

新政権下で構造改革に挑むインドネシア経済

10月20日にジョコ・ウィドド大統領が正式に就任、新政権がスタートした。経済政策に関しては7%成長を目指して改革を進める方針。連立与党は未だ国会議席の過半数を確保していないが、野党も一枚岩ではなく、改革進展の大きな障害にはならないであろう。ただ、機械投資の落ち込みや輸出の伸び悩みなどから経済成長のペースは減速が続いており、11月の利上げもあって2014年の成長率は5.2%程度にとどまろう。新政権の経済政策が本格始動する2015年には、個人消費の堅調拡大が続き、輸出が持ち直すほか、インフラ投資や対内直接投資の拡大などが見込まれ、本来の成長ペースである6%台を回復する可能性が高い。

ジョコウィ新政権がスタート

7月9日の大統領選に勝利した前ジャカルタ州知事のジョコ・ウィドド（ジョコウィ）大統領とユスフ・カラ副大統領は、対立候補だったプラボウォ＝ハッタ陣営からの大統領選に対する異議申し立ての却下（8月21日）を経て、10月20日に正式に就任し、同月26日には新閣僚が発表された。新政権の閣僚数は、ユドヨノ前政権と同じ34名であるが、前政権時は18名であった政党からの入閣を14名にとどめ、政党との距離感に配慮の跡が見える。ただ、その一方で、与党第一党である闘争民主党のメガワティ党首の娘（プアン・マハラニ）を人材・文化開発担当調整相に起用したほか、連立与党入りが期待されているイスラム系の開発統一党（PPP）に宗教相を与えるなど、政治的妥協も垣間見える。そのほか、組閣と同時に省庁再編も行うなど、独自色を出しながら現実的な新体制を構築したと評価できよう。また、経済政策に関しては、7%成長の実現を目標に掲げ、インフラ投資や社会保障の拡充、政府の効率化、所得再配分の見直しなどを進めるとしている。ジョコウィ新大統領が、ユドヨノ前政権1期目も副大統領を務めた経験豊富なカラ氏と共に、今後、ASEAN最大の経済規模を誇るインドネシアをどのように舵取りしていくのか、大いに注目される。

そうした中で、たちまち懸念されるのが、国会運営であろう。現時点で連立与党を構成する闘争民主党、民族覚醒党（PKB）、民主国民党（ナスデム）、ハヌラ党の4党の議席数は合計207にとどまり、定数560の半数に届いていない。近く連立与党入りが見込まれる開発統一党（PPP）の39議席を加えても、連立与党の議席数は246であり、過半数には35議席不足している。

当面の注目点は、野党第一党ゴルカル党の動向である。ゴルカル党は、カラ新副大統領がかつて党首を務め、現在でも所属しているものの、現バクリー党首が連立与党入りに否定的であるため、連立与党入りするためには党首交代が必要条件であった。しかしながら、11月30日に行われた党首選でバクリー党首が再選されたため、連立与党入りの可能性は低いままである。ただし、党内の反バクリー派がアグン副党首を新党首に選ぶなど、党分裂につながる動きも見られる。ゴルカル党の議席数は91あるため、仮に党が

国会の勢力図

	獲得議席
闘争民主党(PDI-P)	109
民族覚醒党(PKB)	47
民主国民党(Nasdem)	35
ハヌラ党	16
開発統一党(PPP)	39
連立与党計(見込み)	246
ゴルカル党	91
グリンドラ党	73
民主党	61
国民信託党(PAN)	49
福祉正義党(PKS)	40
合計	560

分裂し半数程度が連立与党に加われば、ジョコウィ政権は国会の過半数を確保できることになる。

また、野党勢力が一枚岩でないことが、ジョコウィ新政権にとって国会運営を有利に進める余地を生む。野党は、ジョコウィと大統領の座を争ったプラボウォが最高顧問を務めるグリンドラ党を中心に与党との対決姿勢を強めているが、上記の通りゴルカル党は統制に綻びが見られ、ユドヨノ前大統領が率いる民主党は両勢力いずれからとも一定の距離を置いている様子である。こうした状況もあって、新政権の最初の課題とされた公約の燃料補助金削減は11月18日に実行された。この結果、補助金によって価格上昇が抑えられていたガソリンは31%、軽油は36%値上げされたが、一方で補助金削減額は政府予算総額の5%程度に相当する100兆ルピアに達するとみられ、削減分は経済成長を促すインフラ投資の拡充などに活用されることとなろう。今後も引き続き、国会で過半数を持たないジョコウィ政権の不安定さが懸念材料であるが、対処すべき重要課題として認識が共有されているものに関しては野党が揃って反対するとは限らず、さらには、連立与党が過半数を確保する可能性もあるため、ジョコウィ政権の目指す経済改革の行方を過度に悲観する必要もないであろう。

