
新興国経済展望

2014年12月4日



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：景気低迷が続く南アフリカ・・・・ p. 11

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

概観：景気は総じて低調

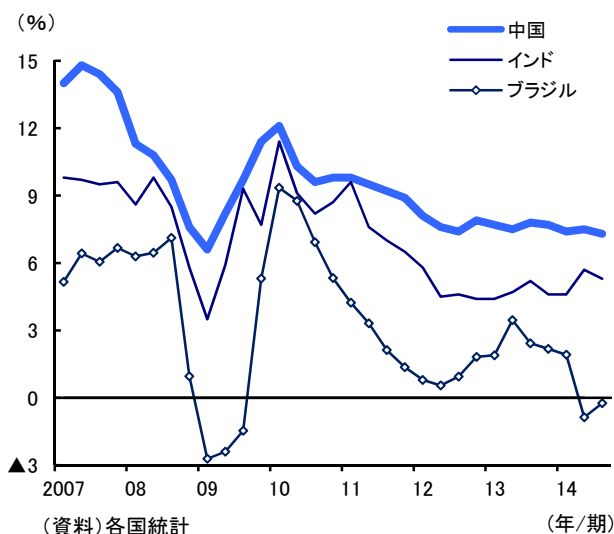
中国・インド・ブラジルの景気は総じて低調。7～9月期の実質GDP前年比は、中国では住宅市場の調整などを背景に前期から0.2ポイント鈍化、インドでは消費・投資マインドの改善が一服するなか前期から0.4ポイント鈍化。ブラジルでは、前期比は3四半期ぶりに小幅プラスに転じたものの、前年比は2四半期連続のマイナス。

製造業の新規受注は、中国・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、ブラジルは低迷が持続。

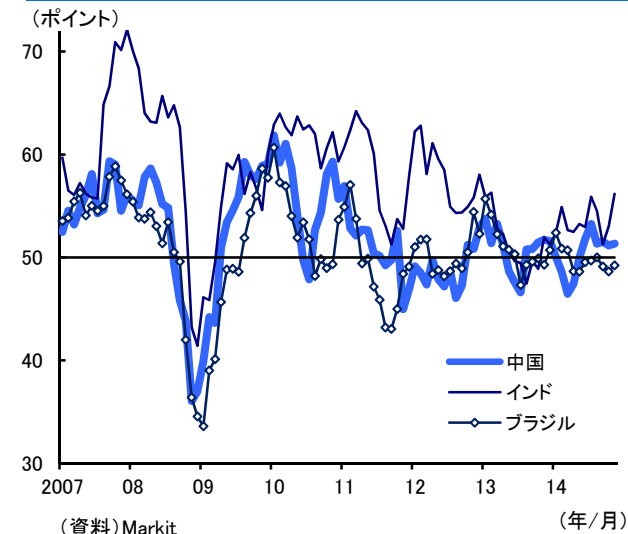
政策金利の方向感足元各国でばらつき。中国では、企業の利払い負担の軽減に向けて2年4ヵ月振りに利下げを実施。インドでは、先行きのインフレ圧力が完全には払拭されないなか据え置き。ブラジルでは、中銀の目標を超える高インフレを受けて引き上げ。

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。もっとも、中国では不動産価格の抑制策が、インド・ブラジルでは財政再建に向けた引き締め気味の財政政策が景気の下押し圧力となり続けるため、力強い持ち直しは期待できない状況。

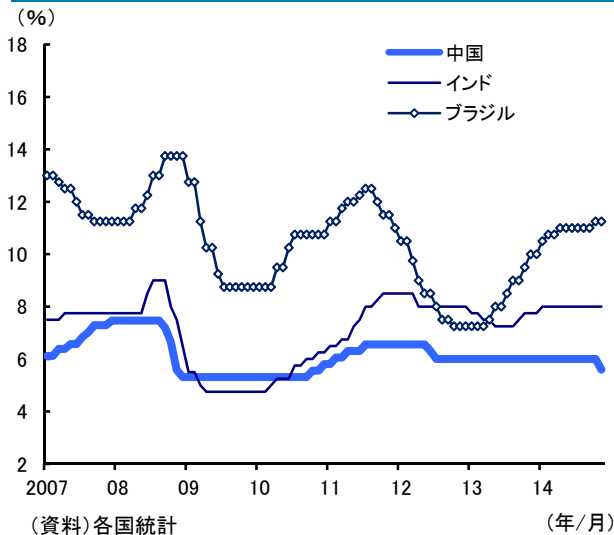
実質GDP成長率(前年比)



