

12063

インドネシア共和国

チーフアナリスト 増田 篤
アナリスト 遠藤 進一

長期格付

BBB-

見通し*

ポジティブ

短期格付

—

(長期格付は、原則として外貨建長期発行体格付を表示)

1. 概要

インドネシアは、広大な人口、国土と豊富な天然資源を擁し、多様な民族によって構成される島嶼国家である。人口は16年現在2.58億人で世界第4位、面積は191.0万平方キロメートルで日本の約5倍の広さである。

民族はマレー系を中心に300以上あるとみられるほか、華人は全人口の約3%に当たる700万人に上る。インドネシアでは、多種多様な民族を包含するために、独立時から「多様性の中の統一」が国是として掲げられており、憲法でも信教の自由が保障されている。イスラム教徒は全人口の約90%を占めるが、このほかキリスト教、ヒンドゥー教、仏教なども信仰されている。

なお、16年の名目GDPは9,327億ドル、一人当たりGDPは3,603ドルである。

2. 政治・社会情勢

14年7月の大統領選挙でジャカルタ特別州知事だったジョコ・ウィドド氏が当選、同氏は14年10月に大統領に就任し、現在1期目（任期は19年10月まで）である。ジョコ政権は、発足直後は与党連合が過半数に満たない状況で、政策の実行力に懸念があった。しかし、ジョコ大統領は15年初めに側近のルフット・パンジャイタン氏を首席補佐官に任命し、与党連合の強化に着手した。15年8月に第1次内閣改造を行った後、同年9月には国民信託党、次いで16年5月にはゴルカル党がそれぞれ与党連合入りを果たした。これにより与党連合は議席の過半数を超過、大統領と国会のねじれ状態が解消され、政権基

盤は着実に強化されて来ている。ジョコ大統領は16年7月に第2次内閣改造を行ったが、注目されたのは世銀専務理事だったスリ・ムルヤニ・インドラワティ女史の財務相入閣である。スリ・ムルヤニ女史はユドヨノ前大統領政権下の05～10年に財務相を務め、財政改革で実績を挙げた人物である。こうした政権基盤の強化や改革派の積極的な登用により、ジョコ政権の政策の実効性は高まりつつある。

3. 経済基盤・経済情勢

インドネシアの経済の第一の特徴として、天然資源への依存が挙げられる。依存度は近年低下してきてはいるものの、依然として引き下げ余地があり、経済全体が資源価格の変動を受けやすい。国内総生産（GDP）に占める農林水産業、鉱業・採石業の付加価値シェアはそれぞれ13.5%、7.2%を占める（16年）。両者を合わせた第1次産業シェアは20.7%で、製造業の20.5%を小幅上回る。就業人口でも、第1次産業就業者は全就業者の33.1%を占めており、製造業の13.1%を大きく上回っている。

実体経済の供給面の課題として、発展途上の国内投資環境を背景にした不十分なインフラが成長のボトルネックになっている点もよく指摘されるところだ。首都ジャカルタを含む主要都市では、鉄道や道路などのインフラ整備の遅れが目立っており、交通渋滞は深刻な状況となっている。こうした状況下、ジョコ大統領は15年9月、米国の10年ぶりの利上げを目前に控えていたこともあり、経済対策パッケージの実施を開始、16年末までに計14弾が相次いで実行された。本パッケージには、産業競争力や社会的購買力の改善、投資や輸出の拡大、運輸部門の

効率性や観光部門の改善などの構造改革メニューが含まれている。こうした政府の努力もあり、世界銀行の国別ビジネス環境ランキングでのインドネシアの順位は、ジョコ大統領就任以前は120位台で低迷していたものの、現政権発足後は114位、109位、91位と上昇している。また、直接投資実行額は、16年に前年比12.4%増の612.8兆ルピアに達し、政府目標を3.0%超過達成した。政府の投資環境改善に向けた施策は成果が現れてきているといえよう。

一方、需要面からは、旺盛な個人消費が経済をけん引する構造を指摘できる。実質GDP成長率は、直近10年間（06～16年）で年平均5.6%、このうち個人消費の寄与度は同2.9pptと成長全体の52%を占める。この背景には、堅調な人口増加と豊富な若年人口の存在がある。直近10年間（06～16年）の人口増加率は年平均1.51%と底堅く推移している。また、29歳以下の若年人口は全人口の52.5%を占め、国連人口推計によれば2030年時点でも若年人口比率は47.1%と5割近くの水準を維持する見通しである。

