

经济观察

印度尼西亚：明星表演者

2010年11月9日

经济分析

Stephen Schwartz
Stephen.schwartz@bbva.com.hk

Serena Wang
Serena.wang@bbva.com.hk

概述

- 由于其合理的经济管理、健康的基本面以及增长弹性，印度尼西亚已成为国际投资商的宠儿。
- 该国是亚洲一支重要的经济和政治力量。它是世界上第四人口大国，也是人口、经济规模和土地面积方面东南亚第一大国。
- 印度尼西亚是 **G20** 以及其他国际论坛的积极参与者，也是东南亚国家联盟（**ASEAN**）秘书处的所在地。其丰富的自然资源，如石油、天然气和金属等，提高了其战略价值。
- 尽管主权债务评级仍相差投资等级一到两个等级，但由于认识到其远大前景，主要评级机构一直在提升其等级。许多观察员预计，印度尼西亚很快将达到投资等级。
- 除了合理的政策，印度尼西亚对外部震荡的弹性也是由于其规模较大且依赖于国内而非国外需求。合理的公共财政和较低的国债以及不断增加的外汇储备进一步降低了其外部脆弱性。
- 当前的政策挑战是增加投资，以加快 **GDP** 增长，使其达到约 **7%** 的长远潜力。
- 正如进行商情调查时印度尼西亚的低等级所强调那样，其投资环境需要改善。就像改进司法系统那样，升级基础设施是重点，如电力、港口和公路等。
- 鉴于强大的资本化、较低的不良贷款、高利润率、低渗透性以及预期快速经济增长，银行业前景良好。该领域仍对外国投资开放，允许外国所有权达到 **99%**，尽管目前正对此进行审查。

背景

- 印度尼西亚是 **1997-98** 年亚洲金融危机期间受到打击最严重的国家。政治动荡和经济崩溃引发社会骚乱，威胁着该国作为一个统一国家的存在。然而，十年后，通过改革，印度尼西亚变得更加强大，已成为新兴市场中的一颗耀眼明星。
- 在政治方面，印度尼西亚向民主过渡比大多数乐观的观察人员的预期要快得多、平稳得多。首次直接总统选举于 **2004** 年举行，从而产生了 **Susilo Bambang Yudhoyono (SBY)** 政府。
- 由于其政府在打击腐败和改善低收入阶层的福利方面被认为取得成功，**SBY** 获得广泛的民意支持。借助于其声望，**SBY** 轻松于 **2008** 年赢得第二届五年任期（宪法禁止第三届任期）。
- **SBY** 也受到外国投资者的赞扬，不仅是因为他为印度尼西亚带来了稳定，而且因为他推进了商业友好经济改革。也就是说，许多商业人士对投资环境不能迅速得到改善而感到沮丧。
- 印度尼西亚是世界上第四人口大国（约 **2.3** 亿人口，参见图 1），号称世界最大民主国家之一。它在人口、地理和经济规模方面是东南亚最大的国家。

- 其地理政治意义及丰富的资源吸引了大国的注意, 包括中国、澳大利亚、日本和美国。美国总统奥巴马将于 11 月 9-10 日对雅加达进行正式访问, 他童年的大部分时光是在印度尼西亚度过的。
- 印度尼西亚约三分之二的出口为商品, 包括石油和天然气、煤、金属和棕榈油等。尽管近年来劳动密集的纺织品行业由于投资不足而滞后, 且被快速发展的资源行业所超越, 从而导致失业率较高, 但该国经济仍有着大规模的制造业基础。
- 印度尼西亚还一直在打击国内恐怖分子威胁 (对外国利益集团的最近一次大规模打击发生在 2009 年夏季的雅加达), 并因击溃武装组织而受到赞扬。鉴于其在太平洋“火山带”的地理位置, 该国易于发生自然灾害, 如地震、火山喷发和海啸等。社会稳定得到加强, 只要继续减少贫困, 社会将一直保持稳定。

