

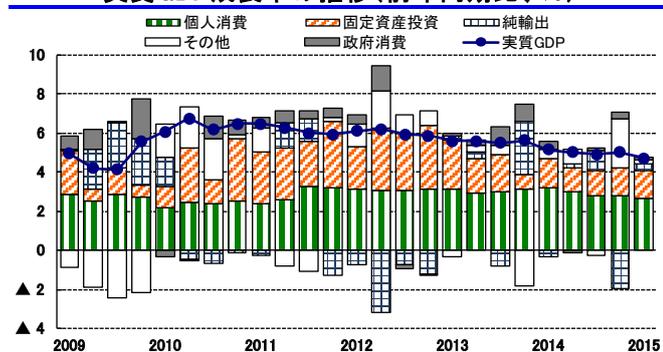
インドネシア経済：期待外れの成長鈍化ながら今後は持ち直しへ

ジョコ・ウィドド大統領の経済政策本格化による景気回復が期待されていたが、2015年1～3月の実質GDP成長率は期待に反して前年同期比+4.7%へ減速した。前年や前期の反動による面もあるが、予算執行の遅れや消費者マインド悪化も成長率を押し下げた。ただ、固定資産投資は底堅い拡大を維持、輸出も数量ベースで持ち直し傾向にあるため、今後は良好な所得環境や物価の安定により個人消費が復調、景気は回復に向かおう。2015年度の成長率は5%程度にとどまるが、海外からの投資拡大や通貨の安定により2016年には6%近くまで回復すると予想する。

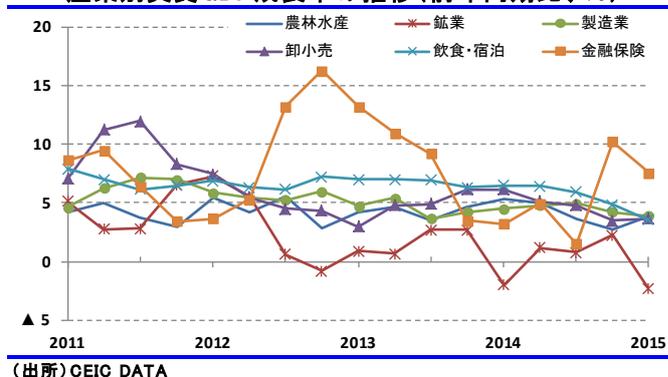
回復期待に反し景気は一段と悪化

ジョコ・ウィドド（以下、ジョコウイ）大統領の経済政策が本格稼働し景気が回復に向かうことが期待されていたインドネシア経済であるが、足元の景気は逆に一段と悪化している。2015年1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比+4.7%となり、前の期（2014年10～12月期）の+5.0%から減速した。減速の主因を需要サイドから見れば、政府消費（10～12月期前年同期比+2.8%→1～3月期+2.2%）や個人消費（+4.9%→+4.7%）、建設投資（+7.1%→+5.5%）の伸びの鈍化であり、政府消費は前年の選挙関連支出増加の反動や予算執行の遅れ、個人消費はマインドの悪化（詳細後述）、建設投資は前期の反動による一時的な減速（詳細後述）が背景である。

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、%）



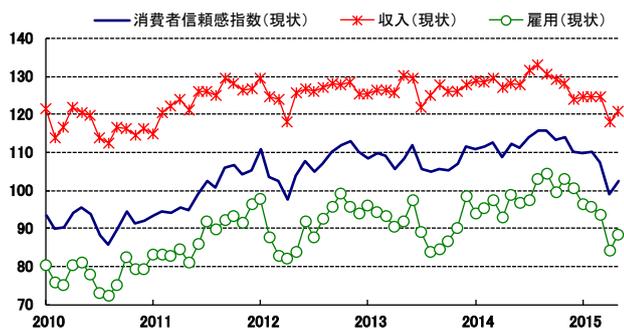
一方、生産サイドから見れば、GDP全体の9.8%（2014年名目）を占める鉱業が10～12月期の前年同期比+2.2%から1～3月期に▲2.3%とマイナスに転じたほか、10～12月期に+10.2%も伸びた金融保険（シェア3.9%）が+7.6%へ減速、製造業（シェア21.0%、10～12月期+4.2%→1～3月期+3.9%）や飲食・宿泊（シェア3.1%、+4.9%→+3.6%）なども伸びが鈍化した。鉱産物価格の下落や国内需要の伸び悩みが影響した模様である。

