

印尼是一个怎样的国家？ ——新兴市场一本通之印度尼西亚

■ 证券研究报告

分析师 陈兴

SAC 证书编号: S0160523030002

chenxing@ctsec.com

联系人 陈莹

chenying04@ctsec.com

联系人 马乐怡

maly@ctsec.com

相关报告

1. 《印度是一个怎样的国家？——新兴市场一本通之印度》 2024-03-20
2. 《越南是一个怎样的国家？——新兴市场一本通之越南》 2024-03-01

核心观点

- ❖ **千岛之国，条件优渥。**印度尼西亚是一个宗教里的世俗国家，约九成人口信仰伊斯兰教，但政教分离。**政治方面**，印尼是总统共和制国家，人民协商会议是国家最高权力机构，总统掌握行政权，最高法院是最高司法机关。**新任总统普拉博沃高度重视与中国关系。****自然条件方面**，印尼是千岛之国，具备丰富的煤炭资源、盛产橡胶，此外还有丰富的油气储备，以及有待开发的大量可再生能源。**人口方面**，印尼是世界第四人口大国，并具备年轻化的特点。**劳动参与率高，但近三成从事农业。**自独立以来，印尼平均受教育年限长，高等教育不断发展，但大学生质量有待提高。
- ❖ **经济发展充满曲折，发展潜力尚待释放。**印尼 2023 年 GDP 增速达到 5.05%，相对来说增长较快，但是人均 GDP 水平较低，不足 5000 美元。**支出法视角下**，印尼的 GDP 主要由消费驱动，**消费占 GDP 比重超 60%**；投资占 GDP 比重超 30%，以**建筑业为主**；政府财政赤字维持低位；**对外贸易依存度低于中南亚平均水平**，主要出口**资源型商品**。**生产法视角下**，**服务业占其 GDP 比重近 50%**，是经济增长的主要动力，其中汽车和摩托车维修、运输和存储行业在服务业中占比超四成；**制造业发展较快**，食品饮料是制造业的主要构成。**产业方面**，第一产业中，**矿业有得天独厚的优势**，其矿物出口稳居出口产品第一。第二产业中，**纺织业是最大的就业支持产业**；**汽车制造业**有良好发展前景，印尼是**东盟第二大汽车制造中心**。第三产业中，**旅游业优势显著**，具备优良的自然文化景观；**互联网行业发展迅猛**，是**东南亚最大的数字经济体**。**基础设施方面**，摩托车是主要交通工具，公路发展迟滞，铁路建设地区分布不均，航空运输系统管理维护水平较低，水路地位重要但发展滞后。**要素价格方面**，劳动力成本较低，水电价格较低，房租地价略低于我国，但营商环境较差。**金融市场方面**，股票市场规模位居东盟首位，股市专业化和国际化程度较高，金融行业上市公司市值占比超过 1/3，其次是材料行业和通讯行业；24 年至今，各行业中，能源、医疗健康和基础材料行业领涨，分别上涨 16.7%，5.3%和 4.3%。
- ❖ **以资源出口为主，积极寻求经贸合作。**印尼在对外经贸合作方面近来持续加码，积极推进贸易协定。**贸易伙伴方面**，印尼进口和出口的第一大来源均为**中国**。**分行业来看**，**基础化工**是印尼外贸支柱行业，钢铁出口份额近年来大幅提升。中印尼贸易规模稳中有进，**分行业来看**，**基础化工、农林牧渔和装卸设备**是中印尼贸易的主要领域。**外商投资方面**，近年来印尼积极寻求对外经贸合作，吸引外资流入。**分国家来看**，新加坡、中国和日本是对印尼投资的主力。**分行业来看**，外资聚焦**金属制品领域**。**风险资本方面**，**印尼电商风险投资规模远超其他行业**。**中印尼双边投资方面**，近年来中国对印尼直接投资大幅增加，中国企业对印度投资主要集中在金属和交通运输领域。
- ❖ **风险提示：**国内经济复苏不及预期，海外需求不及预期，进出口政策变动，历史经验失效等。

内容目录

1	千岛之国，条件优渥.....	7
1.1	文化政治：宗教里的世俗国家.....	7
1.2	自然条件：自然资源丰富，可再生能源潜力大.....	11
1.3	人口概况：年轻化，但质量有待提高.....	14
2	历经风霜的东南亚第一大经济体.....	18
2.1	经济概貌：经济发展充满曲折，发展潜力尚待释放.....	18
2.2	特色产业：稳固传统优势，发展新兴特色.....	25
2.3	基础设施：交运物流情况差，制约经济发展.....	26
2.4	要素价格：劳动力、能源成本低，但营商环境差.....	29
3	证券市场：资本市场进入快车道，传统行业是主体.....	31
4	以资源出口为主，积极寻求经贸合作.....	35
4.1	经贸合作：注重国内产业保护，积极对外寻求合作.....	35
4.2	对外贸易：中国为主要伙伴，聚焦化工和金属.....	38
4.3	FDI：投资规模保持高位，金属和交运主导.....	46

图表目录

图 1. 印度尼西亚简史.....	7
图 2. 印尼民族构成.....	8
图 3. 印尼宗教信仰占比.....	8
图 4. 印尼居民掌握的第一语言.....	8
图 5. 2020 年印度尼西亚语掌握情况.....	8
图 6. 印度尼西亚权力结构.....	9
图 7. 印尼主要民主指标.....	10
图 8. 2024 年印尼大选党派得票占比（%）.....	10
图 9. 印尼新总统主要政见.....	11
图 10. 印度尼西亚地图.....	11
图 11. 印尼煤炭产量（吨）.....	12
图 12. 全球海运煤炭出口份额.....	12
图 13. 天然橡胶主要生产国家产量（千吨）.....	13

图 14. 2023/2024 年各国棕榈油产量占比	13
图 15. 印尼能源结构	14
图 16. 印尼和主要经济体的总人口（亿人）	14
图 17. 印尼和主要经济体的总和生育率	14
图 18. 印尼年龄结构及性别结构（万人）	15
图 19. 印尼老年人口抚养比（%）	15
图 20. 印度尼西亚的人口密度	15
图 21. 印尼和主要经济体的劳动参与率（%）	16
图 22. 印尼主要劳动力的行业分布（%）	16
图 23. 印尼分行业劳动者月薪（百万印尼盾）	17
图 24. 印尼平均月薪增速（%）	17
图 25. 印尼和主要经济体平均受教育年限（年）	17
图 26. 印尼 15 岁及以上人口的教育状况	17
图 27. 印尼和主要经济体高等教育毛入学率（%）	18
图 28. 印尼高等教育资源及就读人数	18
图 29. 印度尼西亚城镇化率（%）	18
图 30. 印尼实际 GDP 增速变动趋势（%）	20
图 31. 各国家/地区人均 GDP（美元）	20
图 32. 印尼及各国家/地区 GDP 实际增速（%）	21
图 33. 支出法下印尼 GDP 结构分解（%）	21
图 34. 支出法下各分项对印尼 GDP 增长的贡献（%）	21
图 35. 居民消费支出和单位消费倾向	22
图 36. 印尼城乡居民消费支出结构（%）	22
图 37. 印尼的 CPI 及食品饮料 CPI 同比（%）	22
图 38. 印尼固定资本形成总额占 GDP 的比重（%）	23
图 39. 各行业投资占比（%）	23
图 40. 印尼财政赤字率（%）	23
图 41. 印尼按职能划分的中央政府支出（%）	23
图 42. 印尼进出口及净出口占 GDP 比重（%）	24
图 43. 印尼及部分国家对外贸易依存度对比（%）	24
图 44. 生产法下印尼 GDP 结构分解（%）	24
图 45. 生产法下各分项对 GDP 增长的贡献（%）	24
图 46. 印尼制造业 PMI（%）	25

图 47. 印尼矿物生产情况.....	25
图 48. 印尼各行业出口创汇额（百万美元）	25
图 49. 印尼汽车产量及增速	26
图 50. 东盟国家和中国汽车保有量（辆/千人）	26
图 51. 印尼外国游客数和人均消费	26
图 52. 东盟主要国家数字经济规模（亿美元）	26
图 53. 印尼道路总长增速及各道路长度（万公里）	27
图 54. 印尼主要交通工具数量构成.....	27
图 55. 印尼铁路发送旅客量及增速.....	27
图 56. 印尼铁路发送货物量及增速.....	27
图 57. 印尼机场历年旅客运送量（百万人次）	28
图 58. 印尼主要港口吞吐量（万标准箱）	28
图 59. 印尼水运国内国际发送货物量（亿吨）	28
图 60. 印尼电力供给结构.....	29
图 61. 印尼电力总装机量及其变化.....	29
图 62. 印尼、中国和东盟主要国家互联网人口占比（%）	29
图 63. 东盟主要城市 and 北京、上海月工资（美元）	30
图 64. 印尼调整后的国民年净人均收入（美元）	30
图 65. 印尼和东盟国家工业用水价格对比（美元/吨）	30
图 66. 印尼和东盟国家工业用电价格（美元/kWh）	30
图 67. 东南亚、中国主要城市中心一室房租（美元）	31
图 68. 各国营商指数对比.....	31
图 69. IDX 各板块上市公司市值分布	32
图 70. IDX 各板块上市公司数量分布	32
图 71. 东盟主要国家 IPO 项目数.....	32
图 72. 印尼和东盟主要国家上市公司数和平均市值	32
图 73. IDX 上市公司平均市值和数量行业分布	33
图 74. 印尼近 10 年前十大上市公司名单及其所属行业	34
图 75. 印尼综指与上证指数的走势.....	34
图 76. 印尼综指与上证指数的 PE 估值.....	34
图 77. 印尼综指较全球市场指数的表现（%）	35
图 78. 印尼股市分行业表现（%）	35
图 79. 印尼对外经贸合作的政策支持力度持续加码	36

图 80. 近来印尼外商投资优势凸显.....	37
图 81. 印尼对外经贸合作仍有部分不可忽视的劣势.....	38
图 82. 印尼对外贸易发展历史中重要节点.....	39
图 83. 印尼参与生效的部分区域贸易协定.....	40
图 84. 印尼出口份额和 DVA 份额 (%).....	41
图 85. 印尼在全球价值链中的地位逐渐下降 (%).....	41
图 86. 印尼出口和进口增速 (%).....	42
图 87. 印尼进口和出口占 GDP 比重 (%).....	42
图 88. 印尼对主要贸易伙伴出口份额.....	42
图 89. 对主要贸易伙伴出口对总出口增速的拉动 (%).....	42
图 90. 主要贸易伙伴进口份额占比.....	43
图 91. 从主要贸易伙伴进口对总进口增速的贡献 (%).....	43
图 92. 印尼总出口各行业份额 (%).....	43
图 93. 印尼总进口各行业份额 (%).....	43
图 94. 印尼总出口各行业近 5 年年均增速 (%).....	44
图 95. 印尼总进口各行业近 5 年年均增速 (%).....	44
图 96. 中印尼经贸合作协议与项目逐步推进.....	45
图 97. 印尼对中国进出口增速 (%).....	45
图 98. 从中国进、出口占印尼总进、出口比重 (%).....	45
图 99. 印尼各行业对中国出口分布 (%).....	46
图 100. 印尼各行业从中国进口分布 (%).....	46
图 101. 印尼各行业对中国出口近 5 年年均增速 (%).....	46
图 102. 印尼各行业从中国进口近 5 年年均增速 (%).....	46
图 103. 印尼吸引外资历史的七个阶段.....	47
图 104. 印尼历年外商直接投资情况.....	48
图 105. 印尼吸收外资各行业比重.....	48
图 106. 印尼吸收外资各行业投资金额 (百万美元).....	48
图 107. 对印尼投资主要国家和地区分布.....	49
图 108. 投资印尼主要国家和地区投资金额 (百万美元).....	49
图 109. 对印尼绿地投资金额及项目数量大幅增加.....	49
图 110. 近年对印尼兼并收购金额大幅下滑.....	49
图 111. 对印尼风险投资金额 (十亿美元).....	50
图 112. 印尼分行业风险投资金额 (百万美元).....	50

图 113. 中国对印尼直接投资近年来大幅提升	50
图 114. 中国企业对印尼投资行业分布	50
图 115. 中国企业在印尼投资情况（亿美元）	51

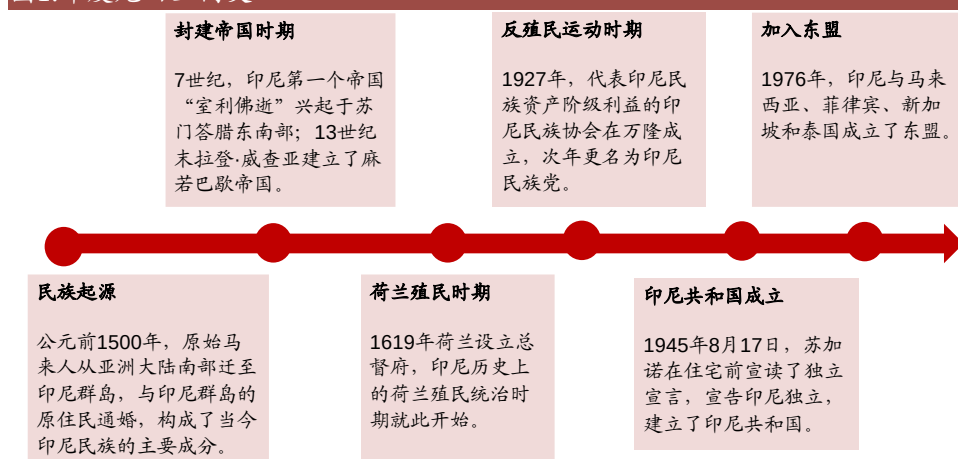
印度尼西亚，这个由千岛之国组成的东南亚明珠，不仅拥有丰富的自然资源和多元的文化景观，其政治格局、经济发展和外贸活动也与全球经济息息相关。那么，印尼经济发展情况如何？是企业出海投资的好去处么？

1 千岛之国，条件优渥

1.1 文化政治：宗教里的世俗国家

“封建-殖民地-民主”。公元前 1500 年左右，大批原始马来人从亚洲大陆南部迁至印尼群岛，构成当今印尼民族的主要成分。7 世纪，印尼历史上第一个强大的帝国“室利佛逝”兴起于苏门答腊东南部，印尼从此进入封建帝国时期。15 世纪末，新航路成功开辟后西方殖民主义强劲崛起，**印尼于 1619 年沦为荷兰殖民地**，开启了被西方列强殖民近三百余年的时代。直到 1927 年，代表印尼民族资产阶级利益的印尼民族协会才在万隆成立，开始了以独立为目的的反殖民运动。1945 年日本投降后，民族独立运动领袖苏加诺在住宅前宣读了独立宣言，印尼共和国正式建立。1976 年，印尼与马来西亚、菲律宾、新加坡和泰国成立了东盟，现在是最具影响力的成员国之一。

图1.印度尼西亚简史



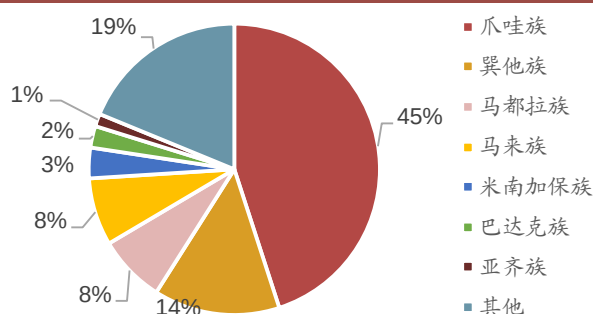
数据来源：刘新生¹，财通证券研究所

群岛部族三百余支。作为世界上最大的群岛国家，印尼的大部分岛屿和地区彼此山水相隔，各岛和各地区分别具备各自独特的语言和习俗。“印尼民族”共有 300 余个部族和分支，仅伊里安查亚就有 250 个部族及其分支。在所有印尼民族中，人数最多的是爪哇族，人口占印尼人口总数约 45%。

¹ 刘新生《赤道上的翡翠：印度尼西亚》

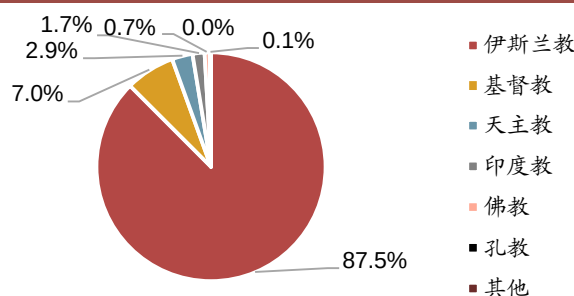
穆斯林占人口近九成，但政教分离。印尼是世界上信仰伊斯兰教人口最多的国家，根据印尼 2020 年的人口普查数据，目前印尼的穆斯林人数超过 2 亿人，占总人口近九成。虽然伊斯兰教在印尼政治生活中有着不可忽视的影响，但印尼并不是政教合一的国家。印尼 1945 年独立时宪法明确规定，印尼是世俗国家而非伊斯兰教国家。一方面，伊斯兰教传入印尼是通过商人、通婚和学术交流等和平方式进行的，并融合了大量原始宗教和印度教思想，具有很强的包容性与浓厚的印尼地方色彩。另一方面，伊斯兰教政党数目众多，政治理念上的分歧导致基层穆斯林群众分化。在印尼独立的过程中，世俗民族主义者占主导地位，在印尼大力推行世俗化，从而实现了政教分离和自由民主制。

图2.印尼民族构成



数据来源：外交部，财通证券研究所，数据为 2022 年。

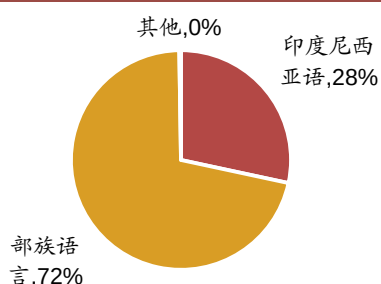
图3.印尼宗教信仰占比



数据来源：印尼统计局，财通证券研究所，数据为 2020 年。

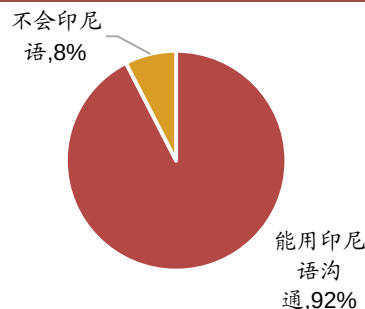
方言繁多。由于印尼部族众多，不同部族使用的方言不同，共计约两百多种，如爪哇语、巽他语、马来语和米南加保语等。直到 1945 年印尼独立后，宪法才规定印度尼西亚语为印尼共和国的官方共同语言。不过，各地仍然保留了部族语的使用习惯，2020 年印尼人口普查的数据显示，约七成的印尼人口掌握的第一语言仍是部族语言，但官方语言印尼语的普及率达到了九成以上。

图4.印尼居民掌握的第一语言



数据来源：印尼统计局，财通证券研究所，数据为 2020 年。

图5.2020 年印度尼西亚语掌握情况



数据来源：印尼统计局，财通证券研究所，数据为 2020 年。

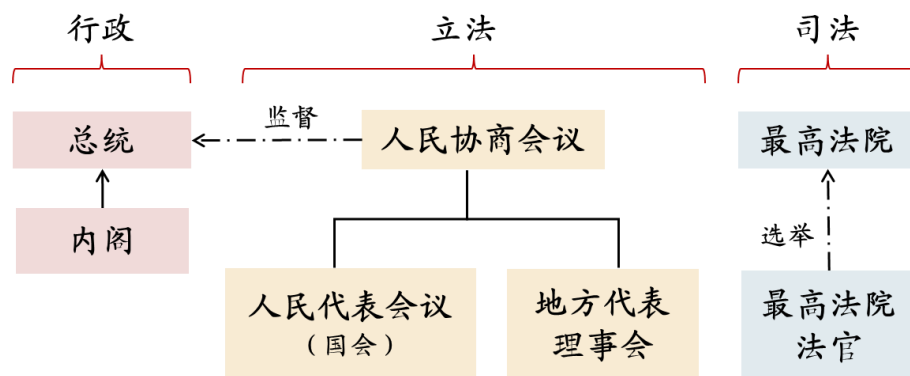
印尼是总统共和制国家。印尼宪法规定，印尼为单一的共和制国家，实行总统制，总统为国家元首、行政首脑和武装部队最高统帅。

首先，**人民协商会议是国家最高权力机构**。人民协商会议由人民代表会议（即印尼国会）和地方代表理事会共同组成，行使立法权。人协职责为**制定、修改宪法，并对总统进行监督**。但国会行使除修宪之外的一般立法权，但无权解除总统职务，总统也不能宣布解散国会；但如总统违宪法，国会有权建议人协追究总统责任。而**地方代表理事会**负责有关地方自治、中央与地方政府关系、地方省市划分以及国家资源管理等方面立法工作。**人协每5年进行换届选举**，国会议员按政党名单比例代表制由普选产生，而地方代表理事会由全国34个省级行政区普选产生。

