



インドネシア経済の現状と展望

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 上席研究員
福地 亜希
aki_fukuchi@iima.or.jp

<要旨>

1. インドネシア経済は、内需を牽引役に総じて安定した成長を続けており、先行きについても、個人消費が堅調さを維持するほか、インフラ投資の活発化に加えて、民間投資の持ち直しも見込まれるため、内需を中心に景気は堅調な推移が見込まれる。インドネシアの輸出依存度が低いことから、中国経済の減速や米中貿易摩擦の貿易面を通じた直接的なマイナスの影響は限られるとみられる。
2. また、対外バランスは、対外債務への依存度の低下や外貨準備高の蓄積などファンダメンタルズ面での改善が進み、資本流出への耐性は強まっている。他方、3大格付け会社の信用格付けが全て「投資適格級」を回復したことは、インドネシアへの投資流入にとってプラスとなる一方、外国からの投資資金への依存が高まり、金融市場を中心に外部環境変化の影響を受け易くなっている点には留意が必要である。
3. 今後、通貨安圧力が強まる局面では、中銀による利上げや経常赤字の背景にある輸入抑制などで対応する可能性が高いとみられる。こうした政策は、短期的には通貨安定のための有効な手段と考えられるが、投資を中心に内需の拡大に水を差す要因となり得る。中長期的には、長期の投資を行う国内機関投資家の育成が求められる。さらに、経常赤字の縮小に向けて、一次産品に依存した輸出構造の多角化および高度化による貿易黒字の拡大が不可欠である。

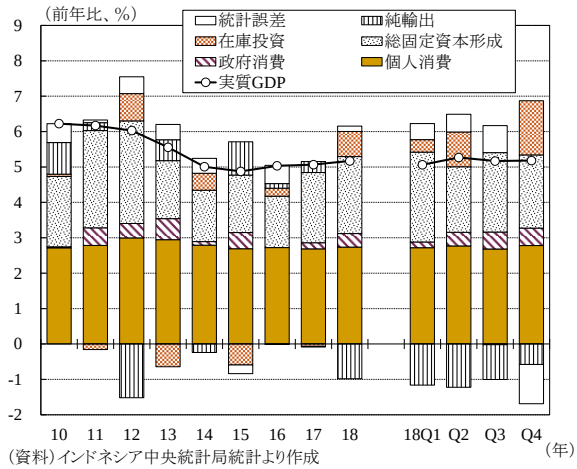
4. 財政面では、「国家財政法」（2003 年）に基づく財政運営により、2018 年時点の財政赤字は GDP 比 2%程度、政府債務残高も GDP 比 28%と低水準にとどまっている。先行きについても、政府債務残高は持続可能な水準を維持する公算が高いとみられるが、リスクとしては、インフラ投資の活発化等に伴う関連する国営企業の負債の増加や官民連携（PPP）プロジェクトへの政府保証等を通じた政府の偶発債務の増加の可能性が挙げられる。
5. 銀行部門については、景気回復に伴い貸出は持ち直しつつあるが、依然経済の拡大に見合った伸びにとどまっている。また、商業銀行の不良債権比率は 2.7%と低水準にあるほか、自己資本比率は 23.3%（2018 年 11 月時点）と高水準にあり、健全性は高いと判断される。先行きについては、貸出の約 7 割を占める企業部門の動向を注視する必要があるだろう。
6. 2019 年 4 月の大統領選挙では、現職のジョコウィ大統領陣営が優勢との見方が多いが、今後の両陣営の戦略および経済情勢により情勢が変化する可能性もあり、予断は許さない。特に、プラボウォ陣営が勝利し、インフラ整備のペースダウンや資源分野での保護主義的な政策に傾斜する場合は、産業構造の多角化や競争力向上を通じた持続的な成長を阻害することになりかねず、慎重な判断が求められる。

1. 経済概況～内需を牽引役に安定成長が続く

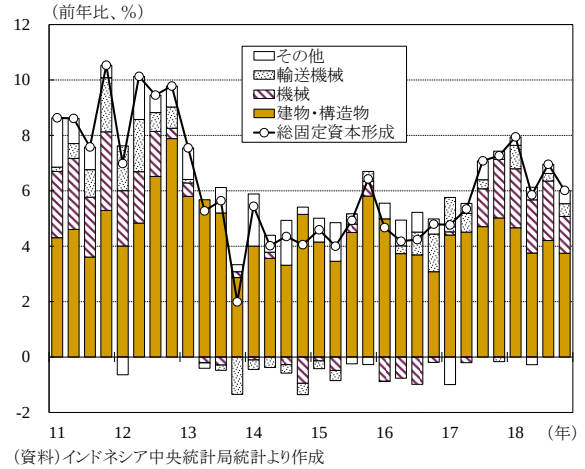
（1）経済成長率

インドネシア経済は、内需を牽引役に総じて安定した成長を続けている。ジョコウィ現政権発足後の 2015 年は、燃料補助金の撤廃に伴う物価上昇や金融引き締め政策の影響などで実質 GDP 成長率は前年比+4.9%まで低下したが、その後は同+5%超の成長を維持しており、2018 年は同+5.2%と小幅ながら 3 年連続で加速した（図表 1）。個人消費は、中間層人口の増加が続く中、良好な雇用・所得環境などを支えに堅調な推移が続いている。他方、総固定資本形成については、旺盛な住宅需要やインフラ投資の活発化などを背景に建物・構造物の拡大に加えて、企業の機械投資の持ち直しもプラスに寄与している（図表 2）。2018 年終盤にかけては、通貨安定のための利上げや経常赤字抑制を目的とした国営企業の大型投資計画見直しに加えて、2019 年の選挙を前にした先行き不透明感も民間投資の拡大ペースを抑える要因になったとみられる。

