
新興国経済展望

2014年6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：フラジャイル5の為替動向 . . . p. 11
(熊谷 章太郎／03-6833-6028／kumagai.shotaro@jri.co.jp)
-
-

概観：各国とも景気は減速

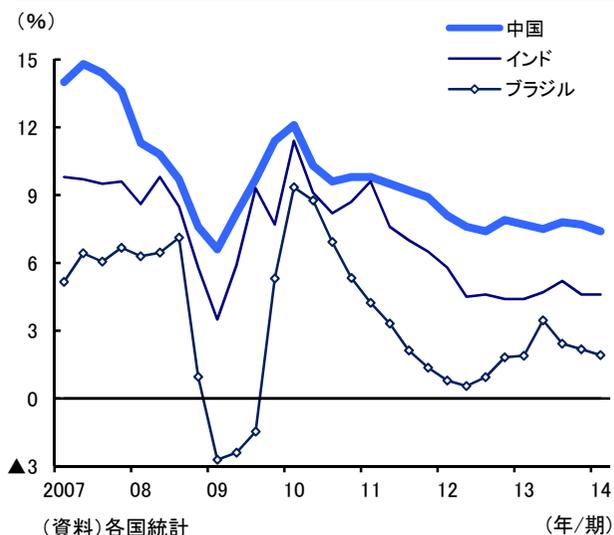
中国・インド・ブラジルともに、景気は減速。1～3月期の前年比成長率は、2013年10～12月期に比べてインドで横ばい、中国・ブラジルでは0.2～0.3%ポイント低下。内需・外需ともに低迷。

製造業の新規受注は力強さを欠いた状況。ブラジルでは、好不調の分かれ目となる50を割り込む水準。インドでは輸出増加を背景に足元で持ち直し。

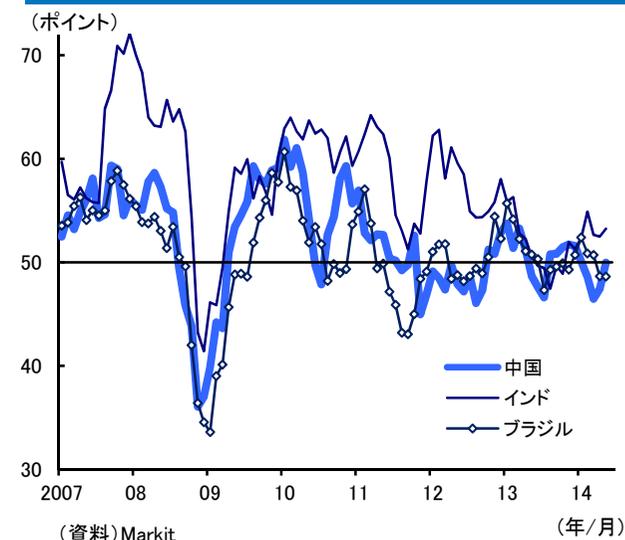
景気低迷が長期化しているものの、2013年後半以降、インド、ブラジルは、インフレ圧力の高まりを背景に政策金利を段階的に引き上げ。利上げを受けて、耐久財消費や投資は低迷。

OECD景気先行指数は、当面、各国ともに景気の低迷が続くことを示唆。もっとも、中国やインドでは政策で変化が生じており、景気の一段の悪化は回避される見込み。同指数がリーマン・ショック後を下回る水準まで悪化しているインドでは、4～5月の選挙を経て成立した新政権が単独過半数の議席を獲得し、景気浮揚に向けた大胆な経済改革を打ち出すことに対する期待が高まっている状況。

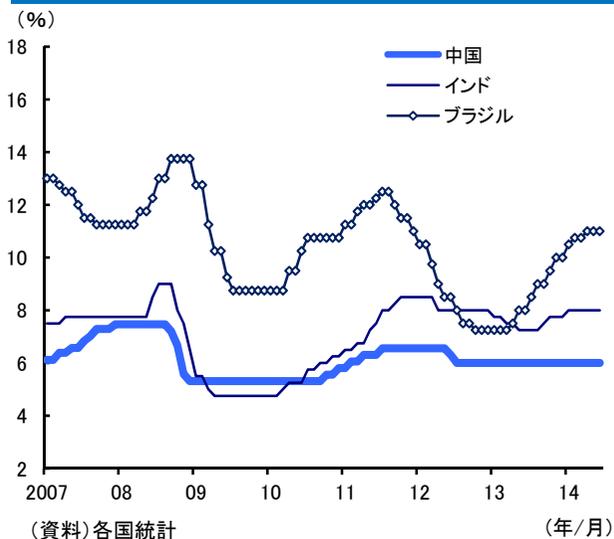
実質GDP成長率(前年比)



