

# 印度尼西亚共和国

## 本次评级结果

长期本币信用等级：A<sub>+</sub>

长期外币信用等级：A<sub>+</sub>

评级展望：稳定

## 上次评级结果

长期本币信用等级：A<sub>+</sub>

长期外币信用等级：A<sub>+</sub>

评级展望：稳定

## 本次评级时间

2017 年 4 月 28 日

分析师：陈家林

邮箱：

chenjl@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大

街 2 号 PICC 大厦 12 层

<http://www.unitedratings.com.cn>

## 评级观点

联合评级于 2017 年 4 月 28 日对印度尼西亚共和国（以下简称“印度尼西亚”）的本、外币主权信用进行了跟踪评级，决定维持其长期本、外币主权信用等级 A<sub>i</sub>+, 评级展望稳定。

本届政府推出的一系列经济改革措施已经取得一定成效，营商环境得到改善；受内需拉动和大宗商品和油气价格回升刺激，经济增长势头较好，但对外部需求和资本输入依赖度较高，经济增长存在一定脆弱性；财政赤字较低，债务规模减少；银行业资本金充足；外债规模合理，大量外国资本流入，有助于缓解其短期偿债压力。综上所述，印度尼西亚政府具有较强的本外币偿债能力，且保持基本稳定，主权信用风险较低。

## 级别维持理由

**佐科总统正在巩固在人民代表会议中的权力基础，但在打击腐败和推行主要结构性改革方面的努力将成效有限。极端主义和恐怖主义一直是社会安全的困扰因素**

2014 年 10 月通过直选获胜就任的总统佐科·维多多会顺利执政至期满。佐科政府提出建设海洋强国战略，以维护国家安全、发展经济及反腐倡廉为施政重点，致力于解决长期困扰印尼发展的基础设施条件较差的问题，吸引外资刺激经济发展，加强对政府官员的监督，努力创建廉洁政府。在其任命的主要部长的协助下，佐科已经顺利推动他承诺的一些经济改革事项。但是，制度性改革推进困难，尤其是涉及反腐败和提高政府效率的改革举措，可能难以突破既得利益阶层的羁绊。下一次大选将于 2019 年举行，届时将同时选举总统和国会。同时举行总统和国会选举将逐渐削弱传统党派，比如专业集团党和民主斗争党的政治垄断，帮助年轻政治家树立他们自己的政治威信。佐科总统预计会参加竞选，联合评级预计其获胜连任的可能性很大，政局的稳定性有望延续。

印度尼西亚是世界上穆斯林人口最多的国家，伊斯兰极端主义得到印度尼西亚底层穆斯林的部分支持。极端主义组织在印尼一直存在，以“伊斯兰之家”“东印尼圣战组织”为代表的本土恐怖组织纷纷向“伊斯兰国”表示效忠，并于 2016 年 1 月组织发起了雅加达恐怖袭击案。印尼政府对于打击极端主义和恐怖主义不遗余力，并且与马来西亚通过外交合作共同打击伊斯兰极端主义，先后击毙和逮捕了一批恐怖分子，安全形势有所好转。但受限于国际环境和国家整体态势，短

期内很难完全解决，反恐形势严峻。

**地缘政治形势比较稳定，但难民问题隐患较大**

佐科的对外政策较其前任苏西诺总统的“交千友不树敌”的策略更加务实。佐科的外交重点不是将印度尼西亚打造成地区外交的领袖，而是更加注重深化与亚洲主要国家的商业与战略关系。佐科一再强调商业外交，显示他需要外交政策更加直接地服务其国内经济重点。他也强调印度尼西亚作为区域的“海上轴心”的地位，重点保护其海上资源、扩建港口基础设施、和加强海军力量。其上述立场表明印度尼西亚不太注重担当东盟领袖的角色。

