

# インドネシアの金融&経済情勢 アップデート Vol.5

2011年4月

りそなプルダニア銀行

---

# インドネシアのマクロ指標推移

## - 経済成長は2011年も持続可能なペースで継続

	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年末 見通し
実質GDP成長率(前年比)	5.5%	6.4%	6.0%	4.6%	6.1%	<b>6.0-6.5%</b>
うち民間消費部門(同)	3.2%	5.0%	5.3%	4.9%	4.6%	<b>4.5-5.0%</b>
うち政府消費部門(同)	9.6%	3.9%	10.4%	15.7%	0.3%	<b>2.5-3.0%</b>
うち投資部門(同)	2.6%	9.3%	11.9%	3.3%	8.5%	<b>9.0-11.0%</b>
インフレ率(年率)	6.60%	6.59%	11.90%	2.78%	6.92%	<b>7.50%</b>
政策金利(年末時点)	9.75%	8.00%	9.25%	6.50%	6.50%	<b>7.75%</b>
貿易収支(10億米ドル)	29.7	32.8	22.9	19.7	22.1	<b>30.0-40.0</b>
外貨準備高(10億米ドル)	42.59	56.92	51.64	66.10	96.21	<b>125.0-135.0</b>
財政赤字(対名目GDP比)	-0.5%	-1.2%	-0.1%	-1.6%	-0.6%	<b>-1.5%</b>
USD/IDR(年末時点)	9,003	9,395	10,900	9,395	9,010	<b>8,500</b>
JPY/IDR(年末時点)	75.63	82.99	120.65	102.19	110.75	<b>94.44</b>

# インドネシア 金融経済状況の鳥瞰図

- 当面の成長ストーリーは一見『磐石』も、リスクも散見される...

## 政局の安定

- ユドヨノ大統領の第二期政権発足(～2014年)
  - 公約は「社会インフラ拡充」、「汚職撲滅」等
  - “Indonesia Bisa (インドネシアはできる)”
  - 底堅い民間支持率:66%
  - 支持基盤の民主党は第一党確保(26.4%)
  - 連立与党(6党)の議会支配率は75.6%

## 規律のある財政運営

- 政府債務比率(対GDP)は大きく改善
  - 01年:-77.0%、10年:-27.0%
- 財政赤字比率(対名目GDP)は-0.6%程度
  - 健全性高く、景気刺激策続行余力は十分

## 今後の成長を支える3本の柱

- 内需主導の経済成長モデル
  - 長期間にわたる『人口ボーナス』期
  - 民間消費割合(対GDP):56.7%
  - 輸出依存度:46.4%
- 社会インフラ整備
  - 生産性と流通効率性の向上
- 豊富な天然資源
  - 世界景気回復はインドネシアへ恩恵

## 海外投資家の注目

- 海外マネーの継続的な流入期待
- “チャインドネシア” by Goldman Sachs
  - 「インドネシアは中印と並ぶ有望市場」
- 「投資適格」への格上げを睨んだ青田買い

## 中央銀行による金融市場管理

- ルピア為替市場の積極的なコントロール
- 銀行業界の経営健全性維持
- 経済成長とインフレ抑制の同時達成

## 為替市場の安定

- 最近「秩序あるルピア高」を容認姿勢
- 中銀介入を通じたルピアのボラティリティ抑制
- 外貨準備高は漸増傾向(過去最高水準)
  - 01年:280億米ドル、10年:962億米ドル

## インドネシア

### ”Conviction Buy”

- 政治経済は安定推移
- 成長の伸びシロが豊富
- 高まる外国投資家の注目

## ソブリン格付は上昇の一途

- 「投資適格」級までもう一息

	2003	2010
- S&P	B	BB (ポジティブ)
- Moody's	B2	Ba1 (安定的)
- Fitch	B+	BB+(ポジティブ)

## リスク要因

- テロや貧困拡大による社会不安増大
- ユドヨノ政権の求心力低下、後継者問題
  - 連立与党内での保守派勢力の台頭
- ダウンサイド・リスクに極端に弱い金融市場
  - インフレ圧力の高まり
  - 「外的ショック」によるリスク許容度毀損
    - 中東情勢、欧州クレジット不安
    - 欧米・中国での金融引き締め懸念
  - 海外マネーの急激な流出に伴う市場混乱
- 金融・産業界での過剰規制(保護主義台頭)
  - 外国人投資家を制限する動き

業種別動向	金額(兆ルピア)		前年同期 比成長率	寄与度
	09年	10年		
農林水産	295.9	304.4	2.9%	0.4%
鉱業・採掘	180.2	186.4	3.5%	0.3%
製造業	569.8	595.3	4.5%	1.2%
電力・ガス・水道	17.1	18.1	5.3%	0.0%
建設業	140.3	150.1	7.0%	0.4%
商業・ホテル・レストラン	368.6	400.6	8.7%	1.5%
運輸・通信	191.6	217.4	13.5%	1.2%
金融・不動産	208.8	220.6	5.7%	0.5%
その他サービス	205.4	217.8	6.0%	0.6%
合計	2,177.7	2,310.7	6.1%	6.1%

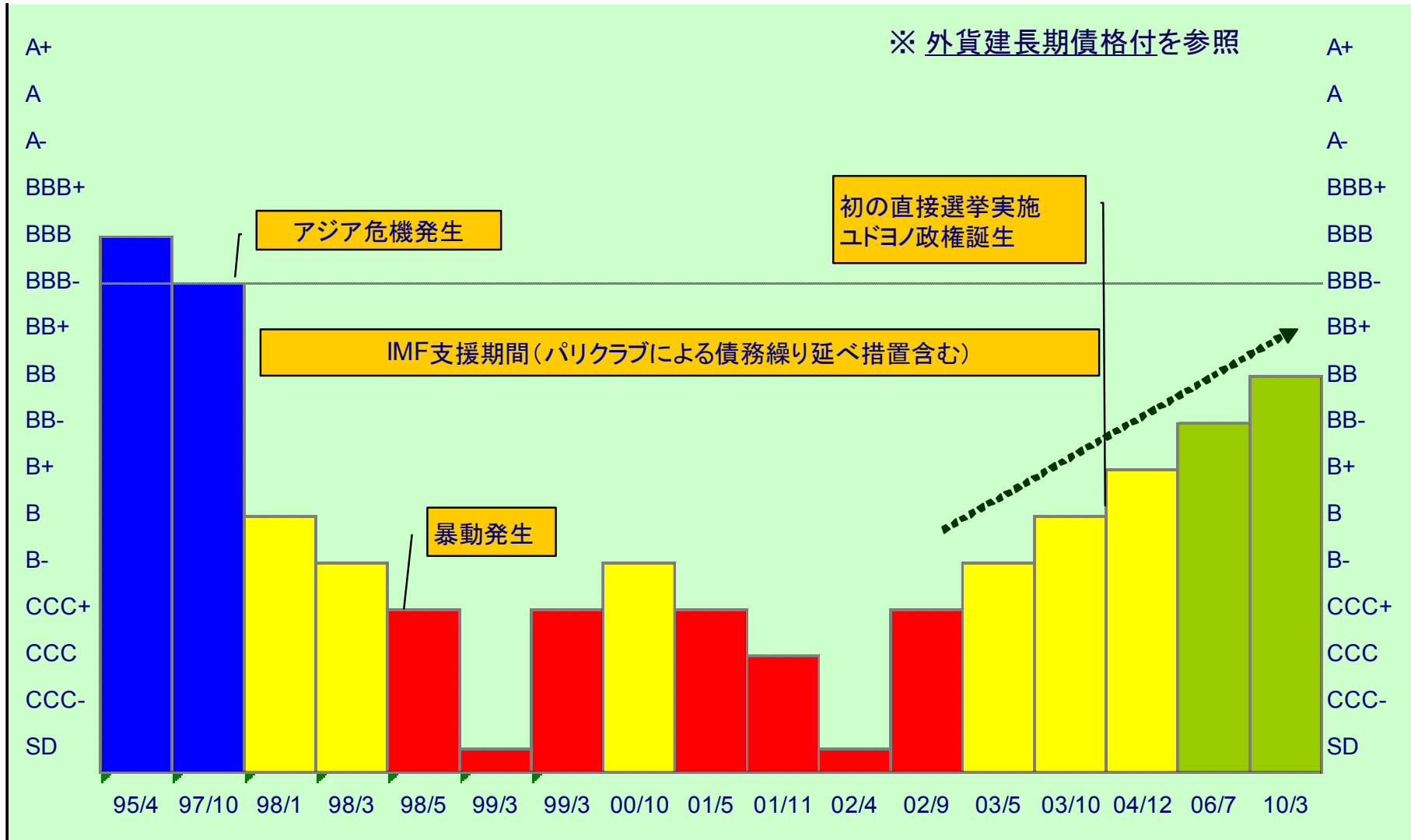
支出項目別動向	金額(兆ルピア)		前年同期 比成長率	寄与度
	09年	10年		
民間消費支出	1,249.0	1,306.8	4.6%	2.7%
政府消費支出	195.8	196.4	0.3%	0.0%
投資	510.1	553.4	8.5%	2.0%
在庫増加	-2.1	7.5	463.1%	0.4%
統計上の不突合	1.1	6.1	-	-
輸出	932.3	1,071.4	14.9%	6.4%
輸入	708.5	830.9	17.3%	5.6%
合計	2,177.7	2,310.7	6.1%	6.1%

