
新興国経済展望

2014年3月7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

(忝村 秀樹 / 03-6833-0929 / matsumura.hideki@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

(井上 肇 / 03-6833-0920 / inoue.hajime@jri.co.jp)

トピックス：拡大する消費需要 p.11

(忝村 秀樹 / 03-6833-0929 / matsumura.hideki@jri.co.jp)

概観：再び景気減速の兆し

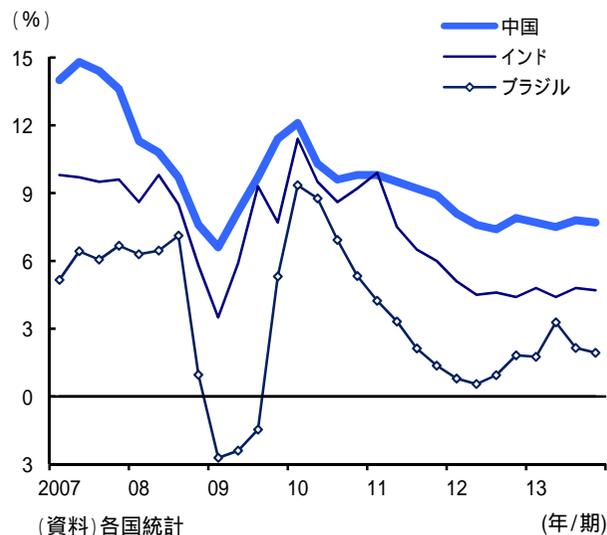
各国とも、景気回復ペースが鈍化。10～12月期の前年比成長率は、7～9月期に比べて0.1～0.2%ポイント低下。政策効果が薄れつつあるなか、内需・外需ともに牽引力が高まらないことが背景。

製造業の新規受注も弱含み。中国では、好不調の分かれ目となる50を割り込む水準に低下。国外からの受注が下振れている模様。ブラジルでも、再び50近くにまで低下。

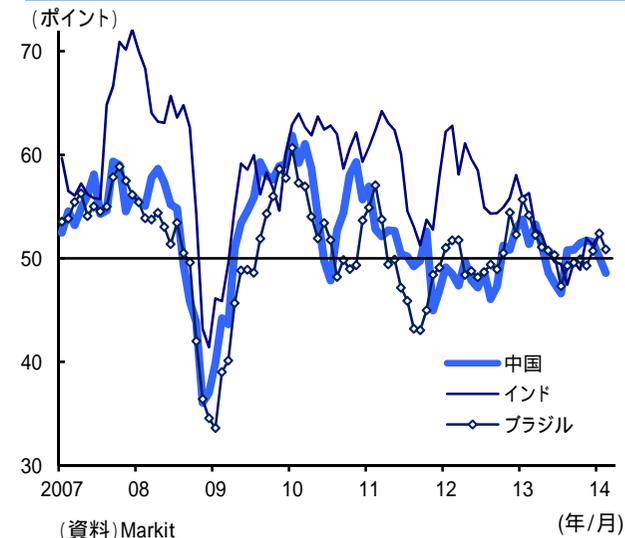
景気低迷が長引いているにもかかわらず、物価上昇などに対する懸念が払拭できないため、各国とも金融は引き締め気味で、金融政策面からの景気刺激には期待薄な状況。とりわけ、インフレ圧力が高まっているブラジル・インドでは、利上げ姿勢を強めており、財政面からの景気刺激効果も薄れるなか、今後の景気下振れが懸念。

OECD景気先行指数も、当面、景気の低迷持続を示唆。中国・ブラジルでは一段の悪化は回避される見込みながら、インドではリーマン・ショック後を下回る水準まで悪化し、落ち込みに歯止めがかからない状況。

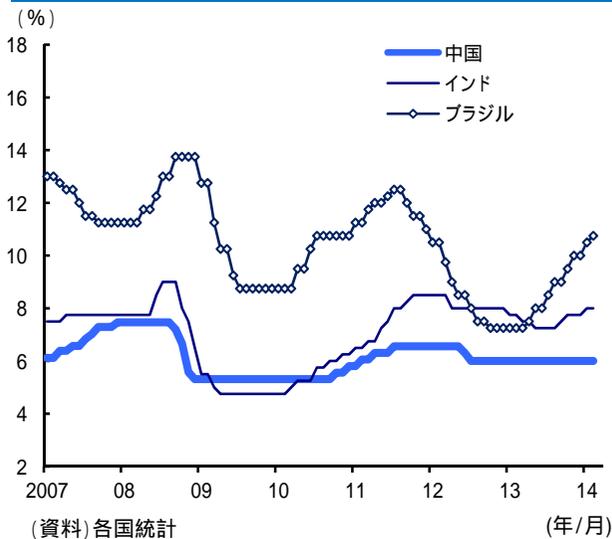
実質GDP成長率(前年比)