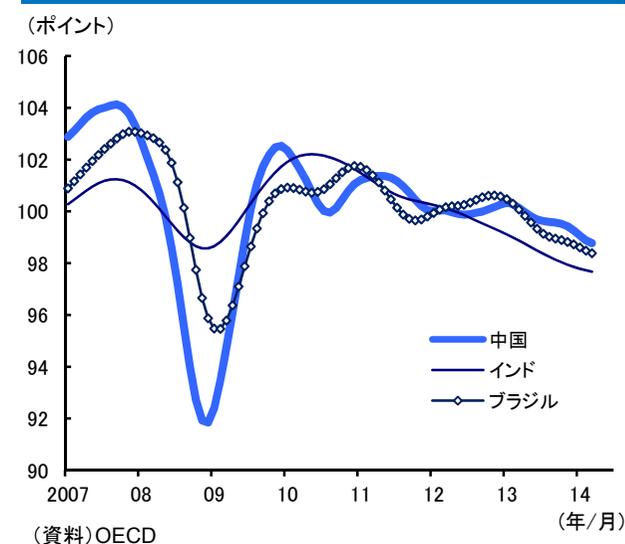
PMI 製造業新規受注指数



政策金利



OECD景気先行指数

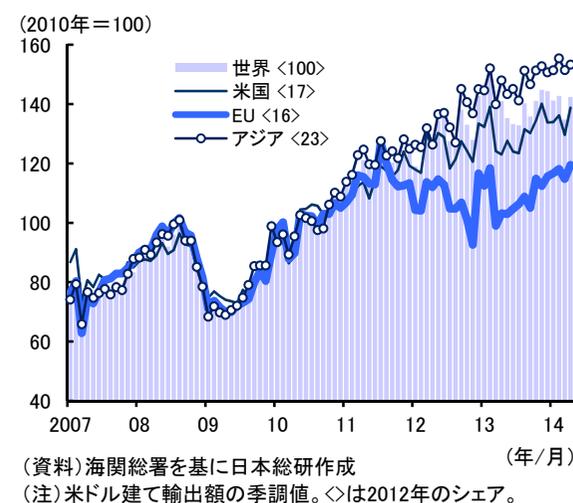


中国：景気は減速

GDP 実質成長率は小幅に低下
消費の成長寄与度が上昇



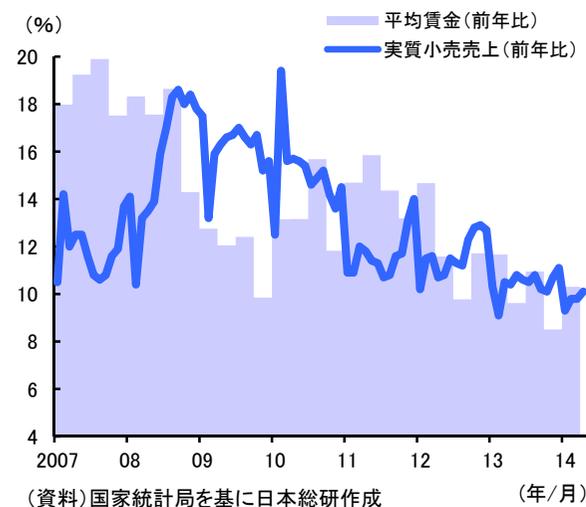
輸出 米国向けは一進一退
EU向けは持ち直し



企業 工業生産は弱含み
固定資産投資の増勢は鈍化



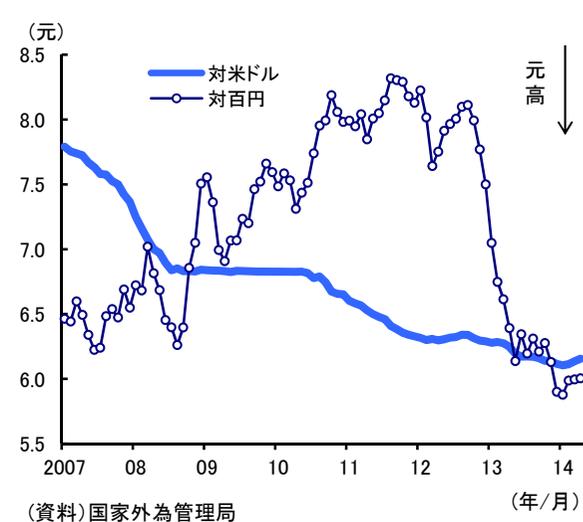
家計 賃金は年率10%程度の伸びを維持
2014年入り後、小売売上の増勢が鈍化



物価 インフレ率は低水準
政策金利は横ばい



為替 2月以降、人民元の対米ドルレートが下落
対円レートの上昇に歯止め



中国：構造調整が進むなか景気冷え込みが深刻な地域も

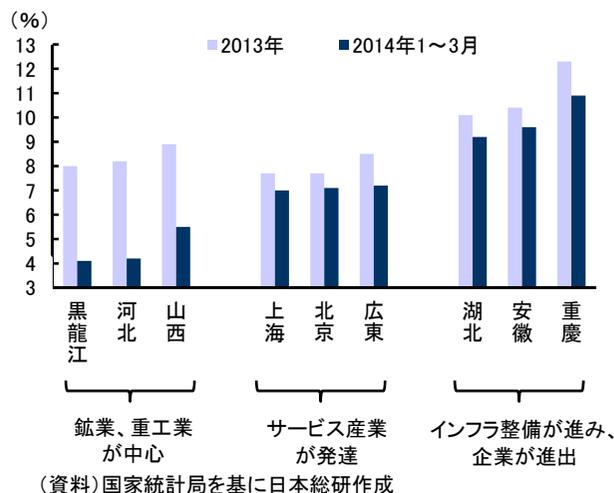
過剰投資・過剰債務の是正に向け、シャドーバンキングへの規制や老朽設備廃棄命令など抑制的な政策スタンスが続くなか、主要鉄鋼生産地である河北省の1～3月期の実質成長率は前年比4.2%と2013年通年の8.2%から急落。重工業が中心の黒龍江省や石炭生産地の山西省の景気も急減速。

この結果、デフレ圧力が強まり、今後、地域経済が縮小スパイラルに陥る可能性も。河北省ではPPI（工業生産者出荷価格）が同▲4.3%と2013年通年の▲3.4%から一段と下落。CPI上昇率も同1.6%と3.0%から低下。

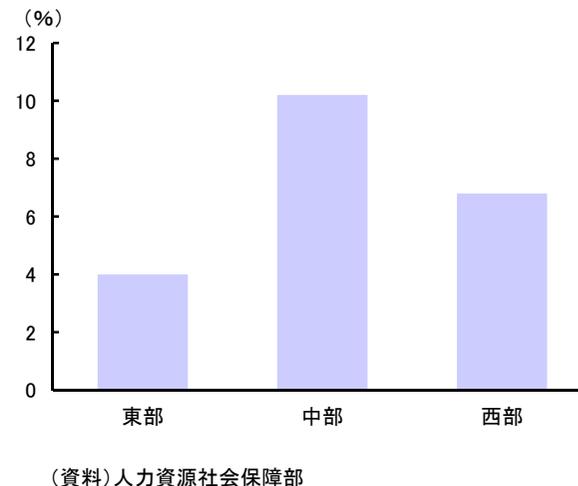
当面、失業者の増加に留意が必要。河北省、黒龍江省、山西省の人口はそれぞれ、7,288万人、3,834万人、3,611万人と合計1億4,733万人に達し、この3省で失業率が大幅に上昇すれば、マクロでみた雇用情勢が悪化する可能性も。

加えて、住宅価格が大きく下落する恐れも。河北省の住宅価格はリーマン・ショック後に1割下落。1～3月期の同省における成長率低下は、リーマン・ショック時より顕著である点を勘案すると、今後、住宅価格が1割以上下落するリスク。

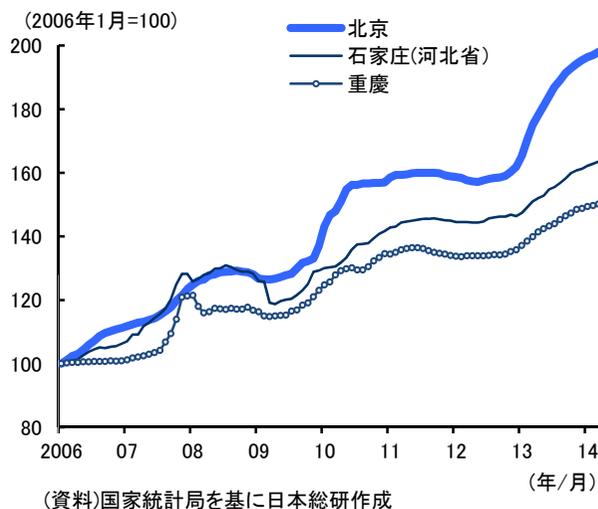
実質GRP成長率(前年比)



