
新興国経済展望

2014年9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：低迷が続くロシア経済 p. 11
(熊谷 章太郎／03-6833-6028／kumagai.shotaro@jri.co.jp)
-

概観：景気の方角感は各国でバラツキ

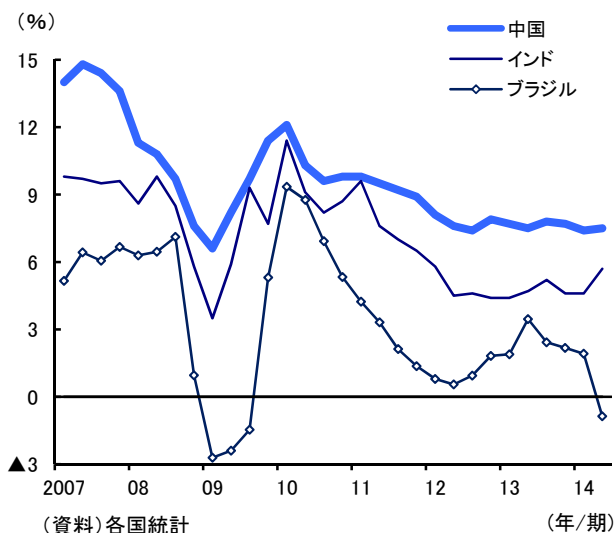
中国・インド・ブラジルの足元の景気の方角感にバラつき。4～6月期の実質GDP前年比は、中国では前期からほぼ横ばい、インドでは政権交代に伴う消費・投資マインドの改善を背景に約1%加速、ブラジルではワールド・カップ関連の公共投資の一巡、開催期間中の稼働率の低下などを受けてマイナス成長。

製造業の新規受注も、中国・インドでは好不調の分かれ目となる50を上回る水準で推移が続く一方、ブラジルは低迷が持続。

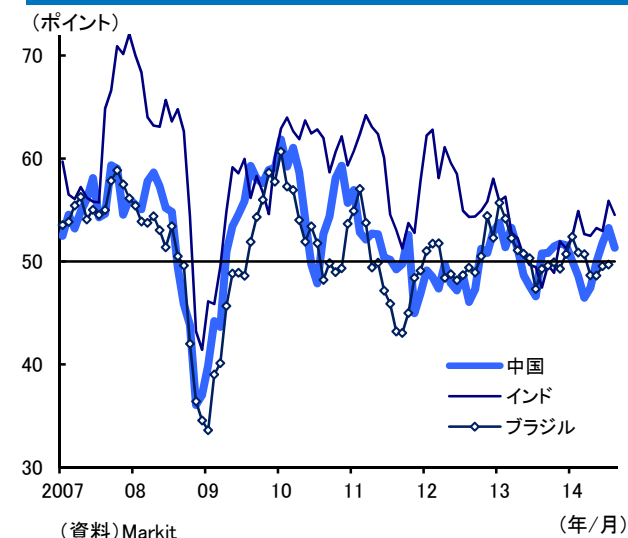
政策金利は各国とも据え置き。もっとも、インフレ率は、中国では横ばい、インドでは鈍化、ブラジルでは加速と方向感にバラつき。

OECD景気先行指数は、今後、インドでは持ち直し傾向が続く一方、中国・ブラジルでは景気低迷が続くことを示唆。もっとも、中国では景気の安定化に向け、規制緩和や部分的な金融緩和などを含む「ミニ景気刺激策」が講じられる結果、大幅な悪化は回避される見込み。ブラジルでは、10月に大統領選挙を控えるなか、政権交代を通じた抜本的な経済改革への期待が高まる状況。

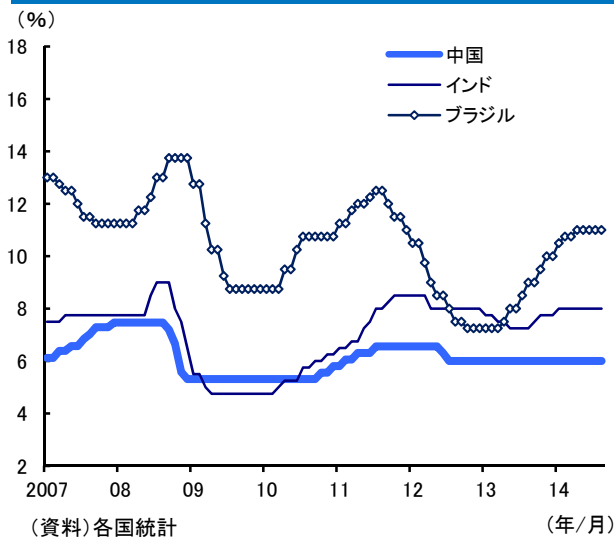
実質GDP成長率(前年比)