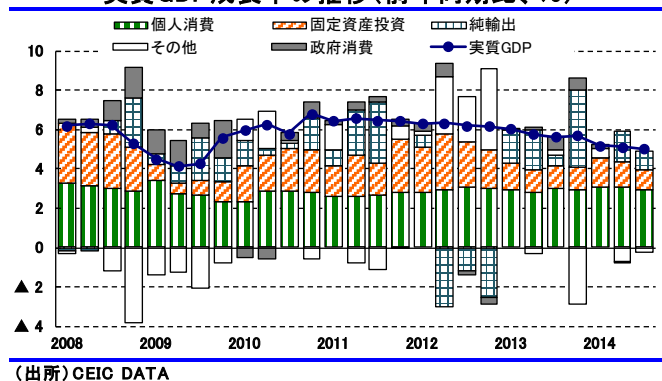
7～9月期の実質GDP成長率は期待外れの減速

そうは言っても、現実にはジョコウィ新政権は逆風の中でスタートを切ることになった。11月5日に発表された2014年7～9月期の実質GDPは、前年同期比+5.0%にとどまり、4～6月期の+5.1%から伸びが鈍化した。成長減速の主因は、固定資産投資の2割弱を占める機械投資の落ち込み（4～6月期前年同期比+6.4%→7～9月期▲0.6%）と輸出の伸び悩み（4～6月期▲0.8%→7～9月期▲0.7%）である。一方で、建設投資（+6.6%→+6.3%）や個人消費（+5.6%→+5.4%）は堅調な拡大を維持、政府消費（▲0.7%→+4.4%）は持ち直している。

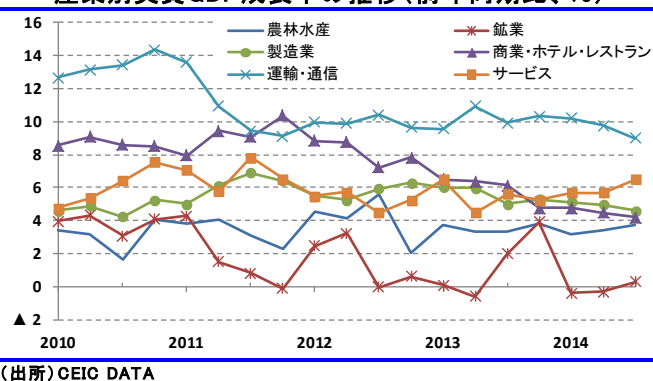
産業別では、全体の25.5%（2013年実質ベース）を占める製造業（4～6月期前年同期比+5.0%→7～9月期+4.6%）や商業・ホテル・レストラン（シェア18.1%、+4.5%→+4.2%）、運輸・通信（シェア10.6%、+9.8%→+9.0%）などで伸びが鈍化した。その一方、農林水産（シェア12.3%、+3.4%→+3.7%）やサービス（シェア9.3%、+5.7%→+6.5%）は伸びを高めたほか、鉱業（シェア7.1%、▲0.3%→+0.3%）は下げ止まっており、未加工鉱物の輸出禁止による影響は一巡しつつある可能性が示された。

これまで当社は、大統領選という景気の先行きに対する不透明材料を消化した後は、政府や民間企業の投資が主導する形で景気が回復に向かうと予想していたが、少なくとも企業の設備投資は活発化するに至っていないようである。

