
新興国経済展望

2013年12月9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：付加価値構造 p.11

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

概観：景気減速に歯止め

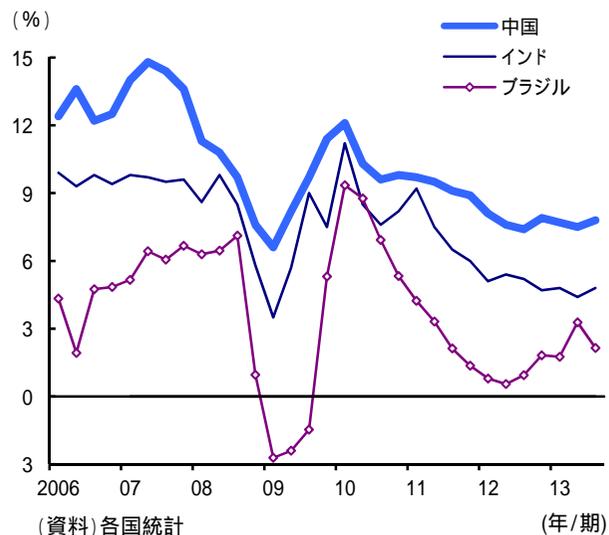
各国とも、おおむね景気減速に歯止めがかかっている状況。政策支援を受けた固定資本投資や、通貨安による輸出増加など、企業部門が景気を下支え。もっとも、所得低迷や物価上昇を背景に、個人消費の牽引力は低下。

製造業の新規受注はやや持ち直し。インドでは、好不調の分かれ目となる50を若干下回っているものの、ブラジルではほぼ50に到達したほか、中国では内需に支えられてプラス幅が拡大。

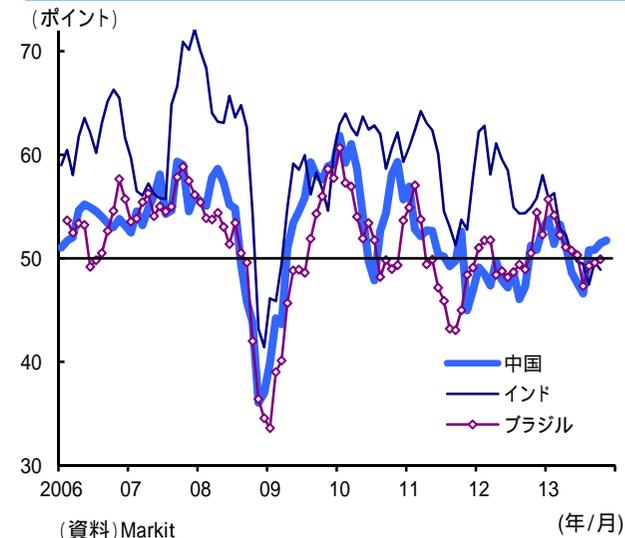
景気低迷が長引いているにもかかわらず、物価上昇などに対する懸念が残るなか、各国とも金融は引き締め気味で、金融政策面からの景気刺激には期待薄な状況。とりわけ、インフレ圧力が高まっているブラジルでは、急ピッチで利上げを実施しており、財政面からの景気刺激効果も薄れるなか、今後の景気下振れが懸念。

OECD景気先行指数をみると、ブラジル・中国では景気の底打ち・持ち直しを示唆。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、低下に歯止めがかからない状況。

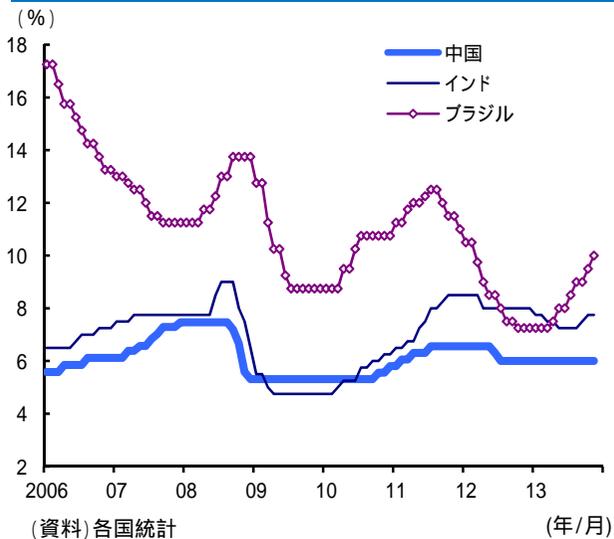
実質GDP成長率(前年比)



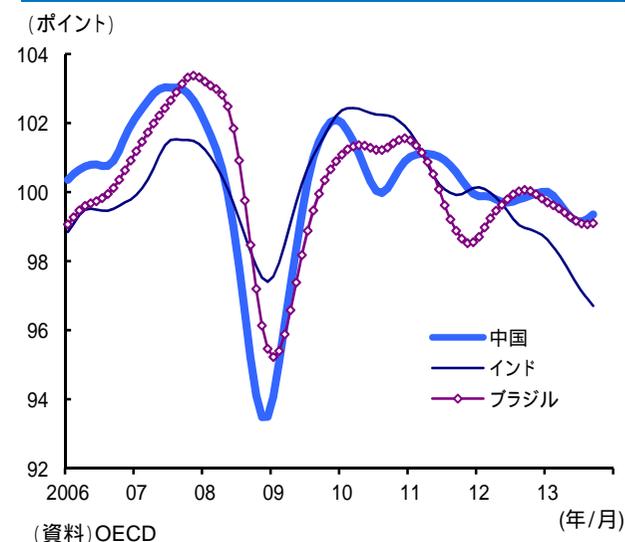
PMI 製造業新規受注指数



政策金利



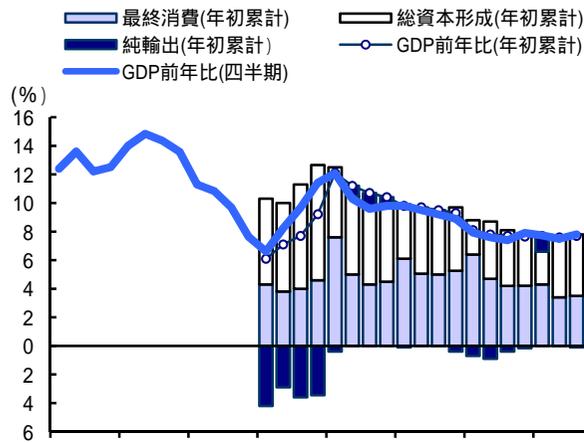
OECD景気先行指数



中国：7～9月期の景気は持ち直し

GDP

中国経済は景気でこ入れ策により持ち直し
もっとも、消費ではなく投資が主導

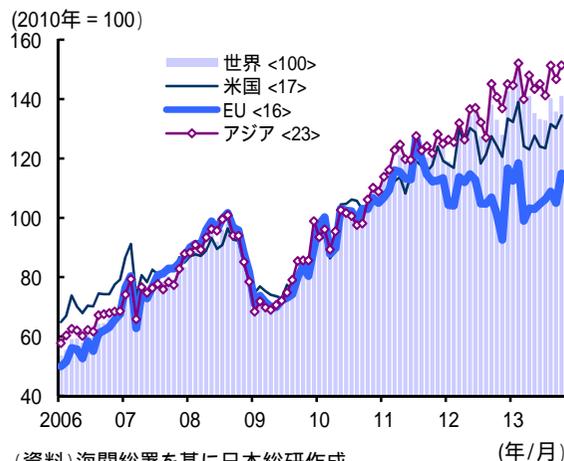


(資料)CEIC、国家統計局

(年/月)

