

ASEANの大国インドネシア

大統領選後の株式市場見通し

インドネシアでは2月に大統領選挙が行われ、現職のジョコ・ウィド大統領の路線継承を打ち出す現国防相のプラボウォ・スビアント氏が次期大統領に当選しました。一方、株式市場は3月以降軟調となっています。株式市場下落の背景と、新政権の政策、今後の見通しについてお伝えします。

3月以降の下落の背景

- ▶ 米FRB（連邦準備制度理事会）の利下げに対する市場期待は第1四半期、第2四半期で大幅に後退し、2024年初には年内に175bpsの利下げを想定していたものが、頑固なインフレと想定外に堅調な雇用環境を背景に、25-50bpsまで低下しました。その結果新興国株式市場全般に売り越しに転じました。
- ▶ インドネシア中央銀行（BI）は通貨インドネシアルピアの安定を支えるため、4月にサプライズで25bpsの利上げを実施しましたが、株式の投資家はこの利上げが経済成長に対してはネガティブな要因になると受け止めました。BIが再度利上げを実施する可能性は、今後のインドネシアルピアの動きに大きく左右されると考えられます。さらに、BIはSRBI（インドネシア中銀ルピア債）の発行額と利回りを引き上げる（最新のもの6か月～12か月の期間で7.13-7.33%の金利を付与）ことで市場の流動性を吸収しています。
- ▶ 同時に、財政支出が市場予想を下回ったことも消費者心理の低迷の一因となり、足元の企業収益には逆風となっています。
- ▶ 以下のように様々な要因が重なり、政府による経済成長に対する支援能力が低下している状況です。
 - i. 輸出の主要品目であるコモディティ価格が下落し、経常収支が赤字に転じたこと
 - ii. 金融システムにおける流動性の逼迫
 - iii. 新政権の内閣人事と政策に対する市場の様子見スタンス
- ▶ そのため、インドネシア株式に対する外的な要因、特にFRBの動向の影響が強いことを考慮すると、インドネシア国内の資産全体にリスクプレミアムは高止まりすると考えています。
- ▶ コンセンサスでは、金融システムの流動性が引き続き引き締め方向になる一方で、預金コストと信用コストが上昇していることから、銀行セクターの収益が伸び悩んでいるとして、第1四半期以降の業績予想を下方修正しています。
- ▶ 市場は、インドネシアルピアの下落や、ホリデーシーズンおよび選挙期間中における消費の一時的な盛り上がり鈍化していくこと、BIの金融政策スタンスがタカ派的（引き締め姿勢）であることによる影響により、EPS（一株当たり利益）の下方リスクが高まると見えています。

インドネシア株式市場の推移

（2022年12月30日～2024年6月21日、日次）

（ポイント）



出所：Bloomberg L.P.のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。
インドネシア株式：ジャカルタ総合指数

最終頁の「当資料に関してご留意いただきたい事項」もご参照ください。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379号／加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

英国プルデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているプルデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるプルデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

市場好転のきっかけ（カタリスト）

- ▶ プラボウォ次期大統領は、財政赤字の法定制限（GDP比3%）を守りつつ、財政支出を拡大することを目指しています。新政権の成長政策および次期内閣の人事がより明確になれば、政権に対する市場の信認が高まると予想されます。
- ▶ 2024年第1四半期のFDI（海外直接投資）は43億米ドル（前年同期33億米ドル）に達し、大統領選挙の影響で低調な四半期となるとの予想を大きく上回りました。インドネシア経済はFDIの加速から引き続き恩恵を受けると考えられます。
- ▶ 過去の市場の低迷時と比較すると、民間大手企業は高水準の配当と自社株買いに裏付けられるように、資金は潤沢で債務比率は低いという強固な体質になっています。利下げサイクルが始まれば、成長促進政策への転換が設備投資の力強い回復につながり、景気をさらに牽引する好循環が生まれる可能性があります。

次期大統領：プラボウォ・スビアント氏



（写真：代表撮影/ロイター/アフロ）

新政権の今後の政策

- ▶ プラボウォ次期大統領は、今後5年間の政権の主な目標として、食料自給率の向上、フリーランチ・プログラム（児童に栄養価の高い食事を無償提供）、エネルギー安全保障、貧困解消、鉱物資源の高付加価値化政策、低価格住宅の実現などを掲げています。
- ▶ また、GDP比3%という財政赤字の上限を維持することで財政政策に対する慎重さを維持するものの、これまでのように過度に保守的な財政スタンスはとらないと表明しています。なお、当社予想では財政赤字はGDP比2.8%まで拡大すると予想しています。
- ▶ 同氏は、実質GDP成長率8%という野心的な目標を2～3年以内に達成できると自信を示しています。農業、食料生産と流通、エネルギーが成長の原動力になると予想されます。また、工業化を支援するため、特にニッケル、石炭、パーム油における保護主義的な高付加価値化政策を推進する一方で、インドネシアはビジネスに対してオープンであることも強調しています。
- ▶ スリ・ムルヤニ財務相は、今後の政策に対応する2025年の財政赤字をGDP比2.45～2.8%（604～690兆ルピア）と暫定的に発表し、今年の予算2.3%（523兆ルピア）から大幅に拡大することを明らかにしました。

プラボウォ次期大統領の主な経済・財政政策



出所：各種報道等に基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。
図は全ての政策を網羅するものではありません。また、資料作成時点の情報をもとに作成したものであり、内容については今後変更される場合があります。

今後の見通し

- ▶ インドネシア株式は予想PER（株価収益率）ベースでは、過去3～5年平均と比べてかなり割安な水準となっています。これは2013年（量的金融緩和の縮小に対する金融市場の混乱、通称バーナンキ・ショック）や2015年（世界同時株安、通称チャイナ・ショック）などのショック時と同程度の水準ですが、当時と異なり、企業のフリー・キャッシュ・フローの創出能力、堅固なバランスシート、魅力的な配当利回り（約5%）などからも分かるように、現在の企業や大手銀行は大幅に健全化していることに注目すべきと考えます。企業は過去の低成長サイクルとは異なり、増配と自社株買いを通じて株主還元を継続しています（2024年5月時点での年初来の配当と自社株買いの規模は既に2023年水準を超過）。
- ▶ したがって、インドネシア株式の極端に割安な水準は、エントリー・ポイントとしては魅力的だと考えられます。次期政権がスタートするまでは成長見通しは保留すべきかもしれませんが、財政支出の見通しと今日の企業の全体的な健全性の両方を踏まえれば、当面（6～12か月程度）の見通しはポジティブと考えています。

リスクシナリオ

- ▶ インドネシア経済の長期的な成長ストーリーに変わりはなく、中長期的にはポジティブな見方を維持しつつも、いくつかのリスクシナリオには、引き続き注視が必要と考えます。

主なリスクシナリオ

- ✓ 通貨安防衛のための利上げ、金利の高止まりによる経済への下押し圧力、景気の下振れ
- ✓ 新政権による景気拡大策に伴う財政の悪化
- ✓ 首都移転の難航、費用増加による財政の圧迫
- ✓ コモディティ価格低下に伴う国際収支の悪化
- ✓ インドネシアルピアの下落に伴う輸入インフレの進行
- ✓ グローバルでのリスク回避姿勢による資金の流出