
新興国経済展望

2015年3月5日

 株式会社 **日本総合研究所**

調査部 マクロ経済研究センター

<http://www.jri.co.jp/report/medium/publication/emerging/>

目次

◆概観 p. 1

(熊谷 章太郎／03-6833-6028／kumagai.shotaro@jri.co.jp)

◆中国 p. 2

(関 辰一／03-6833-6157／seki.shinichi@jri.co.jp)

◆インド p. 5

(熊谷 章太郎／03-6833-6028／kumagai.shotaro@jri.co.jp)

◆ブラジル p. 8

(芝 亮行／03-6833-0489／shiba.akiyuki@jri.co.jp)

◆トピックス：景気低迷が続くロシア p. 11

なお、本レポートは本号をもって発行を休止させていただきます。

概観：景気の方角感は各国でバラつき

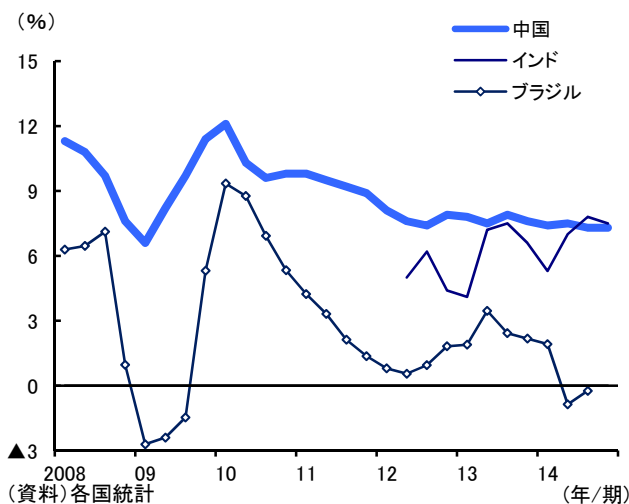
中国・インド・ブラジルの景気の方角感にバラつき。実質GDP成長率は、中国では緩やかな鈍化傾向が持続する一方、インドでは2012年後半以降持ち直し。ブラジルでは足元でマイナス成長が持続。

製造業の新規受注は、インドでは好不調の分かれ目となる50を上回る水準での推移が続く一方、中国・ブラジルは50前後で低迷。

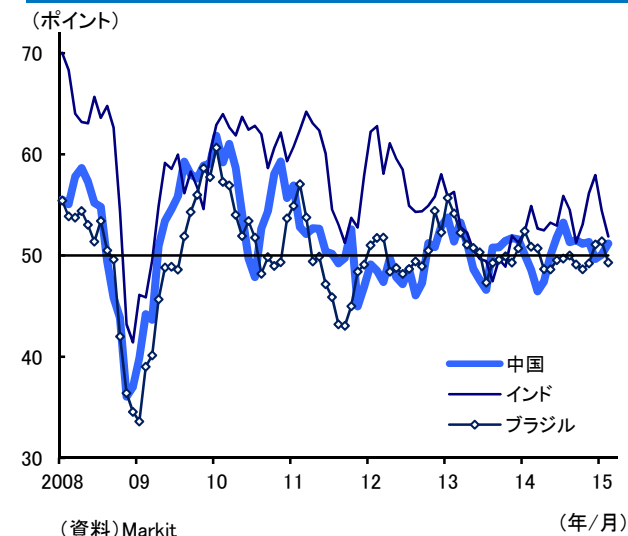
政策金利の方角感も足元各国でバラつき。中国では、企業の利払い負担の軽減に向けて、昨年11月に続いて2015年3月にも利下げを実施。インドでも、インフレ鈍化を受けて1月に続き3月に利下げ。一方、ブラジルでは、中銀の目標を超える高インフレを受けて利上げ。

OECD景気先行指数は、今後、各国の景気は底打ち・持ち直しに向かうことを示唆。ただし、中国では住宅市場の調整が、ブラジルでは資源価格の低迷や引き締め気味の金融政策が景気を下押しし続ける結果、力強い持ち直しには至らない見込み。3カ国の景況感は今後もバラつきが続く見込み。

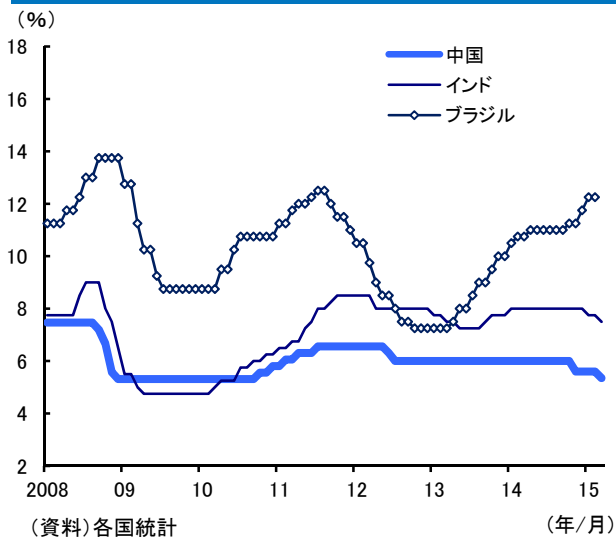
実質GDP成長率(前年比)



