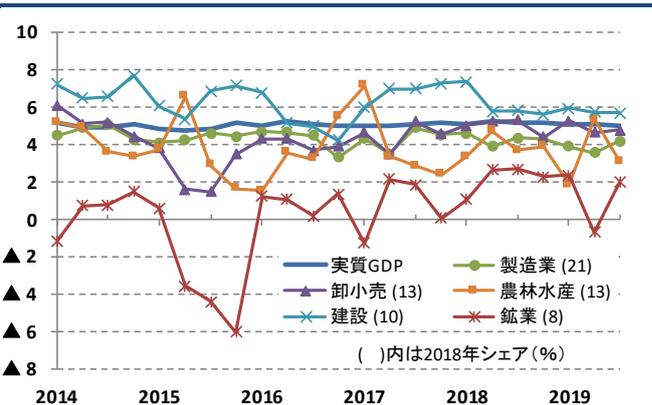
個人消費:消費マインド悪化から消費拡大は広がり欠ける

実質GDP成長率(前年同期比、%)



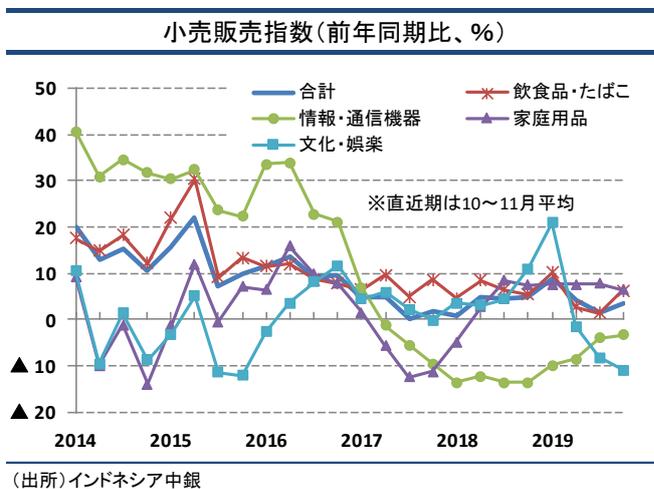
(出所)インドネシア中央統計庁

産業別実質GDP成長率(前年同期比、%)

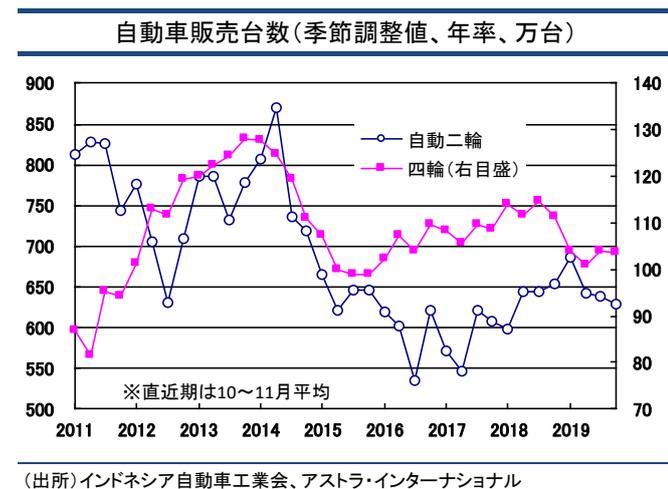


(出所)インドネシア中央統計庁

個人消費は安定した拡大を続けているものの、足元では景気をけん引する力が弱まっている。物販の動向を示す小売販売指数（実質）は、4～6 月期の前年同期比+4.1%から、選挙関連支出による押し上げ効果の剥落を主因に 7～9 月期は+1.4%に減速し、10～11 月も+3.5%と低めの伸びに止まった。財別にみると、高めに設定された最低賃金¹による下支えもあり、日用品などの非耐久消費財は比較的堅調に推移する一方、景気の影響を受けやすい耐久消費財などが低迷している。すなわち、消費の中核を占める飲食品・たばこ（4～6 月期前年同期比+2.8%→7～9 月期+1.4%→10～11 月+6.2%）は足元で持ち直しつつあり、家庭用品（+7.6%→+7.8%→+6.4%）も堅調に推移。一方で、携帯電話などの耐久消費財が多くを占める情報・通信機器（▲8.6%→▲4.0%→▲3.3%）は前年比マイナスを続け、文化・娯楽（▲1.5%→▲8.1%→▲10.9%）は前年に大きく伸びた反動もあり大きく減速した。