図表 1：インドネシアの実質 GDP の推移



図表 2：インドネシアの総固定資本形成の推移

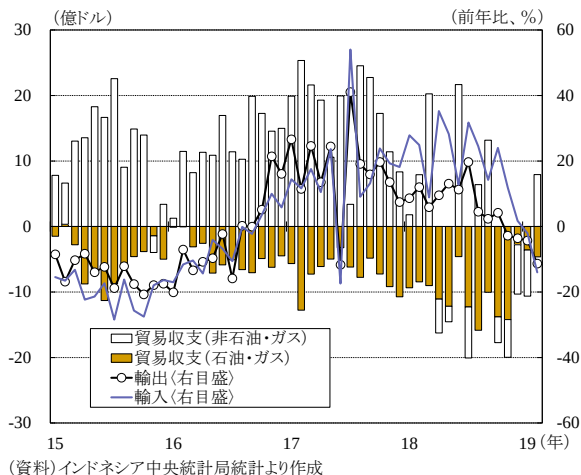


(2) 輸出入と経常収支

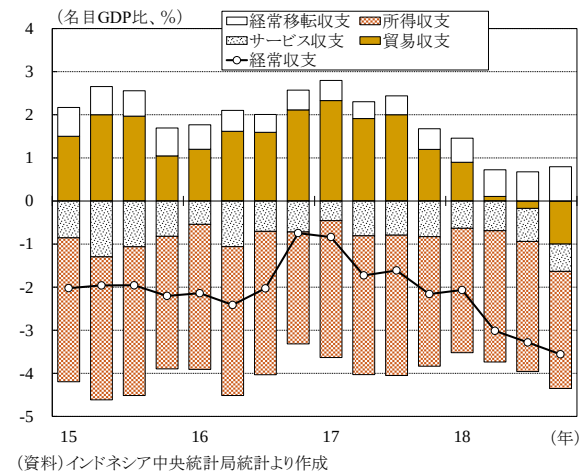
輸出が主要輸出国における需要鈍化などを背景に伸び悩む中、堅調な内需を背景にした輸入の増加により、貿易収支は 2017 年末に赤字に転じ、その後も赤字幅拡大が続いている (図表 3)。

経常収支は、直接投資や証券投資に絡む投資収益等の本国送金などを背景にした所得収支やサービス収支の赤字を主因に赤字基調が続いており、2017 年終盤以降は貿易収支の悪化により経常赤字の拡大が続いている。2018 年 10-12 月期の経常赤字は 91 億ドル (GDP 比 3.6%)、2018 年通年では 311 億ドル (同 3.0%) と前年の 162 億ドル (同 1.6%) から赤字幅が拡大した (図表 4)。

図表 3：インドネシアの輸出入の推移



図表 4：インドネシアの経常収支の推移



(3) 物価と為替相場、金融政策

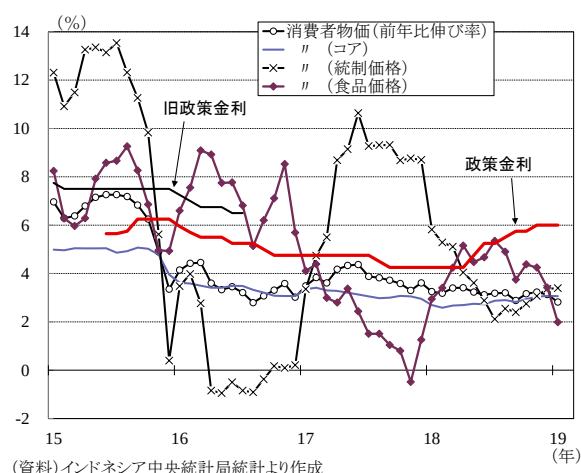
消費者物価は、食品価格の上昇が押し上げ要因となる一方、2017 年の電気料金引き上げの影響の剥落に加え、一部の燃料補助金復活によるガソリン小売価格の上昇抑制などの物価安定策により、2018 年通年で前年比+3.2%、2019 年 1 月も同+2.8%とインドネシア中銀のターゲット（同+2.5%～同+4.5%）内での低位安定を保っている（図表 5）。

米国における利上げおよびドル高を受け、経常赤字を抱える新興国を中心に資金流出・通貨下落圧力が強まる中、ルピア相場も下落基調が続き、2018 年 10 月には一時 1 ドル=15,000 ルピアを下回るなど、アジア通貨危機以来 17 年ぶりの安値水準に下落した（図表 6）。

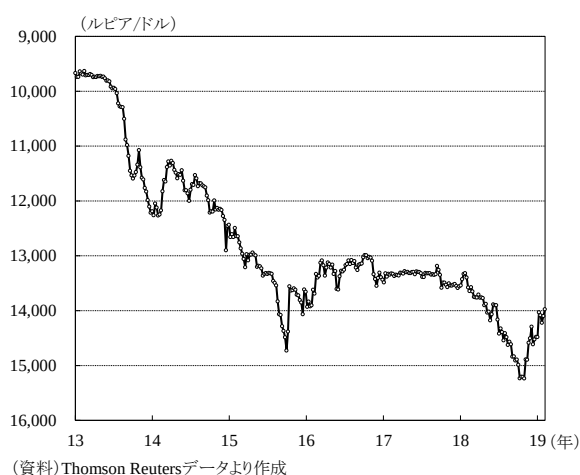
中銀は、通貨価値の安定に向けて、2018 年 5 月以降、計 6 回の利上げを実施した（4.25%→6.0%）¹。米国における利上げペースの鈍化を受けた米金利の低下等もあり、ルピア相場が持ち直しに転じたため、12 月以降、中銀は金利を据え置いている。

中銀の利上げに加えて、政府は経常赤字削減のための輸入抑制措置として、国産パーム油のバイオ燃料転用促進策、国産品で代用可能な消費財を対象に企業が輸入時に納入する「輸入前払い法人税」の税率引き上げ、大規模な資本財輸入を伴う国営企業の投資計画の見直し等の対応をとった。

図表 5： インドネシアの消費者物価と
政策金利の推移



図表 6： インドネシア・ルピアの
対ドル・レート推移



¹ 2018 年 8 月に中銀は利上げを行う一方で、住宅ローン規制の緩和を実施した。

(4) 当面の見通し

先行きについても、内需を牽引役に安定した成長が見込まれる。個人消費は、良好な雇用・所得環境に加えて、政府支出による低所得者向けの支援策拡充等もあり堅調な拡大が続く見込みである。投資も、インフラ投資の活発化に加えて、選挙を巡る不透明感の後退が見込まれる 2019 年後半以降は民間投資の持ち直しも予想される。

他方、世界経済の拡大が緩やかなペースにとどまるとみられる中、インドネシアにおける堅調な内需を背景とした輸出を上回る輸入の拡大により、経常赤字およびルピア安基調が続く可能性はみておく必要があるだろう。物価については、ルピア安による輸入物価の上昇が押し上げ圧力となる可能性があるものの、国際原油価格の落ち着きなどにより上昇は小幅にとどまる見通しである。

2. 中国経済減速の貿易を通じた影響は限られるが、金融面からの波及には留意

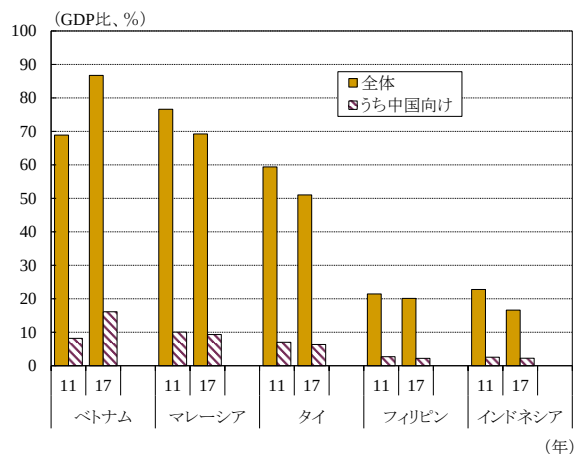
2017 年時点のインドネシアの輸出を仕向地別にみると、中国は全体の 14%を占める最大の輸出先であるものの、輸出依存度（輸出の対 GDP 比率）が 17%、このうち中国向けは同 2%と他の ASEAN 諸国に比べて低く（図表 7）、中国経済の減速や米中貿易摩擦による貿易を通じたマイナスの影響は限られるとみられる。