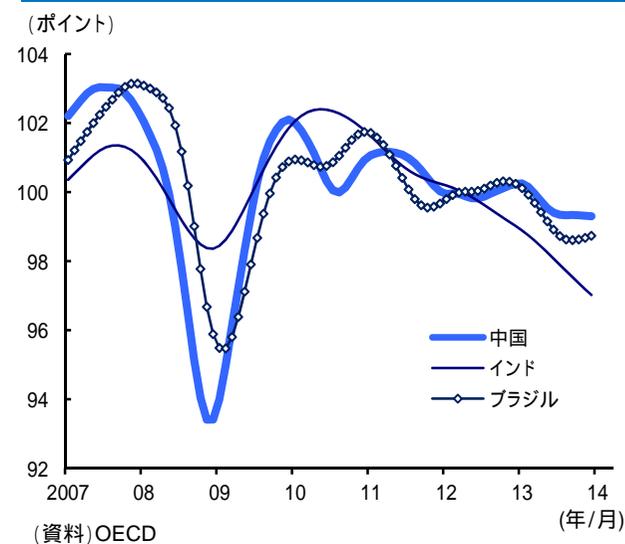
PMI 製造業新規受注指数



政策金利

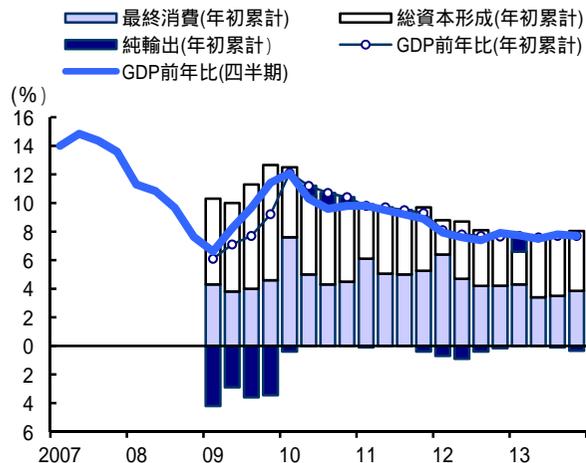


OECD景気先行指数



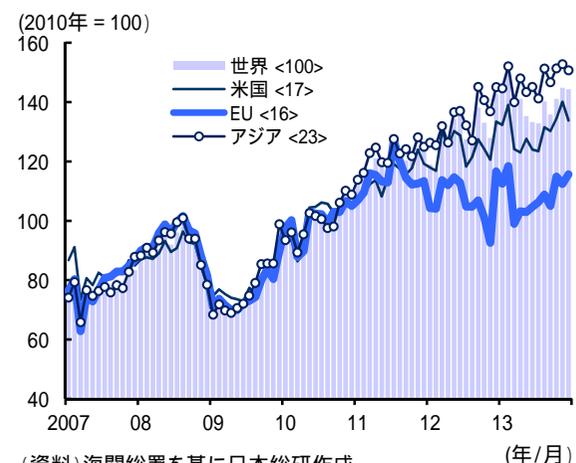
中国：景気は弱含み

GDP 実質成長率はおおむね横ばい
足許では、消費の成長寄与度が上昇



(資料)CEIC、国家統計局 (年/期)

輸出 輸出に持ち直しの兆し
とりわけ、アジア向けが好調



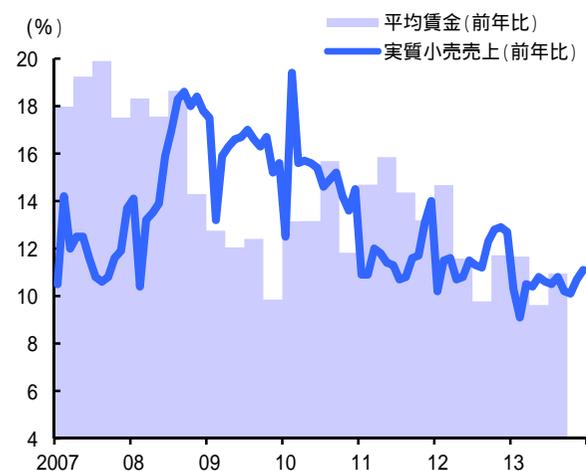
(資料)海関総署を基に日本総研作成 (注)米ドル建て輸出額の季調値。<>は2012年のシェア。(年/月)

企業 工業生産は弱含み
固定資産投資の増勢は鈍化



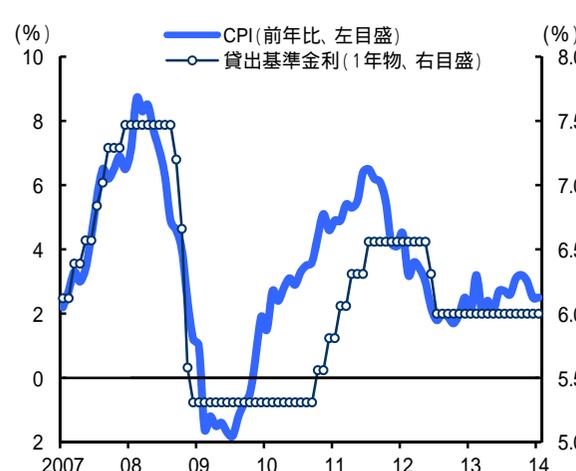
(資料)国家統計局 (年/月)

家計 賃金の増勢鈍化に歯止め
小売上の増勢に持ち直しの兆し



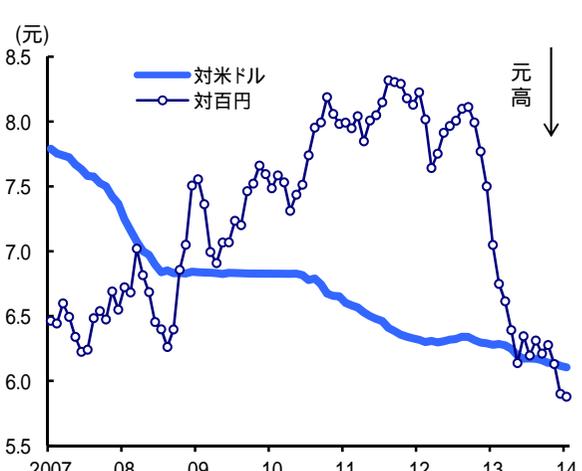
(資料)国家統計局を基に日本総研作成 (年/月)

物価 インフレ率は天候改善により低下
政策金利は横ばい



(資料)国家統計局、中国人民銀行 (年/月)

為替 人民元の対米ドルレートは緩やかに上昇
対円レートは急上昇



(資料)国家外為管理局 (年/月)

中国：デフォルトリスクに直面する理財商品

足許で理財商品がデフォルトリスクに直面。理財商品の融資先企業が資金難に陥り、投資家が約定の期日に元利金を得られないケースが複数発生。

理財商品のデフォルト問題への対応において、三つのシナリオを想定可能。まず、投資家が損失を負担するケースでは、急進的なリスク回避行動が発生する恐れ。シャドーバンキングが急速に縮小すれば、中小企業や中小金融機関、地方融資平台、不動産開発業者などの資金繰り難が深刻化し、金融危機など大きな問題に繋がる可能性も。次に、組成と販売に関わった金融機関が損失負担するケースでは、預金保険制度や銀行の破綻処理制度が未整備のなか、銀行の経営不安により預金流出し、金融システム危機が発生するリスク。そうした危機の回避のためにも、第3のケースとして、政府は投資家と金融機関を保護するスタンスをとらざるを得ない状況。

当面、政府が損失を負担したうえで、シャドーバンキングの膨張を抑制しつつ、預金金利の自由化に向けた預金保険制度の創設などの金融改革に注力するというシナリオが現実的。

理財商品のデフォルト問題への対応(3つのシナリオ)

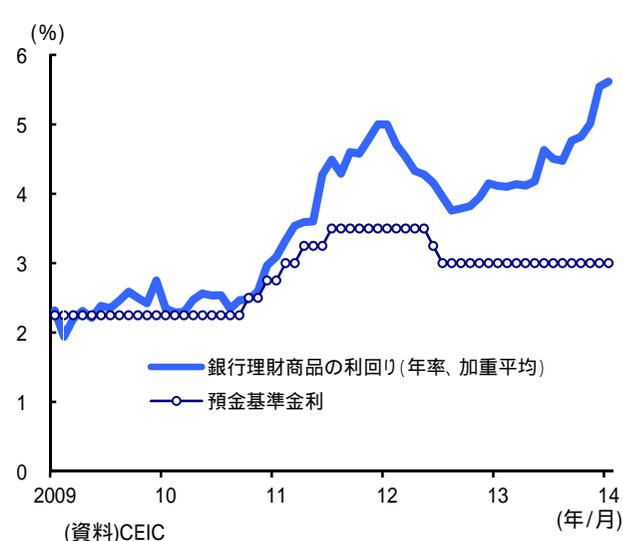
	投資家が損失負担	金融機関が損失負担	政府が損失負担
予想される影響	・投資家が急激なリスク回避行動 ・中小企業、地方政府、不動産開発業者などの資金難が深刻化	・預金流出する可能性、金融システム不安の恐れ	・政府財政の悪化 ・シャドーバンキングが一段と膨張するリスク
問題点	・金融機関がリスクを投資家に十分に説明せず ・理財商品に期限ギャップ(例、投資家から調達した期限3カ月の資金を償還期限7年の開発事業に投資) ・「資金プール理財商品」はリスクを分別管理せず	・預金保険制度、銀行の破綻処理制度が未整備	・投資家や金融機関のモラルハザード
対応策	・理財商品の単純化(理財商品と特定の資産を一对一の配合関係に分別管理)、過度な期限ギャップの制限	・預金保険制度の創設、銀行の破綻処理制度の整備	・理財商品のデータベース登録の義務付け ・金融監督体制の一元化
評価	時期尚早	時期尚早	現実的