代表的な耐久消費財である自動車は、四輪（含む商用車）が、大統領選挙前の買い控えから 2019 年 1～3 月期に大きく減少した後、7～9 月期に年率 104.0 万台（当社試算の季節調整値）、10～11 月も 103.4 万台と低迷、回復の兆しが見られない。四輪車は本格的な普及期に向けた増加が期待されてきたが、足元では伸び悩んでいる。また、二輪車市場は、登録料が引き上げられた 2017 年から一旦持ち直しの動きを見せたが、上記のように四輪へのシフトが進んでいる様子が見られない中でも減少しており、力強さに欠ける。さらに、二輪の普及率は 4 割超とマレーシアやタイを上回り飽和に近いとみられる。しかしながら、買い替えサイクルの短期化余地はあり²、所得水準がさらに上昇するなど状況が変われば販売台数が増加する可能性は十分にある。



¹ 最低賃金の不確実かつ大幅な上昇率が企業行動を混乱させてきた状況に対応するため、インドネシア政府は 2015 年の政令で最低賃金上昇率基準値の算出式を「前年の物価上昇率+前年の実質 GDP 成長率」と規定し、各州も基準値を基に最低賃金を制定すると定めた。

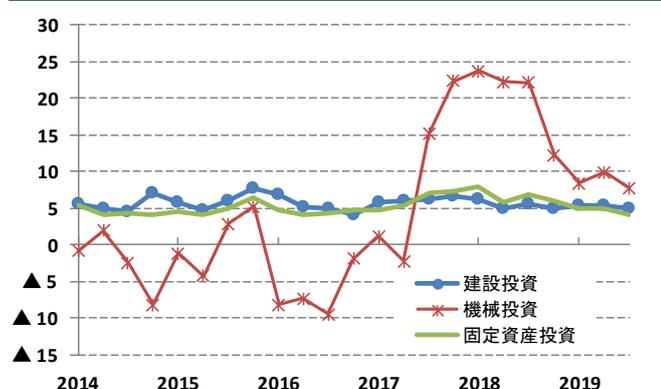
² 当社試算では、二輪普及率（保有台数/人口）は、インドネシアが 43%（2017 年）、マレーシアが 38%（2014 年）、タイが 31%（2014 年）。また、二輪の保有年数（保有台数/年間販売台数）は、タイの 11 年に比べ、インドネシアは 17 年と長くなっており、インドネシアの買い替えサイクルは短期化の余地があると考えられる。

個人消費の拡大に広がりやを欠く背景には、選挙関連支出による押し上げ効果の剥落だけでなく、消費マインドの悪化も挙げられる。消費マインドの代表的な指標である消費者信頼感指数（現状）は、2019年10月に2017年初以来の水準となる104.8まで低下し、11月も小幅な反発に止まった。収入指数（現状）と雇用指数（現状）が2019年夏場以降低下傾向にあることから、景気回復がもたつくなかで雇用不安が高まり、消費マインドを冷え込ませているようである。

固定資産投資：大型インフラ巡を主因に鈍化

固定資産投資は、4～6月期の前年同期比+5.0%から7～9月期は+4.2%へ減速した。全体の7割強を占める建設投資（4～6月期前年同期比+5.5%→7～9月期+5.0%）が、ジャカルタ MRT などに代表される大型インフラプロジェクトの一巡³から幾分鈍化したほか、約1割を占める機械投資（+9.9%→+7.8%）が減速した。

