



## 印尼提高財赤率 大量國債發行加速債務水平上升

3 月中旬印尼金融和外匯市場波動，債市和匯市價格全線下滑，年內印尼盾兌美元曾下跌 17%，10 年期印尼國債收益率上升超過 100 基點至 8% 以上水平。其後隨著全球避險情緒降溫、流動性風險減少和印尼央行的積極干預，印尼盾從低位反彈，10 年期印尼國債收益率亦從高位回落 130 基點至 6.98%，比疫情前僅高 7 基點（圖 1）。但受疫情影響，印尼的財赤率和財政支出預算將大幅增加，未來需要發行更多國債去填補擴大的財政赤字。同時政府放寬讓印尼央行在一手市場購買國債，或反映市場沒有足夠的需求吸納政府額外的債券供應。未來在政府加速發行國債和外國投資者資本沒有明顯回流下，國債的價格可能在短期內承壓，收益率持續下跌幅度有限。以目前疫情對經濟的影響來看，印尼債務水平需要一段長時間才能回到疫情前的水平。

李睿正  
分析員  
Tel : 21607272  
andrewli@bochk.com



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

聲明：  
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

圖 1：印尼 10 年期國債收益率（%）



資料來源：Bloomberg, 中國銀行香港金融研究院

## 近期導致印尼國債收益率回落的因素

1. **流動性風險和避險情緒減低**：3月初疫情在全球爆發，投資者急忙變現資產而轉換成美元。全球避險情緒高漲，資金從新興市場流出，外國投資者佔比大的印尼債券市場受衝擊更顯著。衡量債券的違約風險和風險溢價的信用違約交換（CDS）價格反映市場升溫的避險情緒，5年期印尼美元國債 CDS 價格從 94 一路走高至 302（圖 2）。其後美聯儲在市場注入大量美元，為其他央行提供美元的回購和外匯掉期（美聯儲為印尼央行提供 600 億美元回購額度），同時世界大多數央行都為當地市場注入流動性（印尼央行注入約 583.5 萬億印尼盾的流動性），流動性風險隨即減低。各國大力推行更寬鬆的財政和貨幣政策，市場避險情緒降溫，印尼 CDS 價格和國債的風險溢價亦回落。

圖 2：印尼 CDS 價格（基點）



資料來源：Bloomberg, 中國銀行香港金融研究院

2. **印尼央行干預外匯和債券市場**：外國投資者資本大幅流走，印尼盾大幅貶值，印尼央行在市場進行三重干預以穩定印尼盾匯價。由於外地資金主要由印尼債市流出，央行在二手市場大手購入國債穩定債券價格，以減少市場拋售印尼國債和兌換出售印尼盾的情況。印尼央行目前共在二手市場購入約 166.21 萬億印尼盾（116.7 億美元）的國債，有效減少債券收益率持續下行的壓力。

3. **息差擴大**：印尼 10 年期國債與美國國債息差相對年初曾擴大超過 200 基點，與 12 個月同業拆息息差曾擴大約 150 基點（圖 3），吸引投資者購入，支持國債價格。

