

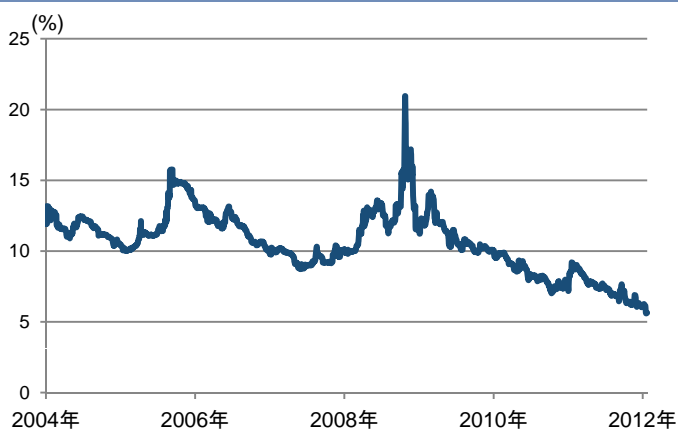
## インドネシアの格上げについて

大手格付機関のムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク(以下、ムーディーズ)は、1月18日、インドネシアの外貨建ておよび自国通貨建て長期債務格付けを投機的といわれる「Ba1」から投資適格級の「Baa3」に引き上げ、格付け見通しを「安定的」としました。これに先立って、昨年12月15日には、フィッチ・レーティングス(以下、フィッチ)が同国の長期債務格付けを「BB+」から「BBB-」に引き上げ、見通しを「安定的」としています。また、スタンダード・アンド・プアーズ(以下、S&P)は同国の格付けを「BB+」、見通しを「ポジティブ」としています。これにより、代表的な格付機関3社のうち、S&Pを除く2社がインドネシアを投資適格級に引き上げたこととなります。

ムーディーズは格上げの理由として、①インドネシア政府の財政状況が投資適格級に適った状態が継続すると考えられることや②同国の経済成長が大規模な外的ショックに対する耐性を有すること、③外貨準備が潤沢であり、同国政府が資本の流失などの金融面での懸念に対処する手段を備えていること、そして④金融システムが健全であることを挙げています。

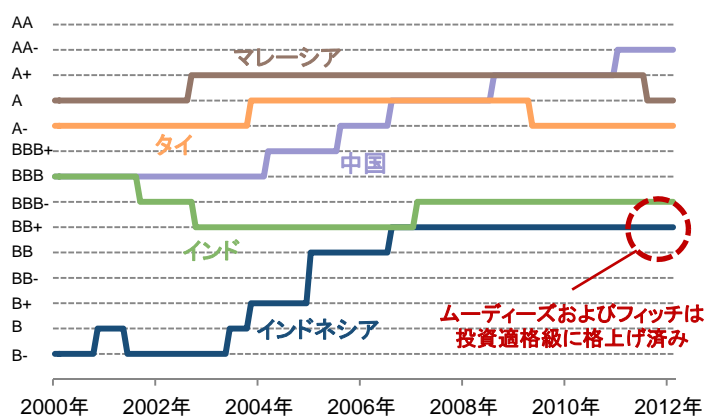
インドネシアはアジア通貨危機に見舞われた1997年以降、投機的等級で推移してきましたが、経済・財政の健全化とともに、2003年頃からは格付けが段階的に引き上げられています。

インドネシア10年国債利回り



出所:ブルームバーグ、計算期間:2004年1月~2012年1月25日

格付け推移(自国通貨建て、S&amp;P)



出所:ブルームバーグ、2012年1月時点

## Point!

## ソブリン・シーリングとは

ある国の企業の信用格付けはその国の政府の格付けを上回る事ができないという信用格付けに対する考え方のことを「ソブリン・シーリング」といいます。この考え方は、政府が債務不履行を起こす場合は増税、外為規制など様々な制限政策が行なわれ、その国の企業の経営に大きな影響をおよぼすという考え方に基づいています。そのため、個別企業の財務内容がどんなに良好であっても、一部のグローバル企業を除き原則としてその国の格付けが上限(シーリング)となります。

エマージング市場(含むアジア)においては、上記の理由により個別企業の格付けなどの評価には国の格付けが先進国と比較してより重要となってきます。特に、格付けの低い国におけるハイ・イールド債券の発行体は、政府との関連性が相対的に高くなるため、これらの銘柄は政府の信用力、政府との関連性などの評価がより重要な評価項目となります。