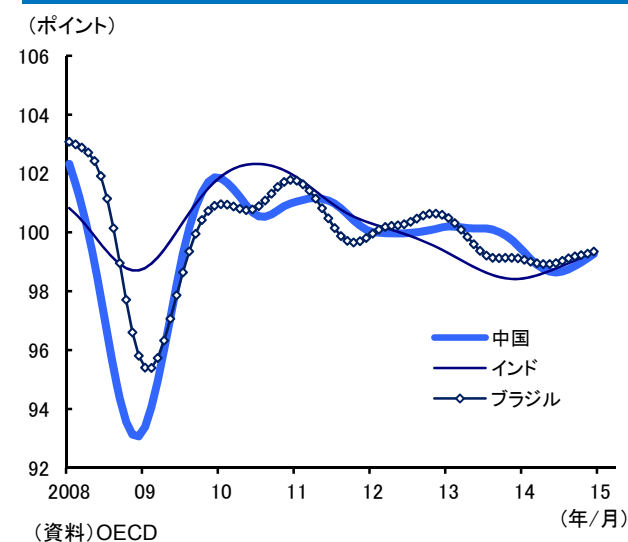
PMI 製造業新規受注指数



政策金利



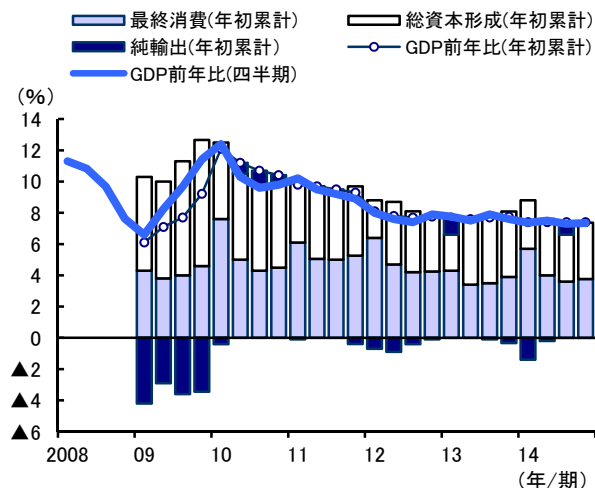
OECD景気先行指数



中国：景気は減速

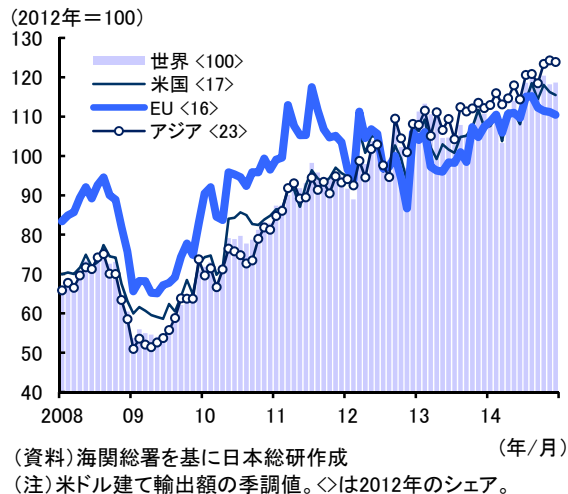
GDP

実質成長率は緩やかに低下
堅調な消費が景気を下支え



輸出

EU向けで減少が続くなか、米国向けでも
増勢鈍化の兆し



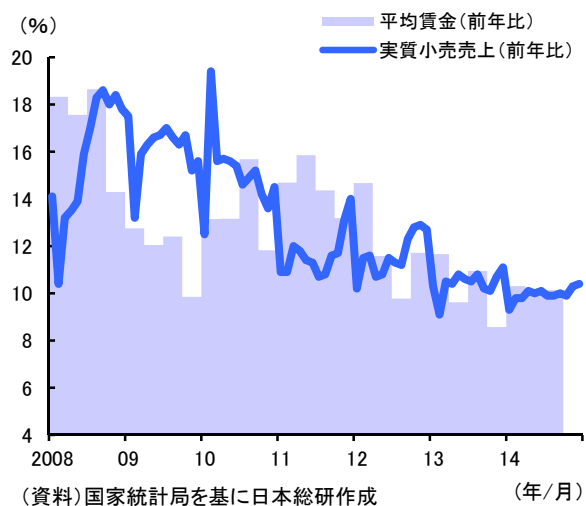
企業

工業生産は底ばいで推移
固定資産投資は一段と減速



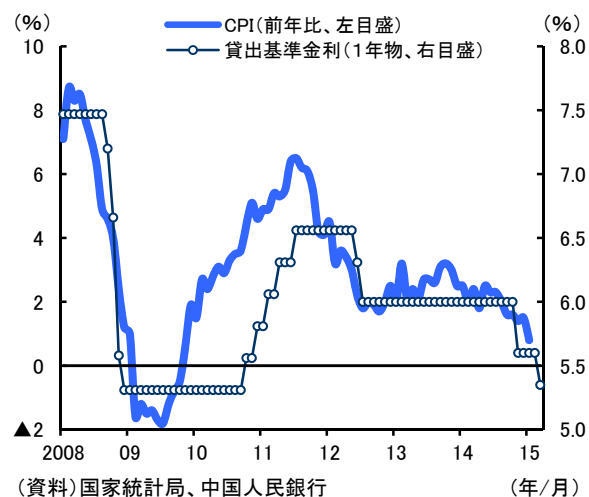
家計

賃金は年率10%程度の伸びを維持
小売売上は堅調



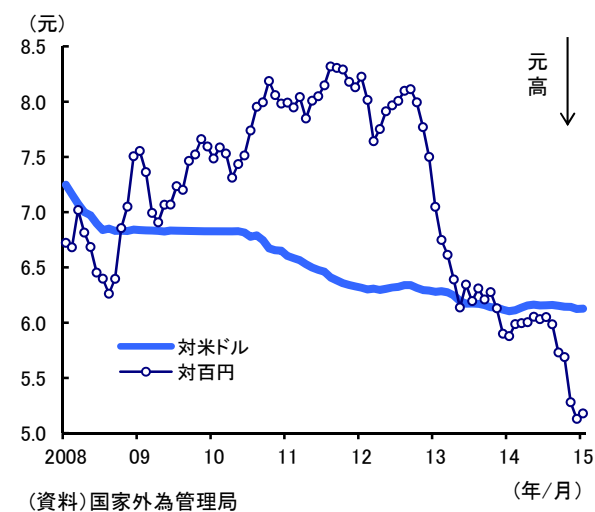
物価

インフレ率は低下
昨年11月に続き、3月に追加利下げ



為替

人民元の対米ドルレートは横ばい
対円レートは上昇



中国：経済成長率は低下トレンド

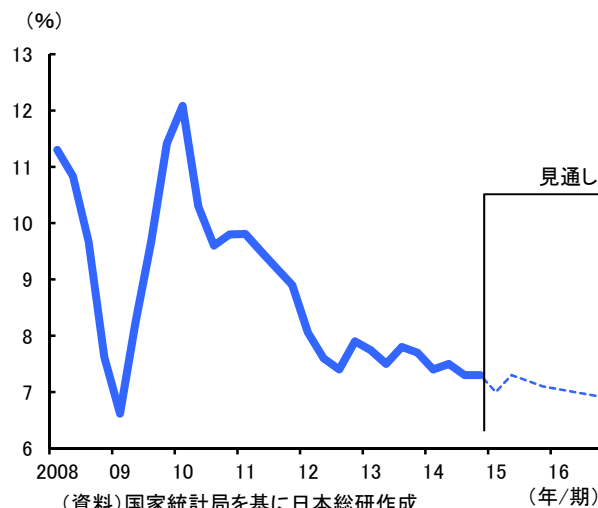
景気は減速。消費は堅調さを維持する一方、固定資産投資の増勢鈍化に歯止めがかからず。内訳をみると、不動産開発投資と製造業の固定資産投資がスローダウン。

先行き、経済成長率は低下トレンド。固定資本形成比率（固定資本形成/GDP）が46%と高水準なほか、家計及び非金融企業債務の対GDP比は180%と新興国としては異例の高さに達するなか、過剰投資・過剰債務の解消は不可避。

