

相关研究

《俄罗斯经济：现状如何》2023.02.19
《中国居民资产负债表“重构”：利率的倒挂——居民财富“迁徙”研究二》
2023.02.12
《中国的核心通胀：压力多少？——2023年通胀研究系列一》2023.02.07

分析师:梁中华
Tel:(021)23219820
Email:lzh13508@haitong.com
证书:S0850520120001

分析师:李俊
Tel:(021)23154149
Email:lj13766@haitong.com
证书:S0850521090002

联系人:王宇晴
Tel: (021)23154148
Email:wyyq14704@haitong.com

印尼经济：消费和大宗如何驱动？ ——新兴经济研究系列之三

投资要点：

- **经济总量：**印尼自然资源丰富，尤其是矿产资源在全球处于领先地位。自1967年后，印尼经济快速崛起。除97年亚洲金融危机冲击和20年新冠疫情冲击外，印尼均保持着稳定的经济增长，目前已发展为东南亚第一大经济体。
- **增长动力：**与大多数高度依赖出口的外向型东南亚国家不同的是，印尼对外贸的依赖度相对较低，对外资流入的限制也相对更为严格，内需是其经济增长的核心动力。其中，庞大的人口基数孕育的国内消费市场和不断增加的基础设施投资是印尼内需的重要支撑。
- **通胀：**除97年亚洲金融危机导致的恶性通胀外，印尼多数时期通胀相对稳定，主要与政府政治稳定性、汇率变动等因素有关。其中，食品通胀和能源通胀走势较为一致，是主要干扰项；而能源通胀走势与印尼本身能源补贴政策变动更相关。
- **汇率：**97年亚洲金融危机后，印尼汇率制度从爬行盯住美元转变为有管理的浮动汇率制度。自2012年后，印尼进入了长期贬值的通道。一方面，与印尼陷入经常账户赤字有关；另一方面，与美联储货币政策干扰有关。

目 录

1. 经济总量：富饶资源是基石	4
2. 增长引擎：内需是核心动力	5
3. 通胀：食品和能源是关键	7
4. 汇率：有管理的浮动汇率	10

图目录

图 1	印尼矿产资源丰富.....	4
图 2	近年来印尼经济保持平稳增长 (%)	5
图 3	印尼是东南亚最大的经济体 (十亿美元, 2021 年)	5
图 4	印尼人均 GDP 在东南亚仅为中等 (美元/年, 2021 年)	5
图 5	各分项对经济增速的拉动 (%)	6
图 6	印尼中产阶级消费占全国消费的近一半 (%)	6
图 7	印尼政府基础设施预算不断提升 (万亿印尼盾)	6
图 8	印尼贸易总额占 GDP 比重较低 (% , 2021 年)	7
图 9	出口份额占比变化 (2021 年 VS 2000 年)	7
图 10	印尼 FDI 流量和其占固定资本形成总额的比例.....	7
图 11	OECD FDI 限制度指数 (2020 年)	7
图 12	近年来印尼 CPI 趋于缓和 (%)	8
图 13	印尼通胀显著高于其他东南亚国家	8
图 14	印尼政治风险较高 (1991-2005 年平均)	8
图 15	1990-2010 年期间汇率贬值幅度更高.....	8
图 16	印尼 M2 增速也相对较高	8
图 17	食品饮料、住房水电燃料等占比较高.....	9
图 18	各分项对 CPI 增速的拉动	9
图 19	印尼粮食自给率较高	9
图 20	食品 CPI 与国内能源类通胀的相关性更大.....	9
图 21	印尼国内能源类通胀与国际能源价格相关性较低.....	10
图 22	能源类通胀主要受国内能源价格补贴政策影响	10
图 23	印尼汇率近年来呈持续贬值的趋势	10
图 24	外债风险近年来显著降低.....	10
图 25	2012 年后印尼陷入较长时间的经常账户赤字 (百万美元)	11
图 26	印尼基准利率 (%)	11

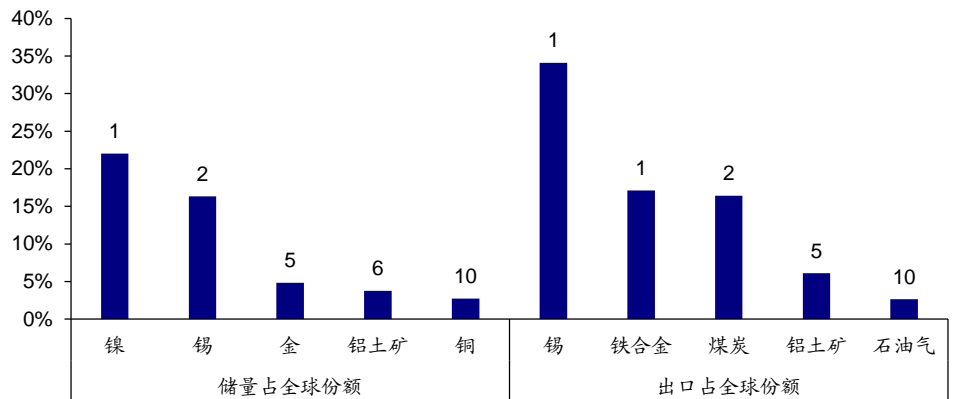
作为东南亚第一大经济体，全球第四人口大国，近年来印尼的崛起与发展也备受世界瞩目。本篇报告中，我们将首先从经济总量、增长引擎、通胀以及汇率这些方面，来对印尼进行总览性的介绍。