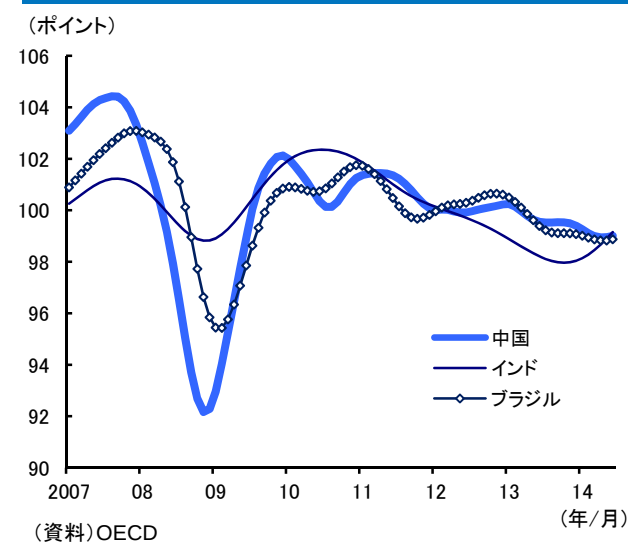
PMI 製造業新規受注指数



政策金利



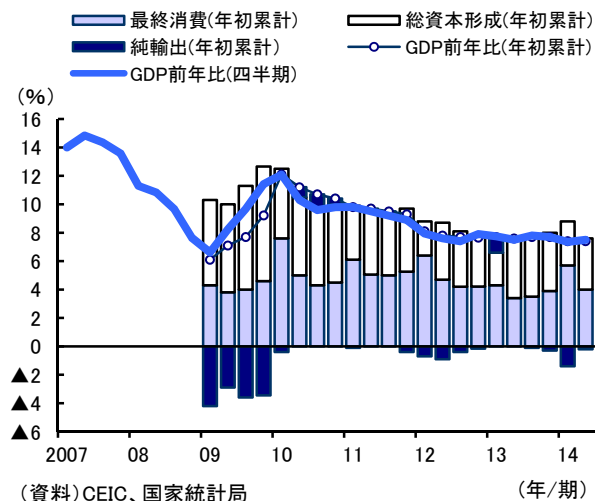
OECD景気先行指数



中国：景気に下げ止まりの動き

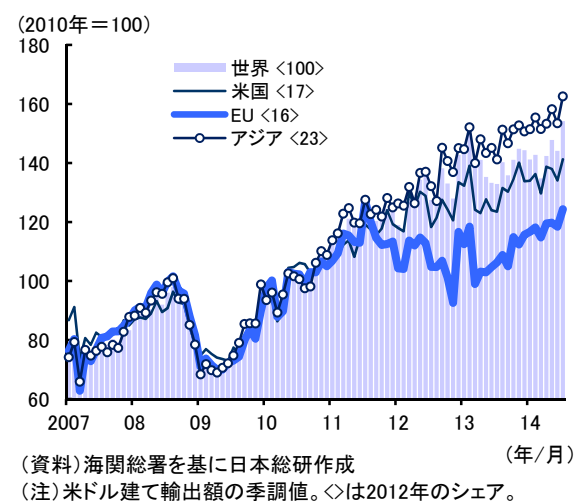
GDP

実質成長率は3四半期ぶりに加速
消費主導の経済成長が持続



輸出

アジア向けは緩やかに拡大
米国向けも持ち直しへ



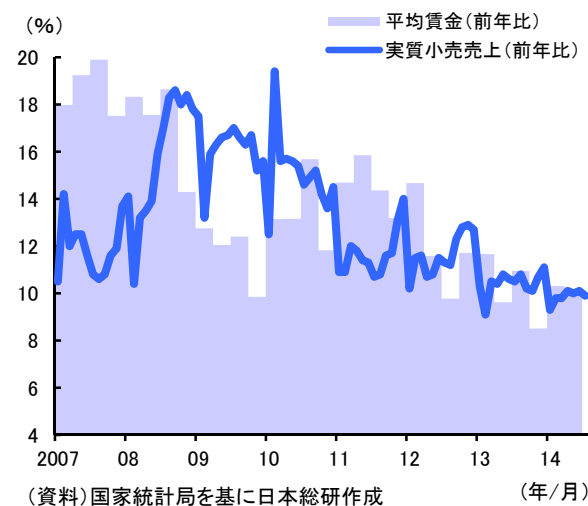
企業

工業生産の減速に歯止め
固定資産投資は増勢鈍化が持続



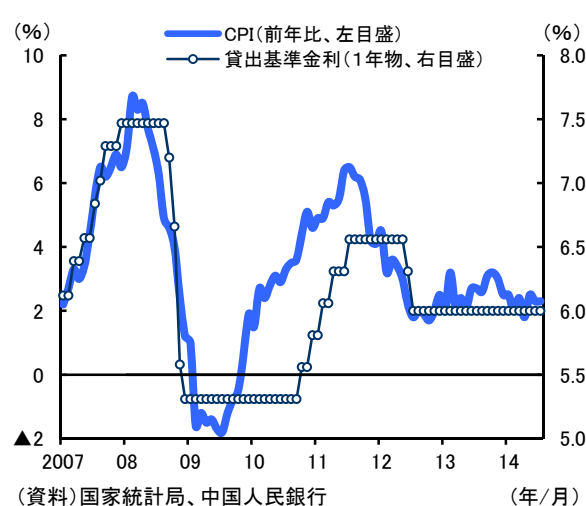
家計

賃金は年率10%程度の伸びを維持
小売売上は堅調



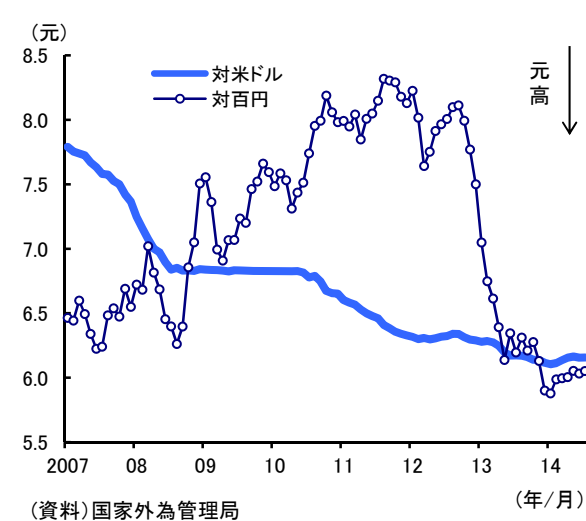
物価

インフレ率は低水準
政策金利は横ばい



為替

人民元の対米ドルレートは緩やかに上昇
対円レートの急上昇に歯止め

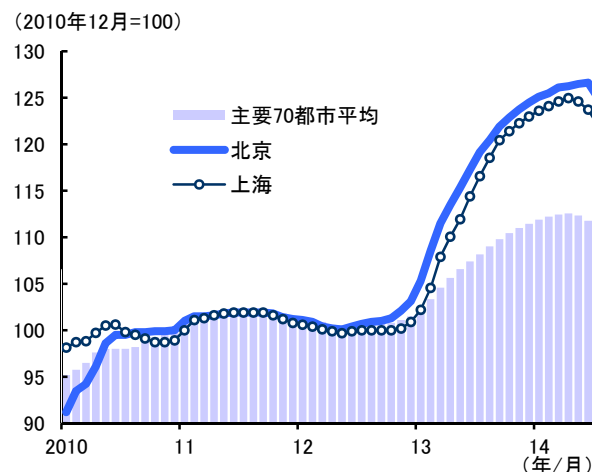


中国：長期化する不動産市場の調整

住宅価格は2013年10月以降の住宅価格抑制策を受けて下落。高騰が続いていた北京・上海の価格上昇にも歯止め。住宅需要が縮小するなか、不動産開発投資が減速。今後を展望すると、不動産市場の調整は長期化する見通し。中央政府は、地方の状況に応じて政策を微修正することはあるものの、基本的には不動産価格抑制策を継続する公算大。

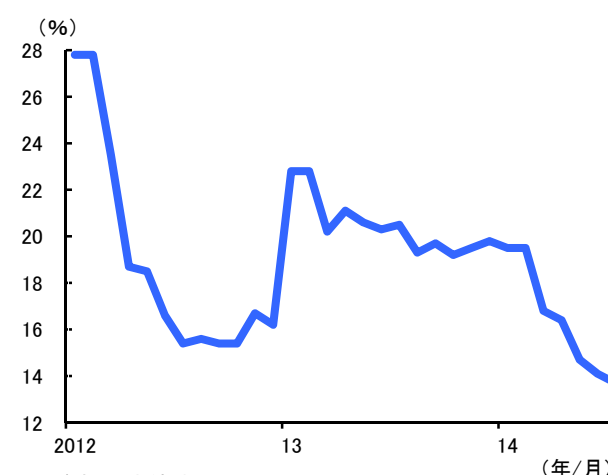
大都市の不動産バブル是正と資金配分の見直しは、中長期的な経済成長にとって極めて重要。北京・上海とリゾート地の海南省では、投機目的の住宅購入が多く、住宅価格は平均して世帯年収の10倍以上に高騰。地域経済の潜在的なリスクは大。また、マネーサプライの総量抑制と資金配分の見直しを目指す中央政府の方針と逆行し、近年、不動産市場へ過度な資金が流入。当局は、中小企業や農村部、鉄道建設等PFI、戦略的新興産業へ十分な資金が流れていないことを懸念。今後は、不動産市場への資金集中を是正し、eコマースやヘルスケア等サービス産業の円滑な資金調達を図ることが肝要。なお、中国では住宅購入に際しての借り入れ依存度は高くなく、家計部門には深刻なバランスシート調整は生じない見通しで、不動産価格抑制策の大きな障害にはならない見込み。