このことから、格付機関によるインドネシアの格上げは、同国の企業が発行するハイ・イールド債券にとっても追い風となることが期待されます。

経済、市場等に関する予測は、高い不確実性を伴うものであり、大きく変動する可能性があります。弊社及び予測機関は、予測値の達成を保証するものではありません。

本資料は、情報提供を目的としてゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社(以下「弊社」といいます。)が作成した資料であり、特定の金融商品の推奨(有価証券の取得の勧誘)を目的とするものではありません。本資料に記載された過去のデータは、将来の結果を示唆あるいは保証するものではありません。本資料は、弊社が信頼できると判断した情報等に基づいて作成されていますが、弊社がその正確性・完全性を保証するものではありません。本資料に記載された市況や見通し等は、本資料作成時点での弊社の見解であり、将来の動向や結果を示唆あるいは保証するものではありません。また、将来予告なしに変更する場合があります。本資料の一部または全部を、(I)複写、写真複写、あるいはその他のいかなる手段において複製すること、(II)弊社の書面による許可なく再配布することを禁じます。

© 2012 Goldman Sachs. All rights reserved. < 66607.OTHER.OTU >

ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社



Asset  
Management

## インドネシアの魅力

## アジア通貨危機と経済構造の強化

1997年7月のタイバーツ切り下げに始まったアジア通貨危機は、マレーシア、インドネシア、そして韓国へと伝播しました。当時、インドネシアは慢性的な経常赤字を外国からの資本流入で埋め合わせていましたが、タイバーツ危機をきっかけに外国資本が流出に転じたことを受けて経済危機に陥り、国際通貨基金(IMF)に支援を要請しました。

IMFによる支援は、同国の政治・経済構造を大きく変革させる契機となりました。当時の厳しい経験から、債務に対し非常に敏感になり、その結果、2000年以降の高成長が生み出されました。

## 健全な財政状況

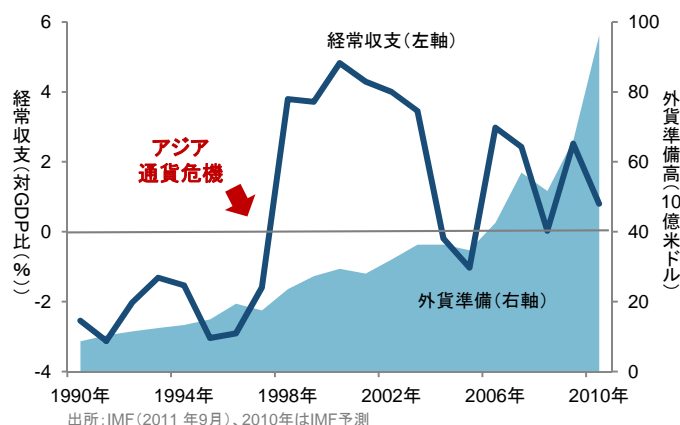
2000年に100%近い水準にあったインドネシアの公的債務(対GDP比)は年々低下し、2011年には25%程度になると見込まれます。

## 各国の公的債務(対GDP比、%)

| 国名            | 2009年       | 2010年       | 2011年       | 格付け(S&P)   |
|---------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| 日本            | 216.3       | 220.0       | 233.1       | AA-        |
| ギリシャ          | 127.1       | 142.8       | 165.6       | CC         |
| 米国            | 85.2        | 94.4        | 100.0       | AA+        |
| ブラジル          | 68.1        | 66.8        | 65.0        | A-         |
| インド           | 69.4        | 64.1        | 62.4        | BBB-       |
| メキシコ          | 44.7        | 42.9        | 42.9        | A-         |
| 南アフリカ共和国      | 30.9        | 33.8        | 36.1        | A          |
| <b>インドネシア</b> | <b>28.6</b> | <b>27.4</b> | <b>25.2</b> | <b>BB+</b> |