他方、中国経済の減速は、経常収支の悪化に伴う通貨安や資源価格の下落を通じて、国内経済にマイナスの影響が及ぶ可能性には留意する必要がある。具体的には、輸出の伸び悩みによる経常赤字の拡大を受け通貨安圧力が強まり、中銀が大幅な利上げを余儀なくされることになれば、投資を中心に内需の拡大に水を差す要因となる。また、中国経済の減速に伴う資源価格の下落が、鉱業部門における投資の伸び悩みを通じて景気への下押し圧力となる可能性もある。鉱業部門は、地場企業による国内投資および外資企業による投資全体のそれぞれ 10%、合わせて GDP 比 0.5%（2018 年実績）に相当し、資源価格下落時には同部門での投資が伸び悩む傾向がうかがわれる（図表 8）。

なお、米中貿易摩擦から他のアジア各国が受ける影響については、①中国から米国への輸出品に用いられる、他のアジア各国製の部品・素材などの対中輸出が減少するというマイナス効果が考えられる。他方で、②関税賦課に伴う中国製品の輸入価格の上昇により米国への中国製品の輸入が減少し、他のアジア各国製品の輸入（他のアジア各国の対米輸出）が増加する、また中国から他のアジア各国に生産拠点がシフトするというプラス効果が想定される。もっとも、インドネシアについては、東アジアにおけるサプライチェーンへの参加度合いが他のアジア諸国に比べて低いため、プラス・マイナスの両

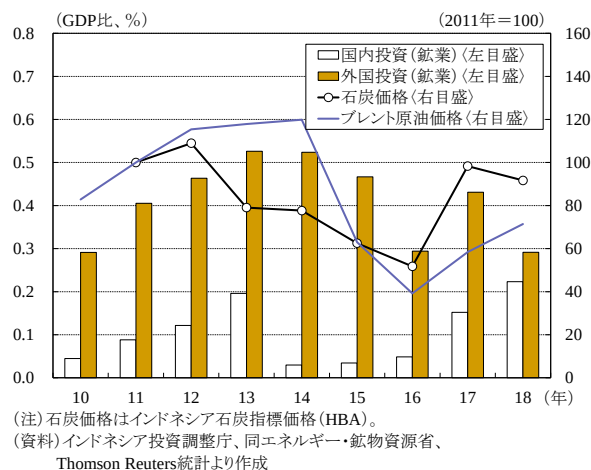
面で影響は限られるとみられる。

図表 7：ASEAN 主要国の輸出依存度



(資料)IMF統計より作成

図表 8：インドネシアの鉱業部門の投資の推移



(注) 石炭価格はインドネシア石炭指標価格 (HBA)。
(資料) インドネシア投資調整庁、同エネルギー・鉱物資源省、Thomson Reuters統計より作成

3. 対外バランス～為替変動リスクは残るものの、資本流出への耐性は強い

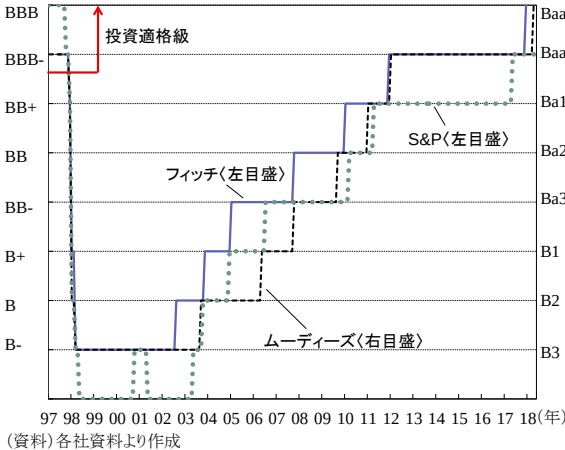
(1) 「フラジャイル5」とはあくくりにできないファンダメンタルズ

インドネシアでは、アジア通貨危機当時に比べ、対外債務への依存度の低下や外貨準備高の蓄積などファンダメンタルズ面での改善が進んでいる。また、変動相場制への移行やチェンマイ・イニシアティブに基づく通貨スワップ協定等によるセーフティネットの拡充など制度面での改善も進んでいることなどから、資本流出への耐性は増していると判断される。実際、大手格付け会社によるインドネシア国債の信用格付けは、1997年～98年の通貨危機時に大幅引き下げられ「投機的格付け」に転落した。その後、2000年代に入り、ファンダメンタルズの改善に加え、インドネシア政府の財政健全化に向けた取り組みや安定した政策運営などが評価され、信用格付けは徐々に改善し、2012年にはフィッチとムーディーズ、2017年5月にはS&Pでそれぞれ「投資適格級」を回復した(図表9)。

2013年に米連邦準備理事会(FRB)による量的緩和縮小への言及を受け、新興国通貨に対する下落圧力が強まり、その中でも経常赤字や財政赤字、高インフレなどの構造問題を抱え、通貨下落が目立つ新興国5カ国(ブラジル、インド、インドネシア、トルコ、南アフリカ)は「フラジャイル5」と称されるようになった。しかし、インドネシアについては、財政赤字は小幅にとどまり、公的債務残高も低水準にとどまっていることなどを踏まえると、あくくりに「フラジャイル5」と称するのは適切ではないと考えられる。実際、2013年と2018年の各国通貨騰落率を比べると、2013年はインドネシア

をはじめ各国通貨はそろってドル高（ドルの名目実効為替相場の上昇）を大きく上回る下落率を示したが、2018 年はインドネシアやインドではドル高の範囲内にとどまっている（図表 10）。

図表 9：インドネシア国債の信用格付けの推移



図表 10：フラジャイル 5 のファンダメンタルズと通貨下落率の比較

	経常収支の 名目GDP比(%)		一般政府 財政収支の 名目GDP比(%)		消費者物価 (前年比、%)		外貨準備高の ARA比率(%)		年間対米ドル 通貨騰落率(%)	
	2013年	2018年	2013年	2018年	2013年	2018年	2013年	2018年	2013年	2018年
インドネシア	▲ 3.2	▲ 3.0	▲ 2.2	▲ 2.2	6.4	3.4	123.3	115.3	▲ 20.7	▲ 6.4
インド	▲ 1.7	▲ 3.0	▲ 7.0	▲ 6.6	9.4	4.7	143.6	142.9	▲ 11.4	▲ 9.0
南アフリカ	▲ 5.8	▲ 3.2	▲ 4.3	▲ 4.6	5.8	4.8	81.8	62.6	▲ 19.4	▲ 13.9
ブラジル	▲ 3.0	▲ 1.3	▲ 3.0	▲ 8.6	6.2	3.7	159.4	164.3	▲ 12.8	▲ 14.6
トルコ	▲ 6.7	▲ 5.7	▲ 1.5	▲ 4.0	7.5	15.0	102.2	76.5	▲ 16.4	▲ 28.6
アルゼンチン	▲ 2.1	▲ 3.7	▲ 3.3	▲ 5.4	10.6	31.8	148.9	67.3	▲ 32.2	▲ 51.8
【参考】米ドルの名目実効為替相場騰落率(%)									2.6	8.7

