



RBC BlueBay
Asset Management

インドネシア：王冠の宝石

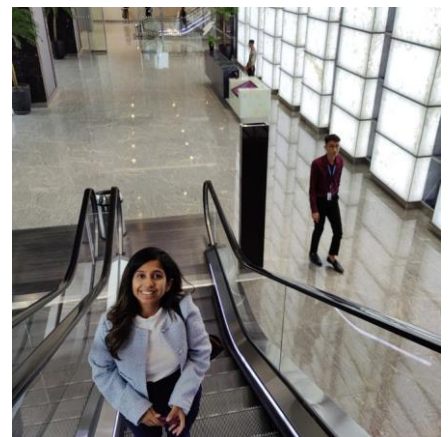
新興国株式チーム

2023年8月

「インドネシアは現在、東南アジアだけでなく新興市場においても、最も急成長している経済大国の一つです。2022年のGDP成長率は5.3%で、2023年も同程度の数値が見込まれています。」

ジャカルタへの3日間の出張で、インドネシアの変貌ぶりは一目瞭然でした。2,500万人の訪問者を迎えるために建設されたばかりの国際空港に到着すると、ヒュンダイのフラッグシップ電気自動車であるイオニク5に乗って、新しくオープンしたばかりの高級ホテルへと移動しました。ジョコ・ウィド大統領（通称「ジョコウィ」）による9年間の政権運営で国が変わったことは明らかです。

インドネシアは現在、東南アジアだけでなく新興市場（以下、EM）においても、最も急成長している経済大国の一つです。2022年のGDP成長率は5.3%で、2023年も同程度の数値が見込まれています¹。インフラ整備を筆頭に、外国投資の誘致に力を入れていることは、近代的で車での移動が容易で（最近、超近代的な地下鉄道であるMTRの1号線が開通したため交通量が減少しました）、活気あふれる市街地にも表れています。



会議の大半はジャカルタの新しく開発された活気あるビジネス中心地区（CBD）で行われました。

¹ Statistics Indonesia, 2023年3月

インドネシアは、石炭、ニッケル、銅などの莫大な埋蔵量に恵まれているため、資源国と見なされる傾向にあります。長年にわたり、EM諸国における他の多くの商品と同様、低付加価値製品ばかりが輸出され、他国で加工されていました。人口増加による旺盛な輸入により、経常収支はマイナスとなっていました。

2013年には、インドネシアは米ドルへの依存度が高く、FRBが引き締めを行うたびに悪影響を受ける「脆弱な5カ国」の一つでした。現在ではその当時とは異なり、川下製品の輸出に注力した結果、経常収支は黒字に転じています（図1）。例えば、鉄鋼製品の輸出は、この政策によって2014年の11億米ドルから2022年には278億米ドルに急増しました（図2）²。

政府が2019年にニッケル鉱石の輸出を禁止したため、国内で多くの製錬所が建設され、これが輸出額の増加につながりました。現在、焦点となっているのは、さらに付加価値を高めるであろうバッテリー素材であり、大手電気自動車（EV）バッテリーメーカーは全て、大規模なニッケル鉱床の恩恵を受けるためにこの地域に進出しています。同国は、より価値の高い輸出によって利益を得るだけでなく、低炭素経済への移行と2030年までに二酸化炭素排出量を半減させるという目標に沿って、EVへの切り替えを奨励しています³。

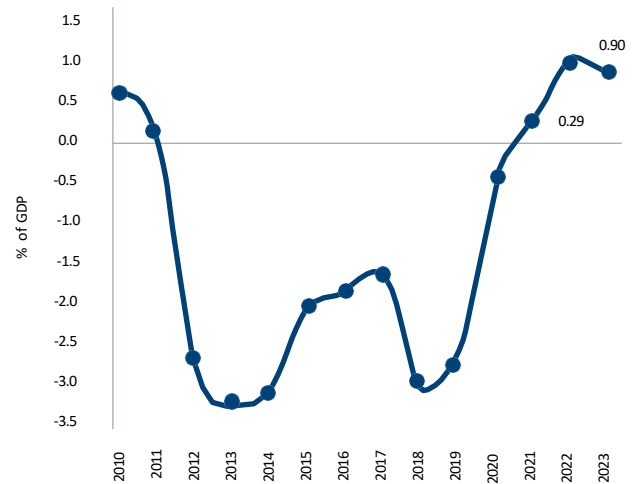
ジャカルタのEV用の青ナンバープレートの数が多いことは、政府の電動化推進が、少なくとも大都市では国民の支持を得ていることを示す良い兆候と言えるでしょう。フィッチは、2023年には国内で5万台のEVが販売されると予測しています⁴。EVに対する需要は非常に大きく、ヒュンダイ・イオニック5は今やベストセラーであり、BMWに代わって高級車の第一の選択肢となっています。