輸出

米国・アジア向けが拡大
EU向けも持ち直し



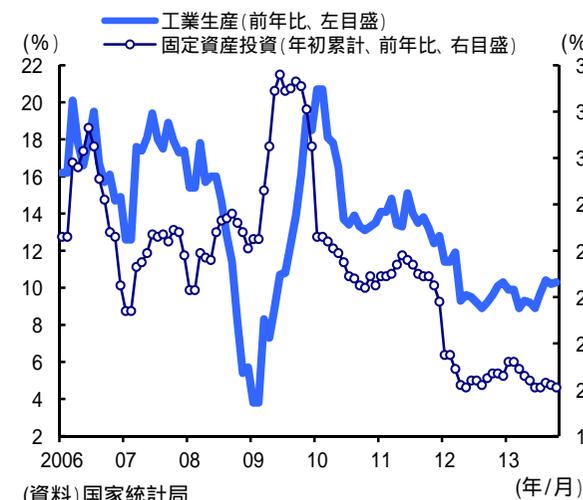
(資料)海関総署を基に日本総研作成

(注)米ドル建て輸出額の季調値。<>は2012年のシェア。

(年/月)

企業

工業生産は底打ち
製造業の設備投資は底入れ

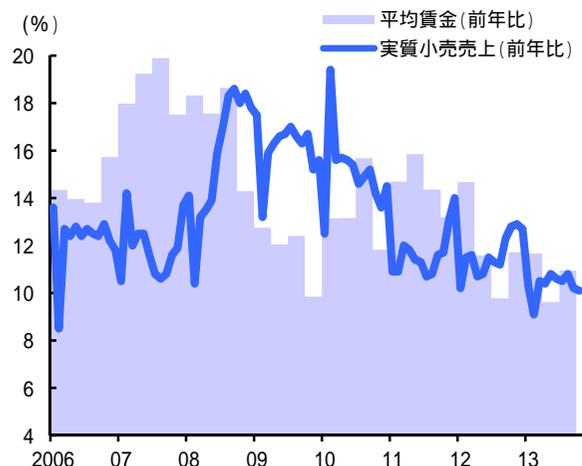


(資料)国家統計局

(年/月)

家計

賃金の増勢鈍化に歯止め
小売売上は一定の増加ペースを維持

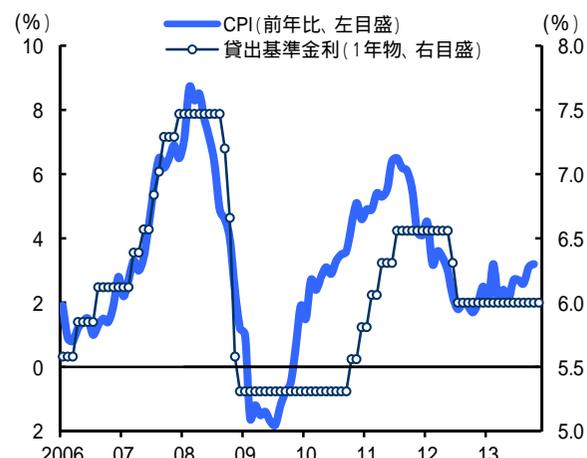


(資料)国家統計局を基に日本総研作成

(年/月)

物価

インフレ率は天候不順により上昇
政策金利は横ばい

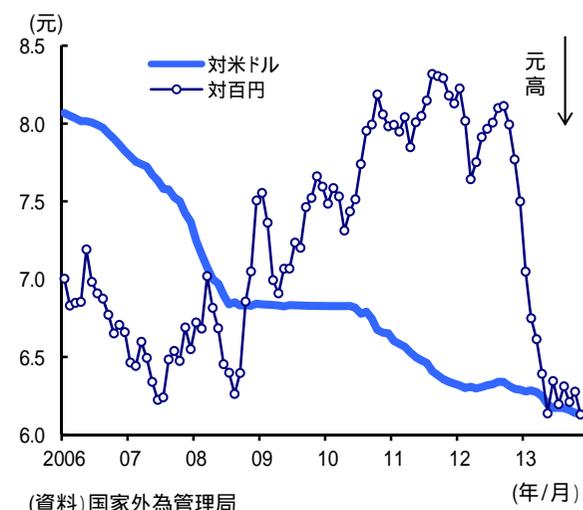


(資料)国家統計局、中国人民銀行

(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には歯止め



(資料)国家外為管理局

(年/月)

中国：三中全会で示された土地・戸籍制度改革は消費拡大を促進

注目の「三中全会」では2020年までの包括的な制度改革の青写真が提示され、その内容は概ね期待に応えるもの。政府ではなく市場が資源配分において、より重要な役割を果たすようにすることが改革の核心と宣言。行政機能を簡素化することや民間の活力を生かすことに加え、都市部と農村部の二重構造を是正し、農民により多くの財産権を認めることも明記。

中長期にわたって消費拡大を促進するには、土地制度改革と戸籍制度改革が不可欠。現行の土地制度では、農村部の土地権益の譲渡や貸与が厳しく制限されているため、土地・建物の資産価値が小さいという問題点。土地制度改革は農村家計と農民工（計9億人）の資産増加につながり、消費拡大を促進するほか、戸籍制度改革は都市化と社会保障の充実に寄与。今回の三中全会では、農村建設用地を譲渡・貸与することや農民の住宅を抵当に入れること等を自由化していくと発表。中小都市の戸籍制限を順次開放し、大都市の戸籍制限も合理的に見直すと表明。

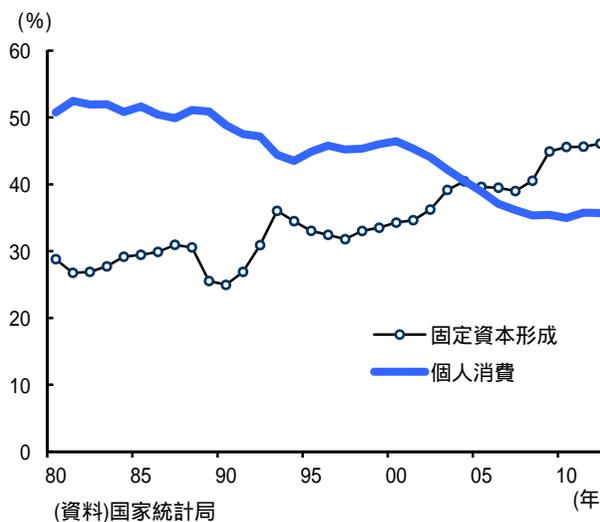
もっとも、青写真通りに制度改革を推し進められるかどうかは不透明。今後は、改革の実行を担う改革推進委員会の動向に注目。