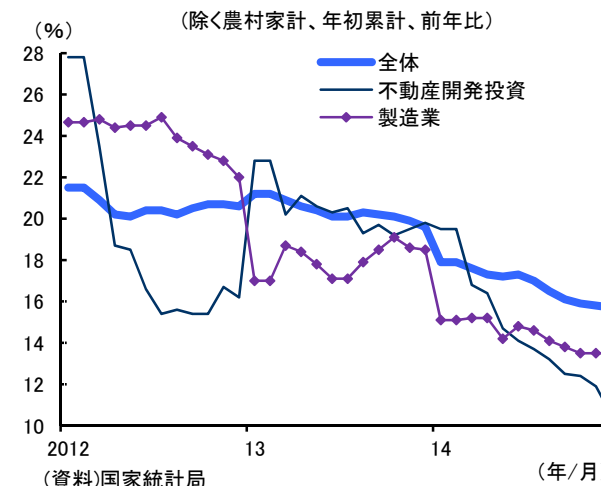
従来、収益性の劣る企業に対しては地方政府や地元の金融機関が資金面から支援。しかし、昨年には李克強首相が一定のデフォルトを容認すると発言。その結果、過剰生産に陥っているソーラーパネル産業で、大手メーカーの社債がデフォルトとなり同社は倒産。資金の出し手に慎重化の動きがみられ、債券市場において収益性の高い事業を持つ企業とそうでない企業を選別するという市場の機能が働き始めたことを示唆。

今後、市場が政府に代わって有望な事業を選別し、資金配分を決定するようになることで、鉄鋼業などの製造業の固定資産投資は中長期にわたり伸び悩む見通し。

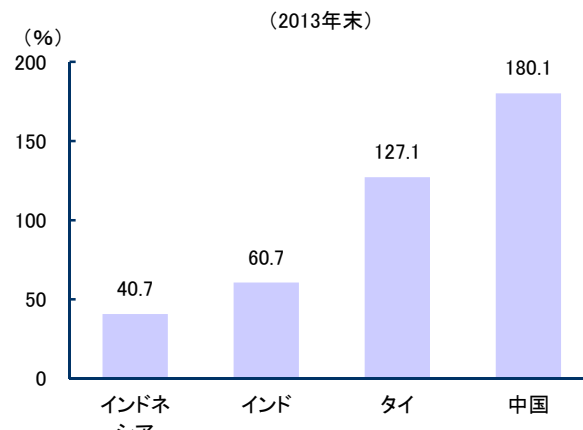
実質GDP成長率(前年比)



固定資産投資



家計及び非金融企業債務の対GDP比



(資料) 債務額はBISのtotal credit統計、名目GDPはCEICのデータを基に日本総研作成
(注) BISが家計及び非金融企業債務を公表しているアジア諸国のうち、1人当たりGDPが1万ドル以下の国。

社会融資総量の内訳(残高ベース、%)

	2005年	2014年
銀行オンバランス融資	86.7	69.1
人民元融資	82.9	66.3
外貨融資	3.8	2.8
銀行オフバランス融資	5.6	17.5
委託融資	4.1	7.6
信託融資	0.0	4.4
銀行引受手形	1.5	5.5
直接金融	5.2	12.6
社債	1.5	9.5
株式市場	3.7	3.1
その他	2.5	0.8
合計	100.0	100.0

(資料) 中国人民銀行「2014年社会融資規模存量統計数据報告」を基に日本総研作成
(注) その他とは、金融機関の不動産投資、その他ノンバンクローン。

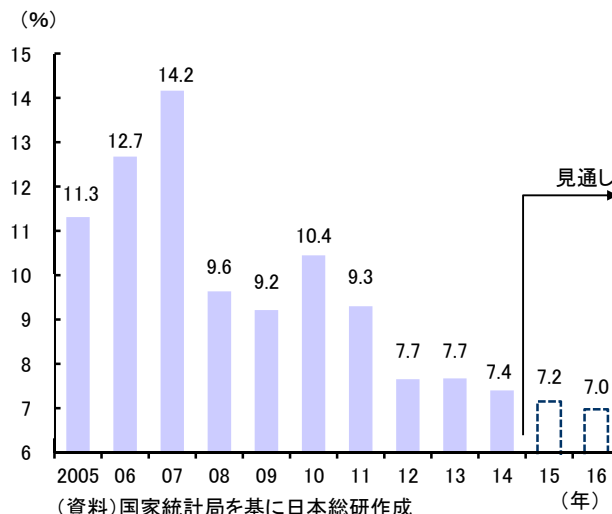
中国：成長率の低下ペースは緩やか

今後、経済成長率は低下するものの、そのペースは当局の景気てこ入れ策を受けて、緩やかなものになる見通し。6%台の成長率では、急進的なデレバレッジが発生し、景気失速に繋がる恐れも。すでに、企業収益が悪化し、赤字企業が急増。企業の資金繰りはリーマン・ショック時より厳しい状況に陥っており、企業間信用などではデフォルトが多数発生。

こうしたなか、2014年春頃から、中央政府は地方政府の住宅購入規制の緩和を黙認するなど、不動産市場の底割れ回避に着手。加えて、インフラ投資を加速し、景気をてこ入れ。さらに、企業の資金繰り難の緩和に向け、資金供給を拡大。昨年9～10月に主要銀行と農業商業銀行などに対して総額7,695億元の資金供給を行ったうえで、政策金利と預金準備率を引き下げ。3月1日、昨年11月に続く追加利下げを実施。

これらの結果、銀行融資に底入れの動きがみられ、株式市場も持ち直しの動き。住宅販売は昨夏をボトムに前年対比の減少幅が縮小し、住宅価格の下落ペースも鈍化。先行き、景気対策効果が一段と顕在化し、景気失速は回避の公算。

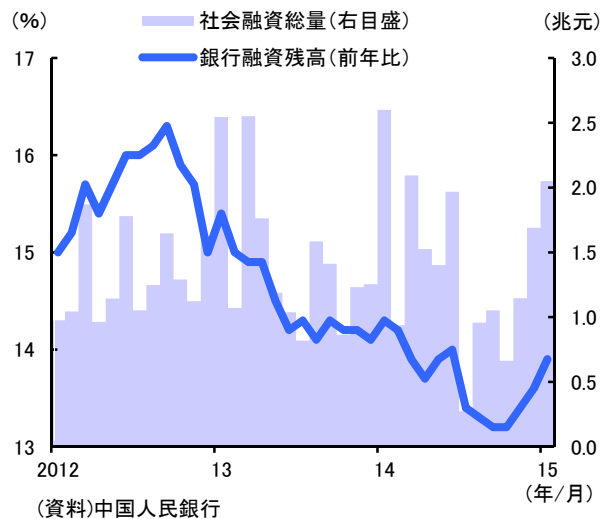
実質GDP成長率(前年比)