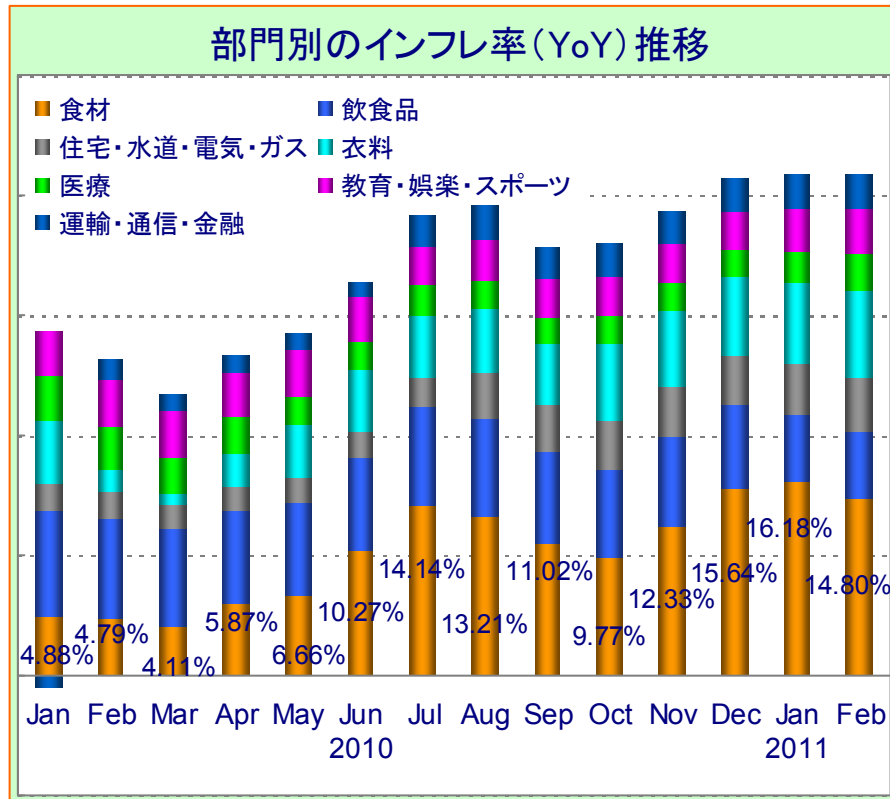
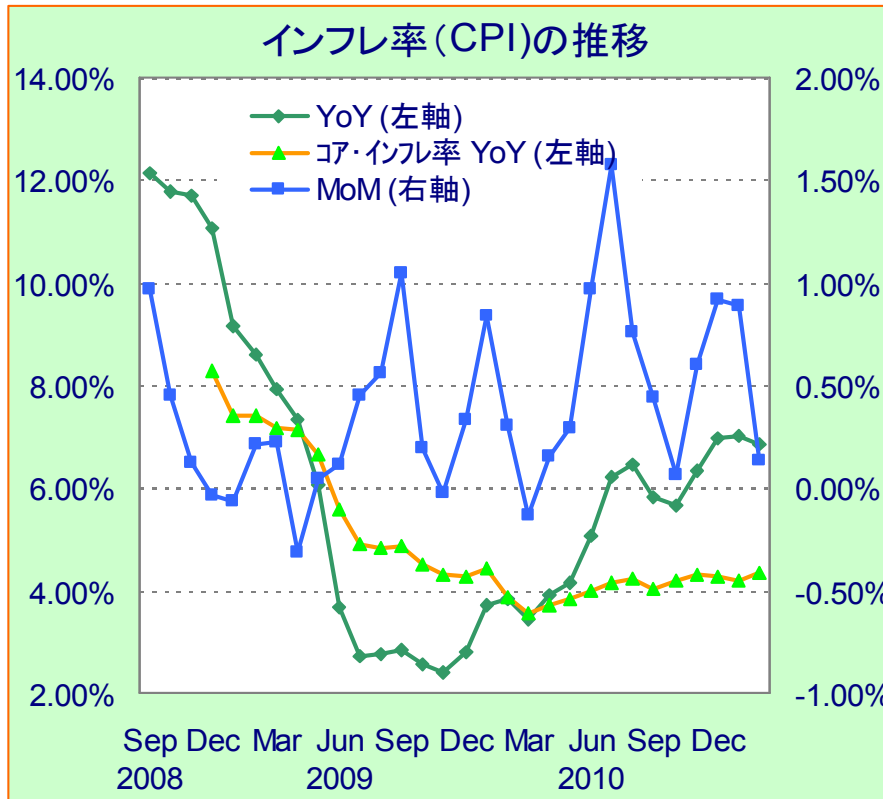
出所: 中央統計局

- 10年通年におけるGDP成長率は前年比+6.11%(10年4Q実績 : YoY+6.90%、QoQ-1.40%)。
  - ✓ 全9業種がプラス成長を記録し、中でも「運輸・通信」や「商業・ホテル・レストラン」等が高い成長を見せた。
  - ✓ 支出項目別では世界経済回復に伴う「投資」「輸出入」の大幅な増加が目立つほか、「民間消費」も底堅く推移中。
- 政府の11年経済成長率目標は+6.4%、中銀の経済成長率見通しは+6.0-6.5%...

# ソブリン格付(S&P社)の推移

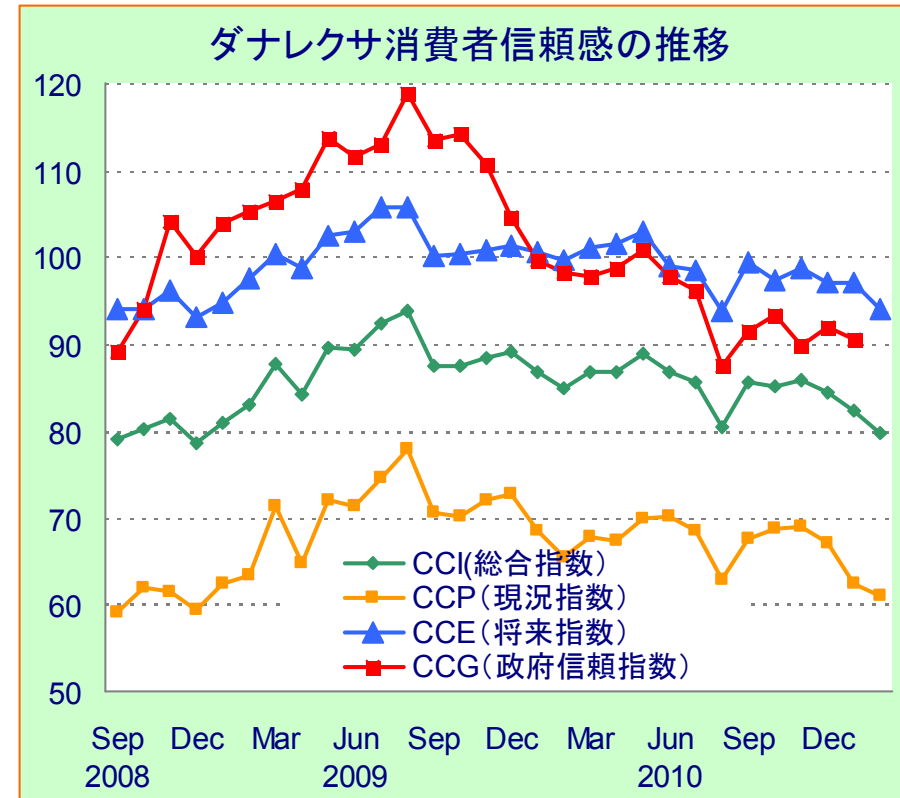
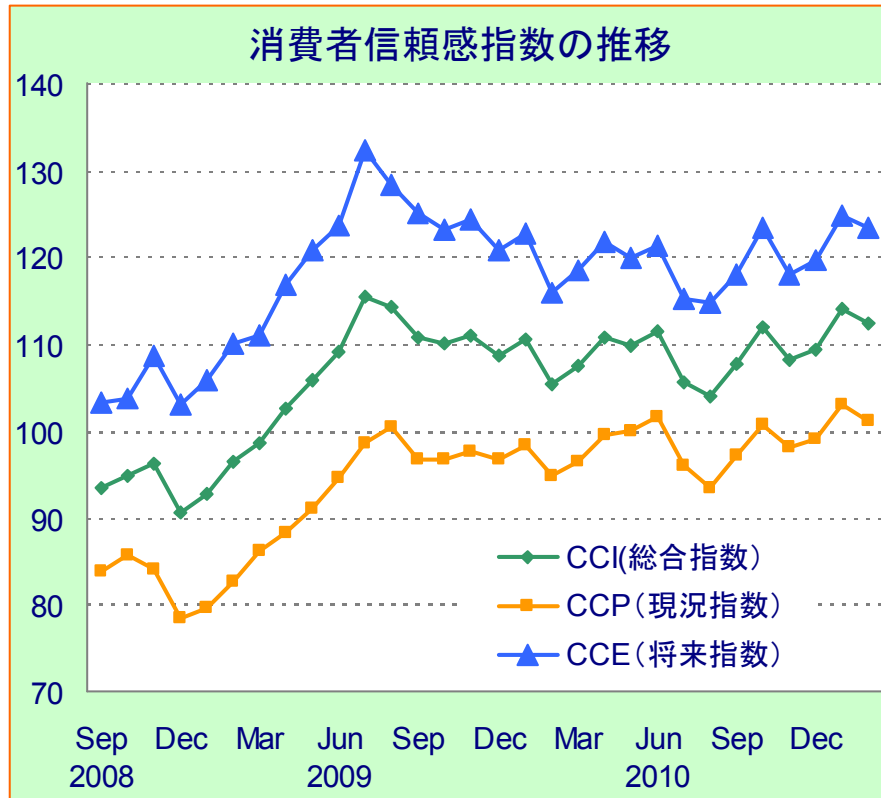
- 『投資適格』級まであと2ノッチ...所要期間は1-2年か





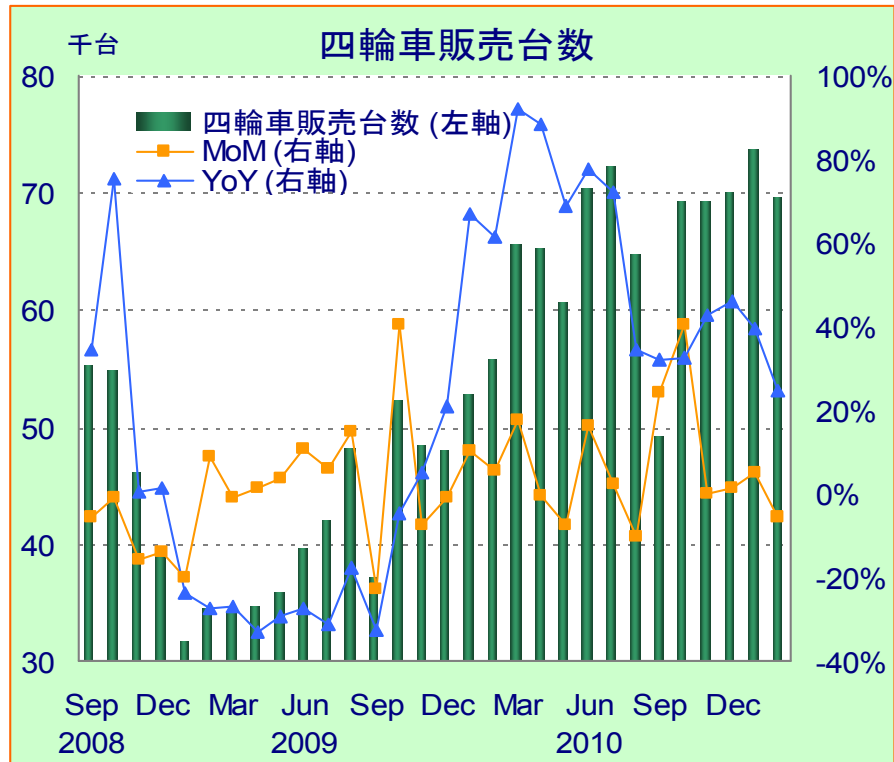
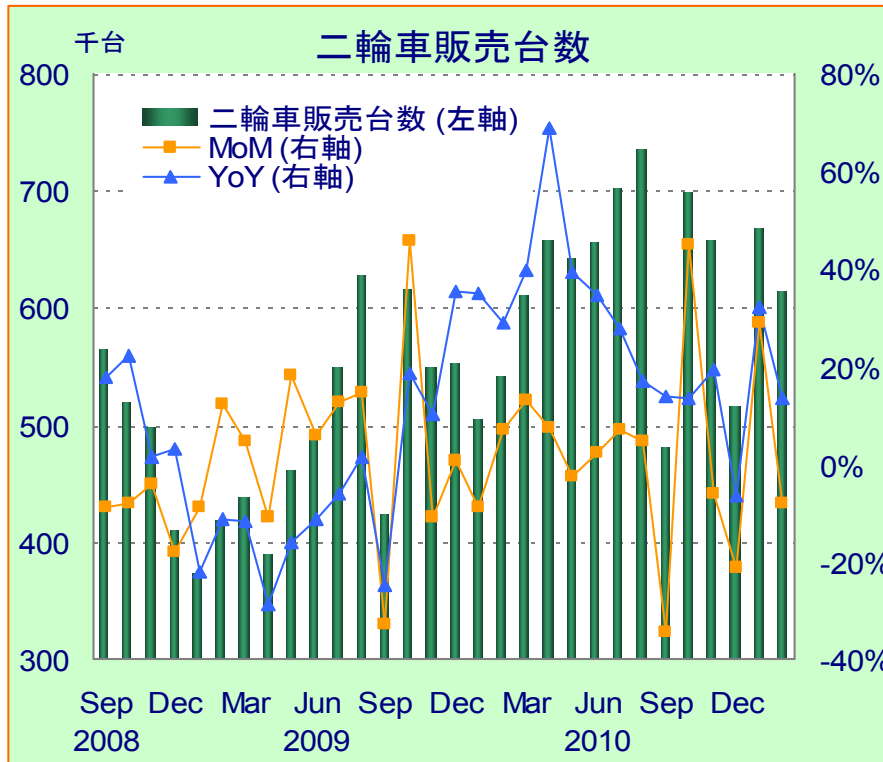
出所: 中央銀行、Bloomberg