(注) 1. 色掛け部分は、2013年比で改善した箇所。
 2. IMFによる『必要とされる準備高 (ARA: Assessment of Reserve Adequacy Metric)』の推計式は
 下記の通りで、ARAに対し100～150%の外貨準備高の保有(充足率)が適正とされる。

$$ARA = 5\% \times \text{輸出額} + 5\% \times \text{ブロード・マネー} + 30\% \times \text{短期対外債務残高} + 15\% \times \text{その他対外債務残高(中長期債務等)}$$

 (資料) IMF、Thomson Reutersデータより作成

(2) 海外からの投資資金への依存により、為替変動リスクは依然残る

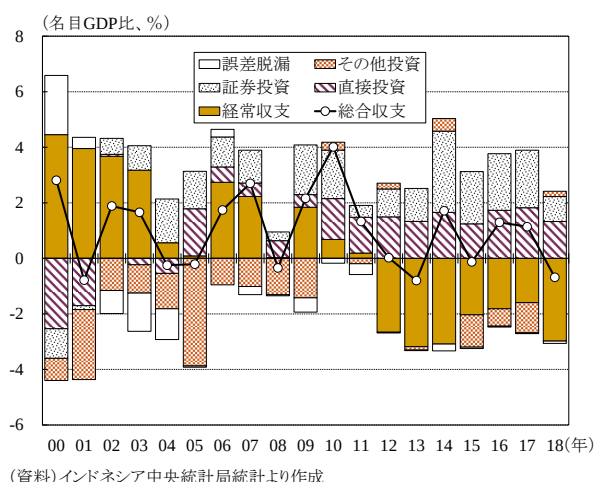
3 大格付け会社の信用格付けが全て「投資適格級」を回復したことは、インドネシアへの投資流入にとってプラスとなる一方、海外からの投資資金への依存が高まり、通貨変動リスクは依然残り、金融市場を中心に外部環境変化の影響を受け易くなっている点には留意が必要である。

インドネシアの国際収支をみると、経常赤字を安定的な資金フローである直接投資のみではカバーできず、足の速い資金である証券投資にも依存する構図となっている（図

表 11)。インドネシアの資本市場では、国内機関投資家が未成熟であることなどから、外国人投資家への依存度が高く、インドネシアの国債市場における外国人の保有比率は足元で 40%弱と高水準にあるほか（図表 12）、株式市場でも外国人投資家の保有比率が 5 割近くに達しており、先行き、国際金融市場が不安定化し、リスク回避の動きが強まる局面ではルピアへの下落圧力が強まる可能性は否定できない。

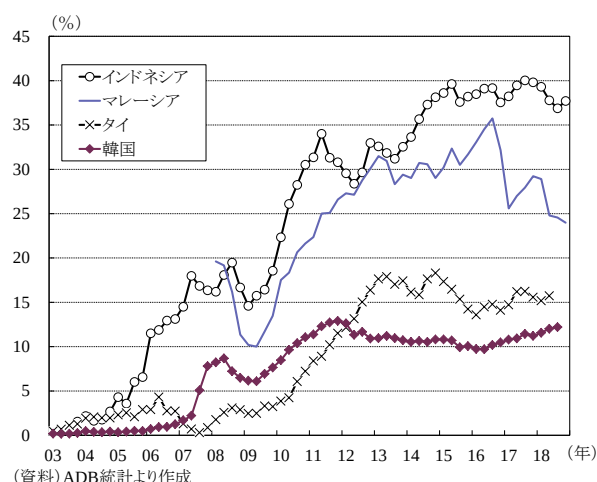
なお、市場関係者によると、2016 年にインドネシア政府が導入したタックス・アムネスティ（租税特赦）制度²対象期間中の海外からの還流資金 147 兆ルピア（約 100 億ドル）のうち 9 割が 3 年物国債に投資されたとみられており、当該国債が償還期限を迎える 2019 年後半以降、投資資金の行方が注目される。もともと、こうした資金も含めてインドネシアにおける年内の外貨支払い予定額は、金を除く外貨準備高（1,121 億ドル、2018 年 10 月末時点）の範囲内に収まっており、資金流出への耐性は相応にあると考えられる（図表 13）。

図表 11：インドネシアの国際収支の推移



（資料）インドネシア中央統計局統計より作成

図表 12：アジア主要国における外国人国債保有比率



（資料）ADB統計より作成

図表 13：インドネシアの今後 1 年間の外貨準備高の支払い予定表（2018 年末時点）

	合計	(億ドル)		
		1か月以内	1か月～3か月以内	3か月～1年以内
ローン・債券・預金	▲ 242	▲ 75	▲ 65	▲ 102
先物・先渡しポジション	▲ 71	▲ 15	▲ 20	▲ 36
偶発債務等	▲ 68	▲ 68	0	0

（資料）IMF統計より作成

² インドネシア政府は、海外逃避資産の国内還流や税収増加に向けた取り組みとして、2016 年 6 月から 2017 年 3 月末までの期間限定でタックス・アムネスティ（租税特赦）制度を導入。対象期間にインドネシア居住者が国内外に保有する未申告の資産や所得を自主申告すれば、減免（申告期間が早いほど低い税率を適用）や刑事告発を免除される制度。