1. 经济总量：富饶资源是基石

物产丰饶的“热带宝岛”。资源丰富是很多人对印尼的印象，尤其在矿产资源方面，印尼更是在全球处于领先地位。从储量来看，印尼镍和锡的储量分别位居世界第一与第二，金、铝土矿和铜等金属储量也均在全球前十。从出口来看，印尼锡和铁合金的出口份额均为世界第一，同时也是煤炭的第二大出口国。

印尼的资源优势也使得大宗商品市场经常上演“印尼因素”。例如，2020年1月，印尼实施了全面禁止镍出口的政策，引起全球镍价大幅攀升。不仅是大宗商品市场，以镍为重要原材料的新能源产业，也会很大程度地受到印尼矿产出口政策的影响。

图1 印尼矿产资源丰富



资料来源：OEC, USGS, 海通证券研究所，数据标签所示为储量占比和出口占比的全球排名。出口数据为2020年，储量数据为2021年

从近代历史看，印尼的经济发展之路较为坎坷。16世纪以来，印尼先后遭到葡萄牙、西班牙和荷兰等国家的入侵，并受到荷兰长达数百年的殖民统治。二战期间，印尼又于1942年被日本占领。日本战败后，1945年8月苏加诺宣布印尼独立，但此后仍受到试图收回殖民地的荷兰政府的阻挠。在经历了4年的独立革命之后，荷兰政府终于在1949年承认印尼独立，1950年印尼成立了统一的印度尼西亚共和国。

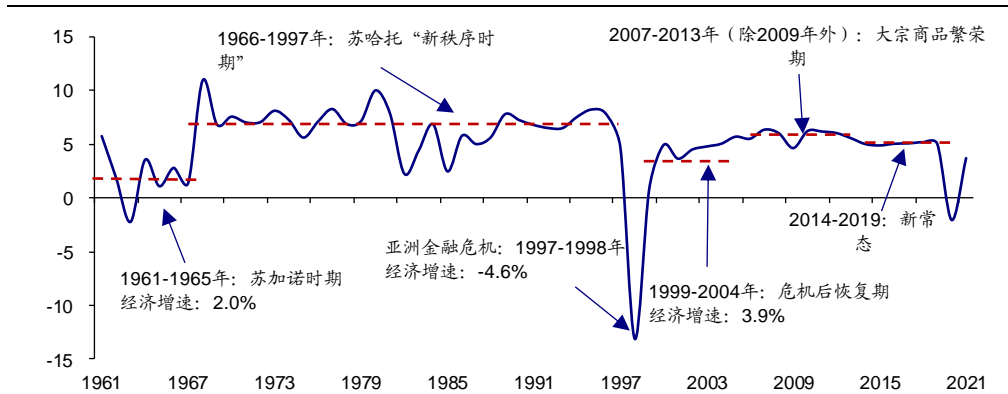
印尼经济的快速增长始于1966年。独立后的印尼在1945-1965年期间，经济并没有明显起色。一方面与政局不稳有关；另一方面，与苏加诺政府在经济政策上过于强调自力更生，对外资实行没收及国有化接管政策有关。

1966年苏哈托上台后，印尼一定程度放松了对外资的限制，开始主动承接国际产业转移，并重点发展国家工业，逐步完成了从“进口替代”向“出口导向”的战略转型，经济外向程度不断提高。1966-1997年的30多年期间，印尼的平均GDP增速达到了6.5%，实现了经济的飞速发展。

不过，在1997年亚洲金融危机期间，印尼遭受重创。1997-1998年印尼经济平均增速大幅下滑至-4.6%，其中1998年的经济下跌13.1%。此外，经济危机也引发了政治危机，苏哈托于1998年被迫下台，印尼进入了后苏哈托时代。

此后，在一系列稳定经济的政策影响下，印尼逐步从危机中恢复，并保持相对稳定的状态。在2007-2013年大宗商品繁荣期时，印尼的平均经济增速一度恢复至6.1%，即使在2008年金融危机期间，印尼经济也未出现明显下滑。在2014年之后，印尼经济增速逐步放缓，进入到平均增速5%左右的“新常态”。

图2 近年来印尼经济保持平稳增长(%)