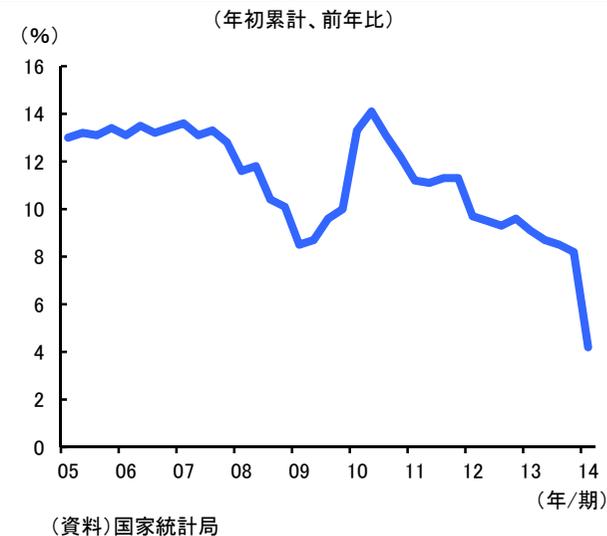
求人数(2014年1～3月期の前年比)



新築分譲住宅の販売価格



河北省の実質GRP成長率



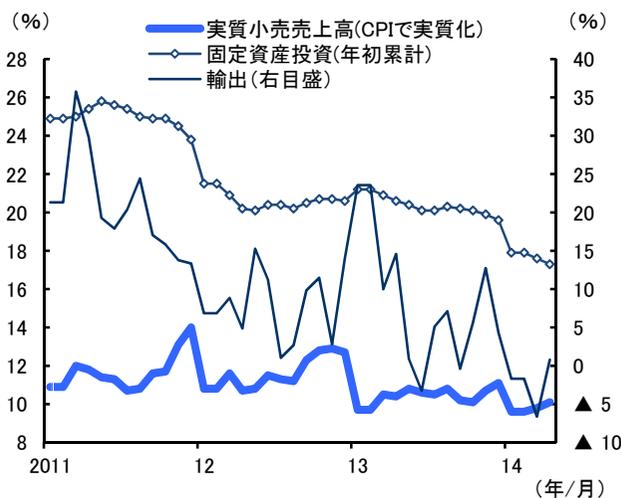
中国：年後半には景気減速に歯止め

当局の投資抑制策により固定資産投資の増勢が鈍化。昨年の住宅価格抑制策を受けて、住宅需要は全国規模で縮小し、一部の都市では住宅価格が下落。米国の寒波やこれまでの元高を背景に、輸出も伸び悩み。

こうしたなか、80項目の政府許認可の簡素化など、構造調整と景気でこれを両立させる施策が具体化。加えて、住宅価格抑制策に緩和の動き。

今後、政策効果が徐々に顕在化する見通し。昨年5月には、電力・ガス・水道等プロジェクトの承認手続きの簡素化を受けて、その後該当分野の投資が拡大。今回80項目に含まれる交通インフラ、情報通信インフラ、発電などの分野も、資金面等で優遇され、設備投資が拡大する見通し。また、不動産市場は政策動向に敏感である点を踏まえると、住宅販売や住宅投資の減少にも早晚歯止めがかかる見込み。このほか、2月以降に元安が進行した点や世界経済が持ち直すとみられる点を勘案すると、今後、輸出は持ち直す公算。これらを踏まえ、年後半には景気減速に歯止めがかかると予想。

主要月次統計(前年比)



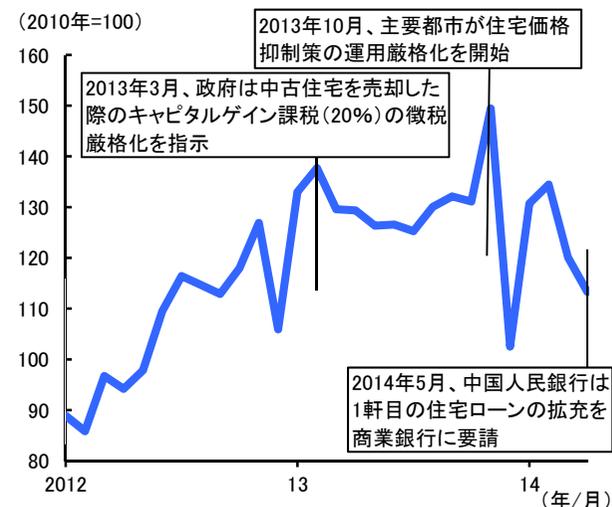
(資料)海関総署、国家統計局を基に日本総研作成

直近の主要経済政策

- ・4月2日、李克強首相は國務院常務會議を開催し、①小型・零細企業に対する企業所得稅優遇政策の範圍を拡大、②バラック地区改造や関連する都市インフラ工事の資金調達のための債券發行を國家開發銀行に許可、③2014年に新規整備する鉄道總延長を前年から1,000km増の6,600kmに計画し、鉄道發展基金などの設立により資金調達することを決定
- ・4月9日、發展改革委員會は民間病院の醫療サービスに対する價格統制の緩和を發表
- ・4月9日、中國鐵道總公司是2014年に新規整備する鉄道總延長を当初計画の6,600kmから7,000kmに変更
- ・4月22日、中國人民銀行は県クラスの農村商業銀行と農村合作銀行の預金準備率をそれぞれ2.0%、0.5%ポイント引き下げると發表。25日から実施。
- ・4月23日、國務院常務會議は80項目の政府許認可の簡素化を決定。交通インフラ、情報通信インフラ、発電、ガスパイプ、石油化学等分野を対象に、民間資本の参入を促進。
- ・5月9日、工業・情報化部は通信料金の自由化を決定。10日から実施。
- ・5月21日、國務院常務會議は水利インフラの加速、及び、新興産業投資の呼び水となる基金の設立を決定。
- ・5月21日、財政部は10の試験区に地方債の發行を許可。上海市、浙江省、広東省、深セン市、江蘇省、山東省、北京市、江西省、寧夏回族自治区、青島市が対象。國務院が發行額の上限を制定。他の地域については、財政部が代理發行。