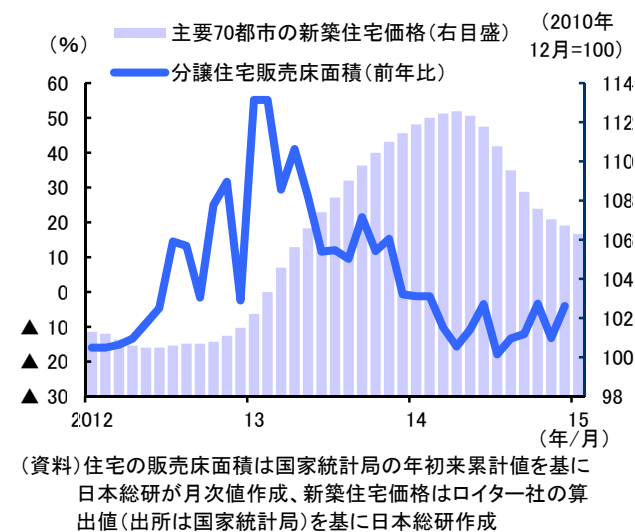
鉱工業企業の赤字企業数



銀行融資残高と社会融資総量

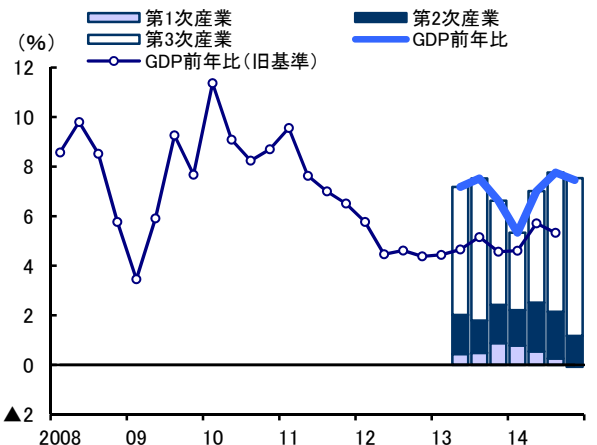


住宅の販売価格、販売床面積

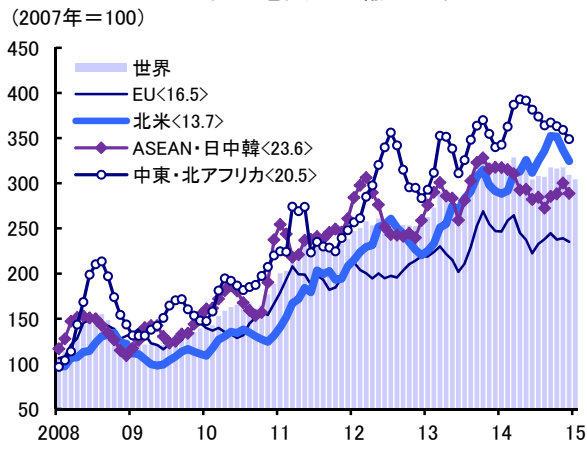


インド：景気は緩やかに持ち直し

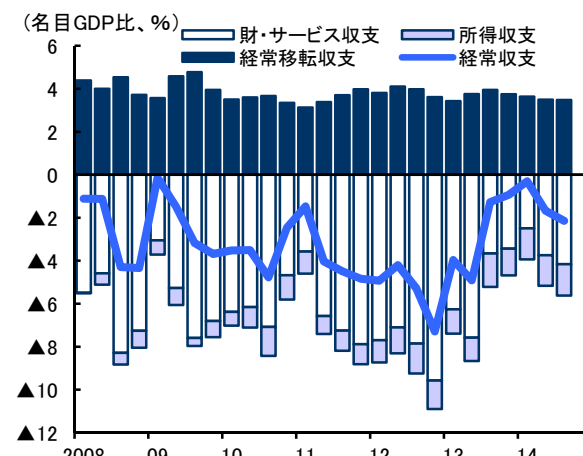
GDP 2014年10～12月期の成長率は建設業・製造業の減速を主因に+7.5%と小幅鈍化



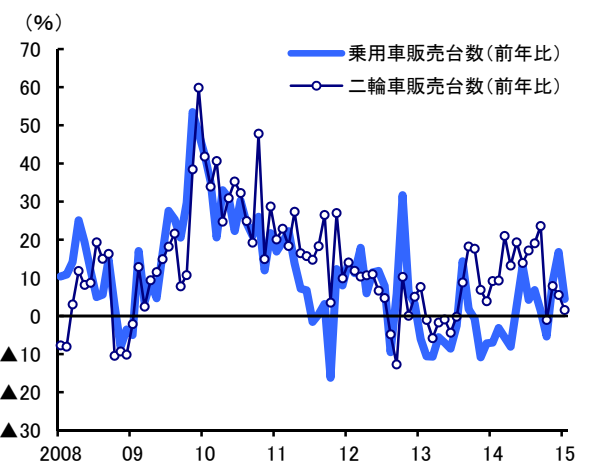
輸出 米国向けは堅調ながら、アジア・欧州・中東向けの低迷を受けて輸出は低迷



BOP 景気を持ち直しに伴う輸入増加を背景に経常赤字幅は足元拡大



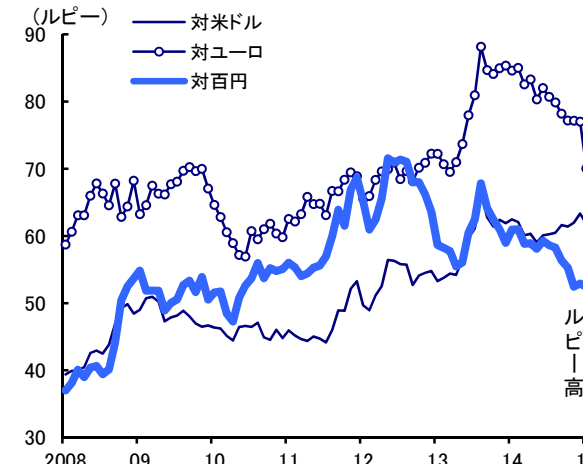
家計 乗用車は足元増勢が持ち直す一方、二輪車は増勢が鈍化



物価 国際資源価格の下落やルピー高を背景に卸売・消費者物価ともに大幅鈍化



為替 対ドルでは足元緩やかなルピー安 対ユーロ・対円はルピー高傾向が持続



インド：2015年度予算を公表

インド財務省は、2月末に2015年度（2015年4月～2016年3月）の中央政府暫定予算案を公表。

歳出は、輸送・エネルギーインフラ向け支出を増額。もっとも、原油国際価格の下落を受けた補助金支出の縮小などもあり、全体では前年度比+5.7%にとどまり、対名目GDP比率は低下する見込み。