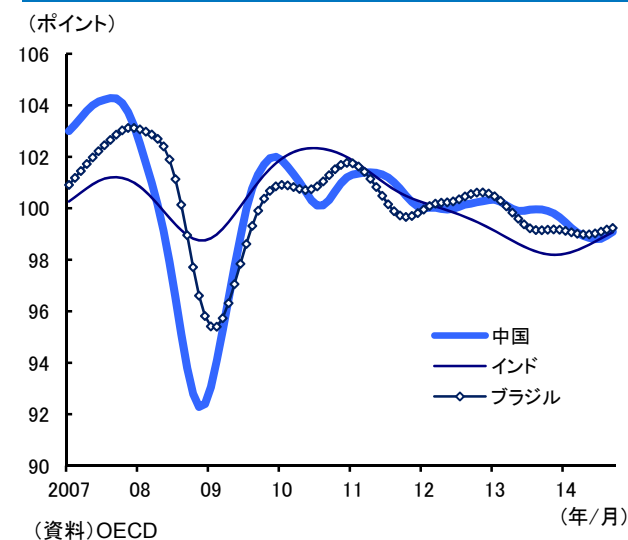
PMI 製造業新規受注指数



政策金利



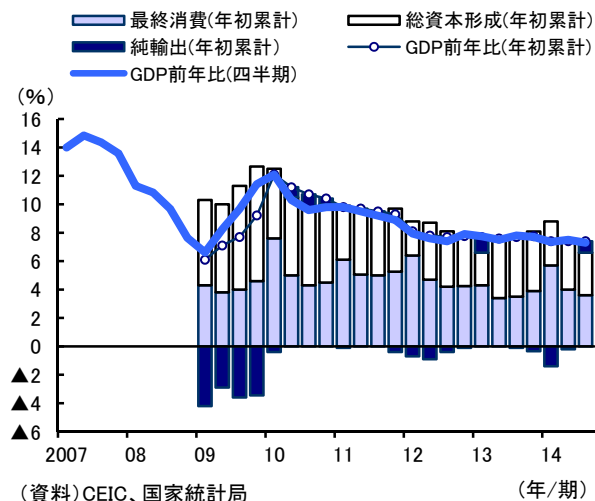
OECD景気先行指数



中国：景気は減速

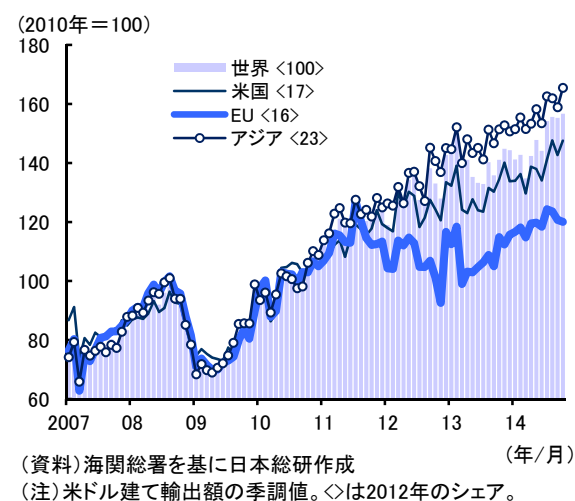
GDP

実質成長率は緩やかに低下
消費主導の経済成長が持続



輸出

米国向けが持ち直し、アジア向けも堅調
EU向けに増勢鈍化の兆し



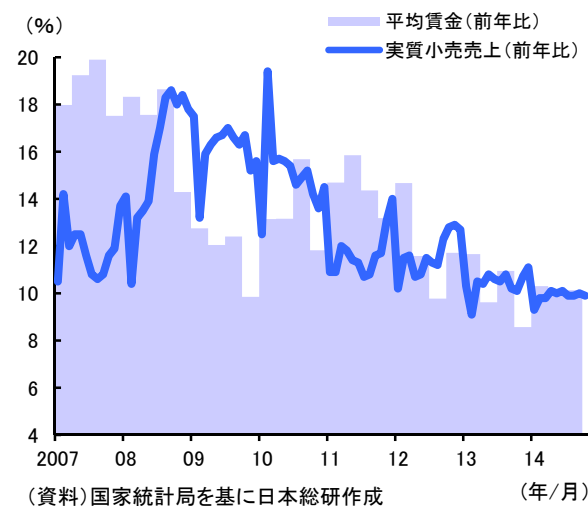
企業

工業生産の増勢は鈍化
固定資産投資は一段と減速



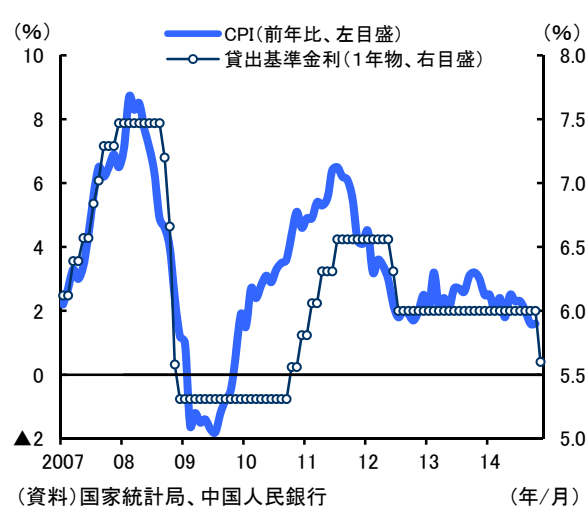
家計

賃金は年率10%程度の伸びを維持
小売売上は堅調



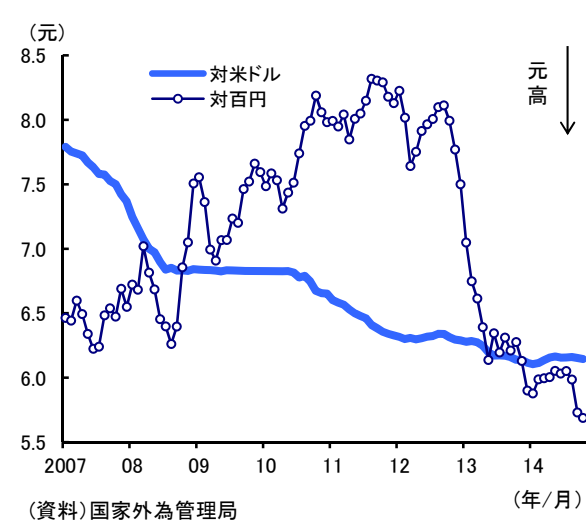
物価

インフレ率は低水準
政策金利は低下



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

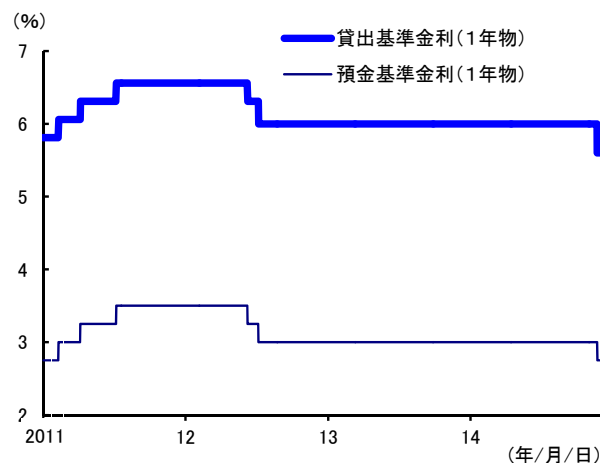


中国：利下げの景気浮揚効果とねらい

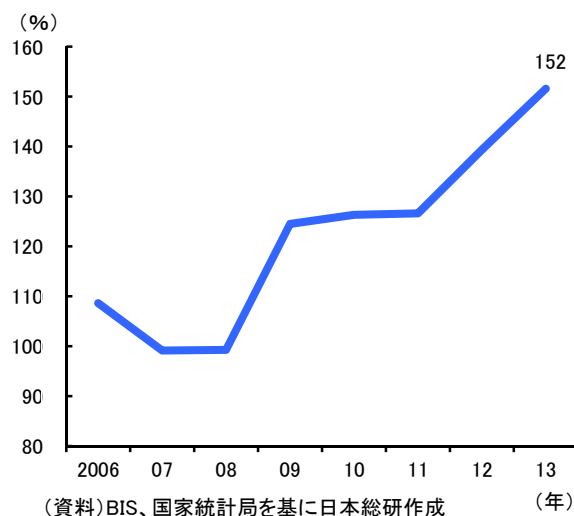
11月22日、中国人民銀行は2年4カ月ぶりの利下げを実施。もっとも、当局は金融緩和に舵を切ったとの見方を否定。当局に断続的かつ大幅な利下げを行う考えがないなか、大きな景気浮揚効果は期待薄。投資プロジェクトに対する行政の関与が大きく、かつ、間接金融を主とする中国では、産業政策や窓口指導が投資の動向を大きく左右。ちなみに2012年は、経済成長率の急低下に歯止めをかけることをねらいに、6、7月に利下げが実施されたものの、その後の成長率は投資抑制策を受けて低下トレンドに。