经济发展和展望

- 合理的经济管理形成强大的基本面, 降低了印度尼西亚对外部震荡的脆弱性 (参见图 2):
 - **低国债:** 审慎财政管理的历史使得国债水平较低且不断下降。净债务率从亚洲金融危机后超过 100% GDP 的峰值 (由于政府领导的银行救助成本) 降至约 30%。今年的财政赤字预计刚超过 1% GDP, 明年赤字约为 1½% GDP。
 - **高储备:** 在 2008 年底降至 500 亿美元后, 目前储备已稳步增长至 870 亿美元。
 - **多样化出口:** 各种出口产品以及均匀遍布美国、欧洲、日本和其他亚洲地区的市场有助于降低印度尼西亚受到任何一个国家或地区爆发的动荡冲击的风险。
 - **强大的银行系统:** 由于对结构化产品的有限暴露、较高的资本充足率 (截止 2009 年底约为 17½%, 高于 8% 的规定最低值) 以及低水平的不良贷款, 银行对后雷曼危机具有一定弹性。目前, 信贷增长稳步加快, 已增至约 20%。
- 宏观环境一直非常稳定。与中国和印度一起, 其 GDP 在后雷曼危机期间保持较快增长, 2009 年微降至 4.5% (与其他新兴市场相比, 仍保持正值), 今年反弹至至少 6.0% (表 1)。
- 强大的国内消费和不断增长的固定投资推动了增长。我们预计, 未来几年增长将加快, 2011 年达到 6.4%, 中期达到约 7%。通货膨胀近期有所增长, 处于较高水平, 年同比增长约 6%。我们预计, 印度尼西亚银行将于明年初提高利率。

表 1. 印度尼西亚宏观经济展望

	2007	2008	2009	2010 f	2011 f	2012 f
真实GDP同比%	6.3	6.0	4.5	6.0	6.4	6.7
私人消费同比%	5.0	5.3	4.9	5.3	5.6	6.0
投资同比%	9.3	11.9	3.3	9.5	11.0	11.7
通胀 (期末)	5.79	11.06	2.78	6.61	4.76	5.28
财政赤字占 GDP 比重%	0.7	0.6	1.6	1.6	0.4	-0.1
政策利率%	8.0	9.3	6.5	6.5	7.5	6.5
汇率 (期末)	9393	10900	9395	8900	8800	9000
经常账户占 GDP 比重%	2.4	0.1	2.0	1.2	1.1	1.0

- 快速经济增长使得贫困率逐步下降, 2009 年降至 14.1%。政府的目标是在 2015 年将贫困率降至 8-10%。尽管不充分就业率实际上可能更高, 但失业率为 7½%。考虑到劳动力增长, 要防止失业率升高, 就需要保持较高的 GDP 增长率。
- 良好的经济效益和资金流入使得印度尼西亚股票市场迅速恢复, 今年增长约 50%, 是世界上表现最好的国家之一。
- 尽管经济走势良好, 但印度尼西亚对外部震荡仍然很脆弱, 特别是国际资本市场引发的震

荡。鉴于其资本账户的开放性以及在债券市场上对外部融资的依赖性，正如近几年周期性发生的情况那样，突然资金外流可能对货币和其他资产价格造成强大的下降压力。然而，较高的外汇储备水平可降低这些风险。

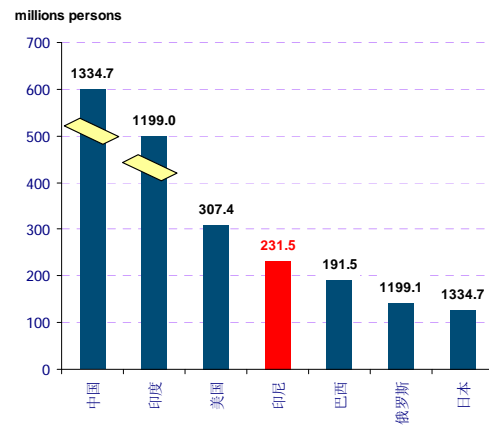
- 尽管取得了进步，但到目前为止，印度尼西亚仍未能充分发挥其经济潜力。未来面临的主要挑战是提高投资水平，使 GDP 增长率达到约 7% 的潜能。这需要进一步努力改善投资环境，特别是升级基础设施和改进司法系统，以提高对商事法院的信心。