新築住宅の販売価格



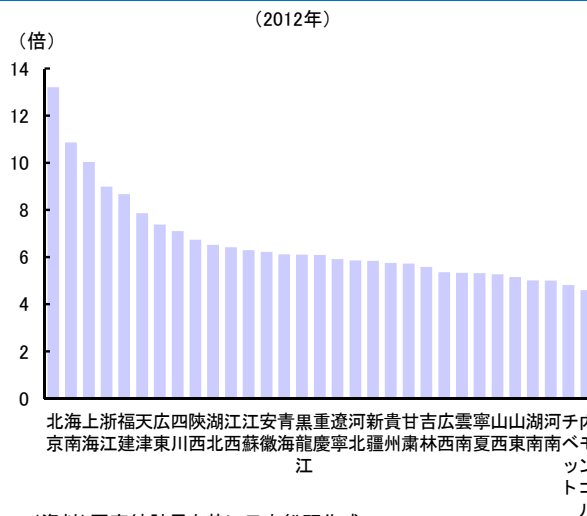
(資料) 国家統計局、ロイター社の算出値を基に日本総研作成

不動産開発投資(年初累計、前年比)



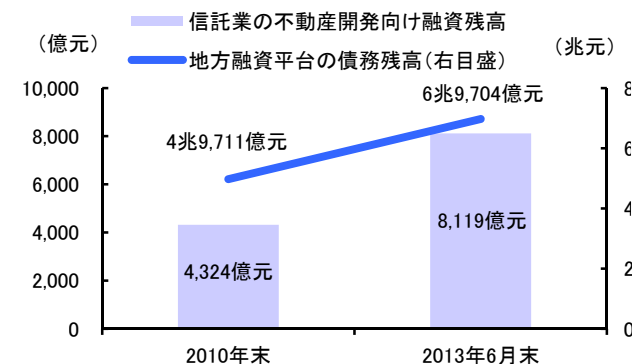
(資料)国家統計局

分譲住宅平均販売価格の世帯年収倍率



(資料) 国家統計局を基に日本総研作成

不動産開発向け信託融資と地方融資平台債務



(資料)中国信託業協會、中国審計署

(注) 信託融資は、銀行融資が規制強化のために伸びせなくなったことを受けて増加しており、本質的に銀行融資を代替する代表的なシャドーバンキング。理財商品から地方融資平台を経て不動産開発に資金が流入するスキームも同様。

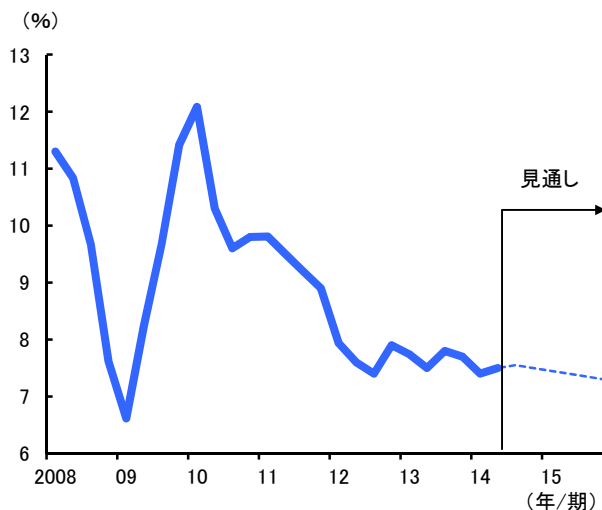
中国：景気は減速する見通し

4～6月期の実質成長率は前年同期比+7.5%と3四半期ぶりに加速。河北省など景気急減速がみられた地域にも底入れの動き。この背景には、①規制緩和、②インフラ整備、③部分的な金融緩和などからなる「ミニ刺激策」に加え、世界経済の持ち直しが指摘可能。

当面、住宅市場の調整が景気のブレーキ要因となるものの、景気はミニ刺激策を受けて、おおむね横ばいで推移する見通し。もっとも、地域経済が安定化すれば、過剰投資・過剰債務に対する抑制的なスタンスが強まると見込まれ、その後の経済成長スピードは再び鈍化に向かう公算。

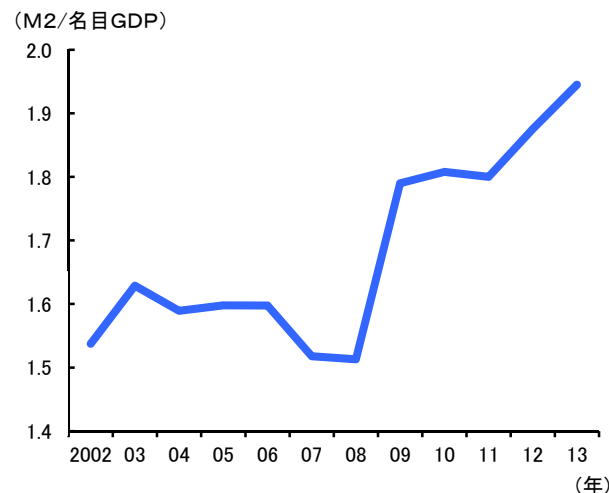
当局は資金供給の膨張に歯止めをかけると同時に、資金配分を見直す方針。具体的には地方政府偏重を是正し、民間中小企業や農村等に資金を振り向ける見通し。これまで透明性向上をねらいに、全国規模の地方債務審査を2度実施。地方政府債務に対する市場のチェック機能を働かせるため、地方債の直接発行を解禁。今後、地方債務の増勢が鈍化するなか、不動産開発投資やインフラ投資に下振れリスク。

実質GDP成長率(前年比)



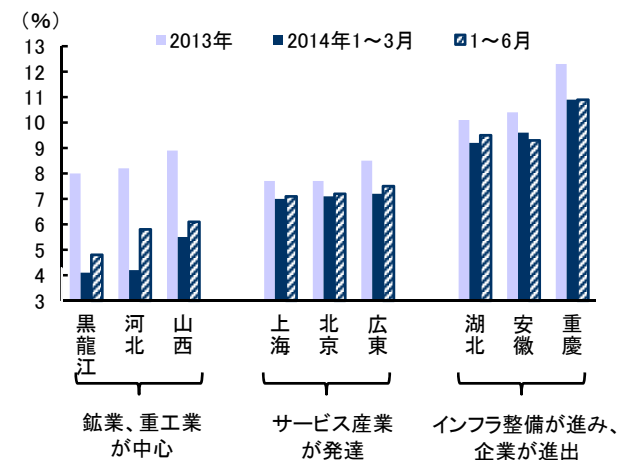
(資料) 国家統計局を基に日本総研作成

マーシャルのk



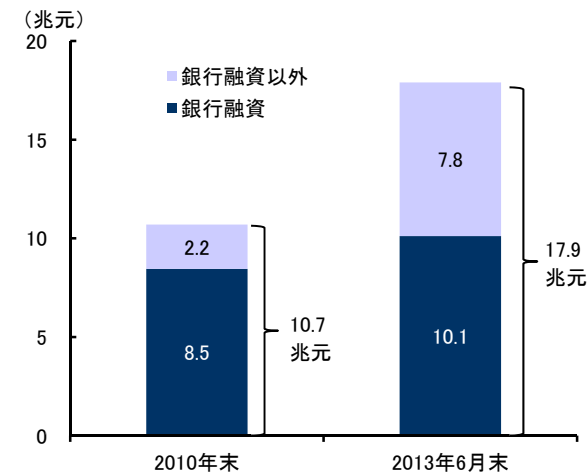
(資料) 国家統計局、中国人民銀行を基に日本総研作成

実質GRP成長率(前年比)