今回の利下げの狙いは企業の利払い負担の軽減の可能性大。企業部門の債務残高の対GDP比は急上昇。金利を6%と想定し、向こう10年かけて債務を返済すると仮定すると、元利支払い額はGDP比20%超まで上昇。収益が悪化している不動産開発企業や素材メーカー、採掘業は資金繰り難に直面。これまで債務不履行を回避するために、政府と金融機関、経営難企業が水面下で損失を負担しており、利払い負担の軽減により当面の連鎖的な企業倒産が回避され、既存のセーフティネットである地方政府や地元金融機関の負担も軽減する見込み。新たなセーフティネットである預金保険制度の導入、および地方財政改革を進めるための時間を稼ぐことが可能に。

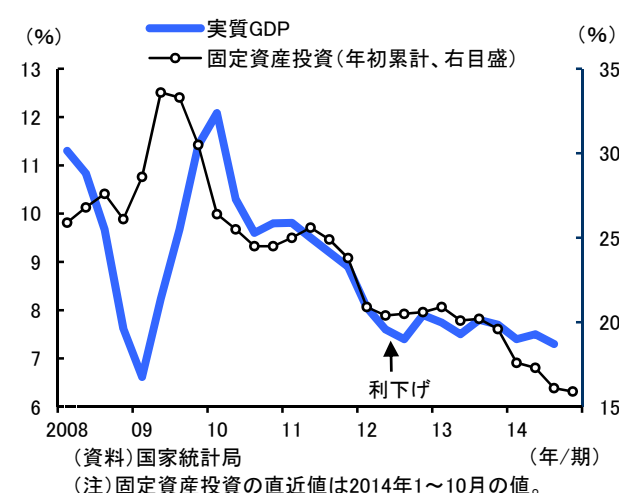
政策金利



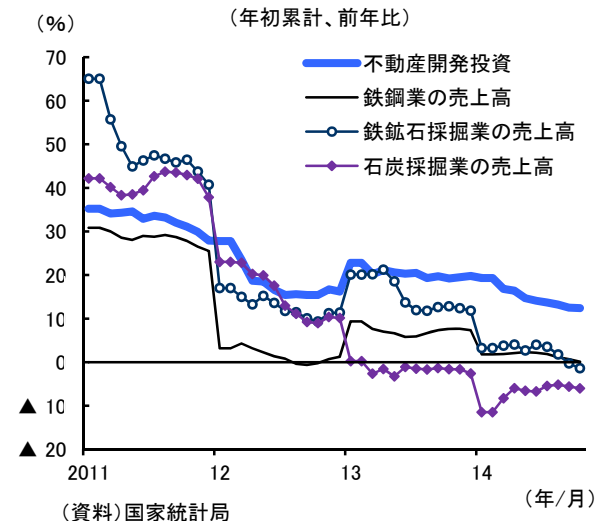
企業部門(除く金融)の債務残高の対GDP比



実質GDP成長率と不動産開発投資(前年比)



不動産開発投資と関連産業の売上高



中国：経済成長率は低下トレンド

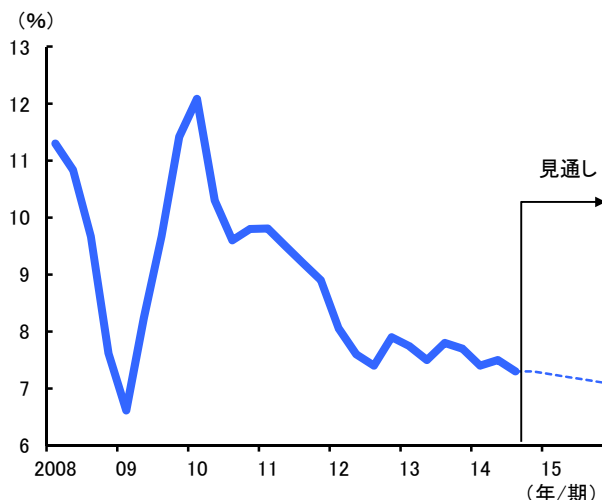
景気は不動産開発投資のスローダウンを主因に減速。以下3点を踏まえると、先行き経済成長率は低下トレンドとなる見通し。

①政府が構造調整を重視して過剰投資・過剰債務の抑制を図るなか、固定資産投資は伸び悩む可能性大。不動産開発投資については、住宅購入規制の緩和などにより、減速に歯止めがかかるものの、再過熱の兆しがみられた時点で再び抑制される見通し。前述のように、利下げの景気浮揚効果は期待薄。

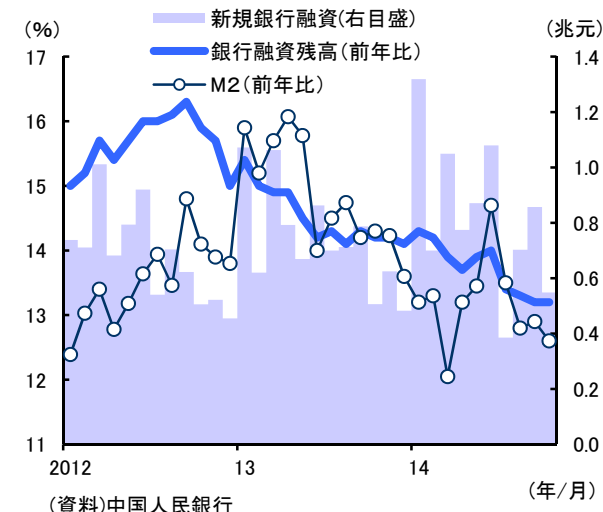
②高所得層の消費は一段と鈍化する見通し。住宅価格の下落が続くなか、家計の資産は目減り。加えて、中央政府は国有企業改革の一環として、国有企業幹部の年俸に上限を設けることを検討。高所得層の消費マインドが大幅に悪化し、耐久消費財の販売やサービス消費などが冷え込む恐れ。

③元高や人件費の上昇などを背景に、輸出の増勢も鈍化する見込み。世界経済は総じてみれば、緩やかな回復基調をたどるとみられるものの、EUのデフレ懸念や米国の利上げなど世界経済を取り巻く環境は不透明。アジア諸国に資本流出が発生すれば、中国のアジア向け輸出は頭打ちとなるリスク。