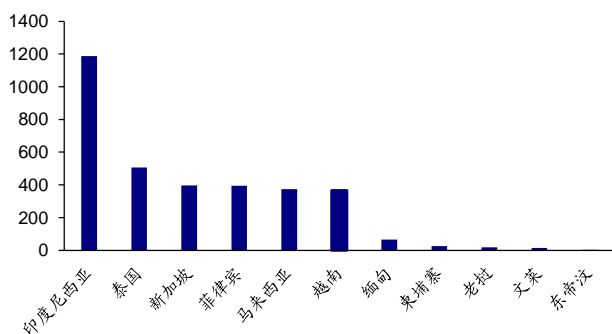


资料来源: IMF, 海通证券研究所

当前印尼已是东南亚第一大经济体,但人均 GDP 仅处于中等水平。2021 年印尼国内生产总值约为 1.2 万亿美元,位于全球第 17 位,与我国浙江省规模相当,远高于其他东南亚国家。且印尼国土面积约为 192 万平方千米,大小岛屿众多,有着“万岛之国”之称,是东南亚面积最大的国家。

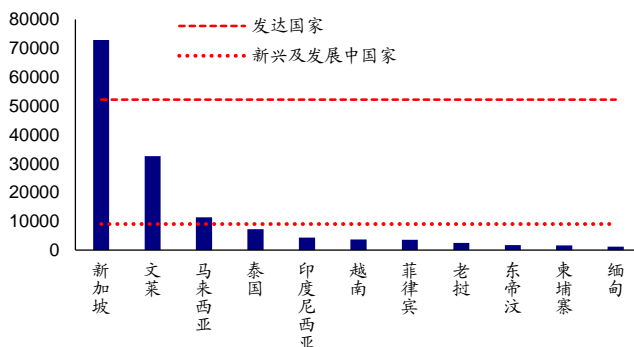
不过,印尼人口基数较大,2021 年人口总量达 2.7 亿人,居东南亚之首,是仅次于中国、印度与美国的第四人口大国。因而,印尼人均 GDP 仅处于中等水平,较新兴与发展中国家的平均水平仍有一定距离。

图3 印尼是东南亚最大的经济体(十亿美元,2021年)



资料来源: IMF, 海通证券研究所

图4 印尼人均 GDP 在东南亚仅为中等(美元/年,2021年)

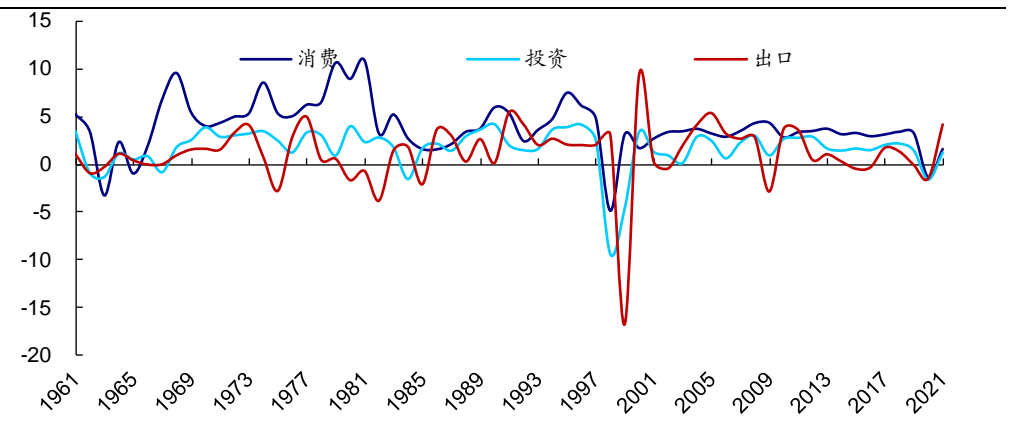


资料来源: World Bank, 海通证券研究所

2. 增长引擎: 内需是核心动力

消费一直是印尼经济增长较为稳定的驱动力。2000 年之后,消费对 GDP 增速的拉动一直稳定在 3%-4% 左右,相比之下,投资和出口对经济的拉动较小,并且波动较大。不过 2020 年之后,印尼内需在疫情冲击下明显下滑,而出口则在大宗商品价格上涨的影响下大幅上升,成为拉动经济增长的重要力量。

图5 各分项对经济增速的拉动 (%)

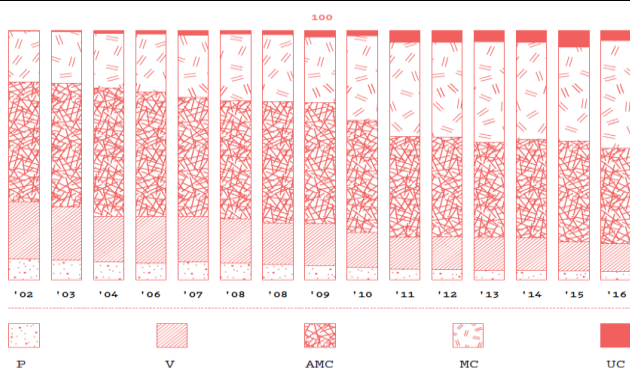


资料来源：World Bank，海通证券研究所

庞大的人口基础和崛起的中产阶级为消费提供动力。作为全球第四人口大国，印度尼西亚国内市场具有较大的发展空间。随着印尼经济的发展，印尼国家贫困线以下人口占比从1999年的23.4%显著下降至了2020年的9.8%，中产阶级的迅速崛起，成为消费的核心支柱。根据世界银行的测算，中产阶级是印尼增长最快的群体，2016年中产阶级人数已达到5200万，约占总人口的五分之一，贡献了全国近一半的消费。