出所：IMF(2011年9月)、ブルームバーグ 2010年および2011年の債務比率は予測値

## 経常収支(対GDP比)と外貨準備高の推移



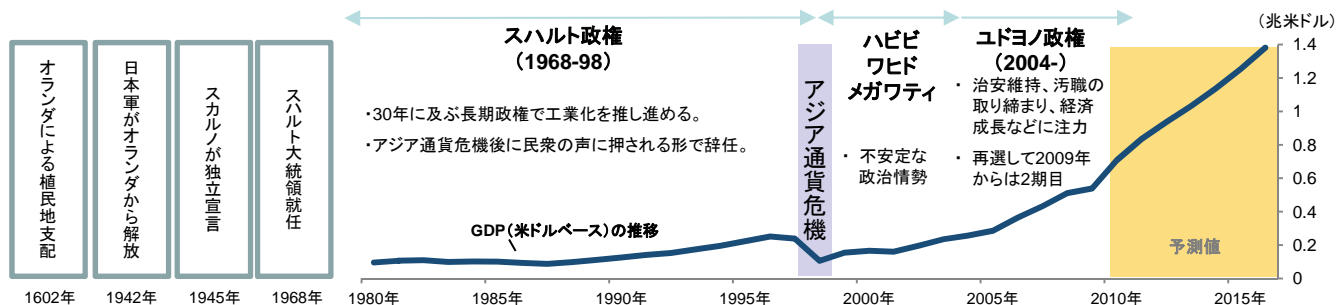
## インドネシアの政治情勢

インドネシアは1997年のアジア通貨危機以降、経済的・政治的に不安定な状態が続いていましたが、2004年に誕生し、現在第2期目となるユドヨノ政権の下、安定した政治社会情勢を背景に、経済構造改革、インフラ整備、外資の取り込みなどが期待されています。

## アジアの高成長国

経済成長に伴う所得水準の向上により、中間所得層が大幅に拡大しており、個人消費の更なる拡大が見込まれます。インドネシア経済は、堅調な内需などを背景に今後も高い経済成長を維持すると考えられます。また、内需による経済成長への寄与が大きいことから、欧州債務危機などの外的ショックによる影響は相対的に低いと考えられます。

## インドネシアの歩み



経済、市場等に関する予測は、高い不確実性を伴うものであり、大きく変動する可能性があります。弊社及び予測機関は、予測値の達成を保証するものではありません。

本資料は、情報提供を目的としてゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社(以下「弊社」といいます。)が作成した資料であり、特定の金融商品の推奨(有価証券の取得の勧誘)を目的とするものではありません。本資料に記載された過去のデータは、将来の結果を示唆あるいは保証するものではありません。本資料は、弊社が信頼できると判断した情報等に基づいて作成されていますが、弊社がその正確性・完全性を保証するものではありません。本資料に記載された市況や見通し等は、本資料作成時点での弊社の見解であり、将来の動向や結果を示唆あるいは保証するものではありません。また、将来予告なしに変更する場合があります。本資料の一部または全部を、(I)複写、写真複写、あるいはその他いかなる手段において複製すること、(II)弊社の書面による許可なく再配布することを禁じます。