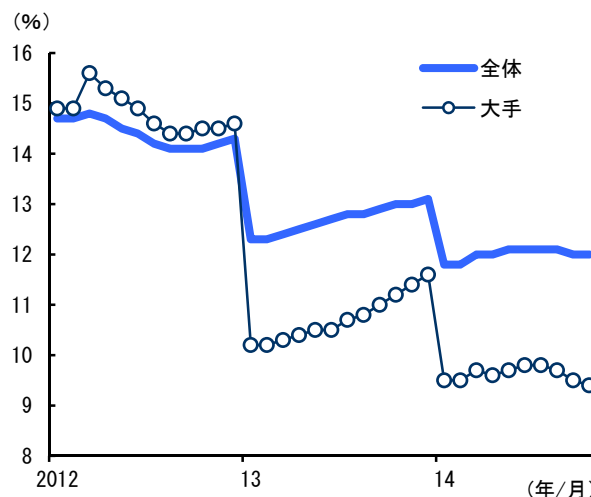
実質GDP成長率(前年比)



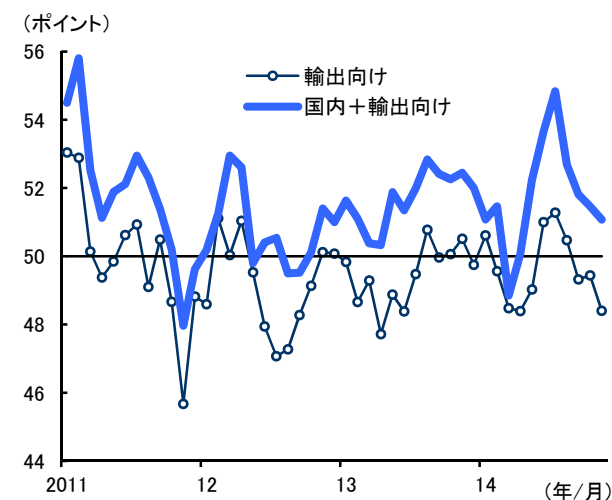
銀行融資とM2



小売売上高(年初累計、前年比)



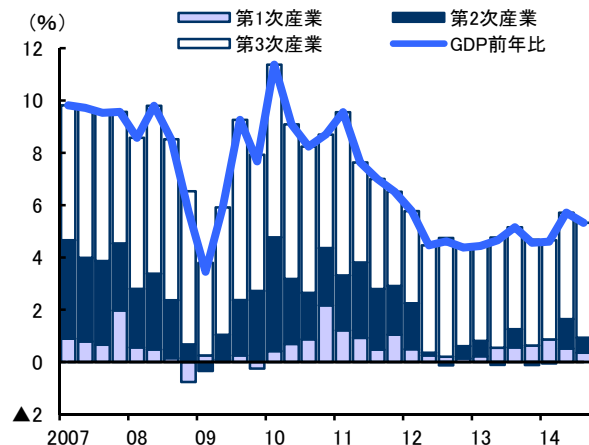
製造業PMI新規受注指数(季調値)