其次，**印尼行政权力归总统掌握，内阁是政府的表现形式**。总统为印度尼西亚国家元首、最高行政首脑和武装部队最高统帅，直接任命、领导内阁。**总统和副总统均由全民直选产生**，任期5年，可以连任一次。副总统协助总统工作，并在总统缺席时代行总统职责。部长理事会由多个部门的部长组成，每个部长负责一个特定的政策领域，如经济、国防、外交、教育和卫生等，分别负责制定和执行各自领域的政策，并在内阁会议中就相关议题进行讨论和决策。

最后，**印尼最高法院是最高的司法机关**。最高法院独立于立法和行政机构，最高法院院长由最高法院法官选举产生，而最高法院法官由司法委员会提名、经国会批准后由总统任命。最高法院拥有国家最高一级审判权，有权审查法令和条例是否违反法律，并有权在总统给予赦免和恢复权利时发表意见，并管理下级法院、审理下级法院上诉案件等。

图6.印度尼西亚权力结构



数据来源：张群等²，财通证券研究所

民主化改革推动世俗化，两派政党分庭抗礼。印尼的政治发展历程可分为三大阶段：苏加诺执政的“旧秩序”（1945年-1967年），苏哈托执政的“新秩序”（1967年-1998年）和民主恢复发展时期（1998年至今）。苏哈托凭借其凭借对军队的绝对控制，在印尼进行了31年的统治，直到亚洲金融危机爆发、民众不满集中爆发，**苏哈托被迫在1998年下台，自此印尼正式开启民主化进程**。大量世俗党派涌现，并

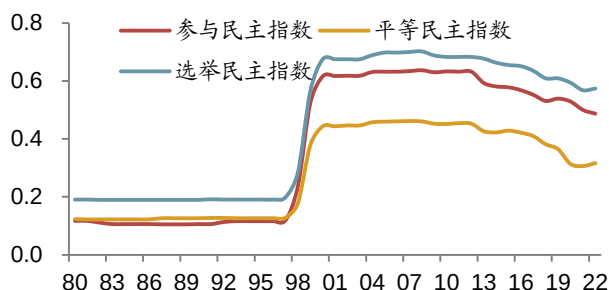
² 张群等《“一带一路”国别研究报告·印度尼西亚卷》

逐渐形成了当今与伊斯兰政党分庭抗礼的局面，美国国际开发署的民主指数显示，1998年后印尼民主化程度大幅度上升。

但实践中两派政党特征善变。世俗党派与伊斯兰政党的最主要的区别在于执政理念上，世俗党派更偏向民主主义、民族主义等现代价值观，而大部分伊斯兰政党主张以伊斯兰教义为指导。但具体落实到实践中，印尼的两派政党并非泾渭分明。首先，印尼政党的稳定性较差，政党分化组合频繁。印尼的政党统治还处在初级阶段，各政党的力量经常变动，党派的领导人出于利益分歧或政见不同随时另立山头、重组新党，导致政党的格局复杂多变。其次，政党发展通常具有浓厚的个人色彩。政党领导人充当了民主政治代表性的关键代理人，导致选民投票主要考虑的是候选人本身的形象和表现，而非政党的政策和纲领。最后，政党竞争激烈无序。受世俗民族主义、西方民主主义和伊斯兰复兴主义三种政治思潮的影响，各政党的地位、功能和作用面临严峻的冲击和挑战，刚确立的竞争性多党体制十分脆弱，政党竞争常常升级为无限的政党对抗。

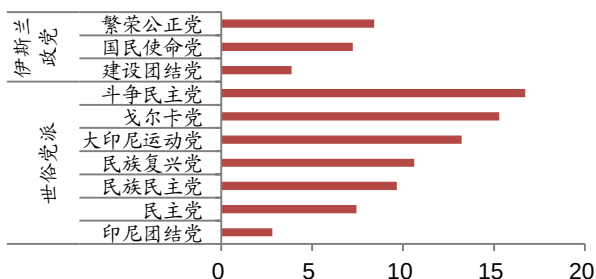
世俗党派占领高地。总统选举方面，世俗党派中的大印尼行动党总主席普拉博沃·苏比延多以59%的得票率赢得2024年印尼总统大选，标志着印尼世俗化进程的前进。国会选举方面，得票率前十的政党里世俗党派占七个，得票率前五的也均为世俗党派。

图7.印尼主要民主指标



数据来源：美国国际开发署，财通证券研究所

图8.2024年印尼大选党派得票占比(%)



数据来源：印尼大选委员会，财通证券研究所

普拉博沃新官上任。2024年4月24日印尼选举委员会宣布，印度尼西亚现任国防部长普拉博沃·苏比安托当选该国新一任总统，并于2024年10月20日正式上任。新总统政治背景丰富。普拉博沃是军人出身，在前总统苏哈托时期担任过军方高层，其祖父是印尼第一家国有银行创始人，父亲先后在苏加诺和苏哈托时期出任过工业与贸易部长、财政部长等职务。国内政策承诺将延续前任，普拉博沃表示，将延续前总统“佐科经济学”，继续国家主导的发展模式，加强政府在经济和国家建设中的作用，包括继续大规模基础设施建设、扩大社会福利、能源转型等。普拉博沃对中国高度重视，将中国作为当选总统后的首访国家，2024年4月1日与国家主席习近平在北京会谈，传递出想与中国建立更深合作关系的信号。

图9.印尼新总统主要政见

议题	主要内容
对华态度	将中国作为当选总统后的首访国家，传递出想要与中国建立更深合作关系的信号，也意味着印尼今后会将发展对华关系作为外交事务的优先级。
外交方针	普拉博沃竞选期间多次提及“一千个朋友太少，一个敌人太多”的睦邻友好的政策，不选边站队、不结盟。
社会福利	“免费午餐”是贯穿普拉博沃整个竞选周期的主要政见，为 8290 万名儿童提供免费餐点是普拉博沃的标志性竞选承诺。
政治主张	延续“佐科经济学”，即继续国家主导的发展模式，加强政府在经济和国家建设中的作用，包括继续大规模基础设施建设，推动以矿业为代表的工业化和下游化措施，扩大社会福利、能源转型。

数据来源：新华社，财通证券研究所

1.2 自然条件：自然资源丰富，可再生能源潜力大

“千岛之国”。印尼位于亚洲东南部，由太平洋和印度洋之间的 17508 个大小岛屿组成，是世界上最大的岛国、最大的群岛国家。其国土面积 191.4 万平方公里，但海洋面积 316.6 万平方公里，是陆地面积的 1.7 倍。印尼与巴布亚新几内亚、东帝汶、马来西亚接壤，与泰国、新加坡、菲律宾、澳大利亚等国隔海相望。

城市特色鲜明。雅加达是印度尼西亚的首都，是国家的文化、政治和经济中心，产业以金融服务、贸易为主，创造了印尼国内生产总值的六分之一。同时，雅加达也是印尼人口最多的城市，截至 2020 年，雅加达常住人口数量约为 1056.2 万人。**泗水**是印尼的第二大城市，位于爪哇岛东北部，拥有印度尼西亚最繁忙的港口之一，用于出口烟草、咖啡和糖。

图10.印度尼西亚地图

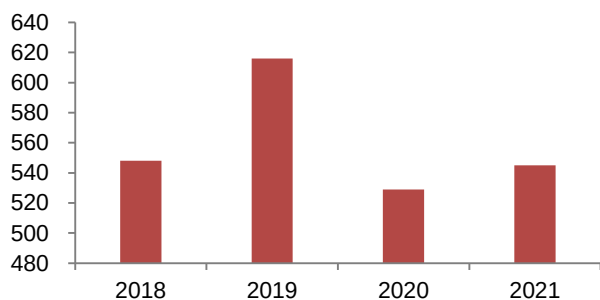


数据来源：自然资源部，财通证券研究所

美丽富饶。作为一个热带国家，印尼无四季之分，只有雨季和旱季，年平均气温在 25 摄氏度-27 摄氏度之间，充沛的降水使其拥有丰富的生物资源。印尼盛产棕榈油、橡胶等农林产品，此外还富含石油、天然气以及煤、锡、铝矾土、镍、铜、金、银等矿产资源。

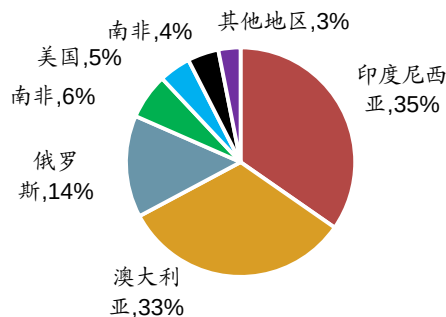
煤炭海运销冠。印尼是世界上第五大煤炭生产国，同时也是最大的煤炭海运出口国，根据 AXS Marine 船舶航运数据显示，2023 年印尼占全球海运煤炭市场的 36.9%，居世界第一。得益于地质环境，印尼天然具备大量煤炭资源，煤层埋藏浅、几乎均为露天开采，截至 2017 年底探明储备量 255.9 亿吨，占全世界探明储量的 2.2%。中国仍然是印尼海运煤炭的最大进口国，2023 年占印尼煤炭出口总量的 41.5%，全年印尼对中国煤炭出口量增长 21.7%，达到 2.1 亿吨。

图11.印尼煤炭产量（吨）



数据来源：IEA，财通证券研究所

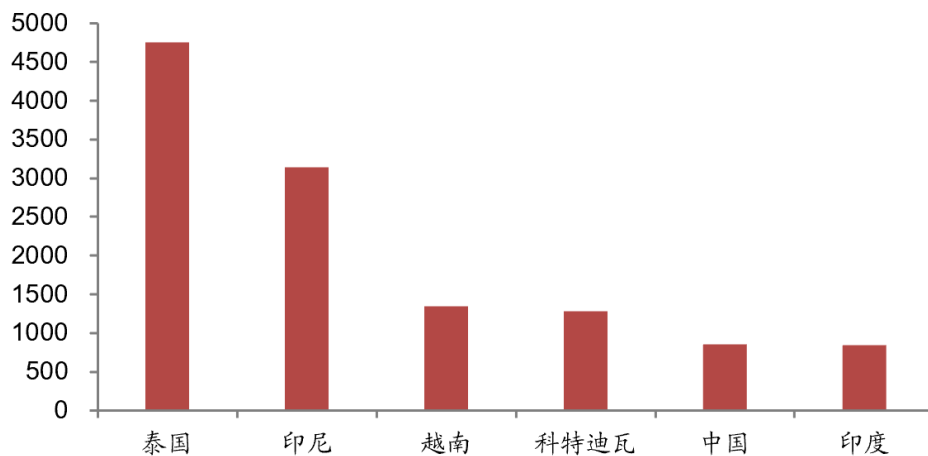
图12.全球海运煤炭出口份额



数据来源：IEA，财通证券研究所，数据为 2021 年。

橡胶生产大国。印度尼西亚是天然橡胶大规模商业种植的起源地，并是世界第二大天然橡胶生产国，仅次于泰国。2022 年印尼天然橡胶产量达 313.5 万吨。印尼出口的天然橡胶品种主要有标准胶、烟胶片 and 乳胶，其中标准胶（以 20 号标准胶为主）占出口总量的 88%，其下游主要用途为轮胎。在用于交通运输的轮胎的生产中，约八成使用 20 号胶。

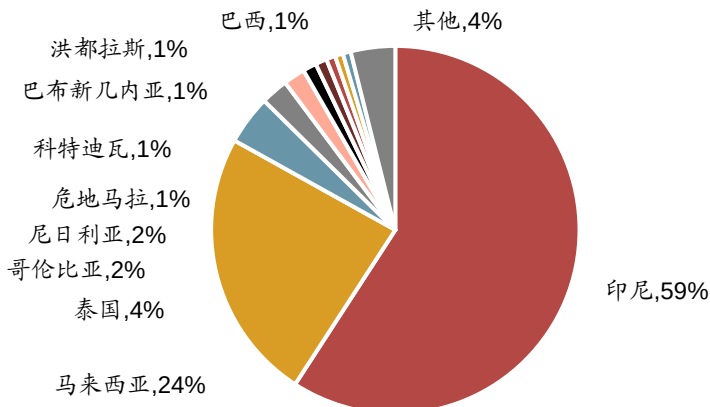
图13.天然橡胶主要生产国家产量（千吨）



数据来源：iFind，财通证券研究所，数据为 2022 年。

棕榈油对印尼经济大有贡献。2021 年印尼毛棕榈油产量达 4600 万吨，是世界上最大的棕榈油生产国。作为印尼经济的重要组成部分，棕榈油产业对 GDP 增长的贡献率为 4.5%，并且使数百万印尼人摆脱贫困。该行业的快速发展得益于国际市场对棕榈油产品的需求。印尼是世界上最大的毛棕榈油和精炼棕榈油出口国，2021 年出口量在总产量中占比超过 58%，在全球出口总量中占比 59%。

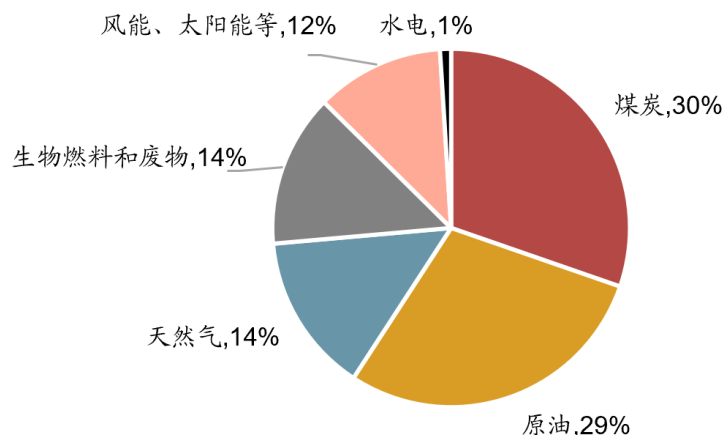
图14.2023/2024 年各国棕榈油产量占比



数据来源：USDA，财通证券研究所

可再生能源开发潜力大。印尼能源结构以煤炭和原油为主，2021 年印尼总能源供应量中的 30%来自煤炭，29%来自原油。不过，印尼的可再生资源仍有大量开发潜力。得益于气候条件，印尼具有丰富的地热资源，占全球约 40%。此外，印尼还具有丰富的水能资源、太阳能和生物质能资源。但由于印尼本身具有丰富的油气资源，此外可再生能源技术价格高昂，导致印尼对资源开发热情不高。不过随着环境恶化，印尼政府对清洁能源开发重视度逐渐提升，未来或是外资投入的一大领域。

图15.印尼能源结构

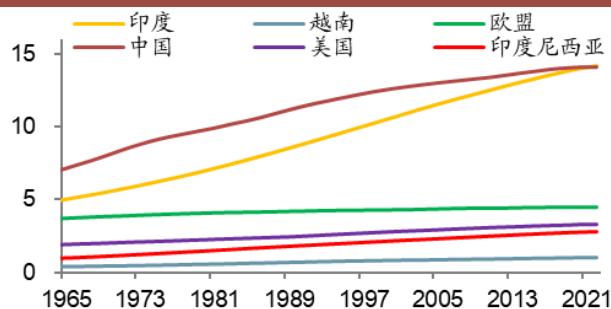


数据来源：IEA，财通证券研究所，数据为 2021 年。

1.3 人口概况：年轻化，但质量有待提高

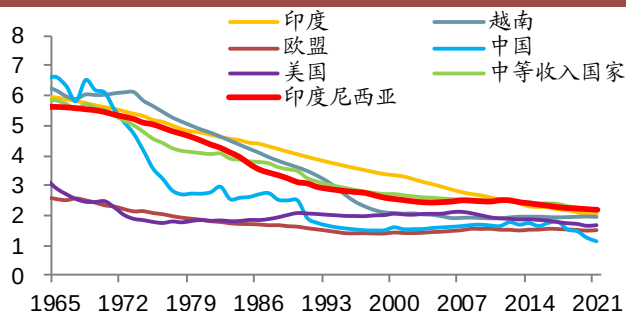
世界第四人口大国。根据世界银行数据显示，截至 2022 年底，印度尼西亚全国人口约 2.7 亿人，是世界第四人口大国，人口总数占东盟 40% 左右，位列东盟第一。从长期来看，印度尼西亚人口增速呈放缓趋势，新增总人口数量也在逐年减少。随着近年城市化率提高、受教育程度提升和计划生育政策落实，印度尼西亚出生率约为 16.4%，较 2000 年的 21.9% 有所下滑；总和生育率也从 2000 年的 2.5 下降至 2021 年的 2.2，不过仍然高于中国的 1.2 或美国的 1.6。根据经合组织的预测，印度尼西亚人口预计到 2035 年将达到 3.1 亿人，到 2050 年将达到 3.2 亿人。

图16.印尼和主要经济体的总人口（亿人）



数据来源：世界银行，财通证券研究所

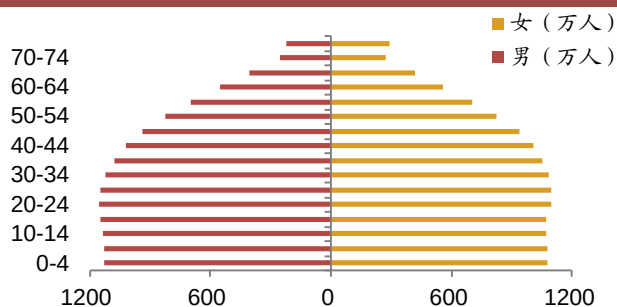
图17.印尼和主要经济体的总和生育率



数据来源：世界银行，财通证券研究所

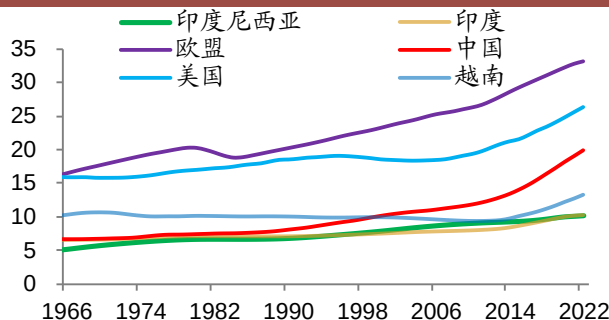
人口在东盟中相对年轻。根据世界银行数据，2022 年印度尼西亚的老年抚养比（即 65 岁以上人口除以工作人口）仅为 10.1%，低于如美国等发达国家。印尼人口相对较为年轻，近半人口为 30 岁以下，同时约有七成的适龄工作人口。与东南亚其他国家相比，印尼人口年轻优势较为明显，年龄中位数为 31.1 岁，低于泰国（39 岁）、新加坡（35.6 岁）、越南（31.9 岁）等国家。

图18.印尼年龄结构及性别结构（万人）



数据来源：印尼统计局，财通证券研究所，数据为2020年。

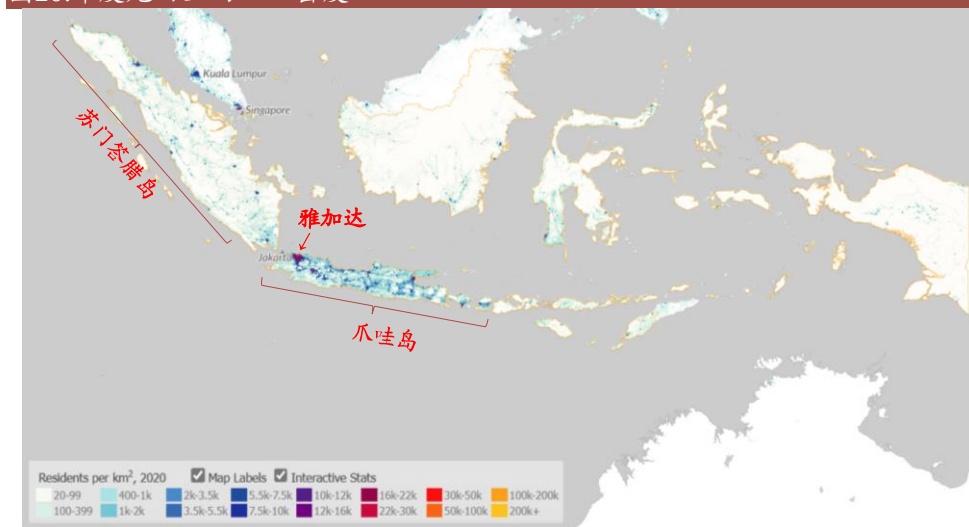
图19.印尼老年人口抚养比（%）



数据来源：世界银行，财通证券研究所

人口集中在经济发达地区。印尼人口分布在17000多个岛屿上，但主要集中在爪哇岛和苏门答腊岛，将近57%的人口居住在爪哇岛上。其中，西爪哇省、东爪哇省和中爪哇省人口最多，2020年分别占印尼总人口的18.3%、15.2%和13.2%。雅加达首都特区的人口密度最高，可高达每平方公里15300名居民。相比之下，西巴布亚、巴布亚和北加里曼丹等人烟稀少地区，人口密度水平可低至每平方公里10名居民。