建設投資と機械投資（前年同期比、%）



（出所）インドネシア中央統計庁

インフラ整備予算（兆ルピア、%）



（出所）インドネシア財務省、インドネシア中央統計局

2019年10月に始動した第2期ジョコウィ政権は引き続きインフラ投資を最重要政策の一つとして掲げており、今後、政府による新規のインフラ投資が始まると想定される⁴。ただし、2020年度（2020年1～12月）当初予算⁵では、同じく最重要政策として掲げる人材開発への歳出増⁶や総選挙前に一部復活した燃料補助金⁷に対する歳出を十分に減じなかったことなどを背景に、インフラ整備予算は微増にとどまった。また、起爆剤となりうる首都移転についても、466兆ルピア（3.5兆円）に上るとされる移転費用を工面することが難しく、現時点では現実味が薄いと見られている。政府のインフラ投資による景気の押し上げ効果については、多くを期待できない。

機械投資は、大統領選挙・総選挙を控えた不透明感は払しょくされたものの、企業の景況感悪化を背景に

³ 第1期ジョコウィ政権における各種大型プロジェクトは、2019～22年にかけて完成し稼働するものが多く、2017～18年頃がインフラ投資のピークとなったといわれる。

⁴ 実際、2020年の着工を目指して、ジャワ島横断鉄道の建設プロジェクトの計画が動き始めたとの報道もある。

⁵ 2020年度当初予算における歳入額（国債発行等による資金調達を除く）は2,222兆ルピア、歳出額は2,529兆ルピアとなり、いずれも2019年度当初予算比でほぼ横ばいとなった。

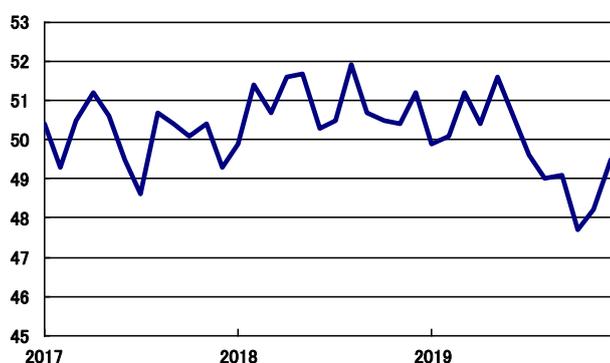
⁶ 労働生産性向上につながる取り組みとして、第2期ジョコウィ政権は「人材開発」を最重要政策として挙げ、2020年度の当初予算案では教育関連支出を5年前と比べて約3割増の505兆ルピアにするとした。

⁷ 2019年の大統領選挙を控え、支持率低下につながる燃料費や運賃の高騰を避けるため、インフラ投資の財源確保の目的で削減した燃料補助金を一部復活。原油価格動向次第では歳出面で大きな負担となり、インフラ整備等に対する歳出を妨げる可能性がある。

復調していない。製造業の企業マインドを表す PMI (Purchasing Manager's Index、購買担当者景気指数)⁸は、2019年7月以降、拡大と悪化の分かれ目となる50を割り込む水準まで落ち込んでいる。輸出低迷や2018年の金融引き締めに伴う貸出金利の上昇などが企業の景況感の悪化につながり、設備投資意欲の減退させている可能性が高い。

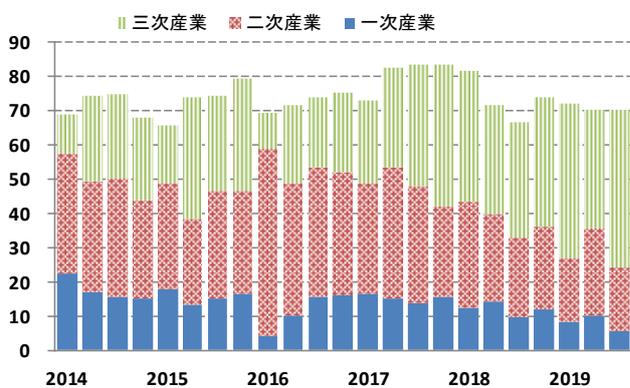
海外からの直接投資(実現額)も、自動車関連を中心とした二次産業向けの減少が響き、足元は年間300億ドル程度で伸び悩んでおり、固定資産投資が高まらない要因となっている。人件費の上昇率の高さや、強い労働者保護、多額の最低資本金・最低投資額の存在などを背景に、製造業の投資先としての国外からの目線が厳しいことが窺える。