基建投资也发挥了重要作用。由于地形分散、征地困难和资金缺乏等因素，印尼基础设施较为薄弱，导致物流成本高企，经济运行效率较低。近年来，印尼政府一直致力于完善基础设施，尤其在2014年之后，印尼在基础设施方面的投资预算规模快速上升，将为经济提供重要动力。

图6 印尼中产阶级消费占全国消费的近一半 (%)



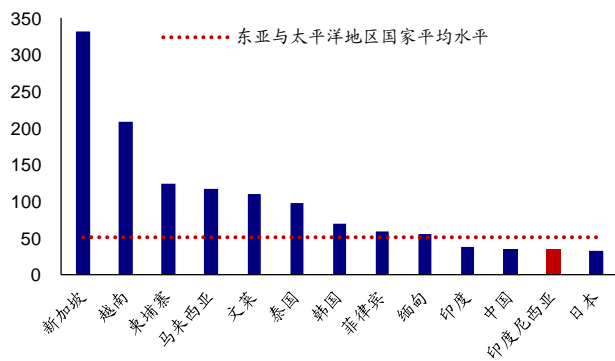
资料来源：World Bank，海通证券研究所，P为贫困群体，V为较低收入群体、AMC为在崛起中产群体，MC为中产群体、UC为上层群体，时间段为2002年-2016年

图7 印尼政府基础设施预算不断提升 (万亿印尼盾)

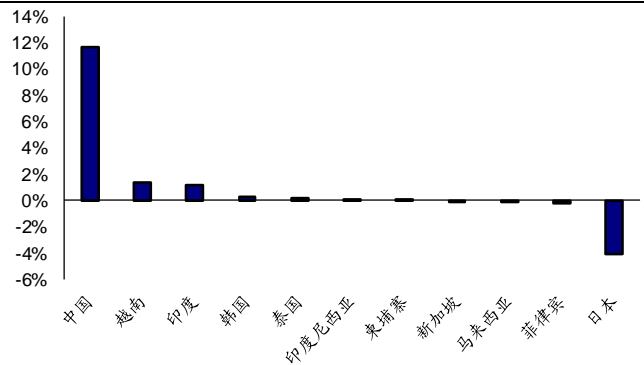


资料来源：Wind，海通证券研究所

外贸依赖度相对较低。印尼虽然是东南亚的第一大经济体，但其在国际上的存在感却要弱于越南和泰国等国家，或一定程度和其外向程度较低有关。在外贸方面，印尼贸易总额占GDP比重自2000年以来一直呈下降趋势，2021年仅为40.4%，明显低于东南亚国家平均水平。且在世界贸易体系内，过去二十年间印尼在全球的出口份额基本没有提升，出口的崛起在中国、越南和印度这些国家更为明显。

图8 印尼贸易总额占 GDP 比重较低（%，2021 年）


资料来源：Wind，海通证券研究所

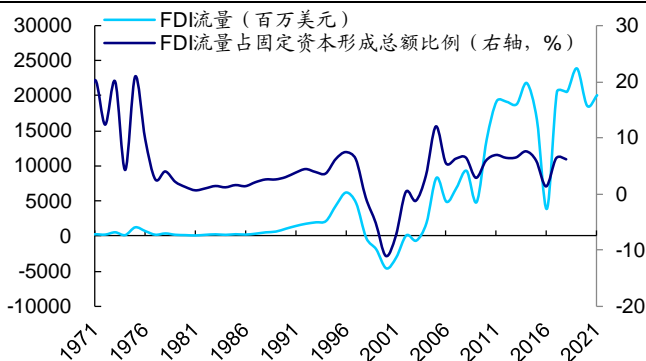
图9 出口份额占比变化（2021 年 VS 2000 年）


资料来源：UN Comtrade，海通证券研究所

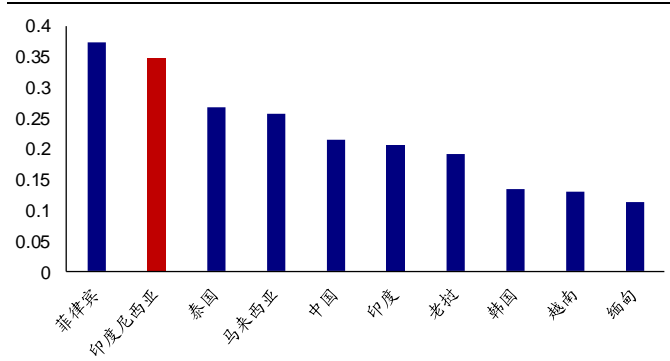
印尼对外资的限制也相对较强。早期印尼对外资的政策多有反复。1966 年苏哈托上台后，印尼颁布了《外国投资法案》以吸引外资，在宽松政策的激励下，较多外资涌入印尼投资。但 1973 年后，在石油出口利润高涨的带动下，印尼经济增长强劲，国内民族主义情绪兴起，对外资的限制又逐步收紧。到 20 世纪 80 年代中期，由于石油价格回落、经常账户恶化和财政赤字增加，印尼又重新放松了外资的限制。