実質GDP成長率の推移（前年同期比、%）



産業別実質GDP成長率の推移（前年同期比、%）



輸出：資源関連や消費財が低調

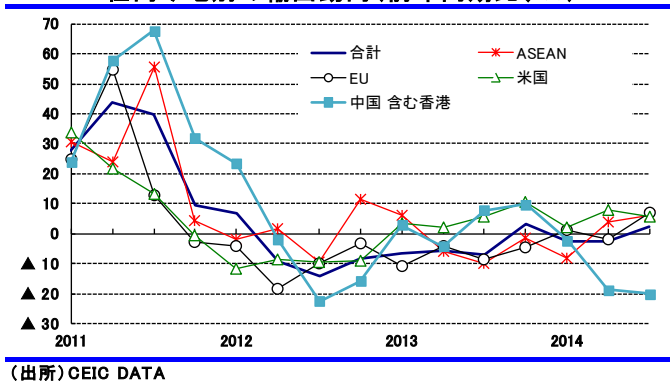
成長鈍化の一因となった輸出は、通関ベース（ドル建て、名目）で見ると4～6月期の前年同期比▲2.5%から7～9月期は+2.3%へ持ち直しているが、当社試算の季節調整値では7～9月期も前期比▲1.4%と減少が続いており（4～6月期は▲3.5%）、やはり軟調である。

品目別で落ち込みが目立つのは、全体の8.1%（2013年）を占める石油（4～6月期前年同期比▲7.3%→7～9月期▲8.6%）であり、専ら価格下落の影響によるものと考えられる。石炭（シェア13.4%、▲15.2%→▲10.3%）や鉱産物・スクラップ（シェア4.6%、▲68.9%→▲26.4%）も大幅なマイナスが続いているが、マイナス幅は縮小しており、産業別GDPの動向が示す通り、鉱産物禁輸の影響はピークアウトしつつあるとみられる。そのほか、電気機器（シェア3.4%、+1.0%→▲5.5%）、衣服（シェア4.3%、+1.8%→▲2.5%）、履物（シェア2.1%、+7.5%→+3.8%）などの消費財も軟調であるが、通貨ルピアの下落により価格競争力は高まっていることを考慮すると、輸出余力が低下している可能性もあろう。後述の通り個人消費が堅調な拡大を続けていることも、その可能性を裏付けている。

一方で、天然ガス（シェア9.9%、▲2.3%→+17.4%）がプラスに転じ、パーム油などの植物性油（シェア9.7%、+8.6%→+31.9%）が価格下落を受けた数量拡大により増勢を強めた。また、シェア0.9%ながら鉄鋼（+40.9%→+81.0%）がインドネシア初の一貫製鉄所¹が出荷を開始したことに伴って大幅に伸びを高めている。

仕向け地別には、資源の割合が多い中国向け（含む香港、2013年シェア13.9%）が4～6月期の前年同期比▲18.7%に続いて7～9月期は▲20.0%と落ち込みが顕著であるが、米国向け（シェア8.6%、4～6月期前年同期比+8.0%→7～9月期+5.7%）は底堅く推移しており、最大シェアのASEAN向け（シェア22.3%、+4.1%→+6.4%）は増勢が加速、日本向け（シェア14.8%、▲20.4%→▲10.6%）も持ち直しの動きが見られた。

仕向け地別の輸出動向（前年同期比、%）



輸出の先行きを展望すると、金額ベースでは原油など資源価格の下落が、数量面では中国経済の減速などが下押し要因となるが、未加工鉱産物禁輸の影響は一巡しつつあるほか、米国経済の堅調拡大や、日本やタイなど主要輸出先の景気持ち直しなども見込まれるため、2015年に入ると徐々に回復に向かうとみて良いであろう。

固定資産投資：直接投資の落ち込みなどから機械投資が減少

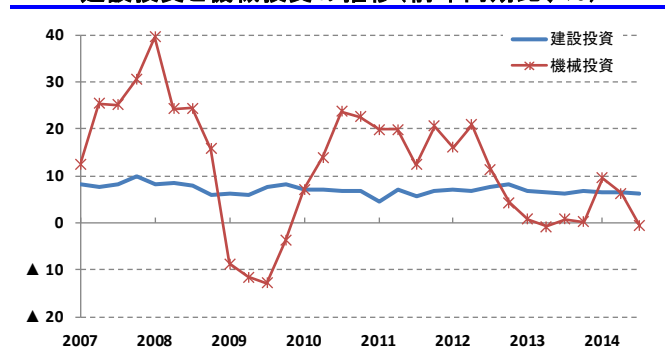
固定資産投資については、先にも触れた通り、全体の約8割を占める建設投資こそ前年同期比6%台の堅調な拡大を続けているが、機械投資は7～9月期に▲0.6%とマイナスに転じた。