银行业前景

- 鉴于强大的资本化、较低的不良贷款、高利润率、低渗透率以及预期快速经济增长，银行业前景良好（图 3）。
- 对外国投资者的吸引之一是，该领域对外国投资非常开放（允许外国所有权达到 99%）。然而，目前正在讨论降低外国所有权的限额。
- 目前，印度尼西亚有 121 家银行，正在寻求对该领域实行兼并。排名前十位的银行独领风骚，占约 70% 的银行资产。
- 净利息收益率相当高，这在很大程度上是由于较高且棘手的贷款利率。随着经济风险酬金下降，收益率预计也将下降。
- 两家大型国有商业银行是排名前十位的银行：**Mandiri** 银行和 **BRI**。政府正通过股份出让而不是战略出售对这些银行逐步进行私有化。

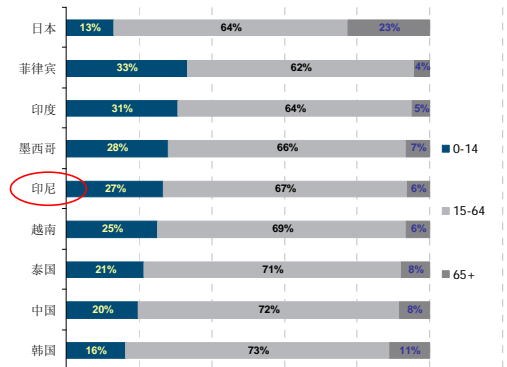
图1: 国家指标

印度尼西亚是世界上第四人口大国...



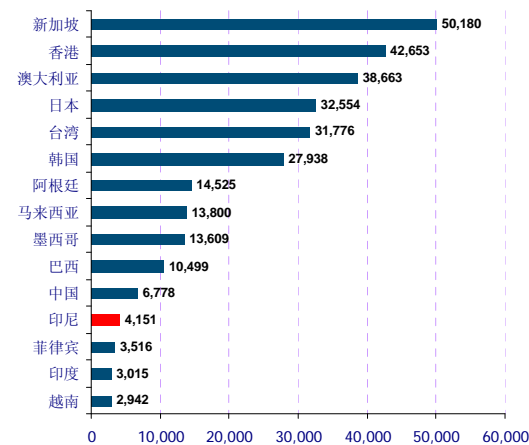
来源: IMF WEO, 2010年10月

...人口较年轻



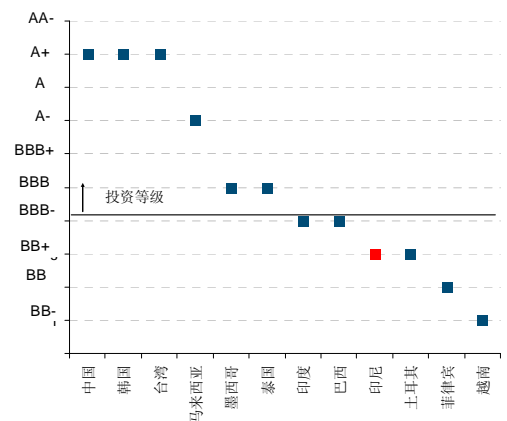
来源: UN, 2010年

其人均收入虽然较低, 但不断增长。



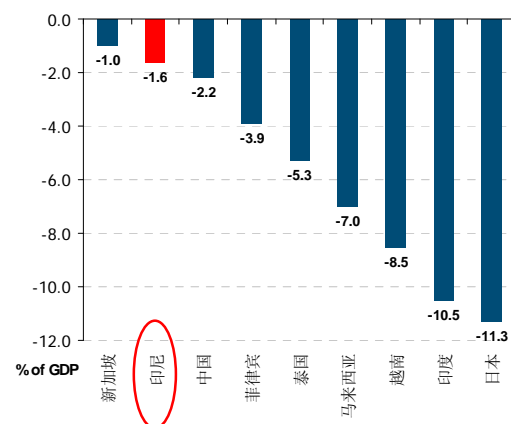
来源: IMF WEO, 2010年10月

其主权评级正接近投资等级。



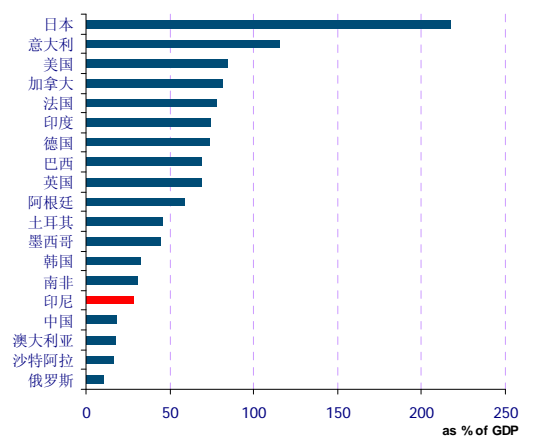
来源: 惠誉国际评级 注: 截止2010年9月

审慎的财政政策, 赤字较低...