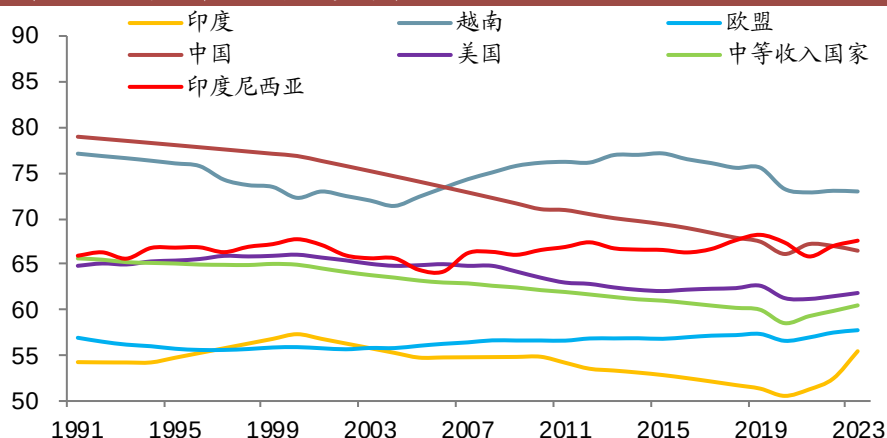
图20.印度尼西亚的人口密度



数据来源：伦敦大学学院，财通证券研究所，数据为2020年。

劳动参与率较高。得益于年轻的人口结构，印度尼西亚的劳动参与率的整体水平较高，达到67.6%，超过了中等收入国家平均水平，与中国相近。此外，女性劳动参与率的提升也是重要原因。近年来，印尼政府通过了促进性别平等的法规和政策，以确保同工同酬和工作与生活的平衡，并在办公室和公共场所设置越来越多的儿童看护室和保育室，印尼女性劳动参与率约为53%。

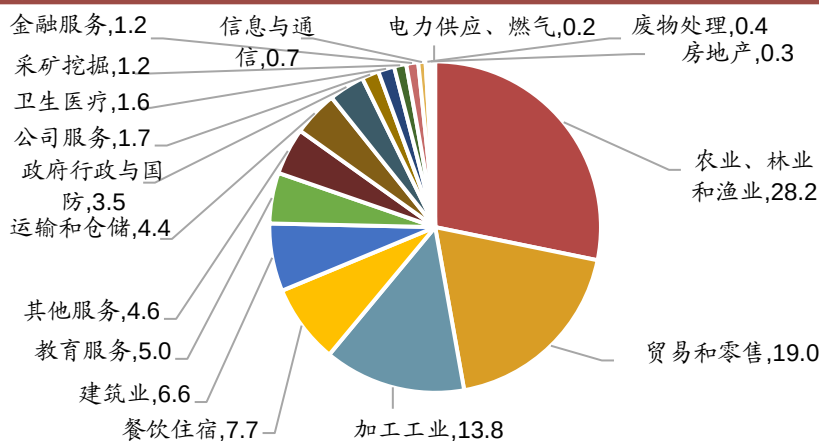
图21.印尼和主要经济体的劳动参与率 (%)



数据来源：世界银行，财通证券研究所

农业仍是主要就业部门。根据印尼统计局数据，2023 年印度尼西亚近三成的主要劳动力从事农业。从事人数排行第二到第四位的行业分别为贸易零售业、加工工业和餐饮住宿业，占比分别为 19%、13.8%和 7.7%。此外，金融服务、房地产、信息通信行业的占比偏低。

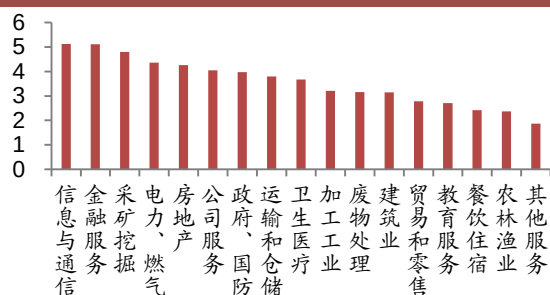
图22.印尼主要劳动力的行业分布 (%)



数据来源：印尼统计局，财通证券研究所，数据为 2023 年。

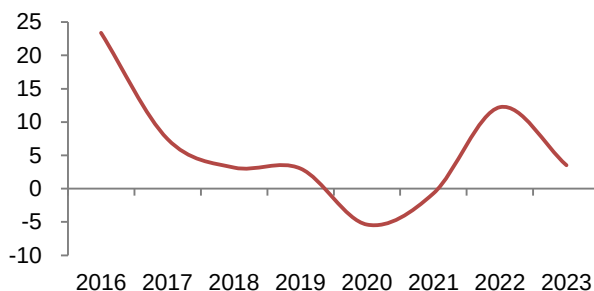
信息通信业收入最高，整体收入增速放慢。2023 年印尼信息与通信、金融服务、采矿挖掘等行业从业者的平均收入较高，达到农林渔业劳动者平均收入的 2 倍，意味着多数劳动者获得薪酬不高。此外，学历越高，获得薪酬越多。在印尼，大学文凭的平均月薪达到 615 万印尼盾（折合约 380 美元）（2024 年 3 月 100 万印尼盾约等于 64.9 美元），为初中文凭的 2.6 倍。不过，从时间序列来看，印尼平均月薪增速有所下降。

图23.印尼分行业劳动者月薪（百万印尼盾）



数据来源：印尼统计局，财通证券研究所，数据为 2023 年

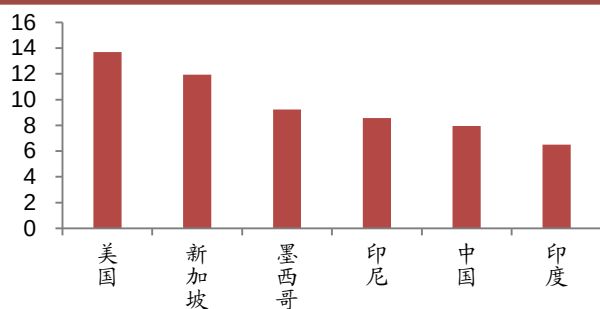
图24.印尼平均月薪增速 (%)



数据来源：印尼统计局，财通证券研究所

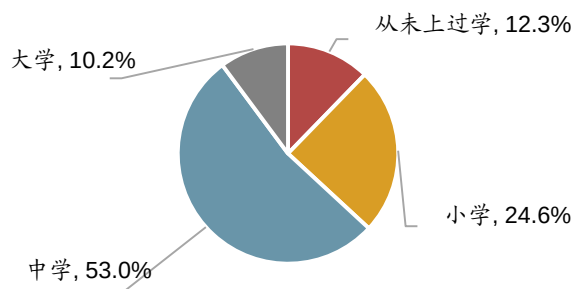
平均受教育年限长。根据联合国教科文组织统计研究所，与其他主要国家和经济体相比，印尼的平均受教育年限约为 8.6 年，高于中国和印度，但低于美国、欧盟和新加坡等国家及地区。此外，2022 年印度尼西亚的高等教育毕业率为 32.6%，低于欧盟、中国和高收入国家，但高于东南亚国家的平均毕业率水平 25%。总体来看，印尼人均受教育实践年限较长，但高等教育毕业率还有进一步提升空间。

图25.印尼和主要经济体平均受教育年限（年）



数据来源：联合国，财通证券研究所，数据为 2020 年。

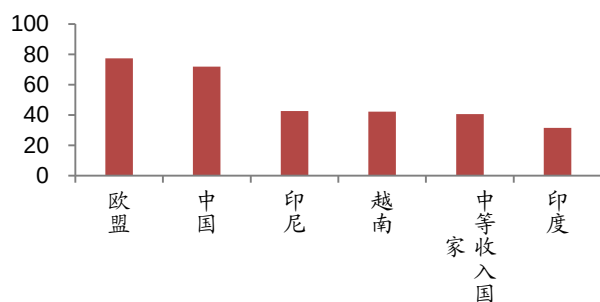
图26.印尼 15 岁及以上人口的教育状况



数据来源：印尼统计局，财通证券研究所，数据为 2023 年。

高等教育普及度正在提高。印度尼西亚独立后，高等教育不断发展。2010 年时印尼国立高等院校已发展到 49 所，私立高等院校 950 所，主要的国立大学有印度尼西亚大学、班查查兰大学和加查马达大学等，多为综合性大学。据世界银行，印尼的高等教育毛入学率从 2013 年的 31% 增加到 2022 年的 43%，在过去 10 年里显著提高，已超过中等收入国家平均水平。不过，**大学毕业生质量参差不齐。**高等教育机构的质量差异很大，印尼没有一所高等学府在国际名列前茅。此外，近 40% 拥有中等以上学历的失业者在 12 个月后仍然失业，毕业生技能和劳动力市场信息系统不匹配现象较为严重。

图27.印尼和主要经济体高等教育毛入学率 (%)



数据来源：世界银行，财通证券研究所，数据为 2022 年。

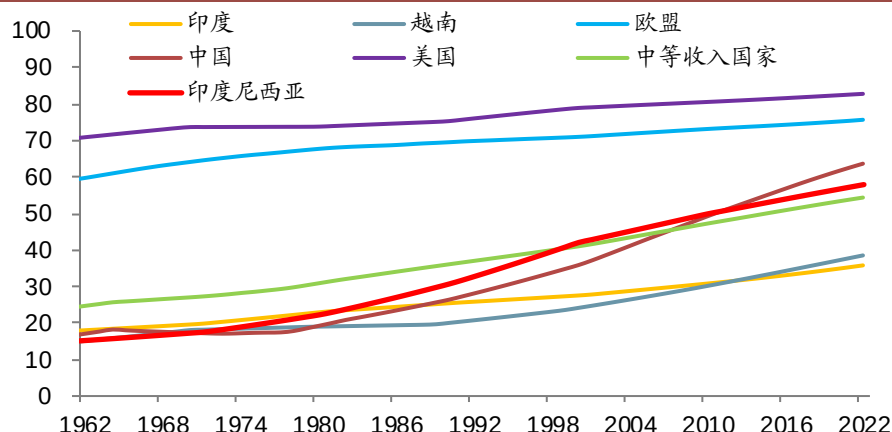
图28.印尼高等教育资源及就读人数

高等院校 类型	公立高校数量 (所)		私立高校 数量 (所)	高等院校 数量 (合计)	大学生人数 (新入学+ 已注册)
	教育部属	其他部属			
大学	63	18	500	581	6346822
综合性学院	12	123	79	214	745282
高级学校	-	1076	1449	2525	1913940
工艺学校	43	78	156	277	462405
专业学校	-	81	973	1054	304741
社区学院	4	1	14	19	2598
合计	122	1377	3171	4670	9775788

数据来源：彭江³，财通证券研究所，数据为 2018 年。

城镇化率持续提升。自 1960 年以来，印度尼西亚的城镇化率整体呈现持续上升的趋势，仅部分地区存在城镇化水平下降的情况。总体来看，2022 年印度的城镇化率为 58%，与同为新兴市场国家的巴西相比偏低，但高于越南，与中国相差 5.6 个百分点。联合国人口基金会预计，到 2035 年印尼农村人口将略高于 1 亿人，而城市人口将超过 2 亿人，较 2010 年同比增长 71%；而到 2045 年，将有 2.2 亿印度尼西亚人居住在城市地区。

图29.印度尼西亚城镇化率 (%)



数据来源：世界银行，财通证券研究所

2 历经风霜的东南亚第一大经济体

2.1 经济概貌：经济发展充满曲折，发展潜力尚待释放

印尼的经济在危机中发展。印尼拥有庞大的人口资源和丰富的自然资源，但较高的资源禀赋并没有给印尼带来稳定的发展，反而成为一种“资源的诅咒”。印尼曾经历过辉煌的黄金增长年代，一度成为“亚洲四小虎”之一，但在经济欣欣向荣

³ 彭江《非通用语国家教育发展报告》

之时却深陷于亚洲金融危机的泥潭。纵观印尼的经济发展历程，危机总是如影随形。印尼的 GDP 核算兼顾生产法和支出法两种，按照其经济发展历程可以大致分成七个阶段。

第一阶段：1950-1965 年，经济脆弱期。1949 年，印尼为寻求独立，与荷兰签订不平等条约。为偿还不平等条约中的大额债务及清除荷兰企业在经济发展中的主导作用，印尼政府的各种支出项目急剧扩张。同时，国内政治局势持续动荡，导致宏观政策缺乏连续性。最终，印尼的通胀开始失控并且转化为恶性通胀，产业增长陷入停滞。这一期间，年均 GDP 仅增长 2%。

第二阶段：1966-1968 年，经济疗伤期。1965 年，印尼军方司令苏哈托发动军事政变并成立新政府。为战胜通胀和重启经济，新政府确立财政政策预算纪律并进行市场自由化改革。在强有力的政策下，印尼通胀逐渐回落，经济开始稳定。印尼的货币发行增长率从 1966 年最高峰值 763%，逐步降到 1968 年的 121%，通胀率也从 635%持续降低到 85%。这一期间，年均 GDP 增长 6.0%。

第三阶段：1969-1981 年，黄金建设期。1969 年，印尼开始将重心转移到长期建设问题，提出五年建设计划。石油是印尼主要的外汇来源，受益于 1973 年石油危机油价暴涨的红利，印尼的五年建设计划开展得相对顺利。随着其五年计划取得显著成效，印尼在基建、工业和民生等方方面面取得发展，并实现了大米的自给自足和制造业腾飞。在这一期间，年均 GDP 增长 7.5%。

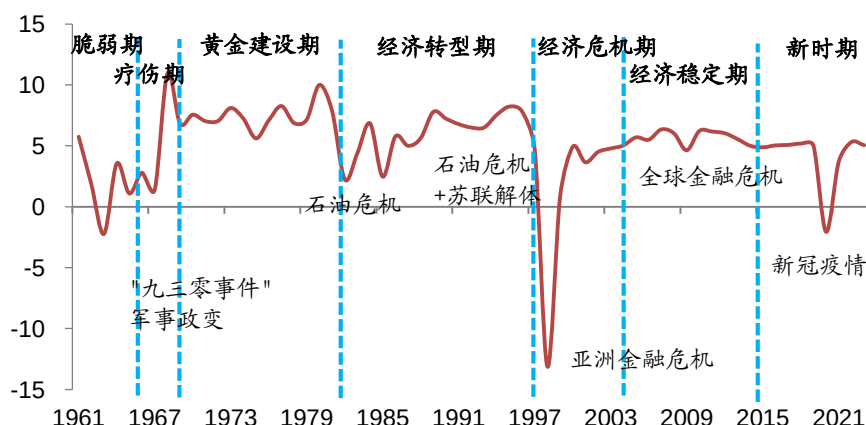
第四阶段：1982-1996 年，经济转型期。1980 年，随着国际油价回落，印尼的出口收入锐减。为此，印尼的经济增长逐渐转向由非油气行业支撑，贸易战略从进口替代转为出口激励。随着转型取得显著成效，印尼成功度过危机，并继续保持了高速的经济增长，成功跻身“亚洲四小虎”。这一期间，年均 GDP 增长 6.3%。

第五阶段：1997-2004 年，经济危机期。1997 年，亚洲金融危机突然袭来，经济已经保持 30 年高速增长印尼毫无防备。国际资本开始大规模流出印尼，给企业、银行和公众带来恐慌。随着银行业危机爆发，金融动荡开始扩散到实体领域。同时，彼时又遭遇旱灾，印尼大米价格暴涨并诱发社会危机。在上述因素同时作用下，印尼遭受的经济创伤远超东盟各国。这一时期，年均 GDP 增长 1.1%。

第六阶段：2004 年-2014 年，经济稳定期。2004 年，印尼史上首位直选总统苏希洛上台后，印尼逐渐摆脱亚洲金融危机的影响，开始重新振作。此后 2008 年金融危机再次袭来，且威力远超上次，但印尼在吸取上次教训和政局稳定的前提下，顺利走出危机。金融危机过后，全球大宗商品恢复增长，印尼经济随之温和复苏。但囿于基础设施较差、产业失衡等问题掣肘印尼增长潜力，印尼的经济增速不达曾经的黄金时期。这一期间，年均 GDP 增长 5.7%。

第七阶段：2014 年至今，经济新时期。2014 年，印尼历史第一位平民总统佐科上台后，为消除经济发展瓶颈，提出海洋“支点”战略和“工业 4.0”计划。虽然全球经济不景气和美联储调整货币政策使得大宗商品价格再次下滑，但是在政府吸引外资投资、发展基础设施建设、整顿金融体系和扶持中小企业发展等一系列措施下，印尼经济整体保持稳定增长。这一期间，**年均 GDP 增长 4.0%**。

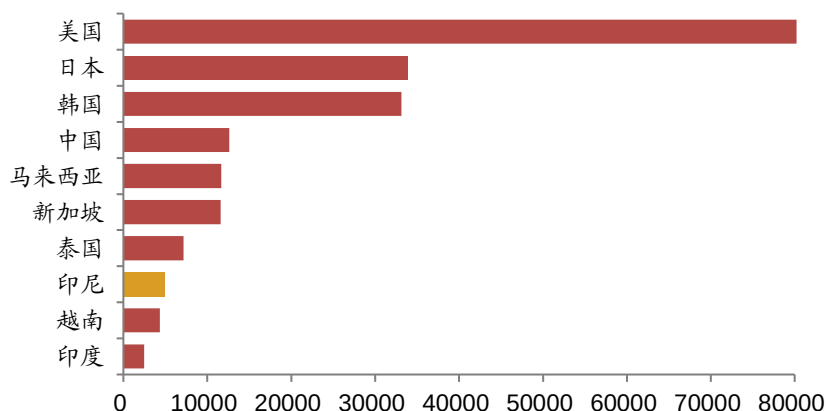
图30.印尼实际 GDP 增速变动趋势（%）



数据来源：WIND，财通证券研究所

印尼人均 GDP 水平较低。2023 年，印尼人均 GDP 约为 4914 美元，同比增长 2.9%，分别是中日美人均 GDP 的 39%、15%和 6%左右。从历史上看，印尼人均 GDP 在 1995 年首次超过 1000 美元，但在亚洲金融风暴的席卷下，未能持续。2003 年印尼人均 GDP 二次超过 1000 美元，并在 2008 年首次超过 2000 美元。

图31.各国家/地区人均 GDP（美元）

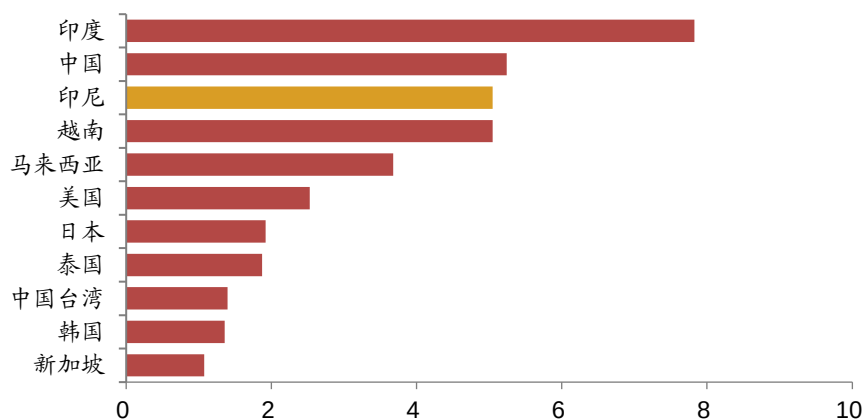


数据来源：WIND，财通证券研究所，数据为 2023 年。

2023 年印尼经济增长较快，但背后的隐患值得关注。印尼 2023 年 GDP 增速录得 5.05%，相对来说增长较快。但高经济增速的背后有几点隐忧，一是印尼初级产品部门过度繁荣，制造业发展相对不均衡；二是印尼的基础设施滞后问题较为严重，

交通运力不足，停水、停电等情况时有发生；三是印尼营商环境落后，腐败、政府行政效率低和融资困难是企业认为阻碍营商的重要因素。

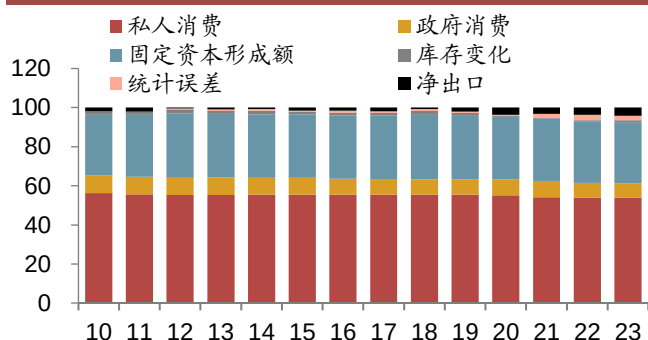
图32.印尼及各国家/地区 GDP 实际增速 (%)



