
新興国経済展望

2013年9月5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

(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：ミャンマー・・・・・・・・ p.11

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

概観：景気低迷が持続

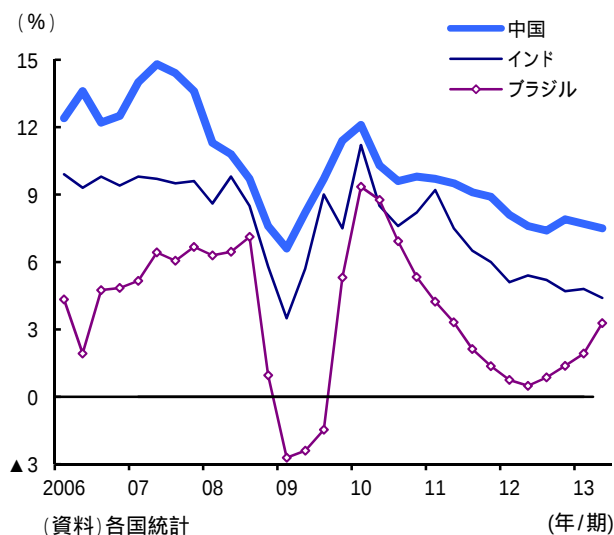
景気は総じて低迷が持続。ブラジルの成長率は徐々に高まっているものの、一時的要因による寄与も大きく、持続性には疑問。インド・中国の成長率は、固定資本投資など内需の低迷を背景に、引き続き鈍化傾向。

製造業の新規受注も弱含み。内外需要の回復に遅れがみられるなか、製造業生産の先行きに不透明感が残存。インド・ブラジルでは、夏前に好不調の分かれ目となる50を割り込んで低下。一方、中国では8月に急上昇しており、底を打った可能性も。

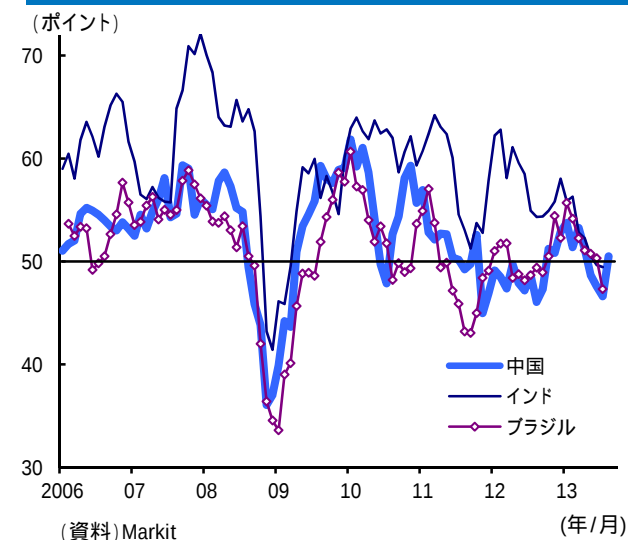
景気低迷が長引いているにもかかわらず、物価上昇などに対する懸念が残るなか、各国とも利下げには踏み切れず。金融政策面からの景気刺激には期待薄な状況。インフレ圧力が高まっているブラジルでは、逆に金融引き締めを進めており、今後の景気下振れが懸念。

OECD景気先行指数をみても、先行きの景気低迷を示唆。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ているほか、中国・ブラジルでも低下に歯止めがかからない状況。

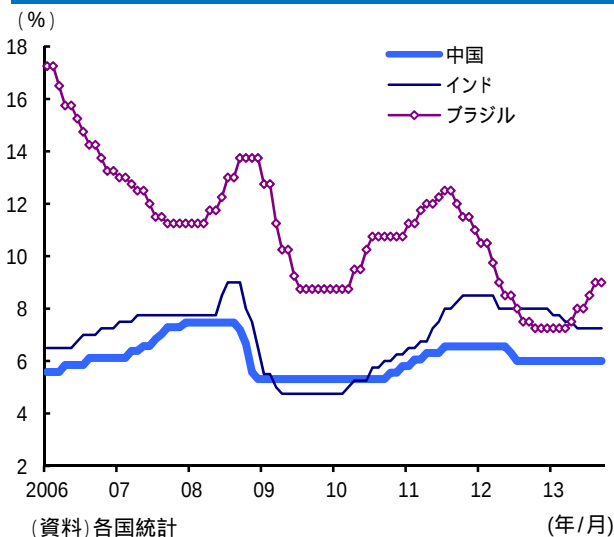
実質GDP成長率(前年比)



