

2022年10月26日 全10頁

# インドネシア：フラジャイルからの脱却？

## EV産業の発展で、資源価格に左右されない経済に変貌できるか

経済調査部 エコノミスト 増川 智咲

### [要約]

- 米国をはじめとする先進国の大幅な利上げと、それをきっかけとした先進国の景気減速・後退観測が、新興国通貨の米ドルレートに対する下落圧力を高めている。ASEAN諸国の中では、「資源輸入国」であるフィリピン、タイ、マレーシアの対ドルレート下落率が大きい一方、過去に「フラジャイル（脆弱）」と呼ばれたインドネシアの通貨ルピアの下落率は比較的小さい。インドネシアはもはや、「フラジャイル」ではないのか。
- インドネシアルピアの下落を緩和しているのは、経常収支の黒字転換と、インフレを抑え込むだけの財政余地の拡大である。それを可能としたのは、コロナ禍からの世界的な経済再開への動きと「脱炭素化」への流れ、そしてウクライナ危機である。これらの出来事を背景に、インドネシアからは加工ニッケル（ステンレス鋼や電気自動車（EV）のリチウム電池に使用）と石炭輸出が増加し、経常黒字への転換と財政赤字の縮小が可能となった。
- しかし、資源価格上昇の恩恵を受けた経常黒字が、今後も保証されるとは言い難い。IMFは、インドネシアの経常収支が2024年以降、再び赤字に転換すると予想している。今後注目すべきは、この経常赤字をファイナンスする直接投資の動向である。政府はその起爆剤として、ニッケル資源を活かしたEV生産拠点の育成に力を入れ、韓国や中国企業が次々と投資を進めている。EV産業の発展は、資源価格の変動に左右されにくいことから、「資源依存型経済」からの脱却手段として有望だろう。そういった意味で、今後の同国におけるEV産業の動向は、インドネシアが本格的に「フラジャイル」から脱却できるかどうかの鍵を握っているといえる。

### インドネシアルピアの対ドルレート下落率は、相対的に小さい

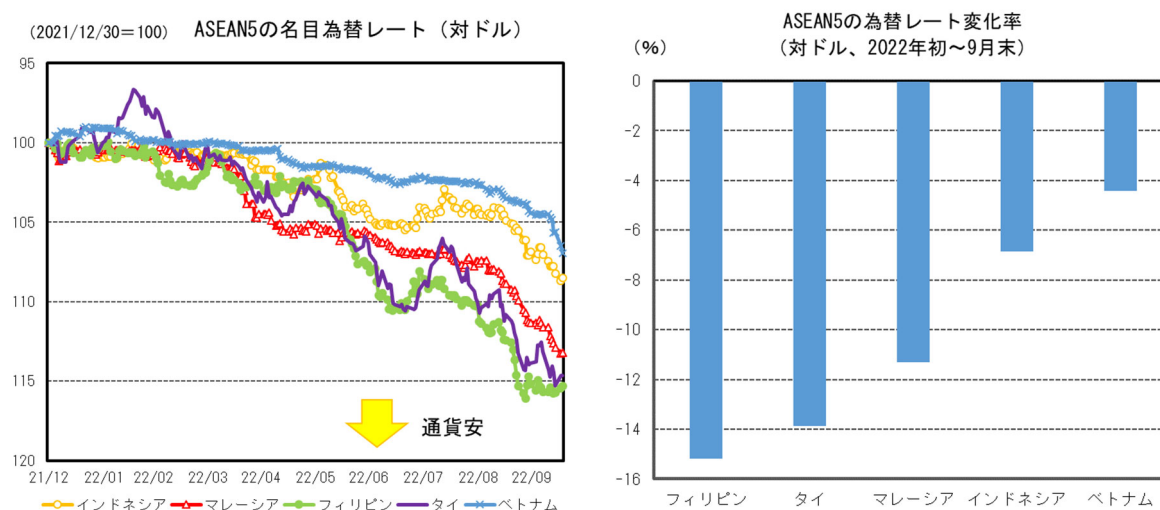
米国をはじめとする先進国の大幅な利上げと、それをきっかけとした先進国の景気減速・後退観測が、新興国通貨の米ドルレートに対する下落圧力を高めている。特に、景気の下支えよりも物価上昇の抑制に重点を置いた、8月のパウエル米FRB議長によるジャクソンホールでの講演以降、下落圧力はさらに強まっている。図表1は、ASEAN5（インドネシア、マレーシア、フィリピン）の対ドルレート下落率を比較している。