(資料) 国家統計局を基に日本総研作成

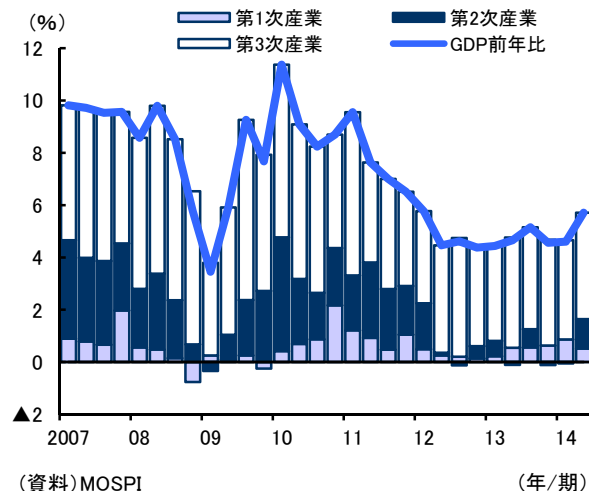
地方政府の債務残高



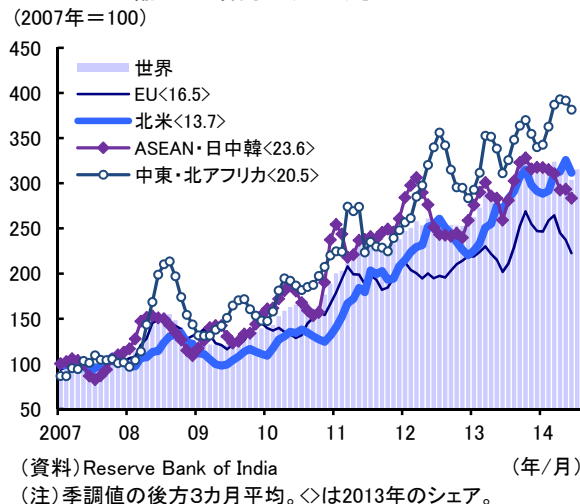
(資料) 中国審計署を基に日本総研作成

インド：景気は足元持ち直し

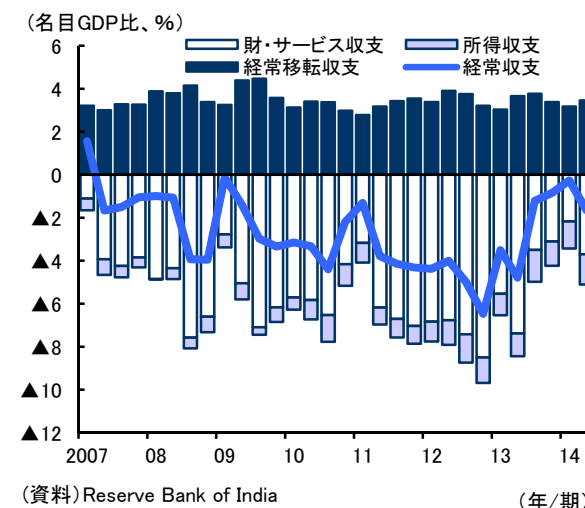
GDP 2014年4～6月期の成長率は製造業が牽引役となり前年同期比+5.7%と持ち直し



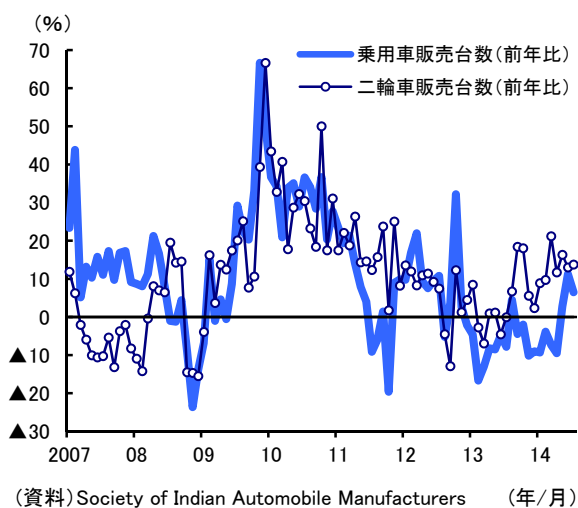
輸出 2013年秋口以降のルピー高傾向を背景に輸出の増勢は足元鈍化



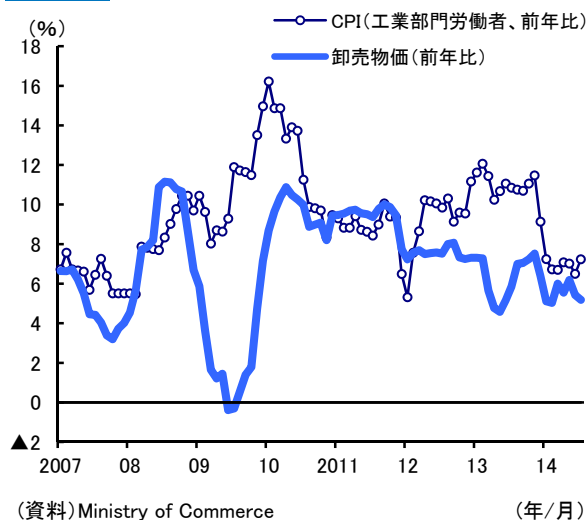
BOP 内需低迷による輸入減少を受けて経常赤字幅は大幅縮小



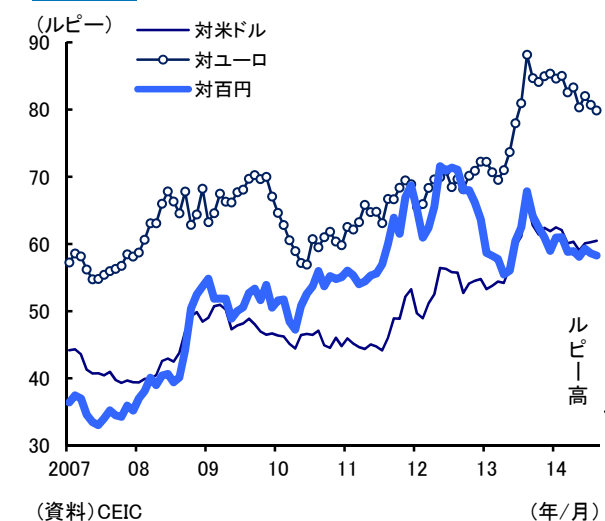
家計 消費マインドの持ち直しや物品税の減税を受けて乗用車、二輪車販売ともに足元持ち直し