機械投資が減速した一因として、製造業分野における海外からの直接投資の落ち込みが挙げられる。対内直接投資は、全体では2015年1～3月期に前年同期比▲2.7%と落ち込んだ後、4～6月期は+3.6%、7～

¹ 国営クラカタウ・スチールと韓国ポスコによる合弁会社クラカタウ・ポスコがジャワ島西端の都市チレゴンに建設した製鉄所。

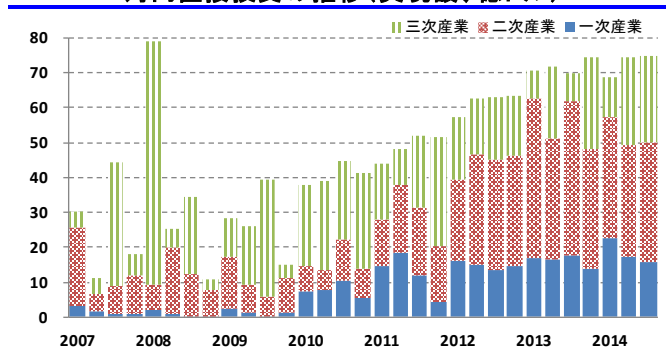
9月期には+6.8%と伸びを高めている。ただし、内訳を見ると、二次産業（1～3月期前年同期比▲23.3%→4～6月期▲7.0%→7～9月期▲22.2%）は製造業を中心に落ち込みが続いている一方で、三次産業（+40.8%→+21.3%→+202.6%）が増勢を強めており、主役が製造業から三次産業に移っている様子が窺える。なお、二次産業で落ち込みが目立つ業種は、鉄鋼・機械・電機（▲61.7%→▲32.7%→▲24.7%）と輸送用機器（▲30.1%→▲58.1%→▲37.5%）であり、三次産業で増加が顕著な業種は運輸・倉庫・通信（+313%→+89%→+1,432%）である。

建設投資と機械投資の推移(前年同期比、%)



(出所)CEIG DATA

対内直接投資の推移(実現額、億ドル)



(出所)CEIG DATA

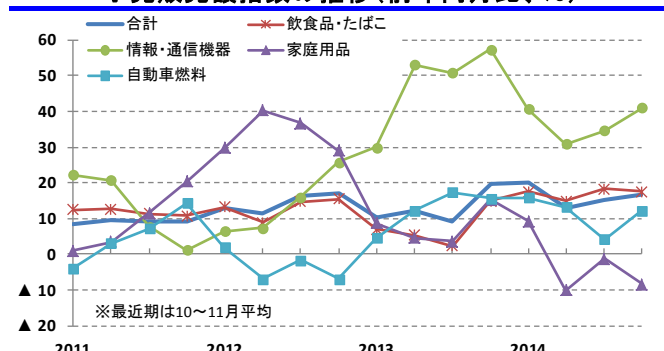
ただ、こうした動きは、産業構造の三次産業シフトを意味するわけではなく、二次産業分野の投資拡大が一息つくと同時に三次産業へ裾野を広げたと解釈すべきであろう。二次産業への直接投資は2010年から2013年にかけての3年間で33億ドルから159億ドルへ約5倍に拡大、輸送用機器に限れば10倍近くに拡大した（3.9億ドル→37.3億ドル）。そのため、続く2014年の二次産業への投資額は、前年を約2割程度下回ったとはいえ、依然として高水準を維持している。今後は、新政権の政策が具体化するにつれて、製造業分野の直接投資も拡大し、機械投資も復調すると期待される。