ン、タイ、ベトナム<sup>1)</sup> の名目為替レート（対ドル）の推移を表している。2021 年末と比較して、全ての国の為替レートが対ドルで下落基調にある（図表 1 左）。下落の程度が大きいのは、フィリピンペソ、タイバーツ、マレーシアリングである。これらの通貨は、2022 年 9 月末時点で▲10%を超えて下落した（対ドル、年初来）。その一方、インドネシアルピアやベトナムドンの下落率は相対的に小さかった（図表 1 右）。

過去を遡ると、市場でリスク回避マインドが高まった際に、ASEAN5 の中で最も対ドル為替レートが下落しやすいのはインドネシアであった。インドネシアルピアは、フラジャイル 5（脆弱な通貨）<sup>2)</sup> の一つとされ、2013 年に始まった FRB によるテーパリング（量的緩和縮小）観測に伴う市場の混乱（テーパー・タントラム）や、2015 年の中国人民元切り下げ、2018 年のトルコショックといった、国際金融市場で動揺が高まる局面で、対ドルで大きく下落した。

インドネシアが「フラジャイル」と呼ばれた所以は、経常収支と財政収支がともに赤字である、いわゆる「双子の赤字」を抱えていたことや、高インフレ体質にあった。さらに、現地通貨建て債券残高に占める海外投資家保有比率が高く、海外マネーの流出が為替レートの下落圧力となりやすいこともその一因であった。インドネシアは、もはや「フラジャイル」ではないのだろうか。

図表 1 ASEAN5 の名目為替レート（対ドル）



（注）ベトナムは実勢レート。

（出所）The Wall Street Journal/Haver Analytics より大和総研作成

<sup>1)</sup> ベトナムは、管理フロート制度を採用していることから、他の ASEAN 諸国と比べて公式の為替レート（中心レート）の変動が小さい。本稿では、ベトナム国家銀行が公表している中心レートではなく、他の通貨のクロスレートから計算される、ベトナムドンの対ドルクロスレート（実勢レート）を用いる。

<sup>2)</sup> 他は、ブラジルリアル、インドルピー、トルコリラ、南アフリカランド。

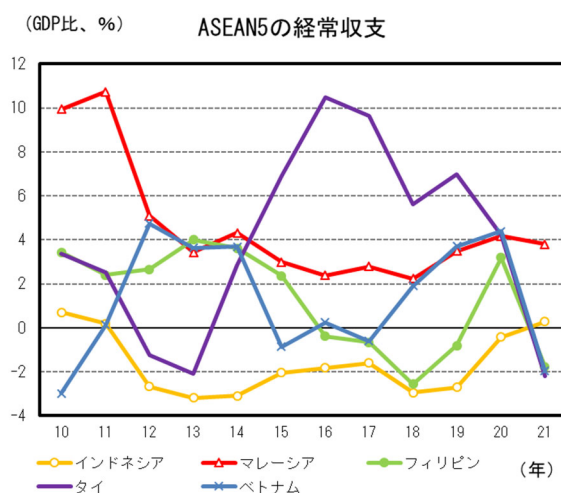
## 経常黒字転換と財政悪化の回避が、ルピアの急落を阻止

### ① 経常赤字体質から、経常黒字へ

通常、企業は、財やサービスの貿易で得た外貨を自国通貨に換金する必要性が生じる。そのため、経常黒字はドルの供給要因となり、自国通貨高につながりやすい。逆も然りである。