三中全会でなされた7つの重要な決定

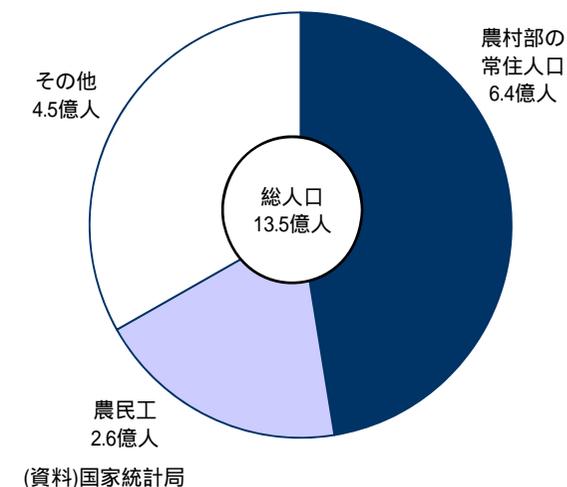
- 1 中国独自の社会主義制度を発展させることが改革の目標
- 2 2020年までに成果
- 3 法律の権威を保護し、司法制度を改革し、公正な裁判と検察を行う権利を確保
- 4 **改革推進委員会**を設立。改革の全体設計の責任を負い、調整役と推進役を担い、改革が着実に実行されるよう督促
- 5 改革の重点は経済制度、問題の核心は政府と市場の関係、**市場が資源配分において決定的な作用を担うべき**
- 6 国家安全委員会を設立。安全のための体制と戦略を改善し、国家安全を確保
- 7 公有制を主としつつ他の所有制と共に発展する経済こそ中国独自の社会主義制度の支柱であり、社会主義市場経済体制の根幹

(資料)新華社を基に日本総研作成

固定資産形成と個人消費のGDPシェア



全国の人口分布 (2012年)



中国：7%台の安定成長が続く見込み

7～9月期の成長率は持ち直したものの、依然として投資に依存。加えて、住宅価格の上昇にも歯止めがかからず、政策対応が求められる状況。

今後を展望すると、中国政府は、以下のような経済政策を通じて、安定成長へ軟着陸させる見通し。

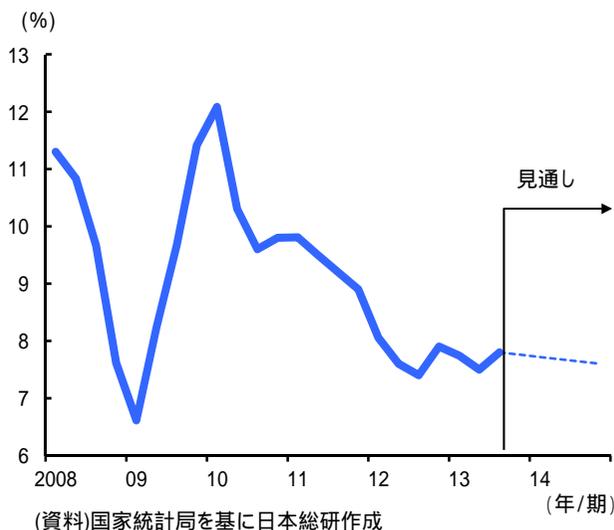
投資抑制スタンスの強化。設備の稼働水準が依然低い点を踏まえると、製造業の設備投資拡大は過剰生産能力の問題を一段と深刻化させる恐れ。安定成長が展望できれば、利上げなど金融引き締め策が打ち出される公算。

住宅価格抑制策の厳格化。住宅価格の上昇ペースは所得増加に見合うテンポまで減速する見込み。

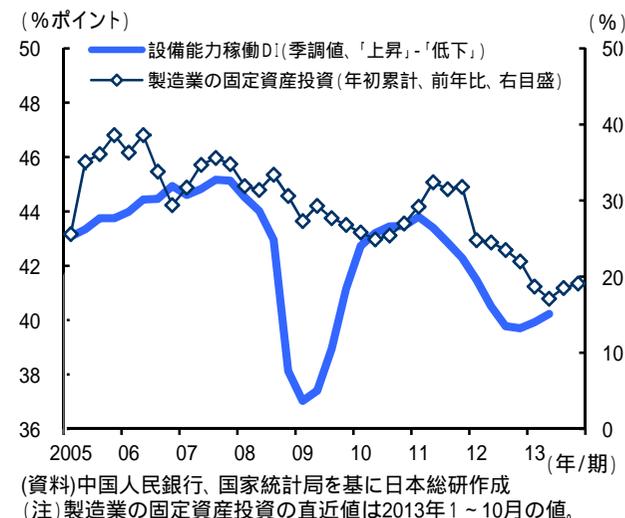
消費拡大の促進。各種制度改革が着実に進展すれば、家計の資産価値上昇や都市化、社会保障の充実に寄与する見通し。

今後、留意すべきことは「ピッグサイクル」に連動した豚肉価格の上昇。豚肉価格は概ね3年に1回高騰。2011年に続き2014年にも豚肉価格が急上昇すれば、CPIを押し上げる恐れ。

実質GDP成長率(前年比)



設備能力利用水準D1と固定資産投資

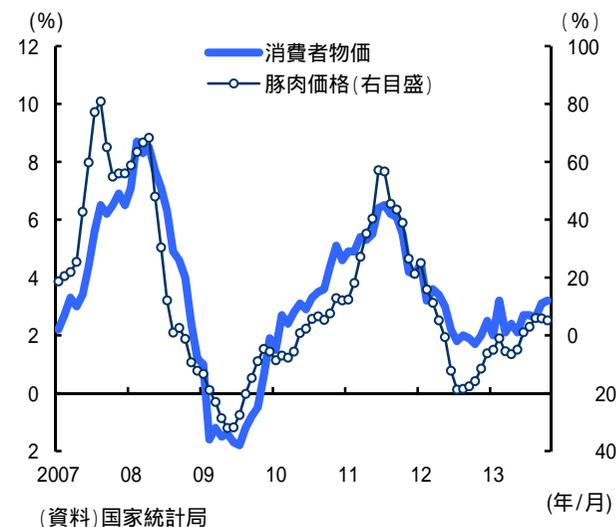


2013年半ば以降の主要な住宅価格抑制策

月/日	内容
9/25	国土資源部は北京、上海、広州、深センの4市に対し、住宅用地の供給拡大を要請
10/11	深セン市は住宅価格抑制策の運用厳格化を含む8項目の政策を発表。通称“深八条”
10/17	国土資源部は2013年10～12月期に住宅向けの土地供給を一段と拡大すると発表
10/23	北京市は住宅購入条件を満たさない住宅売買に対する具体的な罰則、並びに、転売条件付き低価格住宅制度を織り込んだ7項目の政策を公布。通称“京七条”
11/1	中国人民銀行深セン市中心支行は2軒目の住宅ローンの頭金比率を引き上げると発表(60% 70%)
11/8	上海市は“滬七条”を発表。2軒目の住宅ローンの頭金比率を引き上げ(60% 70%)。上海戸籍でない居住者の購入制限を強化(1年以上の納税実績 2年以上の実績)
11/18	広州市は“穗六条”を発表。2軒目の住宅ローンの頭金比率を引き上げ(60% 70%)。広州戸籍でない居住者の購入制限を強化(1年以上の納税実績 3年以上の実績)