- 10年2月のインフレ率(YoY)は+6.84%、中銀のインフレ率目標: +5%±1%を上回る水準。
  - ✓ 部門別のインフレ率推移で見る限り、アジア諸国で見られるような「食材」価格高騰がインフレ高進の主要因。
  - ✓ 中銀声明「今後もインフレ上昇圧力は高まることが予想され、警戒が必要」
  - ✓ 同「当面のインフレ・リスクは①食品価格上昇、②世界的なエネルギー価格上昇、③政府統制価格の引き上げ等」
- インフレ圧力の高まりを受けてインドネシア中銀は11年2月に政策金利の引き上げ(+25bp)を開始。



出所: 中央銀行、Bloomberg

- 二つの「消費者信頼感指数」の内容はまちまち、またそのトレンドは正反対…。
  - ✓ 2月の消費者信頼感<sup>注</sup>は112.3(前月113.9)と依然楽観水準(分岐点:100)を上回る一方で、同月ダナレクサ消費者信頼感指数は79.8(前月82.3)と楽観水準(分岐点:100)を下回って推移。
- 両指数(消費マインド)が現状水準で推移する限りは民間消費に特段の波乱はなさそう。しかし、今後更にインフレ懸念が広がるようだと、民間消費動向にも応分の下方圧力が掛かる可能性がある。

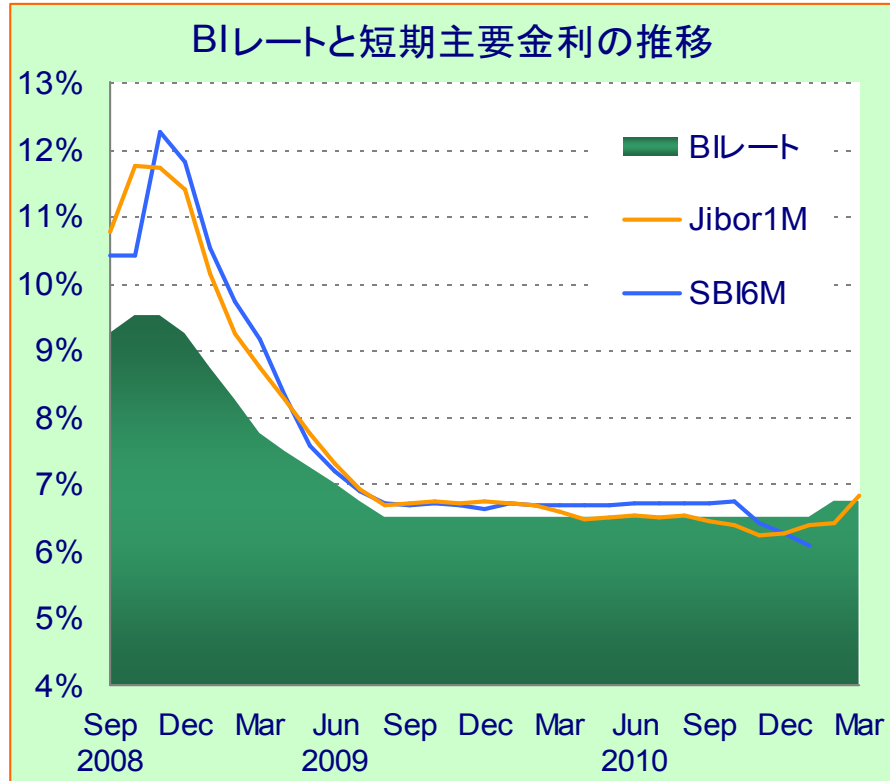
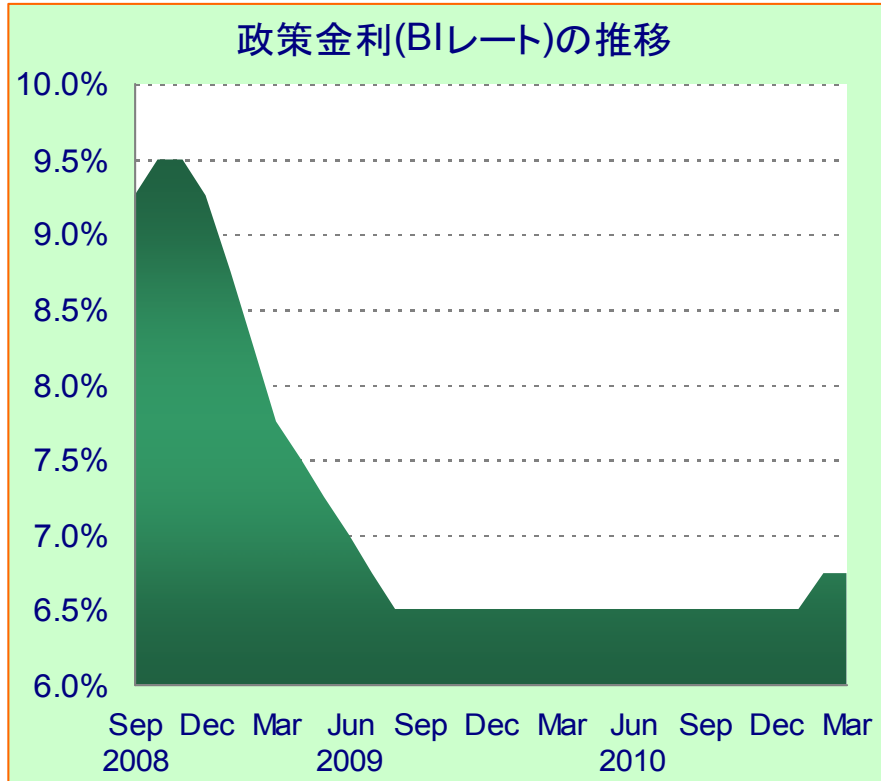


出所: Bloomberg、りそなプルダニア銀行

- 10年通年の二輪車ならびに四輪車販売動向は過去最高水準を更新。
  - ✓ 10年二輪車販売台数(国内&輸出)は7,398.6千台、前年比+25.7% (これまでの最高実績は08年:6,281.6千台)。
  - ✓ 同四輪車販売台数(出荷ベース)は764.7千台、前年比+57.3% (これまでの最高実績は08年:607.8千台)。
- 11年通年の二輪車販売台数見通しは8,200-8,300千台(10年比+11-12%)、四輪車販売台数は15年までに年間1,000千台に達することが見込まれている。

# 政策金利と主要短期金利の推移

- BIによる本格的な利上げ開始はまだ先となりそう...

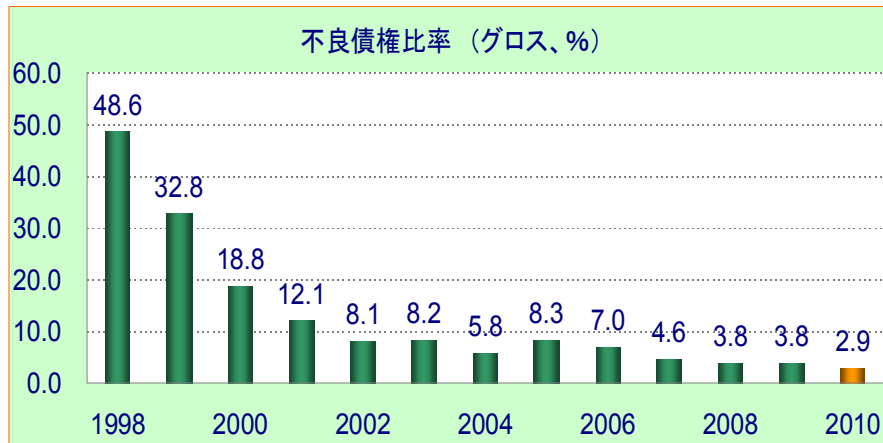
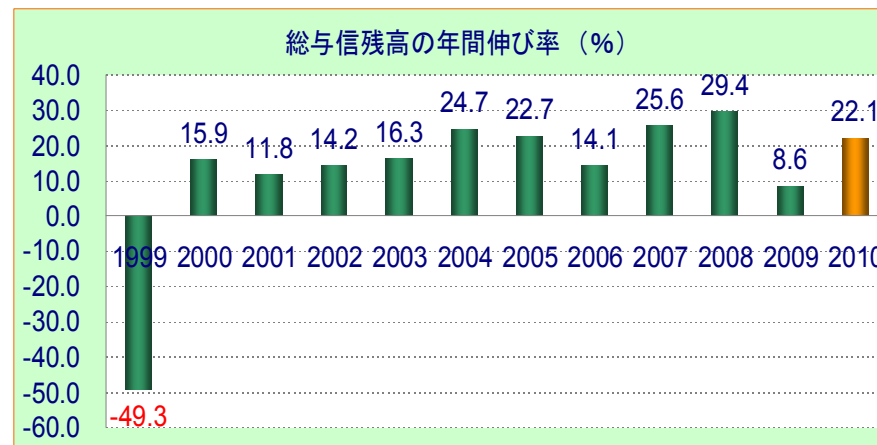
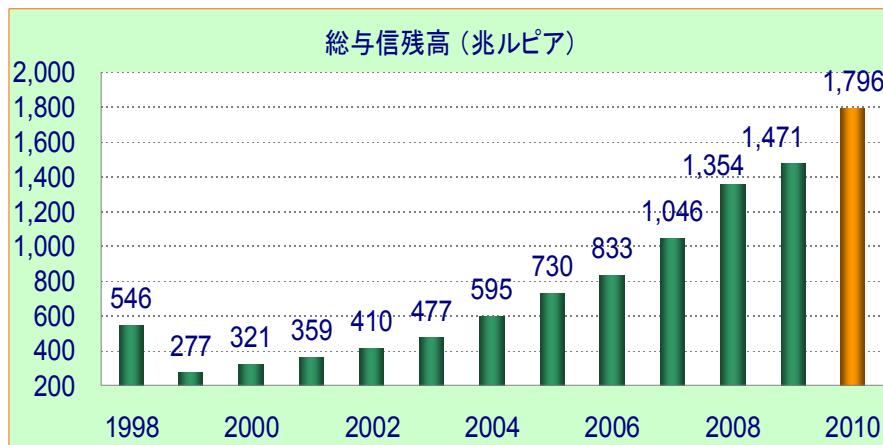