製造業PMI



(出所)IHS Markitより伊藤忠総研作成

対内直接投資(実現額、億ドル)



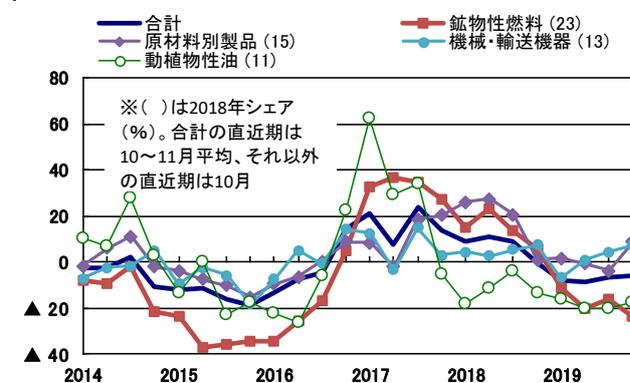
(出所)投資調整庁

輸出:一部に持ち直しの兆し

一方で、輸出環境は足元で改善の兆しがうかがえる。GDP ベース(実質)の輸出では、全体の9割程度を占める財輸出が4~6月期の前年同期比▲2.3%から7~9月期の+0.5%と増加に転じたことを主因に、サービス輸出を含む全体で▲2.0%から+0.0%と持ち直した。

財の輸出を通関ベース(ドル建て、名目)で見ても、4~6月期の▲8.9%から7~9月期の▲6.9%、10~11月平均の▲5.9%と、徐々にマイナス幅が縮小した。財別では、原材料別製品⁹(2018年シェア15%、4~6月期前年同期比▲0.9%→7~9月期▲3.7%→10月+8.8%)が足元でプラスに転じたほか、機械・輸送機器(シェア13%、+0.9%→+4.4%→+7.4%)が顕著に持ち直した。鉱物性燃料(石油・ガス・石炭)(シェア23%、▲20.2%→▲16.1%→▲23.7%)や動植物性油(パーム油)(シェア11%、▲20.1%

財別の輸出動向(前年同期比、%)



(出所)インドネシア中央統計局

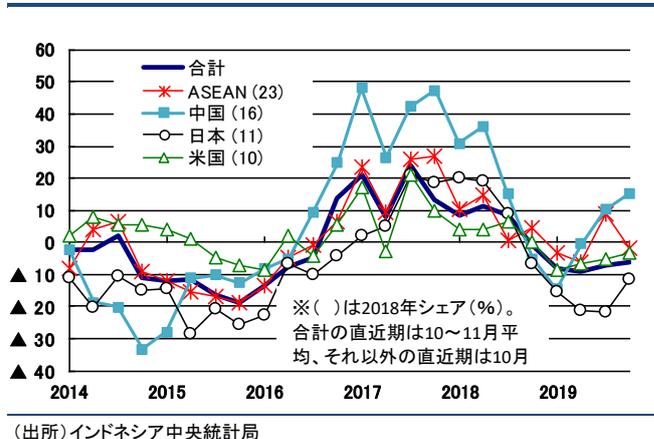
⁸ 購買担当者を対象にアンケート調査や聞き取りなどを行い、新規受注や生産高、受注残、価格、雇用、購買数量などの指数に一定のウェイトを掛けて算出する指数。調査対象業種の景況感を正確に映し出しやすい特徴があるとされる。

⁹ 原材料別製品(2018年シェア14.6%)は、鉄鋼製品(3.5%)、紙製品(2.6%)、繊維製品(2.2%)、非鉄金属製品(2.2%)など。

→▲20.1%→▲17.8%)などの一次産品は引き続き不振だが、これらの落ち込みが専ら価格下落によるものであることを踏まえると、数量(実質)ベースでは持ち直しつつあるとみられる。なお、パーム油の価格は足元で急上昇しており、少なくとも同業界の企業収益環境は改善に向かうことが期待できる。