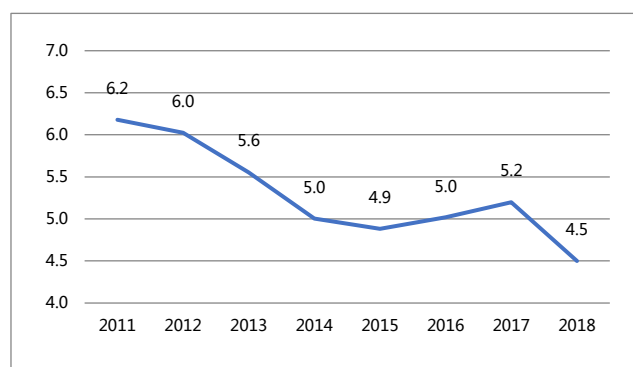
虽然佐科有意深化与区域大国的商业关系，但其贸易政策却背道而驰，令印尼与其传统的区域贸易伙伴（如澳大利亚）的关系紧张，令人担忧。佐科吸引投资的政策重点与其某些政治盟友的民族主义态度发生分歧，而其上任后出台的一些保护主义政策也与其推动缔结区域贸易协定的愿望相左。同时，由于地缘位置关系，印尼有大量过境去往澳大利亚的难民。由于澳大利亚移民政策的收紧，导致印尼面临如何安置难民遣返可能引发的社会安全问题。

**经济增速仍低于亚洲地区平均水平，政府致力于提高基础设施和境外投资、发展制造业来促进本国经济发展**

2016 年，虽然受全球大宗商品价格回暖的影响，GDP 出现 5.0% 的增速发展；但是，这一增速远低于亚洲新兴经济体 6.4% 的平均预期水平。多年来，消费是印尼经济增长的最大动力，2012-2016 年私人消费占 GDP 支出的比例平均在 5.22 个百分点上，我们预计中期内，实际 GDP 的平均增长率为 5%，而同期私

人消费将保持年均 5.3% 的增长。随着新建道路、港口和发电站等工程的上马提速，投资的增长比率也将达到年均 4.9%。如果印度尼西亚可以吸引大量的外国直接投资并提供配套基础设施，它也有机会扩大其制造业出口量。但这样做的效果将在中期之后才会显现。

图 1：印度尼西亚 GDP 增长率（%）



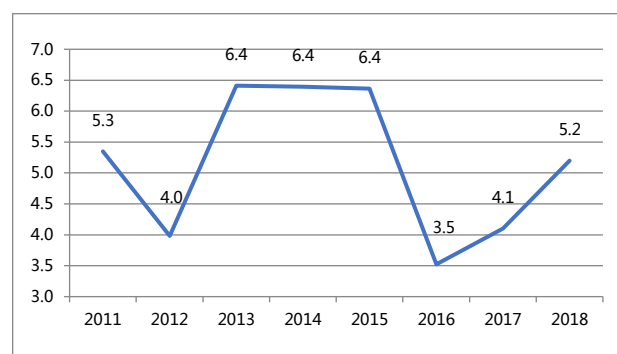
数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

在大力提高投资比例的同时，佐科政府的策略之一就是通过改善法规环境来吸引外国投资者。自 2015 年以来政府已经出台了 14 个改革方案。迄今为止已经公布的措施简化了大型基础设施项目的审批和采购程序；缩短了营业执照的审批时间；临时降低了固定资产价值重置税率；降低了能源价格；改变了最低工资的计算方式。然而，大型投资依然受制于官僚主义，执行也被拖延，这些问题难以在近期内解决。相比而言，一些城郊地区的房地产和卫生等小型项目已经获得更多成功。外国投资在许多领域仍然收到保护主义的限制，尤其在零售、农业和自然资源领域。

## 通货膨胀下降，但失业率仍高于地区平均水平，劳动力市场僵化

2017-18 年全球大宗商品价格的回升和印尼盾的小幅走弱将意味着同期的消费者价格上涨速度与 2016 年（年平均为 3.5%）相比会更快，有可能超过印尼央行设定的 3-5% 的上限。2018 年印尼盾会进一步疲软，通胀将更加明显。预期的大宗商品价格回升将有力推动生产者价格通胀，中期内年均上涨 6.9%。长期来看，基础设施的改善将有助于降低高企的运输和物流成本，而这个成本又是一些商品高通胀的主要因素。我们预计中期的消费者价格将平均上涨 4.6%。

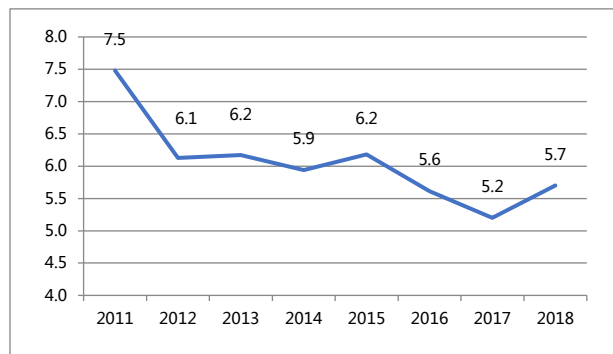
图 2：印度尼西亚通货膨胀率（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