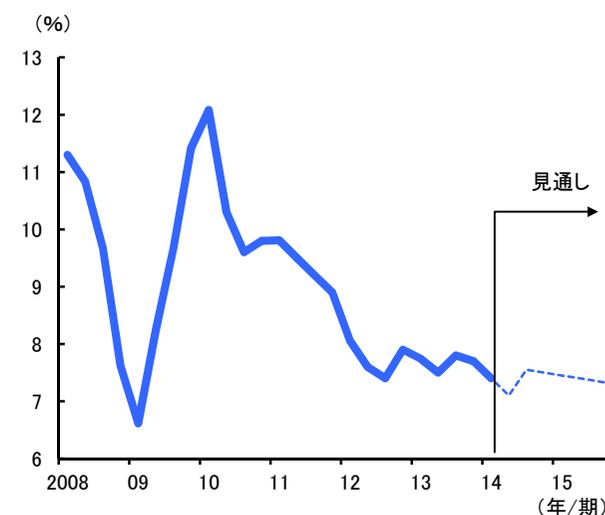
(資料)中國政府各機關、各種報道を基に日本総研作成

住宅政策と住宅販売床面積



(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

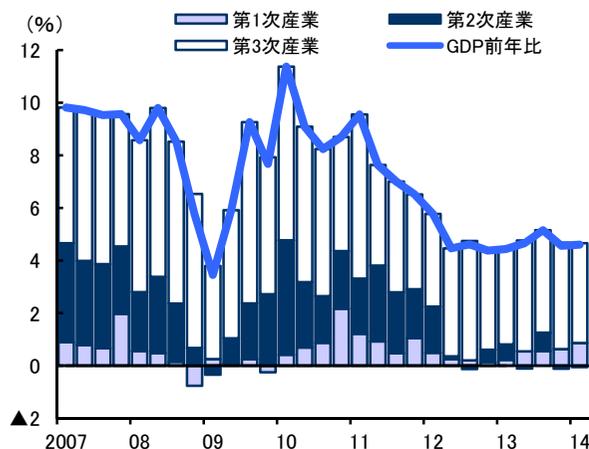
実質GDP成長率(前年比)



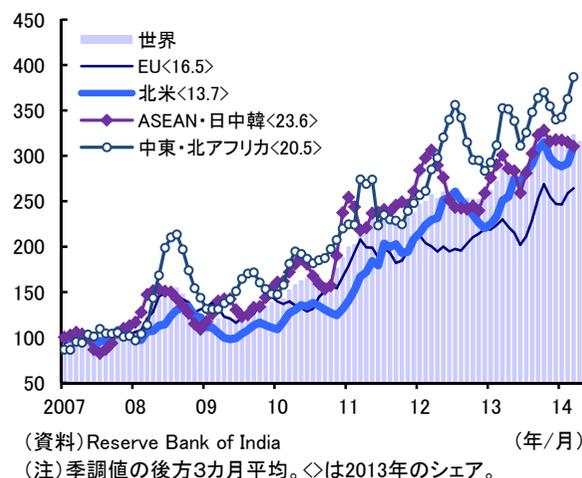
(資料)国家統計局を基に日本総研作成

インド：景気低迷が長期化

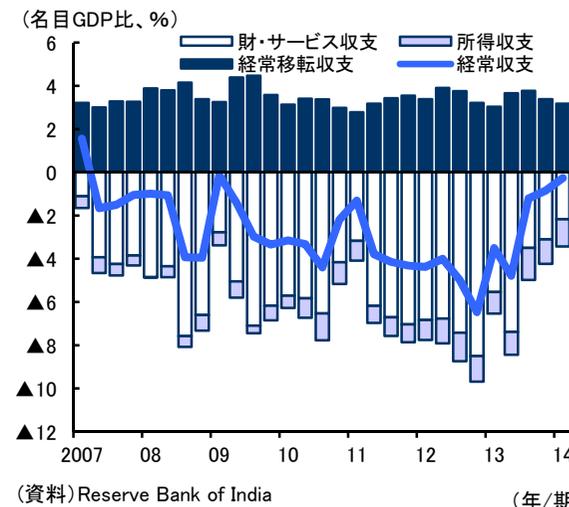
GDP 2014年1～3月期の成長率は前年同期比+4.6%と前期から横ばい



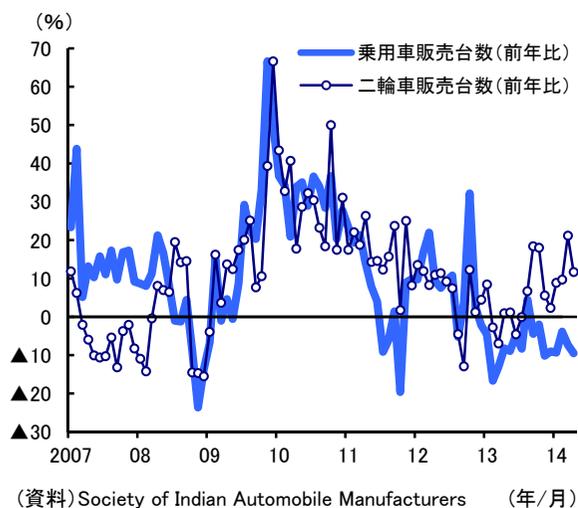
輸出 2013年秋口以降はルピー高傾向に反転しているものの、輸出は引き続き増加傾向 (2007年=100)



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



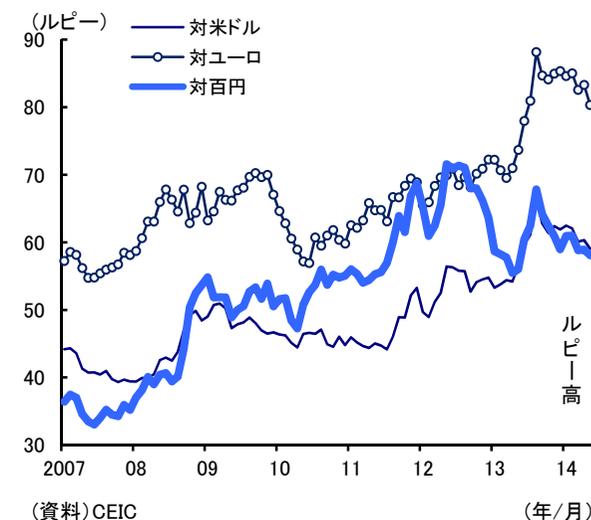
家計 金利の高止まりを背景に乗用車は低迷 価格帯の低い二輪車は持ち直し



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



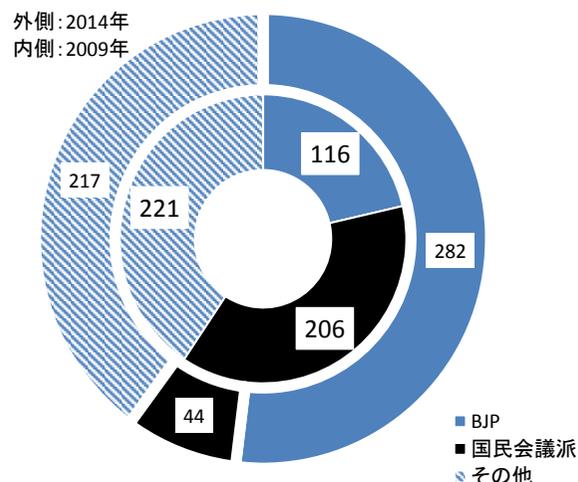
インド：モディ新政権が発足

4～5月に行われた下院総選挙の結果、10年ぶりに政権交代が実現。BJP（インド人民党）が単独過半数の議席を獲得し、積極的な外資誘致を通じてグジャラート州に高成長をもたらしたモディ氏が首相に就任。

