

インドネシア2021～マクロ経済分析と最新ビジネス動向～

2021年5月、海外投融資情報財団（JOI）は、表題のウェブセミナーを開催いたしました。本稿では当日の概要をお届けします。セミナーのスライド資料と動画はJOIウェブサイトでご覧いただけます。右のQRコードまたは（www.joi.or.jp → セミナー・企業研修 → 過去セミナーの概要と配布資料）よりアクセスください。（文責：JOI）



インドネシアのマクロ経済動向

谷村 真

国際協力銀行 外国審査部 第一ユニット 参事



コロナ発生前後で見る実体経済

コロナ発生前のインドネシア経済は、堅調な個人消費に牽引され、5%程度の成長を維持していた。2019年12月時点のインフレ率は3%未満と非常に低く、財政赤字がGDP比2%程度、公的債務残高GDP比30%程度、さらに外貨準備は翌年の輸入の10カ月分を保有していたことから、マクロ経済はおおむね健全性を保っていたといえよう。

インドネシアのコロナ感染者数は2021年5月26日時点で累計約180万人にまで及んだが、政府は厳格なロックダウンを課さず、景気回復や個人消費減退抑制を強く意識した政策を続けている。2020年は、アジア通貨危機以降初のマイナス成長（通年で▲2.1%）を記録したものの、ベトナムを除くASEAN主要国と比較すると、マイナス幅を最小限に抑えている。2021年については、IMF予想4.3%成長、インドネシア政府も約4～5%の成長を見込んでいる。足許ではワクチン接種拡大によるコロナ対策を推進している。公的なワクチン接種の開始を皮切りに、民間主導のワクチン接種も導入することで、2022年3月までに人口の約7割の接種完了を目標としている。こうしたなかで、景気回復の鍵を握る個人消費の動向に注目したい。

一方、製造業の景況感はずでに改善が見られる。鉄鋼製品・パームオイルをはじめとした中国向け輸出が拡大しており、2021年5月の輸出は前年同月比52%増と、外需の回復が非常に顕著である。こうした輸出の回復が、設備投資や雇用・賃金の回復等、経済全体へいかに波及するか注視したい。

内需の低迷に伴いインフレ率は4月時点で総合指数・コアともに1%台と、インフレターゲットを下回

る水準で推移している。したがって金融当局は当面はインフレを懸念する必要が無い。

コロナ禍におけるマクロ経済のリスク要因

インドネシア政府は昨年度、GDP比4%程度に当たる景気刺激策「国家経済復興プログラム（PEN）」を導入した結果、歳出が拡大した。また資源価格が下落し石油ガス関連歳入が落ち込んだことで、昨年の財政赤字がGDP比7%弱まで拡大し、公的債務残高もGDP比40%程度に増加した。これに対し政府は2つの政策を施行。まず財政赤字の法的上限（GDP比3%）の一時的な緩和、次に中銀による財政赤字ファイナンスである。財政赤字ファイナンスは、①市場メカニズムに基づくプライマリー市場での非競争入札（昨年GDP比0.5%程度）と、②市場メカニズムに基づかない負担分担計画による国債購入（昨年GDP比3.6%）の2策が施行されている。この結果、中銀の国債保有比率が大幅に上昇し、中銀と市中銀行で外国人の保有比率低下を相殺した。財政赤字ファイナンスは市場の安定化に寄与したものの、財政規律の一部緩和が長期化する恐れがある点については注視する必要がある。こうした懸念については政府も認識しており、2021年は①のみを実施している。

中銀の財政赤字ファイナンス

	2020		2021*	
	(兆ルピア)	GDP比	(兆ルピア)	GDP比
プライマリー市場での非競争入札	76	0.5	102	0.6
負担分担計画	575	3.6	n/a	n/a

* 4月16日時点

出所：インドネシア中銀、IMF、野村證券

加えて、インドネシアの構造的な脆弱性のひとつとして、外国人投資家の証券投資規模が大きく、外生ショックにより資本流出が発生すると、為替に大きな影響を与える点をあげたい。実際コロナショックによって、外国人投資家の大規模な資本流出が発生し、為替もコロナ前（2020年1月末）に比して一時約2割程度減価した。しかし今回の局面では、当局が為替介入を控えたため外貨準備があまり減らず、金融為替政策への信認が保たれたことから、一過性の影響にとどまった。今後も、外国人の資本流出が与える影響については引き続き注意が必要である。