個人消費：マインド悪化により自動車販売が低迷

主な需要動向について詳しく見ると、個人消費については、前述の通り消費者マインドの悪化が専ら自動車（四輪）や自動二輪車の販売不振につながっている。

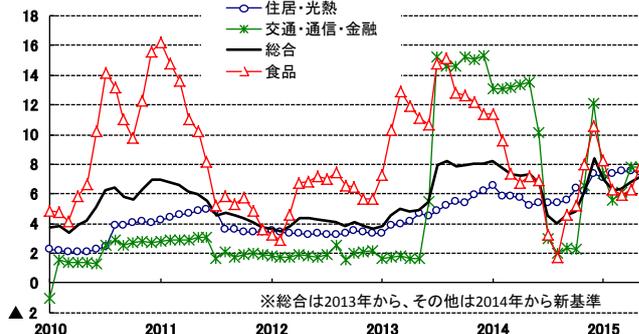
消費者マインドを示す消費者信頼感指数（現状）は、2月の110.3から4月には98.9へ下落、楽観と悲観の境目である100を2年ぶりに下回った。5月は102.6へ持ち直しているが、水準は依然として低く、消費者マインドは冷え込んだままである。内訳を見ると、「雇用」は1月に100を割り込み（96.5）、4月には84.3まで低下（5月は88.5）、「収入」は100を上回る状況が続いているが、2014年9月（130.6）をピークとする低下傾向が続いている（2015年5月は120.9）。景気の減速により雇用や賃金への懸念が強まっているようである。

消費者信頼感指数の推移



(出所)CEIC DATA

消費者物価の推移(前年同月比、%)

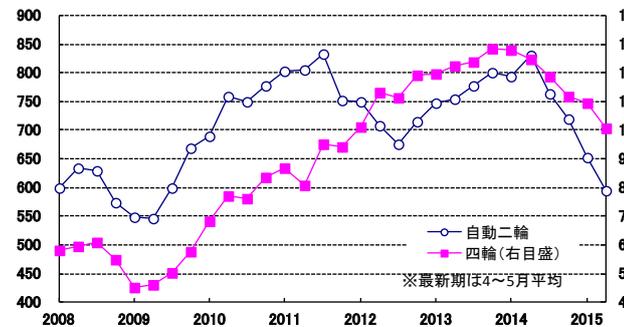


(出所)CEIC DATA

また、物価上昇圧力が根強いことも、消費者マインドを下押ししているとみられる。消費者物価上昇率は、燃料補助金の削減により2014年12月に前年同月比+8.4%まで高まった後、食品価格の落ち着きや原油価格の下落により2015年2月には+6.3%に低下した。ところが、その後は再び食品価格が上昇、消費者物価上昇率は5月に+7.4%へ伸びが高まった。ルピア相場下落傾向も物価上昇圧力を高める要因となっている模様である。