経済自由化を掲げるBJPが単独過半数を獲得したことから、電力改革、税制改革、汚職対策、外資規制の緩和などを含む各種改革が進展し、インドのビジネス環境が大きく改善するとの期待が上昇。新政権に対する強い期待を背景に、5月以降は株高・ルピー高が進行。

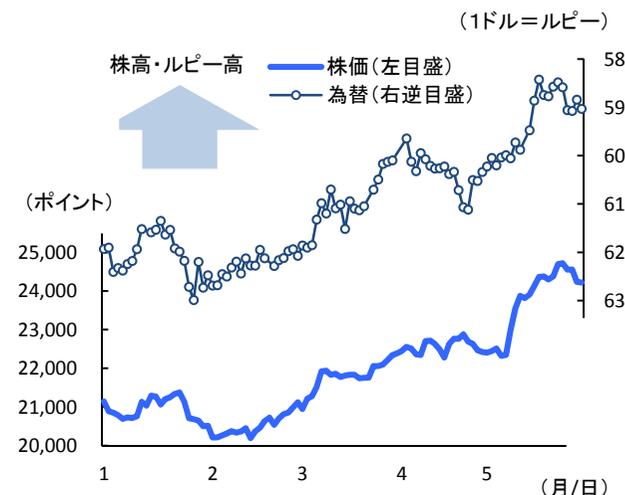
もともと、①上院では単独過半数の議席を有していないこと、②州政府が多くの特権を有していること、などを背景に経済改革に向けた協議が難航する可能性もあり、改革の効果が表れるまでには一定の時間がかかる見込み。また、財政赤字縮小に向けて、当面引き締め気味の財政政策を余儀なくされることを踏まえると、政権交代による早期の景気回復は期待できず。

下院総選挙の結果



(資料) Election Commission of India
(注) 下院総選挙では大統領指名枠を除く543議席を選出。

年初来の株価・為替



(資料) Reserve Bank of India, Bombay Stock Exchange

BJPのマニフェスト

インフラ分野	
貨物鉄道・高速道路の整備、産業大動脈計画の推進	
風力、原子力を含むエネルギーインフラ整備の推進	
PPP(Public Private Partnership)の活用	
対内直接投資	
マルチブランドの小売を除き、雇用創出や技術レベルの向上につながる対内直接投資を歓迎	
防衛産業への外資参入の許可	
行政効率化	
電子政府計画の進展	
税制の簡素化、GST(Goods and Services Tax)の導入	
汚職摘発	
その他	
財政規律の向上	
銀行部門の不良債権問題への取り組み	

(資料) BJP Election Manifesto 2014

州政府の特権

中央・州の共同行政事項	州に属する権限
森林管理	州内の自治体管理
経済・社会計画	公衆衛生
人口管理と家族計画	障害者・失業者の救済
社会保障と社会保険	交通整備
教育	農業振興
難民救済と社会復帰	家畜管理
主要港湾以外の港湾管理	飲用水の確保
海運、内陸水路の管理	土地保全
国内取引、生産、分配	漁業管理
工場管理	鉱山、鉱物開発の規制
ボイラー管理	ガス工場の管理
電力管理	州内の取引、生産、分配
	協同組合の管理

(資料) 自治体国際化協会「インドの地方自治」を基に日本総研作成
(原典はインド憲法第246条第7附則)

インド：年後半から徐々に景気は持ち直し

インドでは、インフレ圧力を背景とした引き締め気味の金融政策と、財政健全化に向けた引き締め気味の財政政策により、当面は景気低迷が続く見込み。

インフレ圧力が一巡する2014年後半からは金融緩和が再開されるため、景気は徐々に持ち直しに向かう見込み。もっとも、低所得者に悪影響を及ぼすインフレ動向を睨みながらの段階的な利下げになるとみられ、景気浮揚効果も限定される見込み。

成長力強化に向けた、電力改革、外資規制の緩和などを含む経済改革は、BJPが単独過半数を取得したことから、中央政府レベルでは進展すると見込まれるものの、大きな権限を有する州政府との協議が難航する可能性もあり、効果が表れるまでには一定の時間がかかる見込み。

景気下振れリスクは、引き続き地政学的な要因を受けた輸入原油価格の急上昇。これにより、通貨安と経常赤字拡大の悪循環が再燃する恐れ。また、今年は5年ぶりのエルニーニョ現象が発生すると予想されており、農作物の生産不作による、食料品を中心としたインフレ加速も懸念材料。その場合、景気浮揚に向けた利下げ時期が後倒しされる可能性も。

実質GDP成長率(前年比)

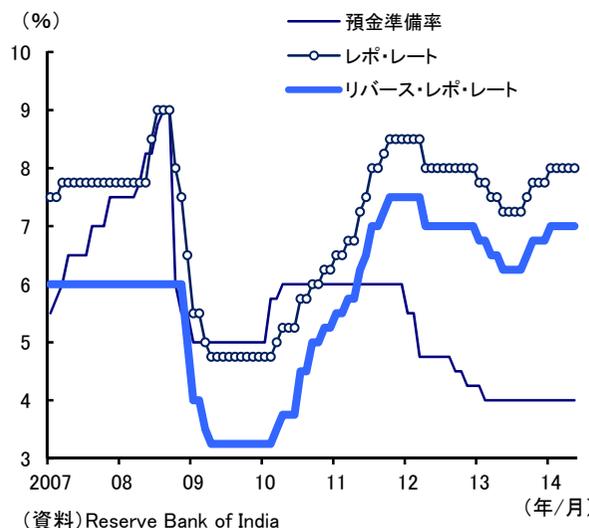


景気指標の市場コンセンサス(予測中央値)

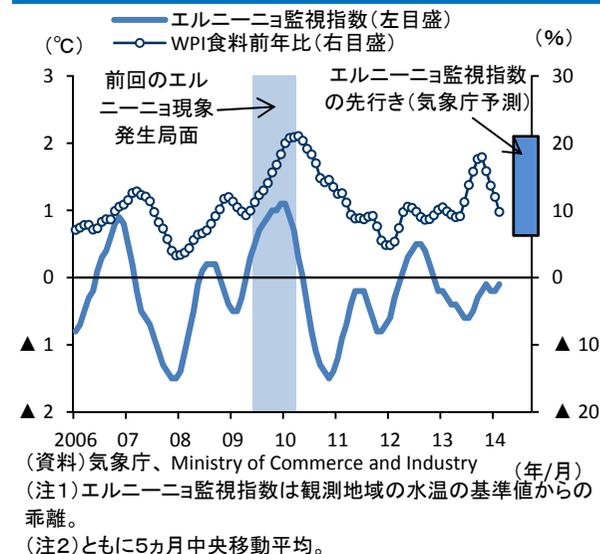
	実績	見通し	
	2012年度	2013年度	2014年度
実質GDP前年比	5.0	4.7	5.5
第1次産業	1.9	4.0	3.0
第2次産業	1.2	0.6	3.5
第3次産業	6.8	6.5	6.9
経常収支(名目GDP比)	▲4.8	▲2.0	▲2.4
中央政府財政収支(名目GDP比)	▲4.9	▲4.6	▲4.3
ボンベイ株価指数(期末)	18,836	22,386	23,365
対ドル為替レート(期末)	54.4	60.1	59.8
レポ金利(期末)	7.50	8.00	7.75
10年物国債金利(期末)	8.00	8.80	8.30