出所: 中央銀行、Bloomberg

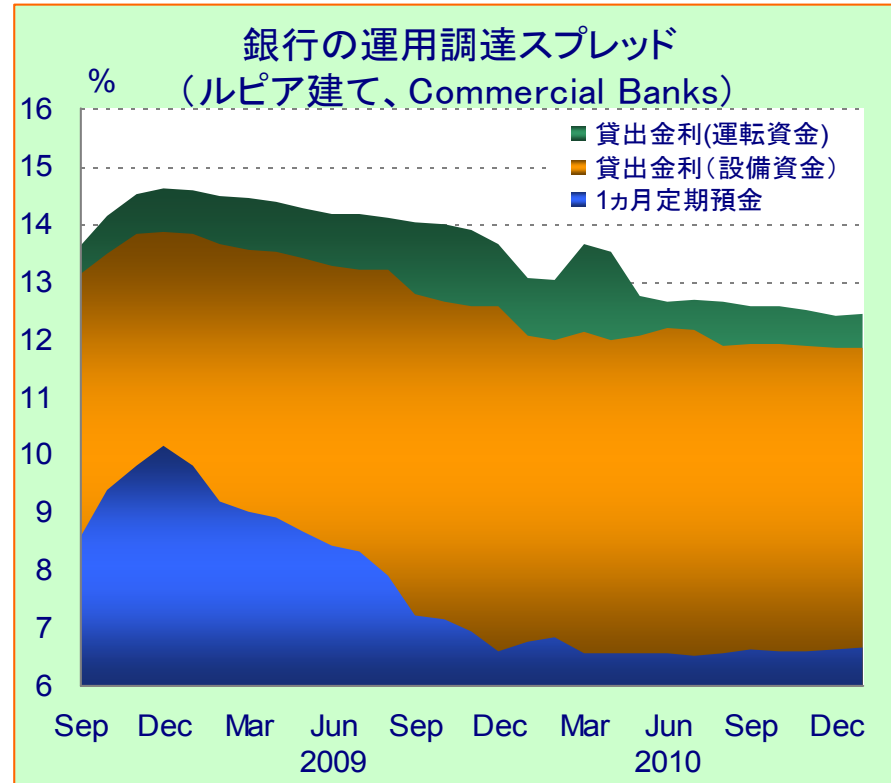
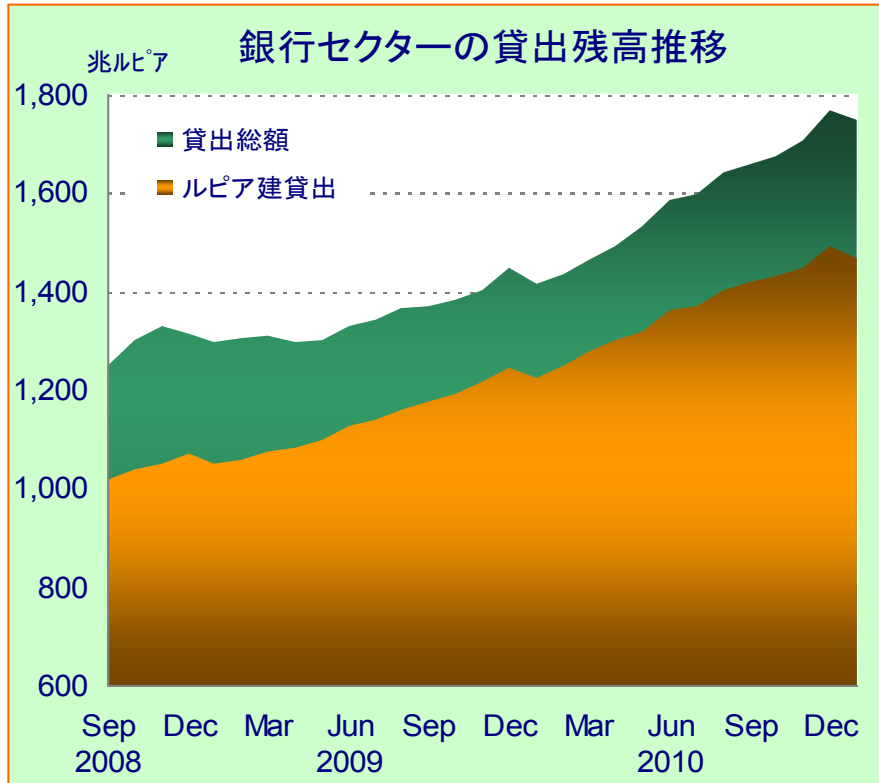
- 11年2月よりインドネシア中銀(BI: Bank Indonesia)は政策金利(BIレート)を6.75%に引き上げ。
  - ✓ それまで17ヵ月連続で政策金利を6.50%に据え置いてきたが、足元のインフレ対応ならびにインフレ懸念によるイ国金融市場の混乱を受けて25bpの利上げを実施せざるを得なかった。
- それでもBIの金融政策トーンは未だHawkish(タカ派)一色ではなく、今後はインフレやイ国金融市場の動向(特に外国人投資家の信頼感)を見ながら金融政策決定を行いそうだ(≒ 利上げ後、一旦様子見も…)

# 銀行セクターの成長推移

## - 足元健全な成長トレンドが持続

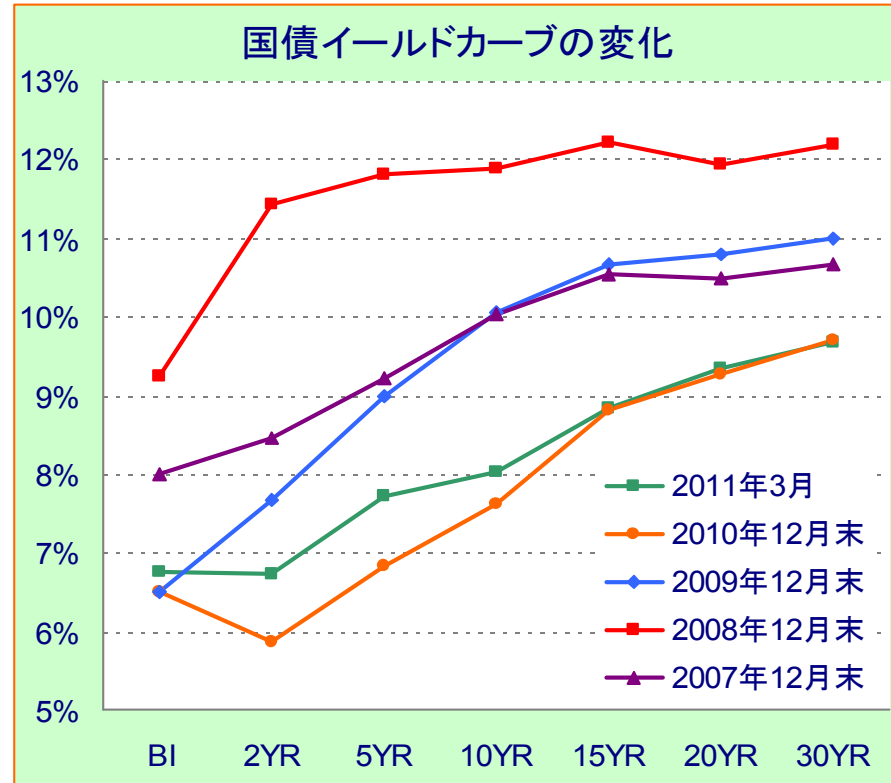
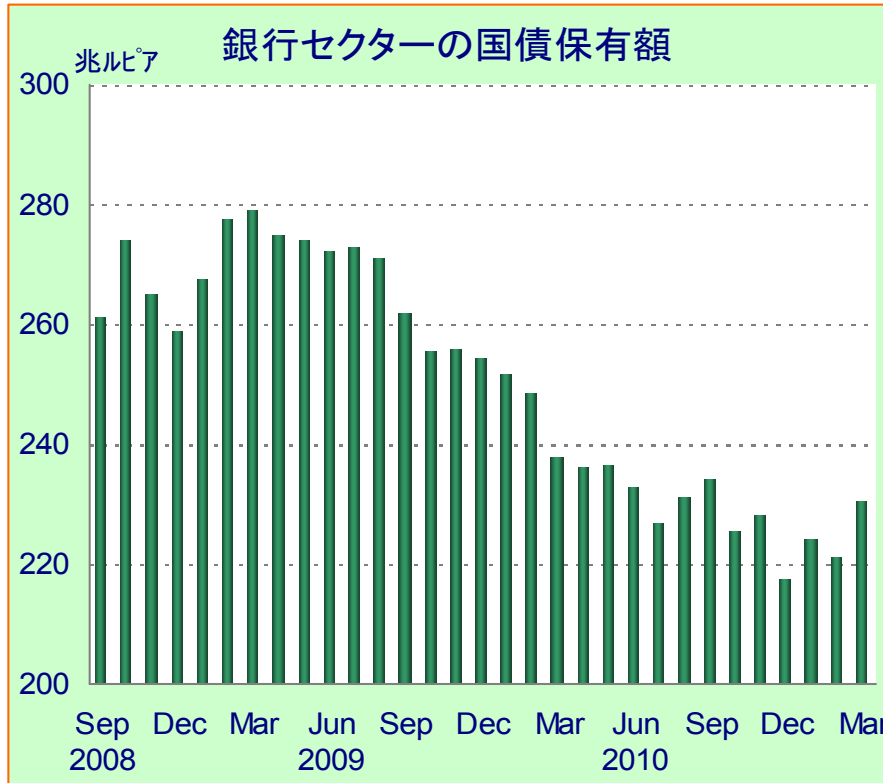


- 銀行セクターは健全性を維持しており、実体経済の成長トレンドを支える体力は充分。
- BIIは09年央より市中銀行の貸出資産増加、及びインターバンク市場活性化のための諸施策を手掛けている。
  - ✓ 銀行預金の上限金利指導、SBI発行(金融調整オペ)頻度減少、翌日物中銀預金(FASBI)の金利引下げ等...