仕向け地別には、中国向け(2018年シェア16%、▲0.5%→+10.2%→+15.4%)が、2020年以降の未加工のニッケル鉱石の禁輸措置¹⁰に伴う駆け込み輸出も寄与しているものの、その他の資源関連も総じて増加した。また、日本向け(シェア11%、▲21.3%→▲21.9%→▲11.3%)や米国向け(シェア10%、▲6.4%→▲5.2%→▲3.3%)などの先進国も改善がみられる。さらに、ASEAN向け(シェア23%、▲6.2%→+9.1%→▲2.0%)¹¹も、ASEAN諸国の底堅い内需を背景に、均してみると底を打ったとみられる。

仕向け地別の輸出動向(前年同期比、%)



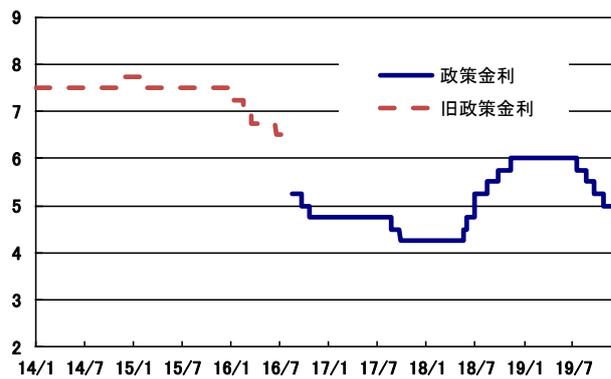
通貨:通貨下落への懸念が政策自由度を減じる

ルピア相場は、米中貿易摩擦が一段落したことを受けた国際金融市場の落ち着きや、第2期ジョコウィ政権の政策期待などから、足元で底堅く推移している。ただし、2018年のトルコショック時に大きく下落し、通貨防衛のために政策金利を大幅に引き上げる必要があったことは記憶に新しい¹²。経常赤字が続いているほか、足元の景気減速を受けた歳入減から財政赤字幅も2018年度以降縮小せず¹³、通貨相場に関わるファンダメンタルズは大きくは改善していないことには注意が必要である。

為替相場(ルピア/ドル)



政策金利(%)



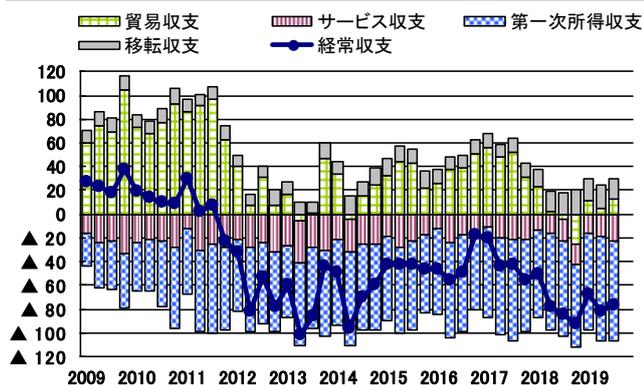
¹⁰ インドネシア政府は、国内のニッケル精錬所へのニッケル鉱石の供給量を確保するため、当初2022年1月としていたニッケル鉱石の禁輸措置の発動を、2020年1月に早めることを発表。なお、中国はステンレス鋼に使うニッケル銑鉄生産のため、世界最大のニッケル鉱消費国。

¹¹ 7~9月期に急増したシンガポールを除いたベースでも、4~6月期前年同期比▲3.2%から、7~9月期+0.1%、10月▲2.0%と振れを伴いながらもマイナス幅は縮小しつつある。

¹² 米政権がトルコへ制裁を発動したことを受けて、2018年8月にトルコリラが急落。グローバルなリスク回避姿勢が強まり、経常赤字と財政赤字を抱えるインドネシアのルピアに対する売り圧力も強まった。