(資料) Reserve Bank of India
(注) 会計年度は4月～翌年3月。2014年4～6月期調査。

政策金利



エルニーニョ監視指数と卸売物価(食料)



ブラジル：1～3月期は投資・輸出の減少により、成長ペース鈍化

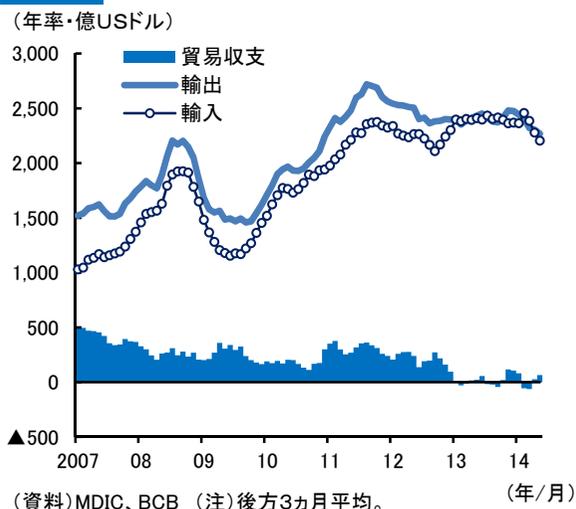
GDP

1～3月期は、成長ペース鈍化
投資と純輸出の下振れが主因



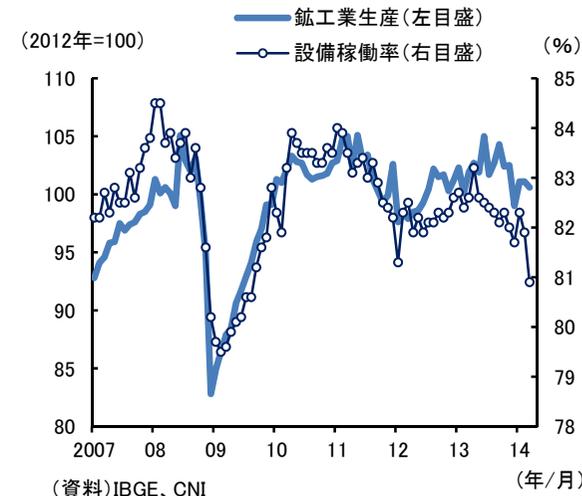
輸出

輸出は新興国の景気減速を主因に弱含み
貿易収支は僅かながら黒字確保



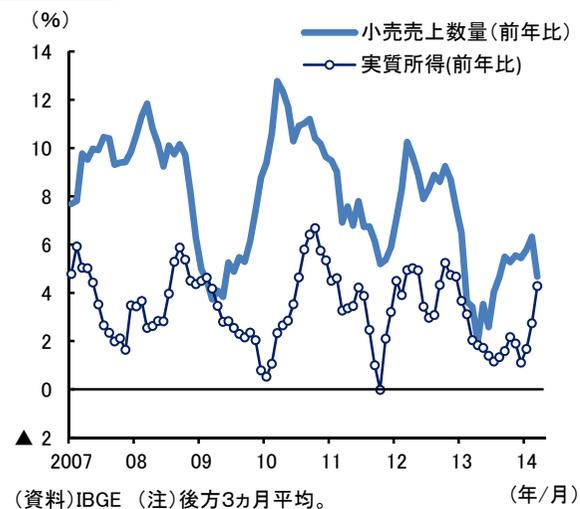
企業

鉱工業生産は弱い動きが持続
稼働率は2009年8月以来の水準まで低下



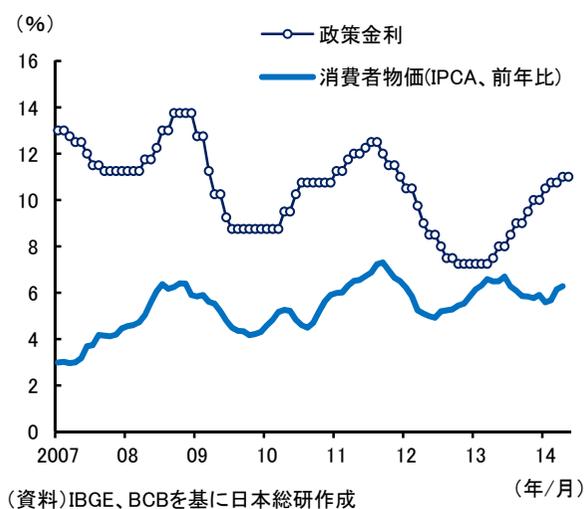
家計

実質所得は最低賃金引き上げを受け増勢加速
一方で、小売売上高は減速



物価

インフレ率は再び上昇
政策金利は連続利上げを見送り



為替

景気の先行き不透明感が残るものの、
レアル安に一服感



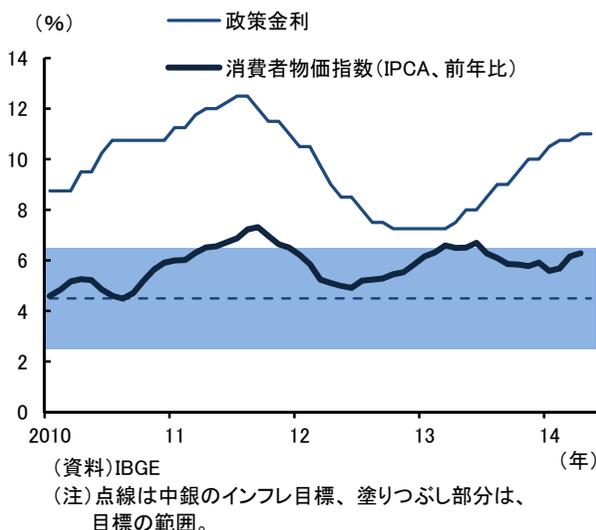
ブラジル：インフレ率の高止まりが続く公算大

ブラジル中銀は5月の会合で、政策金利を11.00%に据え置き、昨年4月から9会合連続で続けてきた利上げを見送り。

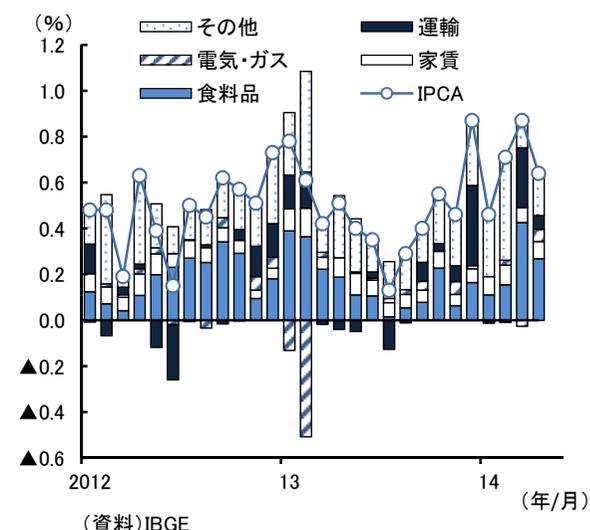
もっとも、利上げ長期化の要因となったインフレ率（IPCA）は依然高止まり。インフレ率は、金融引き締め効果もあり、2014年初めにかけてやや落ち着く兆しがみられたものの、4月には前年比+6.28%と中銀のインフレ目標の上限である6.50%に迫る水準まで再び上昇。主因は、2年ぶりの干ばつによる食料品価格や電力料金の上昇（ブラジルは発電の約8割を水力発電に依存）。前回2012年の干ばつの際には、畜産や穀物を中心に9ヵ月程度にわたり、インフレ率が押し上げられており、干ばつが長期化すれば、インフレ率が上振れするリスク。干ばつの影響が一巡しても、構造的な要因として、最低賃金の引き上げやインフラ不足などの供給制約による物価押し上げ圧力が持続し、サービス価格を中心にインフレ率の高止まりが続く公算大。