(資料)中国政府各機関、各種報道
(注)日付は公表日

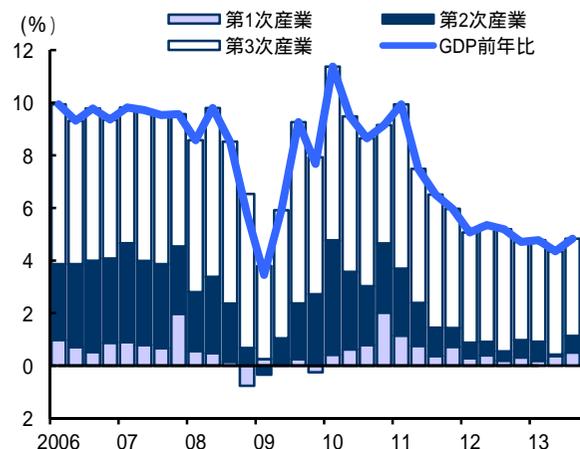
CPIと豚肉価格(前年比)



インド：景気低迷が長期化

GDP

7～9月期の成長率は前年同期比+4.8%と増勢が小幅持ち直し

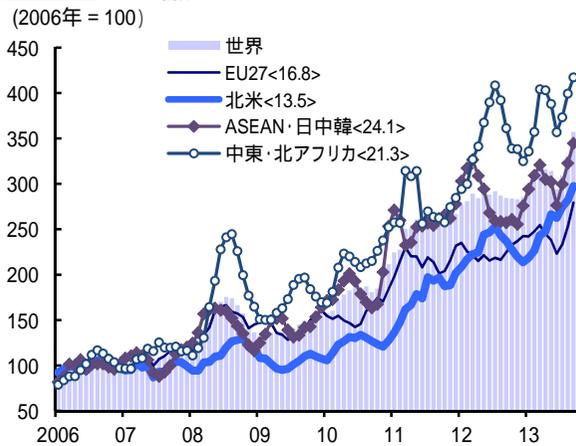


(資料) MOSPI

(年/期)

輸出

輸出はルピー安や米国景気の回復を受けて増加



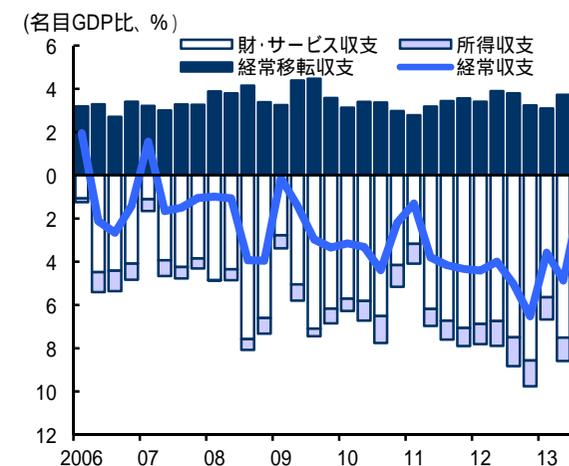
(資料) Reserve Bank of India

(年/月)

(注) 季調値の後方3カ月平均。<>は2012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赤字幅は縮小

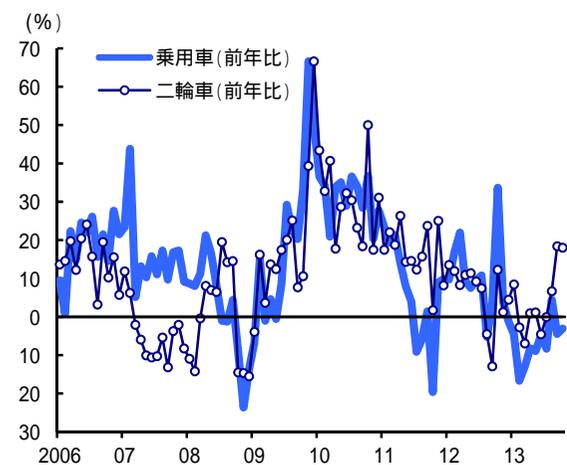


(資料) Reserve Bank of India

(年/期)

家計

燃料価格上昇、高金利、増税などを背景に自動車販売は低迷

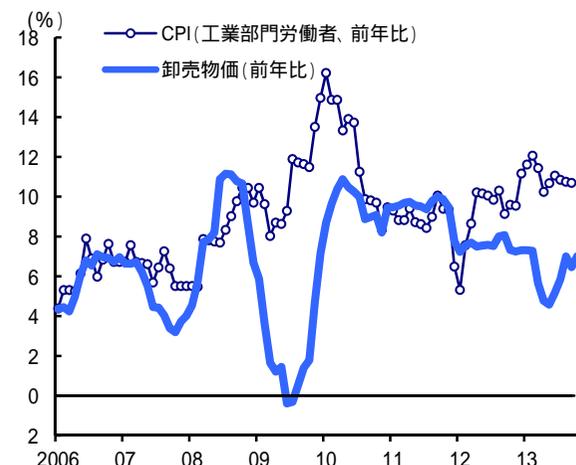


(資料) Society of Indian Automobile Manufacturers

(年/月)

物価

卸売物価は年央以降伸び率が再加速
消費者物価は10%を上回る伸び率が持続

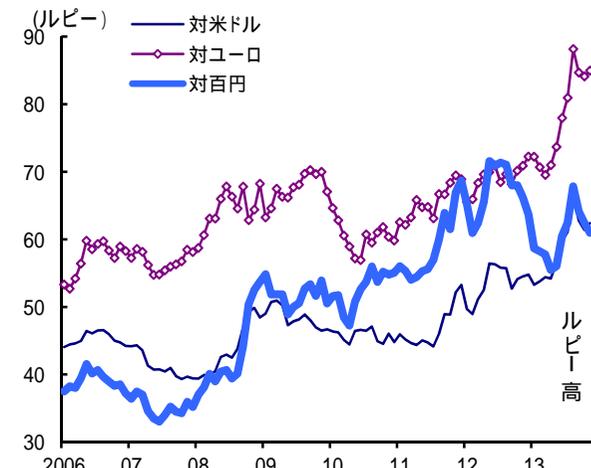


(資料) Ministry of Commerce

(年/月)

為替

9月・10月の政策金利の引き上げなどを背景にルピー高が進展



(資料) CEIC

(年/月)

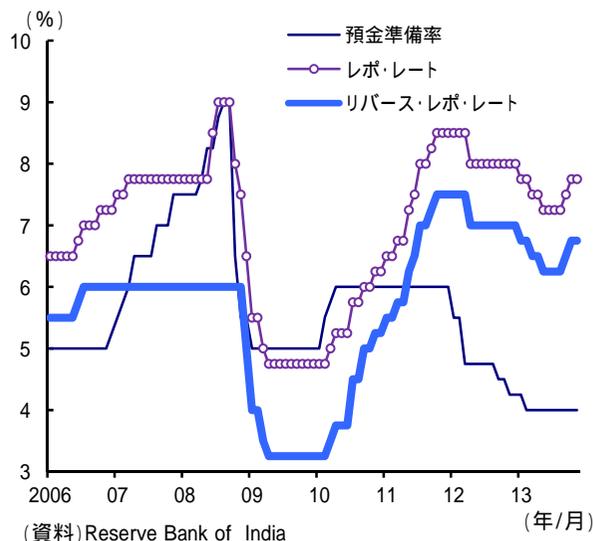
インド：9月以降のルピー高は一時的な動き

9月にインド準備銀行の新総裁に就任したラジャン氏は、景気浮揚よりも物価や為替の安定を優先する方針を明確に打ち出し、9月・10月と2会合連続でレポ・レート、リバース・レポ・レートをそれぞれ累計0.5ポイント引き上げ。こうした中銀の強い姿勢などを背景に、5月以降の急速なルピー安に歯止めがかかり、9月以降はルピー高に転換するなど、為替市場の状況は大きく変化。