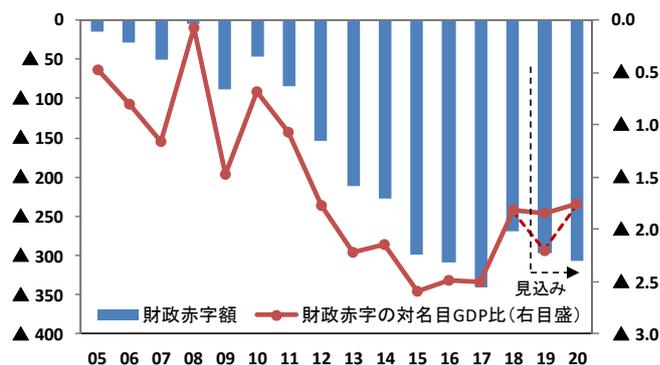
¹³ 当初予算計画で対名目GDP比▲1.8%であった2019年度の財政赤字幅は、景気減速に伴う歳入減を背景に、▲2.2%まで許容されることが発表された。

経常収支(億ドル)



(出所)インドネシア銀行

財政収支(兆ルピア、%)



(出所)インドネシア財務省、インドネシア中央統計局

(注)2019年、2020年の実線は当初予算額ベース。2019年の点線は実績見込み

このため、政府は引き続き財政健全化のスタンスを維持し、金融政策によって景気の下支えをすることを考えられる。インフレ率が落ち着いていることもあり、中央銀行は内需促進のため追加の利下げを実施するだろう。ただし、金融市場に再び大きなショックがかかった場合、通貨下落を避けるため利下げが出来なくなることは注意が必要である。

見通し: 輸出の回復と金融緩和効果から景気はゆっくりと加速へ

このように、2019年下期にかけては、政府による景気刺激策の効果が一巡する中で、企業と家計ともにマインドが幾分悪化し、民間需要も減速した。もっとも、2020年入り後は、2019年の夏場以降の中銀による利下げ効果の顕現化に加え、米中貿易摩擦の一時休止を受けた中国経済の持ち直しなどを背景に輸出が回復することから、企業マインドの改善とともに、企業の機械投資拡大が見込まれる。景気が復調に向かう中で、徐々に家計のマインドも改善し、消費も再び広がりを見せ始めるだろう。

一方で、前述の通りインドネシア政府は財政規律¹⁴を重視するスタンスを堅持し、また、経常赤字削減のために、大規模な資本財輸入増を招く国営企業の大型投資計画などは控える可能性が高い。そのため、民間需要がけん引する形の緩やかな復調が見込まれる。

長期的な観点でインドネシア経済をみた場合、資源価格に影響を受けやすい一次産品主体の産業・輸出構造¹⁵から脱却できず、工業化進展の遅れから成長率が伸び悩んでいることが課題といえる。付加価値の高い輸出産業の育成に向けて、第2期ジョコウィ政権にかかる期待は引き続き大きい。その観点で2019年10月に発表されたジョコウィ政権の主要経済閣僚をみると、スリ財務相やバスキ公共事業・国民住宅相など能力と実績があるテクノクラートが留任しており、インフラ整備を含めたマクロ経済政策の継続性は確保されていると考えられる。その上で、先々の産業高度化にとって重要と位置付ける教育・文化や国営企業などの分野には、配車サービス・ゴジェットの共同創業者であるナディム・マカリム氏やマハカ・グループのオーナーであるエリック・トヒル氏を大臣に登用するなどの独自色が出された。また、2020年

¹⁴ インドネシアは税金の捕捉率が低いと言われており、歳入額の対GDP比は他のASEAN諸国と比べても低く、歳出に充てられる財源が限られるという問題を抱えている。

¹⁵ インドネシアの輸出(ドル建て、名目)に占める一次産品(鉱物性燃料、原料品、パーム油)の割合は、足元数年間では資源価格の下落から減少したものの、2018年時点で44%と依然高水準である。

度予算では、バラマキ色の強い燃料補助金を 3.4 パーセント削減する計画を発表するなど、改革路線に注力できるよう可能な限り努力した跡がうかがえる。

今後は、インフラ整備、規制緩和、教育政策を通じた労働生産性向上を進め、資本集約型工業に強みを持つ外国資本を誘致することできるかがカギになる。憲法により大統領 3 選が禁止されているインドネシアにおいて、大統領 2 期目の任期後半に入る 2022 年ごろには次期大統領選に向けた動きが加速し始めると考えられる。ジョコウィ大統領がレームダック化するまでに残された時間は短く、2020～2021 年に改革路線を一層加速できるかが勝負といえるだろう。