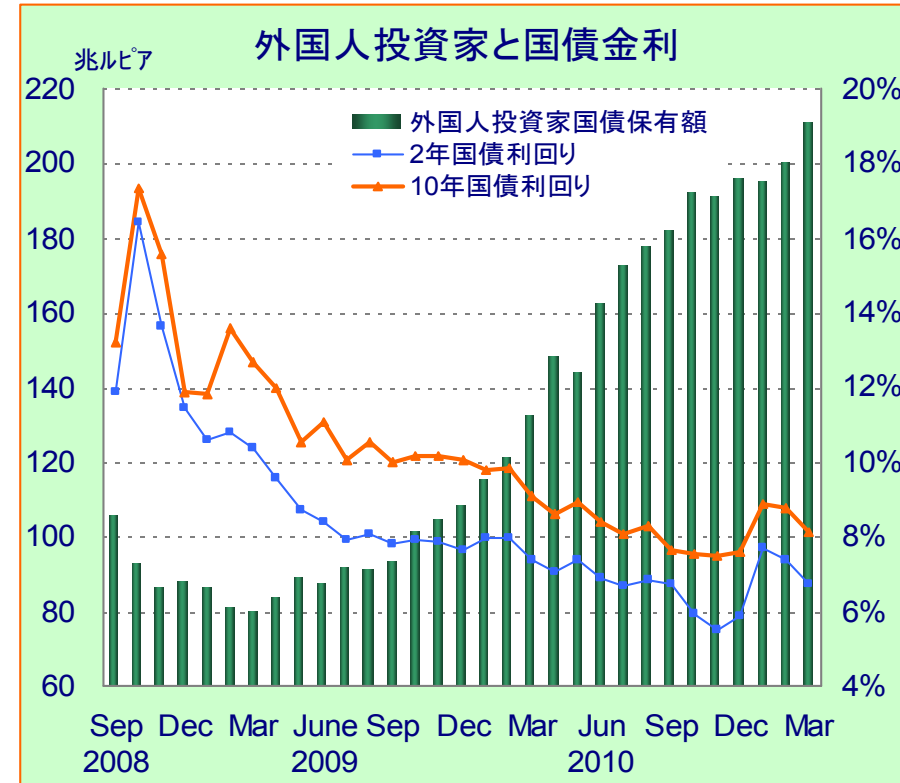
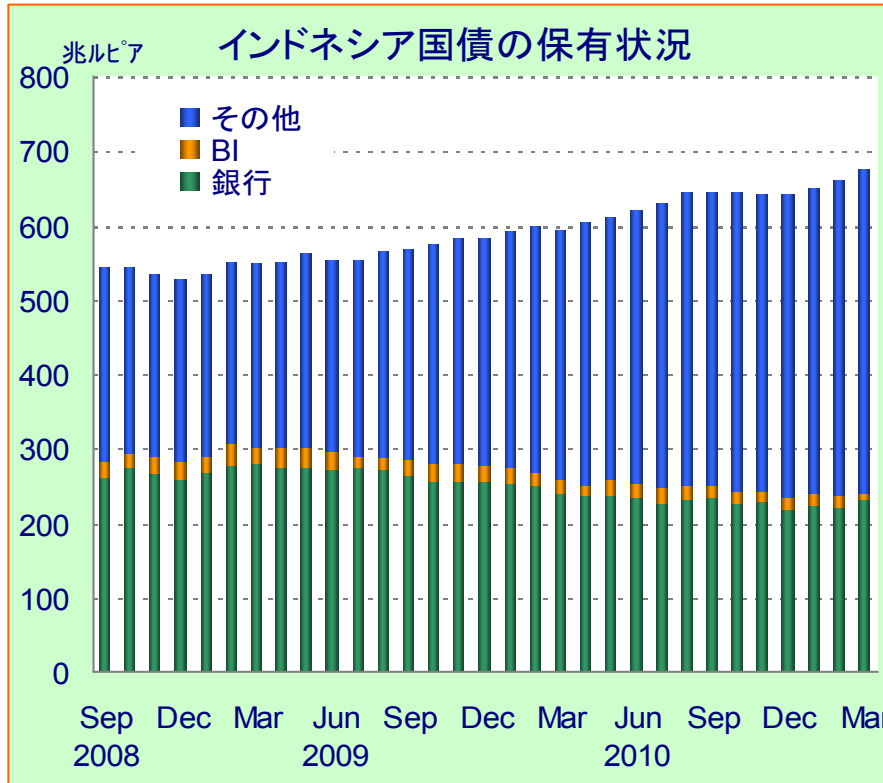
出所: 中央銀行

- 銀行セクターの貸出は依然堅調トレンドを維持。11年も前年比+20%超の貸出残高増加が見込まれる。
- BIは銀行業界に諸処の指導・規制を導入し、市中全体の銀行貸出増加&貸出金利低下等を画策中。
  - ✓ 定期預金に関する上限金利の設定、預貸率に連動する預金準備率制度の導入、各銀行に対して最優遇貸出金利(プライムレート)の公表・報告を義務付けなどにより、銀行業界全体におけるボリューム面ならびに金利面の競争を促している。



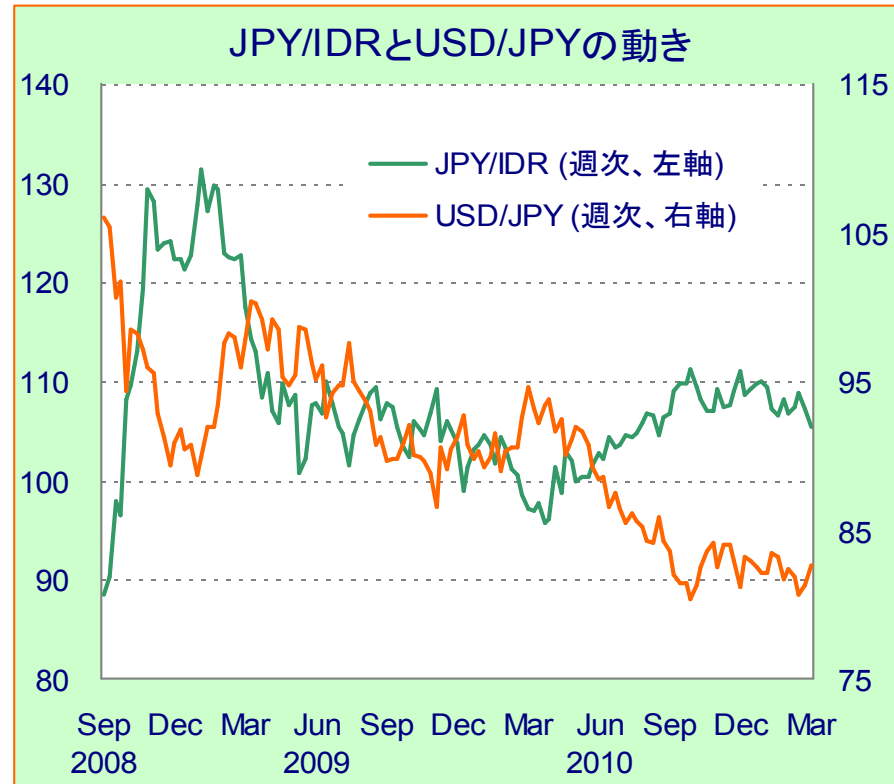
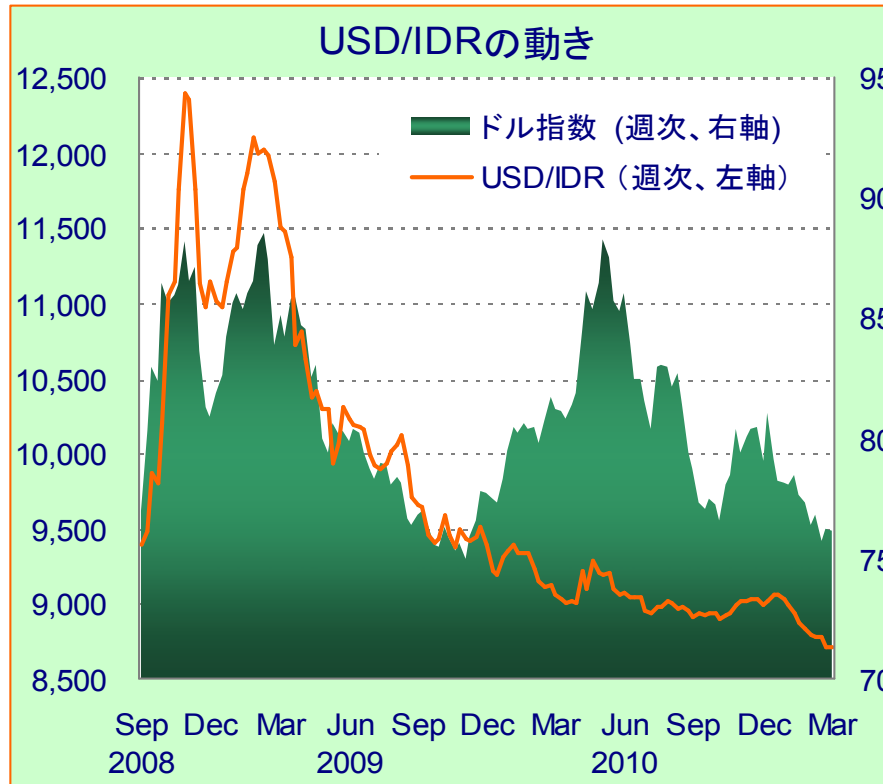
出所: 中央銀行、Bloomberg

- 金融危機後のイ国金融市場の安定 & 正常化トレンドと併せて、銀行セクターの国債保有額は漸減傾向。
  - ✓ 見合いのマネーが貸出ならびにインターバンク市場へシフトしており、实体经济とイ国金融市場の活性化に寄与。
- 最近のインフレ懸念や政策金利引き上げを受けて、国債イールドカーブのベア・フラット化が顕著。
  - ✓ 依然中長期国債の利回りは歴史的にみて「低水準」であり、投資セクターの意欲・信頼感向上に貢献するだろう。



出所: Bloomberg

- イ国国債市場は特段の需給懸念もなく安定的に推移中。
- 依然“外国人投資家”をはじめとする「その他」セクターの国債保有残高シェアは増加傾向。
- 海外マネー資金流入がイ国国債市場の安定推移に寄与していることは間違いないが、今後金融市場に何かしらのショックが発生した場合にはその資金逃避がイ国債/金利市場の大きな波乱要因となり得る。

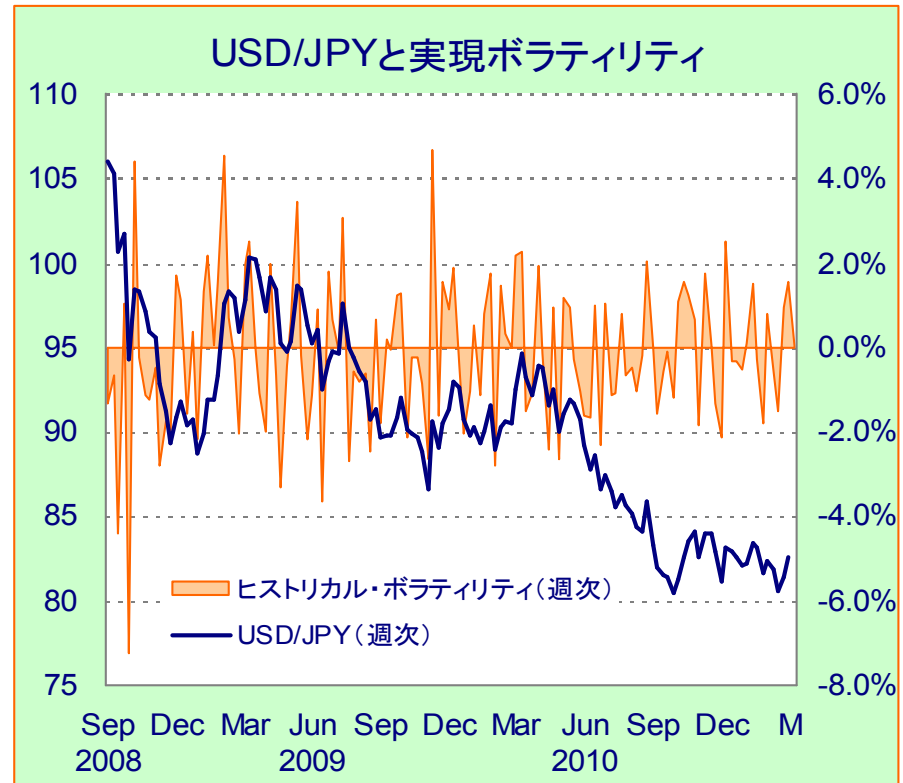
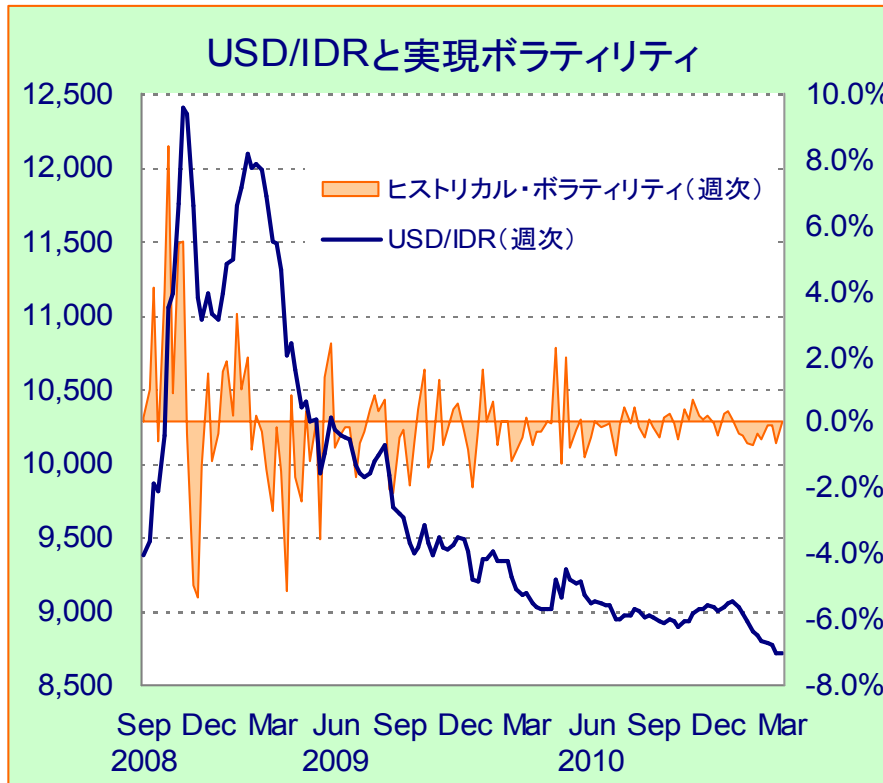