実質GDP成長率は10年を直近ピークに緩やかな鈍化基調が続いていたが、16年には前年比5.02%を記録し、個人消費の持ち直しを主因に2年ぶりに5%台を回復した。中銀が16年1～10月の間に計6回、計150bpsの利下げを行い、景気を下支えしたことも大きい。

4. 対外部門

インドネシアの国際収支は、経常収支の継続的な赤字を金融収支の黒字が埋め合わせる構造となっているが、金融収支の変動が大きいことから、経常収支赤字の安定的なファイナンスが課題である。

経常収支は、12年以降赤字が続いている。主因は貿易収支黒字の縮小である。とりわけ、輸出の約2割を占める鉱物性燃料の輸出が落ち込んだことが大きい。この背景には、国内エネルギー需要の増大、主要輸出先である中国の経済減速、これに資源価格の下落が加わったことがある。もっとも、足元では資源価格の下げ止まりや海外経済の持ち直しなどから貿易収支は黒字幅を拡大している。経常収支赤字GDP比は13年に3.2%となった後、14年3.1%、15年2.0%、直近16年は1.8%と、縮小基調にある。

金融収支をみると、非居住者による証券投資の不安定な動きが目立つ。16年11月の米国大統領選後には、投資家のリスクオフ転換と米国金利急騰から大規模な資本流出が発生した。国際金融協会（IIF）の推計によると、11月単月で23.8億ドルの民

間資本流出超過となった。これは13年のテーパータントラム時の40.1億ドルに次ぐ規模の資本流出である。13年の資本流出時は、中銀は大規模な外国為替介入を行い自国通貨ルピアの対ドルレート維持を図ったが、不均衡の拡大を抑え切れず、13年5～9月の間でルピアは16.2%減価、外貨準備高は同期間に94.7億ドル減少した。しかし、16年11月の資本流出局面では、中銀は15年9月に導入した「為替レート安定化策」の下で為替安定を重視するスタンスを明らかにしているが、主としてプルーデンス規制を活用する一方、大規模な外国為替介入は行っていない。16年末から足元にかけての為替レートは安定的に推移しており、外貨準備高も11月単月こそ35.7億ドルの減少となったが、翌12月以降は再び増加基調に復している。外貨準備高は16年末で1,144.1億ドルに達しており、輸入月数は8.6ヵ月、短期対外債務に対する倍率は2.7倍とそれぞれ上昇して来ている。

一方、リーマンショック後の先進国の大規模金融緩和を背景に、国内民間部門による対外借入が10年から14年にかけて大幅に増加した。民間部門の対外債務残高の9割が米ドル建てである一方、自国通貨ルピア建ては4%程度に過ぎない。民間部門の為替変動に対するヘッジが十分でない場合、為替レートが急速に減価した場合、ルピア建て換算した民間対外債務は膨張し、債務負担が重くなってしまう。インドネシアではこうした為替チャネルを通じた民間部門の対外的脆弱性が10年代に入り急速に高まりつつある状況にあった。

15年秋になると、米国が10年ぶりに利上げに踏み切るとの観測が高まり、新興国から米国への資金流出と、為替レート減価のリスクに対する市場の意識が高まった。こうした事態に際し、中銀はプルーデンス規制を強化していった。すなわち、中銀は民間非金融企業の外貨建借入に対し、ヘッジ比率規制（15年1月導入）、流動性比率規制（同）、格付取得義務（16年1月導入）の規制を段階的に課し、民間対外債務の抑制を図った。さらに、15年3月には国内の商取引に対しルピア建て決済を義務付け、15年9月には為替レート安定化策を導入するなど、為替チャネルを通じた民間部門の対外的脆弱性を緩和させる政策を相次いで実施した。こうした政策の下、16年末の民間対外債務残高は前年比5.6%減の1,587億ドルと、暦年ベースでは05年以来の前年割れとなり、中銀のプルーデンス規制は成果が現れてきている。

対外債務残高GDP比は、11年（25.2%）を直近ボトムに15年（36.1%）まで上昇基調にあったが、民

間部門の対外債務が抑制されたことにより、16年は34.0%に低下し対外債務の膨張がここにきて一服した。もっとも、対外債務残高を輸出（財・サービス）比でみると、16年は188.0%と、11年の105.8%から上昇基調が続いており、対外債務指標が全面的に改善しているとは言えない。対外債務残高の約半分を占める民間対外借入の継続的な抑制、加えて、輸出品目の高付加価値工業製品への切り替え、この2つを着実に進めていくことが、インドネシアの対外部門を強化する上での大きなカギになると考えられる。

5. 財政

財政は、2003年制定の国家財政法により財政ルールが明文化されている。具体的には、財政赤字GDP比、政府債務GDP比にそれぞれ上限が定められており、前者は3%、後者は60%と定められている。