尤其在亚洲金融危机冲击之后，印尼意识到外资的重要性，进行了一系列改革，并于 2007 年出台新《投资法》，第一次统一了外国投资和国内投资的法律法规，提高了印尼投资政策框架的透明度。2021 年，印尼又将以负面清单管理为主的外商投资准入制度，改为以正面投资清单为主的模式，较大幅度地放开了外资的投资限制。

不过，虽然印尼对外资流入的限制在不断放松，但相比东南亚其他国家，印尼对 FDI 限制仍较为严格，仅次于菲律宾。

图10 印尼 FDI 流量和其占固定资本形成总额的比例


资料来源：Wind，海通证券研究所

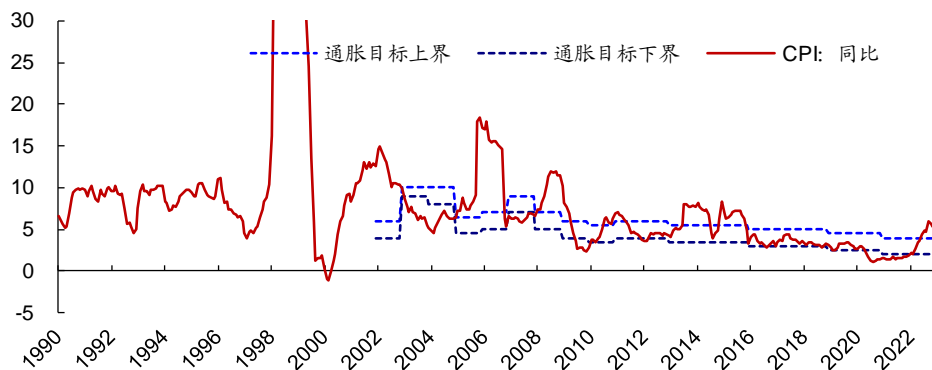
图11 OECD FDI 限制度指数（2020 年）


资料来源：OECD，海通证券研究所

3. 通胀：食品 and 能源是关键

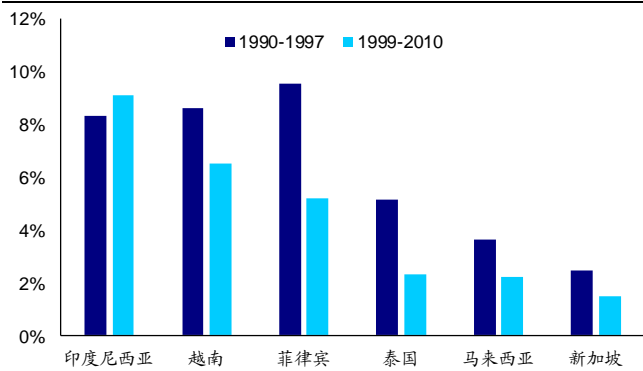
从历史来看，1990 年后的印尼通胀可以分成三个阶段：分别是 1990-2010 年的高通胀期（1998 年除外）、1998 年的恶性通胀期、以及 2010 年至今的通胀缓和期。

高通胀期：1990-2010 年（1998 年除外）。2010 年之前，印尼的通胀时常处于高位，尤其在亚洲金融危机之后，大多数东南亚国家通胀均明显回落，而印尼仍未能很好地控制通胀，平均通胀增速进一步上升。

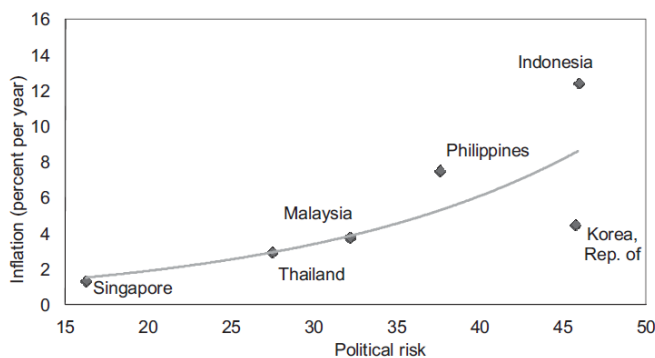
图12 近年来印尼 CPI 趋于缓和 (%)


资料来源：CEIC，海通证券研究所

为何这一阶段印尼通胀显著高于其他东南亚国家？一方面，或与印尼政府不稳定性以及政治风险较高有关。1998年苏哈托政府下台后，印尼开始了向民主化的转型，形成了多元制衡的政治结构，协调性较低。ICRG 数据也显示，印尼的政治风险显著高于东南亚其他国家。较高的政治风险可能会增加不确定性，降低经济运行效率，从而一定程度推升通胀。