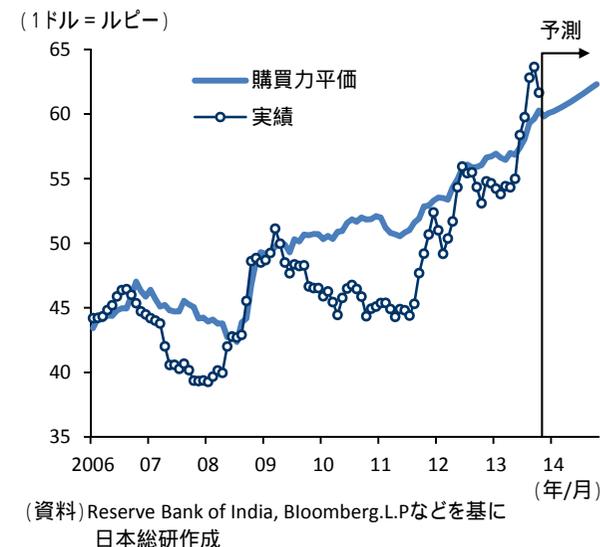
もっとも、足元のルピー高は、先行きの資本規制を警戒した急激なルピー安の一時的な反動という色彩が濃く、米QE3（量的緩和政策第3弾）の縮小・終了を見込んだルピー安地合いは不変。米QE3の縮小・終了は商品市場からの資金流出を通じて原油国際価格の低下要因となるものの、ルピー安を受けてルピー建ての原油価格は高水準で推移するため、燃料価格の上昇、輸送コストの上昇を受けたインフレ圧力も当面解消されない見込み。

そのため、引き締め気味の金融政策が続き、金利感応度の高い耐久財消費や投資は当面低迷を余儀なくされる公算大。引き締めスタンスが解消するのは、早くてもインフレ率がピークアウトする2014年半ばとなる見込み。

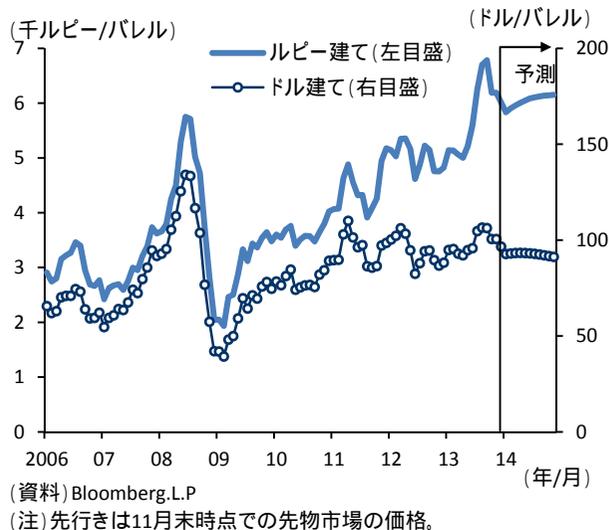
政策金利



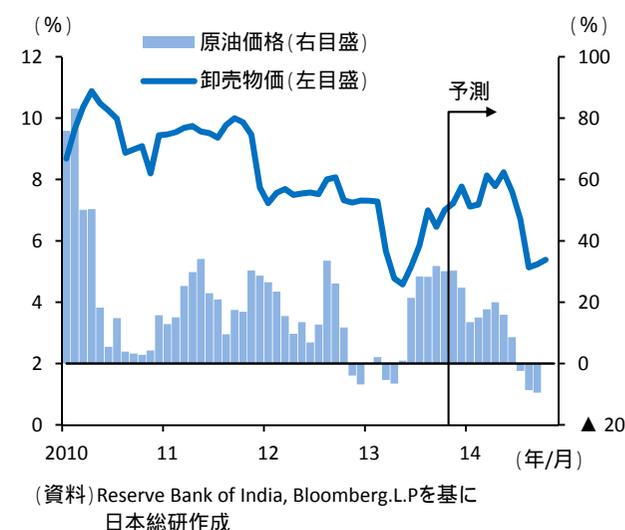
ルピー相場と購買力平価



原油価格



ルピー建て原油価格と卸売物価(前年比)



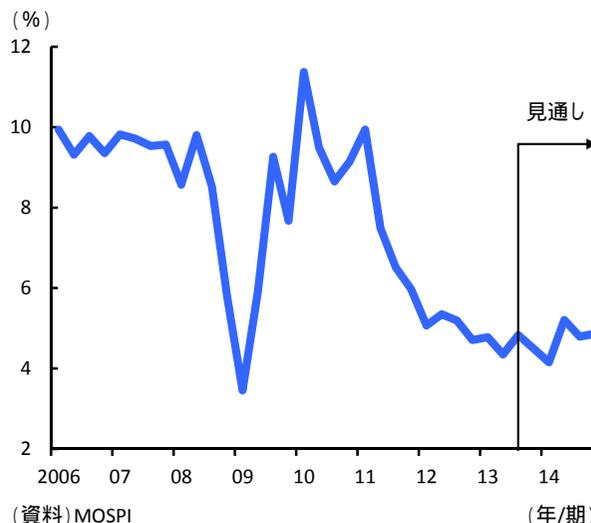
インド：ルピー安地合いが続くなか、景気は当面低迷

インド経済は、5月以降のルピー安を背景とした原油輸入価格の上昇・高止まりを受けて、当面引き締め気味の金融政策を余儀なくされており、耐久財消費や投資を中心に景気低迷が続く見込み。一方、政策面でも、財政赤字幅の縮小が喫緊の課題となっているため、原油輸入価格の上昇により燃料向け補助金支出が増加する状況下、景気浮揚に向けた一段の財政支出は期待できない状況。この他、行政処理の非効率などを背景とした投資許認可の取得や土地の収用の遅れなども、景気低迷の長期化に作用する見込み。

2014年春の総選挙を経てビジネス環境の抜本的な改革に向けた議論が本格化するとともに、インフレ率のピークアウトを受けて金融緩和が再開されると予想される2014年後半からは、景気は徐々に持ち直しに向かう見込み。

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)

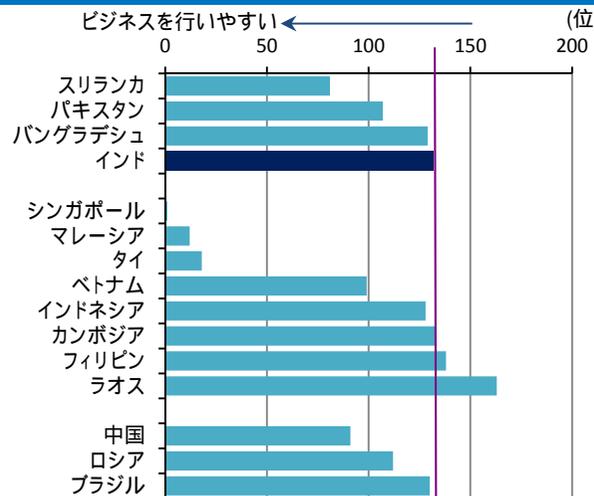


景気指標の市場コンセンサス(予測中央値)