物価 内需低迷やルピー高を受けて卸売・消費者物価ともに2013年末から鈍化



為替 2013年秋口以降、ルピー高傾向が持続



インド：中長期的な拡大が見込まれる日本のインド向け貿易・投資

モディ新政権の経済改革への期待や日印両政府の貿易・投資促進に向けた取り組みの進展を背景に、日系企業のインドビジネスに対する関心は高まる方向。

日本とインドの貿易・投資規模は、地理的な距離の遠さやビジネス環境の未整備などが阻害要因となりアジアの中でも低い位置。

経済改革に一定の時間がかかることを踏まえると、短期的にはインドのシェアが低い状況が続く見込み。

中長期的には、ビジネス環境の改善、一人当たり所得の上昇、南アジアの経済統合の進展などを背景に、アジアビジネスにおけるインドの重要性が徐々に高まっていく見込み。

近年の日印関係

2006年12月	シン首相来日、「日印戦略的グローバル・パートナーシップ」に向けた共同声明を発表
2011年8月	日印包括的経済連携協定発効
2013年5月	麻生副総理兼財務大臣訪印、シン首相を含む要人と会談 シン首相来日、「国交樹立60周年を超えた日印戦略的グローバル・パートナーシップの強化」に関する共同声明を発表
2013年9月	茂木経済産業大臣訪印、日印投資交流に関わる共同声明を発表
2013年11・12月	天皇皇后両陛下御訪印
2014年1月	安倍首相訪印、「日印戦略的グローバル・パートナーシップの強化」に関する共同声明を発表
2014年7月	日本、インド国民に対する数次ビザの発給開始
2014年9月	モディ首相訪日、「日印特別戦略的グローバル・パートナーシップのための東京宣言」を共同宣言

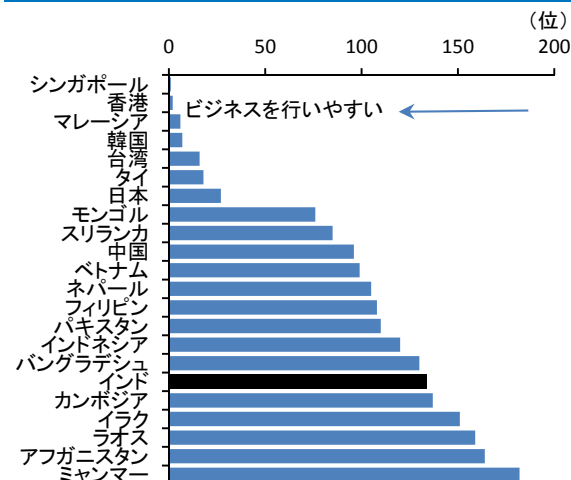
(資料) 外務省ホームページを基に日本総研作成

日印の経済分野での協力事項

2014年1月の共同声明	チェンナイ・バンガロール地域の包括的地域開発計画及び開発実行計画を2015年3月までに確定させるように関係機関に指示する ムンバイ・アーメダバード路線の高速鉄道システム導入に関わる日印共同調査を2015年7月までに完了させる 2013年10月に立ち上げた「包括的な日印ICT協力フレームワーク」の取り組みの下、ビジネス提携、研究開発、サイバーセキュリティ協力を強化する 日印の企業によるLNGの共同調達、石油・ガスの共同開発に関する協力、環境負荷の少ない石炭火力発電所の建設を含む「クリーン・コール・テクノロジー」に関わる協力 インド保険家族福祉省と厚生労働省の間の保険・衣料分野に関する協力覚書の完結、ビジネス・セミナーを通じた日印医療分野における協力関係の強化
9月の共同声明	今後5年以内に日本の対印直接投資と進出企業数の倍増を目指す(官民で3.5兆円規模の投融資を実施) レアアースの製造と対日輸出に向けた交渉を加速させる

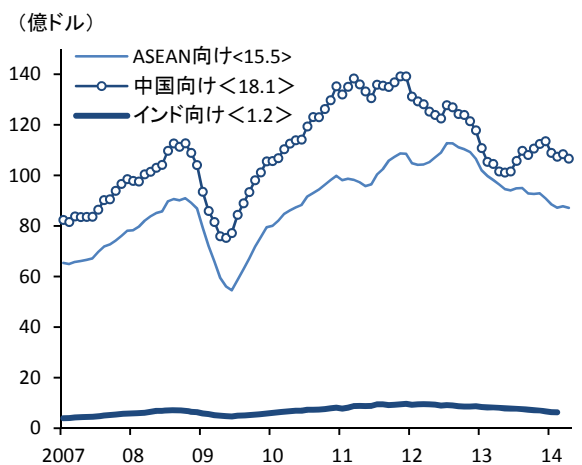
(資料) 外務省ホームページ、各種報道を基に日本総研作成

ビジネス環境ランキング(2013年)



(資料) World Bank Doing Business 2014

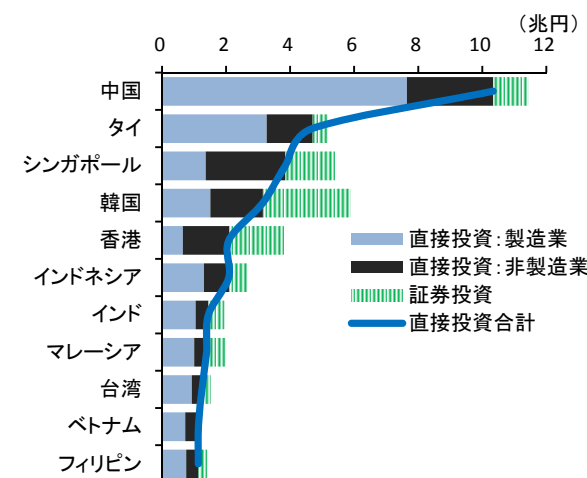
日本のアジア向け輸出



(資料) IMF Direction of Trade

(注) 凡例カッコ内は2013年の輸出シェア。

直接・証券投資残高(2013年末)



(資料) 日本銀行

インド：景気は徐々に持ち直し

インドでは、①新政権発足に伴う消費・投資マインドの改善傾向の持続、②今後のインフラ整備や各種規制の緩和を含む経済改革の進展に伴う対内直接投資の拡大、③インフレ率の鈍化を受けた金融緩和などを背景に、景気は持ち直し見込み。

もっとも、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、改革に向けた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などを踏まえると、インフラ整備や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。

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や経常収支赤字の再拡大によるルピー安を通じた物価上昇圧力、②地政学的な要因を受けた輸入原油価格の急上昇リスク、③エルニーニョ現象を受けた農作物の不作による食料品価格の上昇リスク、などの各種インフレ圧力を抱えるなか、慎重なペースで行われる見込み。したがって、景気の持ち直しペースは緩やかなものとどまる見込み。

