



インドネシア：長期的な成長ストーリー



ヴェロニク・エルブ
ポートフォリオ・マネジャー
新興国株式チーム

2025年6月

今年の初めには、インドネシアの株式市場の下落がニュースとなりました。それと同時に投資家は、中央銀行の独立性の弱体化などを含むプラボウォ・スピアント大統領の計画に懸念を抱いています。新興国株式チームのポートフォリオ・マネジャーであるヴェロニク・エルブは、最近の政治的移行が不確実性をもたらしているにもかかわらず、それでもなおインドネシアの株式ストーリーがなぜ魅力的であるのかを解説します。

ポイント

- ▶ **新興国の中でも選好される市場**: 豊富な若い人口を抱えるインドネシアは、安定した民主主義と、裁量的支出が加速する一人当たりGDPに達しつつある消費者基盤によって選好される市場となっています。
- ▶ **EVのトレンド**: インドネシアは、資源主導型の経済ですが、ニッケルを通じてEV（電気自動車）の拡大トレンドを活用し、そのバリューチェーンも進歩させています。2024年には海外から多額の投資資金が流入しました。
- ▶ **政策の方向性が市場を不安定に**: 今年に入ってインドネシアの株式市場は新興国市場全体よりも下落しており、インドネシア・ルピアは他のASEAN諸国通貨と比較しても対米ドルで大幅に下落しています¹。これは、ジョコウィ前大統領の任期中の安定した成長と投資環境とは対照的に、新政府の政策の方向性に対して懸念が生じていることに起因しています。

インドネシア株式市場の下落は新興国株式のローテーションによるものなのでしょうか、それとも、プラボウォ大統領の政治的失策に対する懸念を反映しているのでしょうか。中国株式は年初来で上昇する一方、インドネシアは下落しています。これは、中国への資金移動だけではなくインドネシアの政治的な問題の影響を受けていると考えられます。インドネシアの株価下落は、プラボウォ大統領の新たなソプリン・ウェルス・ファンド（ダナンタラ）に対する懸念と、政府における軍事的影響力の高まりによって引き起こされました。この下落は、1年間の政策の不確実性と、現政権の混乱させるようなメッセージが招いたものでした。また、2024年初頭の選挙結果から2024年10月の大統領就任までの具体的な政策の不在は、公共支出の不足につながりました。

¹ MSCI、2025年3月時点

同時に、マイクロファイナンス融資に危機が生じました。資源価格の下落と停滞する賃金上昇がインドネシアの消費者および市場を圧迫しました。投資家は、米国の利下げとともにそれ以外の地域の金融緩和が行われることを期待して耐えてきました。しかし、米国の選挙結果によって金利の高止まりと米ドル高が続いたことを受けて、ASEAN諸国の通貨は下落しました。

現在、プラボウォ大統領の政策は、ジョコウィ前大統領の投資主導型モデルとは異なる成長志向の社会主義的アプローチを採用していますが、投資家は、政府における軍部の存在の拡大およびダナンタラに警戒感を示しています。レイ・ダリオ氏のアドバイザーへの起用などによってダナンタラの構造と経営がより明確になったこと、さらに、国営銀行の取締役を信頼できる技術官僚を起用して刷新したことは、株式市場の一定の回復を促しました。魅力的なバリュエーションを考えればある程度楽観的な見方はできますが、モメンタムを維持するためには一貫した成長志向の政策と明確なコミュニケーションが不可欠です。

プラボウォ大統領の政策に関して何が懸念を生じさせているのでしょうか。

ジョコウィ前大統領の下でのまとまりのある政策実行とは対照的に、プラボウォ政権の不明瞭なコミュニケーションは市場のセンチメントを悪化させています。軍法やダナンタラに対する当初の懸念はありましたが、軍人ではなく有能な専門家をダナンタラの担当者に任命したことは安心材料となっています。

政府内における軍事的役割の拡大により、スハルト時代に見られたような政治にも関与する軍事政権への回帰が懸念されていましたが、現政権は軍事ポストをわずかに増やし、防衛と安全保障に重点を置いただけで、政府との分離を維持しています。

しかし、さらなる民軍統合は市場にマイナスの影響を与える可能性があります。プラボウォ大統領は、軍事的影響力が大きいと、インドネシアの将来と外国からの投資を危うくし、コモディティへの依存を永続させてしまう可能性があるとの認識から、市場の反応に注意を払っているようです。

ダナンタラに対する軍の介入と監視への投資家懸念が、市場の最近の下落の一因となりました。しかし、ダナンタラの実業家が多様で経験豊富なメンバーで構成されたことは、有効なガバナンスを示唆しています。現在過小評価されているこの市場は、短期志向の投資家が買いに参加したことで反発がみられました。プラボウォ大統領の国内消費に向けた政策の明確さが、投資家にとって次の焦点となるでしょう。