	実績	見通し	
	2012年度	2013年度	2014年度
実質GDP前年比	5.0	4.8	5.8
第1次産業	1.9	3.7	3.0
第2次産業	1.2	1.3	3.8
第3次産業	6.8	6.2	7.0
経常収支(名目GDP比)	4.8	3.5	3.3
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	20,150	-
対ドル為替レート(期末)	54.4	60.8	-
レボ金利(期末)	7.50	7.75	7.25
10年物国債金利(期末)	8.00	8.30	7.90

(資料) Reserve Bank of India
(注) 会計年度は4月～翌年3月。2013年7～9月期調査。

各国のビジネス環境の国際ランキング



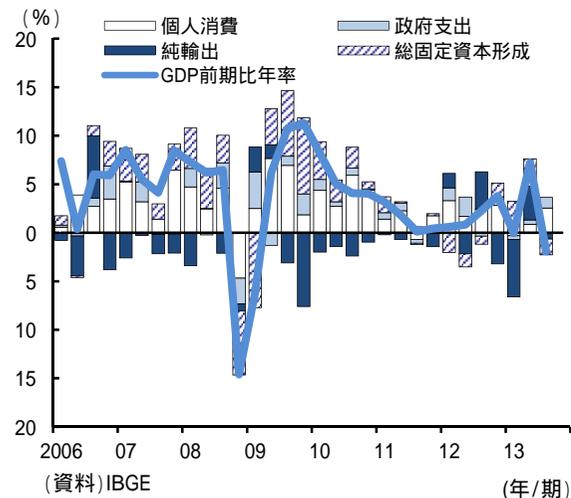
(資料) World Bank Doing Business 2013

経常収支と名目実効為替レート

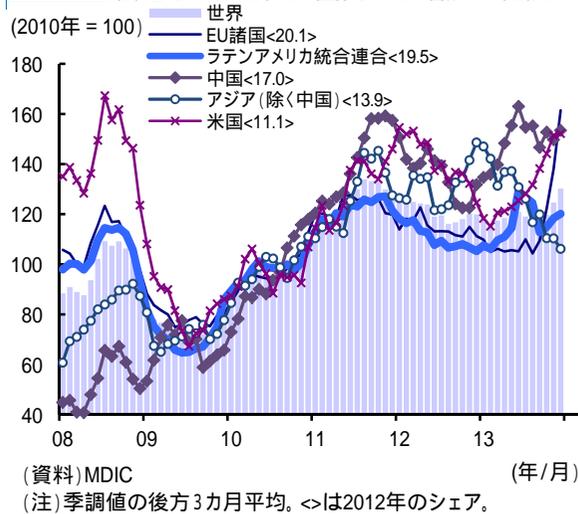


■ ブラジル：7～9月期は前期比マイナス成長

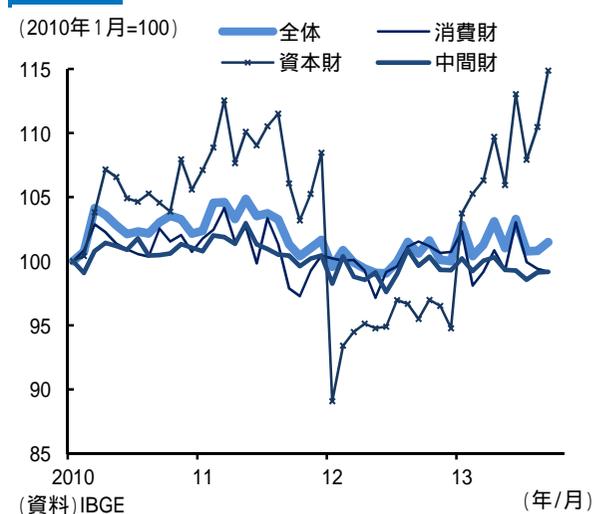
GDP 7～9月期のGDP成長率は前期比マイナス
投資と純輸出が減少



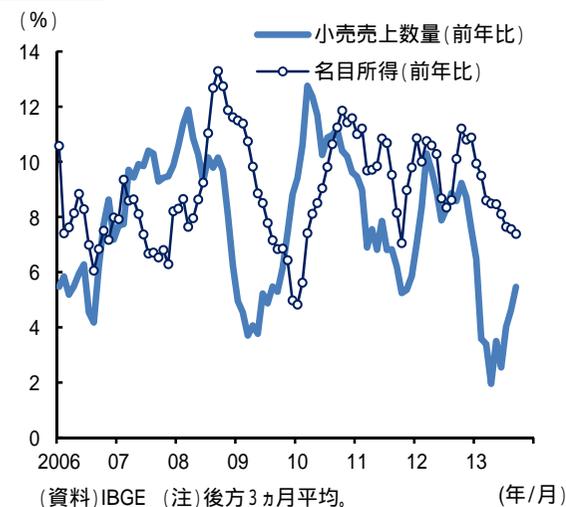
輸出 輸出は持ち直し
低迷していた新興国向けが増加に転換



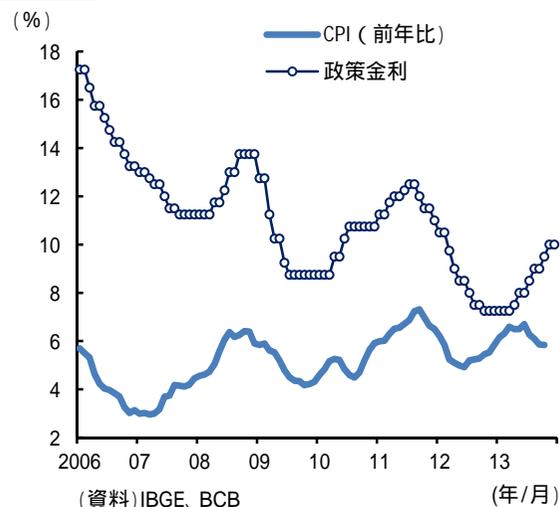
企業 鉱工業生産は伸び悩み
資本財は堅調の一方、消費財などが低迷



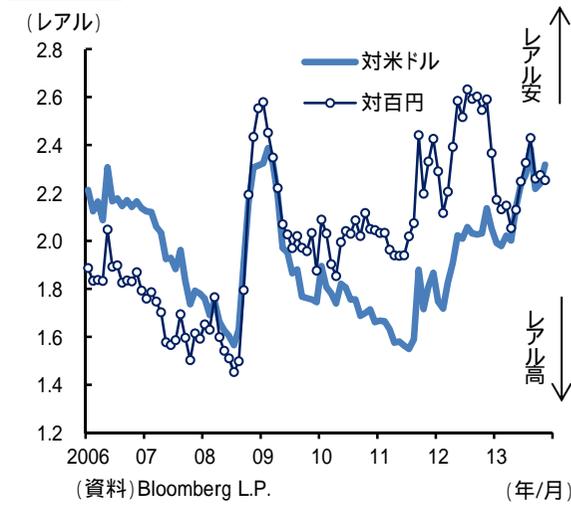
家計 名目所得は増勢鈍化が持続
個人消費は増勢がやや持ち直し



物価 インフレ率が高止まりするなか、中銀は
4月以降6会合連続で利上げを実施



為替 米量的緩和縮小先送りにより、レアルが
反発するも、11月は財政悪化懸念が重石



ブラジル：当面は経常赤字の高止まりが続く公算

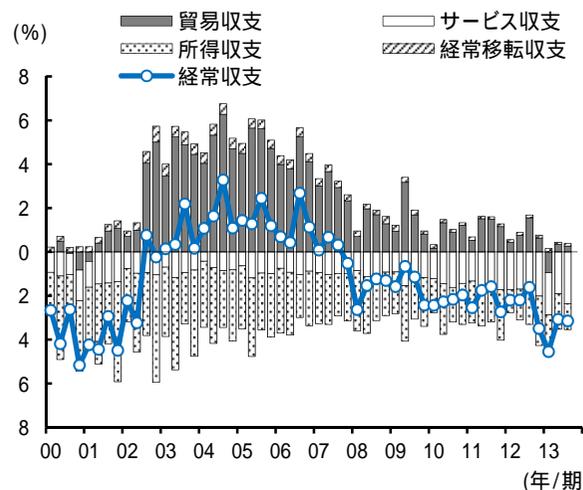