インド：景気は緩やかに持ち直し

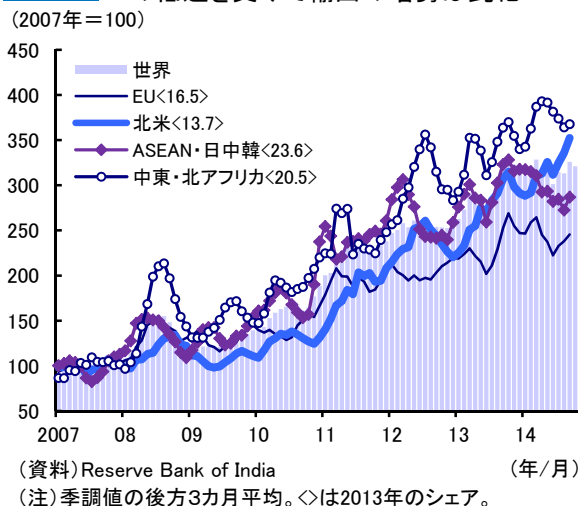
GDP

2014年7～9月期の成長率は製造業の減速を主因に+5.3%と小幅鈍化



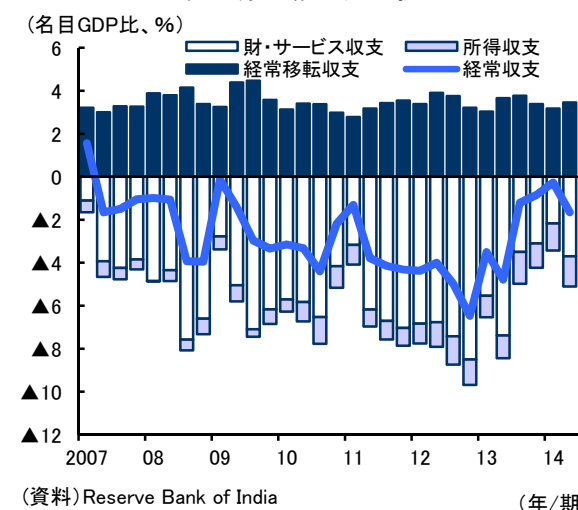
輸出

米国向けは堅調ながら、アジアや欧州向けの低迷を受けて輸出の増勢は鈍化



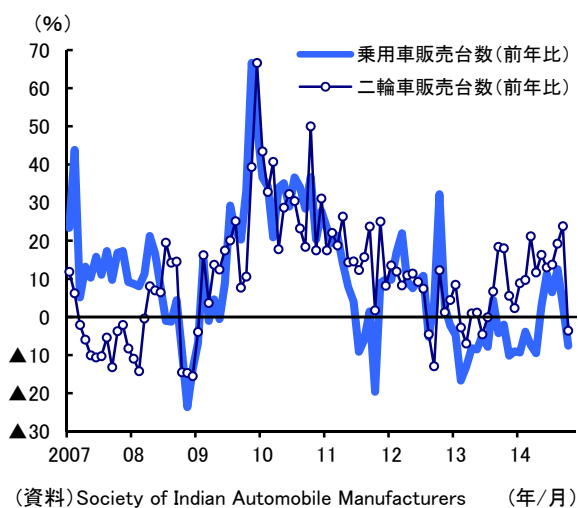
BOP

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

消費マインドの改善の一服を受けて、10月は乗用車・二輪車販売ともに前年割れ



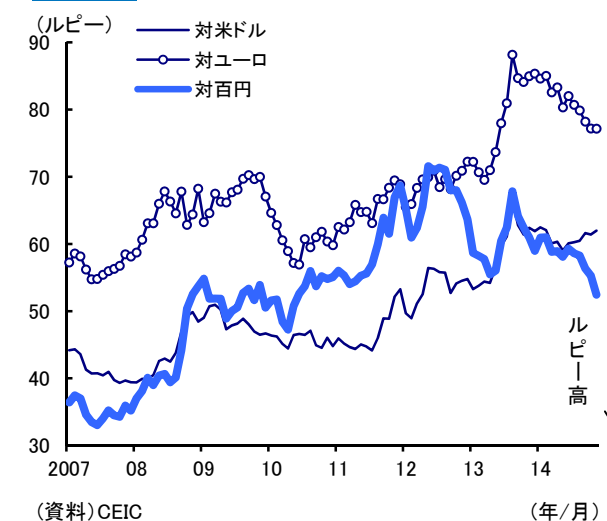
物価

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

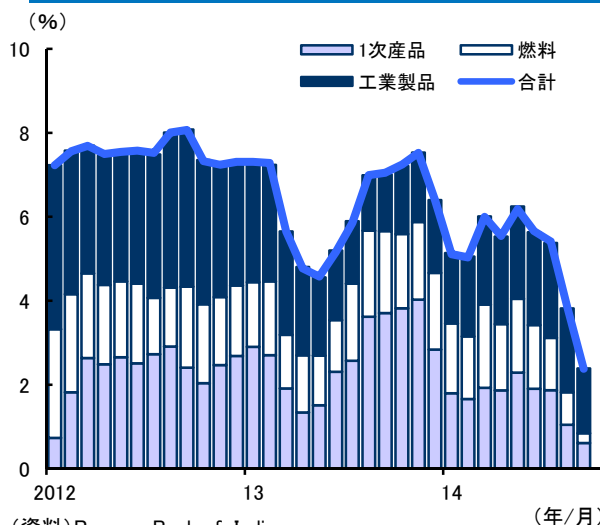


インド：和らぐインフレ圧力

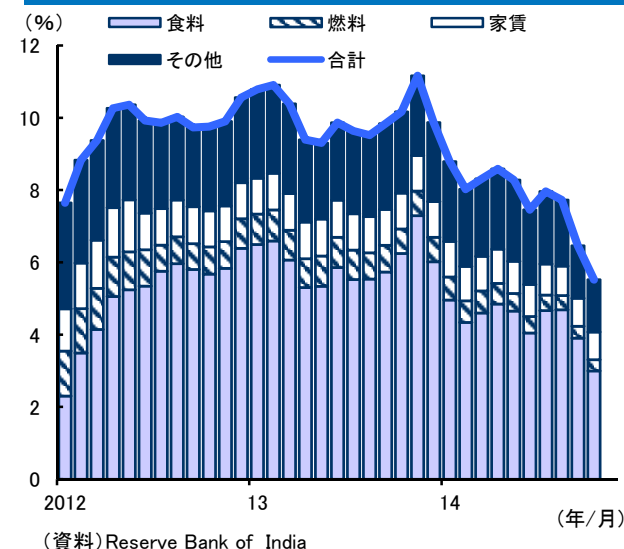
ルピー高や国際資源価格の下落などを背景に卸売物価・消費者物価のインフレ率は足元大幅鈍化。なお、足元の食料品価格の鈍化については、昨年の天候不良に伴う玉ねぎ類の価格高騰の反動が表れている側面も指摘可能。各種インフレ率の鈍化を受けて、家計の期待インフレも低下。

消費者物価が中銀の目標（2016年1月に+6%以下）を下回る水準まで鈍化していることや、11月末のOPECの減産見送りを受けて原油価格が一段と下落したことを受けて、中銀の金融政策の焦点もインフレ抑制から景気浮揚にシフト。12月初の金融政策決定会合では利下げは見送られたものの、来年初に利下げが行われる可能性。

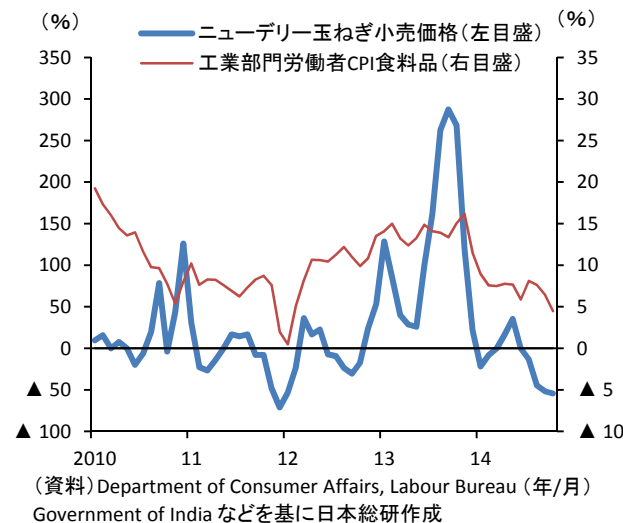
卸売物価(前年比)



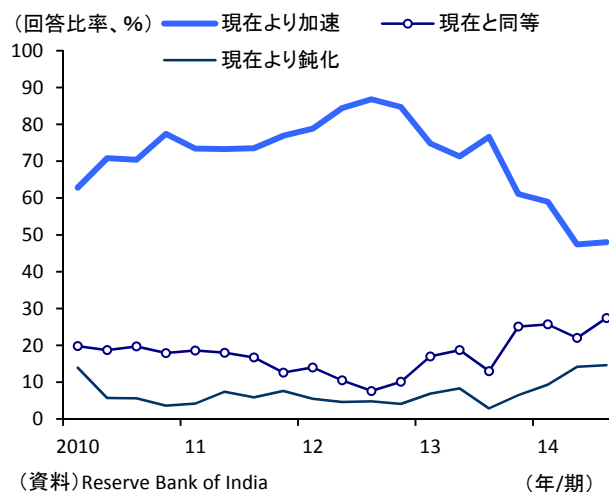
消費者物価(前年比)



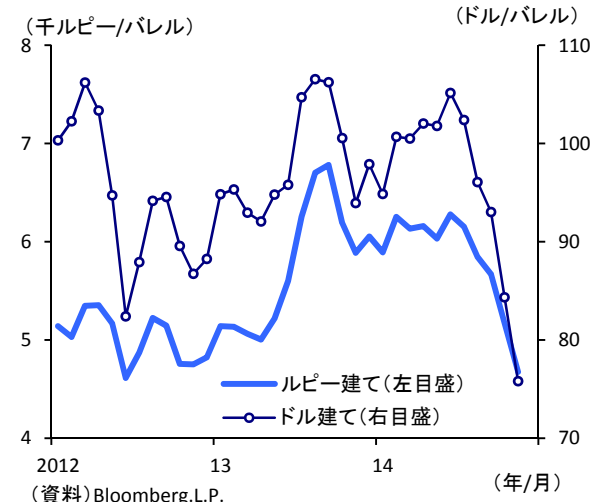
玉ねぎ価格とCPI食料品(前年比)



家計の1年後のインフレ率の予想



原油価格(WTI期近物、月中平均)