もっとも、金融政策については、①昨年春以降の利上げにより他の新興国と比べて、すでに相対的に高い実質金利水準となっていること、②10月に大統領選挙を控え、政府は景気の低迷長期化を招きかねない追加利上げを牽制していること等から、当面は様子見姿勢を続ける見込み。

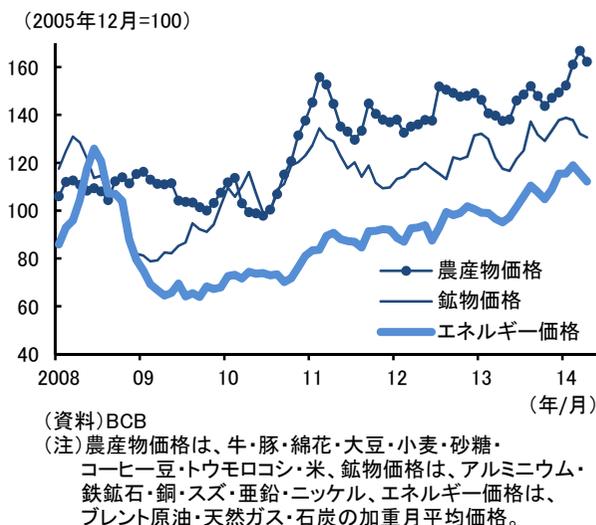
消費者物価指数と政策金利



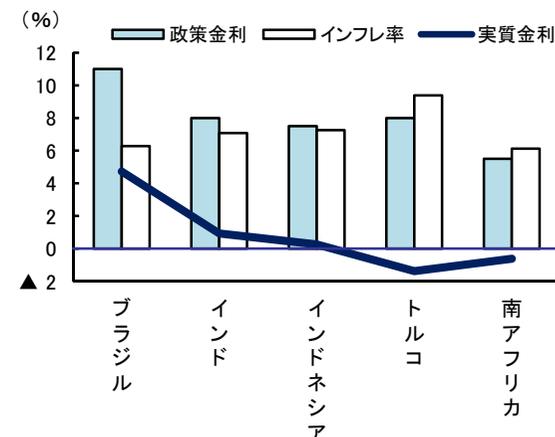
消費者物価指数 (IPCA、前月比)



物価指数



フラジャイル5の実質金利



ブラジル：内外需ともに増勢加速は期待薄。低成長が続く見込み

2014年1～3月期の実質成長率は、前期比年率+0.7%と、減速。個人消費、設備投資や輸出が減少したものの、在庫投資が押し上げ。もっとも、アルゼンチン向け輸出の減少による自動車在庫の積み上がりが主因であり、今後、在庫調整による景気下振れに警戒。

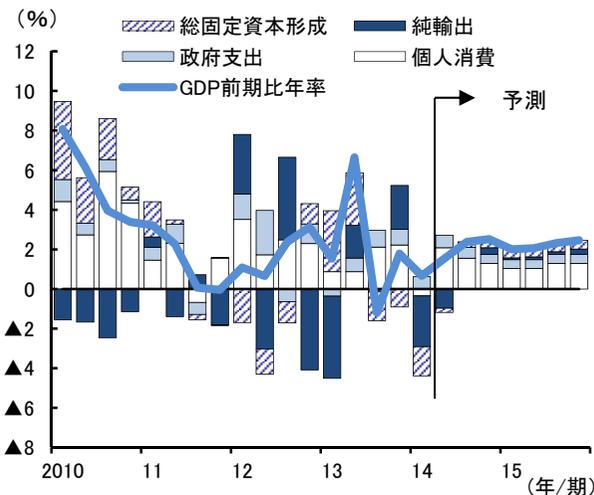
先行きを展望すると、内需のうち、個人消費は、今後、失業率の低下や実質所得の増加など雇用・所得環境の改善による下支えが期待されるものの、インフレ率の高止まりを背景に、消費者マインドの悪化が続くなか、個人消費は伸び悩みが続く公算。

また、企業セクターでは、①昨年の減税策の効果一巡などによる生産の伸び悩みを受けた設備稼働率の低迷、②干ばつによる電力不足や実質金利の高止まり、③それに伴う企業マインドの低迷等を背景に、設備投資の増勢加速は期待薄。

一方、外需についても、先行き、米国をはじめとした先進国経済の回復による輸出持ち直しが期待されるものの、①自動車輸出の約8割を占めるアルゼンチン景気の低迷持続、②中国の景気減速等が下押しに作用し、輸出増加による成長率押し上げは限定的となる見込み。

以上から、2014年は、内需・外需ともに押し上げ材料に欠き、引き続き低成長が続く見込み。

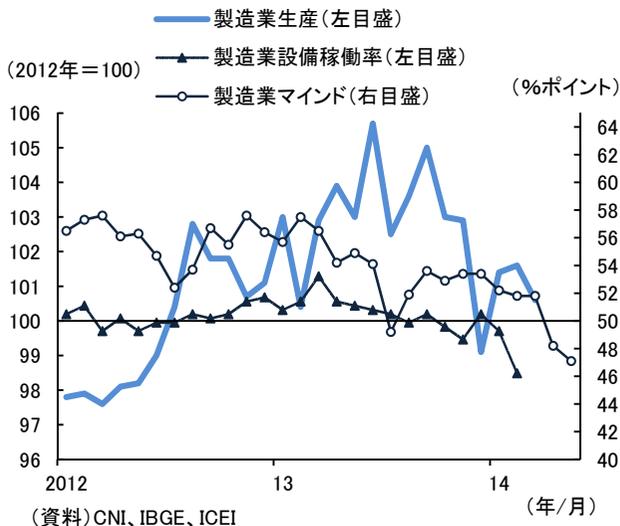
実質GDP成長率の見通し(前期比年率)