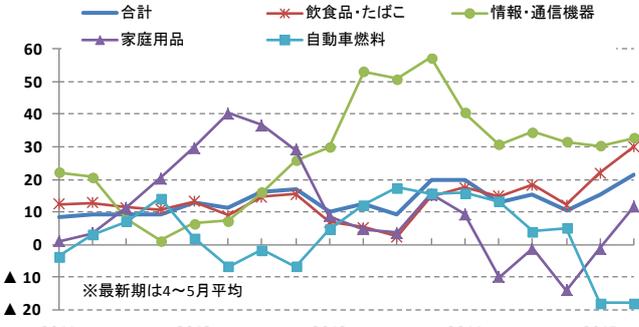
こうしたマインド悪化を受けて、自動車販売は減少傾向にある。自動車（四輪）販売台数は2013年10～12月期に年率128万台に達し、2014年1～3月期も概ね同程度の高水準を維持したが、以降は減少に転じ、2015年1～3月期は年率110万台、4～5月平均は100万台にまで水準を落としている（当社試算の季節調整値）。自動二輪販売台数も、2014年4～6月期に年率831万台と過去最高水準近くまで回復したものの、その後は減少に転じ、2015年1～3月期に654万台、4～5月平均では594万台まで落ち込んでいる。マインド悪化に加え、燃料補助金の削減による燃料価格上昇も影響しているとみられる。

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

小売販売額指数の推移(前年同月比、%)



(出所)CEIC DATA

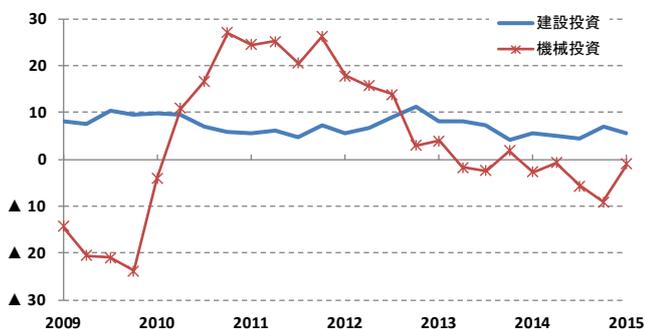
ただ、自動車以外の物販については、総じて堅調に拡大している。実質小売指数は、自動車燃料こそ 2015 年 1～3 月期に前年同期比▲18.0%、4～5 月平均も▲18.1%と大幅な落ち込みが続いているものの、情報・通信機器（1～3 月期前年同期比+30.4%→4～5 月平均+32.9%）や飲食品・たばこ（+22.0%→+30.2%）が伸びを高め、家庭用品（▲1.3%→+11.8%）や文化・娯楽（▲3.3%→+2.3%）はプラスに転じるなど、幅広い分野で好調持続ないしは好転している。

そもそも、平均月給は最低賃金の大幅な引き上げもあって二桁増が続く¹など、所得環境は改善している。また、一人当たり GDP は約 3,500 ドル（2014 年）に達しており、一般的に家電製品や自動車といった耐久消費財の普及が本格化するとされる 3,000 ドルを上回っている。そのため、燃料補助金削減の影響一巡や景気の持ち直しなどにより消費者マインドが持ち直せば、自動車販売の減少にも歯止めが掛かり、個人消費は回復に向かうことが期待される。

固定資産投資：底堅い拡大を維持

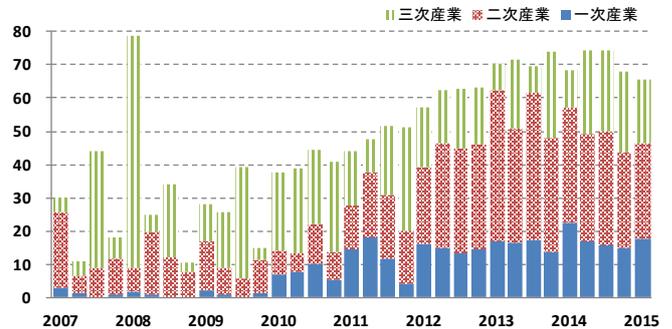
固定資産投資については、先に見た通り、全体の約 8 割を占める建設投資が 10～12 月期の前年同期比+7.1%から 1～3 月期は+5.5%へ伸びが鈍化したが、2014 年通年の前年比+5.5%と同じ伸びであり、均してみれば底堅く推移している。そのため、1～3 月期の減速は、10～12 月期に一時的に伸びが高まった反動によるものと評価すべきであろう。一方、機械投資についても、10～12 月期の前年同期比▲9.1%から 1～3 月期は▲1.0%へマイナス幅を縮小させており、底入れの動きが見られる。