(3) 通貨安の評価～プラスの効果は限定的

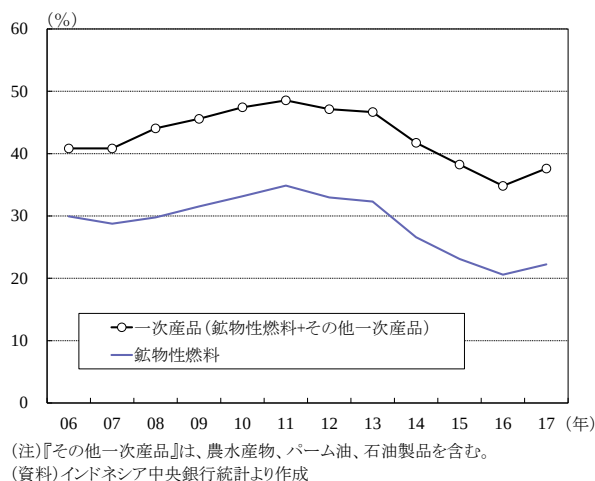
通貨安のインドネシア経済への影響を整理すると、輸入インフレを通じた国内物価の上昇については政府の物価安定策などにより影響は緩和される一方、輸出競争力改善等を通じたプラスの影響も限られる。2013年5月以降、2018年末までのルピア相場の下落率をみると、対ドル名目相場では約50%に達したのに対し、主要貿易相手国との関係を加味した名目実効相場では23%、さらに相対物価も考慮した実質実効相場では7%程度にとどまっている（図表14）。加えて、インドネシアでは、一次産品に依存した輸出構造を背景に、通貨安による輸出押し上げ効果は限られるとみられる。すなわち、インドネシアの輸出は、石炭や石油、天然ガスなど鉱物性燃料のほか、パーム油など一次産品への依存が高く、2011年のピーク時に比べて低下したとは言え、依然全体の4割を占めている（図表15）。こうした一次産品の多くはドル建てで取引されるケースが多く、ドル高ルピア安が輸出競争力の向上に直接結び付かない。

インドネシアにおける利上げや経常赤字の背景にある輸入の抑制など、通貨安局面での一連の対応は、IMFをはじめとする国際機関も、短期的には通貨安定に有効な政策手段として前向きに評価している。ただし、中長期的には、長期の投資を行う国内機関投資家の育成が求められる。さらに経常赤字の縮小に向けて、一次産品に依存した輸出構造の多角化および高度化による貿易黒字の拡大が不可欠である。

図表14：インドネシアの実効為替相場の推移



図表15：インドネシアの主要品目別輸出シェア

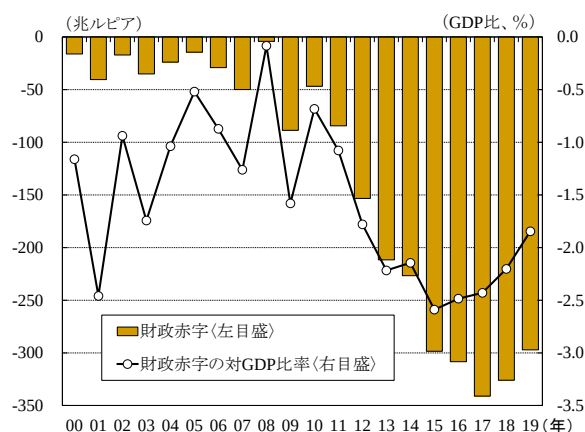


4. 財政面での健全性は保たれる見込み

(1) 財政改革に向けた取り組みが進行中

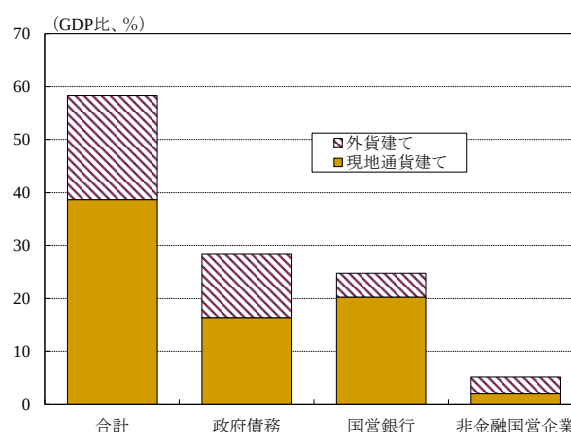
政府は、一般政府の財政赤字を GDP 比 3%以内、中央政府債務残高の上限を同 60%と定める「国家財政法」（2003 年）および「2018-2021 年中期債務管理戦略」³に基づく財政運営および公的債務管理を行っている。足元の財政赤字は同 2%近辺で推移しているほか（図表 16）、政府債務残高は同 28%、国営銀行や非金融国営企業を含む広義の公的債務残高も同 58%にとどまっている（図表 17）。

図表 16：インドネシアの財政収支の推移



(注) 2018年以降は予算案。
(資料) インドネシア財務省統計より作成

図表 17：インドネシアの公的債務残高



(注) 2018年9月末時点。
(資料) インドネシア財務省統計より作成

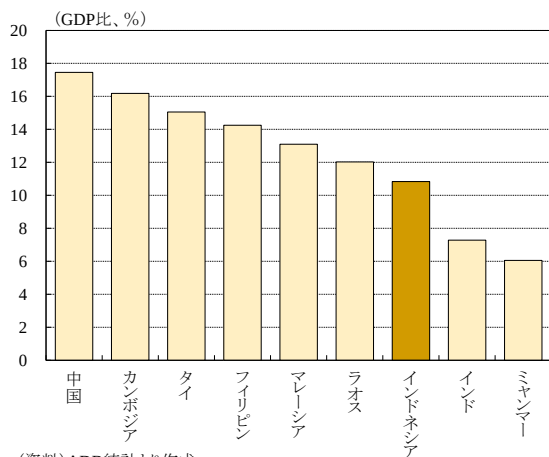
歳入面では、税収規模が同 11%と他のアジア主要国に比べて低水準にあり（図表 18）、徴税強化、投資環境の改善等による税収拡大が長年の課題である。一方、歳出面では、予算配分の効率化等を通じた歳出の抑制に取り組んでいる。歳出全体の 3 割弱を占めていた燃料補助金については、2015 年の燃料補助金政策変更の結果、同 1 割以下へ低下する一方、インフラ投資などの資本的支出の割合は緩やかに上昇した（図表 19）。もっとも、2018 年には原油高およびルピア安による国内景気へのマイナスの影響が懸念される中、一部の燃料補助金を復活させるなど、2019 年 4 月の大統領選挙を睨み、足元の改善ペースはやや足踏みしている。2019 年予算案では、燃料補助金や社会保障関連の歳出を拡充する一方、資本的支出を抑制することで財政赤字を同 1.8%と 2018 年予算案の同 2.2%から縮小させる計画である。

なお、燃料補助金支出の歳出に占める比率と石油・ガス関連収入の歳入に占める割合

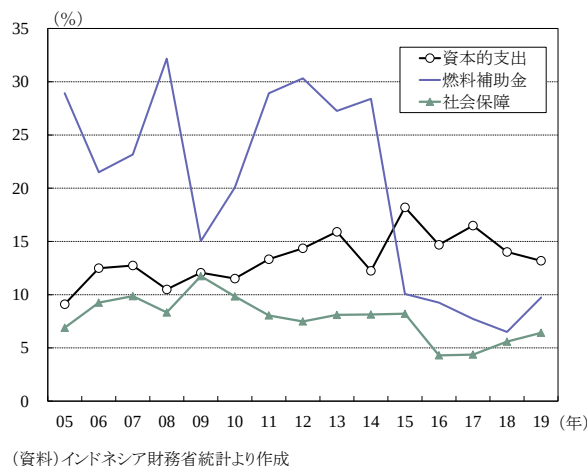
³ 同戦略では、2021 年時点の政府保証残高の上限を 1,178 兆ルピア（GDP 比 6%）に設定し、政府保証を付与する際の通貨や期間、対象等の条件を定めている。