(資料)日本総研作成

信託業の管理資産規模



理財商品の利回りと預金金利



中国：実質成長率は緩やかに低下する見通し

足許では、当局の投資抑制策により固定資産投資の増勢が鈍化。住宅価格抑制策により住宅販売も大幅に減少。今後、政府は投資抑制スタンスを維持すると見込まれるため、成長率は低下の方向。

もっとも、以下3点を勘案すると、低下ペースは緩やかと判断。

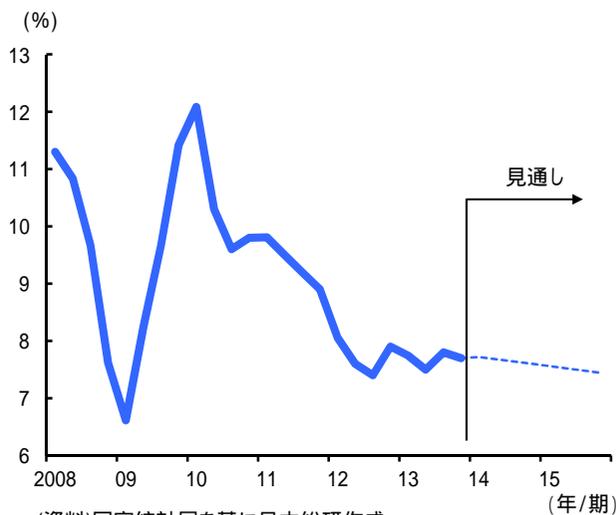
機動的な政策調整。当面、政府は景気の過度な下振れ回避に向け、機動的に政策を微調整する見通し。懸念されている理財商品のデフォルトは、金融危機など大きな問題に繋がるため、当局は回避の方向。

2月のG20では、周・中国人民銀行総裁が7～8%成長が適切と発言するなど、当局は現状程度の成長ペースを維持する方針。中銀が銀行間市場への資金供給を拡大した結果、1月の新規銀行融資は1.3兆元の高水準。市場金利も2月末にかけて低下。

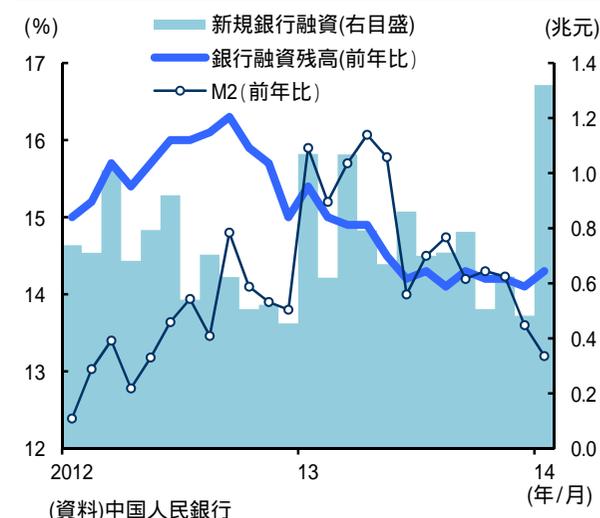
消費の安定的な拡大。所得が底入れし、求人倍率が1倍以上を維持するなか、消費者マインドは高水準。

輸出の持ち直し。世界経済が緩やかに回復すると見込まれるため、輸出の牽引力が高まる見込み。

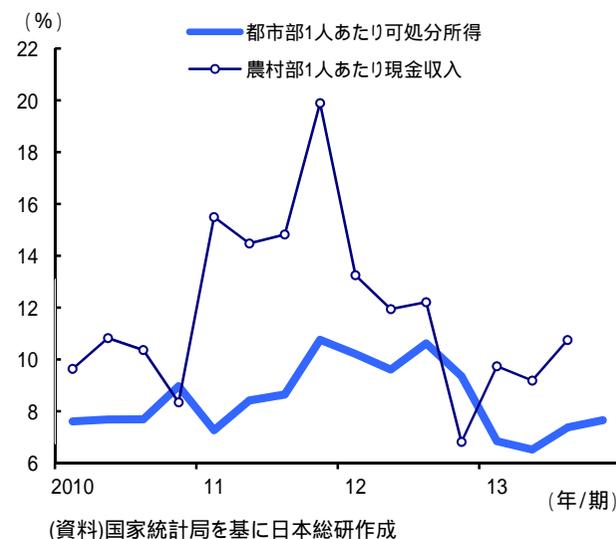
実質GDP成長率(前年比)