金融政策、銀行部門や国際収支については、現状大きな問題は見られない。

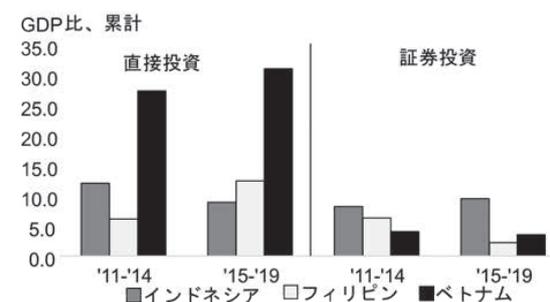
中期的な成長に向けた課題

インドネシアの成長率は一時期6%超あったものの、近年は5%程度に低下している。同様の発展段階にあるフィリピンの6.5%程や、ベトナムの7%弱と比較をしても成長格差が顕著である。「成長診断（HRVモデル）」を活用した我々独自の分析によると、成長を妨げる要因として、インドネシアの投資効率が低下していることがポイントである。この背景には、インドネシアの経済成長が資源ブームの影響を受けており、現在ではその比率が落ちていることが原因のひとつと考えられる。投資の質の観点では、海外直接投資（FDI）規模（GDP比）が縮小しており、ベトナム・

フィリピンと比較すると小さい。一方、証券投資はインドネシア国債への投資を中心とした流入が増加傾向にある。したがって、投資については製造業やサービス業への直接投資促進が課題である。また、国内の資金調達環境の改善も必要である。インドネシアは借入れコストが高く、銀行融資や社債市場の規模が小さいため、民間投資の足枷になっている可能性がある。収益性の観点では、人的資本への投資を通じた労働生産性向上が課題と考えられる。

これらに関連し、昨年10月に議会で可決された雇用創出オムニバス法について触れたい。これは労働投資11分野での関連法案を一括法で可決したもので、賃金制度や外資規制の見直しを含む。外資誘致を意識した構造改革の方向性は間違っていない。一方で、資金調達環境の改善や人的資本への投資、たとえば教育関連への歳出増加も必要と考える。

直接投資、証券投資流入の推移



出所：世銀、政府統計、CEICより作成

インドネシア概観2021



堤 昌貴

国際協力銀行 ジャカルタ駐在員事務所 首席駐在員

ジョコ第2期政権の政治情勢と政策

現在のジョコ第2期政権では、大統領出身の闘争民主党を第1党とする与党連合が議席の74%を維持している。2019年の大統領選挙を争ったグリンドラ党を取り込む等、各与党に配慮し安定したジョコ一強体制を確立している。目下の課題は投資誘致により、アジア通貨危機以来の水準に低迷する経済成長率を5.7~6%に引き上げることである。今年4月末に実施さ

れた2度目の内閣改造では、投資調整庁を投資省に格上げする動きがあったが、当省に付与される権限設定が注目される。もちろん足許の課題達成には早期のコロナ収束が必須であり、ワクチン接種の加速が望まれる。

政策面では、人的資源の開発、インフラ開発、オムニバス法制定、行政手続きの簡素化、国営企業改革の5つの優先課題を掲げている。とりわけ第1期政権で足踏みした経済成長を促進するべく、インフラ開

発や人材開発を前面に打ち出している。

インフラ開発では、電力設備整備やスマルター、工業団地開発等の国家戦略プロジェクト41件を指定している。2024年までの必要総費用約48兆円のうち、約8割は民間資金を動員して手当てする計画である。

またオムニバス法は、主にビジネス環境改善と投資拡大を目的とした規制緩和の一環であり、労使ともバランスの取れた内容と見ている。

経済改革の一環として取り組む国営企業改革では、国営企業142社から70～80社までの統廃合を目標に、経営合理化と人事刷新を急ピッチで進めている。現状107社までの統廃合が進んでおり、なかにはIPOを通じた資金調達と透明性確保を狙った動きも見られる。石油ガス分野では、国有最大手プルトミナと国営電力会社PLNの子会社が、地熱発電分野の持株会社を設立する予定である。なお、PLNの社長が2050年のカーボンニュートラル達成を発表しており、再生可能エネルギーへの転換を推進する姿勢を鮮明にする一方で、発電効率の高いガス火力発電はベースロード電源として引き続き重要な位置を占めるだろう。