圖 3：印尼國債與美國國債和印尼同業拆息息差（%）

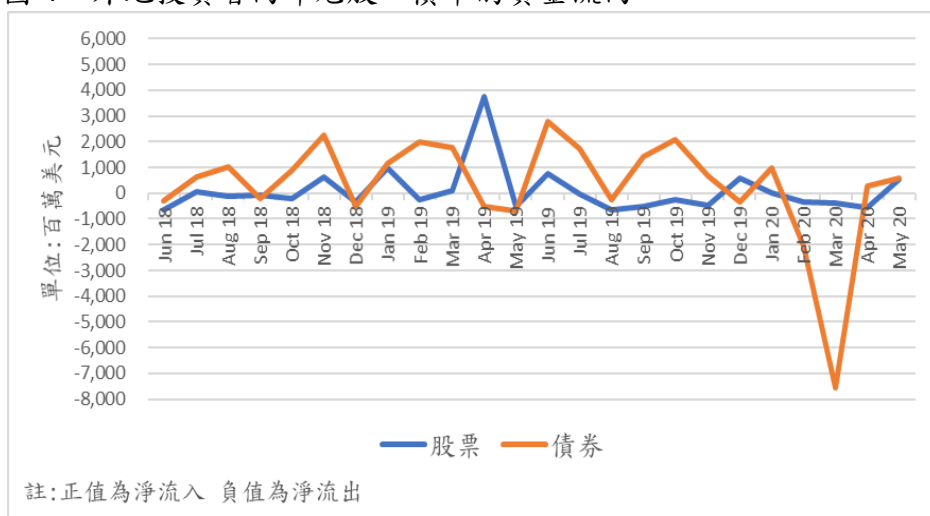


資料來源：Bloomberg, 中國銀行香港金融研究院

4. 印尼盾反彈，本幣債券的總回報率上升：在流動性風險減低、全球避險情緒降溫、印尼央行干預、通脹緩和（5月為2.19%，4月為2.67%）、第1季經常帳赤字比率出現改善下（現為1.4%，2019年第4季為2.8%），印尼盾從低位回彈14%至現時14245水平。印尼盾升值和回穩，令持有印尼本幣債券的總回報率上升。

綜合以上因素，印尼債市吸引部分投資者的資本回流，支持國債收益率回落。但值得一提的是主要購買國債的是本地銀行和央行，而非外地投資者。年初外地投資者持有印尼國債的比率高達38.6%，現時已跌至30.5%。根據IIF的數據，2月至3月印尼債市非居民的資金淨流出逾96億美元。4月起由淨流出轉至淨流入，但4月淨流入僅為2.7億美元，5月升至5.9億美元（圖4）。

圖 4：外地投資者向印尼股、債市的資金流向



資料來源：Institute of International Finance(IIF), 中國銀行香港金融研究院

## 政府財赤率擴大 需發行更多國債

疫情對經濟的打擊比此前政府的預期更為嚴重和深遠。印尼第1季經濟增長環比收縮2.4%、製造業PMI跌至記錄以來低位、4月出口按年減少7%、1至4月稅收按年下跌3.1%。2019年經濟增長為5.02%，政府將今年預測下調至-0.4%至2.3%。

5月18日印尼財政部長Sri Mulyani Indrawati指今年財赤可能會達到1028.5萬億印尼盾（722億美元），財赤率為6.27%，將會是自1998年以來最高。6月3日財政部預計財赤率會進一步擴大至6.34%。政府在4月通過放寬法律訂立3%赤字率上限至2022年，當時政府目標財赤為853萬億印尼盾，財赤率為5.07%。

政府將全年淨債券發行目標由389.4萬億印尼盾大幅提高160.2萬億至549.6萬億印尼盾，另推出450萬億印尼盾的大流行病債券（pandemic bond）為疫情額外支出籌集資金。政府今年截至4月一共發行總值376.5萬億印尼盾的國債，5月起至年底再發行總值697.3萬億印尼盾的國債。

## 國債價格或在短期內承壓 債務水平加速上升

3月政府債務與GDP佔比從2019年的30.18%上升至32.51%。世界銀行預測印尼政府債務與GDP佔比今年會上升至37%。惠譽（Fitch）則認為佔比會在2022年上升至高峰的37%，其後政府債務增長率會逐漸回到約5.5%的水平。政府調低企業稅，今年從25%下調至22%，2022年起減至20%，對長期政府財政收益造成一定影響。評級機構標普（S&P），穆迪（Moody's）和惠譽維持印尼長期信用評級在BBB的水平，但標普在4月17日將其展望由穩定下調至負面，指政府的財務、債務的水平和外圍狀況加大印尼的下行風險。

4月初政府放寬印尼央行購買國債的規定。現時央行可在一手市場購買國債。疊加資金大量流出和赤字率預算擴大，市場早預期政府需為財政支出發行大量國債。消息傳出後，4月1日至5月12日期間，10年期國債孳息率徘徊在8%水平的上下區間，反映當時市場對印尼債券的風險溢價增加和供應大幅增加的預期。

印尼央行在6月2日持有443.48萬億印尼盾（311.3億美元）的國債，期間在一手市場購買了23.98萬億印尼盾的國債，在二手市場購買了166.21萬億印尼盾的國債。根據高盛估計，印尼央行要在年終前再購買350至400萬億印尼盾國債，使印尼央行持有