数据来源：WIND，财通证券研究所，数据为 2023 年

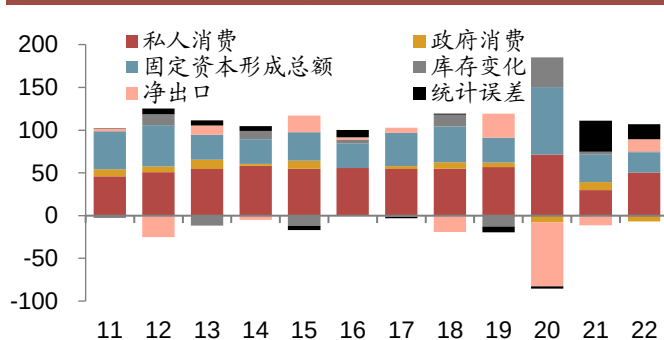
印尼的 GDP 主要由消费驱动，消费占 GDP 比重超过 60%。从支出法角度看，消费、投资、净出口在印尼消费中的占比基本保持稳定，其中消费在 GDP 中占比最高。截至到 2023 年，最终消费支出占 GDP 比重达到 61.3%，其中私人消费占比 56.2%，政府消费占比 7.3%；固定资本形成额占比约 31.3%；净出口约为 4.2%。从对 GDP 增长的贡献看，占比最高的消费是经济增长的主要贡献来源，其次是投资，进出口贡献较小，但波动较大。

图33.支出法下印尼 GDP 结构分解 (%)



数据来源：WIND，财通证券研究所

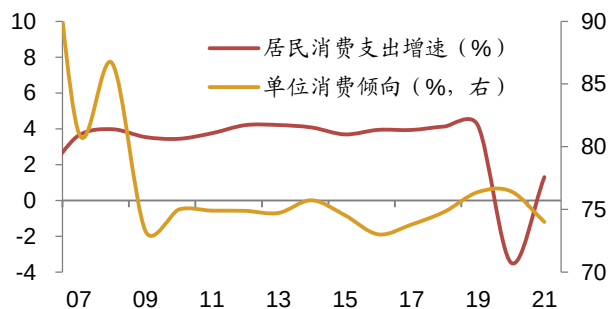
图34.支出法下各分项对印尼 GDP 增长的贡献 (%)



数据来源：WIND，财通证券研究所

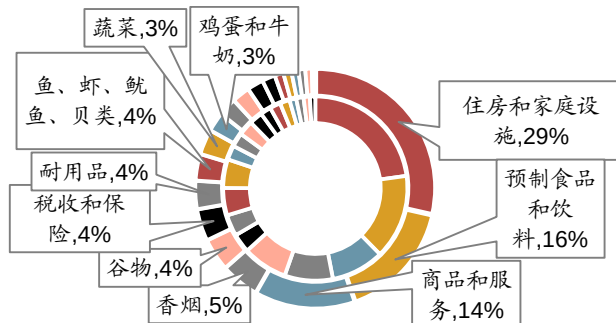
印尼居民消费支出受疫情冲击明显，食品在城乡居民消费支出中占比最高。印尼居民消费支出增速长期保持在 4% 左右，但新冠疫情期间受到较大冲击。同样，印尼居民消费倾向均维持在 70% 以上且趋势较为平稳。从支出的结构看，城乡居民的食品消费占比仍然较高，2023 年分别达 45.5% 和 56.4%，其中预制食品和饮料为最高的支出项目，占比分别达到 16.1% 和 14.8%。另外，支出项目中占比较高的还有住房和家庭设施等。

图35.居民消费支出和单位消费倾向



数据来源：WIND，财通证券研究所

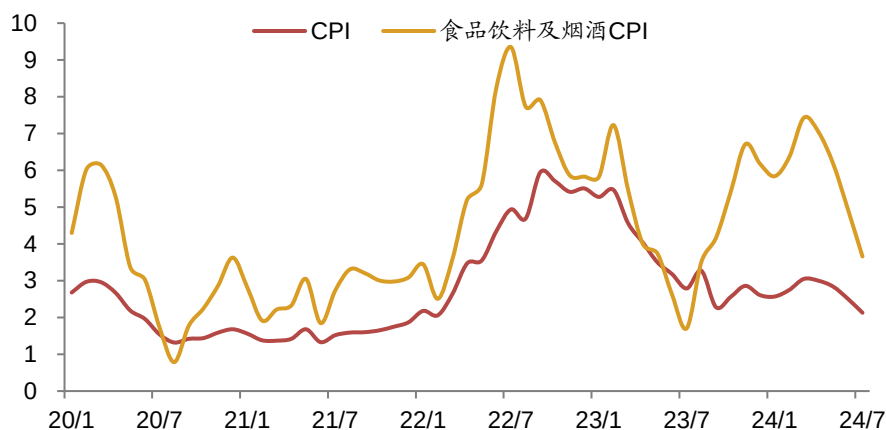
图36.印尼城乡居民消费支出结构（%）



数据来源：印尼统计局，财通证券研究所，外环为城镇居民，内环为农村居民，数据为2023年。

印尼实行通胀目标制，国内通胀水平较高。印尼央行从2005年开始导入通胀目标制的货币政策框架，2022-2024年的通胀目标分别为3.0%、3.0%、2.5%，允许上下波动的范围为±1%。从CPI分项来看，引起印尼通胀波动的主要影响因素与私人消费的主要支出项目相一致，主要是食品饮料及烟酒、交通、住房及水电燃料。目前，印尼CPI同比水平较低，控制在央行目标管理内。

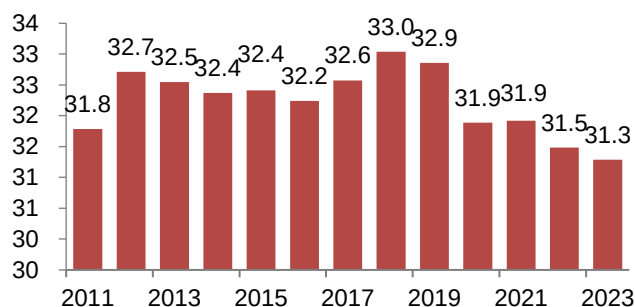
图37.印尼的CPI及食品饮料CPI同比（%）



数据来源：WIND，财通证券研究所

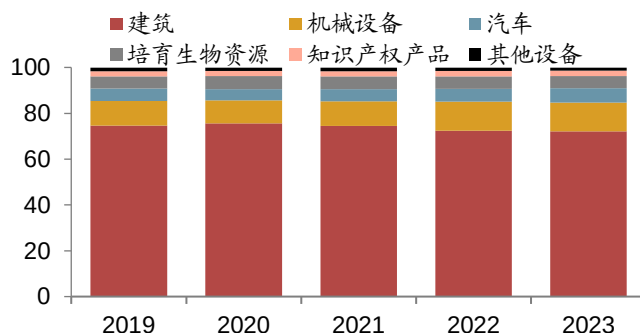
印尼投资额占GDP比重超过30%，建筑为主要投资行业。投资对印尼GDP的拉动仅次于消费，占GDP比重超过30%。从投资占GDP比重来看，疫情后印尼的固定资本形成总额在GDP中的占比略有下降，2023年占比约31.3%。从投资结构看，建筑占比超70%，机械设备占比逐年提升，2023年占总投资的比重约为12.5%。

图38.印尼固定资本形成总额占 GDP 的比重 (%)



数据来源: CEIC, 财通证券研究所

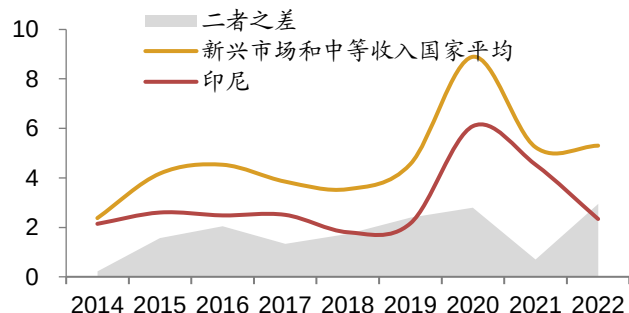
图39.各行业投资占比 (%)



数据来源: CEIC, 财通证券研究所, 数据为 2023 年。

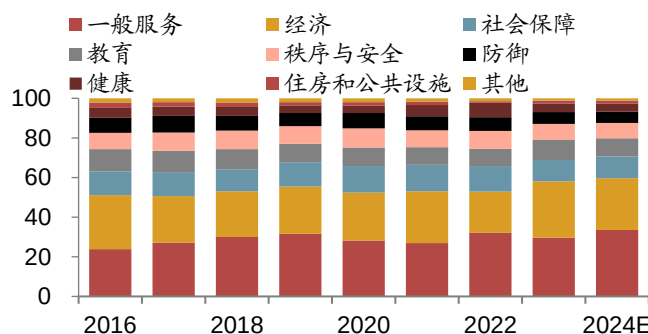
印尼坚持财政整顿, 财政赤字率维持低位。印尼法令要求国家财政赤字率不得高于 3%, 但新冠疫情期间, 印尼央行实行扩张性财政政策, 财政赤字率短暂上升至 3% 以上。新冠疫情后财政赤字率也快速下降, 2022 年已缩小至 3% 以内达到 2.4%。从财政支出结构看, 印尼中央政府的传统支出项目为一般服务业, 近年来不断加大对经济及社会保障方面的投入, 2022 年一般服务业、经济、社会保障支出占比分别为 32.3%、20.6% 和 12.9%。

图40.印尼财政赤字率 (%)



数据来源: IMF, 财通证券研究所

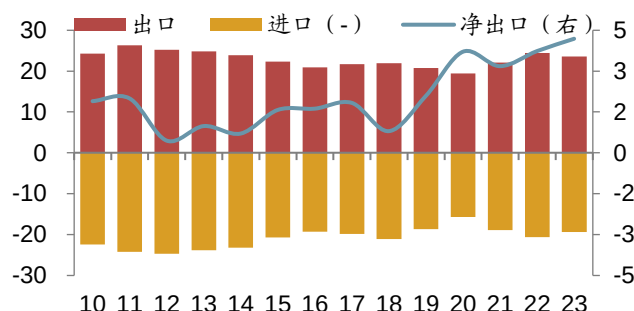
图41.印尼按职能划分的中央政府支出 (%)



数据来源: 印尼统计局, 财通证券研究所, 2024 年为展望

印尼对外贸易依存度低于东南亚平均水平。印尼拥有丰富资源条件, 出口资源型商品是其经济发展的重要方面。2021 年印尼的出口和进口金额在 GDP 中的占比分别为 19.4% 和 16.5%, 略高于中国和印度, 显著低于新加坡、越南、泰国和马来西亚等高度外向型的东盟经济体, 对外贸易依存度较低。印尼主要出口目的地为中国、东盟、美国和日本, 其中中国连续十年蝉联印尼最大贸易伙伴。

图42.印尼进出口及净出口占 GDP 比重 (%)



数据来源：iFinD，财通证券研究所，进口额设定为负值

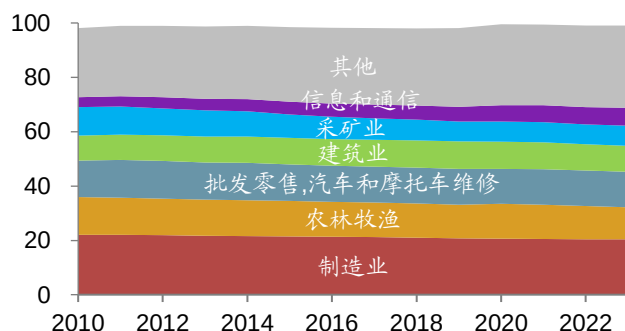
图43.印尼及部分国家对外贸易依存度对比 (%)

国家	2021年			2016年			2011年		
	出口	进口	净出口	出口	进口	净出口	出口	进口	净出口
印尼	19.4	16.5	2.9	15.5	14.6	0.9	22.8	19.9	2.9
中国	18.6	15.0	3.6	18.7	14.1	4.5	25.1	23.1	2.1
越南	90.1	91.4	1.3	68.1	68.7	0.6	61.8	56.1	-5.7
泰国	53.6	53.3	0.3	52.1	47.0	5.1	61.7	61.6	0.1
新加坡	111.2	95.5	15.7	106.0	91.5	14.5	149.0	133.4	15.6
马来西亚	80.0	63.7	16.3	62.9	55.9	7.0	78.0	64.5	13.4
印度	12.5	18.1	-5.6	11.3	15.5	-4.2	16.5	25.4	-8.8

数据来源：WIND，财通证券研究所，图中数值为占 GDP 比重

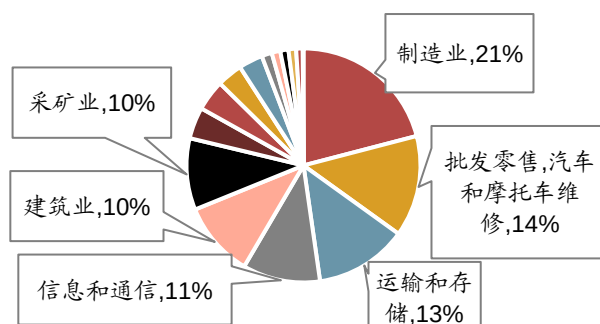
服务业占印尼 GDP 的比重近 50%，是 GDP 增长的主要动力。从生产法角度来看，2023 年印尼第一产业占比为 20.8%，贡献 GDP 增长的 13%；第二产业占比为 33.6%，贡献 GDP 增长的 31.6%；第三产业占 GDP 的比重分别为 45.6%、贡献 GDP 增长的 52.3%。服务业占印尼 GDP 比重最大，其中汽车和摩托车维修、运输和存储行业在服务业中的占比超过四成。此外，信息和通信占服务业的 15%左右，为服务业中的第二大行业。

图44.生产法下印尼 GDP 结构分解 (%)



数据来源：WIND，财通证券研究所

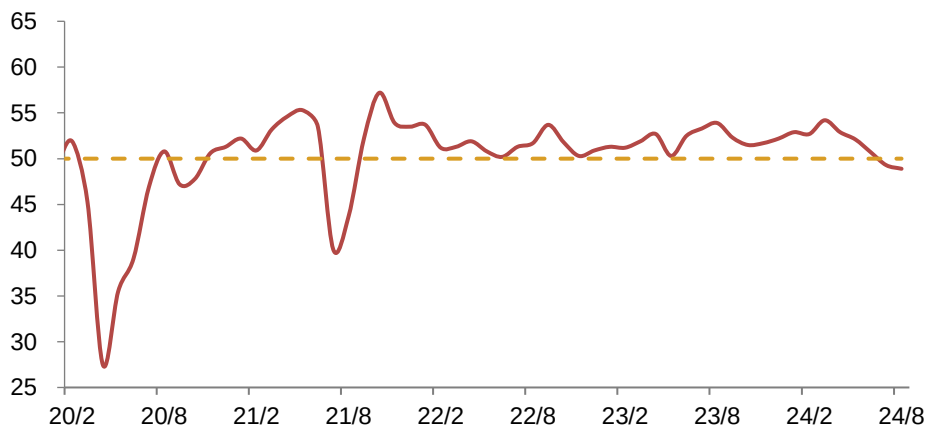
图45.生产法下各分项对 GDP 增长的贡献 (%)



数据来源：WIND，财通证券研究所，数据为 2023 年

印尼制造业发展较快，食品制造是印尼最大的制造业。在全球制造业景气欠佳的大背景下，印尼制造业 PMI 保持连续 30 多个月在荣枯线以上运行。其中，制造业是印尼 GDP 增长的主要贡献来源，而食品饮料制造是其制造业的主要构成，在制造业中的占比约为 1/4。2021 年，食品饮料业增加值增速达 16.6%。此外，家用家具行业增速最快，增速超 30%。

图46.印尼制造业 PMI (%)



数据来源：WIND，财通证券研究所

2.2 特色产业：稳固传统优势，发展新兴特色

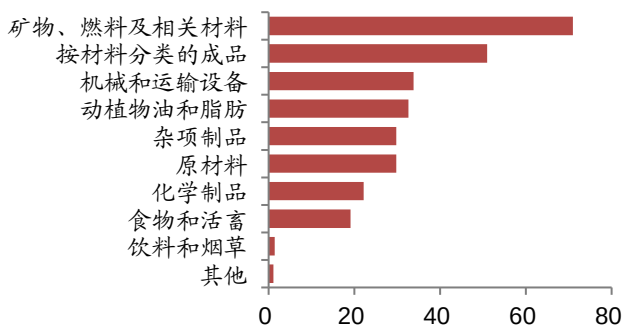
第一产业中，矿业具有得天独厚的优势。印尼作为自然资源大国，是世界第2大镍矿和锡矿、第5大煤炭和第8大铜矿与铝土生产国。2022年印尼矿物出口创造外汇收入0.7亿美元，稳居出口产品第一大类。近年来，为避免陷入“资源诅咒”，印尼政府出台政策限制金属矿物出口，同时鼓励矿产冶炼等下游产业发展。2022年印尼金属行业的外商投资超过155万亿印尼盾，同比增速超过50%。

图47.印尼矿物生产情况

主要矿料	单位	2019	2020	2021	2022
铅和锡	吨	86.9	65.1	52.5	57.7
煤炭	千吨	616.2	565.6	614.1	687.4
铝	千吨	16.6	25.9	25.8	28.8
镍	千吨	60.9	48.0	65.5	98.2
黄金	公斤	109.0	65.9	79.0	85.2
铜	千吨	1.7	2.3	3.4	3.3

数据来源：印尼统计局，财通证券研究所

图48.印尼各行业出口创汇额（百万美元）



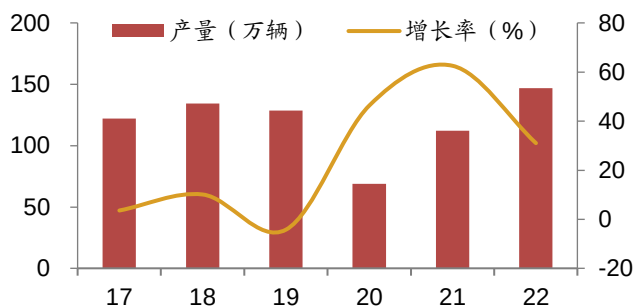
数据来源：印尼统计局，财通证券研究所，数据为2022年。

第二产业中，纺织业是传统优势产业。目前印尼是全球第八大服装出口国，拥有东南亚最大的纺织品和服装批发市场——Tanah Abang，平均每天交易量高达3.4亿美元。2022年，纺织业出口额近140亿美元，是印尼最大的就业支持产业，从业人数超270万人。

此外，汽车制造业是其新兴优势产业。印尼丰富的矿产资源和其国内巨大的人口和较低的汽车保有量，这都意味着印尼汽车市场巨大的成长空间。2018年，印尼

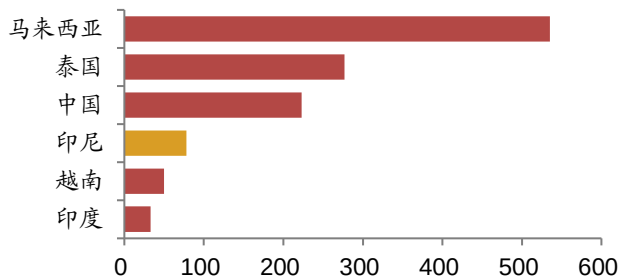
制定工业 4.0 计划，将汽车定义为五大优先发展的制造业之首。目前，印尼已成为继泰国之后东盟第二大汽车制造中心与最大的汽车消费市场。

图49.印尼汽车产量及增速



数据来源：OICA，财通证券研究所

图50.东盟国家和中国汽车保有量（辆/千人）

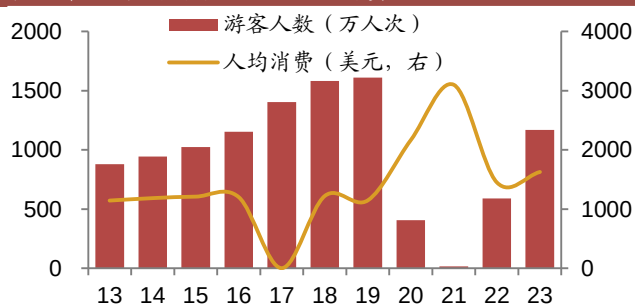


数据来源：OICA，财通证券研究所，图中为部分东盟主要国家，数据为 2020 年

第三产业中，旅游业是其传统优势产业。2023 年旅游业对印尼 GDP 贡献率为 4.1%，提供约 2200 万个就业岗位。一直以来，印尼稀缺的海洋资源和丰富的自然文化景观吸引着大量国内外游客，印尼的全球的旅游发展指数排名在第 32 位，高于马来西亚、泰国、越南和菲律宾。