は、ほぼ同程度の水準で推移しており、原油価格上昇時には補助金支出が増加する一方で、資源関連企業からの歳入増加が見込まれるため、財政バランスの悪化は回避される格好となっている。

図表 18：アジア主要国の税收規模比較
(2017 年)



図表 19：インドネシア中央政府歳出に占める
資本的支出と燃料補助金のシェア



(2) インフラ投資の活発化に伴う国営企業の負債や政府保証の増加には留意

先行きについても「国家財政法」および「2018-2021 年中期債務管理戦略」に基づく財政運営および公的債務管理により、政府債務残高は持続可能な水準を維持することが見込まれる。政府の偶発債務⁴となり得るリスクとしては、インフラ投資の活発化等に伴う国営企業の負債や官民連携（PPP）プロジェクトへの政府保証の増加などが挙げられる。

インドネシアでは現在、「2005-2025 年国家長期開発計画（RPJPN）」および「2015-2019 年中期開発計画（RPJM）」に基づく経済政策運営が行われているが、RPJM では 2019 年までの 5 年間で必要とされるインフラ整備資金（5,519 兆ルピア）の調達先として、国家予算（50%）、国営企業（19%）、民間資金（31%）を想定している⁵。政府は、政府債務の増加を抑制するために PPP を積極的に利用するとともに、重要な PPP 事業に対しては「インドネシア・インフラ保証基金（Indonesia Infrastructure Guarantee

⁴ 一般に、保証債務はその時点では債務として確定しない偶発債務と認識される。IMF マニュアル“Public Sector Debt Statistics—Guide for Compilers and Users”によれば、マクロ経済統計上は、偶発債務は債務そのものとは別扱いとなる。

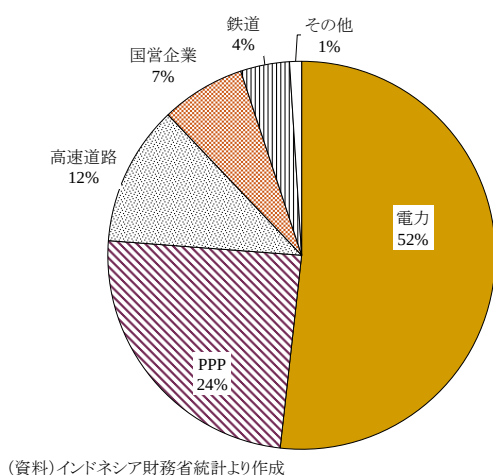
⁵ 2016 年に政府が発表した「国家戦略プロジェクト（PSN）」（2017 年から 2019 年までに優先的に取り組む 247 プロジェクト（投資総額 4,197 兆ルピア））では、資金調達先として国家予算 525 兆ルピア（13%）、国営企業 1,258 兆ルピア（30%）、民間資金 2,414 兆ルピア（58%）で賄うとしている。

Fund :IIGF)」⁶を活用した保証と対象プロジェクトのモニタリング強化を実施している。

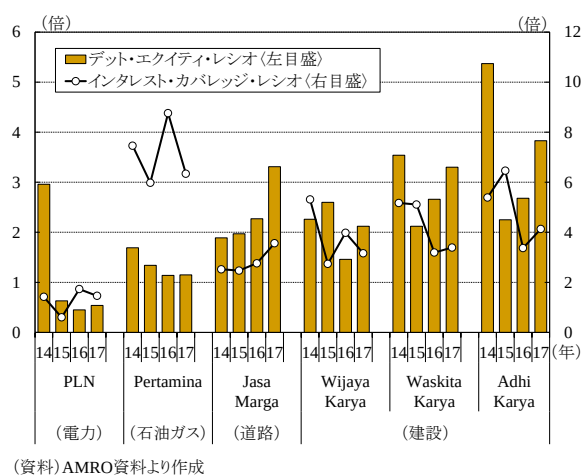
2018 年末時点の政府保証債務残高（GDP 比 1%）を分野別にみると、電力が 52%と過半を占め、PPP24%、高速道路 12%、国営企業 7%がこれに続く（図表 20）。まず、2017 年時点の非金融国営企業全体の負債は GDP 比 12%、デット・エクイティ・レシオも 1 を下回る水準にあるなど、全体としてみると債務返済上の不安は小さいとみられる。ただし、中でもインフラ投資に関連する主な国営企業の財務状況をみると、国営電力会社（PT Perusahaan Listrik Negara, PLN）については改善方向にある一方、国有民営道路会社（Jasa Marga）や国営建設大手企業（Waskita Karya, Wijaya Karya, Adhi Karya）については、建設に必要な資金調達の拡大を背景にデット・エクイティ・レシオの上昇が目立つ（図表 21）。インタレスト・カバレッジ・レシオ等の財務状況に鑑み、現時点では債務返済上の懸念は小さいとみられるが、先行きの事業環境の変化や収益状況を注視していく必要がある。

なお、財務省によると、IIGF は 2018 年末時点で総額 114.1 兆ルピアの PPP 事業に対し、32.7 兆ルピア（GDP 比 0.2%）の保証を付与しており、単純計算で投資総額の約 3 割弱に相当する保証を付与している⁷。仮に、RPJM で予定されている民間資金調達額の約 3 割に対し、IIGF が保証を付与する場合でも、その保証の規模は GDP 比 3.5%程度と、万一、政府が損失を負担するとしても政府債務への影響は限られると判断される。

図表 20：インドネシアにおける政府保証債務の
分野別内訳（2018 年末時点）



図表 21：インドネシアにおける
主なインフラ関連国営企業の財務状況



⁶ IIGF はインドネシア財務省が 100%出資して 2009 年に設立した公的保証機関。

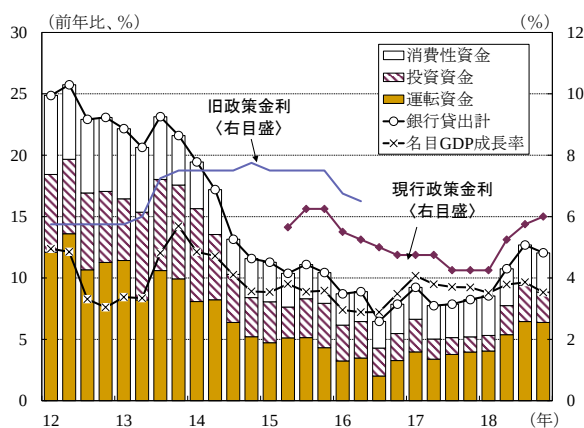
⁷ 実際には、電力事業 1 件に対し 65%の保証を付与しているのに対し、高速道路については 52%、14%等案件毎に保証率は異なる。