良好な経済実績と現政権への信頼が、国内での旺盛な投資につながり、オフィスや商業ビルへの投資が見られました。私たちが訪問した全ての企業は、最近、真新しく、超近代的なオフィスに移転したところでした。ピカピカの新しいモールに囲まれ、その多くはライフスタイルに焦点を当てており、そして、何十ものレストラン、トレンド的なコーヒーショップが軒を連ねています。また、米国やオーストラリアへの留学後、ジャカルタに戻って働き、魅力的な機会を楽しんでいるインドネシアの若者たちにも話を聞きました。



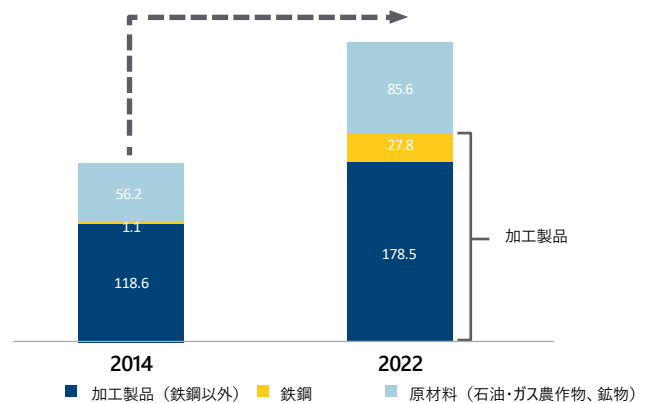
ヒュンダイはインドネシア市場におけるEVのバイオンア

図1：経常収支（対GDP比）



出所：インドネシア統計局、インドネシア銀行、2023年3月。

図2：2014年と2022年の輸出額の比較（10億米ドル）



出所：インドネシア統計局、インドネシア銀行、2023年3月

政治も議論のテーマとなりましたが、地元の人々は2024年の総選挙についてあまり不安には思っていないようでした。これまでインドネシアにとって非常に有益であった現在の政策が継続されることが予想されています。

課題の一つは他の多くの新興国で見られるように、経済成長が一部の人々だけでなく、全人口に恩恵をもたらすべきだということです。もしそうでなければ社会不安がすぐに起こり、よりポピュリスト的な候補者が現れ、改革のペースを遅らせる可能性があります。

財務省の担当者に話を聞いたところ、政府の焦点は、赤字を抑え、貧困を減らしながら、力強く持続可能な経済成長を遂げることであることは明らかでした。

² Statistics Indonesia, Bank Indonesia.

³ [Indonesia optimistic of reaching net zero emissions by 2060 or earlier | Reuters.](#)

⁴ [Indonesia's Annual EV Sales to More than Double to 5% in 2023 \(fitchratings.com\).](#)

財政赤字は新型コロナの流行時にも適切にコントロールされたため、現在では目標の3%内の赤字に収まっており、2022年には2.4%を達成しています（図3、4）。このような状況のおかげで、他国と比べても、政府債務は比較的低水準に抑えられています。

インドネシアはEM諸国における最大の成功事例の一つとなる可能性があります。経済は多角化しており、国内消費（GDPの53%）と良好な経済収支を生み出す川下製品の輸出が両立しています。

この二重の成長エンジンは、今後何年にもわたって持続可能な高成長をもたらす可能性があります。政府は「ビジョン・フワード・インドネシア2045」を策定し、6~7%のGDP成長率を目標に掲げました。これは、構造改革によって達成されるように思われます⁵。高い付加価値を持ち、環境にやさしく、包括的な経済構造を実現するための人的資源の強化も含まれます。