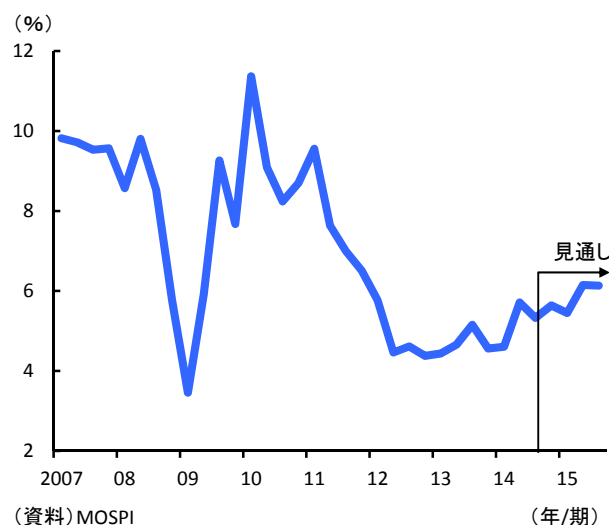
インド：景気は徐々に持ち直し

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、景気の持ち直し傾向が徐々に強まる見込み。

もともと、財政健全化に向けた引き締め気味の財政政策が当面続くことや、土地収用の困難さも続いていることから、インフラ整備が順調に進むかは不透明な状況。税制改革を含む各種制度改革についても、州政府との協議が進展するのには一定の時間がかかると見込まれることから、制度改革を通じた景気浮揚効果が顕在化するまでには、一定の時間が必要となる見込み。

金融緩和ペースについても、①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、②それに伴うルピー安を通じた物価上昇圧力、③地政学的な要因を受けた輸入原油価格の急上昇リスク、などを睨みながら慎重なペースで行われる見込み。このため、利下げを通じた耐久財消費や投資の持ち直し効果も小幅にとどまる公算。

実質GDP成長率(前年比)



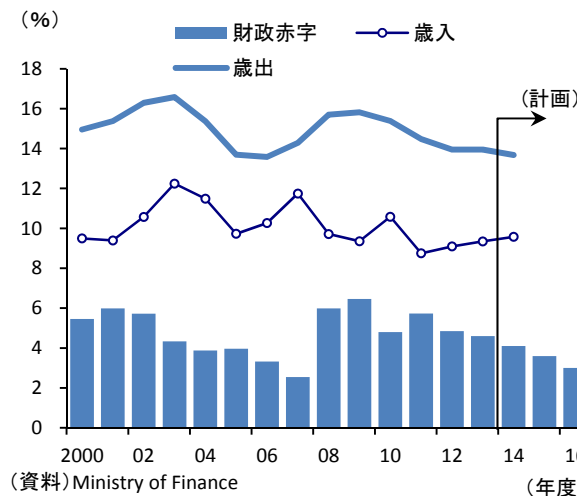
景気指標の市場コンセンサス(予測中央値)

	実績	見通し	
	2013年度	2014年度	2015年度
実質GDP前年比	4.7	5.5	6.5
第1次産業	4.7	1.9	3.5
第2次産業	0.4	3.4	5.3
第3次産業	6.8	6.9	7.5
経常収支(名目GDP比)	▲ 1.7	▲ 1.7	▲ 1.9
中央政府財政収支(名目GDP比)	▲ 4.6	▲ 4.1	▲ 4.0
対ドル為替レート(期末)	60.1	61.5	-
レポ金利(期末)	8.00	8.00	7.50
10年物国債金利(期末)	8.80	8.20	7.60

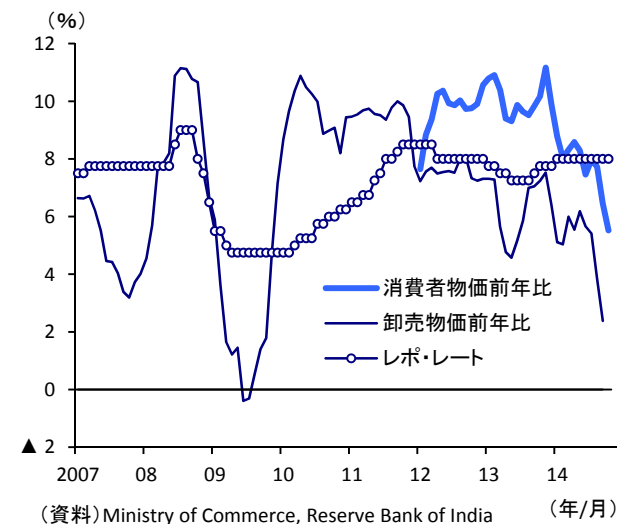
(資料) Reserve Bank of India

(注) 会計年度は4月～翌年3月。2014年10-12月期調査。

中央政府歳出入(対名目GDP比率)