5. 銀行部門の健全性は総じて高い

銀行貸出残高は、2013 年後半以降、金融引き締めや成長鈍化の影響などで伸び悩みが続いてきたが、景気回復を受け持ち直しが続き、2018 年 10 月には前年比+13%まで伸びを高めた。11 月には利上げなどの影響で投資向けを中心に若干伸びが鈍化したが、それでも同+12%程度を維持している（図表 22）。なお、消費者向け貸出については、2012 年以降、中銀が金融セクターの健全性維持を目的に住宅ローンやオートローンに対して規制を強化した影響もあり伸び悩みが続いたが、2016 年半ば以降は、金融緩和や融資規制緩和を背景に回復が続いている。また、足元の商業銀行の不良債権比率は 2.7%と低水準にあるほか、自己資本比率は 23.3%（2018 年 11 月時点）と高水準にあり、健全性は高いと言える（図表 23）。

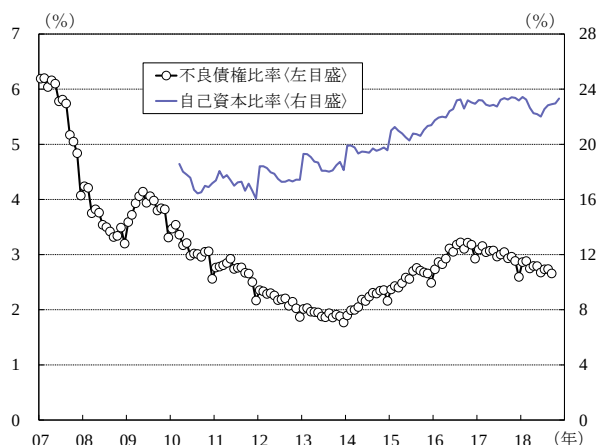
先行き、銀行収益の悪化につながり得るリスクとして、貸出の約 7 割を占める企業部門の動向には引き続き留意する必要がある。インドネシアの非金融企業の債務残高は GDP 比 20%程度と他のアジア主要国に比べて低水準にあるものの（図表 24）、民間対外債務をセクター別にみると、鉱業など一部の対外債務比率は高水準にあり（図表 25）、通貨安等外部環境の変化を通じた当該セクターの収益悪化は銀行収益やバランスシート等にマイナスの影響を及ぼす可能性がある。

図表 22：インドネシアにおける
銀行貸出の推移



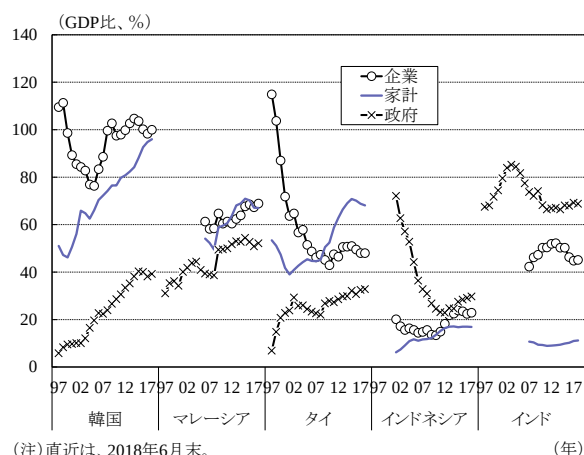
(注) 銀行貸出の直近は2018年11月時点。
(資料) インドネシア金融サービス庁統計より作成

図表 23：インドネシアにおける
銀行の不良債権比率と自己資本比率の推移

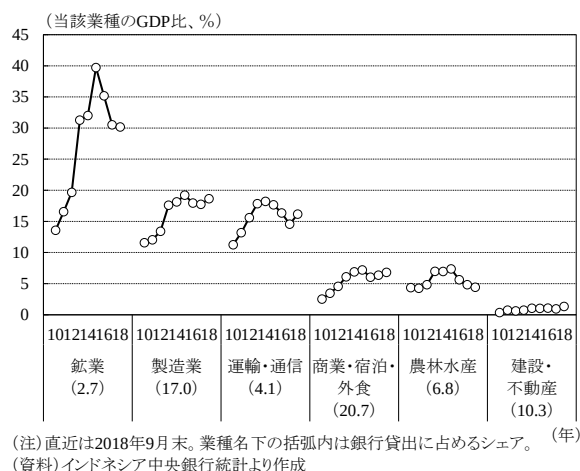


(資料) インドネシア金融サービス庁統計より作成

図表 24：アジア主要国の部門別対外債務の推移



図表 25：インドネシアの主要業種別にみた民間対外債務の推移



6. 大統領選挙の影響～インフラ整備と産業構造改革の停滞は回避されるべき

2019年4月17日の大統領選挙には、現職のジョコウィ大統領（副大統領候補：マアルフ MUI 議長）とグリンドラ党のプラボウォ党首（同：サンディアガ・元ジャカルタ首都特別州副知事）が公式に立候補を表明している（図表 26）。また、選挙対策委員長には、ジョコウィ陣営は若手企業家エリック・トヒール氏⁸、プラボウォ陣営はジョコ・サントソ退役陸軍大将を選任するなど、幅広い層からの支持獲得に取り組んでいる。これまでのところジョコウィ陣営が優勢との見方が多いが、今後の両陣営の戦略および経済情勢により情勢が変化する可能性もあり、予断は許さない。

図表 26：インドネシアにおける次期大統領候補者の概要

		年齢	所属政党(党首)・組織	主な経歴	主な選挙公約
正	ジョコ・ウィドド (通称:ジョコウィ) (現職)	57	闘争民主党 (メガワティ 元大統領)	・第7代大統領(2014年～) ・ジャカルタ首都特別州知事(12～14年) ・ソロ(中部ジャワ州)市長(05～12年)	①人材の質の向上(教育、医療制度改革等) ②生産性が高く競争力のある経済の確立(インフラ活用等)
副	マアルフ・アミン	75	インドネシア・ウラマ (イスラム指導者) 評議会(MUI)議長	・国会議員(民族覚醒党)(99～04年) ・ナフダトゥール・ウラマ本部諮問委員会議長	③均衡かつ公正な発展(格差是正等) ④汚職の無い法制度の確立等
正	プラボウォ・スビアント	67	グリンドラ党 (党首)	・退役中將(陸軍特殊部隊司令官、陸軍戦略予備軍司令官) ・スハルト元大統領の元娘婿	①経済(人材育成、雇用機会の創出等) ②国民福祉(貧困対策、保健・教育制度改革等)
副	サンディアガ・ウノ	49	国民信託党 (2018年～)	・実業家(サトウグループ創設者) ・ジャカルタ首都特別州副知事(17～18年) ・グリンドラ党(15～18年)	③文化・環境 ④政治・防衛・治安