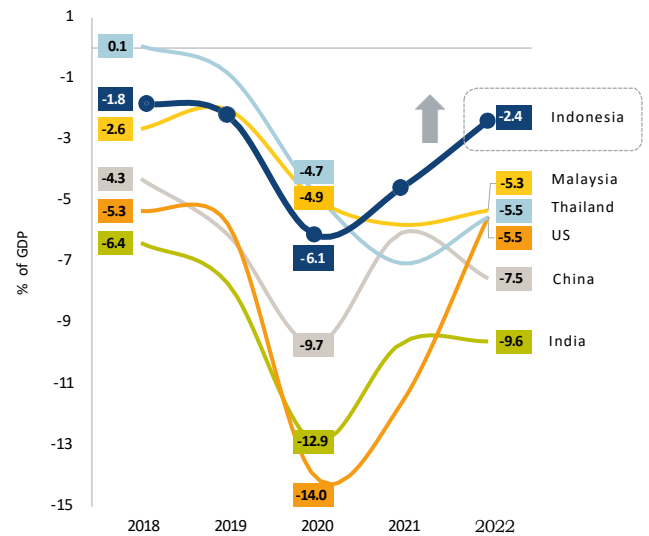
「投資家にとっての課題はインドネシアの株式市場の規模が小さく、銀行や通信事業者、素材メーカー以外の上場企業には、大規模で流動性の高い企業が少ないことです。」

バリュエーションは過去の水準と比較しても魅力的です。この国に対する楽観的な見方は、世界的な経済成長に対する懸念から、資源価格が弱含み、それが経常収支や財政の見通しに悪影響を及ぼすのではないかとという懸念によって相殺されているからです。

投資家にとっての課題は、インドネシアの株式市場の規模が小さく、銀行や通信事業者、素材メーカー以外の上場企業には、大規模で流動性の高い企業が少ないことです。しかし、最近では多くの新規上場がありました。プライベート・エクイティ市場は活気に満ちており、現在何百もの企業が資金を調達しているため、この動きは加速すると予想しています。また、一部民営化の計画があるのも前向きと言えます。政府は、国有企業の透明性と説明責任を高めることを望んでおり、このことが全体的な再評価に繋がるものと考えています。

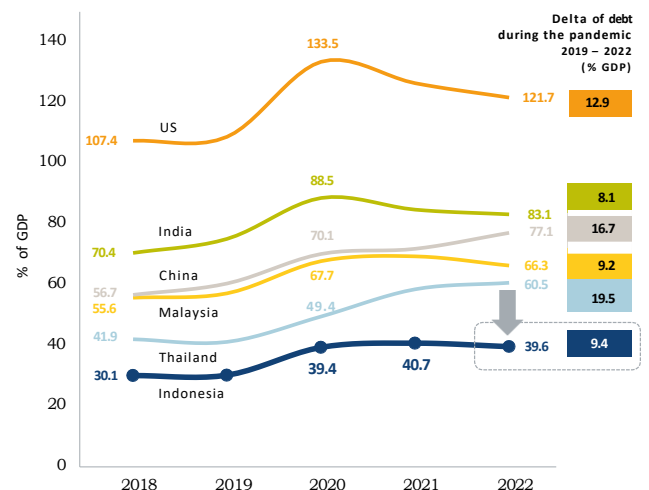
インドネシア投資庁（INA）は、新たに設立された政府系ファンドです。外国企業との共同投資を通じて、資源分野だけでなく、インフラ（物理的およびデジタル分野）、物流、グリーン投資、ヘルスケアなど、同国への直接投資を促進することを任務としています。私たちは、その非常にダイナミックで経験豊かなチームを訪問しました。彼らはすでに62億米ドルを運用しています⁶。

図3：パンデミック前後の財政赤字（GDP比）

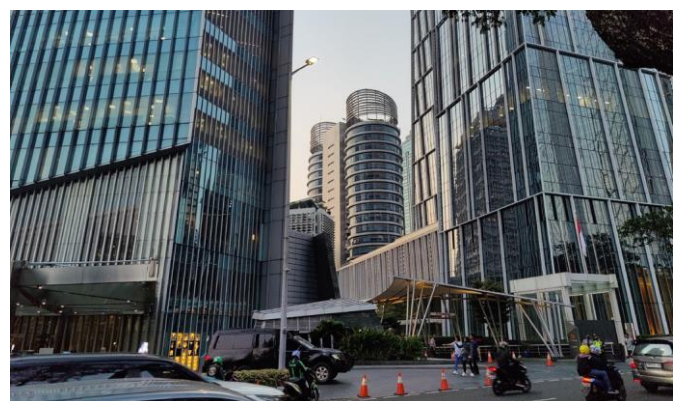


出所：IMFデータベース及び財務省

図4：パンデミック前後の債務比率（GDP比）



出所：IMFデータベース及び財務省データより加工



インドネシアの経済計画は、20年開発計画（2005年から2025年）に従っています。

⁵ Ministry of Finance, Republic of Indonesia, 2023年3月

⁶ [Indonesia Investment Authority | Partner for Future Prosperity \(ina.go.id\)](https://ina.go.id/).