実質GDP成長率(前年比)



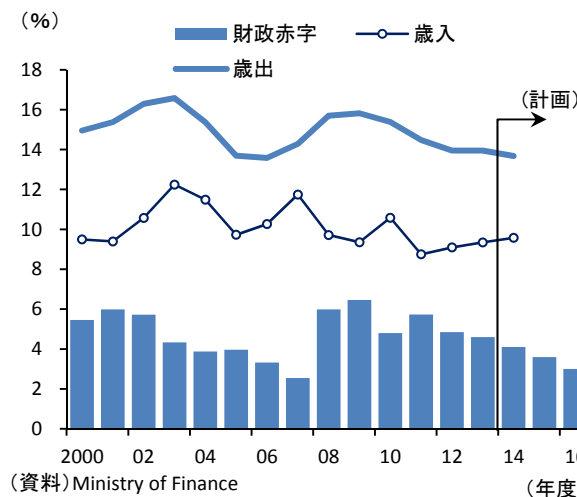
景気指標の市場コンセンサス(予測中央値)

	実績	見通し	
	2013年度	2014年度	2015年度
実質GDP前年比	4.7	5.3	6.5
第1次産業	4.7	2.1	3.2
第2次産業	0.4	3.3	4.8
第3次産業	6.8	7.0	7.5
経常収支(名目GDP比)	▲ 1.7	▲ 2.1	▲ 2.4
中央政府財政収支(名目GDP比)	▲ 4.6	▲ 4.3	▲ 4.0
対ドル為替レート(期末)	60.1	59.8	-
レポ金利(期末)	8.00	8.00	-
10年物国債金利(期末)	8.80	8.50	8.00

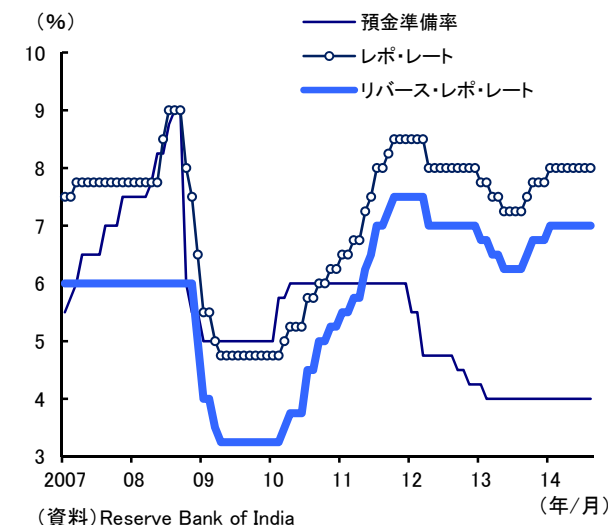
(資料) Reserve Bank of India

(注) 会計年度は4月～翌年3月。2014年7～9月期調査。

中央政府歳出入(対名目GDP比率)



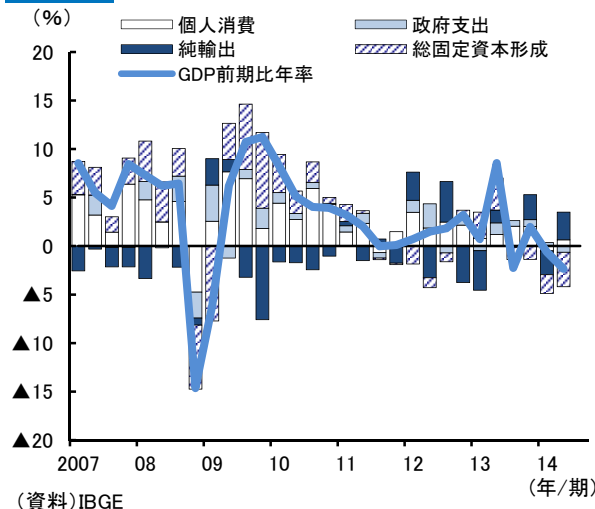
政策金利



■ ブラジル：4～6月期はマイナス成長。リセッション入り

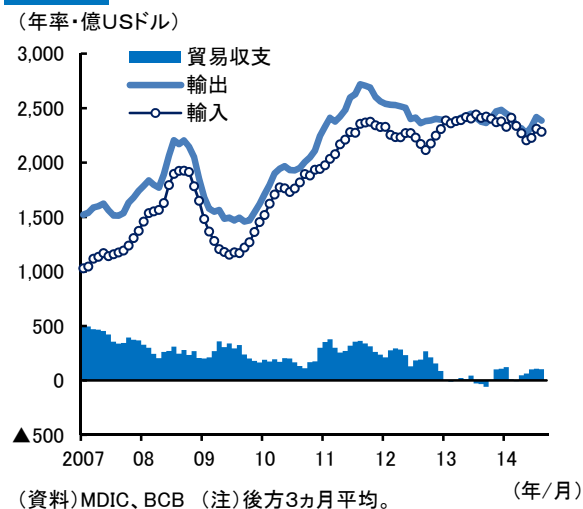
GDP

4～6月期はマイナス成長。投資の減少、サッカーW杯に伴う経済活動停滞が主因



輸出

鉄鉱石、大豆などの一次産品が減少も、貿易収支は黒字を維持



企業

鉱工業生産は弱い動きが持続
稼働率は2009年5月以来の水準まで低下



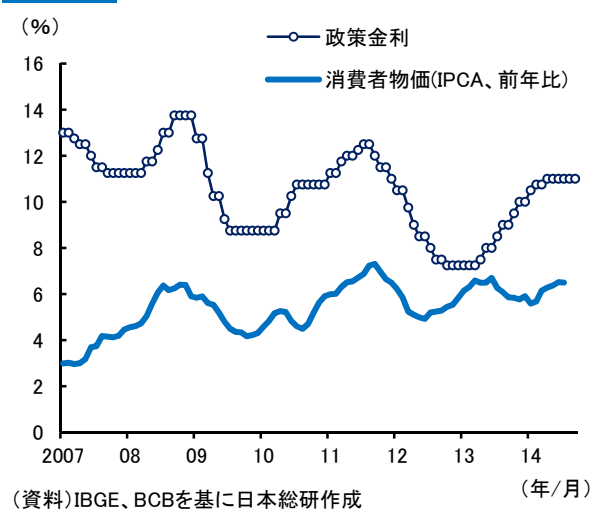
家計

実質所得は増勢が加速
小売売上高はなお力強さを欠いた状況



物価

インフレ率は中銀の目標上限まで上昇
政策金利は据え置きを継続



為替

景気減速も、政権交代期待や為替介入がレアルを下支え



ブラジル：大統領選挙はシルバ氏が優勢

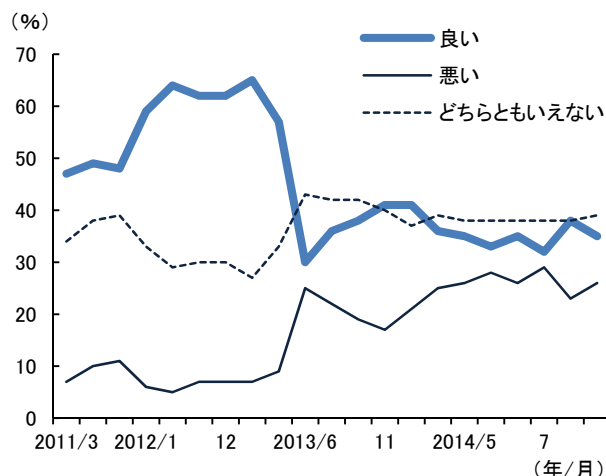
ブラジルでは、ルセフ政権に対する評価が、昨年6月のデモを境に悪化し、2014年10月5日に実施される大統領選挙での再選が不透明な状況に。