一方、歳入は、インフレ率の鈍化が名目の税収の減少に作用するものの、景気の持ち直しを受けて、前年比+4.6%増となる見込み。

この結果、2015年度の財政赤字対名目GDP比率は3.9%と前年度（同4.1%）から小幅縮小する見込み。

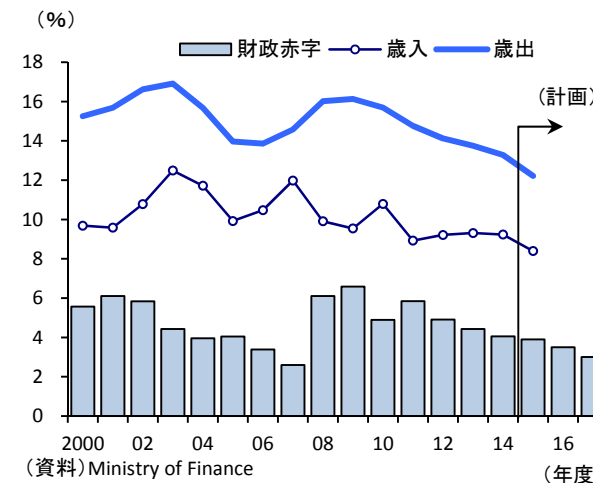
政府は、今後、対内投資の拡大に向けて法人税の段階的引き下げやインフラ支出の拡大を計画している一方、2017年度にかけて財政赤字の対名目GDP比を3.0%まで縮小する方針を示しており、経済成長ペース対比抑制気味の財政政策が当面続く見込み。

2015年度予算案のポイント

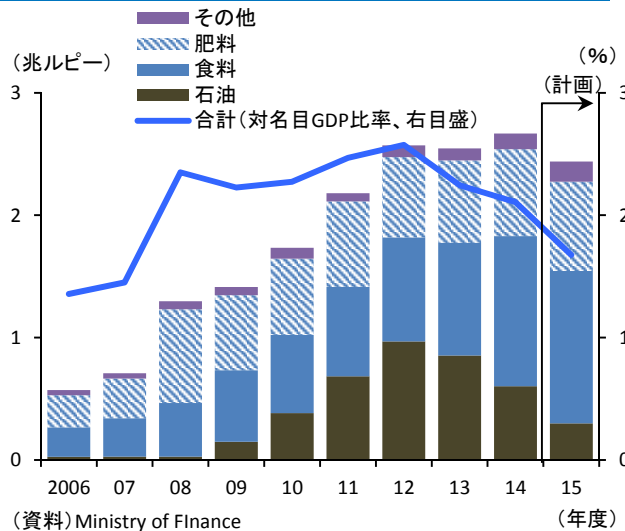
税制	法人税の基本税率を4年間で30%から25%に引き下げ 税制の簡素化に向けたGST(Goods and Services Tax)を2016年4月に導入 課税強化に向けたGAAR(General Anti Avoidance Rule)を2年間先送り 外国人投資家向けの債券投資に関わる源泉税率の引き下げ措置(20%⇒5%)の延長
インフラ整備	輸送・電力インフラ整備に向けた支出を7千億ルピー増加(総延長10万キロの道路を新設、5つの巨大発電所を建設) 今後5年で国内鉄道向けに8兆5千億ルピーの投資を実施
財政健全化	2017年度までに中央政府の財政赤字対名目GDPを3%まで抑制
その他	軍備の近代化に向けて国防費を前年度比11%増加

(資料) Ministry of Finance "Key Features of Budget 2015-2016" を基に日本総研作成

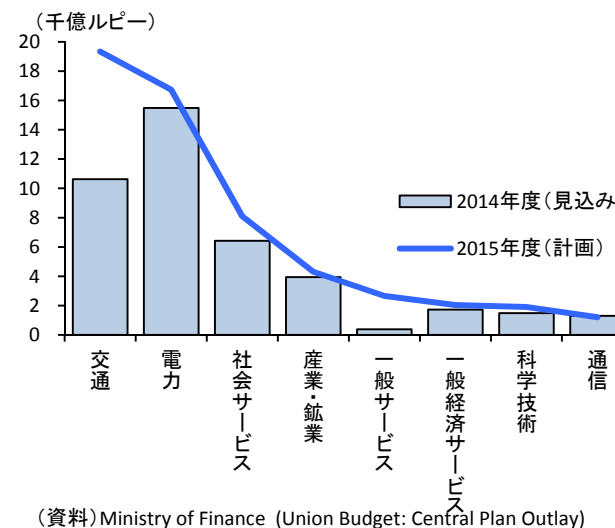
中央政府歳出入(対名目GDP比率)



補助金支出



分野別歳出

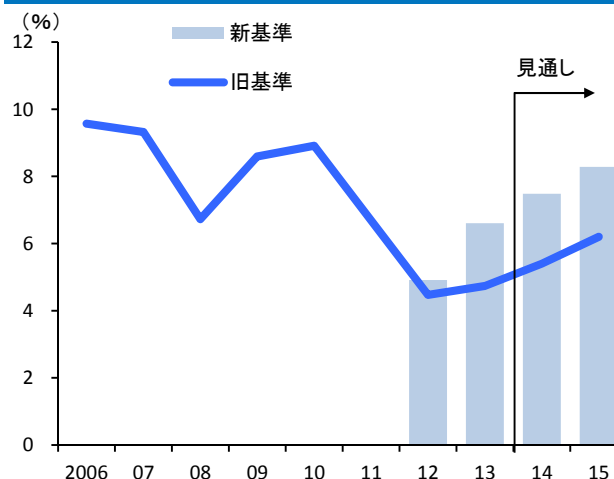


インド：景気持ち直しが徐々に本格化

インドでは、①インフラ整備、各種規制の緩和、行政手続きの簡素化などを含む経済改革の進展に伴う対内直接投資の拡大、②インフレ率の鈍化を受けた金融緩和の再開などを背景に、景気を持ち直し傾向が徐々に鮮明になる見込み。2015年度の実質GDP成長率は、8%台と新興国の中でもとりわけ高い成長を達成する公算。ただし、基準改定により足元の成長率が約2%ポイント押し上げられたことが大きく影響しており、前年度からの増勢の加速幅は1%ポイント程度にとどまる見込み。

成長率の加速ペースが緩やかなものにとどまる要因としては、①土地収用の困難さを主因にインフラ整備は緩慢な状況が続くこと、②財政健全化の観点からGDP対比では抑制気味の財政政策が続くこと、③米国での利上げ観測に伴うインドを含む新興国からの資金流出懸念などを背景に、金融緩和は慎重なペースになると見込まれること、などを指摘可能。一段の成長加速には、GSTの導入を含む税制簡素化、補助金の削減、インフラ整備の進展などの経済改革を着実に進める必要。

実質GDP成長率(前年度比)



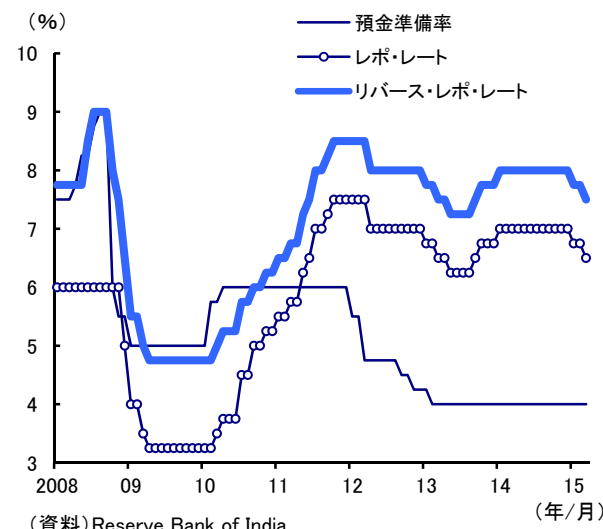
(資料) Ministry of Statistics and Programme Implementation (年度)