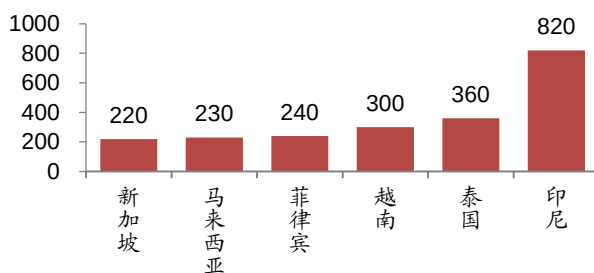
此外，互联网行业是新兴行业。得益于庞大的人口规模，印尼的数字经济、平台经济高速发展。Bukalapak 和 GOTO 两家互联网科技公司 IPO 分别位居印尼历史五大 IPO 的第 1 和第 3 位。另外，据谷歌、淡马锡、贝恩联合发布的 2023 年东南亚互联网报告，印尼是东南亚最大的数字经济体，遥遥领先东盟其他国家。

图51.印尼外国游客数和人均消费



数据来源：印尼统计局，财通证券研究所

图52.东盟主要国家数字经济规模（亿美元）



数据来源：淡马锡，财通证券研究所，数据为 2023 年。

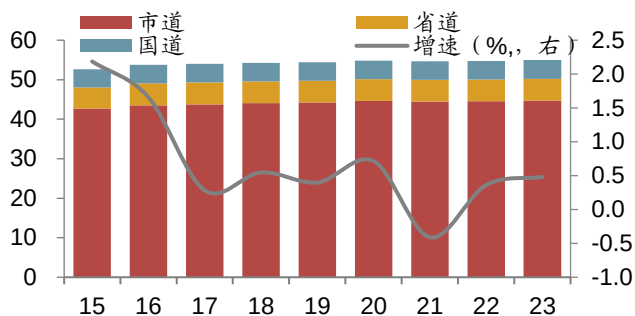
2.3 基础设施：交运物流情况差，制约经济发展

受资金匮乏、征地困难等因素制约，印尼基础设施建设极为缓慢。

印尼公路质量差且发展迟滞，交通工具以摩托车为主。2023 年印尼公路全长 55.1 万公里，国道和省道是印尼区域互联互通的生命线，但是国道和省级道路占比不到 20%，铺设沥青的道路占比不到 60%。印度尼西亚的高速公路发展缓慢，高速

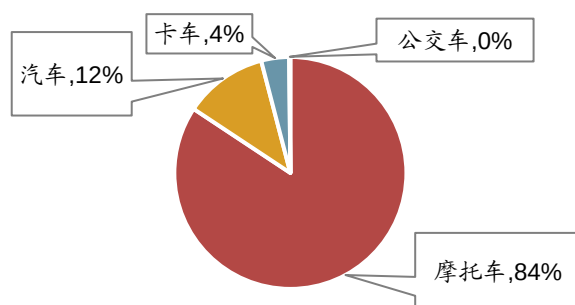
公路里程仅为 2600 公里左右，政府记录显示，从 1978 年到 2014 年，印尼高速公路仅增长 789 公里。2015 年至 2022 年，高速公路里程也仅增长 808 公里。印尼最主要的陆地交通工具是摩托车，占比高达 84%。

图53.印尼道路总长增速及各道路长度（万公里）



数据来源：印尼统计局，财通证券研究所

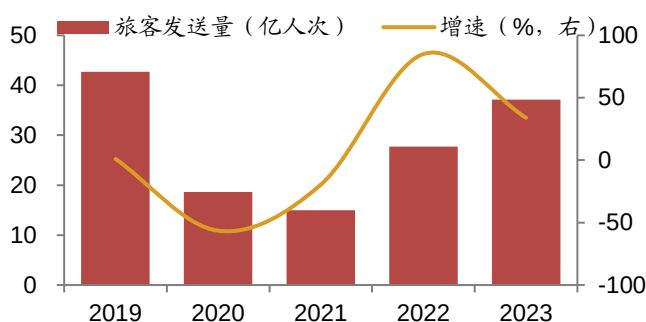
图54.印尼主要交通工具数量构成



数据来源：印尼统计局，财通证券研究所，数据为 2023 年。

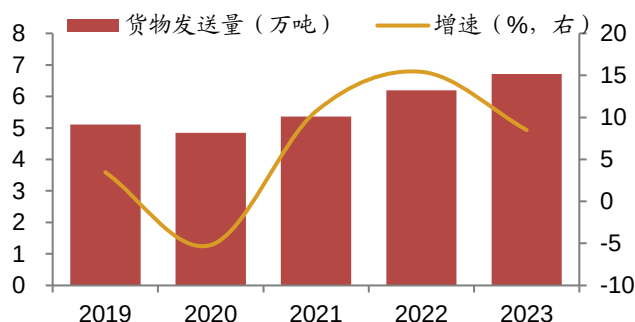
印尼铁路建设尚不完善，地区分布不均为主要问题。截止 2023 年 10 月，印尼全国铁路总长 6879 公里，其中的 142 公里为东南亚首条高速铁路——中印合资的雅加达至万隆高速铁路。2023 年，印尼铁路共发送旅客 37.2 亿人次，增速达到 34%，但仍未恢复至疫情前水准，其中爪哇岛占全国铁路旅客发送人次的 98.3%。铁路发送货物 6.7 万吨，较疫情前增加 31%。2014 年-2023 年，印尼交通部仅新建铁路 1683 公里，但计划到 2030 年将国家铁路网络总长扩展到近 1.1 万公里。

图55.印尼铁路发送旅客量及增速



数据来源：印尼统计局，财通证券研究所

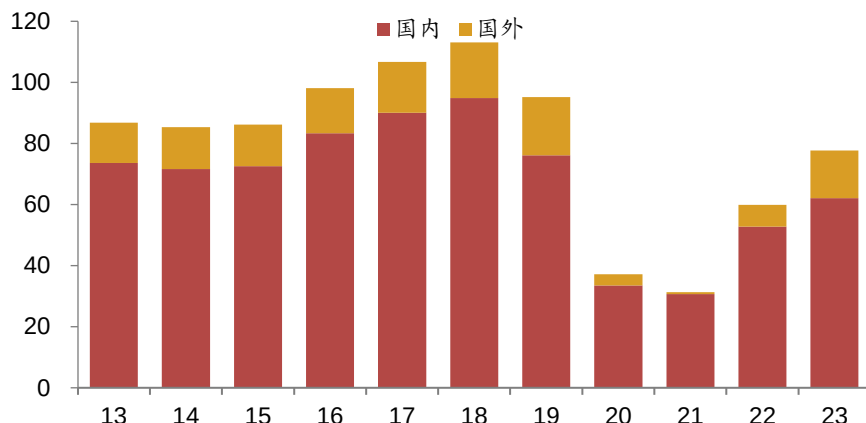
图56.印尼铁路发送货物量及增速



数据来源：印尼统计局，财通证券研究所

印尼航空运输系统相对发达，但管理维护水平较低。印尼全国共有 340 个机场，其中 31 个是国际机场，即便是印尼的偏远地区也有通航。2023 年印尼共计发送国际旅客 1563.6 万人次，发送国内旅客 6204.7 万人次，其中，国际旅客相比 2022 年翻一番。尽管航空市场增长迅猛，但印尼航空业一直面临着维护、管理等挑战。在过去 10 年中，印尼共发生 100 多起严重的航空事故。

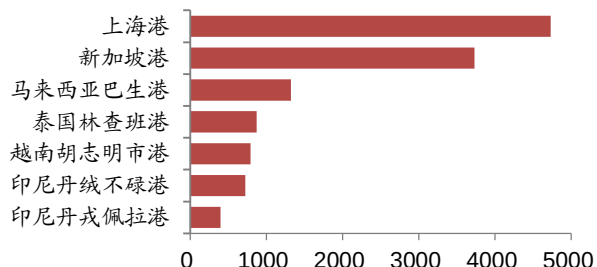
图57.印尼机场历年旅客运送量（百万人次）



数据来源：印尼统计局，财通证券研究所

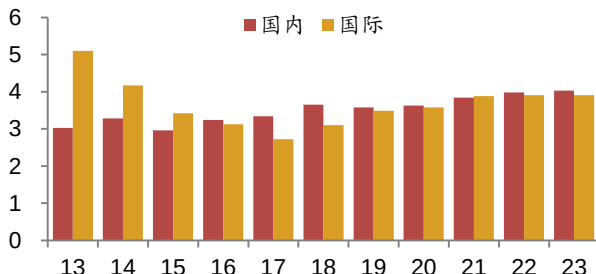
水路运输占据重要地位，但发展相对滞后。印尼作为世界上最大的群岛，水运拥有难以替代的运输地位。印尼拥有各类港口约2439个，其中主要港口33个。2023年印尼共计吞吐国内货物量约4亿吨，国际货物量3.9亿吨。其中，雅加达丹绒不碌港是印尼的最大港口；泗水的丹戎佩拉港为其第二大港。从整体吞吐量看，印尼港口吞吐量严重落后，不如越南、泰国等东盟其他国家。

图58.印尼主要港口吞吐量（万标准箱）



数据来源：印尼统计局，财通证券研究所，数据为2022年。

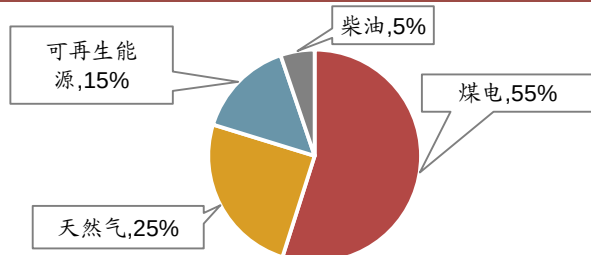
图59.印尼水运国内国际发送货物量（亿吨）



数据来源：印尼统计局，财通证券研究所

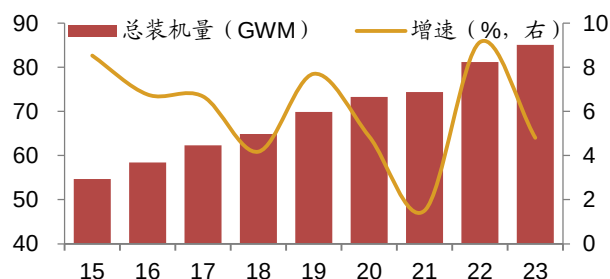
印尼电力行业发展迅猛，但可再生能源发展缓慢。截至2023年底，印尼全国总装机容量达85.1吉瓦，近十年以超8%的速度增长。从结构看，虽然印尼拥有丰富的自然资源和巨大的可再生能源潜力，但2022年可再生能源发电仅占15%，煤电占比则高达55%。从分布看，印尼也面临电力分布不均的问题，近66%的总装机容量分布在爪哇岛。为减少电力分布不均问题，印尼计划在爪哇岛、苏门答腊岛和加里曼丹岛建成一个相互联通的电网系统。

图60.印尼电力供给结构



数据来源：毕马威，财通证券研究所，数据为2022年。

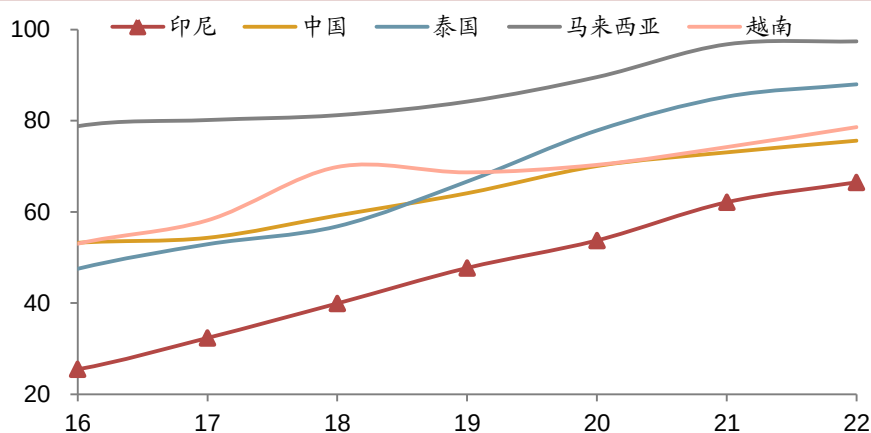
图61.印尼电力总装机量及其变化



数据来源：STATISTA，财通证券研究所

印尼网络基础较差，互联网普及率低。虽然目前印尼大部分地区都通互联网，但印尼带宽小、网速慢、互联网普及率低。2022年印尼互联网用户占总人口的比重不到70%，远低于其他东盟国家。目前，4G网络尚未完全覆盖印尼农村，印尼政府仍专注于扩大4G网络覆盖面。

图62.印尼、中国和东盟主要国家互联网人口占比 (%)



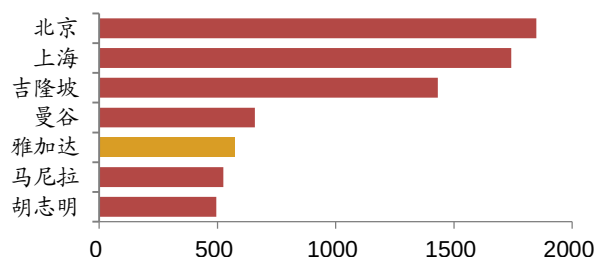
数据来源：WIND，财通证券研究所

2.4 要素价格：劳动力、能源成本低，但营商环境差

基础设施发展不平衡的情况下，印尼的要素价格也存在参差。

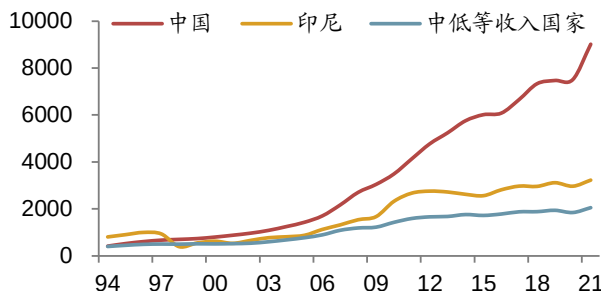
首先，印尼劳动人口基数庞大，劳动力成本较低。长期且稳定的人口红利使得印尼相对于中国及越南等东南亚国家有着明显的劳动力成本优势。雅加达和其他城市的工资对比中可以发现，雅加达工资水平远低于我国北京和上海，同时印尼国民净人均收入虽高于中低等收入国家但远低于我国。

图63.东盟主要城市和北京、上海月工资（美元）



数据来源: Numbeo, 财通证券研究所

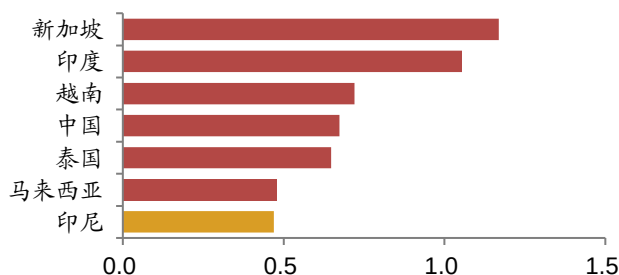
图64.印尼调整后的国民年净人均收入（美元）



数据来源: WIND, 财通证券研究所

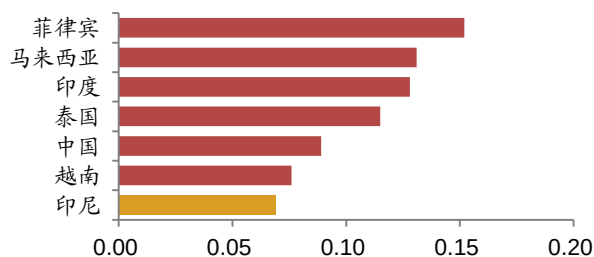
其次，印尼用水、用电价格均较低。作为海洋和能源大国，印尼用水、用电价格较低。以印尼首都雅加达为例，工业用水价格在 0.3 美元/吨到 0.5 美元/吨之间，中国 36 城市工业生活用水价格接近 0.7 美元/吨。据 Global Petro Price 全球企业电价排行榜来看，2023 年 12 月印尼企业平均用电价格约为 0.07 美元/kWh，中国企业用电价格为 0.09 美元/kWh，印尼电价略低于我国。

图65.印尼和东盟国家工业用水价格对比（美元/吨）



数据来源: CEIC, 财通证券研究所

图66.印尼和东盟国家工业用电价格（美元/kWh）

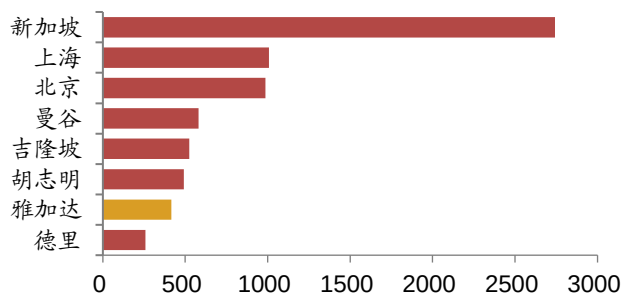


数据来源: Global Petro Price, 财通证券研究所

另外，印尼工业用地价格和商业公寓租金略低于我国。目前印尼制造业生产和投资主要集中在印尼首都雅加达及其周围片区。大雅加达片区的工业用地平均价格约为 170 美元/平方米，我国 2021 年 9 月工业用地北上广深平均地价约 290 美元/平方米。租金方面，在雅加达市中心租住一间一室公寓的租金约为 415 美元/月，同期中国城市平均市中心一间一室公寓租金约为 518 美元，比较来看租金水平较我国略低。

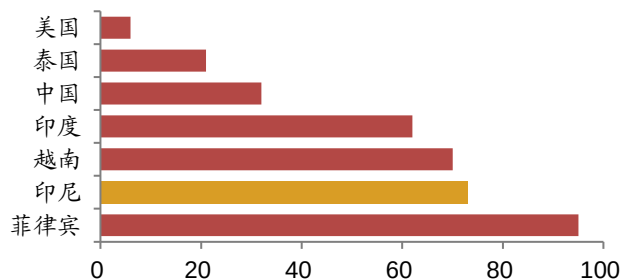
但是，印尼营商环境差，明显不及其他东盟国家。据世界银行 2020 年营商指数来看，印尼商业环境排名为 73 位，落后于马来西亚、泰国和越南，但领先于菲律宾和柬埔寨，在营商环境各得分项中，印尼在获得电力上排名最高，但在创办企业上排名最低，仅排在第 140 位，这在很大程度上受到其严格的就业规定以及复杂的税务合规要求影响。

图67.东南亚、中国主要城市中心一室房租（美元）



数据来源: Numbeo, 财通证券研究所

图68.各国营商指数对比



数据来源: WIND, 财通证券研究所, 数据为 2019 年, 数值越低表示越好

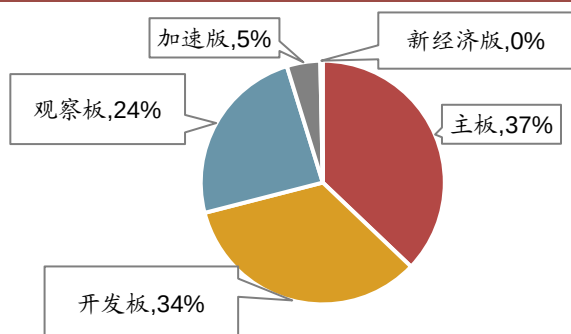
3 证券市场：资本市场进入快车道，传统行业是主体

作为东盟地区最大经济体，印尼金融市场发展繁荣，股票市值位居东盟首位。

印尼交易所由五大板块组成，主板和新经济板是核心。印度尼西亚交易所（IDX）是印尼唯一的证券期货交易场所，建立于殖民时期，在战争、政权交替中数度关闭，于 1977 年由政府重启。此后进行多次改革，形成了主板、新经济板、开发板、加速板和观察板的五大板块，其中：

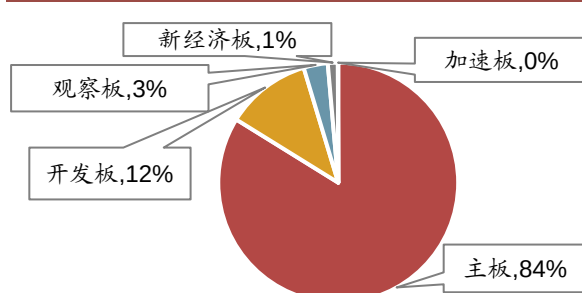
主板主要面向业绩表现优异的大型公司，占全部板块上市公司总数和总市值的 37% 和 84%，各公司平均市值 18 亿美元。**开发板**主要面向未达到主板上市要求的中小型企业，占全部板块上市公司总数和总市值的 34%、11.5%，各公司平均市值 2.7 亿美元。**加速板**于 2018 年新设，旨在进一步便利中小公司上市，占全部板块上市公司总数和总市值的 4.4% 和 0.1%，各公司平均市值 0.1 亿美元。**新经济板**于 2021 年新设，主要面向具备创新性质、高增长率的科技公司，占全部板块上市公司总数和总市值的 0.3%、1.3%，平均市值 33 亿美元。**观察板**于 2023 年新设，旨在加强监管，进一步提高上市公司状况的透明度，占全部板块上市公司总数和总市值的 24% 和 3.3%，各公司平均市值 1.1 亿美元。