第2期政権の目玉政策とされる東カリマンタンへの首都移転は、コロナ発生に伴い2020年9月に延期が発表された。最低1年は計画がずれ込む可能性が高い状況であり、第2期政権の「レガシー」となる可能性は低くなっているものの、2021年度は約127億円の予算が配分されており検討を再開中である。移転費用は総額3.5兆円のところ、政府予算2割、残りは民間資金等で賄う予定とされている。

海外直接投資の動向

インドネシア向け直接投資（FDI）は、最大投資国シンガポールを筆頭に、中国・香港による資源セクターやインフラ向け投資が増加している。日本の投資額は2018年まで2位であったが、2020年は4位に順位を落とした。インドネシア向け投資に対する日本の製造業企業の反応としては、2020年度「JBIC海外投資アンケート調査」において、中期的な有望事業展開先として6位となった。得票率は2019年度の調査結果を超えたが、米国の得票率の伸びが上回った結果、前年から1ランクダウンした。フィリピンをはじめとした7位以下の国々との得票率の差は依然大きく、今後更なるランクダウンは見込まれないだろう。しかし、日本企業の進出数は2017年の1911社をピークに減少傾向にある。この背景としては、サプライチェーンの

再編や、自動車市場の内需低迷により製造業分野の新規投資が低調な状況等が挙げられる。一方インドネシア政府は、米中貿易摩擦の恩恵を受けるべく、新設する工業団地にサプライチェーン移転投資を奨励し、雇用創出を企図している。すでに韓国企業やネスレ等が投資を進めているが、地理的な遠さや自動車関連の投資が一巡している等の理由から、他国と比べて移転メリットが見出されず、日本企業の大きな動きは見られない。内需の伸びが鈍くマーケットの成長性に対する期待値は低下しているが、オムニバス法等による投資環境改善が今後期待される。

脱炭素とエネルギー転換

2017年に批准したパリ協定のもと、インドネシアでは2030年までにCO₂を2005年比29%削減する目標を設定している。このなかで政府は、総発電容量に占める再エネの割合を2025年までに23%まで増やす計画。しかし国家レベルの行動計画は未策定であり、現状は各分野での個別対応にとどまっていることから、今後グランドデザインの策定と具現化が必要とされる。

また国内のEV市場の創設とバリューチェーンの構築の動きも盛んである。インドネシアでは資源ナショナリズムの観点から、ニッケル鉱石等未加工鉱物資源の輸出を全面的に禁止している。一方、ニッケル精錬からEVバッテリー製造までの一貫した生産体制を構築するべく、中国から一帯一路プロジェクトの一環として大規模な投資を受けており、2025年までに国内自動車販売の20%をEV化する方針を打ち出している。

現在、日本の投資が大きい製造業や電力セクターは、ともに転換期にある。政府側では依然模索が続くなかでのチャレンジとなるが、新しいマーケットに挑戦する土壤があることから、JBICとしてはこの大きな流れをチャンスととらえ取り組んでいきたい。

インドネシア経済に関するパネルディスカッション

パネリスト

- ・谷村 真 (国際協力銀行 外国審査部 参事)
- ・堤 昌貴 (国際協力銀行 ジャカルタ駐在員事務所 首席駐在員)
- ・石川 純生 (ASEAN+3 Macroeconomic Research Office <AMRO>, Group Head & Lead Economist)

モデレーター

- ・小南 安輝 (海外投融資情報財団 事業企画部長)

AMRO概要

石川：AMROは、ASEAN+3の資金拠出により2011年シンガポールに設立された国際機関である。各国の中銀と財務省の次官級がエグゼクティブコミティのメンバーとなり、昨年末時点で日本人の事務局長を含む66名のスタッフによって運営されている。主な活動目的は、ASEAN+3の地域経済の監視・分析および地域金融協力システムである「チェンマイ・イニシアティブ」の支援である。このチェンマイ・イニシアティブで2,400億ドル規模の資金融通が可能となっている。資金貢献度については、日本が32%、中国は香港と併せて32%、韓国が16%と、プラス3で全体の80%を占め、残り20%がASEAN10カ国となっている。

2021年インドネシア経済見通し

石川：AMROは、本年1月時点で経済成長率の見通しを4.9%とおいている。当時コロナの感染拡大を受けて実施されたロックダウンの影響を考慮し、近年の5%台より低い4.9%とした。一方、3月時点でのIMFの見通しは4.3%とさらに低い。最近開示された4月の小売業販売実績は、ポジティブな伸びを見せていることから、コロナが落ち着き、消費が若干伸びている。ASEAN全体に言えることだが、中国や米国の景気回復の影響を受けて輸出が伸びており、今後の状況に注視したい。