景気指標の市場コンセンサス(予測中央値)

	実績	見通し	
	2013年度	2014年度	2015年度
実質GDP前年比	4.7	5.4	6.4
第1次産業	4.7	2.1	3.0
第2次産業	0.4	3.1	5.0
第3次産業	6.8	7.0	7.5
経常収支(名目GDP比)	▲ 1.7	▲ 1.6	▲ 1.8
中央政府財政収支(名目GDP比)	▲ 4.6	▲ 4.1	▲ 3.8
対ドル為替レート(期末)	60.1	62.5	-
レポ金利(期末)	8.00	7.75	7.25
10年物国債金利(期末)	8.80	7.90	7.50

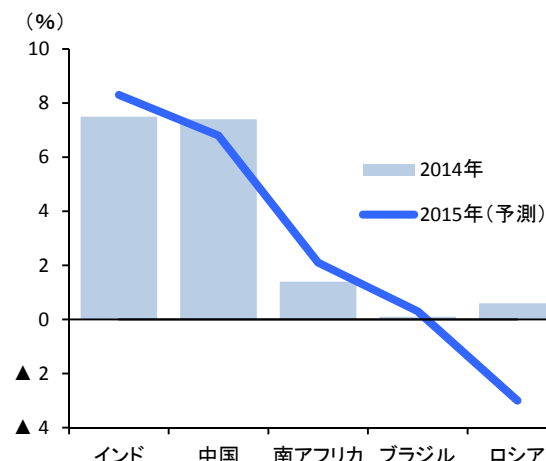
(資料) Reserve Bank of India
(注1) 会計年度は4月～翌年3月。2014年10-12月期調査。
(注2) 実質GDPは旧基準の要素費用ベース。

政策金利



(資料) Reserve Bank of India

BRICSの実質GDP成長率

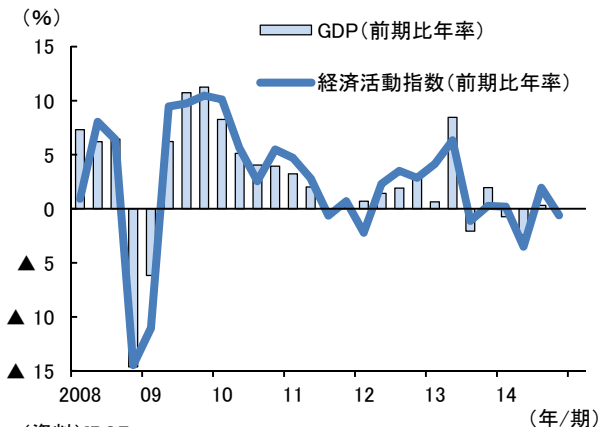


(資料) IMF、Ministry of Statistics and Programme Implementation
(注) インド以外は2015年1月時点のIMFの予測値。インドは日本総研予測値(年度)。

ブラジル：14年10～12月期はマイナス成長に転じる見込み

GDP

10～12月期はマイナス成長に転じ、14年通年もマイナス成長となる見込み

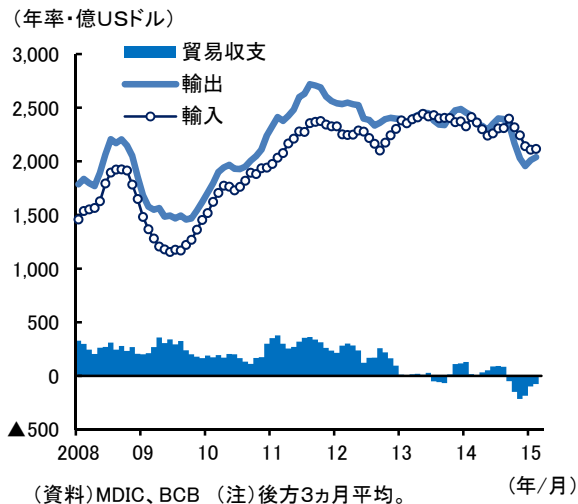


(資料)IBGE

(注)2014年10～12月期のGDPは基準改定により3月27日に発表されるため、GDPの先行指標である経済活動指数を使用。

輸出

海外景気の減速、資源価格の下落により2014年は15年ぶりに通年で貿易赤字に



企業

鉱工業生産は弱い動きが持続
稼働率の改善は足踏み



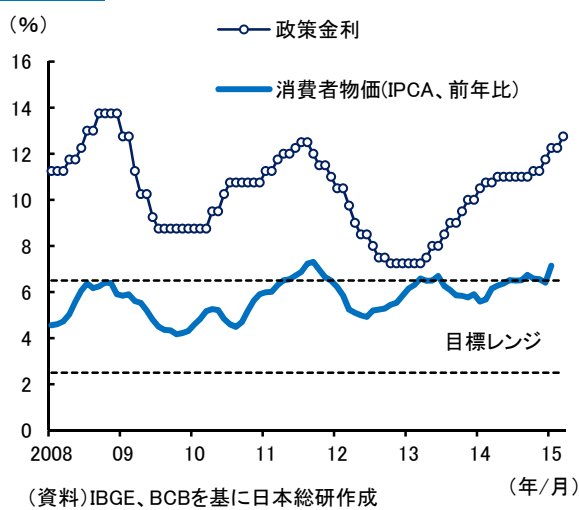
家計

実質所得は伸び悩み
小売売上高はなお力強さを欠いた状況



物価

インフレ率が中銀目標を超過するなか、中銀は4会合連続となる利上げを実施



為替

軟調な国内景気や原油安の進行により、対ドル、対円でレアル安が進行



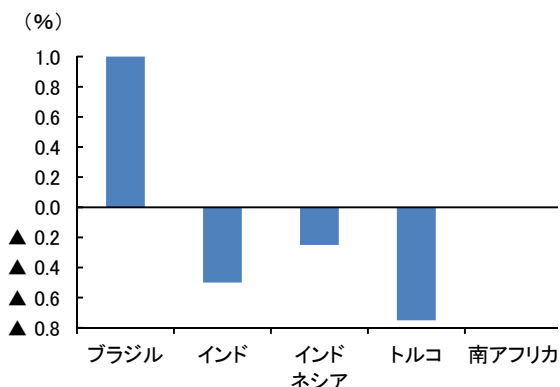
ブラジル：一段の金融引き締めが進む公算大

原油安を背景としたディスインフレ懸念や欧州中央銀行による量的緩和導入に伴う自国通貨高への対応として、新興国各国が軒並み金融緩和を行うなか、ブラジル中銀は3月4日に4会合連続となる利上げを実施し、政策金利は12.75%まで上昇。