图69.IDX 各板块上市公司市值分布



数据来源: IDX, 财通证券研究所, 时间截止到 2024 年 3 月

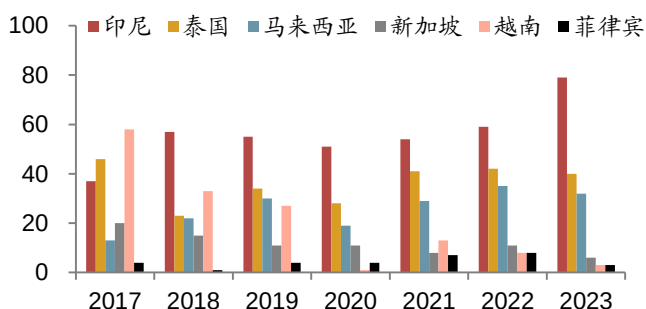
图70.IDX 各板块上市公司数量分布



数据来源: IDX, 财通证券研究所, 时间截止到 2024 年 3 月

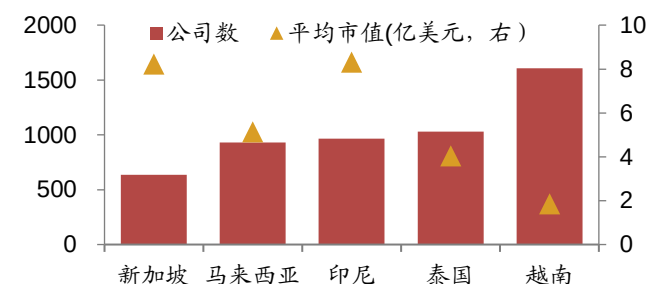
印尼 IPO 规模和市值规模领先东盟其他国家。2019-2023 年印尼共有 298 家通过 IPO 上市, 总募资额 118.96 亿美元, IPO 公司数和募资额分别位列东南亚主要市场中第 1 和第 2 位, 大幅领先新加坡等其他东盟市场。截至 2024 年 4 月 9 日, 印尼股市总市值为 8043 亿美元, 公司平均市值 8.3 亿美元, 总市值和平均市值均领先其他东盟国家。

图71.东盟主要国家 IPO 项目数



数据来源: 德勤, 财通证券研究所

图72.印尼和东盟主要国家上市公司数和平均市值

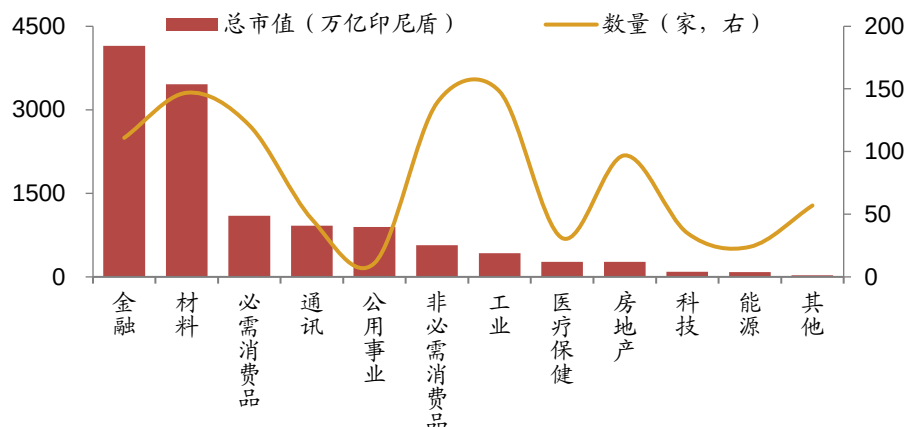


数据来源: Bloomberg, 财通证券研究所, 截至 2024 年 4 月 9 日

印尼股市专业化和国际化程度相对较高。印尼实行相对自由的外汇管理制度, 对海外投资和资本汇出不加以限制, 积极吸引外国投资, 因此国外投资者占比较高。截止 2024 年 5 月, 外国机构投资者的所有权构成在印尼资本市场仍占主导地位, 占 43%, 其次是本地机构投资者占 41%, 散户投资者占 15%。

金融行业市值占比超过 1/3, 其次是材料行业和通讯行业。截至到 2024 年 4 月 1 日, 印尼金融业市值占比超过 1/3, 此外是材料、必须消费品行业, 占比分别为 28% 和 9%左右。从行业平均市值来看, 公用事业、金融业和材料行业最为靠前。

图73.IDX 上市公司平均市值和数量行业分布



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所，截至到 2024 年 4 月 1 日

得益于资源禀赋和人口规模，材料和消费品行业占领市值榜首。材料行业方面，阿曼矿业公司是印尼最大的矿业公司，第二大的金、铜生产商，与中色股份有密切合作；钱德拉·阿斯里是印尼最大的综合性石油化工公司，运营印度尼西亚唯一一个世界级石脑油裂解系统；巴彦资源主要从事综合性煤炭生产。而当前市值最大的 Barito 于 2023 年上市，是印尼领先的地热能生产商，旨在支持印尼实现零排放目标。

消费品行业方面，印多福是印尼最大的食品公司，也是全世界最大的速食面制造商之一，多次入选 Kantar 评测的世界前三名最多消费者选择的食品品牌；阿斯特拉国际是东南亚最大的独立汽车集团，是印尼的汽车和摩托车产品的供应商，与国际知名汽车企业和摩托车企业合作；此外，印尼最有价值的连锁便利店——Alfamart、全球前列的快消品公司——联合利华、印尼最大的烟草公司——三宝麟等多年稳居印尼前十大上市公司榜单。

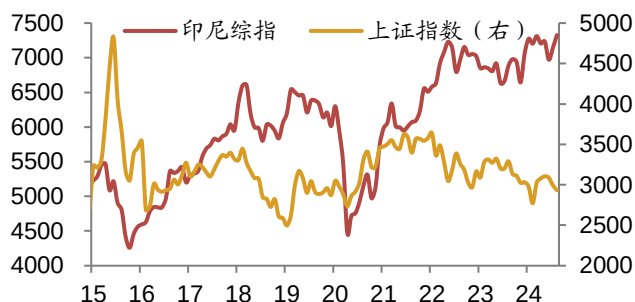
图74.印尼近 10 年前十大上市公司名单及其所属行业

排名	2024	2022	2020	2018	2016	2014	所属行业
1	Barito	印尼电信	印尼电信	三宝麟	三宝麟	三宝麟	公用事业
2	阿曼矿业	阿斯特拉国际	联合利华	印尼电信	印尼电信	阿斯特拉国际	材料
3	钱德拉·阿斯里	联合利华	阿斯特拉国际	联合利华	联合利华	印尼电信	电信
4	巴彦资源	Emtek	三宝麟	阿斯特拉国际	阿斯特拉国际	联合利华	批零-非必需品
5	印尼电信	三宝麟	印多福	盐仓集团	盐仓集团	盐仓集团	必需消费品
6	阿斯特拉国际	DCI	卜蜂集团	印多福	印多水泥	SIG	批零-必需品
7	DSS	印多福	UNTR	卜蜂集团	印多福	印多水泥	媒体
8	印多福	卜蜂集团	盐仓集团	UNTR	SIG	Kalbe	医疗保健
9	Alfamart	UNTR	Emtek	Kalbe	UNTR	印多福	
10	联合利华	Kalbe	SIG	SIG	Kalbe	UNTR	

数据来源：Bloomberg，财通证券研究所，行业分类为 BICS2 级行业分类，剔除金融和地产行业上市公司，截至到 2024 年 4 月 1 日

截止到 2024 年 8 月 1 日，印尼综指上涨 0.7%。新冠疫情期间，印尼综指受到较大挫伤，股价大幅跌落，但很快便迎来修复，并基本延续了疫情前的上行趋势。2020 年到 2022 年间，印尼综指的估值大幅提升，但 2022 年后，随着全球经济走向衰退，估值逐渐回落，目前印尼综指的 PE 已回落到 2019 年水平。

图75.印尼综指与上证指数的走势



数据来源：WIND，财通证券研究所，截至到 2024 年 8 月 1 日

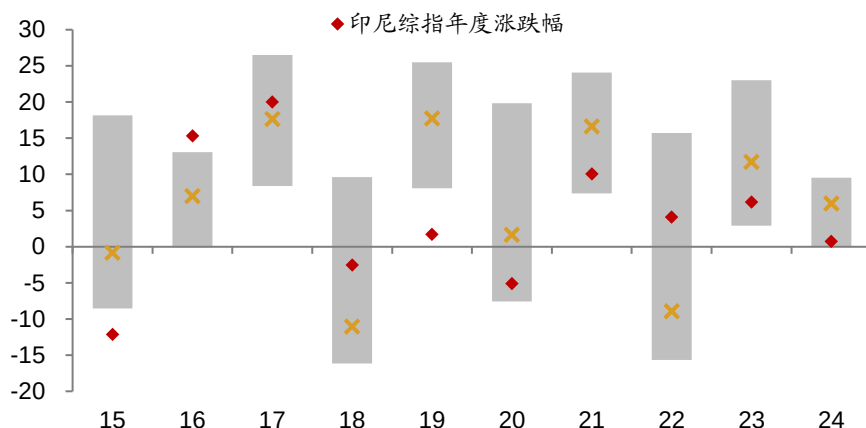
图76.印尼综指与上证指数的 PE 估值



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所，截至到 2024 年 7 月 31 日

印尼综指今年至今表现位居全球市场指数后 50%。印尼股市表现在全球市场并不好。近 10 年来，除 2016-2018 年以及 2022 年外，印尼综指均低于全球市场指数的中位数。2024 年至今，印尼综指涨跌幅在全球市场指数中排在后 30%左右，表现不及部分新兴市场国家。但印尼经济增长预期稳定，根据印尼央行预测，2024 年增长率可望超过 5.1%。

图77.印尼综指较全球市场指数的表现 (%)



数据来源：WIND，财通证券研究所，柱体表示全球股指的上下 1/4 分位数，×表示中位数，截至到 2024 年 8 月 1 日

基础材料和能源行业表现较优。分行业看，今年以来印尼市场多数行业表现欠佳，能源、医疗健康和基础材料行业领涨，今年以来分别上涨 16.7%、5.3%和 4.3%；科技、交运和房地产行业跌幅居前，今年以来分别下跌 25.9%、13.8%和 10.3%。从近 1 月表现看，多个行业行情有所反弹，工业、房地产和交运行业领涨，分别上涨 10.3%、8.5%和 7.0%。

图78.印尼股市分行业表现 (%)

行业	最近1月	24年至今	2023年	2022年	2021年
工业	10.3	-4.9	-6.9	13.3	3.5
房地产	8.5	-10.3	0.4	-8.0	-16.1
交运	7.0	-13.8	-3.6	3.9	71.0
耐用消费品	5.8	-7.6	-3.5	-5.5	20.8
能源	3.5	16.7	-7.8	100.1	45.1
科技	3.3	-25.9	-14.1	-42.6	380.1
金融	2.6	-3.9	3.1	-7.3	8.9
非耐用消费品	2.0	-2.5	0.8	7.9	-15.0
基础设施	1.8	0.3	80.8	-9.5	8.3
医疗健康	1.3	5.3	-12.1	10.2	6.3
基础材料	-1.5	4.3	7.5	-1.5	-9.2

数据来源：Bloomberg，财通证券研究所，按照最近 1 月表现排序，时间截止至 2024 年 7 月 31 日

4 以资源出口为主，积极寻求经贸合作

4.1 经贸合作：注重国内产业保护，积极对外寻求合作

印尼对外经贸合作支持近来持续加码。在经贸协定方面，印尼与东盟、中国、日本、澳大利亚和欧盟等多个国家和地区签署自由贸易协定，降低关税和非关税壁垒。在关税补贴方面，针对特定产业或商品实施减税退税政策，以降低出口企业

的生产成本，提升印尼出口产品的国际竞争力。在**流程手续**方面，简化和减少进出口手续，借助数字政务简化审批流程、压缩寻租空间，严厉打击阻碍项目落地的官僚做法，提供更清明、便捷的营商环境。在**投资优惠**方面，对于“优先清单”鼓励的投资行业，最高可享受公司所得税 100%减免的优惠政策，并在基础设施、可再生能源、建筑服务、通信媒体信息技术、分销仓储、医疗医药等重点领域，取消或放宽股权比例等对外资的限制。

图79.印尼对外经贸合作的政策支持力度持续加码

领域	项目	内容
贸易	进口关税	印尼现行进口关税税率始设于 1988 年财政部，此后每年通过部长令实施“工业与经济松绑”计划，内含关税税率调整。
	区域性优惠	中国和印尼逐步削减货物贸易关税水平。中国—东盟自贸区在 2010 年初建成后，中国和印尼 90%以上的进出口产品实现零关税。
	进口许可制度	2010 年，印尼开始实施新的进口许可制度，将现有的许可证分为一般进口许可证和制造商进口许可证。
	出口限制	出口货物必须持有商业企业注册号 / 商业企业准字或由技术部根据有关法律签发的商业许可，以及企业注册证。
投资	行政手续	自 2021 年 6 月，中央政府通过在线系统统一地方政府的选址、环保、建设审批，简化流程，减少腐败；同时，中央协调地方政府加快审批，解决官僚障碍。
	特别投资激励	2021 年 3 月，推出“优先清单”替代“负面清单”，在基础设施、可再生能源、建筑、通信、医疗等领域放宽外资限制。
	所得税优惠	“优先清单”鼓励的投资行业，满足条件的投资者可享受 100%独资设立企业、公司所得税 100%减免或公司所得税 50%减免等政策。
	负面清单管理制度	法规规定 25 个行业为禁止投资行业，仅能由政府从事经营。

数据来源：商务部，财通证券研究所

营商便利、政治稳定、劳动力丰富廉价，提升印尼投资吸引力。营商环境方面，印尼致力于在 2045 年实现成为发达国家愿景，为加快经济复苏、推动产业转型升级，政府重视发展绿色经济、数字经济等新兴领域。**政治方面**，印尼政局稳定，政府重视投资，近年来逐步放宽外商投资门槛，并精简流程，为外商投资提供便利。**自然资源方面**，印尼油气、矿产资源丰富，成为国际煤炭及镍、铁、锡、金等金属矿产品市场供应的重要来源，目前矿冶已成为印尼第一大外商投资行业。**地理位置方面**，印尼是最大的岛国、最大的群岛国家，与邻国直接接壤较少，是亚洲和大洋洲、太平洋和印度洋的交通枢纽，控制着关键的国际海洋交通线。**人口方面**，印尼人口众多并且年轻，劳动力资源丰富。

图80.近来印尼外商投资优势凸显

分类	具体优势
政治	政局总体稳定，政府重视扩大投资并陆续放宽外商投资的准入门槛、简化审批流程，吸引外资涌入。
资源	印尼资源丰富，包括棕榈油、橡胶、石油、天然气、锡、铝、镍、铁、铜、金、银、煤等，矿冶是最大外商投资领域。
地理	地理位置重要，位于亚洲和大洋洲、太平洋和印度洋的交通枢纽，控制着关键的国际海洋交通线。
人口	人口众多，有丰富、廉价的劳动力。
市场	市场化程度较高，金融市场较为开放。
基建	印尼政府致力于改善基础设施条件，出台中长期经济发展规划，着力推动交通、通信等大型基础设施项目建设。

数据来源：商务部，财通证券研究所

但**劳动力素质低、基建条件较差等仍是印尼的劣势**。**劳动力方面**，虽然印尼劳动力市场规模庞大，但本国劳动力素质普遍较低，对外国劳工工作签证签发要求较高，且严格限制甚至禁止普通劳工入境工作，不利于印尼产业链转型和升级。**税率方面**，印尼政府预计将在2025年征收12%的增值税，比目前税率提高一个百分点。**房地产方面**，印尼政府法令规定外国人对土地的所有权时限仅为30年，不能终身拥有，但可以申请延长，工业区土地较一般工业用地价高。**外商限制方面**，印尼对本国部分特有贸易行业高度保护，部分行业商业活动中存在外商持股限制，对外资参与的限制仍然较严。**基础设施建设方面**，基础设施滞后问题较为严重，机场、码头、道路运力不足，雅加达和重点城市交通干道拥堵，水灾、停水、停电等时有发生，对企业经营造成一定困难。

图81.印尼对外经贸合作仍有部分不可忽视的劣势

分类	具体劣势
劳动力	印尼劳动力规模大，但技能有待提升。国内劳工受保护，除高层管理和技术人员外，限制外籍劳工从事本国人能胜任的工作，并对签证要求严格。
税率政策	印尼政府预计将在 2025 年征收 12% 的增值税，比目前的增值税税率增加 1 个百分点。
土地政策	印尼法律限制外国人土地所有权至多 30 年，可申请延长。工业区和私有土地价格高于一般和国有土地，热门区域地价更高。
房屋价格	近年来，印尼房地产市场总体呈现上涨趋势。
外商限制	部分行业商业活动中存在外商持股限制。
基础设施	基础设施滞后问题较为严重，机场、码头、道路运力有限，雅加达等城市交通拥堵，水电供应不稳定，对企业经营造成一定困难。
投资	印尼法律环境较为复杂，注册公司手续较多。
工程	印尼外汇储备不够充足，资金较为短缺，很多大型项目要求带资承包，或使用外方提供的优惠贷款。

数据来源：ASEAN Briefing，商务部，财通证券研究所

4.2 对外贸易：中国为主要伙伴，聚焦化工和金属

印尼对外贸易的对象主要为中美日韩和东南亚各国，其优势在于具备巨大的人口规模、丰富的原材料供应。2023 年印尼货物和服务出口总额录得 2927 亿美元。其中，出口总额 2588 亿美元，同比增速-11.4%；进口总额 2217 亿美元，同比增速-6.6%。货物和服务贸易顺差达到了 641 亿美元。接下来我们将聚焦印尼对外贸易的发展历史展开分析。

首先，印尼的对外贸易发展历史大致可以分为六个阶段：

第一阶段(1965 年-1971 年)，对外贸易环境从混乱逐渐恢复。苏加诺旧秩序末期，印尼进行严格的贸易控制，包括进口禁令、配额制度、高关税以及外汇分配限制。苏哈托新秩序上台后，印尼统一了汇率，开放了资本账户，并实现了贸易政策的正常化，为后来的经济复兴奠定了基础。

第二阶段(1971 年-1985 年)，进口依赖加深引发“荷兰病”，寻求进口替代。石油产业的繁荣引发了“荷兰病”，导致印尼对石油出口和收入的依赖加深。在这一阶段中，政府实施了进口替代政策，通过提高有效保护率来扶持国内产业。1978 年印尼盾贬值，持续的进口替代策略以及偏向既得利益的进口许可制度，进一步影响了印尼的对外贸易格局。

第三阶段(1985 年-1999 年)，大幅放松管制，推动出口多样化。20 世纪 80 年代中期，石油繁荣结束，恰逢全球经济衰退。印尼政府采取了大胆的放松管制措施

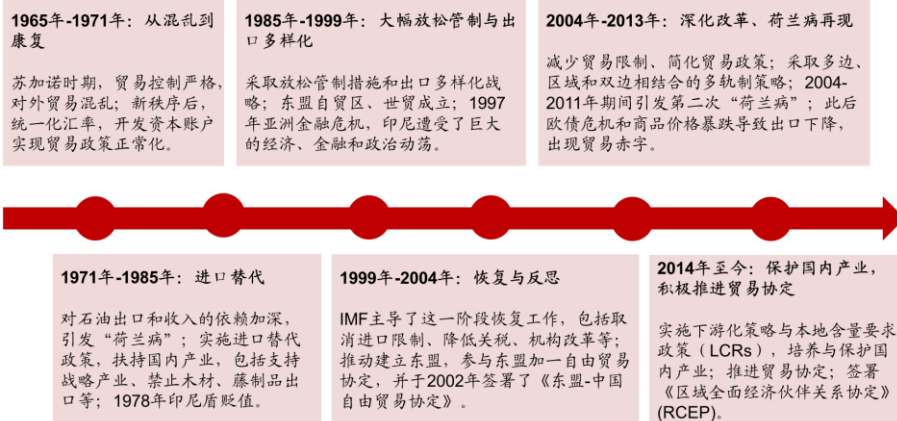
和积极的出口多样化战略。1991 年东盟自由贸易区的建立、1994 年亚太经合组织领导人会议博螯目标的推动以及 1995 年世界贸易组织的成立对印尼的贸易政策产生影响。

第四阶段（1999 年-2004 年），大力恢复经济，反思外贸政策。危机过后，国际货币基金组织（IMF）计划主导了这一阶段的恢复工作，包括取消所有进口限制、降低关税、进口农产品以及进行重大机构改革。2002-2004 年间，印尼对 IMF 计划态度矛盾，重新引入进出口限制，保护主义逐渐蔓延。2003 年印尼推动东盟的建立，参与了东盟加一自由贸易协定（FTAs），并于 2002 年签署了《东盟-中国自由贸易协定》。