政策金利(レポレート)とインフレ率



■ ブラジル：7～9月期はプラス成長、リセッション脱却

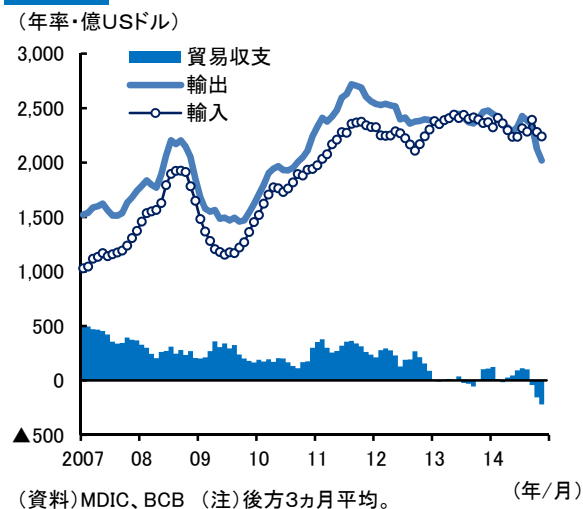
GDP

7～9月期は個人消費が弱含むも、投資がプラス転化するなど3四半期ぶりのプラス成長



輸出

欧州や中国の景気減速懸念の高まり、資源価格の下落により弱含む、貿易赤字に



企業

鉱工業生産は弱い動きが持続
稼働率の持ち直しも足踏み



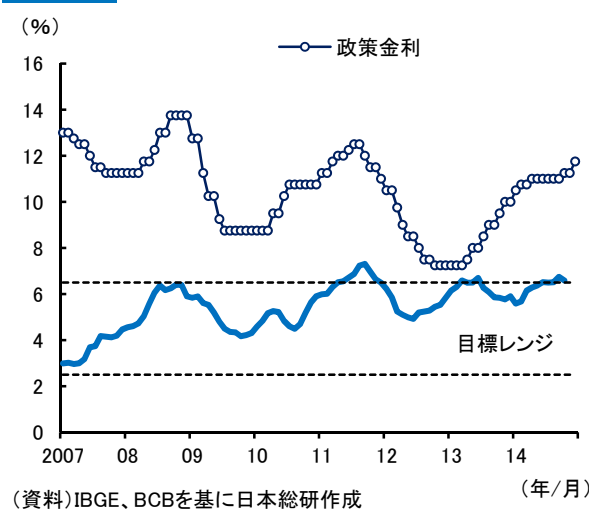
家計

実質所得は増勢が鈍化
小売売上高は足許で減少



物価

インフレ率が中銀目標を超過するなか、中銀は10月末から2会合連続で利上げを実施



為替

対米ドルではレアル安が進行
日銀の追加緩和により対円ではレアル高



ブラジル：第二次ルセフ政権下でも迅速な改革実行は期待薄

ブラジルでは、10月26日に大統領選挙の決選投票が行われ、ルセフ大統領が僅差で再選。基本的な政策方針は1期目を踏襲。

第二次ルセフ政権の目下の課題は財政再建と「ブラジル・コスト」の削減。2014年1～10月までのプライマリー・バランスの対GDP比は、▲0.2%と政府目標の+1.9%を大きく下回っている状況。背景には、景気の悪化に加え、減税策の拡大、さらには補助金の増加など政府のばらまき政策による歳出増加が指摘可能。こうしたなか、第二次ルセフ政権においてもボルサ・ファミリア（貧困層への生活扶助）などの所得再分配政策の継続が表明されており、抜本的な歳出削減策の策定は期待薄。

一方、複雑な税制や高い税率、インフラ不足などのいわゆる「ブラジル・コスト」が企業の生産活動の足かせとなっているなか、政府は税制改革を重要課題のひとつと位置付けるなど改善への意欲を表明。

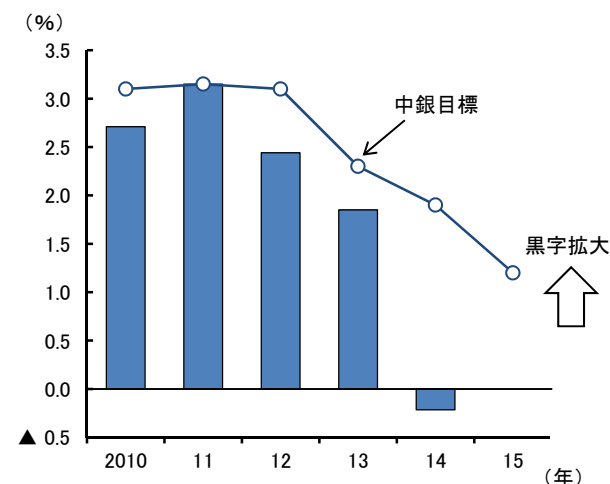
もっとも、「ブラジル・コスト」削減のための税率引き下げや公共投資拡大は政府の歳入減、歳出増を招き、財政再建と相反するため、両立は困難。迅速な改革実行は期待できず、成長加速にはなお時間を要する見込み。

第二次ルセフ政権の主な政策

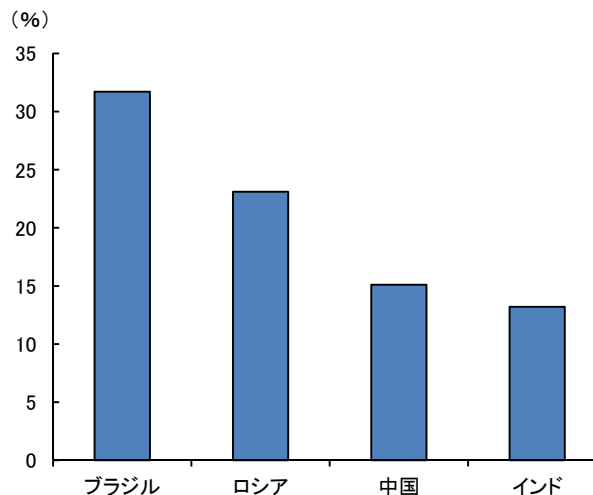
財政政策	プライマリーバランスの黒字目標の達成。 マンテガ財務相の後任に元財務省幹部のレビ氏を起用。
社会政策	貧困削減と経済的不平等低下のため、ボルサ・ファミリアなどの低所得層向け政策を継続。
税制改革	優先課題のひとつ。 税制度を簡素化、複雑な納税手続きを改定。
政治改革	政治改革の是非を問う国民投票を実施。
インフラ整備	内陸から湾岸に輸送するための鉄道の整備を優先。
インフレ対策 為替政策	インフレ率は引き続き4.5%（±2.0%）の範囲内に収束。 積極的な為替介入を継続。過度なレアル安を阻止。
産業政策	政府の役割を重視し、国内産業にも引き続き介入。
外交政策	メルコスール、中国・インド・ロシアとの関係を重視。

（資料）各種報道等をもとに日本総研作成

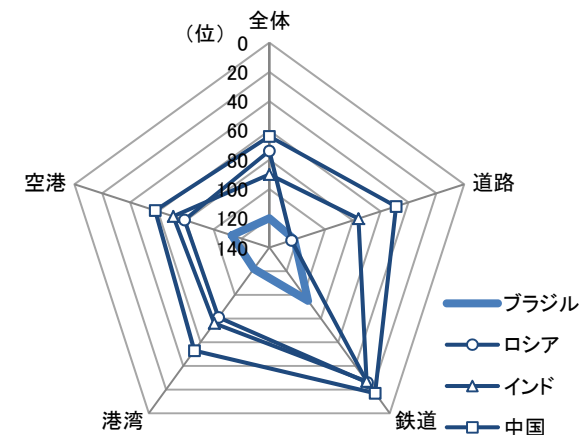
プライマリー・バランス（対GDP比）



税率・税制がビジネスの阻害要因と回答した割合



BRICsのインフラ整備状況



ブラジル：大幅な成長加速は期待薄。一段の景気下振れリスクも

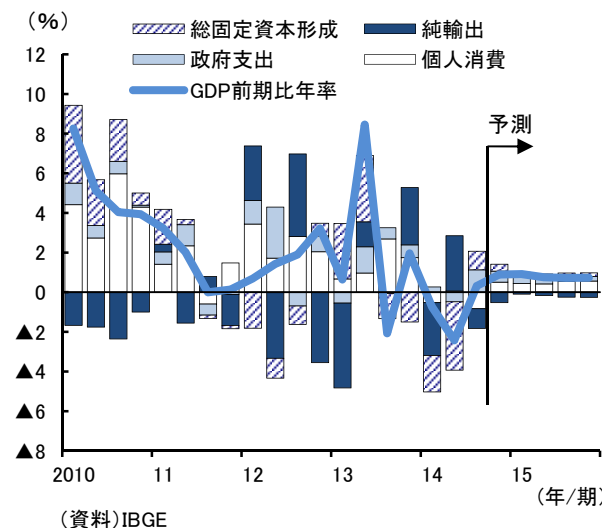
2014年7～9月期の実質GDPは前期比年率+0.3%と3四半期ぶりのプラス成長に。高インフレ等の影響により個人消費が弱含んだものの、固定資本形成が5四半期ぶりにプラスに転じるなど、リセッションから脱却。