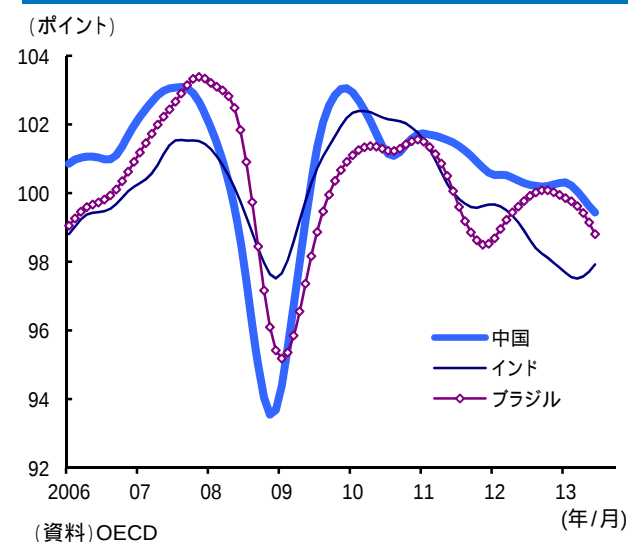
PMI 製造業新規受注指数



政策金利



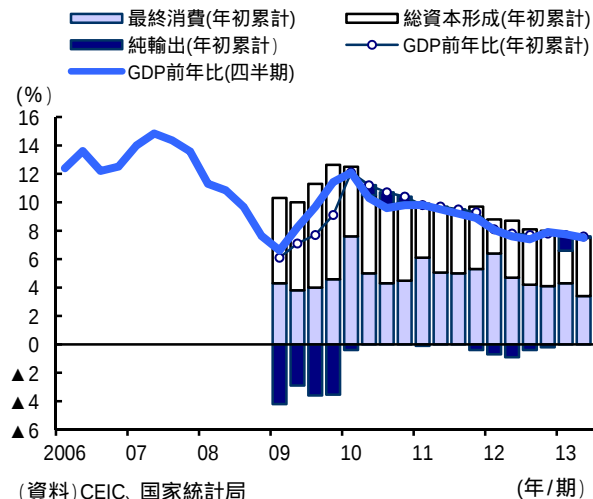
OECD景気先行指数



中国：4～6月期の景気は一段と減速

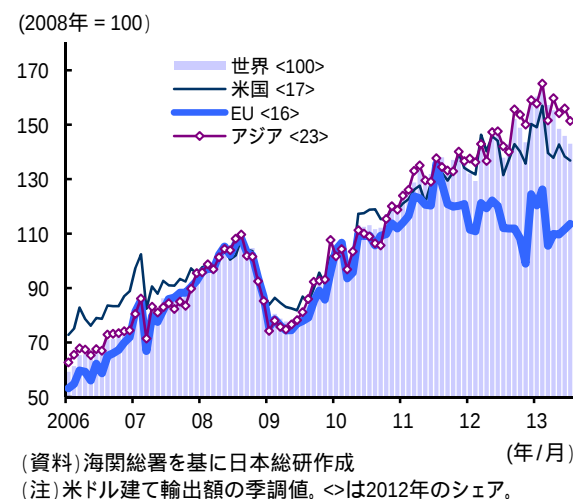
GDP

経済成長のテンポは減速
消費と輸出の景気牽引力が低下



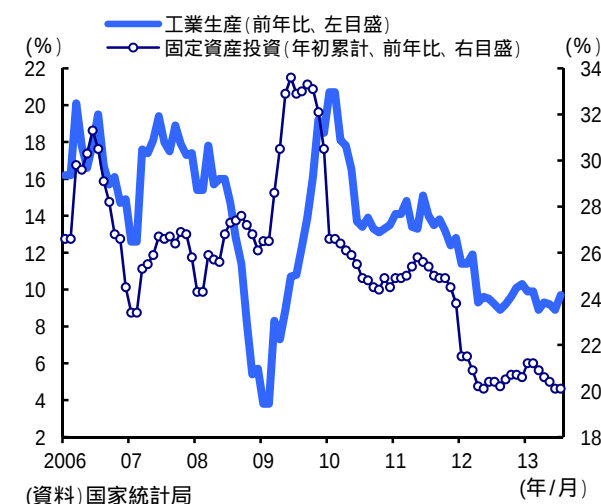
輸出

輸出は弱含み
米国・EU向けに加え、アジア向けも頭打ち



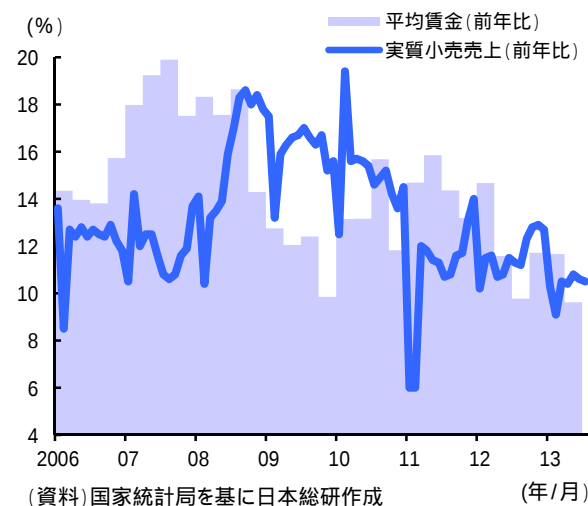
企業

工業生産に底入れの動き
固定資産投資の増勢鈍化に歯止め



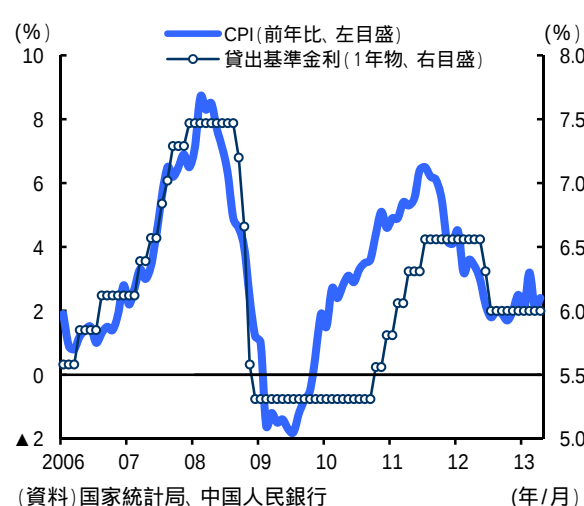
家計

賃金の増勢は鈍化
小売売上は一定の増加ペースを維持



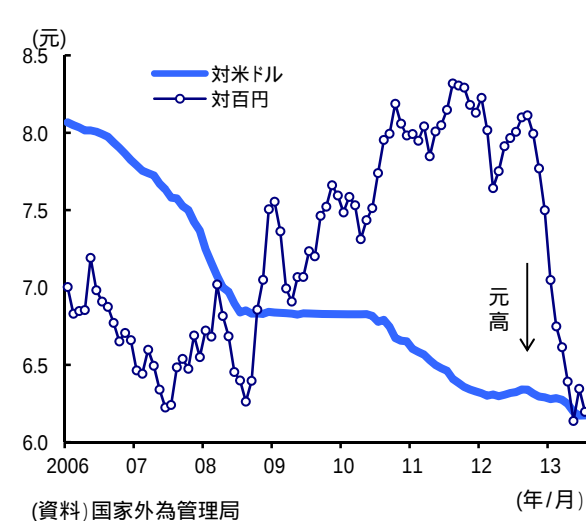
物価

物価の上昇ペースは緩やか
2012年6月以降、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：持ち直しに向かう製造業の設備投資

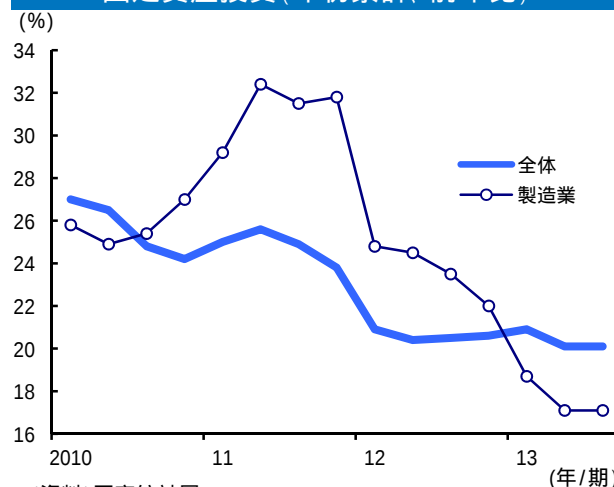
製造業の2013年1～7月の固定資産投資は前年比17.1%増（1～6月：同17.1%増）と減速に歯止め。減速幅が大きかった自動車やはん用機械の投資に持ち直しの兆し。

主因は、内外需の持ち直し。公共投資の拡大に牽引され、トラックと油圧ショベルの販売台数は春頃からそれぞれ前年比プラス転換。製造業の海外からの受注にも底入れの動き。こうした需要環境の改善に加え、景気失速回避に向け政府の投資抑制スタンスが和らいだ点も指摘可能。

今後を展望すると、政府が一定の成長率を維持する方針を明確化させているため、内需拡大策が小規模ながら継続される見込み。また、日米経済の回復に伴い、輸出も持ち直しへ。これらを受け、製造業の設備投資は徐々に増勢が高まる見通し。

もっとも、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。したがって、景気の下限割れリスクが回避されたと判断されれば、当局は再び投資抑制スタンスを強める公算大。