出所: Bloomberg、リそなプルダニア銀行

- ルピアの堅調トレンドが顕著になる中、BIも適度(≠急激ではない)なルピア高には容認姿勢を貫いている。
  - イ国経済ファンダメンタルズに着目した海外マネーの流入に加え、世界的にドルが弱含んでいることがルピアをサポート。
  - BIによる為替操作(市場介入)もしばしば観測されるが、あくまでルピア高のスピード調整の範囲に留まっている模様。
- ドル円が80円水準から下げ渋る中、円に対してもルピア高基調が鮮明になり始めている。

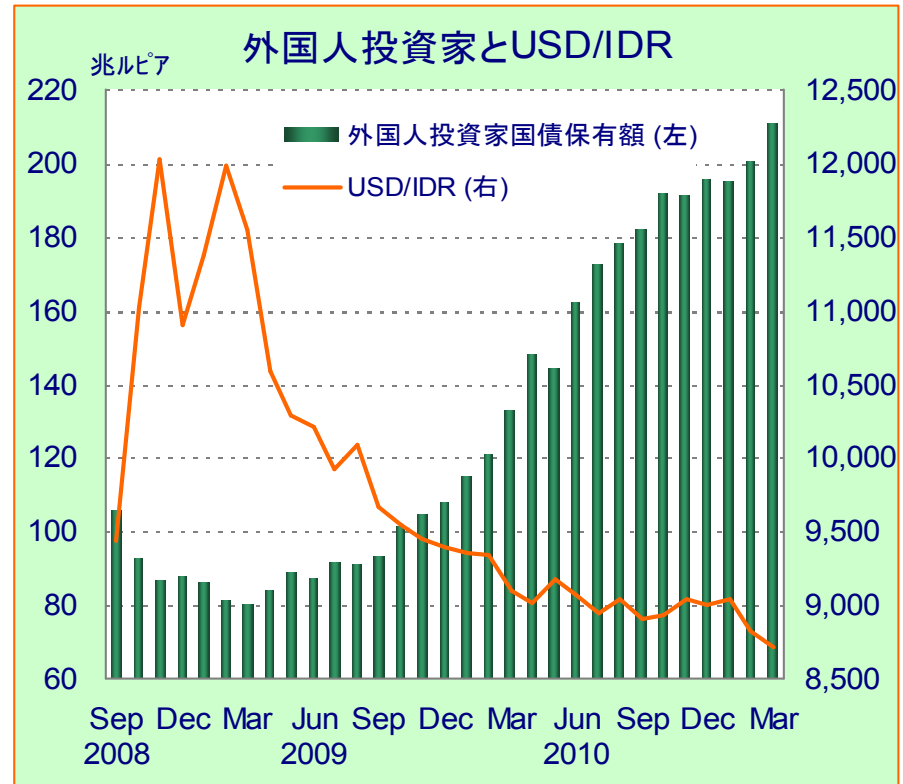
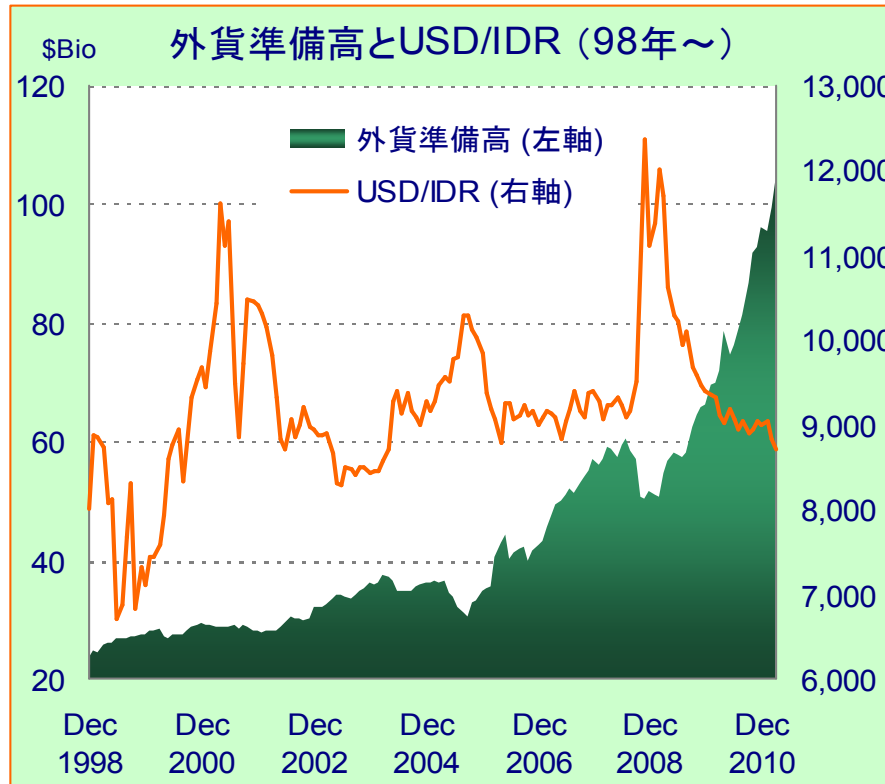
# ヒストリカル・ボラティリティの推移

## - ルピアのボラティリティは低下、安定推移のサイン...??



出所: Bloomberg

- ルピアのヒストリカル・ボラティリティは低下基調。
  - ✓ ボラティリティの低下はBIが相場コントロールに成功していると思倣すことができ、つてはルピアの安定/堅調推移継続のサインと読むべきか。
  - ✓ ボラティリティ・レスが一定期間続いた後の「ブラック・スワン（ボラティリティ急騰⇨ルピア相場の急落）」発現に要注意。
- 円のヒストリカル・ボラティリティには特段のトレンド観られず、現状程度の値幅/値動きが継続しそうだ。

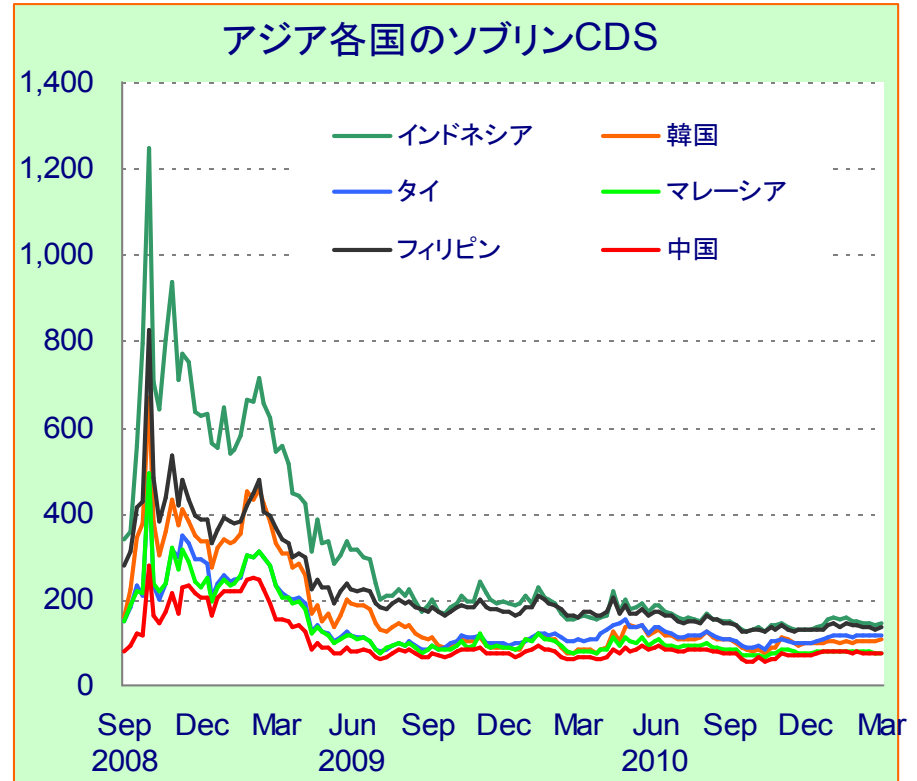
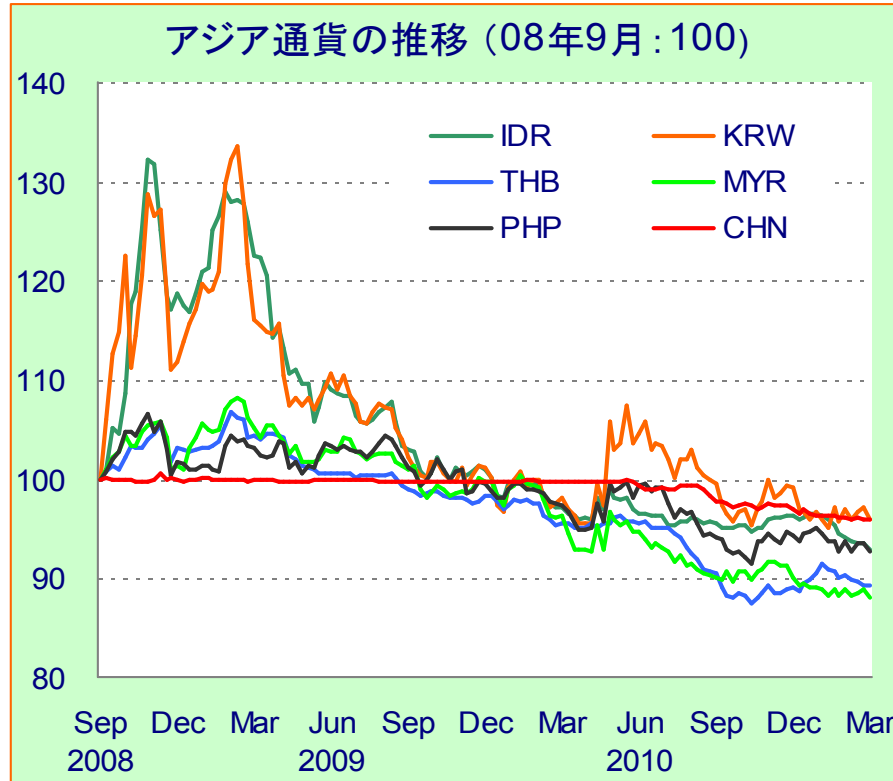


出所: 中央銀行、Bloomberg

- 11年3月25日時点の外貨準備高はUS1,033.0億ドルに至り、順調な積み上がりトレンドを形成中。
  - ✓ 一般に新興国における外貨準備高増加はその通貨(イ国ではルピア)に対する信頼感向上に寄与。
- 外国人投資家の国債保有残高(ならびに株式市場での売買動向)とルピア相場には高い相関が見られる。
  - ✓ ルピア相場の方向性を見極めるには外国人投資家動向(国債&株式市場)の捕捉が必須...