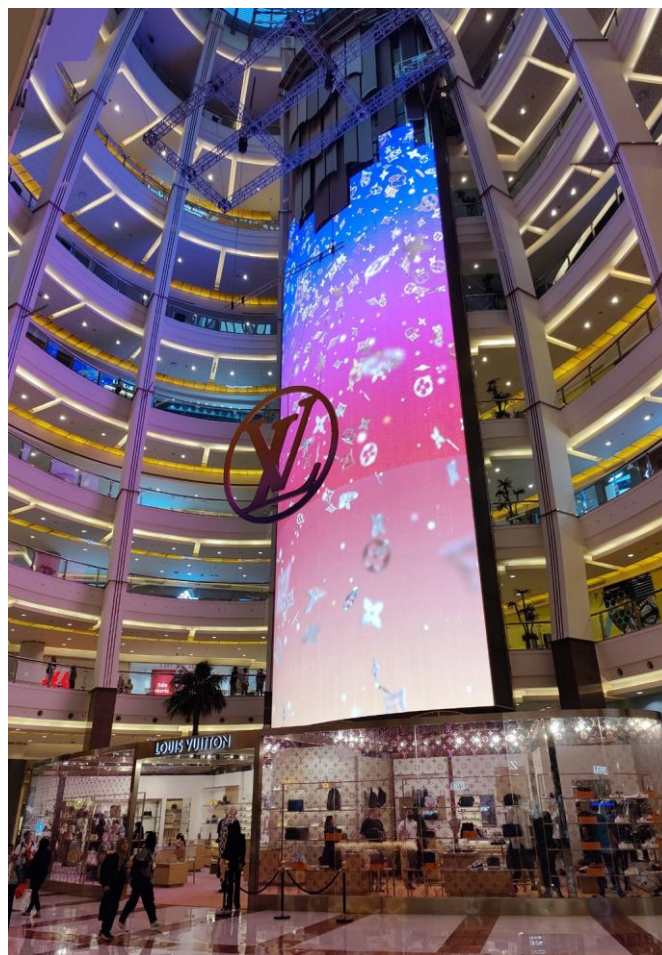
国内消費を把握するため、多くのショッピングモールを訪問しました。ビジネス中心地区（CBD）に新しくオープンしたAshta District 8はライフスタイルの中心地で、衣料品小売店はほとんどなく、書店、トレンド的なコーヒーショップ、内装の凝ったレストラン、KitchenAid、Kitsuneなどのキュレーション・ブランドがあります。

近くの別のショッピングモールでは、インドネシアでも他の国と同じような欲求があることを目の当たりにしました。LVMHの巨大店舗は、この国の一人当たりGDPの上昇と高級品への欲求をよく表しています。

インドネシアがこのポジティブな道を歩み続けることを願うばかりです。そうすれば、投資家にとって長期的に力強い株式リターンに繋がることとなるでしょう。



インドネシアの小売インフラの改善は、大都市における高級品への欲求を反映しています。



ローレンス・ベンサフィ

ポートフォリオ・マネージャー兼新興国市場株式副部長



RBC ブルーベイ（RBCグローバル・アセット・マネジメントの北米外事業）のポートフォリオ・マネージャー兼新興国市場株式副部長。2013年の同社への入社以前、アヴィバ・インベスターズのエマージング・マーケット・チームのヘッドとして、グローバル・エマージング・マーケット・インカム・ファンドの運用、定量的銘柄選択・分析モデルの開発を担当。ソシエテ・ジェネラル・アセットマネジメントのクオンツ・アナリストとして投資キャリアをスタート。ポートフォリオ構築及び銘柄選定プロセスを支援するクオンツ・モデルの開発を通じて、欧州株式及びグローバル株式のポートフォリオ運用をサポート。1997年にフランスのトゥールーズ大学でMagistère d'Économiste Statisticien & D.E.S.S. Statistique et Économétrieを取得。CFAチャーターホルダー。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management（UK） Limitedによってされたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに他人に配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略への参加の申し出を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性、完全性、または正確性について、明示または黙示を問わず、表明または保証は行われません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見は、このドキュメントの日付時点のもので、ここに記載されているすべての情報および意見は、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management（RBC GAM）は、カナダロイヤル銀行（RBC）のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント（US） Inc.（RBC GAM-US）、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。RBC Global Asset Management（UK） Limited、およびRBC Global Asset Management（Asia） Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management（UK） Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。



ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 1029 号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	マーキング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。その他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。