堤：今後の経済回復は、ワクチン接種の普及状況と、それによる内需回復次第と考える。1月から開始された政府主導のワクチン接種と、民間による有料接種が加速すれば22年中にはワクチン接種が完了し、景気回復の地盤が整うであろう。

金利や為替不安定化のリスク要因

谷村：為替については、主に外生的な要因によるショックがリスク要因となる。コロナショックで見られたように、外国人投資家による資本流出が必ず為替に影響している。ただし最近の当局は大規模な為替介入を避ける方針のようであり、外貨準備の減少が抑えられ、金融為替政策への信認が保たれる限り、一過性のショックにとどまると考える。一方で金利上昇は、内生的かつ構造的な要因が影響するものとする。リスク要因としては、現在一時的に実施している財政赤字ファイナンスがあげられるが、これが長期化すると中銀の独立性や財政規律について投資家の懸念が高まり、ひいては金利上昇につながる恐れがある。ただし、この点については政策当局も注視しており、投資家の信用を大きく損なうような政策を取るリスクは低いと考察している。

石川：米国等の先進国における金融緩和縮小の動向が、インドネシアの資本流出を非常に大きく左右する。外国人投資家による資本流出が発生した際、インドネシアの金融市場にどのような影響を与えるかという点については今後注目していくべき。

オムニバス法に関する見解

谷村：中期的な課題として成長率鈍化と投資の質について注視している。そうした中、外資誘致に向けた投資環境改善を目的にジョコ政権がかなりの政治的コストをかけてオムニバス法を通じた点は、評価に値すると思う。昨年11月に当方で実施したインドネシア審査では、日系ビジネスコミュニティや海外の格付機関等と対話をしたが、概ね同様の意見であった。今後は国内での資金調達環境改善や、人的資本への投資も鍵を握るであろう。

堤：現地では、特に労働分野の規制緩和について、法案成立前から大規模なデモが発生しており、現在も憲法裁判所で係争が続いている。一方で全般的には労使バランスの取れた内容となっており、ビジネス界は概ね肯定的にとらえている印象。オムニバス法成立・施行を捉えた日本企業の進出動向は現時点で不明だが、投資開放事業分野をポジティブリスト化したことを受け、進出を前向きに検討する企業もあると思われる。

石川：AMROが一番注目しているのは、国際収支の健全な発展である。インドネシアは輸出をコモディティに依存しているところが依然大きいので、今後製造業の輸出が更に伸びると、国際収支はより強固なものとなる。そういう意味で、今回のオムニバス法が海外投資を促進するものであるならば、非常に重要なものだと考える。

インドネシアの最低賃金の上昇率は原則、実質GDP+物価上昇率となっている。AMROとしては、現地の日系企業へのヒアリングをベースに、これを引き下げる必要があると政府に主張したが、今回のオムニバス法で加味されなかった点については残念に思う。

インドネシアにおける民間ユニコーン企業の動向

堤：配車サービス大手GOJEKとEC大手Tokopedia

の経営統合が先日発表され、5社あるインドネシアの地場ユニコーン企業のうち2社が統合。これによりシンガポールを拠点とするGRABやSEAと併せて3強体制の様相を呈している。いずれもECをベースにラストワンマイルにリーチするとともに、デジタル銀行の設立やフィンテックを活用した決済サービスを手がけ、金融包摂の動きを加速している。人口の半数が銀行口座を持たない状況下、後払いシステムの活用を通じてモバイル決済サービスの利用が急速に進んでおり、リープフロッグが起きている。2020年のEC流通総取引額は2019年比3割増しと、ここ数年で顕著に成長している。これら3強はNY市場やナスダック上場を計画するなど、さらなる飛躍を目指している。

石川：フィンテックの発展についてはAMROとしても非常に高い関心を持っている。前述のとおり、インドネシア経済の構造的課題のひとつとして、国内の資本市場が小さいことがあげられる。そのため財政等のファイナンスを外国投資家に依存せざるをえない。しかしながらフィンテックによる国債の小売市場が今後拡大すれば、より財政の健全性が高まると考えており、引き続きフィンテックの動きに注目している。



右上から時計回りに：国際協力銀行 谷村氏、AMRO 石川氏、国際協力銀行 堤氏、海外投資情報財団 小南