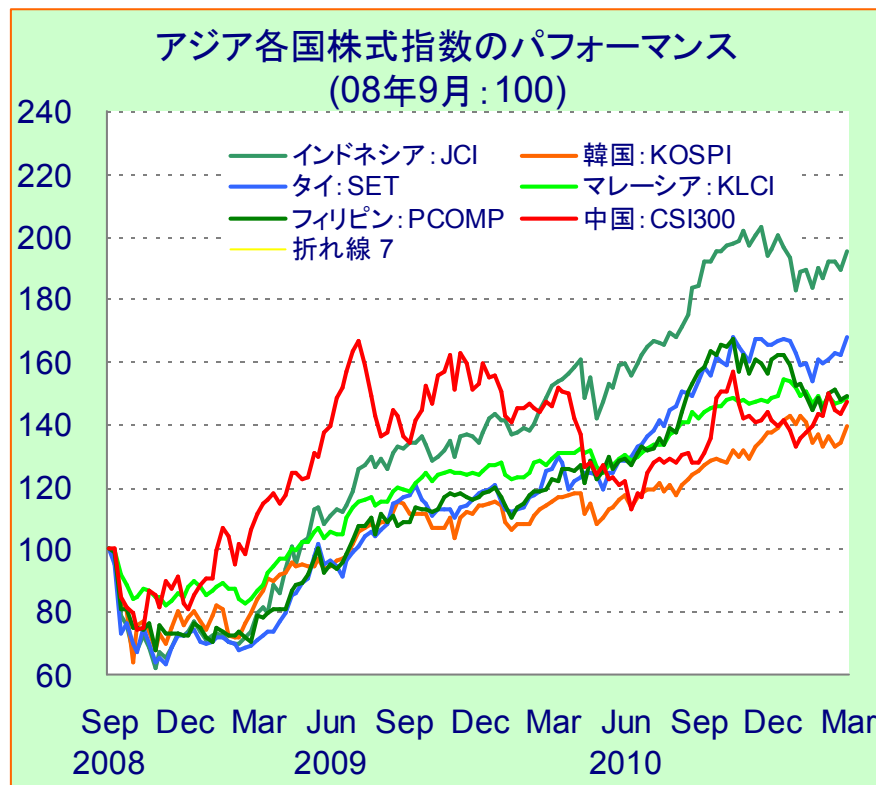
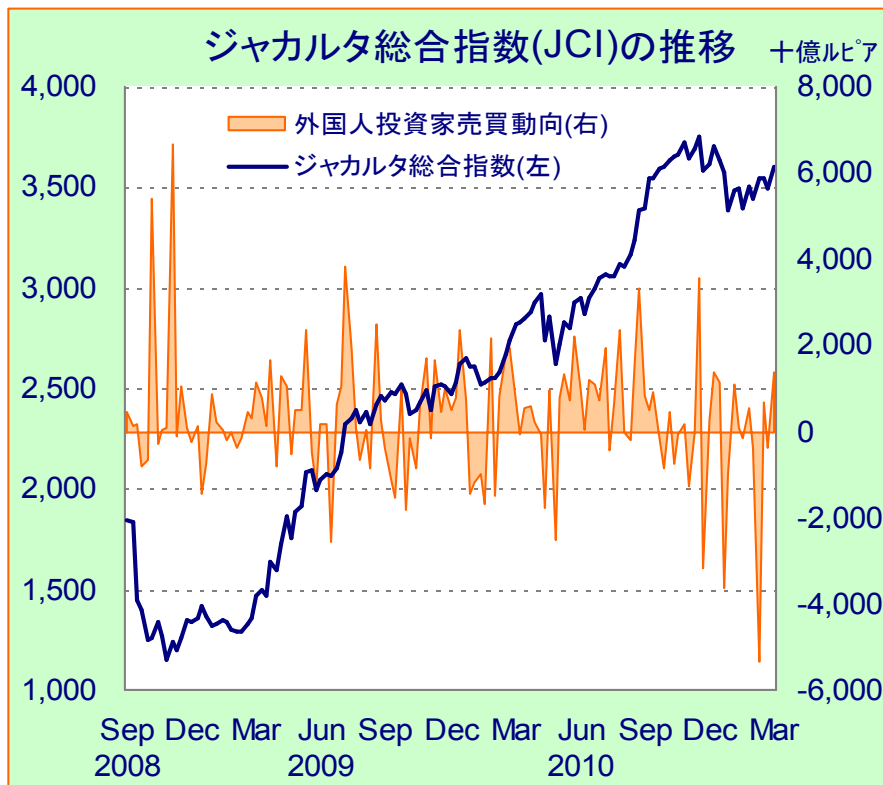
# ルピアとアジア他通貨との比較

- アジア通貨は総じて堅調推移中、今後も底堅そう



出所: Bloomberg

- アジア通貨が堅調推移する中、各国通貨当局はボラティリティ抑制(スピード調整)の市場介入を適宜実施。
  - ✓ BIIによる為替操作はボラティリティ抑制もさることながら、他のアジア通貨動向を見定めながら行われる傾向にある...
  - ✓ ドル安/ルピア高基調の中も、BIIはルピアがアジア他通貨に強含まない程度であればルピア高を容認しそうだ...
- 海外投資家のアジア(新興国)投資熱が高まりに伴い、アジア各国ソブリンCDSの低下傾向が顕著。



出所: Bloomberg

- 10年通年のジャカルタ総合指数(JCI)のパフォーマンスはYTD: +46.13%。
  - ✓ ASEAN域内のベストパフォーマー、アジア域内でもスリランカ株式指数(YTD: +93.01%)に次ぐ上昇率だった。
- 11年のパフォーマンスは3月末時点でYTD: -0.67%。
  - ✓ 先進国ならびに他のASEAN諸国における株式市場のパフォーマンスに比して低調な水準。前年における急伸の反動が出ているほか、国内要因(インフレ懸念ならびに追加利上げ懸念等)が相場の重石になっている。

- 足元インドネシアの金融経済は安定 & 健全を維持しており、2011年以降も巡航速度での成長を見込む。
  - 内需主導による経済成長モデルに加え、投資や輸出といった『伸びしろ』も目下順調に推移中。
  - 11年の経済成長率目標(政府目標:6.4%)の達成は充分可能で、更なる上ブレもあり得る。
- 一方、欧州クレジット不安再燃した場合や(中国をはじめとするアジア)新興国金融当局の利上げラッシュによって景気失速懸念が誘発された場合などでグローバル金融市場が混乱する局面があれば、インドネシアの金融経済も一時的に不安定(≒経済成長減速)になる可能性もある。
  - **インドネシアをはじめとする新興国資本市場はローカル&グローバルのダウンサイド・リスクに極端に弱い特性を有する。**

### ◆ インドネシア国外 (グローバル)

- 世界景気の動向
  - ✓ 先進国・新興国のデカップリング
    - ✓ 先進諸国における低成長継続
    - ✓ 新興諸国における高い成長力持続
- 国際金融マーケットの安定化
  - ✓ 海外投資家によるアジア投資増加
  - ✓ 各国金融&財政、通貨政策の動向
    - ✓ 先進諸国: 緩和政策からの脱却
    - ✓ 新興国: 金融引き締め・為替政策
  - ✓ ドル相場とコモディティ市場(インフレ動向)
  - ✓ 欧州ソブリン不安再燃
  - ✓ (新興諸国) 政変による金融市場の混乱
  - ✓ 各国での金融資本規制、保護主義台頭

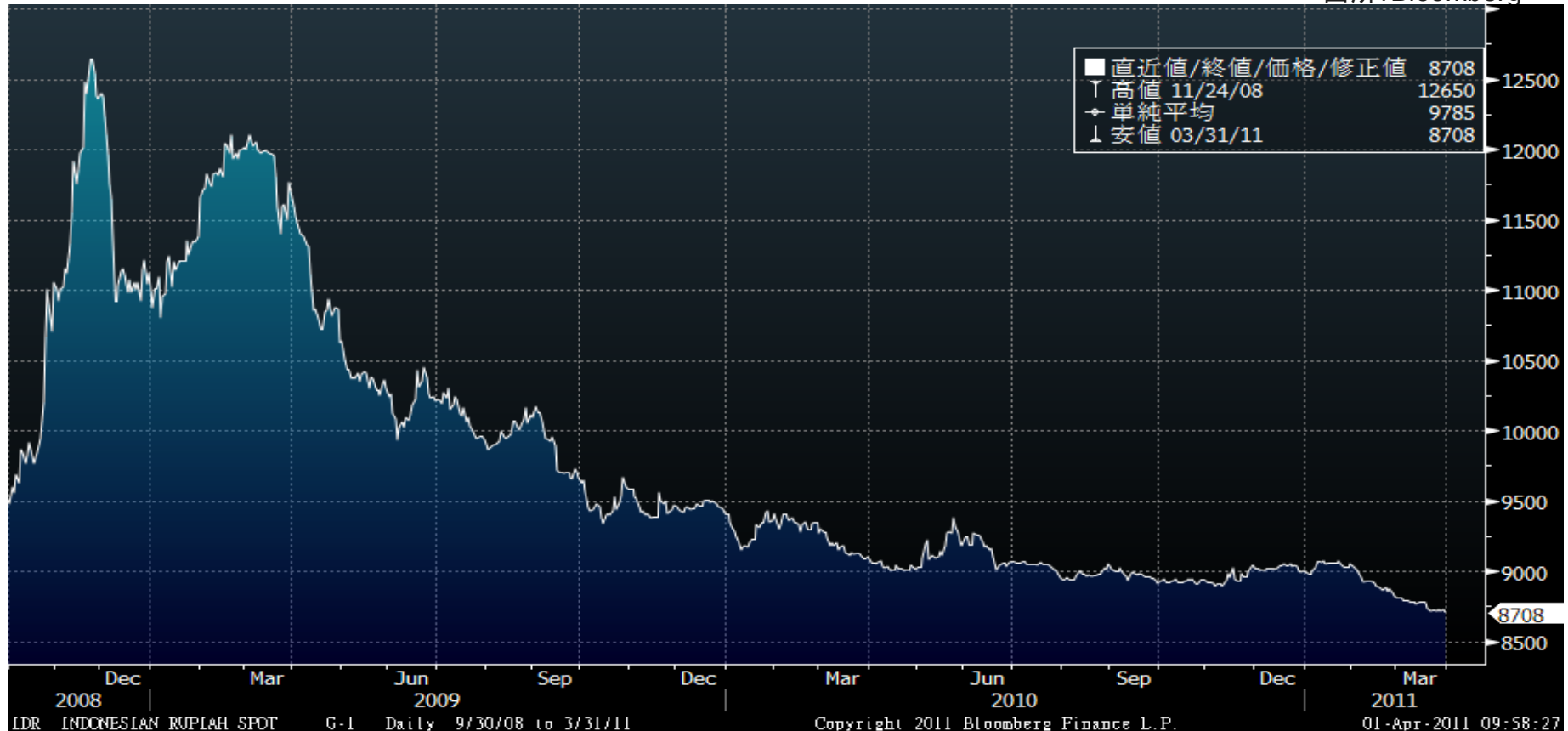
### ◆ インドネシア国内

- 金融経済情勢(ファンダメンタルズ)安定化
  - ✓ 財政・金融政策見極め
    - ✓ 民間消費、投資、輸出&輸入の動向
    - ✓ **インフレ動向**
  - ✓ インターバンク市場の安定化
    - ✓ マネーマーケット&ルピア為替相場
  - ✓ 金融当局による過剰な指導・(資本)規制
    - ✓ ディシプリンの効いた銀行貸出
    - ✓ **外国人投資家の嫌気**
- ユドヨノ政権の安定性
  - ✓ **連立与党内での保守派台頭**
- 格付機関の動向
  - ✓ 『投資適格』級へのカウント・ダウン

# USD/IDRの相場見通し

- 当面は低ボラティリティのままルピアのジリ高が継続...