ジョコ政権が15年に断行した燃料補助金改革は、同政権がこれまで行った改革のうち最大の成果をもたらした施策の一つである。従来の燃料補助金制度では、燃料小売価格が国際市場価格よりも低水準に設定され、政府が差額分を財政負担していた。国際市場価格が政府の当初予算策定上の前提条件から上方かい離してしまうと、政府の当初予算の燃料補助金では足りなくなる。このため、補助金支出の実績が当初予算額を大幅に上回ってしまうケースが散見され、過去10年では08年、11年、12年でそれが特に顕著であった。補助金改革前の燃料補助金が政府支出全体に占めるシェアはおよそ2割、GDP比では3%程度の規模となっており、政府支出の圧迫要因となっていた。

15年の燃料補助金改革では、燃料小売価格は国際市場価格に連動するよう改められた。また、この時期は油価が大きく下落したこともあり、政府の財政補助は大幅に減少した。16年の燃料補助金が政府支出全体に占めるシェアは5.1%、GDP比でみると0.8%（決算ベース）と改革前に比べ大幅に低下した。

政府は、この改革により生じた財政余力をインフラ整備などに用いられる資本支出に振り向けることが可能となり、資本支出が政府支出全体に占めるシェアは改革前の8~9%台から16年は11.1%と10%を上回る水準に上昇してきた。

また、政府は課税逃れ資産の把握と徴税強化を目的として、タックス・アムネ스티・プログラム

を16年7月から17年3月までの時限措置として実施している。課税逃れ資産は、シンガポールを中心に海外に約4,000兆ルピア存在するとの推計もある。同プログラムの期間内に当該資産の申告や国内送金をする者は、同プログラム規定の納付金を支払うことで、本来課される税が減免され、刑事罰も免除される。同プログラムは、16年末現在で109.5兆ルピアの追加税収をもたらしており、一定の成果を上げているといえる。

16年7月の内閣改造で入閣したスリ・ムルヤニ財務相は、予算策定の際の楽観的な見通しを排し、より現実的で信頼性の高い予算を編成することで、投資家の信認を得ようと努力している。同財務相の下で歳出削減や効率化が図られたことにより、16年の財政赤字GDP比は2.46%と、15年の2.59%から赤字が縮小した。17年の当初予算では、公共投資を増加させる一方、補助金支出抑制などから赤字が2.41%とさらに縮小する見通しで、財政再建と経済成長の両立が図られている。なお、政府債務GDP比は16年27.9%と水準は高くなく、今後は20%台半ば近傍で安定的に推移するとみられる。このように、政府は堅実な財政運営の実績を積み上げてきている。

一方、ジョコ政権の財政運営には課題もある。資本支出は増加して来たものの、それでもGDP比では16年1.7%の水準にとどまる。インフラ・ボトルネックを緩和させるには、政府によるインフラ整備の加速が必須である。また、政府歳入面でも課題は山積している。政府歳入のGDP比は16年12.5%と、JCRソブリン格付BBBレンジにあるフィリピン（同15.5%）、トルコ（同21.8%）、ブラジル（同36.0%）と比べて水準が低く、徴税基盤は小規模にとどまっている。

6. 金融

国内の銀行部門は、自己資本比率22.9%、不良債権比率2.9%（16年末、商業銀行部門）と総じて健全である。特に、不良債権比率は05年末の7.6%から大幅な改善をみせている。また、民間部門に対する与信増加率も、16年末で前年比11.0%増と15年（同9.6%増）から伸びが加速した。

一方、銀行部門には課題も多く存在する。政府は2004年の「バンキング・アーキテクチャ（API）」発表以来、銀行再編政策を進めて銀行部門の効率化を図ろうと努めてきたが、商業銀行数はAPI発表時点の130行台から16年末で116行と、再編と効率化の進捗は必ずしも順調とは言えない。こうしたこともあり、16年は中銀による度重なる利下げにもかかわらず

らず、貸出金利（15年12.66%→16年11.89%）の水準は高止まりしており、預金金利（同8.34%→7.17%）に比べて低下幅も小幅にとどまっている。

加えて、インドネシアの銀行部門は経済規模に比して小規模にとどまるという長年の大きな懸案を抱えている。経済主体が保有する通貨残高を示すマネースtock（M2）はGDP比39.9%（16年末）と、BBBレンジにあるインド（同81.5%）、フィリピン（同63.2%）、トルコ（同54.0%）に比べて低さが目立つ。このように金融深化が進んでいないことを背景に、国内民間部門は成長投資に必要な資金の多くについて外貨建借入に依存してきた。民間部門の対外借入が中銀のブルーデンス規制により足元抑制されつつある点は前述の通りであるが、インドネシアは今後も経済成長に伴う貨幣需要の増大が見込まれることから、今後中長期的に一段の金融深化が求められる。