来源: 印度尼西亚银行和国家资源, 2009年

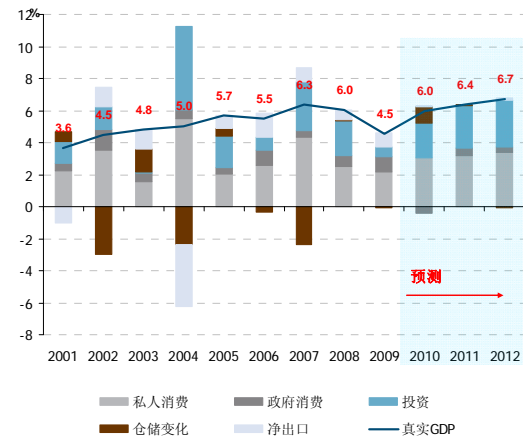
...在 G20 国家中具有较低的净债务率



来源: IMF WEO, 2010年10月

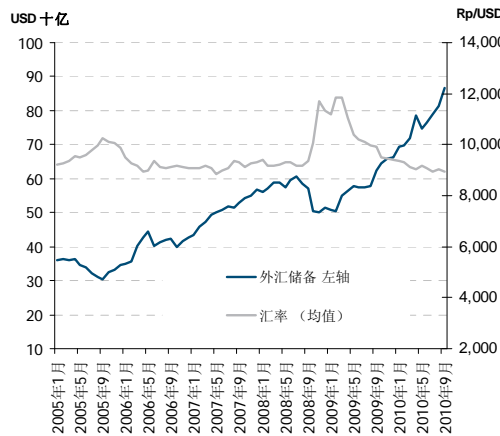
图2: 近期发展和展望

GDP 增长较快且不断提高...



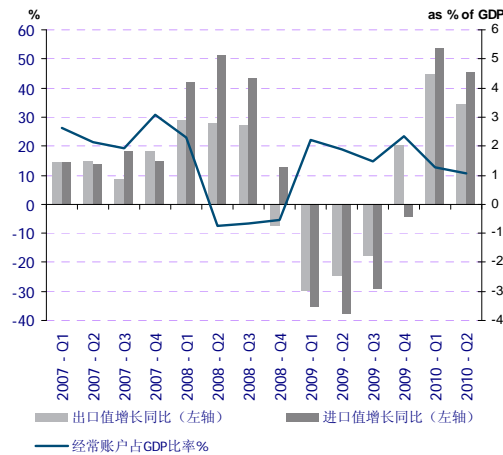
来源: 国家统计局和 BBVA

由于政府当局抵制货币升值, 储备不断增长。



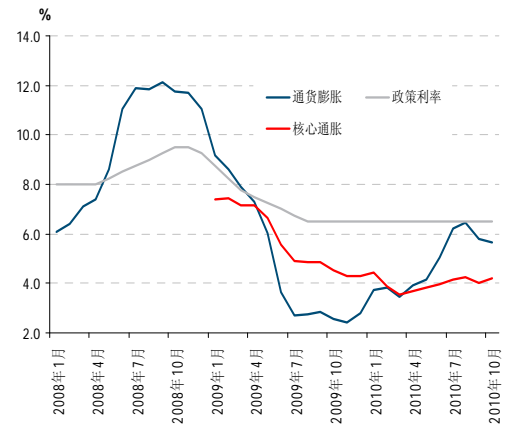
来源: BI

经常项目出现盈余...