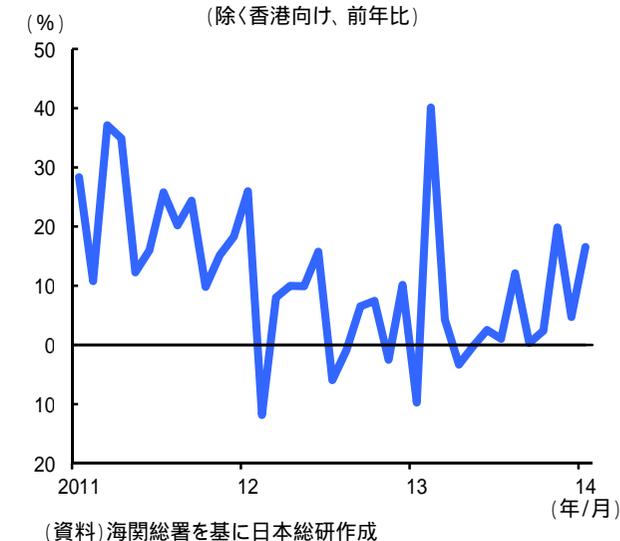
銀行融資とM2



実質所得



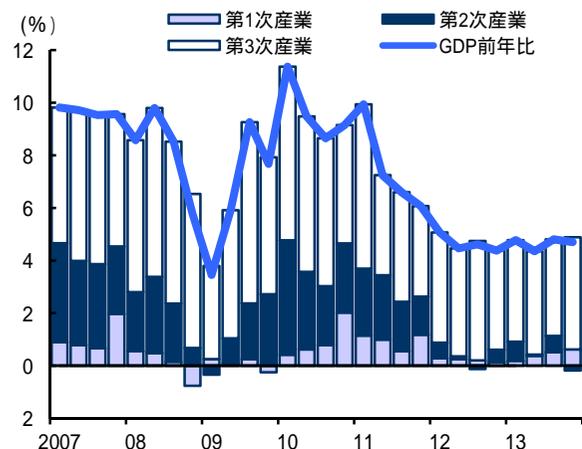
1営業日あたりの輸出額



インド：景気低迷が長期化

GDP

2013年10～12月期の成長率は前年同期比+4.7%と7四半期連続の4%台



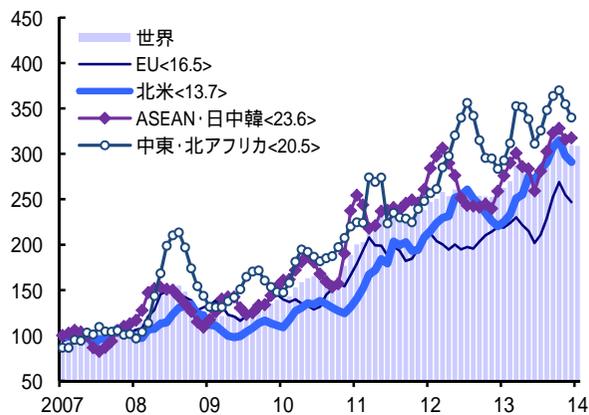
(資料) MOSPI

(年/期)

輸出

ルピー安や米国景気の回復を受けた輸出の増加傾向が持続

(2007年 = 100)



(資料) Reserve Bank of India

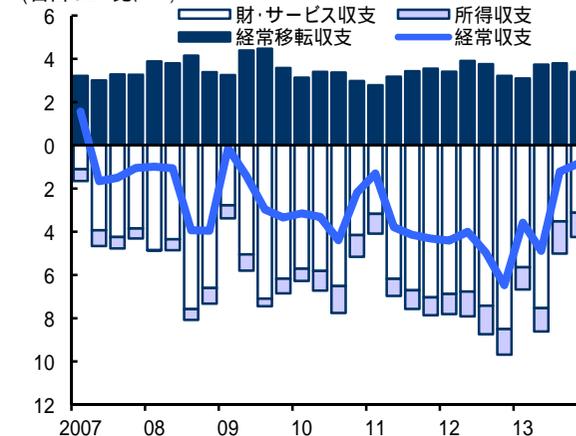
(年/月)

(注) 季調値の後方3ヵ月平均。<>は2013年のシェア。

BOP

ルピー安による輸出増加と内需低迷による輸入低迷を受けて経常赤字幅は縮小

(名目GDP比、%)

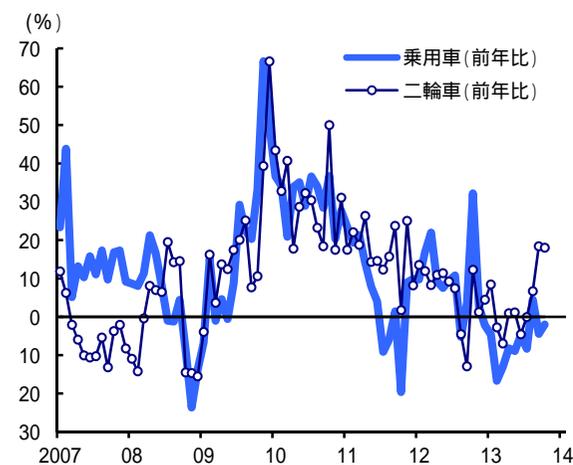


(資料) Reserve Bank of India

(年/期)

家計

燃料価格上昇や高金利を背景とした自動車販売の低迷が長期化

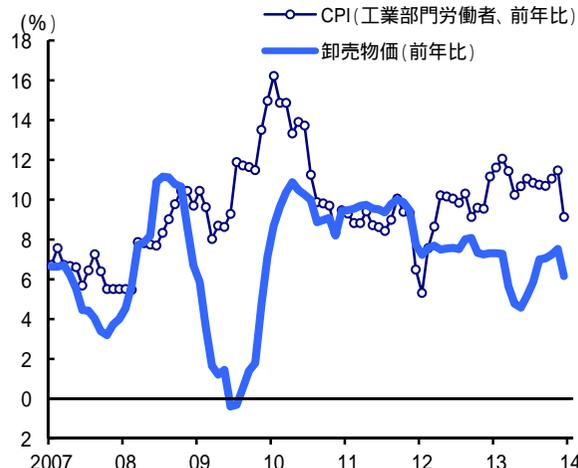


(資料) Society of Indian Automobile Manufacturers

(年/月)

物価

ルピー安に歯止めがかかったものの、卸売・消費者物価ともにインフレ圧力は残存

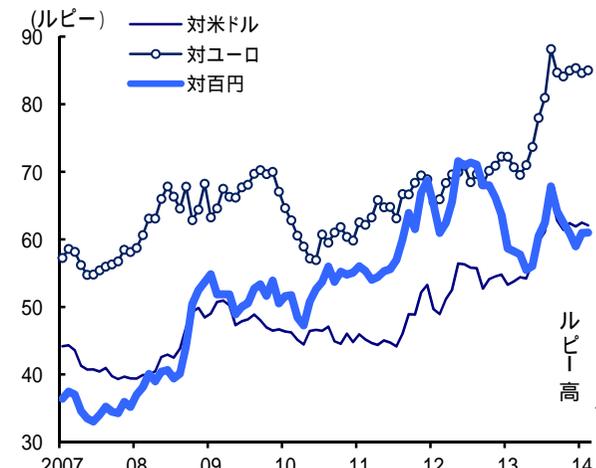


(資料) Ministry of Commerce

(年/月)

為替

政策金利の引き上げを受けて、ルピー安に歯止めがかかり、ルピー高へ



(資料) CEIC

(年/月)

インド：2014年度暫定予算では引き締め気味の財政政策が持続

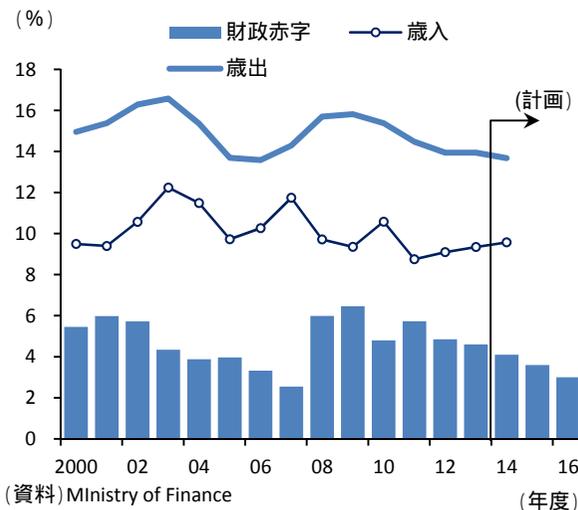
インド財務省は、2月下旬に2014年度（2014年4月～2015年3月）の中央政府の暫定予算案を公表。