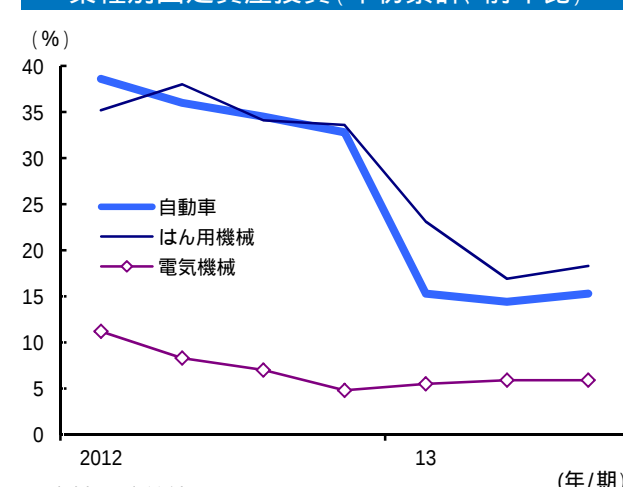
固定資産投資（年初累計、前年比）



(資料) 国家統計局

(注) 直近値は2013年1～7月の値。

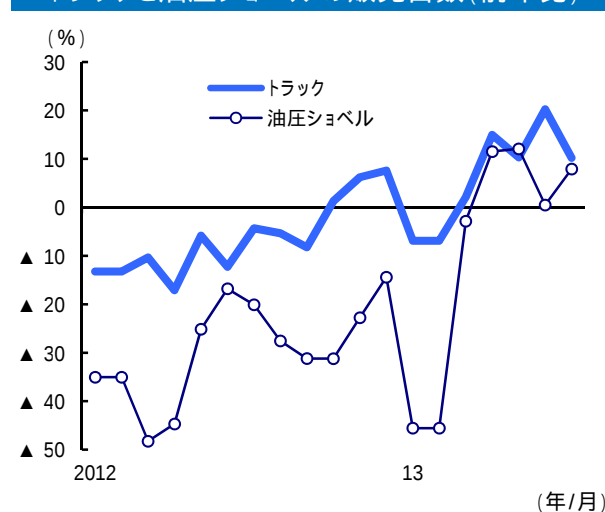
業種別固定資産投資（年初累計、前年比）



(資料) 国家統計局

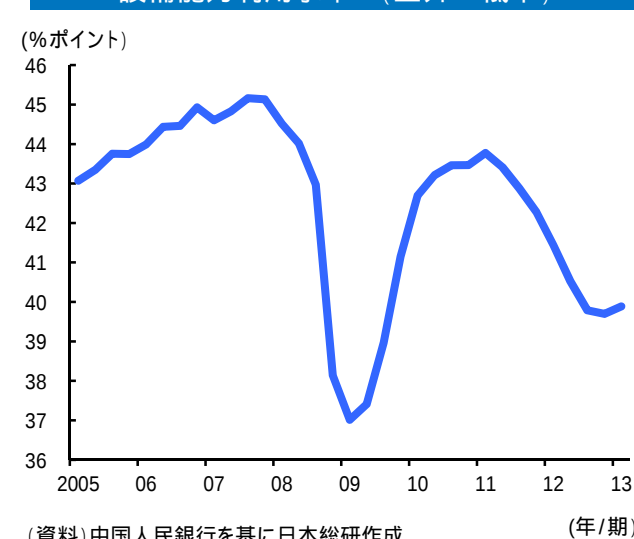
(注) 直近値は2013年1～7月の値。

トラックと油圧ショベルの販売台数（前年比）



(資料) 中国汽車工業協会、中国工程机械工業協会

設備能力利用水準DI（上昇 - 低下）



(資料) 中国人民銀行を基に日本総研作成

中国：景気は年内に底打ち

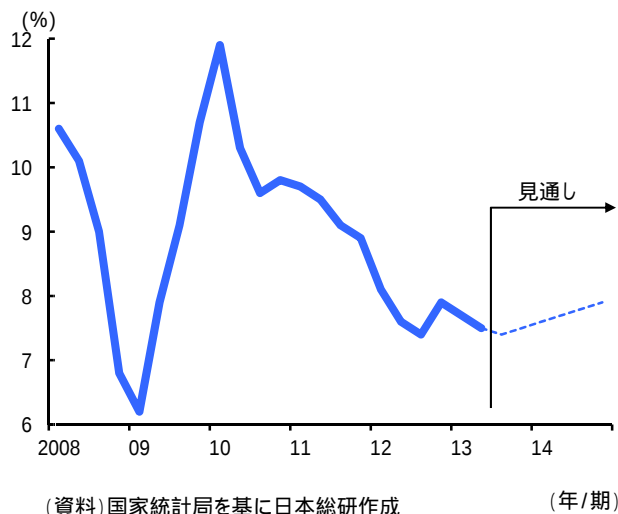
さらなる景気減速に歯止めをかけるため、当局は景気と構造調整の双方に目配りした施策を相次ぎ発表。今後、製造業の設備投資に加え、公共投資も徐々に拡大するため、中国経済は年内に底入れすると予想。

具体的な施策は、まず、投資プロジェクトの承認手続きの免除と承認権限の地方政府への委譲。これは、景気のでこ入れになる上、中長期的には民間企業の参入や事業拡大にプラス。加えて、鉄道整備の促進やサービス産業の振興などにも着手。

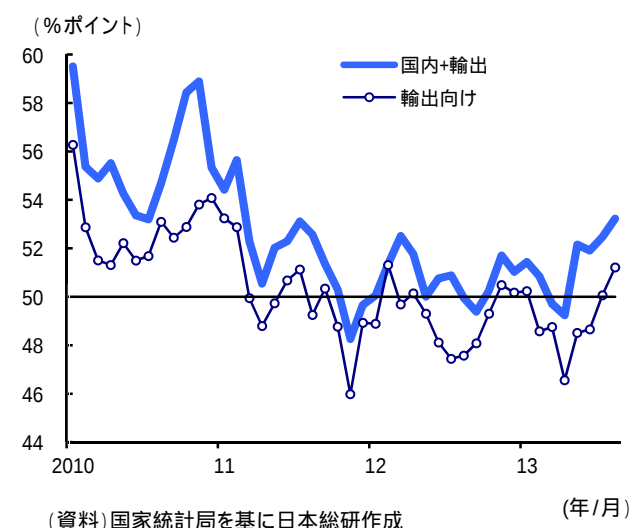
実際、製造業の新規受注が底打ち。鉄道と道路の固定資産投資が前年比20%前後の伸びを続けるなか、足許では電力・ガス・水道や鉱山開発などのプロジェクトにも持ち直しの動き。

ただし、個人消費の増勢鈍化により、成長率が高まらず、底ばいで推移するリスクも。これまでの景気減速を受けて、所得の増勢が鈍化しているほか、消費者マインドは2月をピークに悪化。再び投資主導の景気拡大の色彩が強まる可能性も。