個人消費：耐久財の一部は伸び悩むも総じて堅調拡大

個人消費は堅調な拡大が続いているが、その様子を小売売上高（実質）の動向で見ると、2014年1～3月期の前年同期比+19.9%から4～6月期は+13.0%に伸びが鈍化したが、7～9月期は+15.3%、10～11月平均では+16.6%へ持ち直している。内訳を見ると、飲食品・たばこ（4～6月期前年同期比+14.9%→7～9月期+18.3%→10～11月+17.6%）が堅調さを見せたほか、スマホなどの情報・通信機器（+30.8%→+34.6%→41.0%）が伸びを高め、全体を牽引した。また、4～6月期の前年同期比+13.3%から7～9月期に+4.2%まで伸びが鈍化した自動車燃料も10～11月は+12.2%へ持ち直した。ただし、4～6月期に前年同期比▲10.0%と大きく落ち込んだ家庭用品は7～9月期▲1.4%、10～11月▲8.3%と一進一退が続いている。

自動車販売にも頭打ち感が見られる。四輪車（含む商用車）販売台数は、当社試算の季節調整値で1～3月期に年率128.2万台まで増加したが、4～6月期125.3万台、7～9月期122.3万台と減少が続き、10月も124.2万台と水準を若干戻すにとどまった。自動二輪につい

小売販売額指数の推移(前年同月比、%)



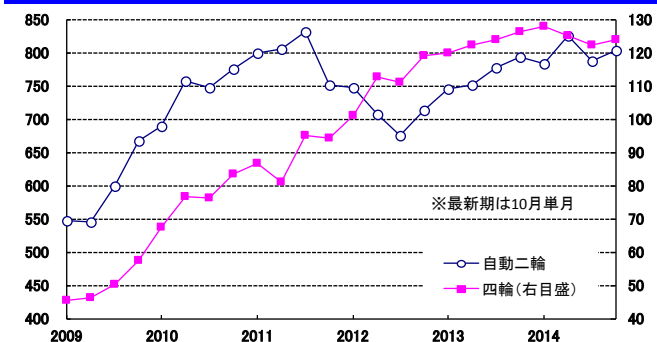
(出所)CEIG DATA

ても、4～6月期は過去最高²に迫る年率 827.2 万台まで増加したが、7～9月期は 788.2 万台へ減少、10月も 804.7 万台にとどまった。ただ、消費者信頼感指数を見る限り、年初から夏場にかけて消費者マインドは改善傾向にあり、自動車販売が伸び悩む理由を見出し難い。

消費マインドと自動車など耐久財消費との関係においては、現状の伸び悩みよりも、むしろ今後の動向が懸念される。前述した補助金削減による燃料価格の上昇を先取りする形で、消費者マインドは、「3か月後の物価予想」が前回の補助金削減時の水準（2013年6月 187.2）近くまで急上昇（8月 157.3→11月 184.7）するなど、9月以降は悪化傾向にある。

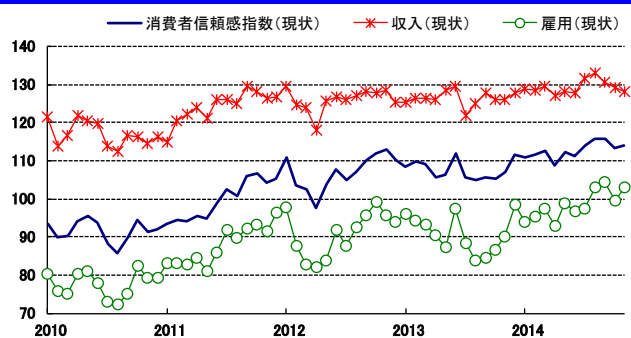
しかしながら、前回の補助金削減時に自動車販売や家庭用品販売などの耐久財消費が明確に落ち込んだわけではない。しかも、後述の通り燃料費以外の消費者物価は落ち着きつつあるため、今回も燃料補助金削減による個人消費への影響は、増勢を一時的に弱める程度にとどまると考えて良いであろう。

乗用車と自動二輪の販売台数（季節調整値、年率、万台）



(出所) CEIC DATA

消費者信頼感指数の推移



(出所) CEIC DATA

消費者物価：燃料補助金削減の影響を除けば上昇率は低位

消費者物価は、成長ペースの鈍化もあって 2014 年に入り上昇率は低下傾向にあり、1月の前年同月比+8.2%から 8 月には+4.0%まで伸びが鈍化した。2013 年 6 月の燃料費補助金削減の影響が一巡し「交通・通信・金融」の上昇率が低下（1 月前年同月比+13.1%→8 月+2.0%）したほか、食材価格の伸びも大きく鈍化（+11.4%→+1.8%）した。