ブラジルの経常収支は、2007年末に赤字転化して以降、赤字基調が持続。経常赤字が続く大きな要因は、リーマン・ショック前には、対名目GDP比で一時6%強あった貿易黒字の大幅な縮小。

貿易黒字縮小の主因は、工業製品の競争力の低下。財の加工度別の貿易収支をみると、一次産品・半製品では貿易黒字を維持しているものの、工業製品では大幅な赤字に。

さらに、一次産品の黒字幅も2011年をピークに縮小傾向。この背景には、資源の需要国である中国など新興国の成長鈍化。一次産品の主要輸出先である対中国の貿易黒字は、2011年をピークに縮小。

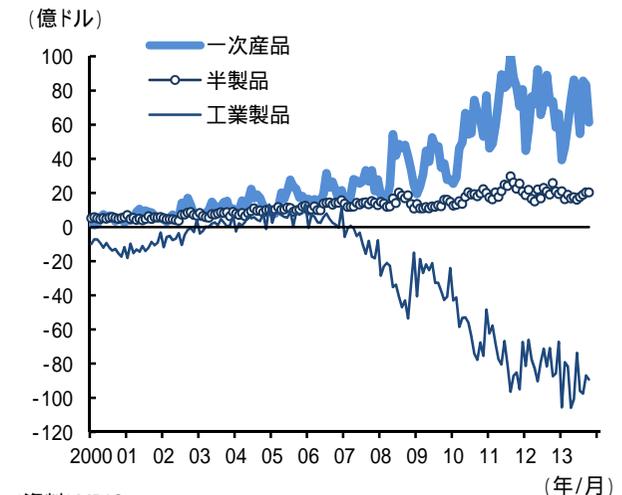
先行き世界経済の回復や、足許にかけてのリアル安進行により、輸出が増加し、貿易収支の改善が期待されるものの、工業製品の競争力低下、新興国の成長鈍化、高インフレによる実質ベースでの通貨高止まり、等を踏まえると、当面は貿易収支の大幅改善が見込めず、経常赤字の高止まりが続く公算。

経常収支の内訳(対名目GDP比)



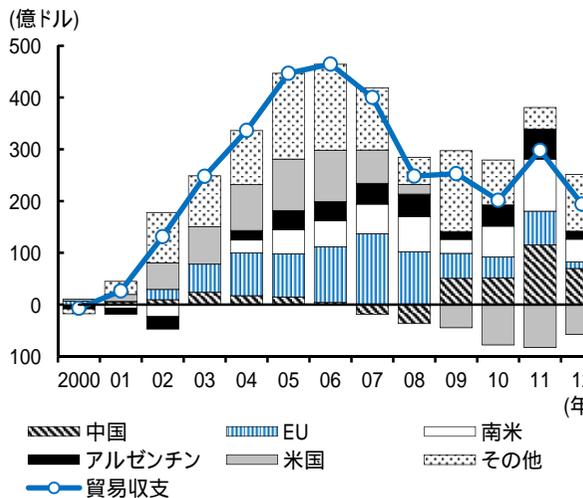
(資料)MDIC、BCB

財の加工度別の貿易収支



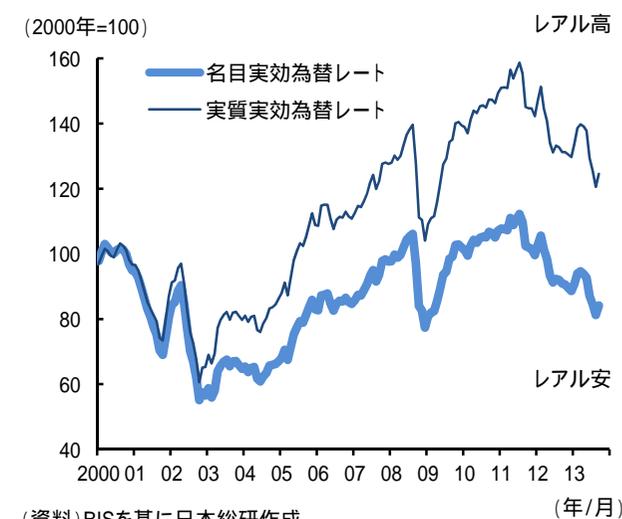
(資料)MDIC

国別の貿易収支



(資料)MDIC

レアルの名目・実質実効為替レート



(資料)BISを基に日本総研作成

■ ブラジル：緩やかな景気回復を見込むものの、景気下振れリスクも

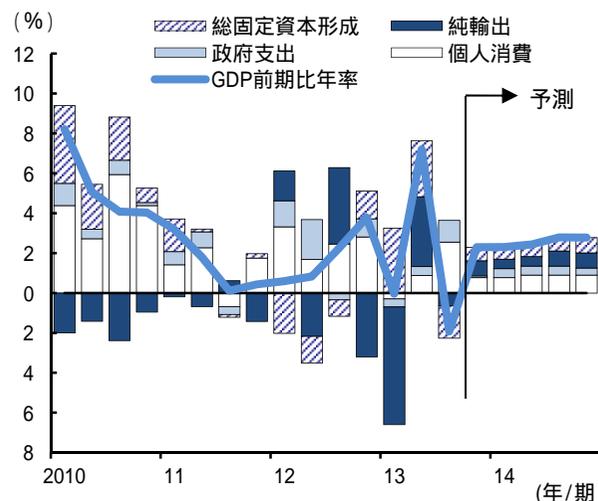
2013年7～9月期の実質GDP成長率は、前期比年率 1.9%、前年比+2.2%と減速。前期比ではマイナス成長となったものの、前期の農業部門の高成長の反動による影響が大きく、緩やかな景気の回復基調は崩れていないと判断。

もっとも、先行きも大幅な成長加速は期待薄。インフレ圧力が強まるなか、4月以降、ブラジル中銀は急ピッチで利上げを実施。今後、金融引き締め効果等によりインフレが沈静化していけば、内需は持ち直しに転じるとみられるものの、当面は、依然として高止まりするインフレ率と過去半年にわたる金融引き締め効果が内需を抑制する見通し。