歳出は、利払い費、食料補助金、国防費などを中心に前年度比+10.9%の増加を計画。もっとも、財政健全化に向けた燃料や肥料への補助金抑制策も講じられており、名目GDPに対する歳出比率は低下する見込み。

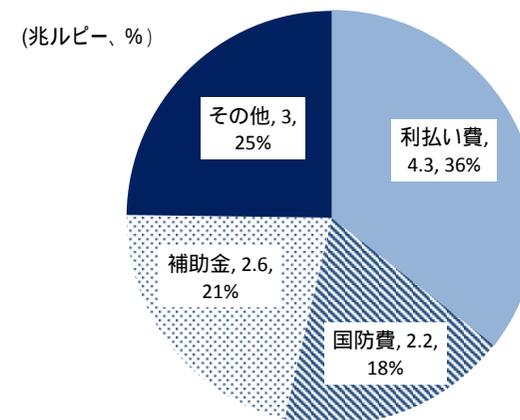
一方、歳入は、景気浮揚に向けた携帯電話や自動車などの物品税の引き下げが税収減に作用するものの、景気の持ち直しや物価上昇に伴う自然増により、法人税、サービス税などを中心に前年度比+15.8%増となる見込み。

この結果、2014年度の財政赤字対名目GDP比率は4.1%と2007年度以来の水準まで縮小する見込み。今後についても、2016年度にかけて赤字幅をGDP比の3%未満に縮小することを計画しているため、引き締め気味の財政政策が続く見込み。そのため、財政面からの景気下支え効果も限定的にとどまる公算。

中央政府歳出入(対名目GDP比率)

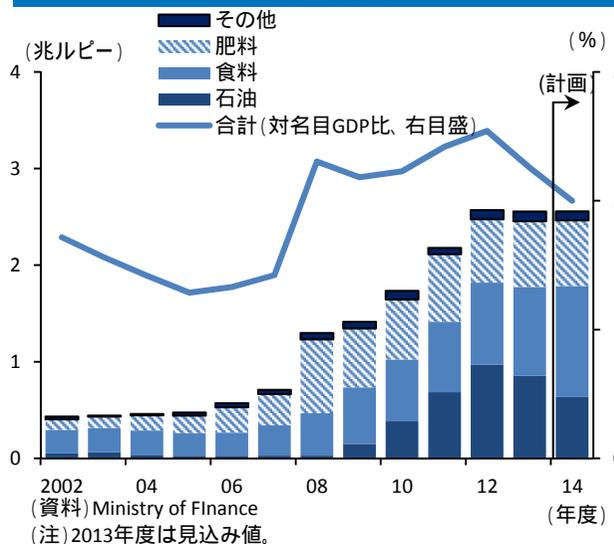


2014年度の非計画支出の内訳

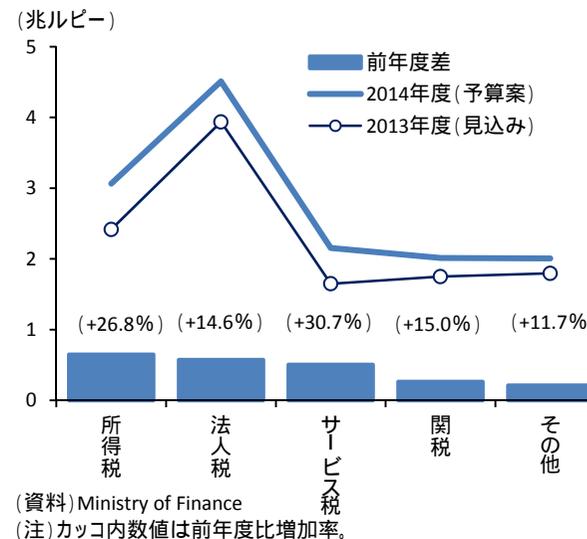


(資料) Ministry of Finance
(注) インドの財政支出は、5カ年計画に沿った計画支出とそれ以外の非計画支出に分けられており、2014年度の非計画支出のシェアは全体の69%。

補助金支出



項目別税収



インド：金融・財政両面の引き締めにより景気低迷が持続

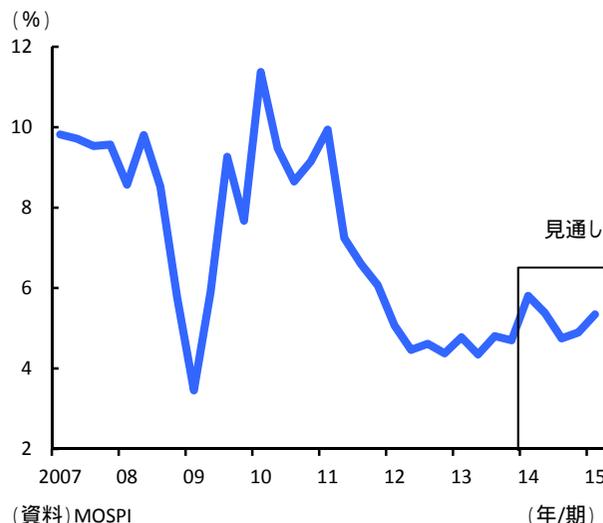
インド経済は、インフレ圧力を背景とした引き締め気味の金融政策と、財政健全化に向けた引き締め気味の財政政策により、景気低迷が続く見込み。ルピー安を受けて外需環境は改善しているものの、マクロ経済における輸出比率は低いいため、輸出増加による景気押し上げ効果は限定的。

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、景気は徐々に持ち直しに向かうと見込まれるものの、インフレが低所得者に与える悪影響を回避すべく、中長期的に4%±2%までインフレ率を抑制していく意向とみられ、緩和ペースは緩やかにとどまる見込み。

自律的な成長のためには、春先の総選挙を経て成立する新政権が、2012年秋口以降の経済改革を積極的に推し進めていくことが極めて重要。改革に反対する政党を含む連立与党が成立する場合、改革が停滞し、景気低迷が長期化する恐れ。

一段の景気下振れリスクは、引き続き輸入原油価格の上昇をきっかけとした通貨安と経常赤字拡大の悪循環。QE3の終了・縮小に伴う商品市場への資金流入の縮小や中国経済のスローダウンなどを受けて価格上昇圧力は低下しているものの、地政学的要因による急上昇リスクは依然として残存。

実質GDP成長率(前年比)