インドネシアは、国内の課題にもかかわらず、BBB格の信用格付けを維持しており見通しも「安定的」とされています。これは堅調な経済基盤、成長の可能性、そして財政規律に対する信頼を示しています。

市場の上昇や下落をもたらす要因は何でしょうか。

投資家は、ジョコウィ前大統領のインフラ投資からプラボウォ大統領の消費重視への政策移行を懸念しています。プラボウォ大統領の「無料の学校給食」プログラムは、いいことではありますが、十分ではありません。インドネシアは雇用を創出し、賃金を押し上げるために、より多くの海外直接投資（FDI）を誘致しなければなりません。EVバッテリー分野にはある程度の投資が見られますが、より広範な分野におけるFDIが必要と考えられます。インドがFDIの誘致や民間および公的部門への投資に成功しているのとは対照的に、インドネシアの経済成長は潜在成長率を下回ると見込まれています。これは、インドネシアの政策の緩慢さを浮き彫りにしています。

無料学校給食プログラムのようなポピュリスト的施策は、質の高い成長という点では議論の余地があります。インフラ投資は、雇用とFDIの誘致にとって引き続き重要です。ボルネオに建設中の新首都「ヌサンタラ」のようなプロジェクトが議論されており、空港、道路、公共交通機関に重点を置くことが有益であるとの提案もなされています。FDIは、エネルギー不足を解消し、通貨を支え、経済の安定性を高めるために不可欠です。

ドル安を受けて、インドネシア中央銀行は政策金利を引き下げました。これが、国内経済と不動産市場を支援することにつながるかもしれませんが、コモディティ市況の回復、FDIまたは公共支出の増加、金利の引き下げ、政府へのさらなる軍事的関与の回避は、インドネシアに対する見通しを改善させる可能性があります。2025年1-3月期の経済成長はやや鈍化しましたが、マイクロファイナンスの不良債権問題は2025年半ばまでに解決され、年後半には信用コストが低下し、銀行収益が改善する可能性があります。大手優良銀行は、10年ぶりの低いバリュエーションで取引されており、投資機会を提供しています。銀行が株式市場の60%の割合を占めていることを考えると、こうした安心感は市場のアップサイドにつながるでしょう。

最後に、現在の政治情勢による投資への影響はどのようなもののでしょうか。

インドネシアは新興国株式市場に占めるウェイトが小さく（新興国株式ベンチマークの1.2%）、この市場が新興国市場全体のパフォーマンスに影響を与えるようになるには大幅な成長が必要です。投資家は、同国市場のバリュエーションと成長可能性に自信がもてれば、かなりのオーバーウェイトを選択することができます。ただ、利回りの高さや通貨価値の下落もありバリュエーションが魅力的となっている一方で、プラボウォ大統領の政策の有効性や5%成長の実現可能性については、依然として疑問が残ります²。大型株が少なく売買流動性が課題となっている状況を踏まえると、確信度のある長期保有の投資が必要であると考えられます。そもそも、ベンチマークの1.2%しかない市場に対して確信を持っていないのであれば、その市場の株式に投資する必要は無いかもしれません。

² business-indonesia.org/news/prabowo-s-economic-plans

私たちの新興国株式運用チームは、常にインドネシアの株式ストーリーを選好しており、他のほとんどの外国機関投資家と同様、オーバーウェイトのポジションを継続してきましたが、このオーバーウェイトは過去18ヶ月間で低下しています。足元は、プラボウォ大統領の政策が正しい方向に進んでいることを確認したい一方で、長期的に見ると、同国の消費者市場は、多くの人口を抱え、年齢構成も若く、都市化が進んでいることから、急速に成長しており、その潜在的可能性は依然として魅力的と考えられます。生産年齢人口は従属人口よりも急速に増加し、今後10年間で毎年160万人が労働市場に参入すると予想されており、同国の労働力市場も拡大しつつあります³。

このような人口動態の優位性は、教育や都市化の進展とともに、中所得国となったインドネシアをさらに有利な立場に導いています。雇用創出の必要性はありますが、人口ボーナスと現在の魅力的なバリュエーションによって、私たちは同国株式市場に前向きな見通しを持っています。

³ [Tradingeconomics.com](https://tradingeconomics.com)



RBC BlueBay
Asset Management

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によって作成されたものです。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の同意なしに再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、その正確性について保証するものではありません。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資料の日付時点のものであり、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 (Royal Bank of Canada (RBC)) の資産運用部門であり、RBC Global Asset Management (U.S.) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc.(RBC GAM Inc.)、RBC Global Asset Management (UK) Limited (RBC GAM – UK)、RBC Global Asset Management (Asia) Limited (RBC GAM – Asia)、および RBC Indigo Asset Management Inc.を含みます。これらは、別会社ですがRBCの関連法人です。

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

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



■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。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬 (上限)	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬 (上限)	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

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。この他、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をご遠慮下さい。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。

以上