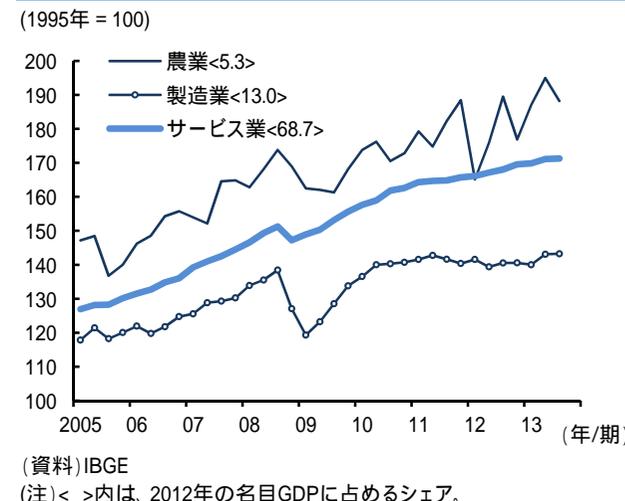
加えて、外需については、世界経済の回復や通貨安効果により、輸出の持ち直しが期待されるものの、工業製品の競争力低下や、資源需要の低迷等を踏まえると、成長への寄与は限られる公算。

なお、当面は、一段の景気下振れリスクが残存。今春以降に米国の量的緩和縮小懸念が高まった際は、経常赤字を抱える新興・資源国を中心に大幅な通貨安が進行。経常赤字の高止まりが予想されるなか、米国の量的緩和縮小懸念等を背景に、再び資金流出圧力が強まれば、「通貨安 インフレ高進 利上げ」という悪循環に陥り、景気が下振れする恐れ。

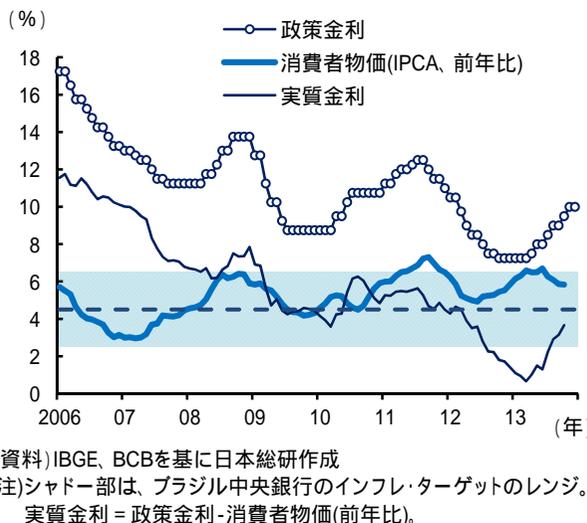
実質GDP成長率の見通し(前期比年率)



産業別実質GDP(季節調整値)



政策金利とインフレ率



消費者マインドと小売売上



付加価値構造：ブラジルでは国内依存、中国では国外依存

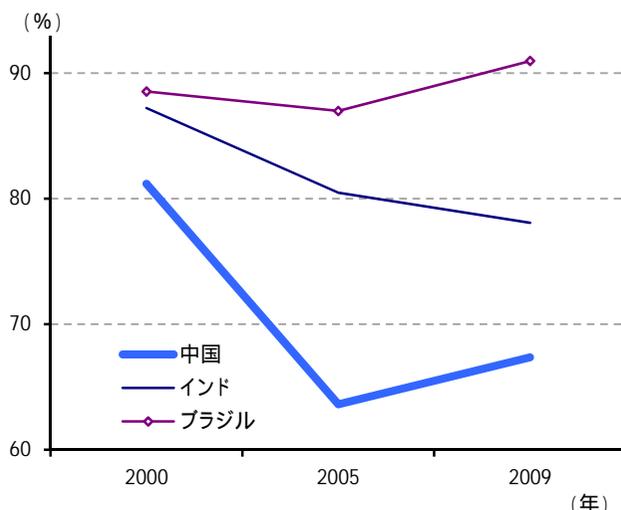
中印伯の間で、国内で生み出される付加価値構造に大きな違い。輸出額の構成比をみると、ブラジルでは国内付加価値率が9割を超えているのに対し、中国では7割未満。インドは両者の中間。

ブラジルでは多くの部品・原材料を国内から調達している一方、中国では「世界の工場」として部品・原材料を海外から調達しているという生産構造の違いを反映。付加価値率が高いといわれる自動車でも、中国では他国からの部品・原材料輸入に大きく依存。

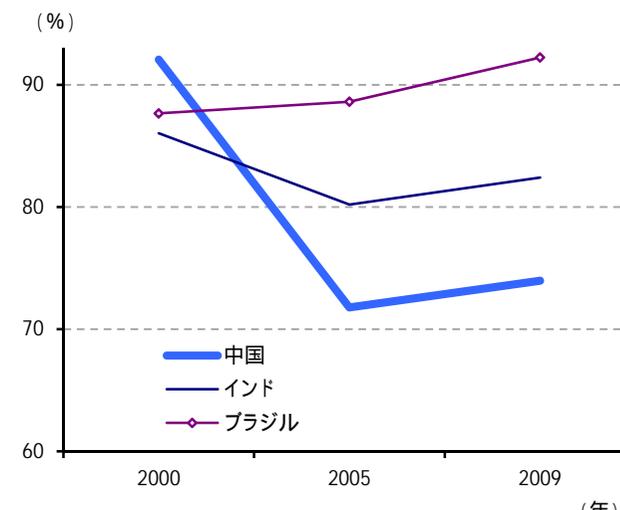
国内付加価値率が高いブラジルでは、輸出が増加したとき国内経済への波及が大きいというプラス面。もっとも、通貨高に対して脆弱というマイナスの側面も。逆に、国内付加価値率が低く輸入依存度が高い中国では、通貨高は原材料コストも下げるため、現在進行中の元高のマイナス影響はそれほど深刻化せず。

時系列でみると、ブラジルは国内付加価値率が上昇傾向にあり、他国とのサプライチェーン深化に距離を置いている様子。一方、中国でも、国内付加価値率が上昇に転じる兆しがみられ、加工組立型から付加価値創造型に転換し始めた可能性。

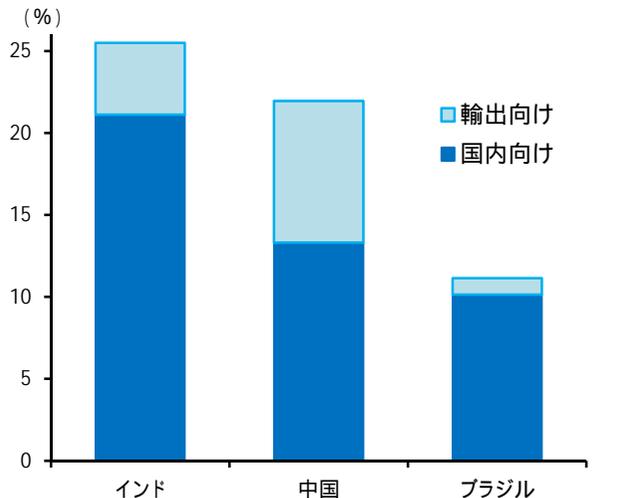
輸出額に占める国内付加価値率



自動車輸出に占める国内付加価値率



GDPベースの輸入比率(2009年)



中国の自動車輸出に占める国外付加価値率