もっとも、大幅な成長加速は期待薄。ルセフ大統領の再選を受け、大胆な構造改革への期待が後退し、マインドが一段と冷え込むなか、内需は盛り上がり欠ける状況が続く見込み。また、ブラジル中銀が10月末に利上げを再開。今後、更なる利上げも見込まれることから、内需が抑制される可能性。

一方、外需は、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・欧州の景気減速懸念の高まり、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、先行き減速感が強まる見込み。

加えて、一段の景気下振れリスクも残存。米国の量的緩和策が終了し、2015年入り以降、利上げへの期待が高まるなか、再び資金流出圧力が強まると、「通貨安→インフレ進行→利上げ」という悪循環に陥るリスク。

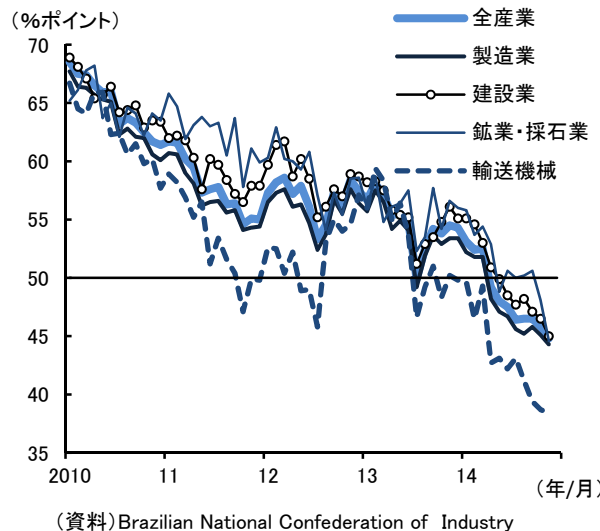
実質GDP成長率の見通し(前期比年率)



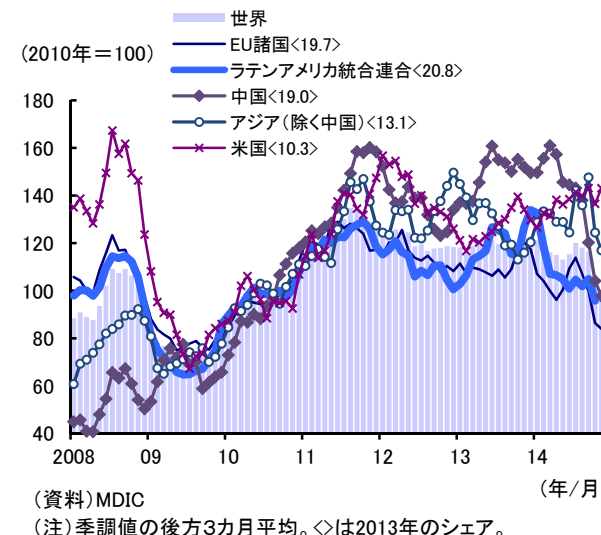
消費者マインドと小売売上高



企業マインド



地域別実質輸出

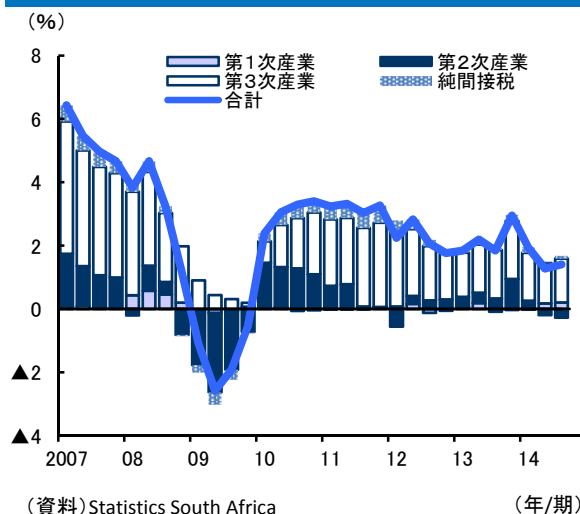


景気低迷が続く南アフリカ

南アフリカでは、中国経済の減速や国際資源価格の下落などを受けた資源輸出の低迷を背景に、景気の減速傾向が持続。経常収支赤字の拡大や米国資本の本国回帰などを受けたランド安も、インフレに伴う実質購買力の減少や引き締め気味の金融政策を通じて消費・投資を下押し。

今後を展望すると、2014年前半の鉱山でのストライキに伴う悪影響の一巡から成長率は持ち直すとみられるものの、脆弱な世界経済が続くなか、価格・数量両面から資源輸出の低迷が続き、力強い持ち直しには至らない公算。

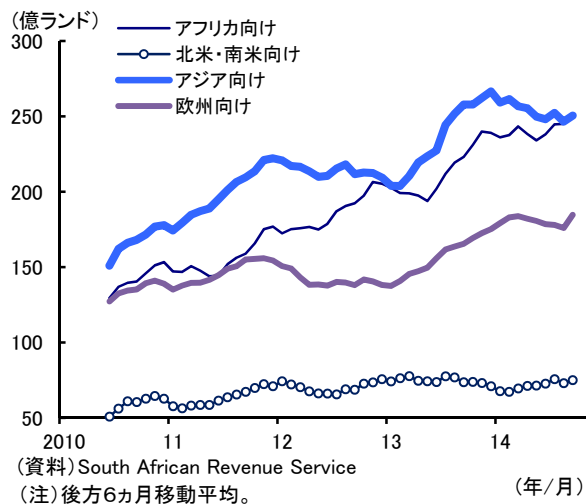
実質GDP(前年比)



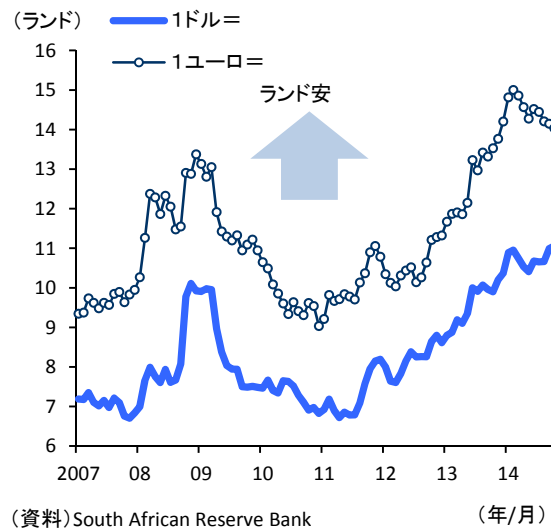
鉱物資源価格と実質GDP(前年比)



地域別名目輸出



為替レート



消費者物価指数(前年比)と金利