ただ、9 月以降は食材価格が再び上昇、10 月の消費者物価上昇率は前年同月比+4.8%へ高まり、11 月には 18 日から補助金削減により燃料費が大幅に上昇したため+6.2%まで伸びが高まっている。補助金削減の影響がフルに反映される 12 月には、7%台半ば程度まで上昇率が高まることとなる。

金融政策：利上げはルピア相場の安定に寄与

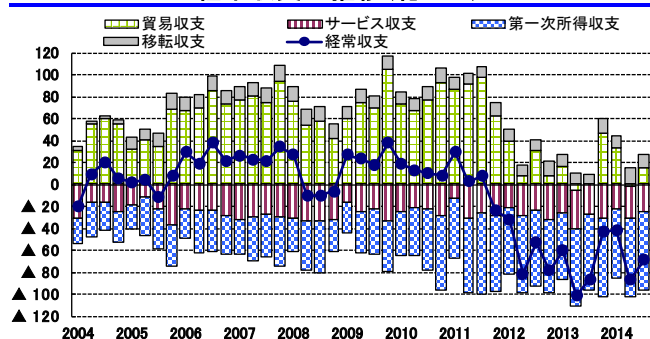
こうした状況を見込んで、インドネシア中銀は 11 月 18 日、臨時の金融政策決定会合を開き、政策金利（BI レート）を 7.50%から 7.75%へ引き上げた。ただ、燃料の公定価格引き上げに起因するインフレ懸念への処方箋として果たして利上げが正しいのかどうかは、吟味の余地が残る。つまり、一般的に、供給力を上回る需要拡大に起因する物価上昇に対しては、利上げによって需要を抑制することで物価上昇圧力を抑えることが可能であるが、今回のケースは人為的な物価上昇であり、その原因は金利水準に何ら影響を受けない。さらに、燃料価格上昇は関連する財・サービスを含めた需要減退につながるため、物価上昇の波

² 当社試算の季節調整値で四半期ベースの過去最高は、2011 年 7～9 月期に記録した年率 832.2 万台。

及は限定的となる。むしろ、利上げによって固定資産投資や耐久消費財などの需要が抑制され、不必要に景気を下押しすることになる。

そのため、今回の利上げは景気回復を遅らせる要因となる。その一方で、利上げによる内需抑制は輸入の拡大を抑え、経常収支の改善と金利の上昇という経路を通じてルピア安圧力を緩和する効果が期待できる。最近のルピア相場は、米国における金融緩和の終了に伴うドル高やインドネシア経済の経常収支体質を背景に、リーマン・ショック直後の2008年11月下旬に付けた安値（1ドル＝12,400ルピア）近くまでルピア安が進んでいる。今後も米国経済の堅調な拡大を背景にドル高基調が続くとみられるが（ルピア安要因）、輸出の持ち直しも相俟って経常収支が改善、対内直接投資の拡大（ルピア高要因）も見込まれるため、ルピア相場が大幅に下落する可能性は低いと考えられる。通貨の安定は、輸入物価の上昇抑制や資金逃避リスクの低下という形で、安定的な経済成長に貢献しよう。

経常収支の推移(億ドル)



(出所)CEIC DATA

為替相場の推移(ルピア/ドル)



(出所)CEIC DATA

成長率見通し：2015年は6%台回復の可能性

以上を踏まえると、実質GDP成長率は2014年10～12月期には若干伸びが高まるものの、通年では前年比+5.2%程度にとどまると予想される。当社は従来、2014年の成長率を前年比+5.4%程度と予想していたが、予想に反し7～9月期まで減速が続いたこと、利上げが行われたことを主因に下方修正する。

2015年については、新政権の経済政策が本格化し企業や海外からの投資が活発化すること、通貨の安定もあって燃料補助金削減の影響を除けば物価が安定的に推移することなどから、成長率が徐々に高まり、通年では本来の成長ペースである6%台を取り戻す可能性が高いと予想する。経済構造改革が順調に進めば、2016年にもジョコウィ政権が目指す7%成長が視野に入ろう。