世論調査では、ルセフ大統領と有力候補だったカンポス氏の事故死を受け急遽出馬を表明したシルバ氏が拮抗。もっとも、いずれの候補者も1次投票では過半数を得られず、決選投票に進む見込み。決選投票では、8月末時点でシルバ氏が優勢。

一方、ルセフ大統領就任以降の低調な経済パフォーマンスを受け、市場では政権交代への期待が高まっており、本年入り以降ルセフ大統領の支持率が低下するのに伴い、株価や通貨が上昇。仮に、ルセフ大統領が再選すれば、市場はネガティブな反応を示すと同時に、消費者、企業マインドの低迷を招き、低成長が長期化する恐れも。逆に、他の候補者が当選すれば、期待先行ながらもマインドは改善へ。

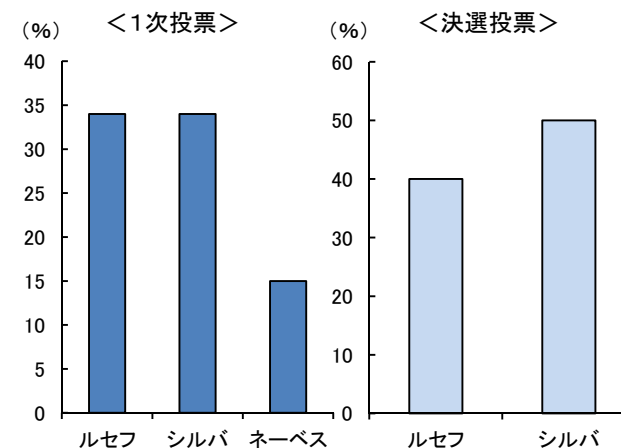
ただし、ブラジルの高インフレと低成長の主因は、複雑な税制等のいわゆるブラジル・コスト。世界銀行によれば、ブラジルのビジネス環境はチリやメキシコといった他の中南米諸国と比べて、総じて見劣り。どの候補者が大統領に選出されても、本格的な景気回復には、これまで先送りにしてきたブラジル・コストの削減に取り組むことが不可欠。

ルセフ政権に対する評価



(資料) Datafolha
(注) Datafolhaはブラジルの世論調査会社。

世論調査からみた大統領選挙の行方



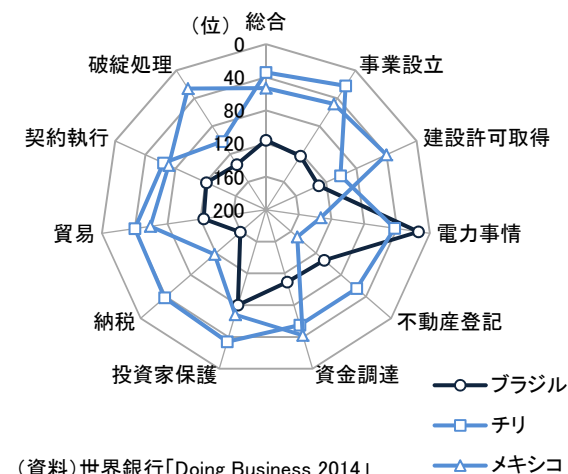
(資料) Datafolha
(注) 調査期間は8月28～29日。

為替と株価



(資料) Banco Central do Brasil, Sao Paulo Stock Exchange

中南米諸国のビジネス環境



(資料) 世界銀行「Doing Business 2014」
(注) グラフ内の数字は順位。最下位は189位。

ブラジル：年後半に景気が持ち直すものの、低成長が続く見込み

2014年4～6月期の実質成長率は前期比年率▲2.3%と2四半期連続のマイナス成長に。投資が大きく落ち込んだほか、6、7月のサッカーW杯開催に伴う経済活動の停滞が下押しに作用。

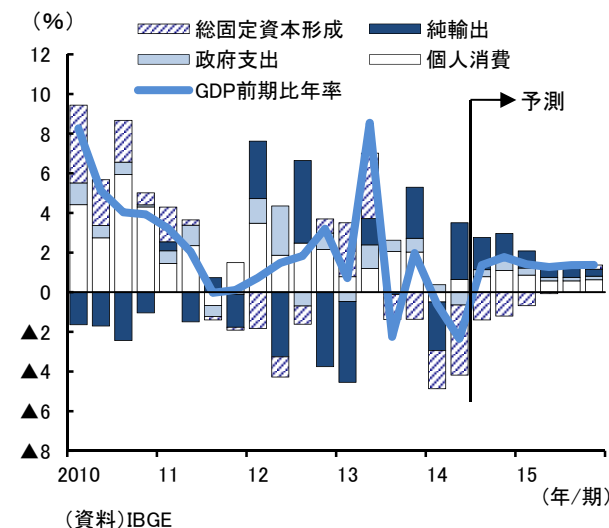
内需は政権交代によるマインド改善が期待されるものの、先行きも低成長が続く見込み。個人消費は、所得環境の改善や政府による免税措置、中銀による与信促進策の推進、サッカーW杯の消費下押し要因のはく落等により持ち直しが期待されるものの、①中銀の目標上限近辺で推移するインフレ率、②貸出金利の高止まり等を背景に増勢加速は期待できず、緩やかな伸びにとどまる見通し。

また、民間の設備投資も、景気の先行き不透明感や貸出金利の高止まり等により企業マインドが大幅に悪化するなか、当面持ち直しは期待できず。

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、①最大の輸出先である中国景気の減速、②同第3位のアルゼンチン景気の低迷長期化、③ロシアの報復制裁等による欧州景気の減速、等が下押しに作用し、大幅な増加は期待薄。

以上から、2014年後半以降も、内需・外需ともに大幅な増勢加速は期待できず。新政権下でのインフラ整備、税制改革など構造問題解消に向けた取り組みに期待。

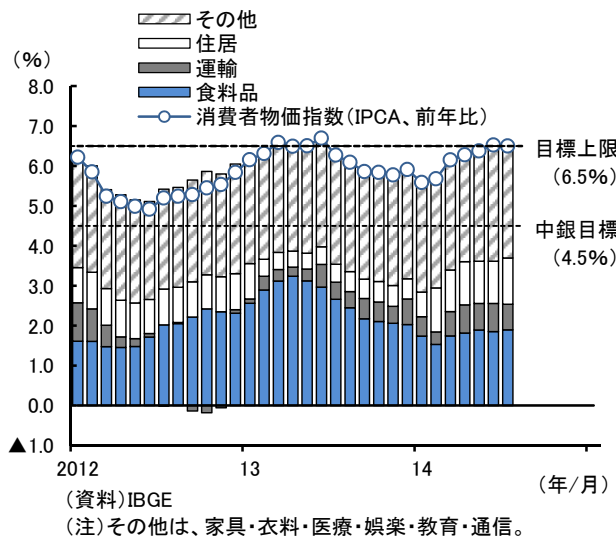
実質GDP成長率の見通し(前期比年率)