© 2012 Goldman Sachs. All rights reserved. < 66607.OTHER.OTU >

ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社

Goldman  
Sachs

Asset  
Management

## 市場見通し

## アジア・ハイ・イールド債券市場見通し

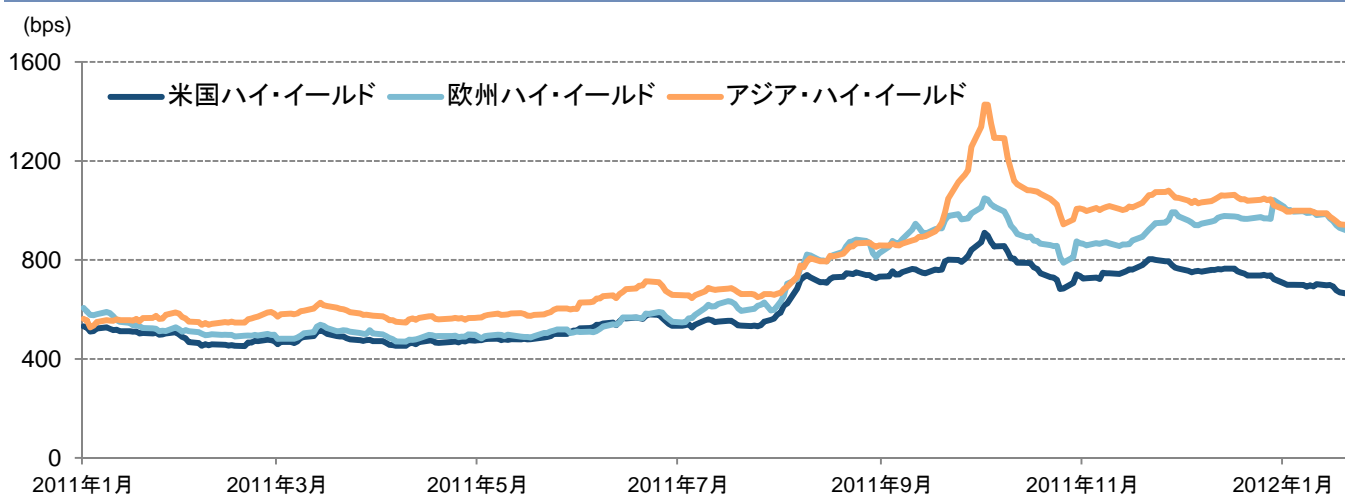
当社ではアジア・ハイ・イールド債券市場については、慎重ながらも楽観的な見方をしています。短期的には、マクロ経済環境の先行き不透明感に加え、欧州の債務問題、良好とはいえない需給環境、資金調達環境の厳しさなどにより、変動の激しい展開になると予想しています。しかし、企業の財務基盤が引き続き良好であること、予想デフォルト率を考慮した場合のスプレッドが魅力的な水準にあることなどが、アジア・ハイ・イールド債券市場の支援材料になると見ています。デフォルト率については、当面、償還を迎える銘柄が限られていることから、短期的に管理可能な水準にとどまると見ています。

## インドネシア債券市場見通し

インドネシアの公的債務比率は低下しており、同国の財政は極めて健全な状態にあるといえます。また、民間企業が海外から借り入れた債務も大幅に減少しています。中央銀行は積極的に外貨準備高を引き上げ、外国資本の流出といった懸念への対応を進めています。また、GDPに占める投資の割合は、これまでの数年間で大きく増加しており、これはインドネシア経済の中長期的な成長を促進すると考えられます。

今回のインドネシアの格上げは、財政再建や経常収支の黒字化、公的債務比率の低下など、これまでのファンダメンタルズ（経済の基礎的諸条件）の改善を反映したものとなっています。マクロ経済の改善は投資を促進し、インドネシアの成長を更に高めると考えられます。インドネシアのマクロ経済環境の改善は今後も中長期で続いていくとみており、インドネシアの企業が発行するハイ・イールド債券にとっても追い風になっていくと考えています。

ハイ・イールド債券指数のスプレッド\*推移(2011年1月～2012年1月24日)



| スプレッド水準       | 過去平均** | 2010年12月末 | 2012年1月24日    |
|---------------|--------|-----------|---------------|
| アジア・ハイ・イールド債券 | 657pbs | 567bps    | <b>943bps</b> |
| 米国ハイ・イールド債券   | 652pbs | 541bps    | <b>662bps</b> |
| 欧州ハイ・イールド債券   | 735pbs | 603bps    | <b>902bps</b> |

出所：バンクオブアメリカ・メリルリンチ

\*スプレッドとは債券の国債に対する利回り上乗せ幅を指し、一般的にスプレッドが縮小(拡大)する過程では、債券の価格は上昇(下落)します。

\*\*過去平均の計算期間：2000年1月～2012年1月24日

経済、市場等に関する予測は、高い不確実性を伴うものであり、大きく変動する可能性があります。弊社及び予測機関は、予測値の達成を保証するものではありません。

本資料は、情報提供を目的としてゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社(以下「弊社」といいます。)が作成した資料であり、特定の金融商品の推奨(有価証券の取得の勧誘)を目的とするものではありません。本資料に記載された過去のデータは、将来の結果を示唆あるいは保証するものではありません。本資料は、弊社が信頼できると判断した情報等に基づいて作成されていますが、弊社がその正確性・完全性を保証するものではありません。本資料に記載された市況や見通し等は、本資料作成時点での弊社の見解であり、将来の動向や結果を示唆あるいは保証するものではありません。また、将来予告なしに変更する場合があります。本資料の一部または全部を、(I)複製、写真複写、あるいはその他のいかなる手段において複製すること、(II)弊社の書面による許可なく再配布することを禁じます。

© 2012 Goldman Sachs. All rights reserved. < 66607.OTHER.OTU >

ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社



Asset  
Management