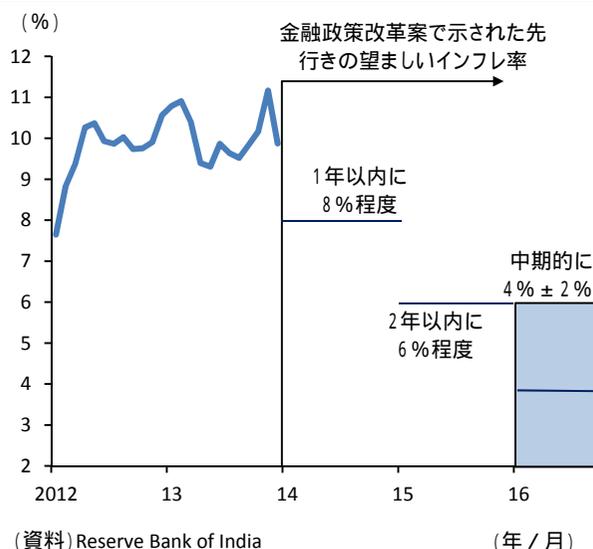


景気指標の市場コンセンサス(予測中央値)

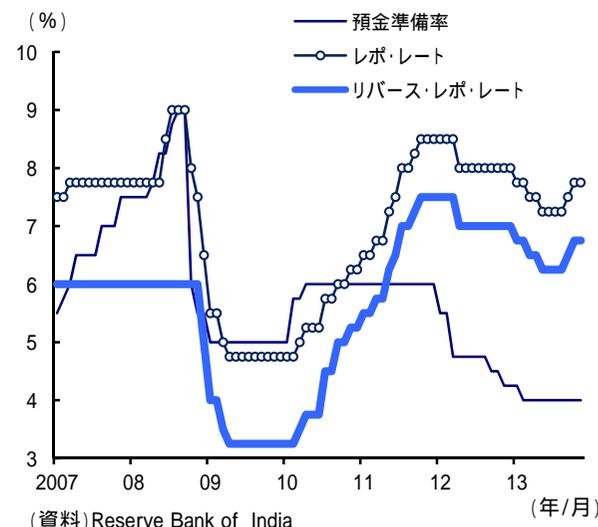
	実績	見通し	
	2012年度	2013年度	2014年度
実質GDP前年比	5.0	4.8	5.6
第1次産業	1.9	4.1	2.9
第2次産業	1.2	1.5	3.6
第3次産業	6.8	6.2	7.0
経常収支(名目GDP比)	4.8	2.7	2.8
中央政府財政収支(名目GDP比)	4.9	5.0	4.7
ボンベイ株価指数(期末)	18,836	21,300	-
対ドル為替レート(期末)	54.4	61.9	-
レボ金利(期末)	7.50	8.00	7.50
10年物国債金利(期末)	8.00	8.50	8.10

(資料) Reserve Bank of India
(注) 会計年度は4月～翌年3月。2013年10～12月期調査。

消費者物価(前年比)



政策金利

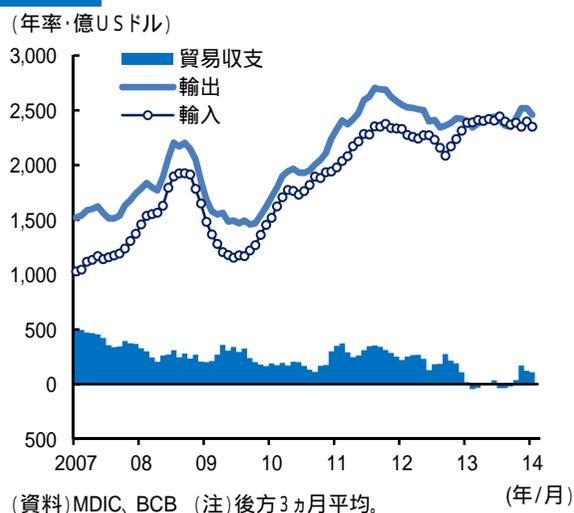


■ ブラジル：プラス成長に転換も、総じて低迷持続

GDP 10～12月期は、純輸出の持ち直しにより、2四半期ぶりのプラス成長



輸出 輸出は力強さを欠いた状況
2013年の貿易黒字は前年から大幅縮小



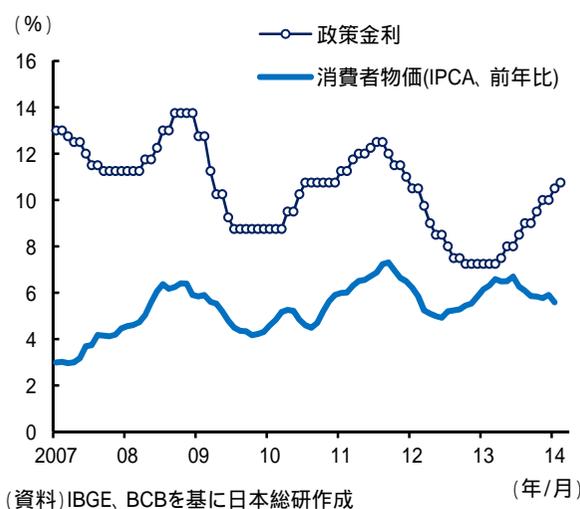
企業 鉱工業生産は昨年春をピークに減少傾向
稼働率は2009年9月以来の水準まで低下



家計 実質所得は低調な伸び
小売売上高は力強さを欠いた状況



物価 インフレ率が高止まりするなか、8会合連続で利上げ



為替 景気の先行き不透明感はあるものの、レアル安に歯止め



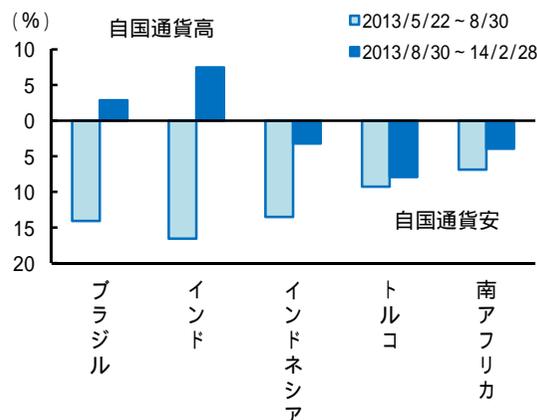
ブラジル：通貨安には歯止め、ただし、経常赤字がリスク要因

本年入り後、新興国市場の混乱が再発。もっとも、大幅な経常赤字を抱える「フラジャイル5」の通貨が一様に大きく売り込まれた昨年夏までとは違い、トルコリラ、南アフリカランドが一段と下落した一方、ブラジルレアルはほぼ横ばい、インドルピーは堅調に推移するなど、選別色が鮮明に。

各国毎の固有要因はあるものの、ブラジルがトルコ、南アフリカとは違って通貨の一段安を免れた要因としては、インフレ抑制のため、昨年春から先行的に利上げを行ってきたことにより、相対的に高い実質金利水準となっていたこと、ブラジルは潤沢な外貨準備を活用し、為替介入を実施、かつ、今後も介入余力を大きく残していること、等を指摘可能。