第五阶段（2004 年-2013 年），深化改革，“荷兰病”再现。尤多约诺政府试图通过减少贸易限制和提高透明度来简化贸易政策。商品繁荣导致印尼出口量激增，并引发了第二次“荷兰病”现象。

第六阶段（2014 年以后），保护国内产业，积极推进贸易协定。维多多总统上台后，一方面，继续实施优化策略，培养和保护国内产业，不仅鼓励原材料出口，并且呼吁再当地进行加工，创造国内就业机会并增加出口收入。另一方面，积极寻求自由贸易协定，并且推出大胆的改革以促进更多的贸易和投资流动。

图82.印尼对外贸易发展历史中重要节点



数据来源：Pangestu M et al⁴, Patunru AA⁵, 财通证券研究所

新世纪以来，印尼积极参与对外贸易合作。印尼于 1950 年加入《关税与贸易协定》（GATT），1995 年正式加入世界贸易组织（WTO），自此全面进入全球经济市场。此外，印尼是东盟成员国，而东盟对外签订的经贸协定同样对印尼有效。在**经贸协定**方面，印尼已与多个国家和地区签署了 74 个双边投资协定、22 个有投资条

⁴ Pangestu, M., Rahardja, S., & Ing, L. Y. 《FIFTY YEARS OF TRADE POLICY IN INDONESIA: NEW WORLD TRADE, OLD TREATMENTS》

⁵ Patunru, A. A. 《Trade Policy in Indonesia: Between Ambivalence, Pragmatism and Nationalism》

款的协议以及 25 个多边国际条约，合作伙伴包括中国、韩国、日本、澳大利亚等。中国是印度尼西亚最大的贸易伙伴，随着《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP) 于 2023 年 1 月在印尼生效，中国与印尼经贸合作迎来历史发展的新机遇，贸易投资合作潜力可待进一步释放。

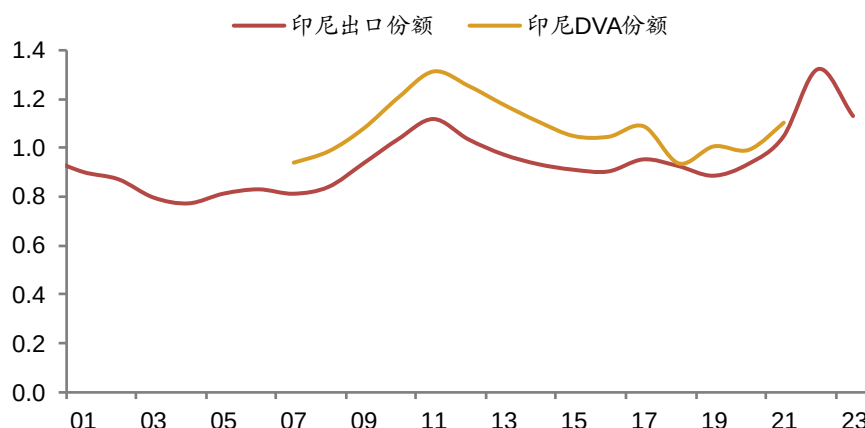
图83.印尼参与生效的部分区域贸易协定

经贸协定名称	生效时间	参与方	主要内容
东盟-中国自由贸易区	2005 年	中国、东盟	中国与东盟将 90%进口产品关税降至零，取消非关税措施，促进贸易自由化。
《印尼-日本经济伙伴关系协定》	2008 年	印尼、日本	90%商品关税取消或降低，重点包括日对印尼的农工产品及印尼对日的农产品。
东盟-印度自由贸易区	2010 年	东盟、印度	取消了包括棕榈油、胡椒、红茶和咖啡在内的 90%以上产品的关税自由化。
东盟-澳大利亚-新西兰自由贸易区	2010 年	东盟、澳大利亚、新西兰、越南、智利	消除东盟、澳大利亚和新西兰之间 90% 的商品的关税。
《印尼-智利全面经济伙伴关系协定》	2019 年	印尼、智利	取消智利出口到印度尼西亚的 9000 多种商品和印尼出口到智利的 7000 多种商品的关税。
《印尼-澳大利亚全面经济伙伴关系协定》	2020 年	印尼、澳大利亚	扩大服务和投资市场准入，使澳大利亚公司在印尼电信、建筑和旅游等行业拥有多数所有权。
《印尼-欧洲自由贸易联盟全面经济伙伴协定》	2021 年	印尼、欧洲自由贸易联盟成员国	取消了印尼与欧洲自由贸易联盟成员国之间大部分商品贸易的关税。
《印尼-韩国全面经济伙伴关系协定》	2023 年	印尼、韩国	取消了印尼对韩国出口商品 95%的关税，以及韩国对印尼出口商品 92%的关税。
《区域全面经济伙伴关系协定》	2023 年	中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰、东盟	新增 700 多个税号产品零关税待遇，包括部分汽车零部件、服装鞋靴等。

数据来源：商务部，RECP NEWS，财通证券研究所

观察印度尼西亚的对外贸易特点。从印尼贸易现状来看，一方面，2000 年-2011 年间，印尼出口份额小幅走高，随后略有回落，2022 年上升至 1.3%。截至 2023 年，印尼的出口份额回落到了 1.1%附近。2023 年印尼货物和服务出口总额录得 2927 亿美元，货物和服务贸易顺差达到了 641 亿美元。自 2020 年印尼货物和服务贸易实现顺差以来，印尼货物和服务贸易顺差逐年上涨。另一方面，**印尼的衡量“真实出口”的 DVA（被该国吸收的增加值）份额略高于出口份额**，指向印尼出口产品附加值占全球总额比重相对较高。

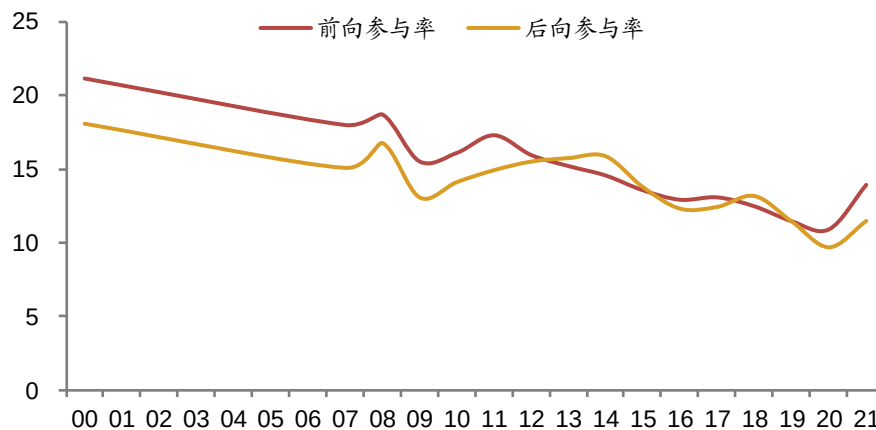
图84.印尼出口份额和 DVA 份额 (%)



数据来源: iFinD, UIBE GVC, 财通证券研究所

在全球价值链中地位较低。印尼是全球第四大人口大国,拥有丰富的劳动力资源和亟待发掘的市场潜力,但仍然以资源出口为主,如矿产品、农林牧渔产品等。但从全球价值量的参与状况来看,2012年以来,印尼前后向参与率十分接近,且均有逐渐下降,指向印尼在全球价值链中的收益逐渐下降,这也意味着印尼在全球价值链中的地位逐渐下降。不过,2021年印尼的前后向参与率双双回升。

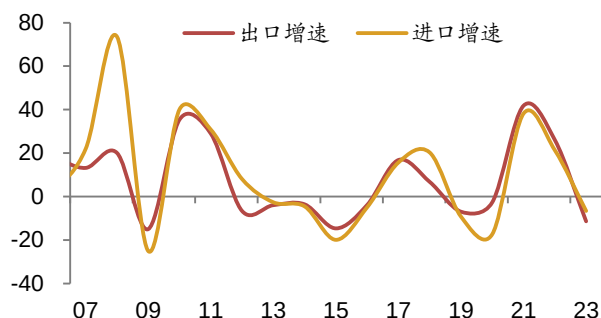
图85.印尼在全球价值链中的地位逐渐下降 (%)



数据来源: UIBE GVC, 财通证券研究所

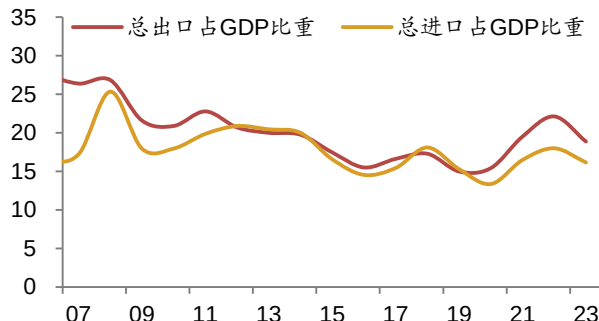
进出口增速波动大,但占GDP比重趋势总体下行。出口方面,印尼出口增速波动较大,2010年对外出口增速高达35%,随后震荡回落,2023年回落至-11.4%。2005年印尼出口额占GDP比重达到近20年内最高点,约为三成,后续呈现震荡走低态势。**进口方面,**与出口情况相似,印尼总进口增速自2021年达到高点后同样出现大幅回落,其占GDP的比重基本维持在17%左右。

图86.印尼出口和进口增速 (%)



数据来源: iFind, 国际贸易中心, 财通证券研究所

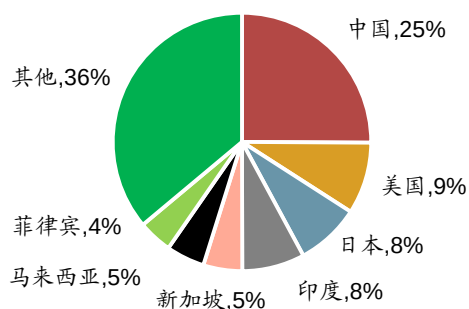
图87.印尼进口和出口占 GDP 比重 (%)



数据来源: iFind, 国际贸易中心, 财通证券研究所

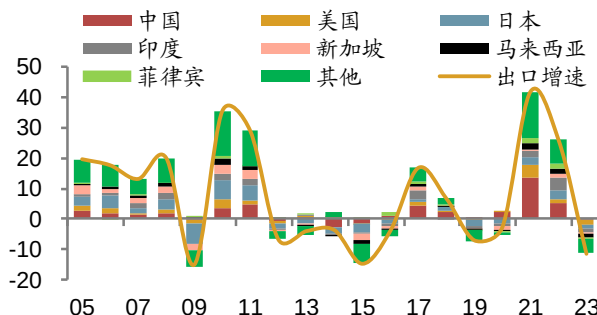
出口主要去往中国。从出口份额来看, 印尼出口份额排名前七的国家出口份额合计占印尼总出口近六成, 其余国家占约四成, 相对较为集中。中国是印尼的主要出口国, 约 25% 的出口目的地为中国, 其次为美国, 约为 9%。印尼主要向中国出口燃料、农林牧渔产品等产品。从出口增速的贡献来看, 2023 年印尼主要出口国中, 对中国和印度的出口额对总出口的拉动均有所走弱。

图88.印尼对主要贸易伙伴出口份额



数据来源: 国际贸易中心, 财通证券研究所, 数据为 2023 年

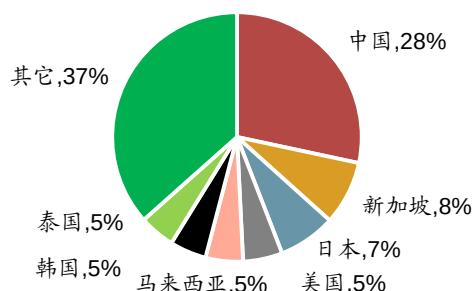
图89.对主要贸易伙伴出口对总出口增速的拉动 (%)



数据来源: 国际贸易中心, 财通证券研究所

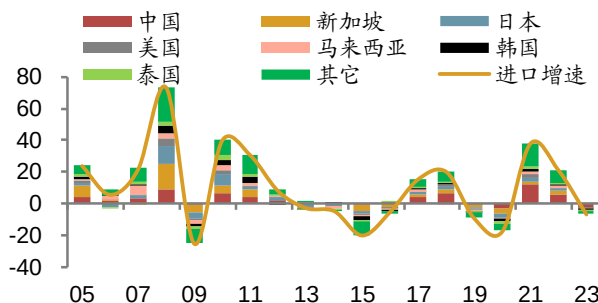
中国和新加坡是主要进口国。从进口份额来看, 与出口类似, 2023 年中国是印尼主要进口来源国, 进口份额占比达 28%, 随后是新加坡和日本等国。除了份额排名前七的国家外, 其他国家的进口份额合计占印尼总进口约四成。印尼主要从中国进口电子产品、机械零件、化学品和食品等。从进口增速的贡献来看, 2022 年印尼的主要进口国对总进口的拉动均走弱, 从中国进口的减少是主要原因。

图90.主要贸易伙伴进口份额占比



数据来源：国际贸易中心，财通证券研究所，数据为 2023 年

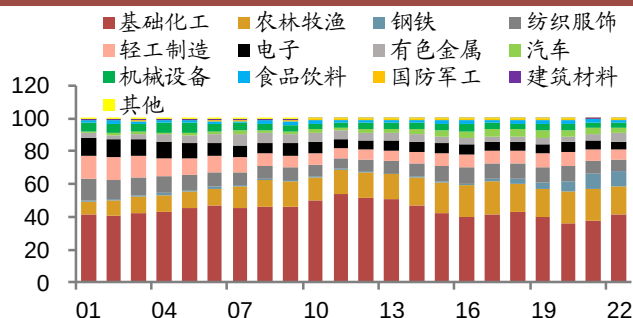
图91.从主要贸易伙伴进口对总进口增速的贡献（%）



数据来源：国际贸易中心，财通证券研究所

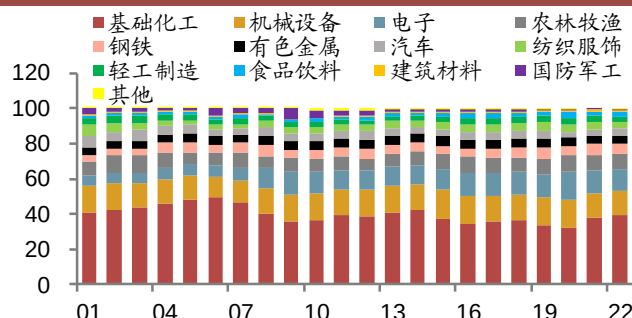
基础化工是印尼进出口支柱行业。分行业来看，出口方面，2001 年-2013 年间，基础化工、农林牧渔和纺织服饰占印尼出口总份额名列前茅，基础化工行业几乎占据印尼出口半壁江山，远超排名第二的农林牧渔行业。2013 年后，钢铁出口份额逐渐增加，到 2022 年已超过纺织服饰行业，位列第三位。进口方面与出口相似，印尼基础化工产业进口份额极高，近 20 年基础化工行业的进口额约占总进口额的 1/3 左右，远超机械设备、电子等其他行业。

图92.印尼总出口各行业份额（%）



数据来源：国际贸易中心，财通证券研究所，数据为 2023 年

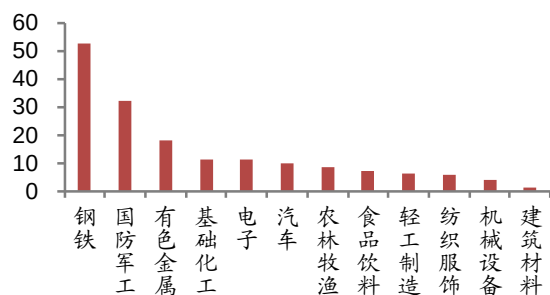
图93.印尼总进口各行业份额（%）



数据来源：国际贸易中心，财通证券研究所

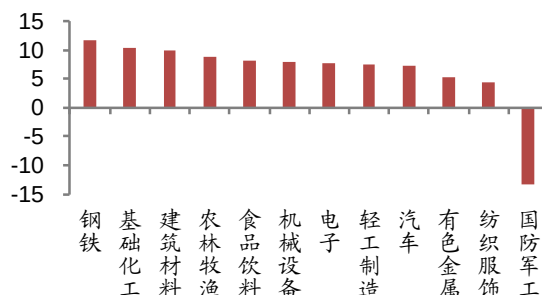
钢铁和国防军工行业出口增速较快。从各行业出口增速来看，钢铁、国防军工和有色金属行业位居前三。其中，钢铁和国防军工近 5 年年均增速均大于 20%，同时这些行业目前所占出口份额较低，指向其上升空间较大。从各行业进口增速来看，钢铁、基础化工和建筑材料位于前三，其中，钢铁和基础化工行业近 5 年年均增速均大于 10%。

图94.印尼总出口各行业近5年年均增速(%)



数据来源：国际贸易中心，财通证券研究所，数据为 2023 年

图95.印尼总进口各行业近5年年均增速(%)



数据来源：国际贸易中心，财通证券研究所

中印尼贸易合作逐步推进。中国和印度尼西亚自 1990 年恢复外交关系以来，双边经贸合作全面发展，尤其是近年来中印尼贸易、投资和工程承包等领域合作发展迅猛。2013 年 10 月，中国首次提出共建“21 世纪海上丝绸之路”，中国和印度尼西亚双边关系提升至全面战略伙伴关系。2022 年 11 月，双方就共建中印尼命运共同体达成重要共识。投资已成为双边经贸合作的最大亮点。

从中印尼贸易的现状来看，中国企业对印度尼西亚的投资涉及农业、矿冶、电力、房地产、制造业、产业园区、数字经济和金融保险等广泛领域，遍布印度尼西亚各大主要岛屿，产能合作取得显著成效。**从贸易协定方面来看，**2005 年中印签署《东盟-中国自由贸易协定》，使中国成为东盟最大贸易伙伴和投资来源。2022 年签署《区域全面经济伙伴关系协定》(RCEP)。**从跨境合作来看，**中国-东盟自由贸易区于 2004 年签署，2005 年 7 月正式实施。通过自贸区建设，中国 10 年来一直是东盟第一大投资国，2020 年双边贸易总额超过 7310 亿美元。**从贸易成果来看，**中国已连续多年保持印度尼西亚第一大贸易伙伴。在中国主动扩大进口的系列举措拉动下，2016 年以来，中国持续成为印度尼西亚第一大出口目的国。目前，印度尼西亚已成为向中国出口燕窝最多的国家，中国也已成为拉动印度尼西亚棕榈油出口增长最重要的力量，已是印度尼西亚第一大棕榈油出口目的地。印尼长期是中国企业开展工程承包的前十大海外市场之一。东南亚首条高铁—雅加达-万隆高铁已正式运营。

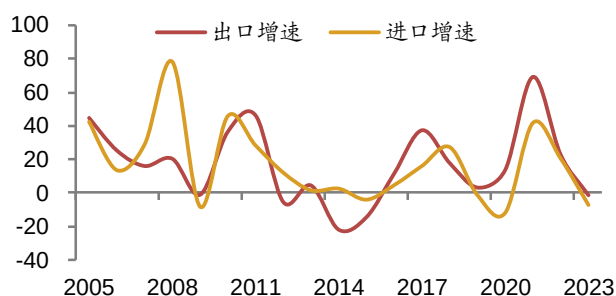
图96.中印尼经贸合作协议与项目逐步推进

贸易协定	跨境合作	贸易成果
2005 年中印签署《东盟-中国自由贸易协定》，使中国成为东盟最大贸易伙伴和投资来源 2022 年签署《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）	中国-东盟自由贸易区于 2004 年签署，2005 年 7 月正式实施。通过自贸区建设，中国 10 年来一直是东盟第一大投资国，2020 年双边贸易总额超过 7310 亿美元。 RCEP 于 2023 年 1 月 2 日对印尼生效。	2016 年以来，中国持续为印度尼西亚第一大出口目的国。 印尼长期是中国企业开展工程承包的前十大海外市场之一。东南亚首条高铁一雅加达-万隆高铁已正式运营。

数据来源：商务部，财通证券研究所

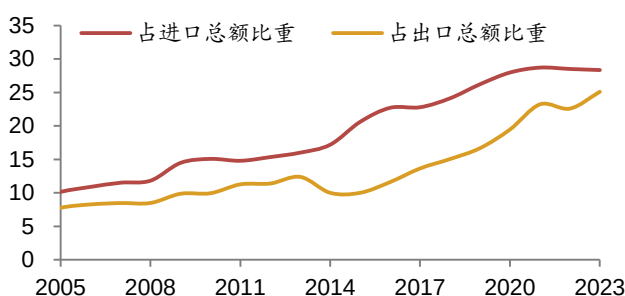
中印尼贸易稳中有进。从中国在印尼贸易中的地位来看，中印尼两国互为重要贸易伙伴，双边贸易稳步增长，2021 年突破 1000 亿美元大关，2023 年增长至 1278 亿美元。出口方面，印尼对中国出口近两年增速有所回落，2021 年增速高达 69.2%，2023 年已回落至-1.5%。不过，对中国出口占印尼总出口的比重自 2016 年起持续攀升，截至 2023 年，对中国出口占印尼总出口的比重达到了 25%。进口方面，近二十年来，印尼从中国进口额增长迅速，从 2001 年的 18.4 亿美元增长到 2022 年的超 700 亿美元，占进口总额比重从 20 世纪初的 3.3% 升至 23.2%。