印尼的失业率从 2011 年的 7.5% 降到 2016 年的 5.6%，预计 2017 年将进一步下降到 5.2%，2018 年小幅上涨到 5.7%。预计未来印尼人口还将稳定增长，如果对劳工法律和秩序不加以改变，短期内劳动力市场僵化的状况很难改变。

图 3：印度尼西亚失业率（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

**多年来印尼信贷保持了快速扩张，但为抑制通胀采取的逐渐紧缩信贷政策的出台，有可能使银行不良贷款率上升；银行业整体资本充足，表现稳健**

多年来，印尼一直执行快速信贷扩张政策。2010-13 年印尼的信贷平均年增长率为 23%，央行为抑制信贷规模扩张过快的势头出台了逐渐紧缩信贷的政策，使得信贷增长速度骤降至 2014-15 年的 10%，至 2016 年 10 月更是进一步放缓至 7.4%。截至 2016 年 12 月，国内信贷规模从 2012 年的 3,388 万亿印尼盾迅速上升至 5,342 万亿印尼盾。央行和金融服务总署一直积极采取宏观审慎措施降低银行业系统风险，类似调整预计未来将继续。

紧缩货币政策之下，不良贷款率出现上升，尤其在矿业这样受到很大冲击的行业；矿业和建筑业的不良贷款率上升显著，分别达到行业总贷款规模的 3.4% 和 5.4%。大宗商品价格的进一步下跌将使这些行业进一步承压。但是，总体不良率依然较低，2016 年 10 月为 3.2%。然而，商业银行的外部净资产头寸仍

然是负数，表明银行业依然依赖外部融资，面临融资成本转移和融资可用性的风险。

尽管银行业在利润率和资产质量方面承受压力，但银行业整体资本充足：2016 年 10 月，商业银行的资本充足率达到 23.2%，远远高于监管要求的 8%。今后一两年内印尼银行业整体将保持稳定发展。央行去年通过 6 次降息放松信贷条件的政策效果在今年开始显现，信贷扩张幅度会上涨至 10% 左右。由于印尼盾的贬值压力和通胀上涨压力，央行或在今年下半年开始重新采取紧缩的货币政策。同时，大宗商品价格回升将有助于改善借贷企业的偿还能力。银行业强劲的资本缓冲和改善贷款质量的努力有助于其加强经营稳健性。

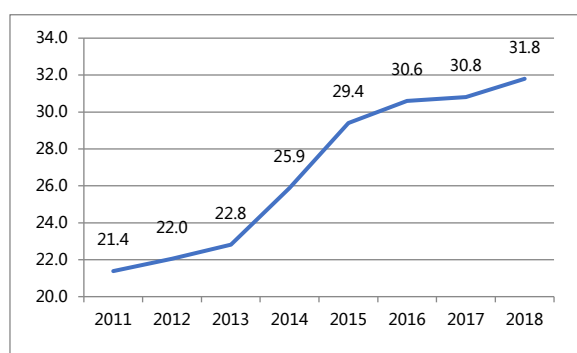
**财政赤字和初级财政平衡占 GDP 比重较低，但结构性财政问题较为严重**

印尼的财政赤字状况不是很严重，2012-16 年的赤字总体水平在 2.1% 左右，低于亚洲其他国家。同期，各级政府初级财政平衡的平均水平为 -0.94%，预计今后两年将下降至 -0.9% 和 -0.8%。但是，政府面临许多结构性财政问题，如逃税现象严重、支出分配无效率和资本支出的执行不力等问题。此外，补贴支出占财政预算支出比重过大。改善财政结构性问题是佐科政府面临的一个重大挑战。