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)投資調整庁

固定資産投資へ大きな影響を与える海外からの直接投資（実現額）は、全産業合計で 10～12 月期の前年同期比▲8.5%から 1～3 月期は▲4.3%へマイナス幅が縮小、業種別では鉄鋼・機械・電機（10～12 月期前年同期比+34.0%→1～3 月期+92.0%）が大きく伸びを高め、電力・ガス・水道（▲61.5%→+72.0%）がプラスに転じたほか、小売・修理（+110.9%→+84.4%）が高い伸びを維持、輸送用機器（▲51.2%→▲3.9%）のマイナス幅が大きく縮小した。また、地域別では、日本からの投資（10～12 月期前年同期比▲38.3%→1～3 月期+26.9%）が 5 四半期ぶりのプラスに転じて 12.1 億ドルとなり、小幅マイナスとなった最大投資国シンガポール（▲39.6%→▲3.6%）の 12.3 億ドルに迫ったほか、韓国（▲34.3%→+80.9%）が 6 四半期ぶりのプラス、マレーシア（+312.0%→+184.8%）は大幅増が続くなど、アジアからの投資拡大が目立った。

¹ インドネシア銀行の統計によると、平均月給は製造業で 2012 年に前年比+20.4%、2013 年+14.9%、2014 年+13.8%と伸びは鈍化したものの二桁増が続いた。また、ホテル業でも 2012 年+7.0%、2013 年+17.2%、2014 年+13.5%と比較的堅調である。ただし、鉱業（除くオイル）は 2012 年+18.7%、2013 年+10.9%、2014 年+1.4%と業績悪化を映じて伸び悩んだ。

今後は、ジョコウィ新政権の経済政策が本格的に始動し政府の投資が拡大、それに伴って海外からの直接投資も下げ止まりから拡大に転じるとみられ、固定資産投資は徐々に伸びを高めよう。

輸出：数量ベースでは持ち直し傾向

輸出は、GDP ベース（実質）では 2014 年 10～12 月期の前年同期比▲4.5%から 2015 年 1～3 月期は▲0.5%へマイナス幅が縮小したが、通関ベース（ドル建て、名目）では 10～12 月期の▲10.3%から 1～3 月期は▲11.8%へマイナス幅が拡大した。両者の違いは、前者がサービス輸出を含んでおり対象範囲が異なるという部分はあるが、通関輸出額全体の 9.7%（2014 年）を占める天然ガス（10～12 月期前年同期比▲29.6%→1～3 月期▲31.9%）や 7.6%を占める石油（▲10.9%→▲21.8%）が価格下落により落ち込んだ影響が大きいとみられる。そのほか、パーム油などの植物性油（シェア 11.3%、+5.4%→▲13.0%）がマイナスに転じ、化学製品（シェア 6.4%、▲16.9%→▲29.9%）のマイナス幅が拡大した。その一方で、未加工鉱産物の輸出禁止（2014 年 1 月～）から 1 年が経過したことに加え、銅鉱石の一部で条件を満たしたものについて輸出が認められたこともあって、鉱産物（シェア 2.4%、▲49.6%→+45.4%）は大幅な増加に転じている。