図表 2 は、ASEAN5 の経常収支（GDP 比）を表したものである。インドネシアの経常収支は、2012 年以降 9 年連続の赤字で、ASEAN5 の中でも特に「経常赤字体質」であった。その原因は、2010 年代に資源価格が低迷していたことに加え、国内の生産能力の乏しさゆえに、旺盛な内需向けの消費財や資本財を輸入に依存していたことにある。「資源依存型」で、産業基盤の構築に出遅れたことが、インドネシア経済の構造的な弱点とみなされ、リスク回避時のルピアの対ドルレート急落の原因となってきた。インドネシア中銀は、為替防衛の必要性に迫られるたびに、利上げや為替介入を行ってきた。しかし、2018 年のトルコショック時には、そのような政策だけで為替レートの急落に歯止めをかけることが難しくなった。政府は為替レートの下落要因ともなった経常赤字を縮小させるため、輸入時の前払い所得税率を一部引き上げたほか、インフラ投資を延期することで、資本財等の輸入を制限した。経常赤字を気にするがあまり輸入の制限に踏み切ったことは、経済成長の機会を阻害するリスクがあるとして、批判を受けることとなった。

図表 2 ASEAN5 の経常収支（年）



(出所) IMF “World Economic Outlook Database, October 2022” より  
大和総研作成

そこから一転、インドネシアの 2021 年の経常収支は 10 年ぶりに黒字となり、2022 年 1-6 月期も GDP 比 0.7% の黒字となった。そのきっかけは、2021 年後半から本格化した、コロナ禍からの世界的な経済正常化への動きと「脱炭素化」への流れ、2022 年のウクライナ危機である。これらを背景に、世界的な資源需要の増加と価格の高騰が生じ、インドネシアからは、加工ニッケルと石炭の輸出が増加した(図表 3)。インドネシアは世界第 1 位のニッケル鉱石生産国(2020

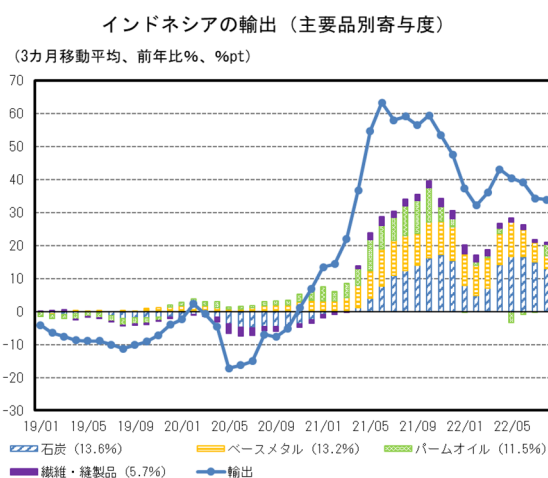
年、米国地質調査所)である。ニッケルは、電気自動車 (EV) に搭載されるリチウムイオン電池の正極材料に使われるほか、加工したフェロニッケルはステンレス鋼に使われる。近年、世界でその需要が高まっている。また、ニッケル鉱石の生産国であるロシアがウクライナに侵攻し、世界的な供給減少への懸念が高まったことも、インドネシアが注目を集める一因となった。

インドネシア政府も、世界最大の産出国という強みを活かすため、2020年に、ニッケル鉱石そのものの輸出を禁止し、加工して付加価値を加えた上で輸出するよう促した。ニッケルの世界的な需要が高まる中、製造業の高度化に利用することが目的である。これをきっかけに、中国を中心に海外からの直接投資が進み、インドネシアでもニッケル加工 (フェロニッケル精錬やステンレス鋼の生産等) の基盤が整備されつつある。世界的なニッケル需要の増加と、政府の高付加価値政策のタイミングが合致したことが、2021年以降、インドネシアの加工ニッケル輸出を大きく後押しした。