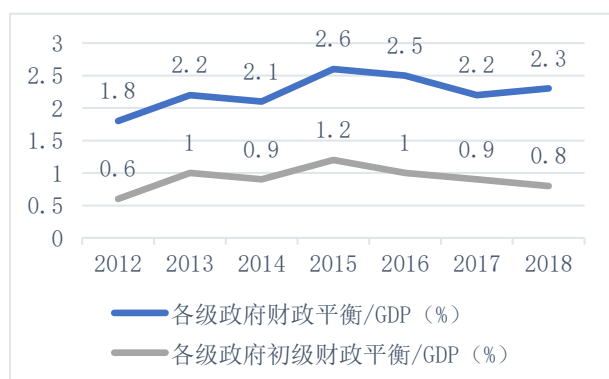
图 4：印度尼西亚财政赤字和初级财政平衡占 GDP 比重（%）

的比率为年均 2.4%。

图 5：印度尼西亚公共债务占 GDP 比重（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

印尼政府通过拓宽税基增加财政收入。提高财政收入来满足支出的要求对于政府而言是一个不小的挑战。2016 年 6 月，由于税收赦免法案获得通过，政府财政收入问题得到暂时缓解。此法案旨在增加从非油气行业获得的财政收入，吸引海外资金回流，扩大税基控制短期预算赤字。截至今年 3 月 31 日此法案到期，印尼政府共计筹得财政收入 135 万亿印尼盾（合 99 亿美元）；虽然没有达到 165 万亿印尼盾的预期目标，但仍然是一笔可观的意外收入。不过，这只是一次性收入。未来几年，如果政府不对税收制度采取有效的结构性改革措施，印尼政府仍然难以摆脱财政困难的局面。预计中期内财政缺口与 GDP

### 政府公共债务虽有所上升但规模仍不大，其中外债占比偏高

由于财政赤字水平受到宪法的限制，印尼公共债务占 GDP 的比率近年来一路攀升，从 2012 年的 22% 上涨到 2016 年的 30.6%，达到 3,796 万亿印尼盾，预计 2017 年将小幅增加到 30.8%，但总体债务水平不高。政府债务中，外债比率偏高，2015 年外债占比为 57.2%。

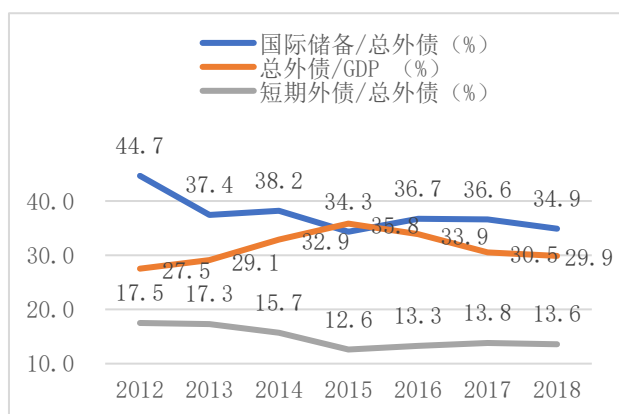
### 短期内经常账户赤字将持续，短期内难以逆转

2012 印尼出现经常项目逆差以来，一直延续至今。虽然经常账户赤字与 GDP 比率近年来也呈现缩小趋势，从 2013 年的 -3.2% 减少到 2016 年的 -1.8%。但由于中国是印尼的商品主要出口地，中国经济的需求疲软对印尼的国际收支带来较大负面影响，预计 2017-18 年将维持在此水平。中期内，印尼将继续保持小幅经常账户赤字，预计平均为 GDP 的 1.5%。赤字的主要原因是由于初级收入差额较大，小幅下降到 2021 年的 153 亿美元。贸易盈余尚不足以抵消其相当规模的初级收入赤字，赤字规模将从 2016 年的 297 亿美元扩大至 2021 年的 374 亿美元。

汇率贬值进一步加重了外债负担，公共外债规模在上升，短期外债占比较高。但大量外部资本的流入增加，能抵挡其短期偿付风险

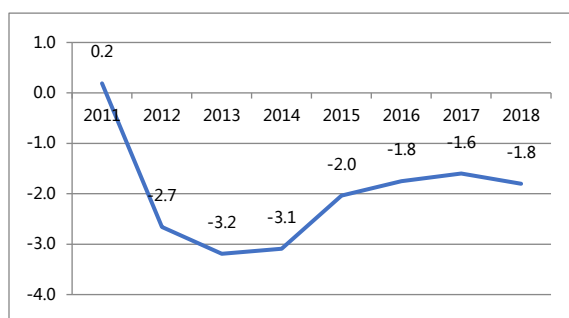
印尼的财政和经常账户双赤字，使得印尼盾贬值的压力一直较大。2015 年印尼盾兑美元贬值了 11% 左右，这进一步加剧了外债负担。2016 年外债总额 3165 亿美元，外债/GDP 的比重为 33.9%，债务率为 173.%。其中，公共外债 1637 亿美元，占外债总额的 51.7%，预计未来 2 年还会上升。近年来，大量国际资本流入印尼，次要收益平衡从 2012 年的 40.9 亿美元增加到 2015 年的 55.1 亿美元，2016 年减少到 44.3 亿美元，预计今明两年将回升到 49.5 亿美元和 54.3 亿美元。外部资本的大量流入有助于印尼抵挡短期偿付风险。