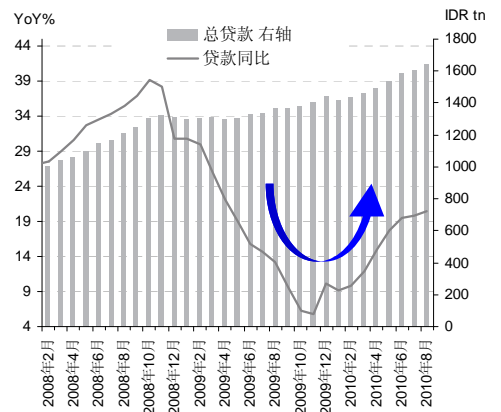
来源: CEIC

...通货膨胀适度, 但也在提高



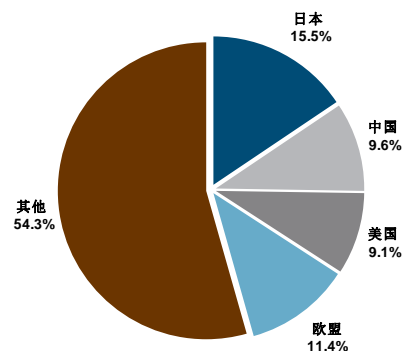
来源: 国家统计局和 BBVA

信贷增长加快...



来源: CEIC

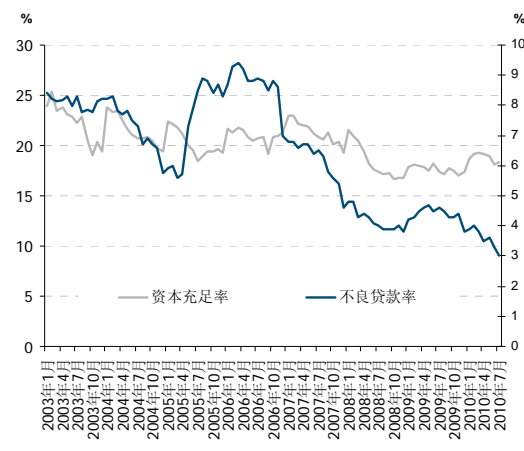
...出口市场多样化



来源: CEIC, 2009年

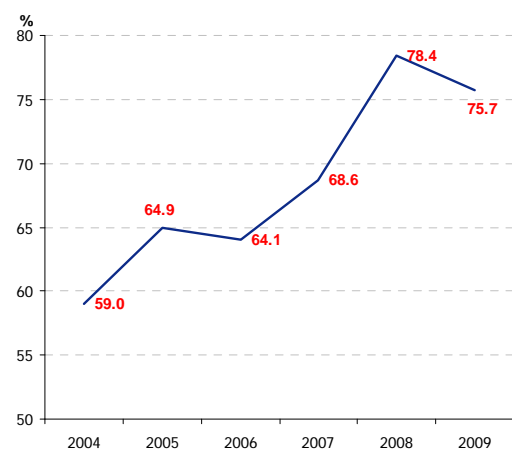
图3：银行业指标

资本充足率和总不良贷款率较高...



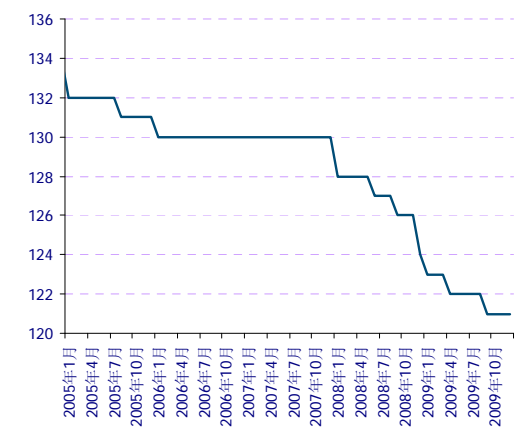
来源：印度尼西亚银行

...贷款存款比率较低。



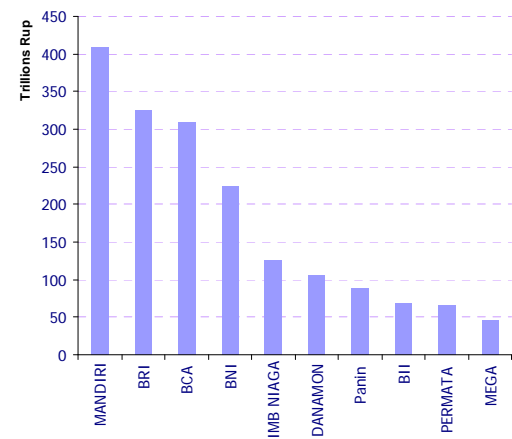
来源：印度尼西亚银行

随着政府当局实行兼并，银行数量不断下降。



来源：BI

排名前十位的银行占70%的银行资产。



来源：Bloomberg

免责声明

由西班牙对外银行编制本文件及其中所述的信息、意见、估计和建议，并向其客户提供有关发布报告日期的一般信息，其中内容变动无须事先通知。因此，如有内容变动或更新西班牙对外银行无需承担事先必须通知客户的责任。