(資料)各種報道等より作成

⁸ エリック・トヒール氏(48歳)は、2018年にインドネシアで開催されたアジア競技大会の実行委員長を務めた若手企業家。同大会を成功に導いたとして評判が高い。他方、ジョコ・サントソ氏(66歳)は、陸軍時代に地域担当参謀長を経験し、全国に政治に詳しいとされる。

大統領選挙を契機とした政治および経済への影響としては、①社会情勢の不安定化、②国会議員選挙後の連立与党の議会占有率の低下による政権基盤の不安定化、③新政権の経済政策運営方針の3点から整理することができる。

まず、選挙を契機に社会情勢が不安定化する可能性は低いと考えられる。2014年の前回大統領選挙におけるプラボウォ陣営の宗教・民族をテーマとしたネガティブキャンペーンや、2017年のジャカルタ特別州知事選における現職候補の不用意な発言をきっかけとした支持率急落と敗北⁹などの経緯から、選挙時の宗教等をテーマとした社会情勢の不安定化等を懸念する見方もある。しかし、プラボウォ氏自身は正統派国軍の特徴として「反共」かつ「反過激派イスラム」であり、「イスラム保守勢力」の取り込みにこそ力を入れているものの、過度に宗教色を強める意向は強くないとみられる。また、2018年9月の選挙戦初日に両陣営共に「選挙運動は平和裏に、人種・宗教を政治化せず行う」ことを宣誓していることなどから、イスラム急進派がいずれかの陣営に接近して宗教を政治化しない限りにおいては、社会の安定は保たれる公算が高い。

他方、大統領選挙と同時に実施される議会選挙は、大統領の政権基盤を左右する鍵となるため注視が必要である。2014年の現ジョコウィ政権発足当初は、与党連合の議会占有率が44%に止まっていたことなどから、政権基盤はぜい弱であったが、その後、他党の取り込みや2度の内閣改造などを経て政権基盤を強化してきた経緯がある。2018年8月に次期正・副大統領候補が出そろったことを受け、野党プラボウォ候補支持を表明した国民信託党が連立与党を離脱（中立の立場をとっていた民主主義者党もプラボウォ候補支持）したものの、与党連合の議席占有率は6割程度と依然安定多数を維持している。選挙で与党連合が過半数を割り込むことになれば、政策決定のスピードが鈍化する可能性も否定できない。

また、両陣営が重視する経済政策運営方針の違いが注目される。両陣営ともに経済、教育・福祉、汚職撲滅等を公約として掲げ、経済政策に大きな変化は想定し難いものの、ジョコウィ陣営は、1期目のインフラ整備の強化に加えて、2期目では人材育成を強化する方針を表明している。インドネシアの持続的成長に向けた産業構造の多角化や高度化、海外からの投資誘致による輸出競争力の強化には不可欠の要素と言える。他方、プラボウォ陣営は、大衆受けするテーマに流れ易い傾向があるほか、資源ナショナリストの側面も見受けられる。これまでに所得の不均衡是正に加えて、資源のインドネシア人

⁹ 2017年のジャカルタ特別州知事選では、当初、現職のバスキ・チャハヤ・プルナマ知事が優勢とみられていたが、宗教に絡む不用意な発言がイスラム急進派からの攻撃に遭い、決選投票で前教育文化相のアニス・バスウェダン氏に敗退を喫した。

所有（資源ナショナリズム）などの方針を打ち出しているほか、テレビ討論会でも財政面などへの影響を考慮しインフラ開発計画の見直しや中止の可能性にも言及している。インフラ整備のペースダウンや資源分野での保護主義的な政策は、インドネシアの産業構造の多角化や競争力向上を通じた持続的な成長を阻害することになりかねず、慎重な政策判断が求められる。

7. まとめ

インドネシア経済は、内需を牽引役に総じて安定した成長を続けており、先行きについても、個人消費が堅調さを維持するほか、インフラ投資の活発化に加えて、民間投資の持ち直しも見込まれるため、内需を中心に景気は堅調な推移が見込まれる。同国の輸出依存度は低いことから、中国経済の減速や米中貿易摩擦の貿易面を通じた直接的なマインスの影響は限られるとみられる。

また、ファンダメンタルズの改善や構造改革に向けた適切な政策運営により、3大格付け会社の信用格付けが全て「投資適格級」を回復したことは、インドネシアへの投資流入にとってプラスとなる反面、外国からの投資資金への依存を高め、金融市場を中心に外部環境変化の影響を受け易くなっている。

外貨準備の水準等に鑑み、一定程度の資本流出への耐性は相応にあると判断されるが、輸出の伸び悩みによる経常赤字の拡大を受け通貨安圧力が強まり、中銀が大幅な利上げを余儀なくされることになれば、投資を中心に内需の拡大に水を差す要因となり得る。

今後、通貨安圧力が強まる局面では、中銀による利上げや経常赤字の背景にある輸入の抑制などで対応する可能性が高いとみられるが、中長期的には、長期の投資を行う国内機関投資家の育成に加えて、経常赤字の背景にある一次産品に依存した輸出および産業構造の多角化による貿易黒字の拡大が不可欠である。

財政面では、「国家財政法」（2003年）に基づく財政運営により、2018年時点の財政赤字はGDP比2%程度、政府債務残高もGDP比28%と低水準にとどまっており、先行きについても持続可能な水準を維持する公算が高いとみられる。リスクとしては、インフラ投資の活発化等に伴う関連する国営企業の負債の増加や官民連携（PPP）プロジェクトへの政府保証等を通じた政府の偶発債務の増加の可能性が挙げられ、特に、インフラ関連国営企業の経営環境および収益動向が鍵を握る。

銀行部門については、近年の景気回復に伴い貸出の伸びが持ち直しつつあるが、依然経済の拡大に見合った伸びにとどまっており、不良債権比率や自己資本比率でみた健全

性は保たれている。先行き、銀行収益の悪化につながり得るリスクとしては、貸出の約7割を占める企業部門の動向には引き続き留意する必要があるだろう。

2019年4月の大統領選挙では、現職のジョコウィ大統領陣営が優勢との見方が多いが、今後の両陣営の戦略および経済情勢により情勢が変化する可能性もあり、予断は許さない。大統領選挙を契機に社会情勢が不安定化する可能性は小さいとみられるものの、議会選挙後の与党連合の議会占有率次第では政権基盤が不安定化する可能性は否定できない。さらに、仮にプラボウォ陣営が勝利した場合、インフラ投資のペースダウンや資源分野での保護主義的な政策への傾斜は、インドネシアの産業構造の多角化や競争力向上を通じた持続的な成長を阻害することになりかねず、慎重な政策判断が求められる。

以 上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2019 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: 3-2, Nihombashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-ku, Tokyo 103-0021, Japan

Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町 1-3-2

電話：03-3245-6934（代）ファックス：03-3231-5422

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>