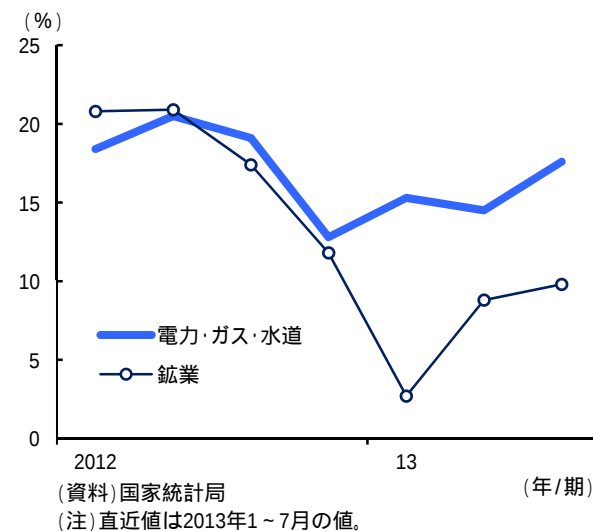
実質GDP成長率(前年比)



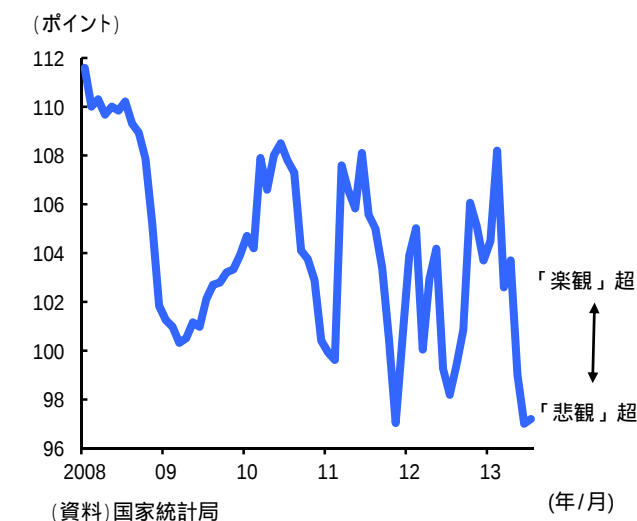
製造業PMI新規受注指数(季調値)



固定資産投資(除く農村家計、年初累計、前年比)