7. 総合判断・格付の見通し

インドネシアのソブリン格付は、消費主導の堅調な経済成長、財政赤字及び公的債務の抑制、柔軟な為替レート政策や外貨準備の蓄積などによる対外ショックへの耐性、健全な銀行財務状況に支えられている。一方、格付は、依然として高い天然資源への依存、引き続き対策が必要な経常収支赤字と不安定な資本流入、さらなる改善が必要な投資環境と不十分なインフラ、小規模な国内銀行部門を背景にした民間部門の対外借入依存により制約されている。

JCRは、政府の経済政策パッケージの相次ぐ実施を背景に投資環境に改善がみられること、中銀の対外借入に対するブルーデンス規制強化もあり民間部門の対外借入が抑制されつつあることを反映し、17年3月に格付の見通しをポジティブに変更した。

インドネシア経済は、資源価格の下げ止まりもあり底打ちしつつある。JCRは、こうした追い風の下、政府・中銀が長期的な成長実現に向けた政策・構造改革を一段と加速させていくことが重要と考えている。具体的には、政府によるインフラ整備加速、投資環境改善を通じた対外直接投資の促進、民間対外借入の継続的抑制—の進捗度合を注視し、今後の格付に反映していく。

これらの進捗度合を評価するための定量指標として、特に 政府資本支出の月次執行率 対外直接投資の四半期ベースの進捗率 民間対外債務残高の月次推移—に注目していく。

JCR

12063 インドネシア共和国

● 主要経済指標

		2012	2013	2014	2015	2016
実質GDP成長率	%	6.0	5.6	5.0	4.8	5.0
消費者物価上昇率(期中平均)	%	4.3	6.4	6.4	6.4	3.5
中央政府財政収支/GDP	%	-1.8	-2.2	-2.1	-2.6	-2.5
中央政府基礎的財政収支/GDP	%	-0.6	-1.0	-0.9	-1.2	-0.9
中央政府債務/GDP	%	23.0	24.9	24.7	27.4	27.9
経常収支/GDP	%	-2.7	-3.2	-3.1	-2.1	-1.8
貿易収支/GDP	%	0.9	0.6	0.8	1.5	1.6
金融収支/GDP	%	-2.8	-2.4	-5.0	-2.0	-2.7
外貨準備(金を含む)	十億ドル	112.8	99.4	111.9	105.9	114.4
同(輸入カバー率)	月	6.4	5.6	6.7	7.7	8.6
対ドル為替相場(期中平均)	IDR/USD	9,387	10,461	11,865	13,389	13,309
対外債務/GDP	%	27.5	29.2	32.9	36.1	34.0
対外債務/輸出(財・サービス)	%	119.6	129.8	147.5	182.1	188.0
外貨準備高/短期対外債務	倍	2.5	2.3	2.5	2.7	2.7
デットサービス/輸出(財・サービス)	%	17.7	19.9	23.8	32.6	33.5

(出所) インドネシア中央銀行、財務省、中央統計局、CEIC

● 格付明細

(単位: 百万円、%)

対 象	格付	見通し*	発行額	利率	発行日	償還期限	公表日
E号円貨債券(2015)	BBB-	-	22,500	1.08	2015.8.13	2018.8.13	2017.03.07
F号円貨債券(2015)	BBB-	-	22,500	1.38	2015.8.13	2020.8.13	2017.03.07
外貨建長期発行体格付	BBB-	ポジティブ	-	-	-	-	2017.03.07
自国通貨建長期発行体格付	BBB	ポジティブ	-	-	-	-	2017.03.07

● 長期格付推移 (外貨建長期発行体格付またはそれに準ずる格付)

日付	格付	見通し*	発行体名
2002.10.25	B		インドネシア共和国
2004.05.26	B+		インドネシア共和国
2006.09.21	BB-	安定的	インドネシア共和国
2007.09.06	BB	ポジティブ	インドネシア共和国
2009.02.05	BB	安定的	インドネシア共和国
2009.07.07	BB+	安定的	インドネシア共和国
2010.07.13	BBB-	安定的	インドネシア共和国
2017.03.07	BBB-	ポジティブ	インドネシア共和国

*「見通し」は、長期発行体格付の見通し。クレジット・モニターの場合は、見直し方向を表示。

本ウェブサイトに記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCR の格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいております。JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。