石炭は、インドネシアの輸出総額の約14%を占める。2021年、「コロナとの共存」下で行動制限を緩和する国々が増えると、経済活動再開のためのエネルギー源として、石炭需要が増加した。また、石炭を用いた発電は「脱炭素化」に逆行する動きではあるが、ウクライナ危機をきっかけに世界的にエネルギー不足が深刻化すると、インドネシアからの石炭輸出が増加した。2021年から2022年にかけて、石炭はインドネシアの輸出増加のけん引役となっている。

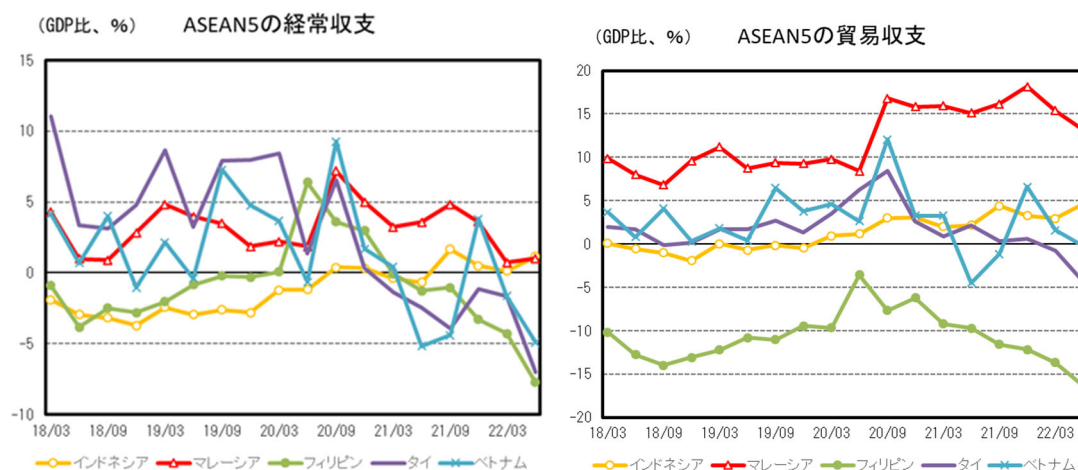
これを背景に、インドネシアの貿易収支は、2021年にGDP比3.7%の黒字、2022年1-6月期も同3.8%の黒字となり (図表4)、経常収支の黒字化に大きく寄与した。「資源依存型」であることが仇となった2010年代と打って変わり、資源の存在が強みとなって経常赤字から黒字に転換したことが、ルピア相場を支えた可能性が高い。対照的に、「資源輸入国」であるフィリピン、タイ、ベトナムでは、経常赤字幅の拡大が為替レートの下落要因となった。この時期、輸出資源の有無が各国の経常収支の動向、ひいては為替レートに大きな影響を与えたことが分かる。

図表3 インドネシアの輸出 (主要品別寄与度)



- (注1) ( ) 内は、2021年の輸出総額における割合。  
(注2) 加工ニッケルは、「ベースメタル」に含まれる。  
(出所) インドネシア中央銀行より大和総研作成

図表4 ASEAN5の経常収支と貿易収支（四半期）



(出所) 各国統計より大和総研作成

## ② 消費者物価上昇率は過去と比較して低い

高インフレは、為替レートの下落要因となりやすい。図表5は、ウクライナ危機後（2022年3月～9月）のASEAN5の消費者物価（CPI）上昇率と、コロナ禍前10年間（2010～19年）のCPI上昇率を比較したヒートマップである。これを見ると、タイ、フィリピン、マレーシアのウクライナ危機後のCPI上昇率は、2010-19年の年平均上昇率を大きく上回ったことが分かる。CPIを押し上げた項目は主に、エネルギーと食品である。フィリピンでは、コアCPI（CPIの総合指数からエネルギーと食品を除いたもの）も高いことから、幅広い品目に物価上昇圧力が波及したことが分かる。これらの国々の対ドル為替レートの下落率は、相対的に大きい。