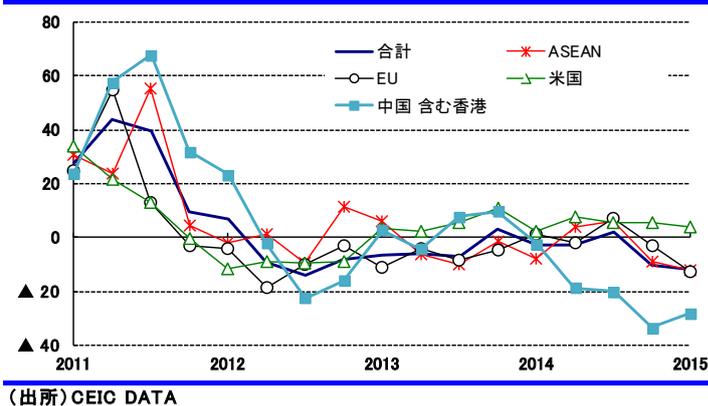
仕向け地別には、全体の 22.6%（2014 年）を占める ASEAN 向け（10～12 月期前年同期比▲9.1%→1～3 月期▲12.1%）のマイナス幅が拡大したほか、EU 向け（シェア 9.6%、▲3.2%→▲12.8%）も落ち込みが加速、米国向け（シェア 9.4%、+5.4%→+4.0%）はプラス幅が縮小するなど欧米向けも不調であった。その一方で、13.1%の最大シェアを誇る 日本向け（▲15.0%→▲14.4%）や 11.6%を占める 中国向け（▲33.3%→▲27.9%）は、資源の割合が高いため大幅なマイナスではあるが、その他分野の持ち直しによりマイナス幅が縮小している。

4 月以降の輸出（通関ベース）も、4～5 月平均は前年同期比▲11.8%と 1～3 月期と同じマイナス幅であり、軟調に推移している。ただ、石油・ガスの合計が 1～3 月期の前年同期比▲27.6%から 4～5 月平均で▲43.7%へマイナス幅が拡大したことが主因であり、石油・ガスを除くとマイナス幅は縮小している（▲8.4%→▲5.2%）。石油・ガス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、輸出は数量（実質）ベースでは持ち直しつつあるとみられる。

経常赤字は縮小するも通貨下落が続く

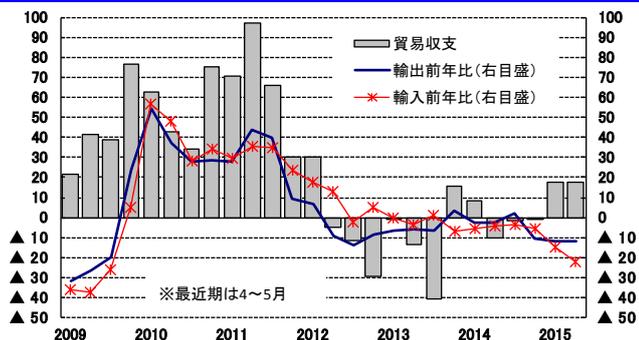
輸出に底入れの動きが出始めている一方で、輸入（通関ベース）は 10～12 月期に前年同期比▲5.3%、1～3 月期は▲15.0%、4～5 月平均▲21.9%とマイナス幅の拡大傾向が続いている。全体の約 4 分の 1 を占める石油・ガスを除くと 10～12 月期▲3.7%、1～3 月期▲5.0%、4～5 月平均▲16.1%であり、石油・ガス価格の下落だけでなく、自動車の販売不振や、家電製品も含めて国内生産への代替が進んでいることも

仕向け地別の輸出動向（前年同期比、%）



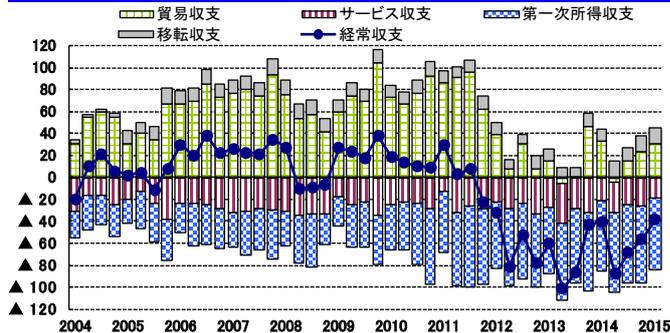
一因とみられる²。

輸出入と貿易収支の推移(前年比・%、億ドル)