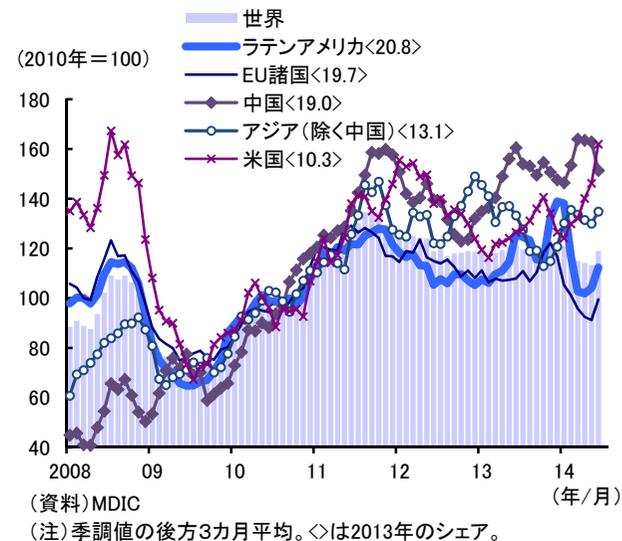
消費者マインドと小売売上高



製造業生産と企業マインド



地域別実質輸出

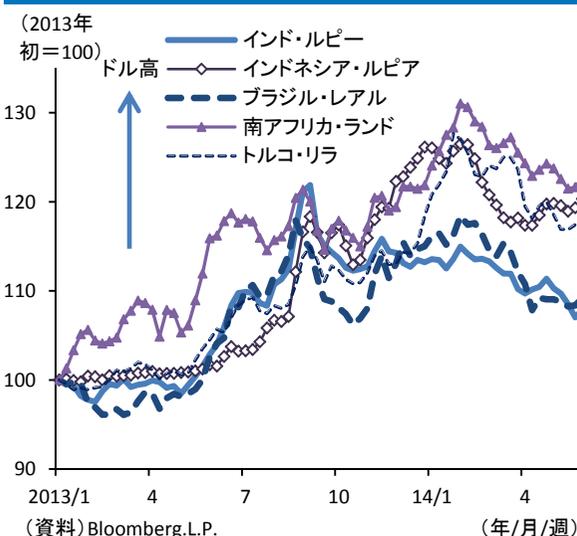


フラジャイル5の為替動向：通貨安に振れやすい構図は変わらず

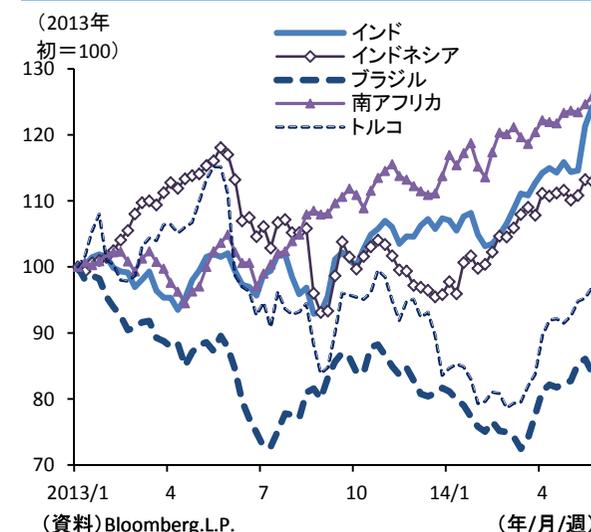
2013年5月以降、米QE3（量的緩和策第3弾）の早期終了・縮小観測が高まるなか、経常収支赤字や高インフレ体質を抱えるインド、インドネシア、ブラジル、南アフリカ、トルコでは対ドルで大幅な自国通貨安が進行。ブラジル、トルコでは株価も大幅下落。

2014年入り以降は、各国の政策金利の引き上げなどを背景に自国通貨高傾向に反転しているものの、①米国景気の緩やかな回復を背景としたFRBの資産買い入れの縮小が今後も続くこと、②インドを除けば高インフレ体質・経常収支赤字といった構図に大きな変化は見られないこと、などを踏まえれば、対ドルでの自国通貨高進行余地は限られる見込み。

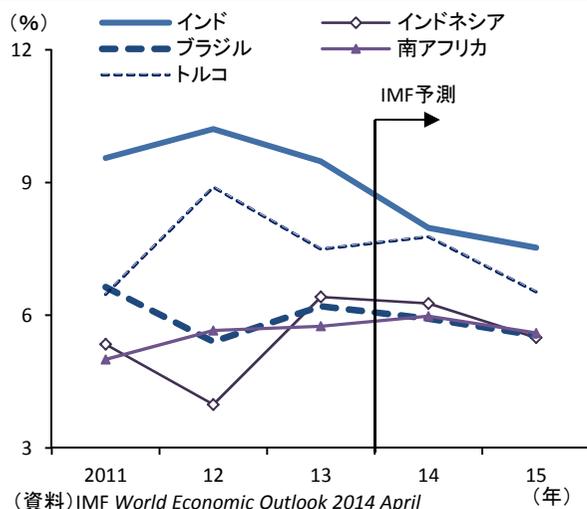
各国通貨の対ドルレート



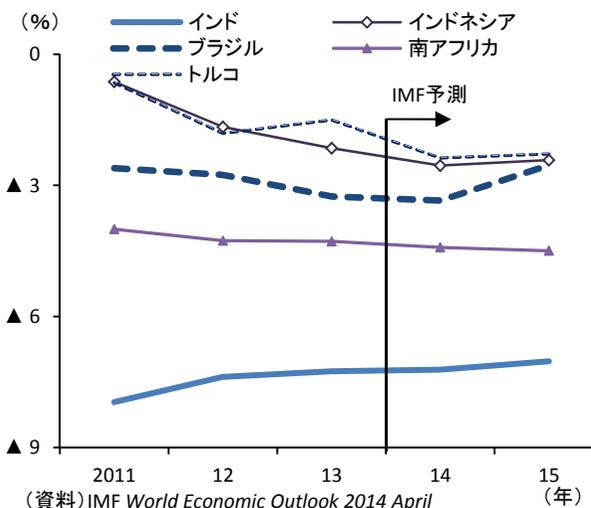
株価



消費者物価前年比



一般政府財政収支対名目GDP比率



経常収支対名目GDP比率