他方で、ウクライナ危機後のCPI上昇率が2010～19年の平均を下回ったのが、インドネシアとベトナムである。インドネシアは産油国である点が大いだが、それと同時に、資源輸出で潤った歳入を原資に補助金を削減し、国内のガソリンや軽油、食用油の価格等を引き下げた点も寄与した。IMF<sup>3</sup>によると、唯一インドネシアだけが、2021、22年と2年連続で財政赤字の縮小を達成できる予測である（図表7）。これは、インドネシアが資源国であることの強みを活かし、財政状況を著しく悪化させることなくインフレを抑制できたことを意味する。これが今回、ルピア相場の急落を防いだ一因と考えられよう<sup>4</sup>。

<sup>3</sup> IMF “World Economic Outlook Database, October 2022” に基づく予測。

<sup>4</sup> インドネシア政府は2022年9月に、燃料補助金を削減した。2022年半ば以降、国際的なエネルギー価格の上昇が一段落していることから、財政規律の維持に重点を置くことが、ルピア相場の安定に必要と判断したとみられる。

図表5 ASEAN5の消費者物価上昇率と為替レート

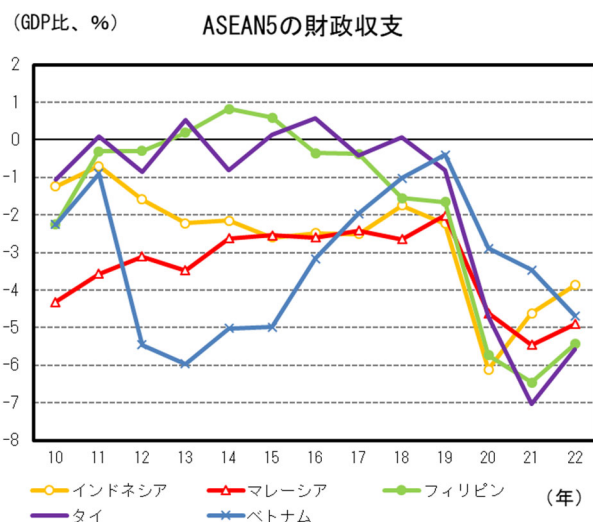
	CPI	CPI			対ドルレート	
		コアCPI	食品	エネルギー		
	2010~2019年	2022年3月~2022年9月			2022年初来~9月末 (+上昇/-下落)	
(単位)	年平均上昇率(%)	前年同期比(%)			変化率(%)	
タイ	1.4	6.7	0.6	7.0	26.7	-13.9
フィリピン	2.9	5.7	4.5	5.7	17.3	-15.2
インドネシア	4.7	4.2	2.8	7.2	4.3	-6.8
マレーシア	2.2	3.5	1.6	5.7	8.9	-11.3
ベトナム	5.6	3.0	2.2	2.2	2.2	-4.4

(注1)「赤」のセルが10%以上の変化率、「黄色」のセルが5%以上10%未満の変化率、無地が5%未満の変化率。

(注2) コアCPIは、食品とエネルギーを除いたもの。

(出所) 各国統計、The Wall Street Journal/Haver Analyticsより大和総研作成

図表6 ASEAN5の財政収支(年)