背景としてインフレ率（IPCA）の高止まりが指摘可能。昨年半ば以降、インフレ率の高止まりが続き、15年に入ると、上昇ペースが更に加速。バスなどの公共交通機関の運賃値上げ、大規模な干ばつによる食料品価格の上昇、水不足による水力発電から火力発電へのシフトに伴う電気代の高騰などにより1月のインフレ率は、政府目標上限を大きく超え、前年比+7.14%に。ガソリン価格をはじめ、ブラジル政府の価格規制策により、原油安の物価押し下げ効果が限られていることもインフレ率高止まりに作用。

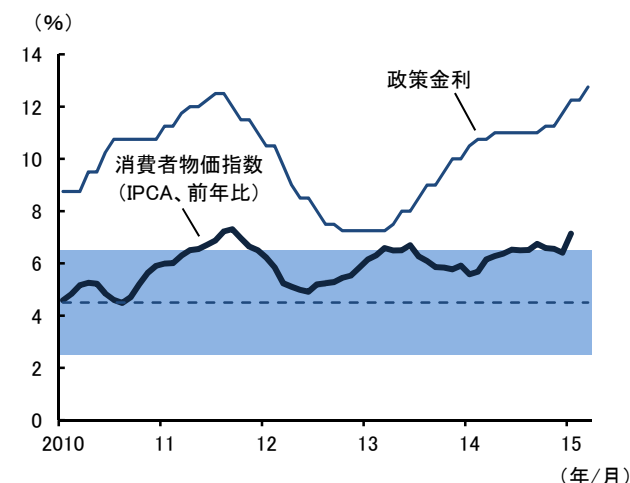
先行き、失業率が上昇傾向にあるなど労働需給が緩和し始めており、賃金面からの物価押し上げ圧力は限定的となる見込み。もっとも、緊縮財政による補助金の削減や増税、公共料金・燃料価格といった政府統制価格の引き上げが物価上昇圧力となり、インフレ率の高止まりが続くとみられ、一段の金融引き締めが続く公算大。

ブラジル5の政策金利の変化幅



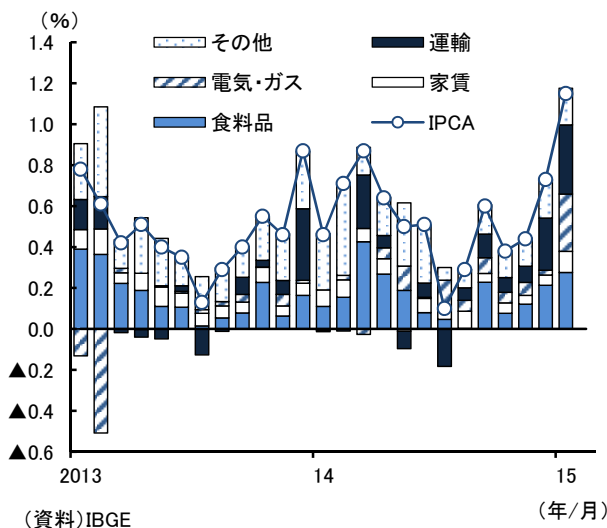
(資料) Banco Central do Brasil, Reserve Bank of India, Bank Indonesia, Central Bank of the Republic of Turkey, South African Reserve Bankを基に日本総研作成
(注1) 期間は2014年12月から足許まで。
(注2) 南アフリカは変化なし。

消費者物価指数と政策金利



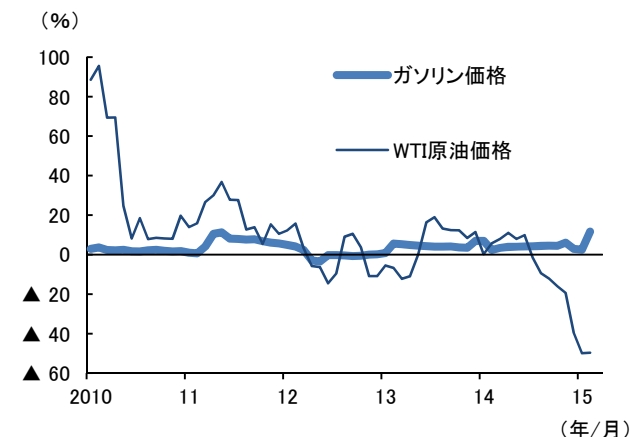
(資料) IBGE
(注) 点線は中銀インフレ目標、塗りつぶし部分は目標の範囲。

消費者物価指数(IPCA、前月比)



(資料) IBGE

ガソリン価格と原油価格の推移(前年比)



(資料) Thomson Reuters, Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis
(注) WTI原油価格は月中平均値。

■ ブラジル：15年も低成長が続く見込み

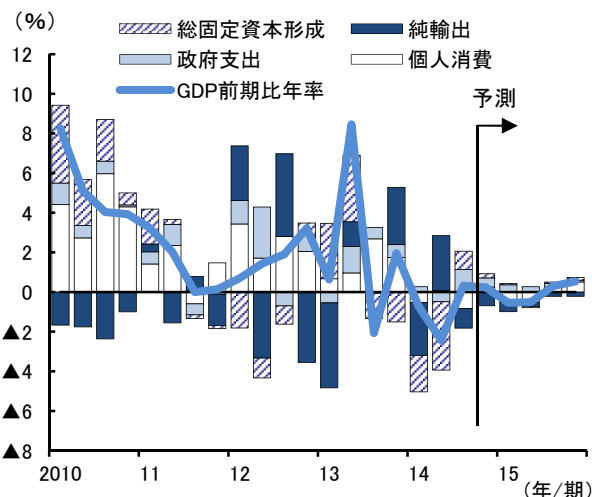
15年入り以降も、大幅な成長加速は期待薄。ブラジルでは14年にプライマリー・バランスが赤字に転じ、格付けの投資不適格への引き下げが懸念されるなか、ルセフ政権は緊縮財政を推進すると発表。これまでのばらまき政策から一転、増税や補助金の削減などが打ち出されるなか、消費者マインドは一段と悪化しており、個人消費は減速感が強まる見込み。

一方、企業部門では、先行き、米国の景気回復による輸出持ち直しが期待されるものの、中国の景気減速懸念の高まり、原油・鉄鉱石をはじめとした資源価格の下落等が下押しに作用し、外需は伸び悩みが続く可能性。また、内需でも輸出伸び悩みや緊縮財政による公共投資削減などにより生産活動が停滞する恐れがあり、企業部門は盛り上がり欠ける状況が続く見込み。