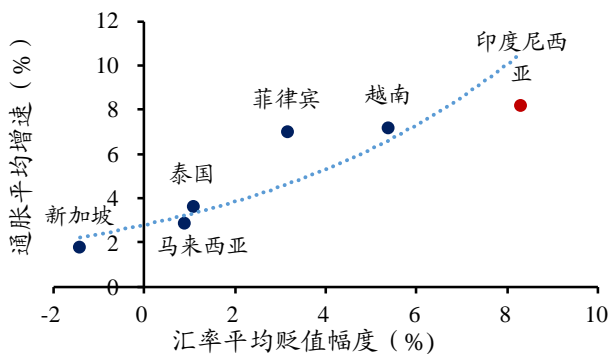
图13 印尼通胀显著高于其他东南亚国家


资料来源：CEIC，海通证券研究所

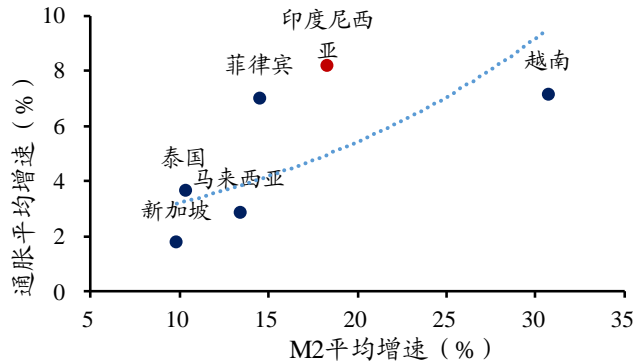
图14 印尼政治风险较高 (1991-2005 年平均)


资料来源：《Explaining Higher Inflation in Indonesia: A Regional Comparison》，海通证券研究所

另一方面，或与汇率贬值有关。印尼在 1990-2010 年期间货币平均贬值幅度比其他国家更大；印尼的 M2 平均增速也相对较高。

图15 1990-2010 年期间汇率贬值幅度更高


资料来源：CEIC，海通证券研究所，1990年-2010年平均

图16 印尼 M2 增速也相对较高


资料来源：CEIC，海通证券研究所，1990年-2010年平均

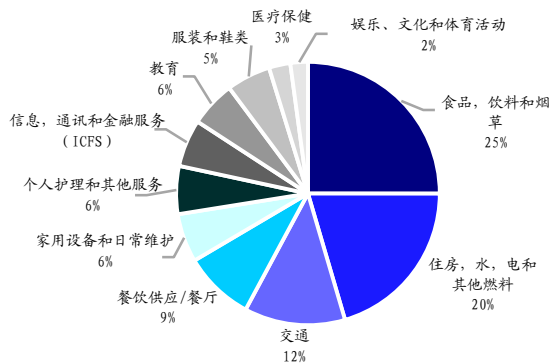
恶性通胀期：1998年。印尼在过去的高速发展中积累了较为沉重的外债负担，过早地开放资本市场，也使得印尼较容易受到资本流动的冲击。在 1997-1998 年的亚洲金融危机中，印尼遭受重创，印尼盾大幅贬值，并引发了恶性的通货膨胀。1998年9月，印

尼 CPI 同比增速一度飙升至 82.4%。

通胀缓和期：2010 年至今。 印尼通胀在 2010 年之后明显缓和，除了 2014-2016 年期间受能源价格影响之外，其余大部分时间都回落到了通胀目标之内。首先，2014 年佐科维多多上台后，印尼政治局势趋于稳定。其次，近年来印尼 M2 增速也在不断回落，货币贬值速度有所放缓。此外，印尼在 2005 年引入的通胀目标框架（ITF）有效性也在不断提高，或也使通胀预期得到了更好的锚定。

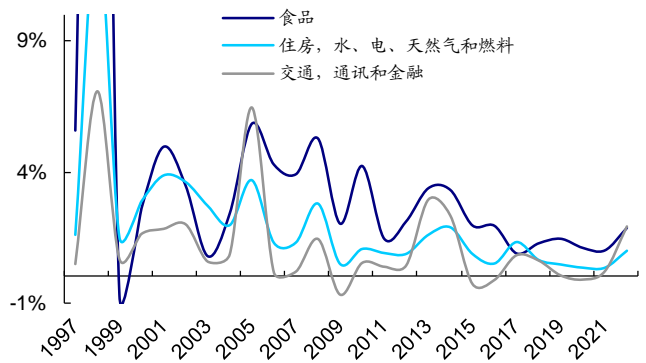
进一步来看，印尼通胀中食品饮料、住房水电燃料以及交通三大分项占比较高，合计接近 6 成，是通胀的主要干扰因素。其中，食品分项对 CPI 增速的拉动最大。而印尼核心 CPI 同比增速则相对稳定。