(注) 2022年は予測値。

(出所) IMF “World Economic Outlook Database, October 2022”より大和総研作成

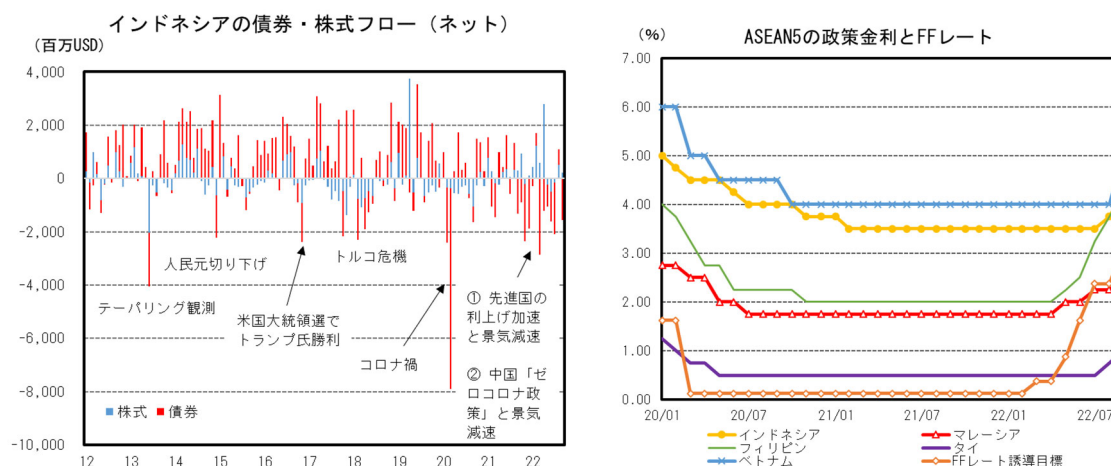
### ③ 「海外マネーの逃避」という構図は変わらず

次に、資本フローが為替レートに与えている影響について見ていきたい。過去10年間を振り返ると、市場でリスク回避の機運が高まるたびにインドネシアからは債券投資が引き揚げられ、それがルピア安につながる傾向が見られた。2021年半ば頃からも債券投資の流出が目立ち、その規模と期間は、過去のリスクオフ時と比較しても大きくかつ長期にわたっている(図表7左)。2022年1-9月期の債券投資は累計で87億ドルの流出超となり、新型コロナウイルス感染第1波の影響を受けた2020年同期(64億ドルの流出超)を上回った。

この背景には内外金利差の縮小と、海外投資家の現地通貨建て債券保有比率の高さという構造的な問題がある。まず、内外金利差の影響を見ていきたい。インドネシア中銀は2022年8月

に利上げを開始したが、そのタイミングは米国はもとより、他の ASEAN 諸国と比べても遅く、利上げ幅も 9 月までの 2 カ月間累計で 0.75%pt と小さい (図表 7 右)。CPI 上昇率を差し引いた実質金利はマイナス圏にあることから、足元の利上げ余地も十分に残されている。インドネシア中銀が、利上げに消極的である背景には、燃料補助金の拠出で CPI の上昇を抑制することができたことと、コロナ禍から回復し始めた内需を冷やしたくないという意図がある。金融引き締めに出遅れたことで、内外金利差が縮小し、資金の米国へのシフトを促す結果となった。

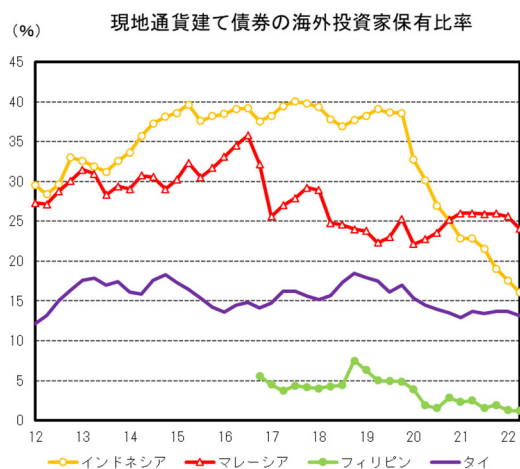
図表 7 インドネシアの債券・株式フロー（ネット）、ASEAN5 の政策金利と FF レート



(出所) IIF/Haver Analytics、各国中銀より大和総研作成

現地通貨建て債券の保有者構造にも原因がある。2019 年末時点で、インドネシアの現地通貨建て債券の最も高い割合を占めていたのは海外投資家で、その水準は約 40% と他の ASEAN5 (データが確認できないベトナムを除く) を大きく上回っていた (図表 8)。海外投資家の保有比率が高いほど、リスクオフ時には海外マネーの逃避による影響が大きくなる。2020 年以降、海外投資家の保有比率が低下しているのは、コロナ禍で中銀による国債引き受けが実施されたことに加え、海外投資家が債券を売り越したことが影響している。