出所: Bloomberg



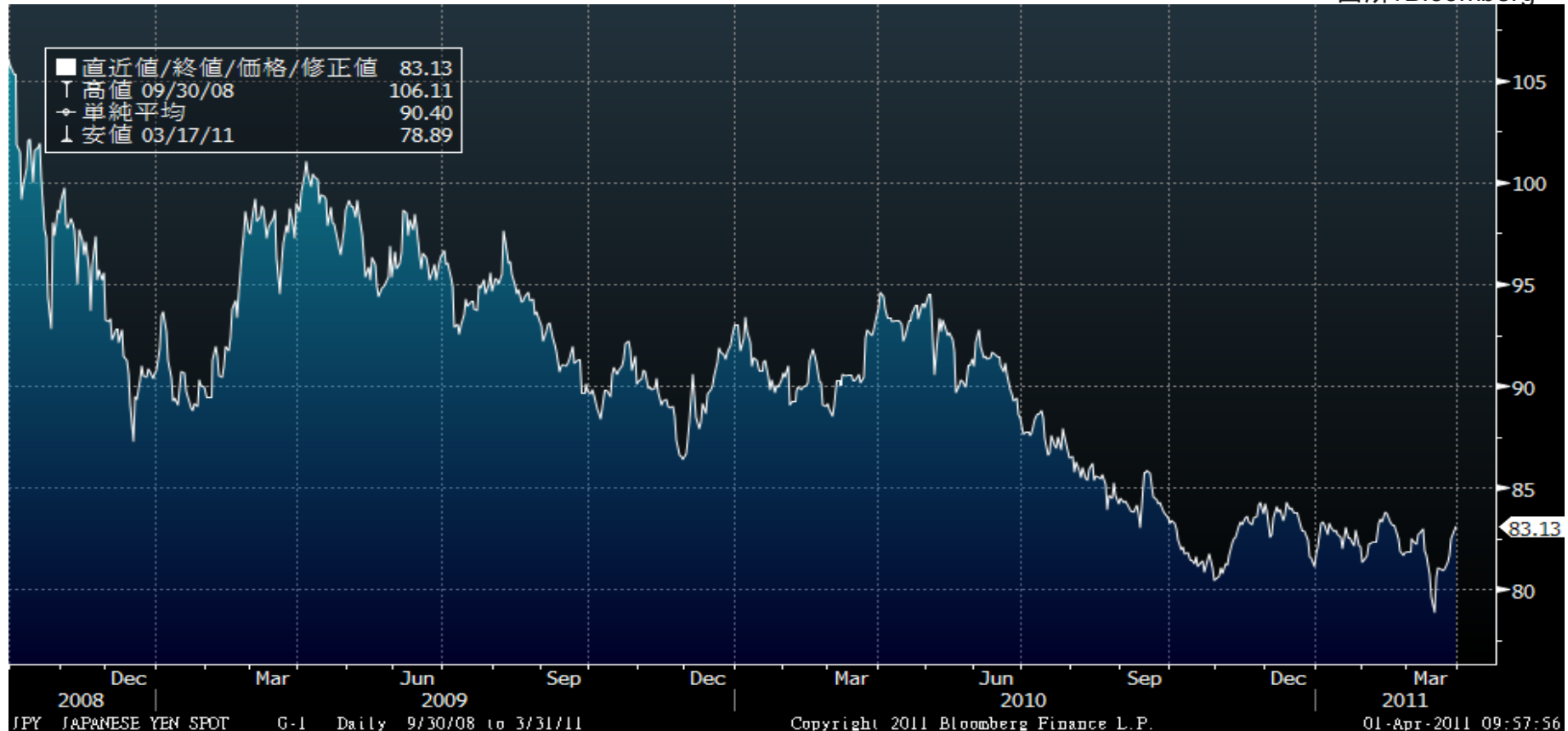
- 【メイン・シナリオ】ルピア相場については対ドルでジリジリとした強含みを予想。USD/IDR=8,500水準が一応の目安か。
  - ✓ 海外投資家によるイ国のファンダメンタルズへの評価・期待は依然高く、海外マネーの流入基調は継続する見通し。
  - ✓ BIは既に国内のインフレ抑制策の一つとして、「秩序あるルピア高」を容認している。
- 【リスク・シナリオ】内外で予期せぬショックが発生する局面では、ルピアは一時的に9,250-9,375程度まで下落する可能性。

# ルピア相場に関する材料整理

- 当面のリスクは『インフレ圧力』、『イ国景気の過熱化』

USD買い(IDR売り)		USD売り(IDR買い)
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <b>インフレ圧力の高まり</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 実質金利低下に伴うイ国投資の魅力低下</li> <li>- 投資家信頼感の喪失</li> </ul> </li> <li>➤ <b>BIによる為替市場介入</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- ルピア相場のボラティリティ&amp;スピード調整 (緩やかなルピア高であれば容認姿勢)</li> <li>- 主要通貨&amp;アジア他通貨との強弱バランス (各国通貨当局による自国通貨安誘導)</li> </ul> </li> <li>➤ <b>欧米当局による金融緩和策からの脱却</b> (政策打ち止め・金融引き締め策への転換) <ul style="list-style-type: none"> <li>- 景気回復期待</li> <li>- インフレ懸念</li> </ul> </li> <li>➤ <b>欧州・中東におけるクレジット不安再燃</b></li> <li>➤ <b>新興諸国における政変による金融市場混乱</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 投資家のリスク許容度縮小</li> <li>- 金融市場における『質への逃避』顕現化</li> </ul> </li> </ul>	<p>マーケット</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <b>BIによる利上げ実施</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- ドル-ルピア間の金利差拡大</li> <li>- インフレ懸念を嫌う海外投資家の信頼感向上</li> </ul> </li> <li>➤ <b>BIによるルピア高容認姿勢</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- ルピア高を容認しながらインフレ抑制を図る可能性</li> </ul> </li> <li>➤ <b>海外マネーのイ国流入</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 堅調なイ国経済ファンダメンタルズ (高成長&amp;高金利、財政の健全性)</li> <li>- “投資適格級”への格上げ期待</li> </ul> </li> <li>➤ <b>オバマ政権による米輸出倍増計画</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- ドル安容認姿勢</li> </ul> </li> <li>➤ <b>世界的なドル安地合い</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- ドル・キャリー・トレード</li> <li>- 世界的なリスク資産(株式&amp;商品等)上昇</li> </ul> </li> <li>➤ <b>中国元への切り上げ圧力</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- ルピアを含むアジア通貨の連れ高期待</li> </ul> </li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <b>ユドヨノ政権の傀儡・レームダック化</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 保守派勢力の台頭</li> </ul> </li> <li>➤ <b>イ国資本市場の過熱化懸念</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 海外マネーの「出口戦略」発動</li> <li>- 当局の資本規制導入(海外マネーの嫌気を誘発)</li> </ul> </li> </ul>	<p>行政&amp;規制</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <b>ユドヨノ政権の安定性</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- ~2014年までは改革路線が継続</li> </ul> </li> </ul>

出所: Bloomberg



- 【メイン・シナリオ】円相場は対ドルで弱含み(円安)で推移か。年末までにUSD/JPYは90円を回復すると予想。
  - ✓ 新興国のみならず欧米との景況感ギャップは拡大しており、また本邦財政赤字の拡大が見込まれる中では円が買い進まれることは想定しづらい。3月中旬のG7による協調介入はこれまでの円高トレンドに関する転換点となる可能性。
- 【リスク・シナリオ】中東情勢・欧州ソブリン不安の緊迫化で円が逃避通貨として先行される場合には再度の円の高値更新も…。

# 円相場に関する材料整理

- 円に関する通貨魅力度の低さがそろそろフォーカスされそう...

USD買い(JPY売り)		USD売り(JPY買い)
<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <u>日銀による追加金融緩和期待</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 実質ゼロ金利政策</li> <li>- 円-ドル金利差拡大</li> <li>- 円のキャリー・トレード</li> </ul> </li> <li>➤ <u>&lt;震災の影響による&gt;</u> <u>日本経済の(短期的な)停滞懸念</u> <u>本邦の財政赤字拡大懸念</u></li> <li>➤ <u>米国景気の底入れ期待</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 経済指標(特に雇用市場)の回復</li> <li>- 金融・量的緩和策からの出口戦略議論の本格化</li> </ul> </li> <li>➤ <u>G7による為替市場介入期待</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 「必要なときには介入を含めて断固とした措置」</li> </ul> </li> <li>➤ <u>欧州・中東におけるクレジット不安再燃</u></li> <li>➤ <u>新興諸国における政変による金融市場混乱</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 投資家のリスク許容度縮小</li> <li>- 金融市場における『質への逃避』の顕現化</li> </ul> </li> </ul>	<p>マーケット</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <u>オバマ政権による米輸出倍増計画</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>- ドル安容認姿勢</li> </ul> </li> <li>➤ <u>米国による金融緩和継続</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 世界的なドル安進行</li> <li>- ドル-円の金利差縮小/逆転</li> <li>- ドルのキャリー・トレード</li> </ul> </li> <li>➤ <u>中国元への切り上げ圧力</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>- アジア通貨の連れ高期待</li> <li>- G7からの本邦通貨当局への介入牽制</li> </ul> </li> <li>➤ <u>欧州・中東におけるクレジット不安再燃</u></li> <li>➤ <u>新興諸国における政変による金融市場混乱</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 投資家のリスク許容度縮小</li> <li>- 金融市場における『質への逃避』の顕現化</li> </ul> </li> </ul>

## 【お問合せ先】

**りそなプルダニア銀行**  
**+62-21-570-1958 (代表)**

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、确实性を保証するものではありません。  
また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。  
また、当資料は情報提供を目的としており、金融取引等の売買を勧誘するものではありません。

---