量增加一倍。在過去 2 個月，政府發行的債券大多被當地銀行和印尼央行吸納，互惠基金、退休基金和外地投資者增持量甚少，現時銀行與央行合共持有 39.2% 的國債，外地投資者持有 30.5%，反映非銀行機構和外地投資者對印尼國債仍然維持審慎觀望態度（表 1）。

在印尼盾匯價持續回穩的趨勢下，央行在債市干預的力度會逐漸減少。未來政府需要發行大量國債，若市場投資者繼續維持審慎觀望態度及外國投資者資本沒有明顯回流，國債的價格可能在短期內承壓，收益率持續下降幅度有限。疫情對印尼經濟的打擊沉重，稅收減少和支出增加令財赤進一步擴大，政府需要發行更多國債，亦需花更長時間才能將債務回到疫情前的水平。

表 1：印尼盾政府債券持有量

2020年	1月末	2月末	按月變動 (萬億)	3月末	按月變動 (萬億)	4月末	按月變動 (萬億)	6月2日	變動 (萬億)
印尼盾政府債券持有量(萬億)	2787	2826	39.2	2833	7.4	2911	77.4	3051	139.9
本地投資者	1710	1778	68.1	1906	128.7	1986	79.6	2118	132.3
銀行	740	804	64.7	763	-41.0	816	52.9	935	118.5
印尼央行*	120	115	-5.1	255	140.0	262	6.6	262	0.2
非銀行	850	858	8.5	888	29.7	908	20.1	922	13.6
互惠基金	130	130	-0.1	129	-0.8	133	3.1	134	1.2
保險	217	218	1.2	226	8.0	268	41.8	278	9.6
退休基金	260	264	4.5	272	7.6	228	-43.8	228	-0.1
證券商	-	-	-	-	-	-	-	-	-
個人投資者	79	79	-0.5	87	8.3	92	4.7	未公布	-
其他	164	167	3.4	173	6.6	188	14.3	未公布	-
外地投資者	1077	1048	-28.9	927	-121.3	925	-2.1	932	7.6

註：印尼央行的持有量扣除了與銀行進行貨幣操作中的政府債券

資料來源：Bloomberg, 印尼央行，中國銀行香港金融研究院

## 近期報告

1.	《關於金融支持粵港澳大灣區建設的意見》助力灣區金融合作創新邁上新台階	李睿正	05.18
2.	取消境外機構投資者額度限制助推人民幣國際化進程	孔玲	05.12
3.	一季度香港經濟創紀錄新低	蔡永雄	05.05
4.	美聯儲維持利率不變，承諾使用所有工具支持經濟	韓鑫豪	05.05
5.	從美國視角看疫後商品貿易的可能變化	張謙	04.08
6.	歐美疫情持續之下人民幣匯率走勢分析	應堅	04.02
7.	貨幣財政雙管齊下，應對新冠經濟衝擊	張文晶	03.30
8.	印尼和菲律賓本年第二次降息	李睿正	03.24
9.	跟隨全球央行步伐 越南本年首次降息	李睿正	03.20
10.	油價急跌將對文萊經濟產生嚴重影響	張瓊	03.18
11.	美聯儲再啟零利率與量化寬鬆	韓鑫豪	03.16
12.	泰國失業率或攀升至 3%，降息壓力進一步增大	張瓊	03.12
13.	馬來西亞央行本年第二次降息 25 基點	李睿正	03.05
14.	美聯儲緊急降息 50 基點，世界降息潮再臨	蔡永雄、韓鑫豪、張謙	03.04
15.	黃金與日圓走勢背道而馳	張文晶	03.02
16.	央行多管齊下全力支持抗擊疫情	席帥	02.28
17.	香港特區政府推出大規模逆周期紓困措施	黃思華	02.28
18.	印尼央行啟動預防性降息 下調利率 25 基點	李睿正	02.26
19.	泰國 2019 年經濟增長放緩至 2.4%	李睿正	02.19
20.	央行新政策為境外投資者進入內地衍生品市場提供便利	孔玲	02.17