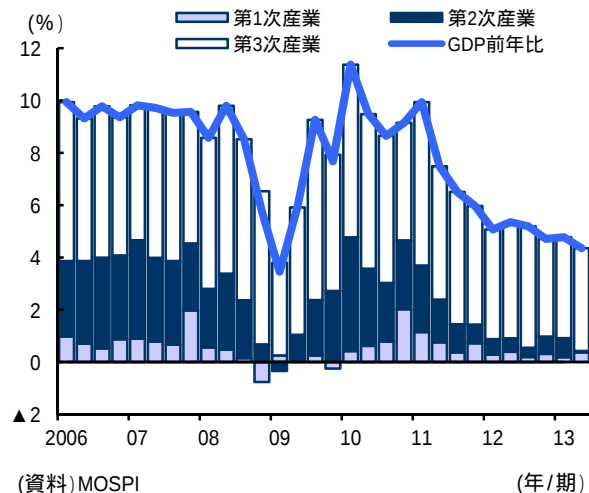
消費者信頼感指数



インド：景気は減速傾向が持続

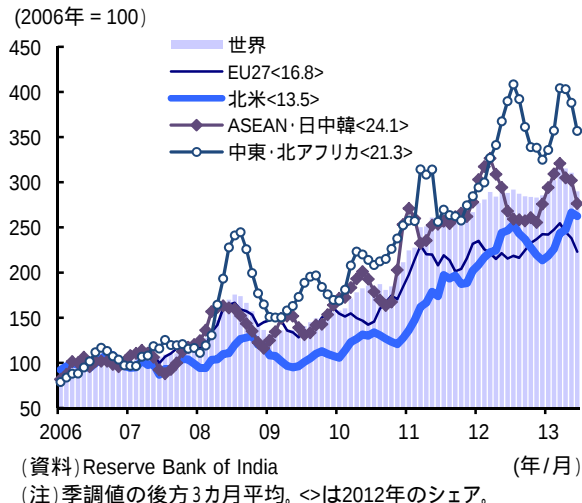
GDP

4～6月期の成長率は前年同期比+4.4%
と2009年1～3月期以来の低い伸び率



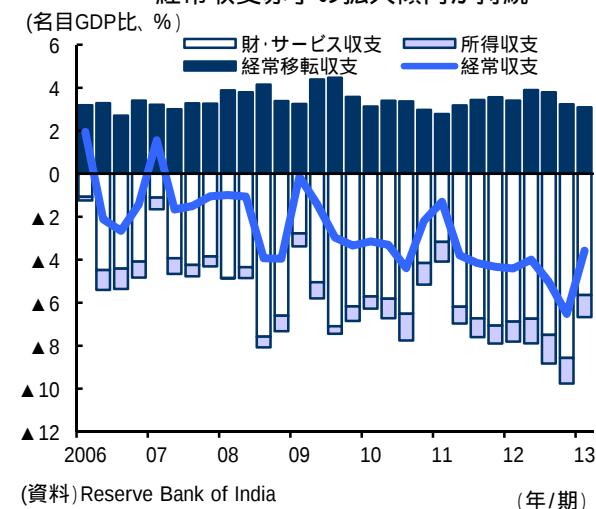
輸出

中東・アジア・EU向けを中心に足元減少
米国向け輸出は増加傾向



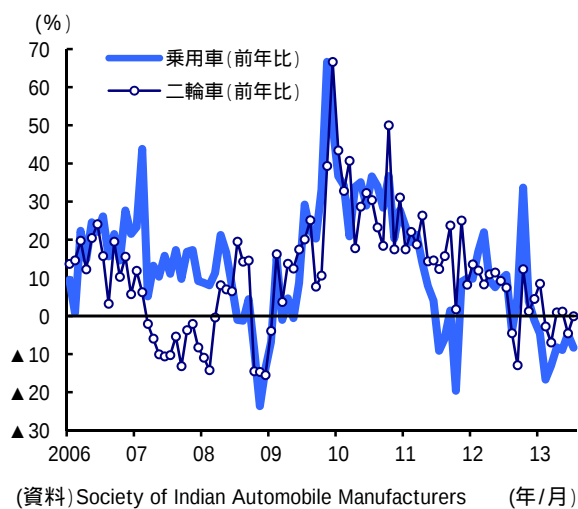
BOP

財・サービス収支赤字を主因とした
経常収支赤字の拡大傾向が持続



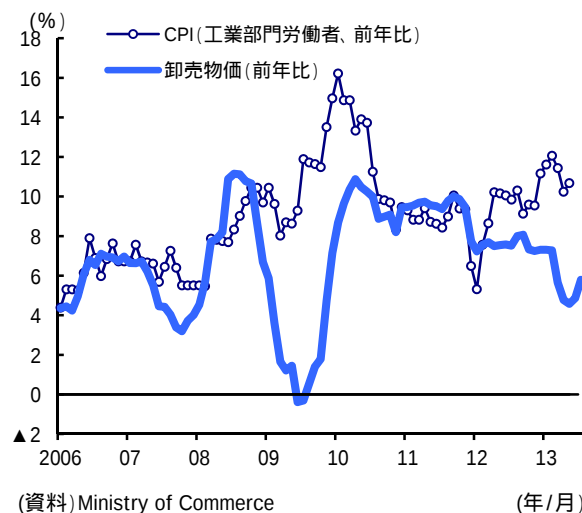
家計

燃料価格上昇、高金利、増税などを背景に
自動車販売は前年割れが持続



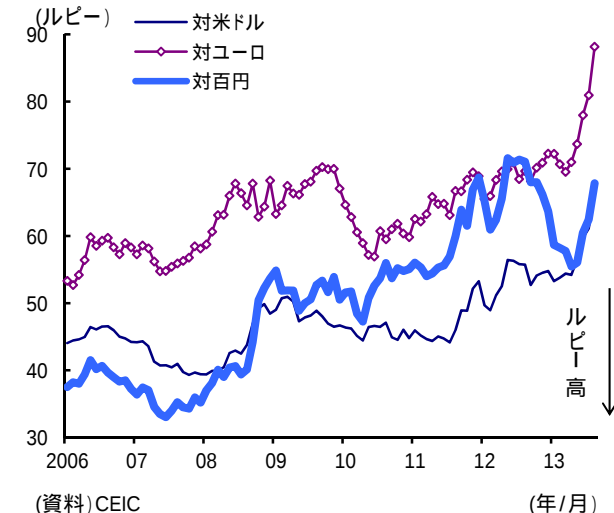
物価

卸売物価は足元で伸び率が再加速
消費者物価は10%を上回る伸び率が持続



為替

5月下旬以降、QE3の早期縮小・終了観測を受けてルピー安が進展



インド：外資規制を一段と緩和

米国のQE3（量的緩和政策第3弾）の早期縮小・終了観測を背景としたルピー安が続くなか、政府は資本流入の安定性を高めるとともに、外資受け入れを通じた成長再加速を狙い、昨年秋口以降開始した直接投資に関する規制緩和を一段と強化。

7月中旬には通信、石油、防衛など12業種の外資出資上限を引き上げ、8月には昨年9月に緩和された小売業の投資に関わる付随条項を緩和。一連の緩和は、今後の対内直接投資の増加に作用するとみられるものの、本格的な増加には外資規制以外の各種投資阻害要因の改善が不可欠。具体的には、操業や建築許可の取得、訴訟に関わる行政の非効率性を改善し、円滑にビジネスを行える環境を整えることが重要。このほか、州政府が投資受け入れの決定に関わる多くの決定権を有しており、その判断が州ごとに異なること、州を跨ぐ取引に掛かる税があるため、インド国内での全国展開が難しいこと、なども、多国籍企業のインド進出を阻害している公算大。

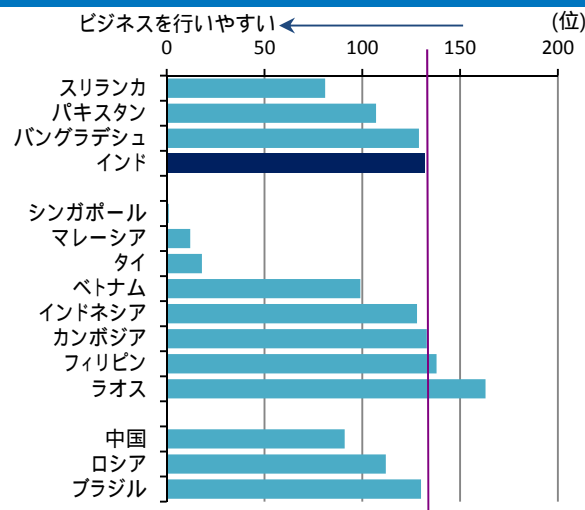
こうした状況の抜本的な改善に関わる議論は2014年の総選挙後までは行われないと見込まれるため、一連の改革にも関わらず資本流入速度は緩慢な状況が続く、景気押し上げ効果も限定的なものにとどまる見通し。

2012年9月以降の外資規制の緩和動向

公表日	発表内容
2012年9月14日	マルチブランドの小売業へのFDIを51%まで認可 通信、テレビ、衛星放送へのFDIを74%まで認可 航空会社へのFDIを49%まで認可
9月21日	海外借入に伴う源泉徴収税の引き下げ（2012/7～2015/6の間、20%から5%に引き下げ）
9月29日	National Investment Boardの設立を提案
10月4日	保険業へのFDIを51%まで認可 年金基金へのFDIを74%まで認可
2013年7月16日	通信業、石油、防衛、など12業種の外資出資上限比率を引き上げ
8月1日	小売業のFDIに関わる付随条項を緩和 * 付随条項の達成までの猶予期間の付与 * 原材料調達先企業に関わる規制緩和 * 出店地域に関わる規制緩和

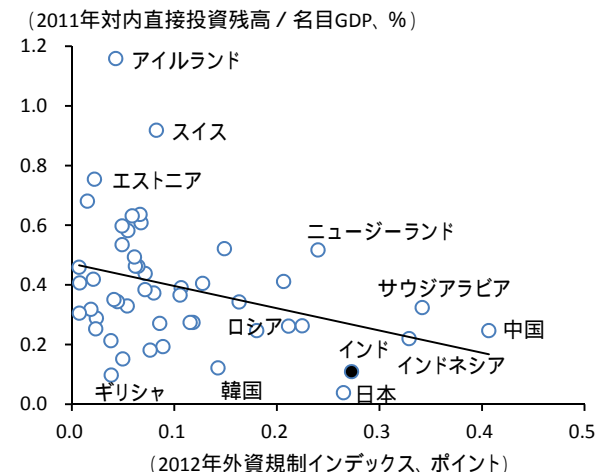
（資料）各種報道を基に日本総研作成

各国のビジネス環境の国際ランキング



（資料）World Bank Doing Business 2013

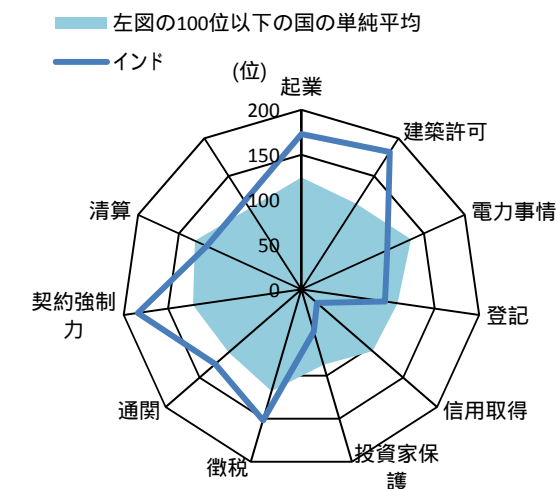
外資規制の度合いと対内直接投資残高の関係



（資料）OECD

（注）規制インデックスは0に近いほど規制が少ないことを示す。

項目別ビジネス環境の国際ランキング



（資料）World Bank Doing Business 2013

（注）中心に近いほどビジネス環境が良いことを示す。

インド：大幅なルピー安を主因に、景気は当面低迷する見込み

5月下旬以降、ルピー安が大幅に進展したことを主因に、見通しを下方修正。

インド経済は、ルピー安を受けた原油などの輸入物価の上昇が経常赤字と財政赤字の拡大、インフレ率の上昇に作用するため、景気減速下でも金融緩和や財政支出の拡大が困難。このため、当面、投資や耐久財消費を中心に景気低迷が持続する見込み。このほか、2013年度の高所得者向けの所得増税や一部の高額商品に対する物品税の引き上げ、中央・州政府の行政処理の非効率性を背景とした投資許認可の取得や土地の収用に時間がかかること、なども景気低迷の長期化に作用。