図表8 ASEAN4 カ国の現地通貨建て債券の海外投資家保有比率



このようにここ10年間、リスク回避局面で債券投資が引き揚げられやすいという、インドネシアの構造的な脆弱性に大きな変化はなかったことが分かる。むしろ2022年は、インドネシアの利上げのタイミングが遅れたことで、引き揚げの規模と期間はこれまで以上に大きく、長くなった。この点は、ルピアの対ドルレート的主要な下落要因となったとみられる。

## EV産業の発展が、「フラジャイル」からの脱却の起爆剤となるか

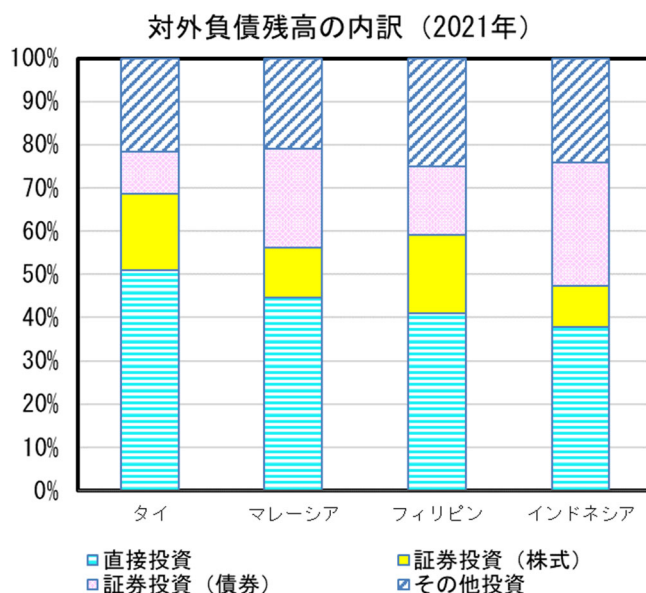
かつて「フラジャイル」と呼ばれたインドネシアは、「脱炭素化」とウクライナ危機に伴う世界的な資源需要の増加で変貌しつつある。最大の変化は、経常赤字体質からの脱却と、インフレ圧力を抑え込む財政余地の拡大である。これが、2021年後半以降のルピアの対ドルレート下落率が、相対的に小幅だった原因である可能性が高い。ただし、これが今後も保証されるとは断言しにくい。先進国や中国の景気減速が鮮明となる中、資源価格の上昇に依存することが困難となっているためである。さらに、インドネシアの輸出のドライバーとなった石炭輸出も、「脱炭素化」の流れの中で中長期的には減少する見通しである。

IMFは2022年10月に改訂した世界経済見通しの中で、インドネシアの経常収支が2024年以降、再び赤字に転じると予測している。成長過程でインフラ投資を多く必要とする新興国にとって、経常赤字は珍しいことではない。問題はそれをどのようにファイナンスするのかである。図表9は、ASEAN4カ国（ベトナムを除く）の対外負債残高における、直接投資、証券投資（債券・株式）、その他投資の割合を表している。資本フローの中でも一般的に、証券投資（債券・株式）やその他投資はボラティリティーが高く、リスク回避時に流出しやすい。それに対し、より安定的なフローであるのが直接投資である。インドネシアは、他のASEAN諸国と比較して、直接投資の割合が低く、債券投資の割合が高い。同国の債券投資は前述の通り、海外マネーの流出による影響を受けやすい。インドネシアが「資源依存型経済」として再び「フラジャイル」と呼