本文件及其内容并不构成要约、邀请或恳请购买或订购任何有价证券或其它票据、着手或撤销投资。本文件或其内容都不构成无论何种性质的任何契约、承诺或决定的依据。

阅读本文件的投资者应知悉：因为编制本报告时并未将投资者的具体投资目标、财务状况或风险状况考虑在内，因此本文件所涉及的有价证券、票据或投资可能不适合每位投资者。因此，投资者作出各自投资决定时应考虑前述情况，如有必要，还应获得该等专业建议。本文件内容基于通过可视为可靠来源获得而为公众所知悉的信息。但是，西班牙对外银行并未对该等信息进行独立核实，因此不对该等信息的准确性、完整性或正确性作出任何担保，无论明示或暗示。由于使用本文件或其内容而导致产生任何类型的直接或间接损失，西班牙对外银行不承担任何责任。投资者应注意：有价证券或票据的过往表现、投资的历史结果并不对未来表现提供任何保证。

有价证券或票据的市场价格、投资结果可能产生不利于投资者权益的波动。投资者应深知：他们甚至有可能面临投资亏损。对期权、期货、有价证券或高收益证券所作的交易具有高风险，并非适合每位投资者。确实，有一些投资的潜在损失可能超过最初投资金额，在该等情形之下，可能要求投资者支付更多金钱以弥补亏损。因此，在着手进行有关票据的任何交易之前，投资者应该知悉其操作以及同一标的股票相关权利、义务和风险。投资者还应知悉：前述票据的二级市场可能受限或根本不存在。

西班牙对外银行或其任何附属机构及其各自主管与员工可能直接或间接持有本文件或任何其它相关文件中所涉及的任何有价证券或票据，在适用法律允许的范围内，他们可能在其账户或第三方账户中对该等有价证券进行交易，向前述有价证券或票据发行方、相关公司或其股东、主管或员工提供咨询或其它服务，或在公布本报告之前或之后享有前述有价证券、票据或相关投资之上的权益或执行相关交易。

西班牙对外银行或其任何附属机构的销售人员、交易员和其它专业人士可以向其客户提供口头或书面市场评论或交易策略，其中所反映的意见可能与本文件所述意见相反。另外，西班牙对外银行或其任何附属机构的自营交易和投资业务可以作出与本文件所述建议不一致的投资决策。未经西班牙对外银行事先书面同意，不得（1）通过其它任何方式或以其它任何形式复制、复印或复写；（2）重新分配；或（3）引用本文件中任何部分。如果法律禁止，则不得向任何国家（或个人或机构）中任何个人或机构复印、传播、散布或提供本报告中任何部分。未能遵守前述限制性规定，即违反了相关适用法律。

在英国，仅可向《财务服务及市场条例2000(财务推广)2001命令》所描述的个人提供本文件，不得直接或间接向其它任何个人或机构交付或散布本文件。特别地，仅能够并针对如下个人或机构交付本文件：（1）英国以外的个人或机构；（2）具有如2001法令第19(5)条所述投资相关专业知识的个人或机构；（3）高资本净值机构以及2001法令第49(1)条所规定的可合法向之披露本文件内容的其它任何个人或机构。

与本报告的分析师和作者相关的薪酬制度基于多重准则，包括财政年度内西班牙对外银行获得的收益以及西班牙对外银行集团的间接收益，其中包括通过投资银行业务产生的收益，但是他们不获得基于投资银行任何具体交易所产生收益的任何薪酬。

“西班牙对外银行以及西班牙对外银行集团中的任何其它机构并非纽约证券交易所或全美证券交易商协会的成员，不必遵守影响该等成员的披露原则。西班牙对外银行应遵守西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则，其中包括防止和避免与既定等级利益冲突的原则以及信息壁垒原则。访问如下网址：www.bbva.com/Corporate Governance，可了解有关西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则的信息。”