一部には、QE3の早期縮小・終了に伴う資本流出により、通貨安と経常赤字拡大の悪循環に陥り、景気が一段と下振れすると懸念する見方も。もっとも、為替市場の安定性を保持するための原資である外貨準備は、安定性の目安とされる月次輸入額3ヵ月分を大きく上回っているため、1991年のような通貨危機には至らない見込み。昨年9月以降の政府の経済改革を受けて投資マインドの改善が続いていること、2013年度予算においてインフラ関連への支出が拡大すること、などから景気底割れは回避できる見通し。

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	5.7	6.5
第1次産業	1.9	3.0	3.0
第2次産業	1.2	3.6	5.5
第3次産業	6.8	7.1	7.6
経常収支(名目GDP比)	▲ 4.8	▲ 4.4	▲ 3.9
中央政府財政収支(名目GDP比)	▲ 4.9	▲ 4.8	▲ 4.7
ボンベイ株価指数(期末)	18,836	20,343	-
対ドル為替レート(期末)	54.4	59.5	-
レボ金利(期末)	7.50	6.75	6.50
10年物国債金利(期末)	8.00	7.40	7.00

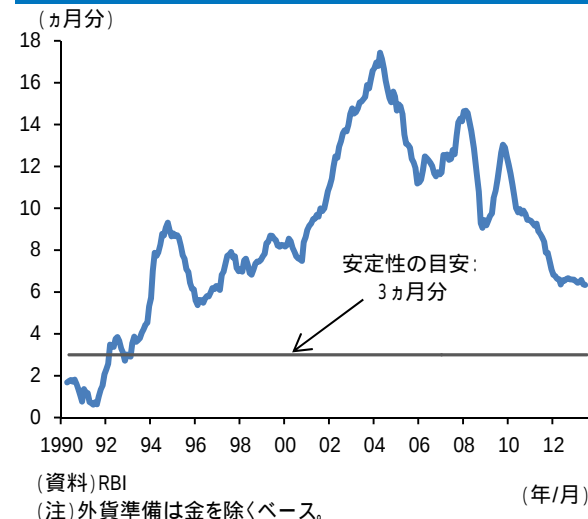
(資料) Reserve Bank of India

(注) 会計年度は4月～翌年3月。2013年4～6月期調査。

原油価格



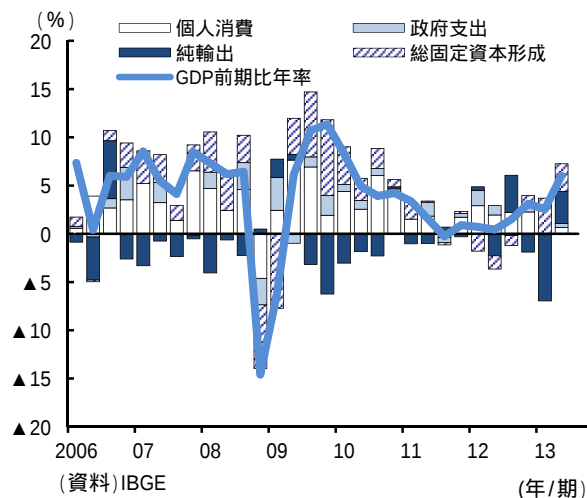
外貨準備÷月次輸入(後方12ヵ月平均)