ばれるリスクを避けるためには、安定的な資本である直接投資をいかに引き付けられるかが重要となろう。

図表 9 ASEAN4 各国の対外負債残高の内訳（2021 年）



（注）ベトナムのデータは取得できなかった。

（出所）各国統計より大和総研作成

近年、インドネシア政府が直接投資増加の起爆剤としているのが、ニッケル資源の強みを活かした EV 生産拠点としての産業高度化である。政府は 2018 年に打ち出した「自動車産業ロードマップ」の中で、2035 年に国内の自動車生産台数を 400 万台（2018 年は 115 万台）にまで引き上げ、その内 30% を低炭素排出車<sup>5</sup>とする目標を立てた。低炭素排出車の中でも、まずはバッテリー式電気自動車（BEV）に関して、部品調達から完成車の生産までの多くの工程をインドネシア国内で行えるよう、政府は税優遇措置を講じるなどして力を注いでいる。2022 年から EV の国内生産を本格化させ、2035 年までには軌道に乗せるという約 10 年にわたる計画である。

その初年に当たる 2022 年、先陣を切ったのが韓国企業である。2022 年に、現代自動車はインドネシア国内で初めて EV の量産を開始したほか、EV 電池工場の設立も表明した。これに続き、中国の上汽通用五菱も小型 EV の生産をインドネシア国内で開始した。インドネシアでは、日系ブランド（ガソリン車が中心）が、国内自動車販売台数の 90% 以上（2021 年、インドネシア自動車製造業者協会）を占めている。EV を投入することで、日系で占められている市場に参入することが、韓国・中国企業の目的である。また、これらの韓国・中国企業は、インドネシア国内市場だけでなく、東南アジアの EV 需要も視野に入れ、ゆくゆくは同国を東南アジア地域の EV 生

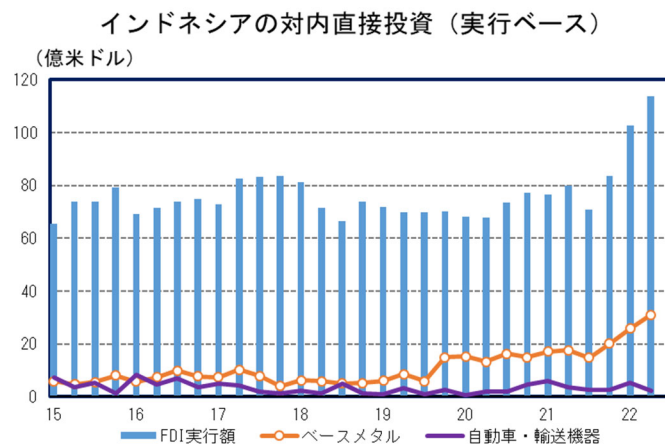
<sup>5</sup> ハイブリッド車（HEV）、外部からの充電が可能なハイブリッド車である、プラグインハイブリッド車（PHEV）、バッテリー式 EV（BEV）、水素を使用する燃料電池車（FCEV）が該当する。インドネシア政府は、カーボンニュートラルに向けた EV のフルラインナップと呼ばれる、上記 4 種類の EV を国内で生産する計画。

産輸出拠点とする計画も示唆している。

インドネシアへの直接投資（FDI）額（実行ベース）を見ると、2022年に大きく増加した（図表10）。特に増加したのは、ニッケル加工等の「ベースメタル」産業である。今後10年間、EV事業に関連した「自動車・輸送機器」産業への投資が進めば、インドネシアへの対内直接投資はさらに増加ペースを上げる見通しである。

ニッケル資源を活かしたEV産業の発展は、資源価格の変動に左右されにくいことから、「資源依存型経済」からの脱却手段として有望だろう。安定的な直接投資が今後も見込まれれば、経常収支が赤字に転換しようとも、それがきっかけとなって為替レートが急落するというリスクは低減できる。そういった意味で、今後の同国におけるEV産業の動向は、インドネシアが本格的に「フラジャイル」から脱却できるかどうかの鍵を握っているといえる。

図表10 インドネシアの対内直接投資（実行ベース）



（出所）インドネシア投資調整庁より大和総研作成