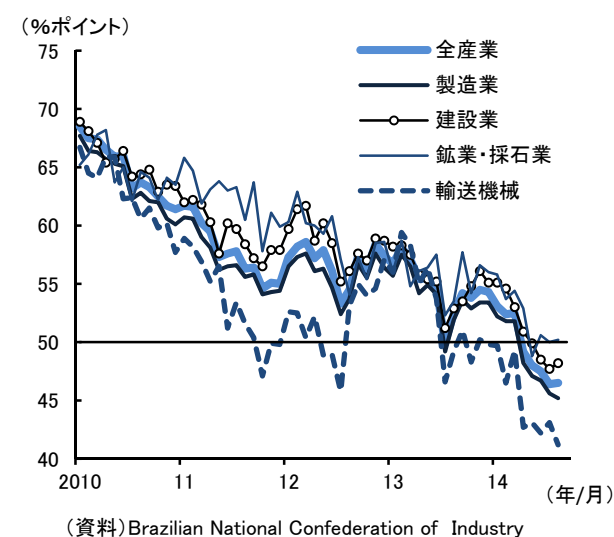
消費者マインドと小売売上高



消費者物価指数(IPCA、前年比)



企業マインド

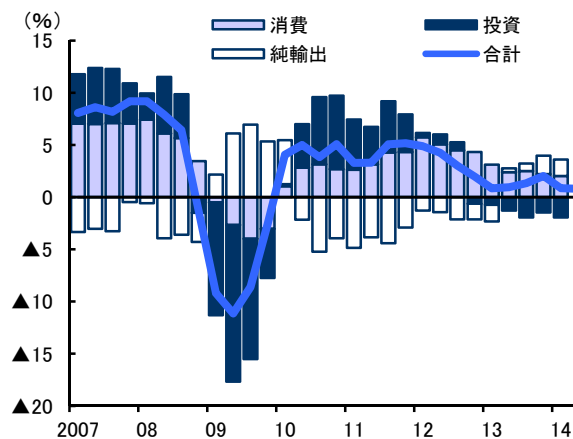


低迷が続くロシア経済

2012年後半以降、ロシア経済は、投資の減少や消費の鈍化などを主因に景気低迷が長期化。加えて、足元ではウクライナへの軍事介入に端を発する国際的な緊張の高まりが、消費者マインドの低下や資本流出を受けた株価下落などの経路を通じて一段と景気を下押し。

今後についても、各国からの経済制裁措置が景気の下押し圧力となり続ける見込み。同国の景気減速や報復制裁措置は、リトアニア、エストニアなど、ロシア向け輸出対名目GDP比の高い国を中心に欧州景気を下押しする見込み。

実質GDP(前年同期比)



(資料) Federal State Statistics Service

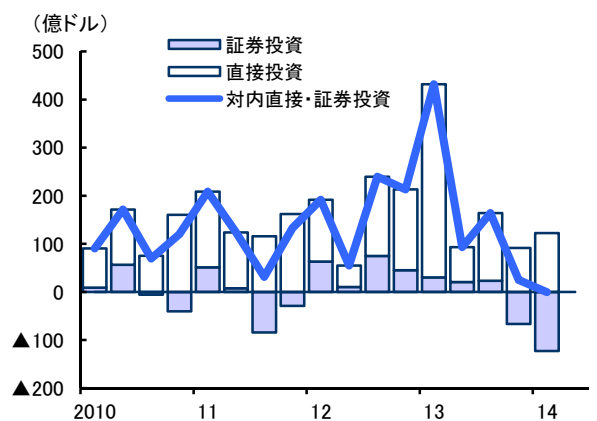
(年/期)

日米欧のロシアへの経済制裁

	ロシアへの制裁	ロシアによる報復制裁
米国	要人の入国禁止、ロシア国営大手銀行や防衛・エネルギー企業に対する90日以上の融資・出資の禁止、ロシア国営軍需企業の米国内資産凍結、石油開発技術の提供禁止	一部農産物・食料品の輸入を1年間禁止(*米国、EUの他、カナダ、オーストラリア、ノルウェーも対象)、要人の入国制限、欧州航空会社のシベリア上空通過の禁止の検討
EU	ロシア政府系金融機から資金調達禁止、新規の武器取引の禁止、軍事転用可能な技術の提供禁止、石油開発技術の提供禁止	
日本	要人へのビザ発給停止、指定個人・団体の資産凍結、ウクライナからの輸入制限	特定日本人の入国を制限

(資料) 外務省ホームページ、各種報道を基に日本総研作成

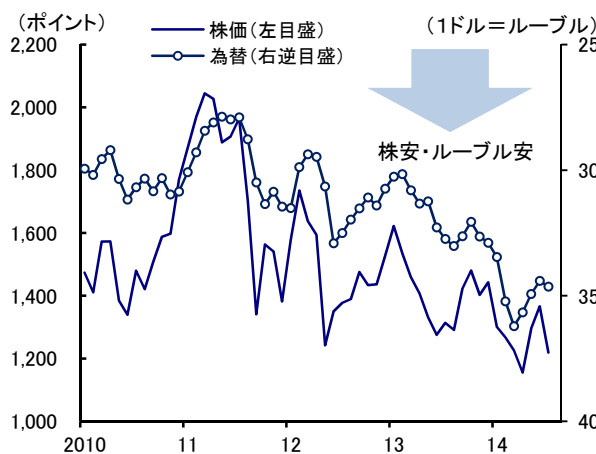
対内直接・証券投資



(資料) Central Bank of Russia

(年/期)

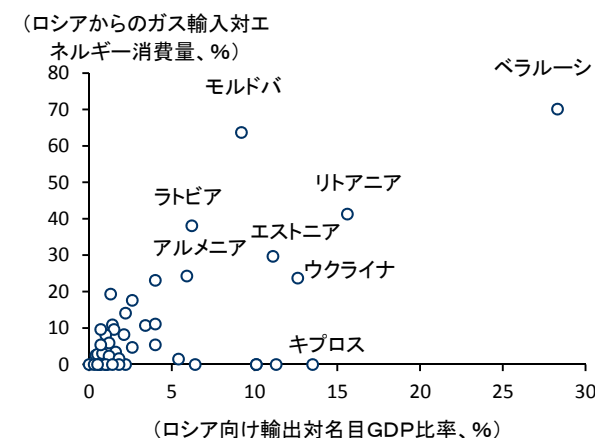
株価と為替



(資料) Moscow Exchange, Central Bank of Russia

(年/月)

欧州各国のロシア経済への依存度(2012年)



(資料) IMF 2014 Article IV Consultation-Staff Report Table 1 "Direct Exposures to Russia, 2012" を基に日本総研作成