■ ブラジル：4～6月期は予想に反しての高成長

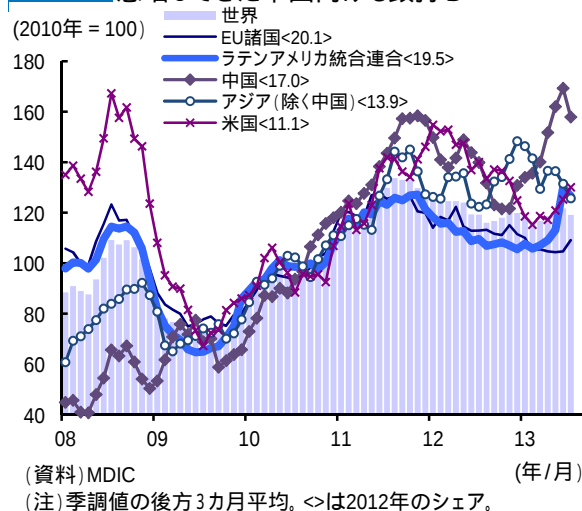
GDP

4～6月期のGDPは、成長が加速
輸出と投資が成長を牽引



輸出

輸出は足許再び弱含む兆し
急増してきた中国向けも頭打ち



企業

生産は緩やかな回復が持続
もっとも、設備稼働率の改善は足踏み



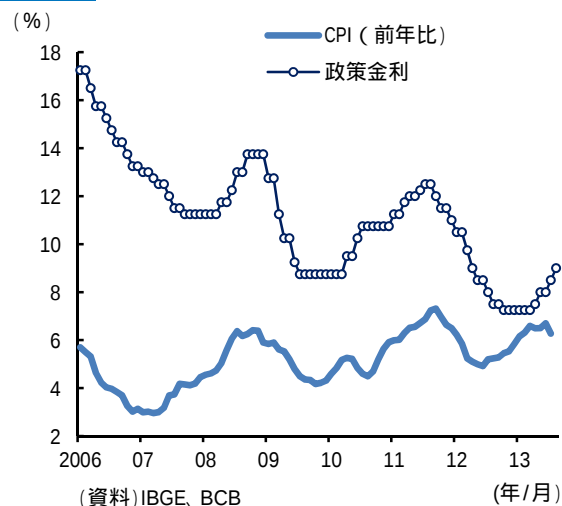
家計

名目所得の増勢鈍化にインフレ率高進が
加わり、個人消費の増勢が大幅鈍化



物価

インフレ率が高止まりするなか、中銀は
4月以降4会合連続で利上げを実施



為替

5月下旬以降、米量的緩和縮小観測を
背景に、大幅なレアル安が進行

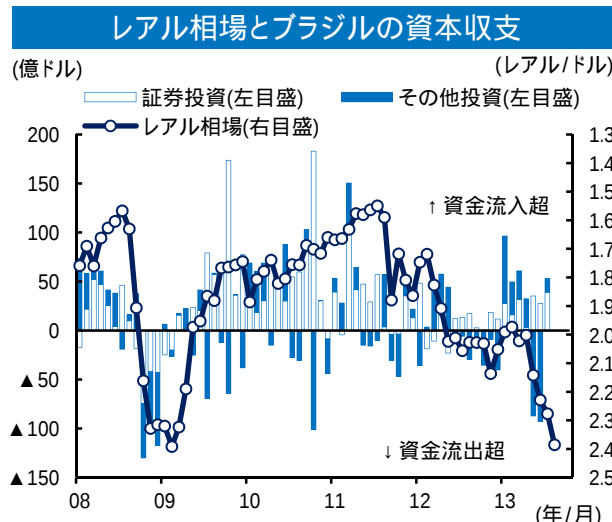


ブラジル：米量的緩和縮小、中国の成長率鈍化の影響が懸念

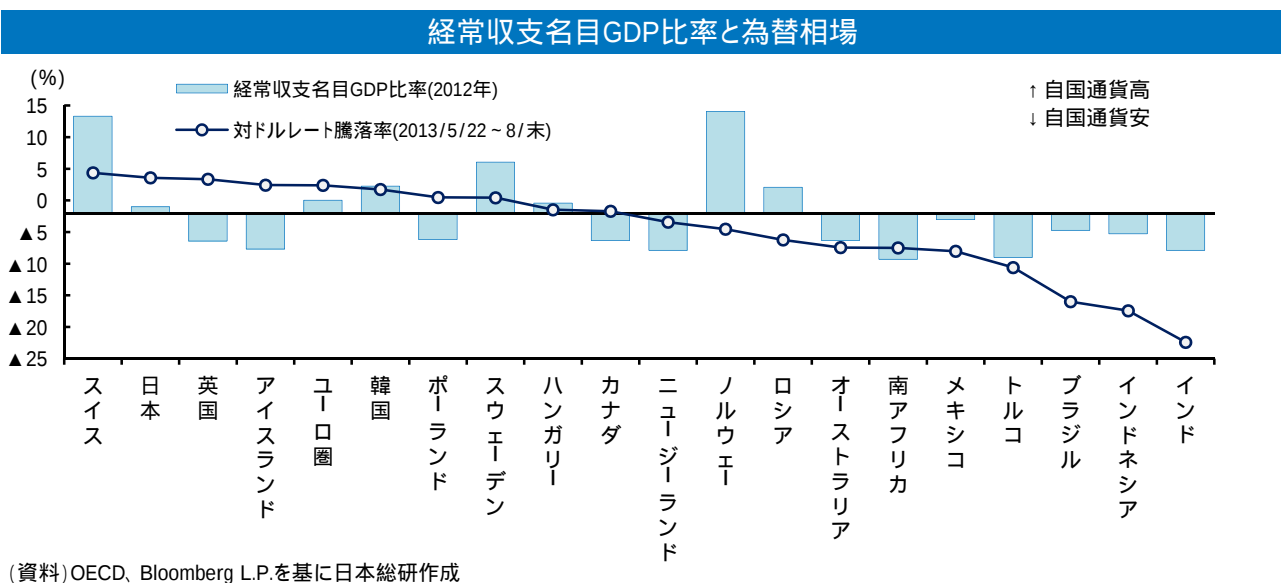
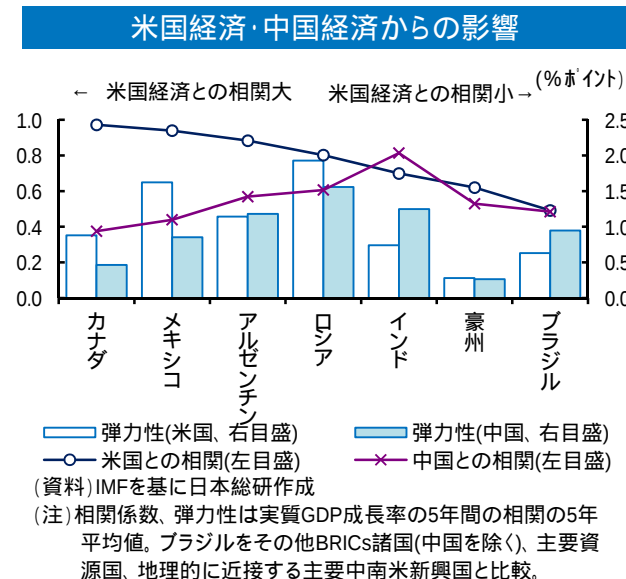
5月下旬以降、米国の量的緩和縮小観測が強まるなか、通貨レアルが大幅下落。資本収支の動向をみると、レアル下落局面でその他投資(借入等)を通じた資金流出が確認。

金融当局が通貨防衛に動くなか、7月にはその他投資(借入等)は資金流入に転じたものの、その後も通貨安が進行。5月下旬以降の通貨下落率の大きい国は、経常赤字を抱える新興・資源国という共通点を有しており、ブラジル一国の通貨政策だけで通貨安に歯止めがかかるか当面は予断を許さない状況。通貨下落は輸出品の価格競争力改善を通じて輸出・生産の押し上げに作用することが期待される一方、輸入物価の上昇を通じてインフレ圧力を強め、個人消費を下振れさせるリスク。

一方、金融政策の正常化に向かう米国景気の回復力が強まっていけば、ブラジルにも恩恵が波及することが期待。もっとも、ブラジル景気は、米国景気よりも中国景気から受ける影響の方が大。米国景気の回復力が強まって、中国景気の成長率鈍化が続けば、ブラジル景気は緩慢な回復にとどまる公算。



(資料) Banco Central do Brasil, Bloomberg L.P.
(注) 直近値は、資本収支が2013年7月、レアル相場が8月末時点。



■ ブラジル：成長率は一旦鈍化した後、緩やかに持ち直しへ

2013年4～6月期は、ルセフ政権下では最高となる2010年1～3月期以来の高い成長率を記録。内訳をみると、輸出や投資が成長を牽引。

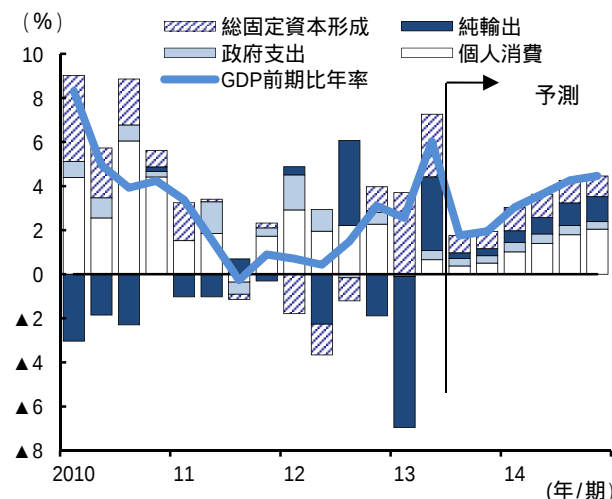
もっとも、2013年後半は、成長が一旦鈍化する見込み。背景として、4～6月期の輸出増は、一次産品(大豆)の収穫増による一時的な押し上げの寄与が大きく、反動が予想されること、食料品以外ではインフレ率の低下がほとんどみられないなか、インフレ率が高止まりし、個人消費が伸び悩む可能性があること、