もっとも、インドルピーが堅調を維持した背景には、昨年後半にかけて経常赤字が大きく縮小したことがあり、ブラジルで経常赤字の高止まりが続く限り、海外資金の本格回帰は期待薄。今後、経常赤字の縮小が順調に進まなければ、一時的な景気減速も辞さない姿勢で追加利上げなどの対策を打ち出していく必要。

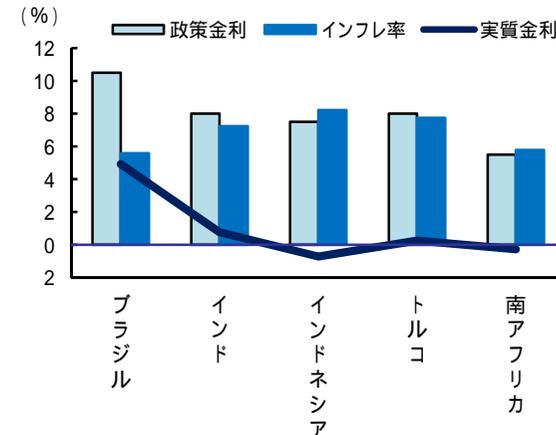
フラジャイル5の通貨騰落率(対米ドル)



(資料) Bloomberg L.P.

(注) バナンキ米FRB議長(当時)が量的緩和縮小に言及した昨年5月22日から新興国通貨の下落が一旦ピークを迎えた昨年8月末の騰落率と、昨年8月末から今年2月末までの騰落局面を比較。

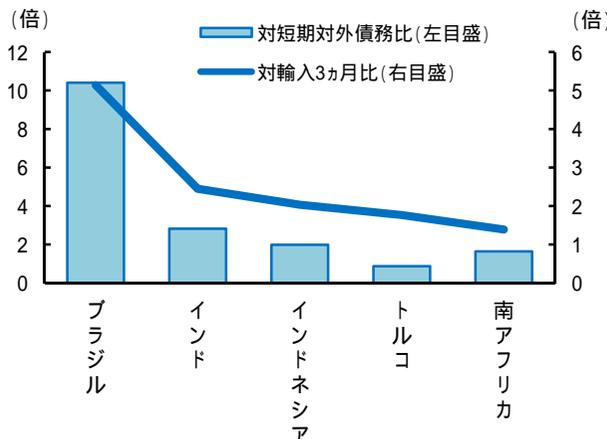
フラジャイル5の実質金利



(資料) 各国統計を基に日本総研作成

(注) 2014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。

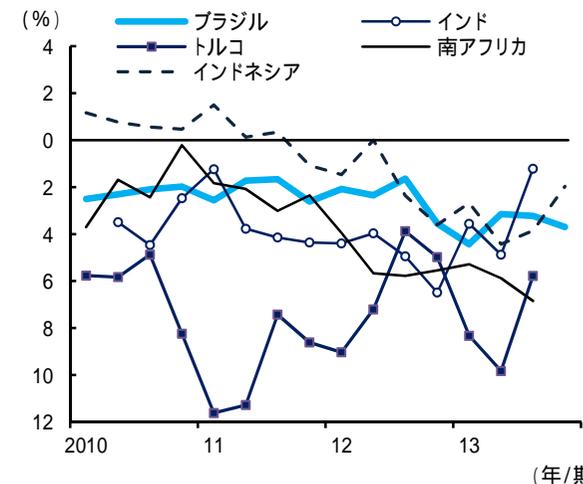
フラジャイル5の外貨準備



(資料) 世銀、IMFを基に日本総研作成

(注) 外貨準備は2013年末、短期対外債務は2013年3Q末、輸入は2013年3Q合計を用いて算出。

フラジャイル5の経常収支(名目GDP比)



(資料) 各国統計を基に日本総研作成

■ ブラジル：先行きも大幅な成長加速は期待薄

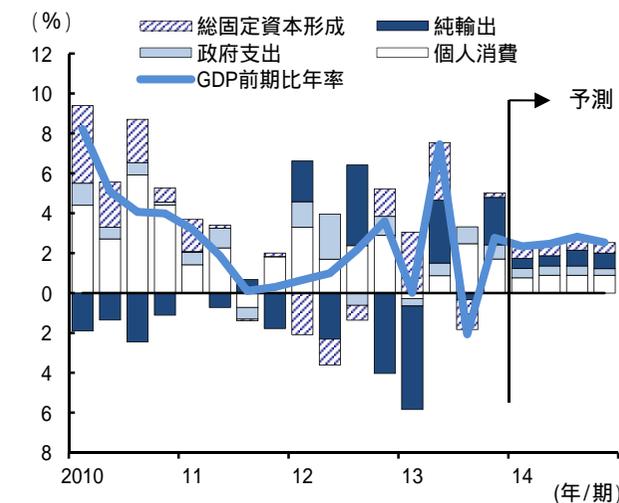
2013年10～12月期の実質成長率は、前期比年率+2.8%と2四半期ぶりのプラス成長。もっとも、前年同期比では+1.9%と、前期の+2.2%から2四半期連続で減速。

先行きも大幅な成長加速は期待薄。近年の景気を牽引してきたのは、個人消費を中心とした内需。もっとも、当面は、インフレ率の高止まり、昨年春以降の金融引き締め効果、等が内需抑制に作用する見込み。実際、足許にかけては、消費マインドが悪化し、小売売上高が力強さを欠いているほか、鉱工業生産では、設備投資と密接に関連する資本財生産が大きく減少している状況。

一方、外需については、世界景気の回復や通貨安による価格競争力改善を背景に、輸出拡大が期待されるものの、これまで中国の高成長やそれに伴う資源需要に依存してきたこと、工業製品の輸出競争力の低下、等を踏まえると、輸出の本格回復は見込み薄。外需の景気押し上げへの寄与は限られる公算。

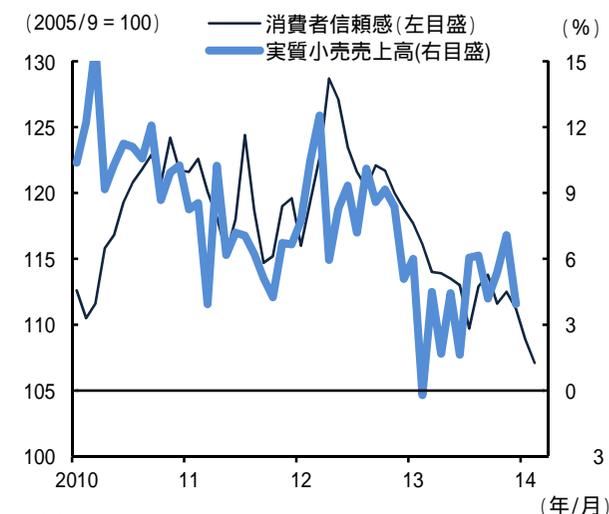
景気の本格回復には、高インフレ率・高コスト体質の大きな要因になっているとみられる複雑な税制等の「ブラジルコスト」やインフラ不足の解消に向けた対策を打ち出していくことが不可欠。