(出所)CEIC DATA

経常収支の推移(億ドル)



(出所)CEIC DATA

こうした輸出入の動向を反映して、貿易収支（通関ベース）は1～3月期に+23.2億ドルと4四半期ぶりの黒字に転じ、4～5月計でも+14.3億ドルと黒字を維持している。さらに、経常収支は、貿易収支の改善に加えてサービス収支の赤字も縮小したため、10～12月期の▲56.7億ドルから1～3月期は▲38.5億ドルへ赤字が縮小、4月以降も改善が期待される状況にある。

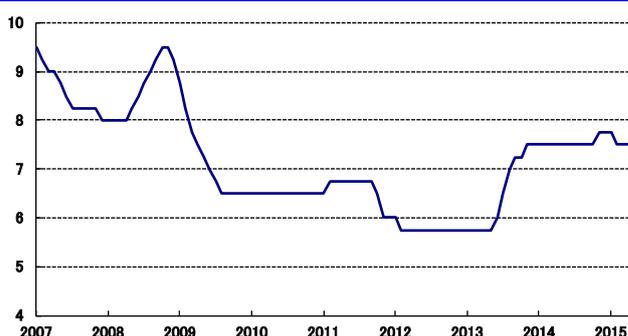
にもかかわらず、ルピア相場は米ドルに対して下落傾向が続いており、2014年12月にリーマン・ショック後の最安値（2008年11月1ドル=12,400ルピア）を更新、2015年6月に入ってから1998年7月以来となる13,000ルピア台半ば近くまで下落している。基本的には米国の利上げを織り込む形での世界的なドル高地合いを背景としているが、経常収支の赤字が続いていることのほか、インドネシア中銀が3月上旬の13,000ルピア台到達時にルピア安を容認する姿勢を見せたことがルピア売りの材料とされている模様である。最近になって、中銀はルピアの下落防止策³を打ち出したものの、その効果は今のところ限定的である。ただ、外貨準備は輸入の約9か月分に相当する1,108億ドル（2015年5月末時点）ありルピア買い介入の余力は十分なため、暴落リスクが大きいわけではない。

為替相場の推移(ルピア/ドル)



(出所)CEIC DATA

政策金利の推移(BILレート、%)



(出所)CEIC DATA

中銀はインフレ圧力の低下を待って追加利下げ

とはいえ、物価上昇圧力が残る中で、こうした通貨の下落傾向は、景気刺激的な金融政策を行う際に、そ

² 日本からの輸入が1～3月期の前年同期比▲12.3%から4～5月平均で▲20.9%へマイナス幅が拡大したほか、ASEANにおける工業製品の供給基地であるタイ（▲9.7%→▲23.0%）からの輸入も大幅に落ち込んでいることが、その証左である。

³ ロイター報によると、6月9日、インドネシア中銀は特定の国内の支払いにおいてルピアを用いることを義務付け、外貨需要を抑制する方針を示した。実質7月1日の予定。

の自由度を奪うことになる。インドネシア中銀は、燃料費補助金の削減による物価上昇に対応して 2014 年 11 月に政策金利（BI レート 1 ヶ月）を 7.50% から 7.75% へ引き上げたが、景気の減速を受けて 2015 年 2 月に再び 7.50% へ引き下げた。ただ、その後は、景気の減速が続いているにもかかわらず、インフレや為替の動向に配慮して、追加の利下げを見送っている。

今後も、堅調な米国景気の拡大を背景にドル高地合いが続くと見込まれるため、利下げを行いにくい状況が続こう。中銀は、燃料補助金削減の影響が一巡し原油価格の下落が浸透、物価上昇圧力が低下するのを待って、景気刺激のため更に利下げを行うとみられる。