图 7：印度尼西亚外债状况（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

图 6：印度尼西亚经常账户赤字占 GDP 比重（%）



数据来源：联合评级主权数据库，2017 和 2018 年数据为预测值

近年来，印尼外债结构出现一些恶化，外债占比不断攀高。从 2010 年短期外债占外债的比重不足 10% 上升至 2014 年的 15.7%，其上升的原因主要是私人部门对外经贸活动的增加，导致对短期融资需求的增加。印尼的外汇储备相对薄弱，对外债的保障程度有限。2015 年外汇储备为 1,033 亿美元，2016 年小幅增长到 1135 亿美元，外汇储备占总外部融资需求的 101.5%，远远低于东盟国家的 167.4% 中位数水平。

## 展望

短期内，印度尼西亚政局有望持续稳定，多项改革措施的推进已经显现初步成效。经济将维持稳健增长势头，金融风险整体可控，财政赤字率逐步下降，债务规模适度，政府债务负担趋于稳定。经常项目逆差状态将会维持，较高的外部融资压力难以显著改善。因此，联合评级对未来 1-2 年印尼本、外币主权信用评级展望均维持稳定。

### 印度尼西亚主权信用评级关键数据

|                | 2012  | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017 <sup>f</sup> | 2018 <sup>f</sup> | 东南亚 <sup>d</sup> | 一带一路 <sup>e</sup> |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|-------------------|-------------------|------------------|-------------------|
| 名义 GDP（十亿美元）   | 917.7 | 912.1  | 890.6  | 861.1  | 932.3  | 1,042.0           | 1,075.0           | 275.0            | 404.1             |
| 人均 GDP（美元，PPP） | 9,445 | 10,025 | 10,617 | 11,125 | 11,725 | 12,500            | 13,250            | 17,974.3         | 21,749.0          |
| 实际 GDP 增长率（%）  | 6.0   | 5.6    | 5.0    | 4.9    | 5.0    | 5.2               | 4.5               | 5.8              | 3.0               |

|                    |      |      |      |      |      |      |      |      |       |
|--------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 通货膨胀率 (%)          | 4.0  | 6.4  | 6.4  | 6.4  | 3.5  | 4.1  | 5.2  | 3.4  | 5.5   |
| 国内信贷增长率 (%)        | 21.7 | 18.6 | 11.5 | 9.1  | 9.3  | 11.1 | 9.4  | 16.6 | 15.9  |
| M2 增长率 (%)         | 15.0 | 12.8 | 11.9 | 9.0  | 10.0 | 10.7 | 9.2  | 15.0 | 11.4  |
| 各级政府财政平衡/GDP (%)   | -1.8 | -2.2 | -2.1 | -2.6 | -2.5 | -2.2 | -2.3 | -2.8 | -2.9  |
| 各级政府利息支付/GDP (%)   | 1.2  | 1.2  | 1.3  | 1.4  | 1.5  | 1.3  | 1.5  | 1.7  | 2.3   |
| 各级政府初级财政平衡/GDP (%) | -0.6 | -1.0 | -0.9 | -1.2 | -1.0 | -0.9 | -0.8 | -1.1 | 0.2   |
| 各级政府总债务/GDP (%)    | 22.0 | 22.8 | 25.9 | 29.4 | 30.6 | 30.8 | 31.8 | 51.4 | 46.0  |
| 总外债/GDP (%)        | 27.5 | 29.1 | 32.9 | 35.8 | 33.9 | 30.5 | 29.9 | 55.0 | 72.8  |
| 短期外债/总外债 (%)       | 17.5 | 17.3 | 15.7 | 12.6 | 13.3 | 13.8 | 13.6 | 24.0 | 20.9  |
| 经常项目余额/GDP (%)     | -2.7 | -3.2 | -3.1 | -2.0 | -1.8 | -1.6 | -1.8 | 0.7  | -0.9  |
| 国际储备/总外债 (%)       | 44.7 | 37.4 | 38.2 | 34.3 | 36.7 | 36.6 | 34.9 | 65.7 | 128.0 |

数据来源：联合评级主权数据库；f 表示预测值；d 表示东南亚 9 国近五年均值；a 表示一带一路 57 国近五年均值