图17 食品饮料、住房水电燃料等占比较高



资料来源：CEIC，海通证券研究所

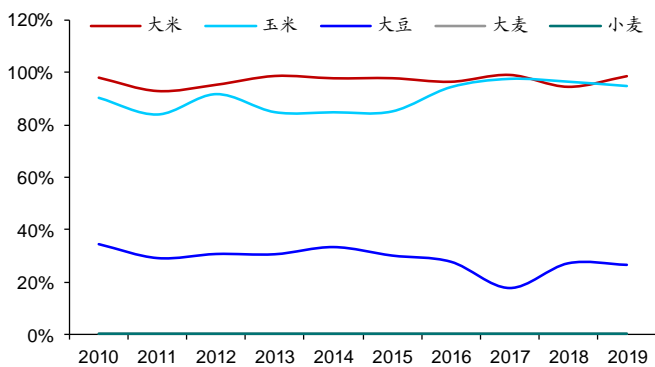
图18 各分项对 CPI 增速的拉动



资料来源：CEIC，海通证券研究所

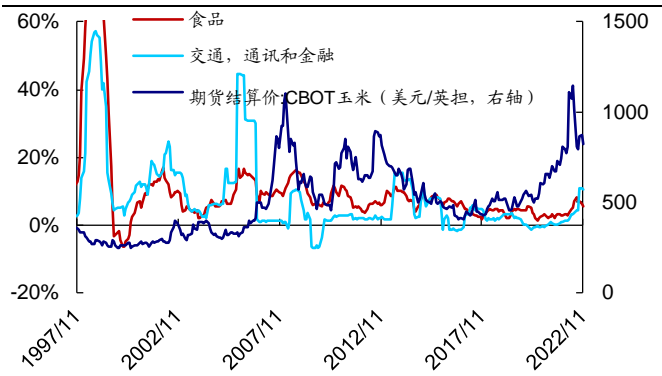
印尼食品通胀与国际粮价走势并不一致，反而与能源类通胀走势更为相关。例如，在 2002 年和 2006 年，国际粮价保持平稳，但印尼食品通胀大幅上行；在 2008 年、2012 年和 2021 年，国际粮价快速上升，但印尼食品通胀保持稳定。我们认为，这与印尼粮食自给率较高，受输入性通胀影响有限有关；而印尼基础设施并不完善，能源价格变动或在生产和运输环节影响了食品通胀。

图19 印尼粮食自给率较高



资料来源：CEIC，海通证券研究所

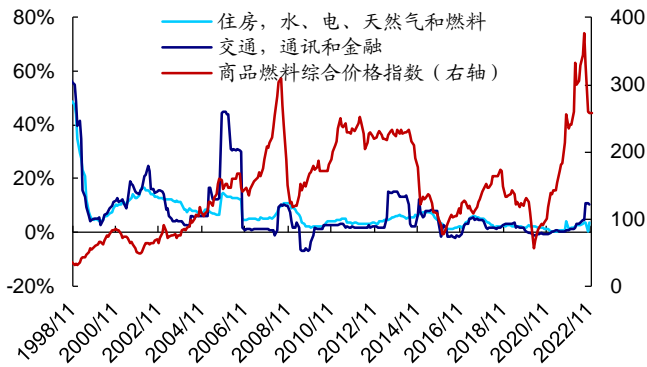
图20 食品 CPI 与国内能源类通胀的相关性更大



资料来源：CEIC，海通证券研究所

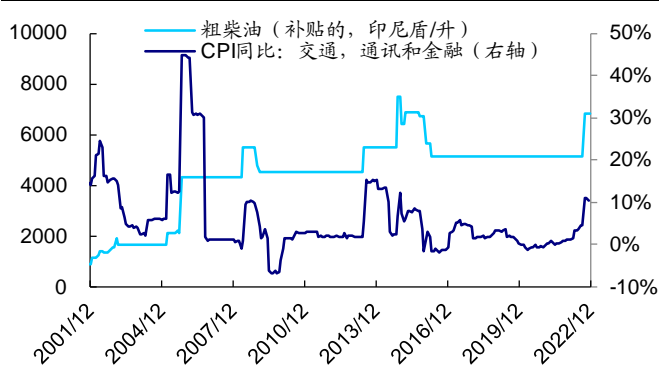
能源类通胀变动则更多与国内能源补贴政策有关。印尼通胀中住房水电燃料与交通等能源相关分项，与国际能源价格走势的相关性相对较低，反而与能源补贴政策变动较为相关。早在 20 世纪 60 年代中期，印尼就开始对能源价格（汽油、柴油、煤油等）进行补贴，以维持国内能源价格稳定，来减轻贫困群体的负担。但随着能源价格的上涨，能源补贴给印尼带来的财政压力也越来越大，尤其在 2004 年印尼转变为石油净进口国之后，印尼变为对进口燃料进行补贴。为了减轻补贴压力，印尼数次调高了受补贴能源的价格，这均带动了能源相关通胀的上行。而能源补贴政策的调整往往滞后于国际能源价格的变动。