政権基盤は不安定ながら経済政策の障害とはならず

ジョコウィ政権にとって、金融政策と並んで景気回復に向けた障害となる懸念があるのが不安定な政権基盤であろう。なかでも、国会の議席の問題は、表面的には最大の懸念材料と言える。ジョコウィ政権の連立与党は、大統領の属する闘争民主党（メガワティ党首）のほか、ジョコウィ躍進に貢献した民主国民党（ナスデム）など当初の 4 党に、事実上与党に組み込まれている開発統一党⁴を加えた 5 党であり、議席数は 246 で定数（560）の 43.9% を占めている。対する野党連合は、ユドヨノ前大統領が率いる民主党（議席数 61）が中立の立場を表明していることから、連立与党と民主党を除く 253 議席（45.2%）であり、わずかに連立与党を 7 議席上回るにとどまっている。さらに、最大野党のゴルカル党は、親与党派と反与党派それぞれが掲げる党首の正当性を巡る争いが続いており、少なくとも与党の方針に全議員が反対することはない状況にある。こうした勢力図になっていることもあり、2015 年の補正予算案は目立った反対もなく 2 月に成立するなど、国会で過半数を確保していないことが現実的には経済政策を進める上での大きな障害とはなっていない。

むしろ、国家警察長官の人事問題⁵をきっかけに表面化したジョコウィ大統領とメガワティ闘争民主党党首との距離感が、政権の安定運営における新たな懸念材料として注目されている。その意味でも、国政未経験で政権基盤の弱いジョコウィ大統領にとっては、今後も政策運営上のリスクを抱え続けることとなる。

2015 年の成長率は 5% 程度へ下方修正

いずれにしても、経済成長は与野党共通の課題であり、仮に政権基盤が不安定な状況にあっても、それが必ずしも経済政策の失敗につながるわけではない。そのため、今後はジョコウィ政権の経済政策が本格的に始動し、景気持ち直しを後押しするとみられる。一方で、ルピア安地合いは続くともみられるため、積極的な金融緩和政策は取りにくく、当面、景気回復のテンポは緩やかなものとなる。その結果、2015 年

⁴ 党内の方針が定まっておらず、正式な連立与党入りは確認されていないが、既に閣僚を 1 名出しており、事実上のジョコウィ政権与党とみなされている。

⁵ 2015 年 2 月、ジョコウィ大統領は、メガワティ党首の推す国家警察長官候補の任命を、汚職疑惑を理由に見送り、最終的に自ら選んだ候補を指名した。

	獲得議席	割合
闘争民主党 (PDI-P)	109	19.5
民族覚醒党 (PKB)	47	8.4
民主国民党 (Nasdem)	35	6.3
開発統一党 (PPP)	39	7.0
ハヌラ党	16	2.9
連立与党計	246	43.9
ゴルカル党	91	16.3
グリンドラ党	73	13.0
国民信託党 (PAN)	49	8.8
福祉正義党 (PKS)	40	7.1
野党連合計	253	45.2
民主党	61	10.9
合計	560	100.0

(出所) 各種報道から当社にて作成。

の実質 GDP 成長率は、2014 年の前年比 +5.0%と同程度にとどまるとみられ、立ち上がりが遅ければ IMF（前年比 +4.7）や世界銀行（+4.7%）、OECD（+4.9%）が予想する 4%台へ低下する可能性も否定はできない。当社はこれまで 5%台後半の成長を見込んでいたが、下方修正はやむを得ないだろう。

しかしながら、景気の持ち直しとともに成長を期待する海外からの投資も拡大し、生産力の強化が輸出増や輸入の国内生産シフトにつながり経常収支の改善が持続、通貨ルピアの安定がインフレ抑制に寄与し金融政策の自由度が高まることから、2016 年にかけて徐々に成長ペースは加速しよう。その結果、2016 年の成長率は 6%近くまで高まると予想する。なお、従来から指摘している通り、ジョコウィ政権の目指す 7%成長の実現には、通貨の安定、外資参入規制の緩和、投資インセンティブの拡大といった投資環境の更なる改善が必要条件であるという見方は変わらない。