インフレ率の高止まりも、実質金利の高止まりを通じて、引き続き家計・企業部門の抑制に作用する可能性。

以上から、内需・外需ともに景気をけん引する力を欠き、ブラジル経済は15年も低成長が続く見込み。

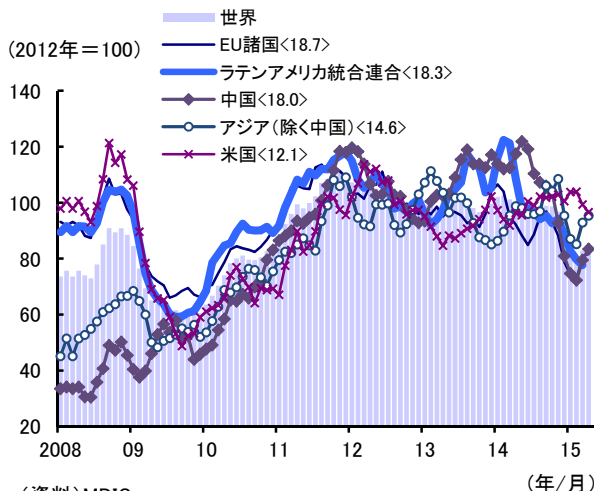
実質GDP成長率の見通し(前期比年率)



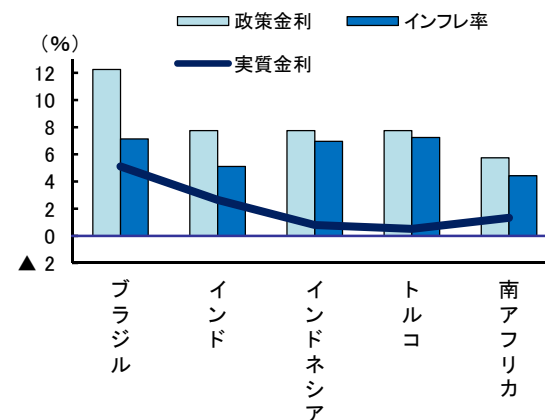
消費者マインドと小売売上高



地域別実質輸出



ブラジル5の実質金利



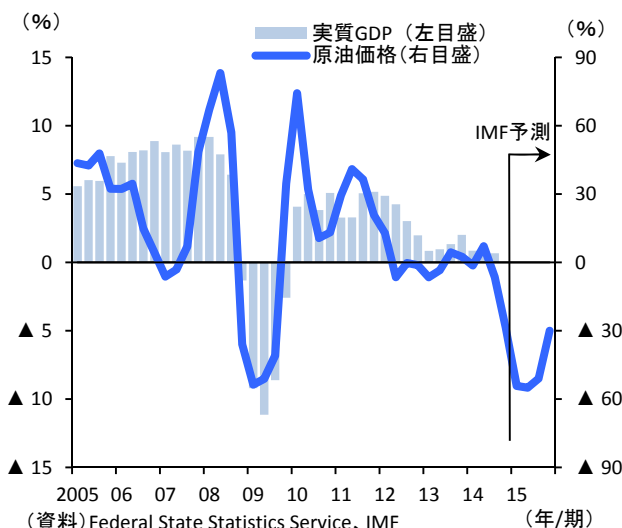
(資料)各国中央銀行、各国統計局・労働局を基に日本総研作成
(注)2015年1月時点。実質金利は、「政策金利-消費者物価上昇率」で算出。

景気低迷が続くロシア

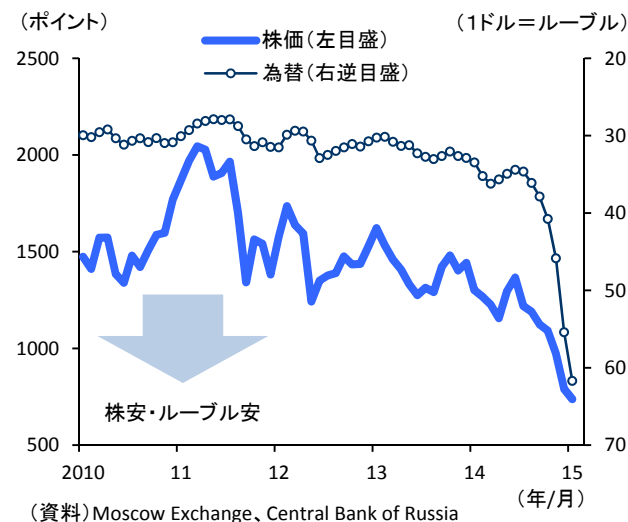
景気低迷が長期化しているロシア経済は、2014年半ば以降、各国からの経済制裁や原油価格の下落、それらをきっかけとした株安・通貨安などを受けて景気下押し圧力が一段と強まり。

今後についても、ルーブル安を受けたインフレ圧力の高まりを背景に、引き締め気味の金融政策が続くことから、耐久財消費や投資は低迷が続く見込み。1998年のロシア金融危機時と比べると、対外債務の支払い能力は高まっており、当時のような深刻な経済危機に陥るリスクは低いものの、先行き楽観できない状況。

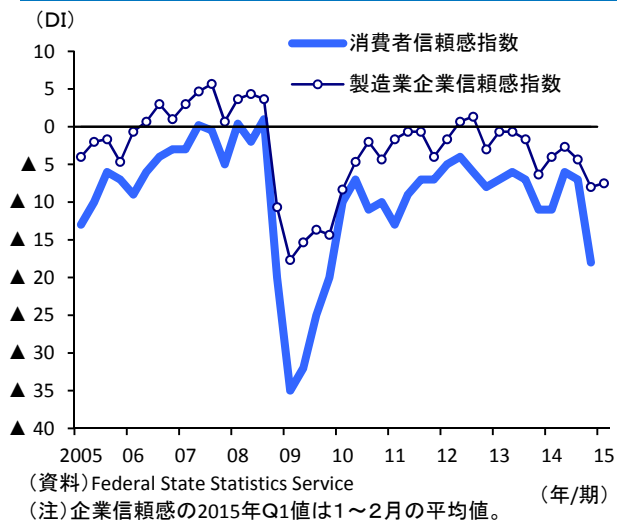
原油価格と実質GDP(前年比)



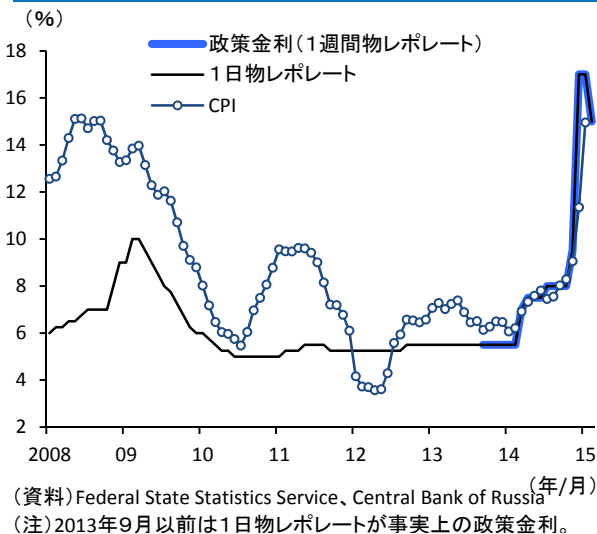
株価と為替



消費者/製造業企業信頼感指数



政策金利とCPI前年比



外貨準備の対短期債務/月次輸入倍率