图21 印尼国内能源类通胀与国际能源价格相关性较低



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图22 能源类通胀主要受印尼国内能源价格补贴政策影响



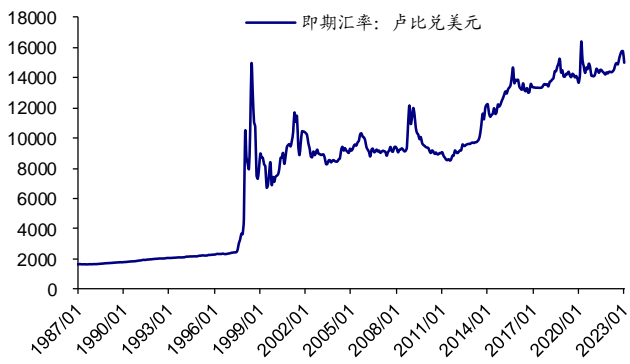
资料来源：CEIC，海通证券研究所

4. 汇率：有管理的浮动汇率

亚洲金融危机期间印尼汇率大幅贬值。一方面，或与印尼受金融危机冲击影响较大有关；另一方面，或与印尼本身外债风险较大有关。例如，1997年印尼短期外债与总储备的比重一路攀升到了1.9，外债与外汇总储备的比值更是高达7.8。1998年1月，印尼汇率相较一年前已经贬值337%。

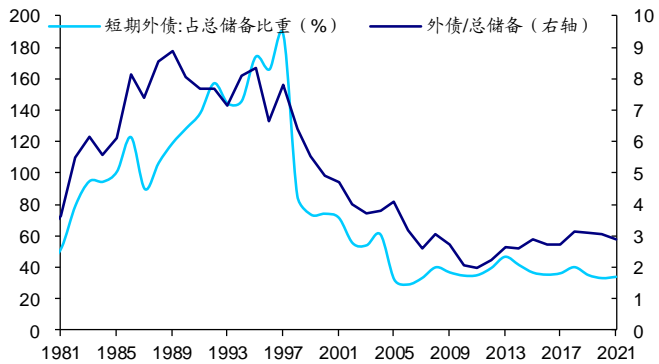
危机后印尼调整了汇率制度。在1997年之前，为了维持汇率稳定，印尼一直实行爬行盯住美元的汇率制度。但迫于亚洲金融危机期间汇率较大的贬值压力，印尼央行于1997年8月宣布实施浮动汇率制度。

图23 印尼汇率近年来呈持续贬值的趋势



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图24 外债风险近年来显著降低

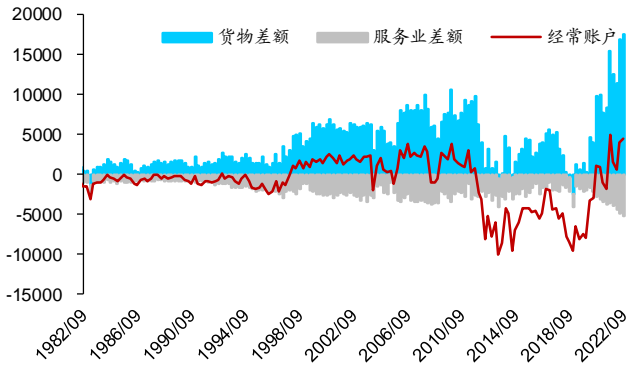


资料来源：CEIC，海通证券研究所

自2012年后，印尼进入了长期贬值的通道。一方面，与印尼陷入经常账户赤字有关。自2011年大宗商品繁荣期结束后，全球经济增长乏力，中国作为印尼最大的贸易伙伴，增长也开始放缓，使得印尼非油气商品的出口明显下滑。与此同时，油气类商品的进口金额还在不断上升，加重了经常账户赤字的规模。

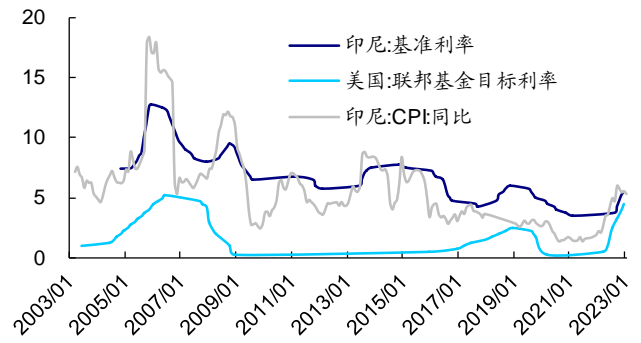
另一方面，与美联储货币政策干扰有关。2013年美联储释放taper信号后，引发了资本外流的恐慌，2013年12月，印尼汇率相较于2013年6月已贬值22.8%。同时，美联储在2015年开启了新一轮加息周期，而印尼并未跟随加息，反而持续降息以刺激经济，这也加大了汇率贬值的压力。当时的降息主要与印尼通胀回落至低位，经济增速又明显放缓有关。

图25 2012年后印尼陷入较长时间的经常账户赤字(百万美元)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图26 印尼基准利率(%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。