実質GDP成長率の見通し(前期比年率)



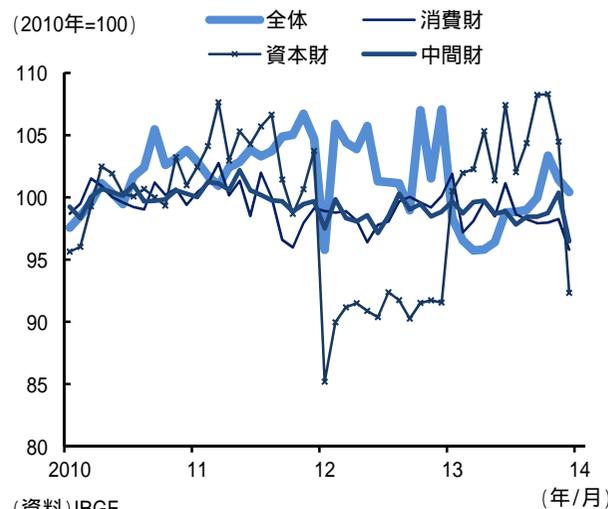
(資料)IBGE

消費者マインドと小売売上高



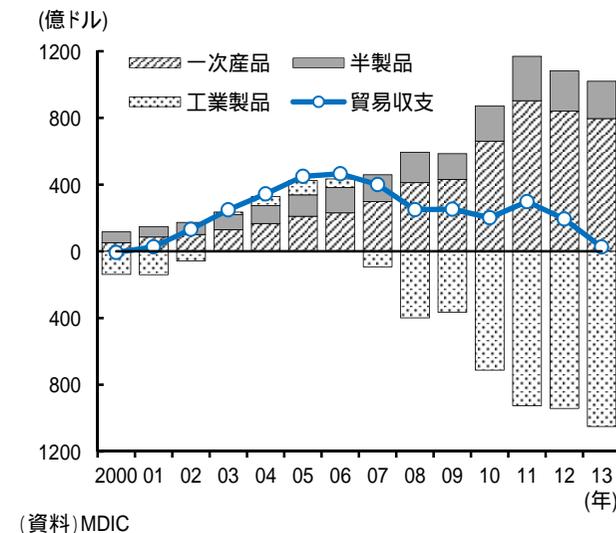
(資料)IBGE、FGV

財別の鉱工業生産



(資料)IBGE

財の加工度別の貿易収支



(資料)MDIC

消費市場：アジア新興国で一段の拡大が期待

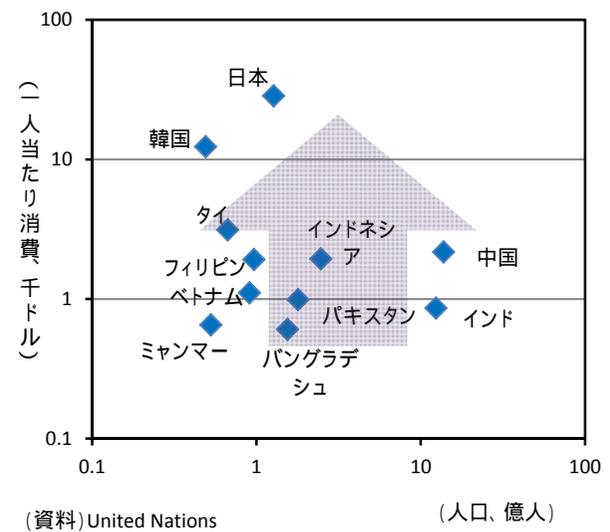
アジア新興国の一人あたり消費額は、先行するタイでも3,000ドル程度と、日本の10分の1の水準。人口規模の大きな国が多いことを考えても、アジアの消費市場の拡大余地は大。

今後、所得水準の向上に伴い、まず財の消費市場が拡大する見通し。代表的な耐久財である自動車は、タイや中国ですでに普及期に入っているほか、インドネシアやインドでも今後販売台数がさらに増加する公算大。

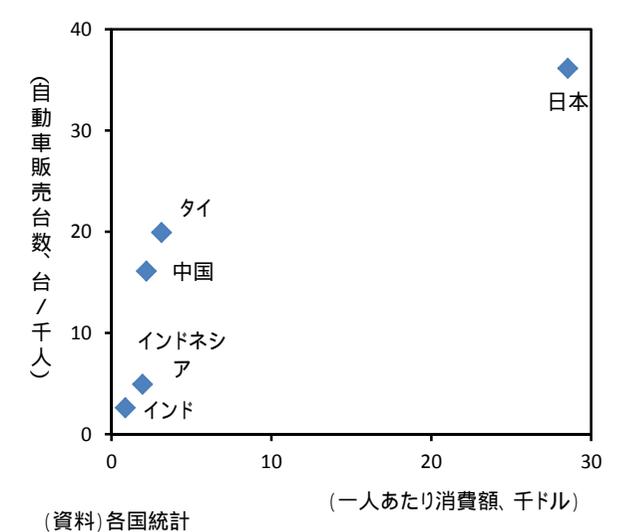
次いで、サービスの消費市場も徐々に拡大。日本・韓国の経験を踏まえると、所得水準が高まるにしたがい、サービス消費のシェアが上昇。中国でも、2000年代半ばから、サービス消費が盛り上がる兆し。

アジア新興国の消費需要の拡大は、一部は、国際観光というかたちでわが国経済にも波及。2013年には、円安効果も働いて、アジア新興国からの訪日外客数が急増。今後も、アジア新興国の購買力上昇に伴い、訪日外客数の増勢が続く見通し。

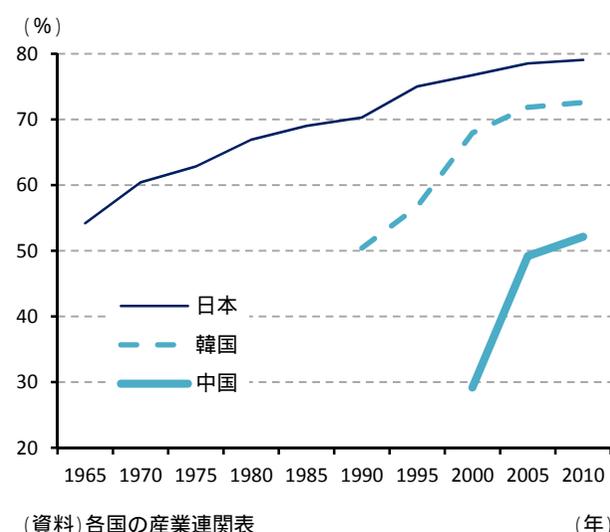
人口と消費水準 (2012年)



消費水準と自動車需要



個人消費に占めるサービスの比率



訪日外客数 (2013年)