图97.印尼对中国进出口增速（%）



数据来源：国际贸易中心，财通证券研究所

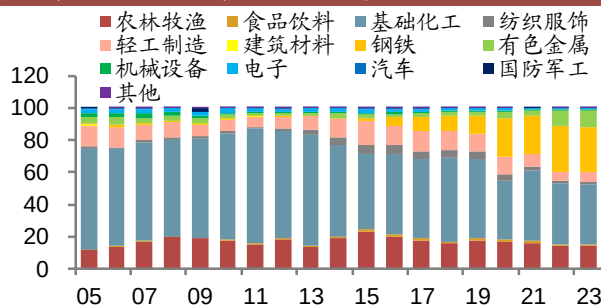
图98.从中国进、出口占印尼总进、出口比重（%）



数据来源：国际贸易中心，财通证券研究所

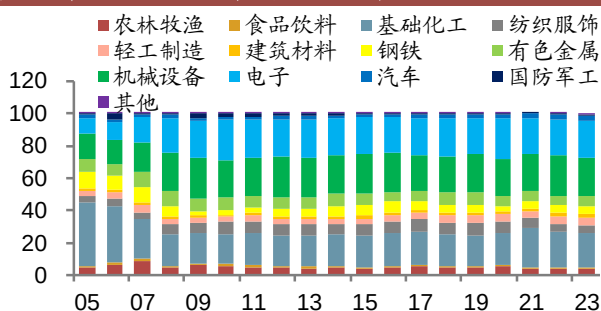
基础化工、农林牧渔和机械设备是中印贸易的主要领域。分行业看印尼对中国贸易，出口方面，基础化工、钢铁和有色是印尼主要向中国出口的产品。长期以来，基础化工稳占印尼对中国第一大出口行业，不过近年来随着钢铁行业的发展，如今印尼对中国出口的钢铁产品占比从 2010 年的 0.2% 大幅增加至 2023 年的 28.3%。**进口方面**，机械设备、电子和基础化工行业是印尼从中国进口的前三大主要行业，合计占进口总额比重接近七成。其中，机械设备行业在行业进口份额中排名第一，其次是电子和基础化工。

图99.印尼各行业对中国出口分布 (%)



数据来源：国际贸易中心，财通证券研究所

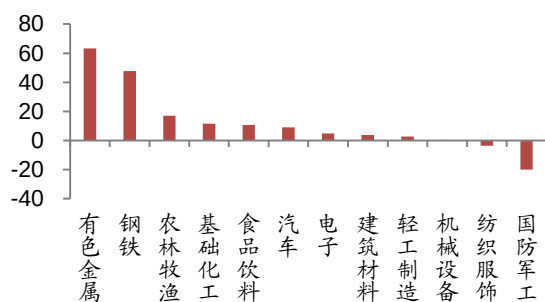
图100.印尼各行业从中国进口分布 (%)



数据来源：国际贸易中心，财通证券研究所

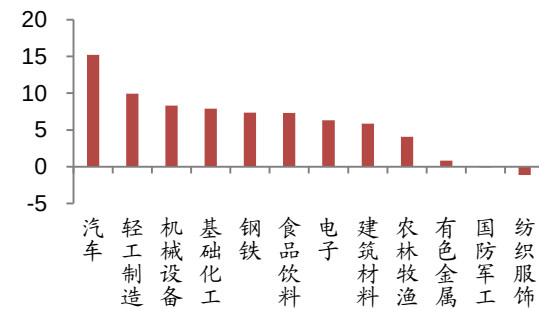
有色金属和钢铁行业出口增速较高。从具体行业增速看，出口方面，有色金属和钢铁行业居前两位，近5年年均增速分别录得63.3%和47.7%。有色金属行业目前所占出口份额较低，发展潜力较大。**进口方面**，汽车、轻工制造和机械设备行业增长较快，近5年年均增速分别达到15.2%、9.9%和8.3%。

图101.印尼各行业对中国出口近5年年均增速 (%)



数据来源：国际贸易中心，财通证券研究所，数据为2023年。

图102.印尼各行业从中国进口近5年年均增速 (%)



数据来源：国际贸易中心，财通证券研究所，数据为2023年。

4.3 FDI：投资规模保持高位，金属和交运主导

印尼的外商投资起步较晚，但近来受益于政府招商引资政策和地缘区位优势，外商直接投资的数额和质量均有实质性提升。印尼外资主要来源于中国、新加坡、日本、马来西亚等国，集中在金属制品、矿产、化工制药和交通仓储通信业等领域。接下来我们将聚焦**印尼吸引外资的历史**进行分析。

受殖民历史影响，建国初期印尼政府采取激进的民族主义，对外国资本抱持谨慎态度。印尼1945年建国后，先后经历完全不信任外资、无差别引入外资、有选择性地引入外资三个阶段。直至1987年，印尼政府推出了较模糊的负面清单，不再仅对原住民实施经济优先政策，逐渐放宽外资投资限制并扩大外资投资优惠，随即在1988年以后迎来了亚太地区区域内资本投资的高潮。2007年印尼提出明确的负面清单，到2019年期间经过多次修改清单，进一步放宽限制与扩大投资优惠，在实行明确清晰的负面清单制度后，印尼凭借其不断增长的国内市场、日渐

规范的法律制度，对外资的吸引力得到极大增强。2020 年，印尼提出正面清单以取代过去的投资负面清单，在重点投资领域取消或放宽股权比例等对外商投资的限制，在满足条件的情况下，投资优先行业可以享受财政性鼓励，通过不断改善投资环境，修订法律，外商投资热情日渐高涨，FDI 流量规模达到历史最高。

图103.印尼吸引外资历史的七个阶段

阶段	时间	法案	阶段特点	吸引外资情况
无甄别引进外资投资	1967 年-1969 年	《外国投资法案》	以经济建设为核心，采取经济开放政策，无差别吸引外资，实现从排斥到积极引进的转变。	外资流入显著增加，外资企业利用优惠政策在印尼设立了大量工厂和企业。
有选择地引进外资	1970 年-1986 年	修订《外国投资法案》	更加注重选择性和针对性，通过明确优先投资领域，引导外资流向对国家经济发展更为关键的领域。旨在保护国内产业发展。	尽管印尼政府缩小了对外资开放的领域，但外商投资在印尼仍然保持增长态势，并逐渐向政府选定的优先行业集中。
大幅放宽限制	1987 年-2006 年	《有关放宽外资投资限制的综合政策》	推出较模糊的负面清单，逐渐放宽外资投资限制并扩大外资投资优惠。	在 1988 年以后迎来了亚太地区区域内资本投资的高潮
负面清单管理	2007 年-2019 年	推出《负面投资清单》并修订	提出明确的负面清单，进一步放宽限制与扩大投资优惠。	凭借其不断增长的国内市场、日渐规范的法律制度，对外资的吸引力极大增强。
正面清单管理	2020 年至今	《综合性创造就业法》、《新投资清单》	取代原有的投资负面清单，在重点投资领域取消或放宽股权比例等对外商投资的限制，投资优先行业可以享受一定财政性鼓励。	通过不断改善投资环境，修订法律，外商投资热情日渐高涨，FDI 流量规模达到历史最高。

数据来源：汪慕恒⁶，赵爱玲⁷，Tatiara W F & Kudo T⁸，财通证券研究所

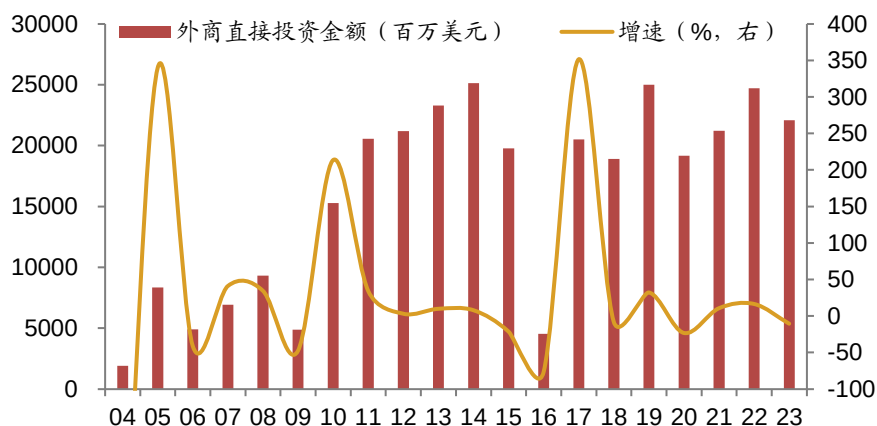
外商投资持续流入印尼。随着 2007 年以来，印尼政府创立并不断修订负面投资清单，放宽投资限制，推出税收优惠、设立经济特区、简化流程手续等政策，印尼对外资吸引力增强。2017 年以来，印尼每年吸引的外商直接投资金额约在 200 亿美元左右，维持在较高水平。

⁶ 汪慕恒《印度尼西亚外资投资政策的演变》

⁷ 赵爱玲《印尼<新投资清单>发布利好外商直接投资》

⁸ Tatiara W. F., & Kudo T. 《The Impact of Negative Investment List (NIL) Introduction on Investment Decisions of Foreign and Domestic Investors in Indonesia》

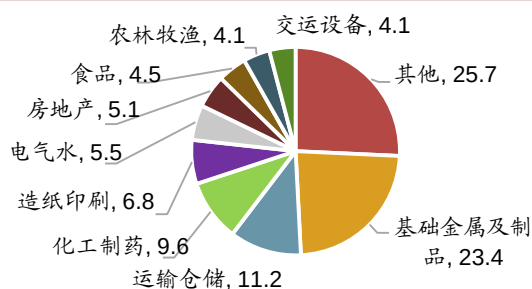
图104.印尼历年外商直接投资情况



数据来源：CEIC，财通证券研究所

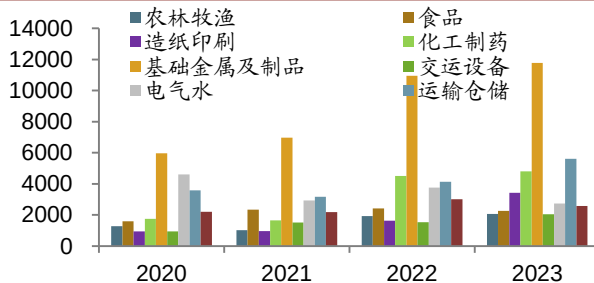
外商投资主要流向基本金属及制品行业。从印尼外商投资领域来看，吸收外资投资最大的行业为基础金属及制品行业，2023 年该行业投资金额占整体比例高至 23%，金额达到 118 亿美元。此外，运输仓储业和化工制药行业也是外商投资主要投向的领域。整体来看，2023 年运输仓储、基础金属及制品和化工制药行业占所有外商直接投资金额接近 50%，其余行业吸收外资的情况基本保持稳定。

图105.印尼吸收外资各行业比重



数据来源：印尼统计局，财通证券研究所，数据为 2023 年。

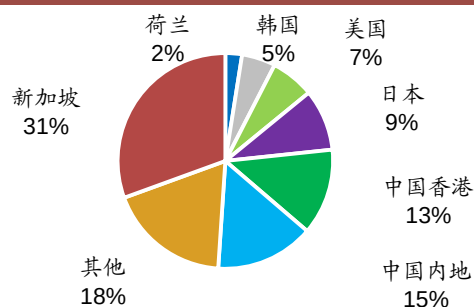
图106.印尼吸收外资各行业投资金额（百万美元）



数据来源：印尼统计局，财通证券研究所

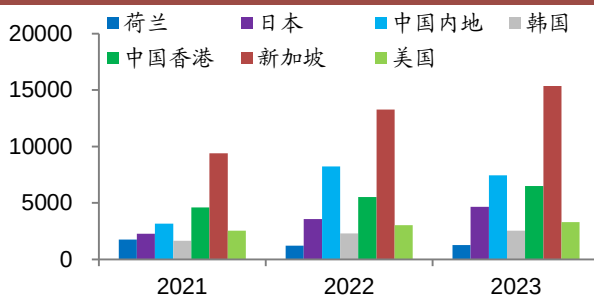
新加坡投资最多，其次是中国和日本。从印度尼西亚的外商投资来源国来看，2023 年新加坡、中国和日本对印度尼西亚的投资占比超过一半。其中，新加坡是 2021 年至 2023 年间印尼最大的外资来源，2023 年金额达到 154 亿美元，占比为 31%。新加坡与印度尼西亚之间的经济双边关系一向稳固，自从 2021 年《印尼-新加坡双边投资协定》正式生效后，双方对在对方国家的投资提供额外保护，有效促进了两国资本流动。其次是中国内地和中国香港，投资金额分别为 74 亿美元和 65 亿美元，占比分别为 15%和 13%，合计占比约为 28%。

图107.对印尼投资主要国家和地区分布



数据来源：印尼统计局，财通证券研究所，数据为2023年

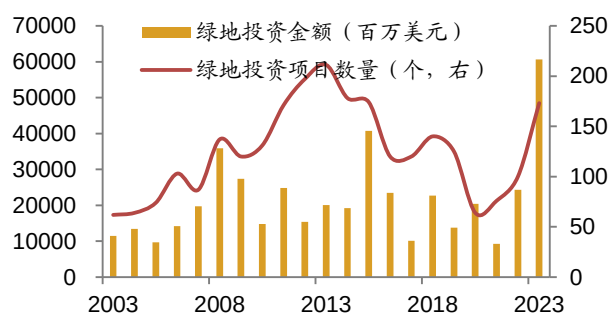
图108.投资印尼主要国家和地区投资金额（百万美元）



数据来源：印尼统计局，财通证券研究所

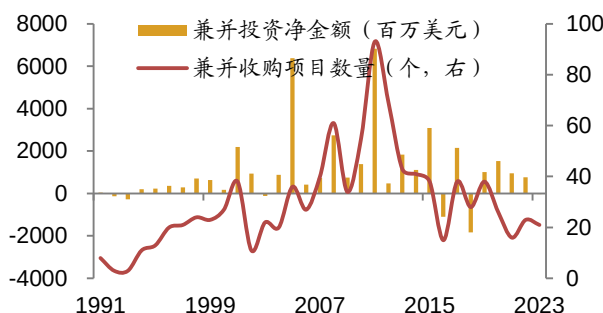
绿地投资快速增长，兼并投资金额震荡回落。2023年，印尼绿地投资增加值606亿美元，创历史新高。从2021年开始，印尼的绿地投资项目数量不断上升，2023年达到173个。不过，兼并收购方面，近几年来印尼的兼并投资净金额呈震荡回落趋势，从2015年开始，兼并投资净金额逐渐减少，与此同时其项目投资数量也不断下降。

图109.对印尼绿地投资金额及项目数量大幅增加



数据来源：UNCTAD，财通证券研究所

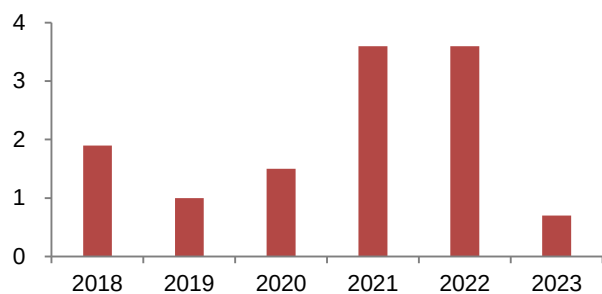
图110.近年对印尼兼并收购金额大幅下滑



数据来源：UNCTAD，财通证券研究所

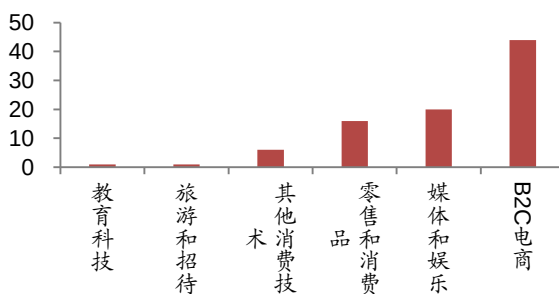
风险投资聚焦印尼电商。2023年以前，印尼风险投资市场不断发展，投资金额呈现逐渐上升态势，但是**2023年投资金额大幅下降，降幅达到80%**。自2022年下半年开始，由于地缘政治紧张、利率上升、以及消费者和企业情绪疲软导致的全球宏观经济状况恶化等因素，投资者在资本配置方面做出了相应的反应。在风险投资行业分布方面，2023年**电商行业风险投资金额远超其他行业**，达到了4400万美元，主要原因在于消费者倾向于使用更便捷的途径消费，电商等行业快速发展，因此吸引了大量的投资。此外，媒体和娱乐行业仅次于电商行业，风险投资金额约2000万美元。

图111.对印尼风险投资金额（十亿美元）



数据来源：贝恩，财通证券研究所

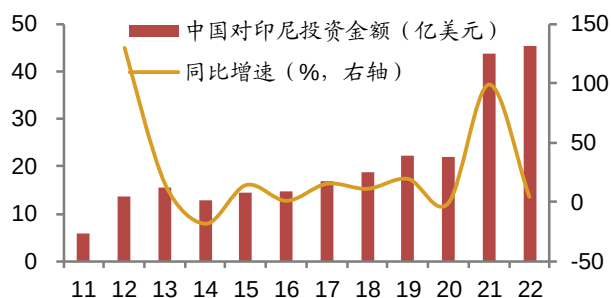
图112.印尼分行业风险投资金额（百万美元）



数据来源：贝恩，财通证券研究所，数据为 2023 年。

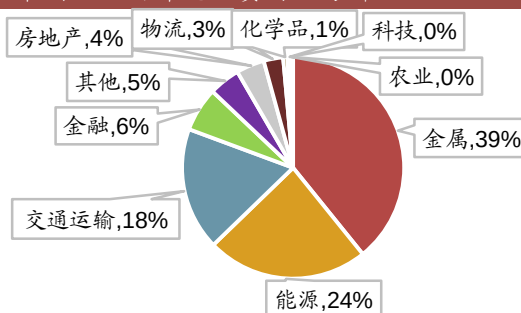
中国对印尼直接投资规模近年来增大。最后，从中国对印尼投资情况来看，2021 年中国企业对印尼投资金额大幅增加近一倍，FDI 流量从 2020 年的 22 亿美元显著上升至 2021 年的 43.7 亿美元。分行业来看，中国主要投向印尼的金属、能源和交运行业，分别占整体投资的 39%、24%和 18%，对应了和印尼外贸往来最深的行业。

图113.中国对印尼直接投资近年来大幅提升



数据来源：iFind，财通证券研究所

图114.中国企业对印尼投资行业分布



数据来源：CGIT，财通证券研究所，2006 年 7 月-2024 年 6 月累计值

中国企业对印尼投资主要集中在金属、能源和交运领域。从 2006 年到 2024 年，中国公司在印尼累计投资了 450 亿美元，涉及 85 笔交易。从细分行业来看，中国对印度的投资主要集中在金属、能源、交通运输和化工品等领域。目前对印度投资的代表性中国企业主要为有色金属企业，如华友钴业、青山控股、南山集团等，以及交运企业如中国中铁、中国交建等，此外还有能源企业如中国神华。

图115.中国企业在印尼投资情况（亿美元）

企业名称	投资年份	投资金额	总投资金额	涉及行业
中国中铁	2011	0.12	3.06	交通运输
	2018	2.94		交通运输
中国神华	2009	0.23	2.12	能源
	2015	1.89		能源
华友钴业	2024	2.04	2.04	交通运输
青山控股	2013	0.42	1.98	金属、其他
	2015	0.51		金属
	2016	0.49		金属
	2018	0.4		金属
	2021	0.16		能源
中国交建	2015	0.1	1.86	房地产
	2017	0.1		房地产
	2019	1.7		交通运输
南山集团	2018	0.4	1.68	金属
	2019	0.5		金属
	2024	0.8		金属
德龙镍业	2019	1.6	1.62	金属
镍资源国际	2011	0.3	1.53	金属
	2012	1.3		金属
中国华电集团	2012	0.6	1.51	能源
	2015	0.9		能源

数据来源：CGIT，财通证券研究所

风险提示：

- 1) **国内经济复苏不及预期。**本文对经济运行判断基于公开数据，无法预知未来经济走势；
- 2) **海外需求不及预期。**本文对印度尼西亚外贸的分析基于当前海外需求情况，海外需求不及预期或对印度外贸发展带来一定冲击；
- 3) **进出口政策变动。**本文的分析基于目前已有政策情况，无法预知未来政策或有变动。
- 4) **历史经验失效。**历史的经济环境和条件不可能与当前完全相同。

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。