金融引き締めによる貸出金利上昇が消費や投資を抑制するリスクがあること、等を指摘可能。

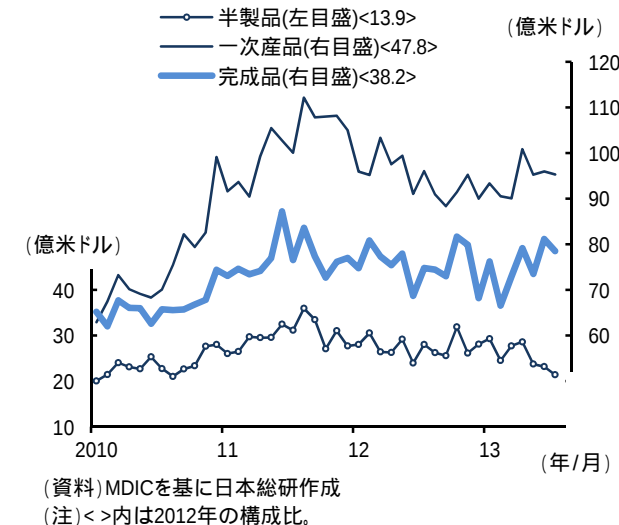
一方、2014年入り以降は、世界経済の回復や通貨安効果に伴い、輸出や輸出関連を中心とした投資が底堅さを増してくると予想されること、金融引き締め効果等によりインフレが沈静化してくれば、個人消費の持ち直しが期待されること、等から、緩やかながら成長率も持ち直しへ。

もっとも、低成長が長引くリスクが存在。米国の量的緩和縮小・終了観測等を背景に資金流出が続き、「通貨安→インフレ高進→利上げ」という悪循環に陥れば、景気が大きく下振れする恐れ。

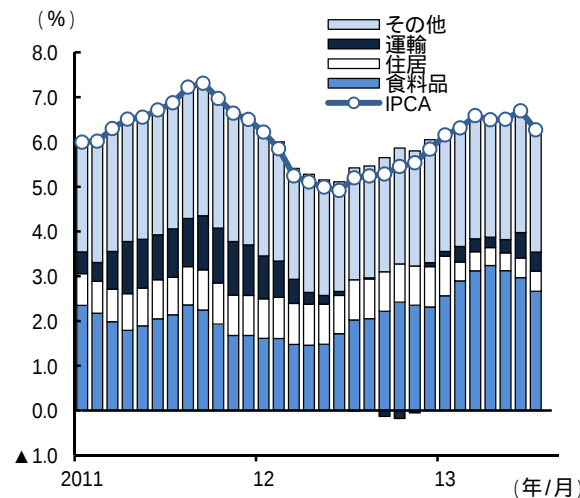
実質GDP成長率の見通し(前期比年率)



品目別名目輸出



消費者物価指数(IPCA、前年比)



消費者マインドと小売上の推移



ミャンマー：進展する経済開発

ミャンマー各地で、工業団地や経済特区（SEZ）の整備計画が進展。今後、注目されるのは二つのSEZ。

ティラワ

商業都市ヤンゴンの近郊。日本が官民あげて開発に関与しており、2015年から入居・操業が開始の予定。

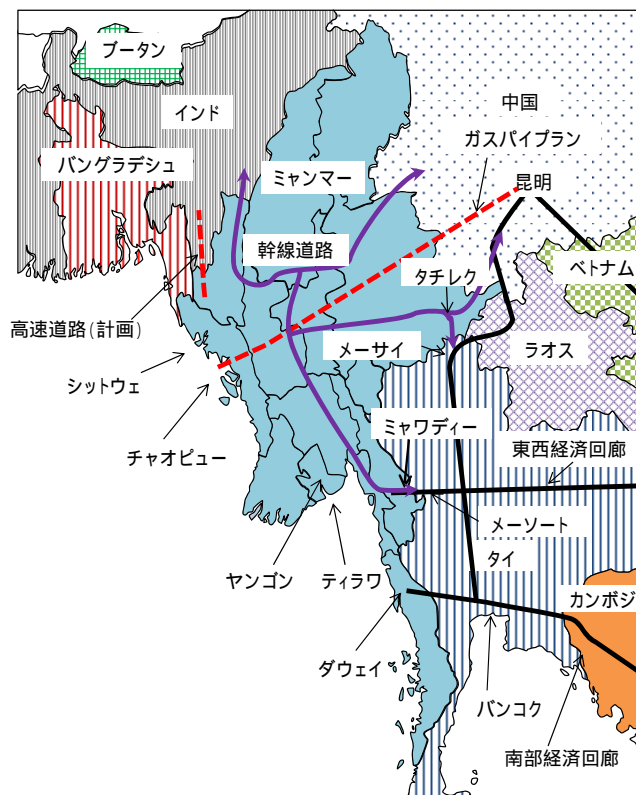
ダウエイ

ヤンゴンとバンコクに挟まれた地域で、ティラワの10倍の規模。南部経済回廊のベンガル湾への窓口としての位置付け。

一連の開発は、ミャンマーを資源国から輸出主導型経済へ転換させることを企図したもの。当面は資本財輸入の増加により貿易赤字が拡大する可能性があるものの、外資導入・工業化が着実に進展すれば、他のASEAN諸国と同様、輸出に牽引された経済発展が期待可能。

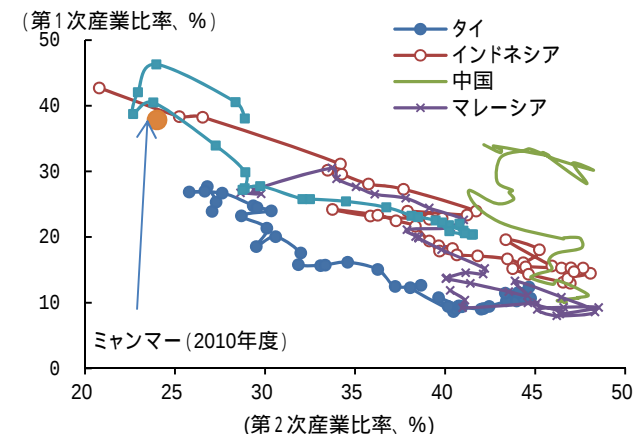
ミャンマーでの経済開発は、周辺国に与える影響も大。まず、タイを中心に、メコン域内での国際分業が進展。物資の調達・販売面でも、ミャンマーを経由させることで、物流コストが大きく低下。とりわけ、ダウエイ開発は、タイに進出しているわが国の機械メーカーに大きなプラス影響。

ミャンマーの重要開発地域



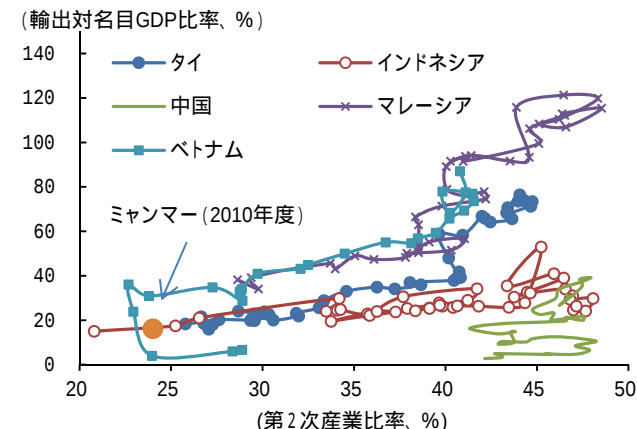
(資料)日本総合研究所

各国の産業比率の変化(1971～2011年)



(資料) World Bank, IMF, CSO.
(注1) ベトナムは1986～2011年。
(注2) ミャンマーの輸出比率はIMF DOTの2010年暦年値を基に計算。
(注3) ミャンマーの会計年度は4月～翌年3月。

第2次産業と輸出比率(1971～2011年)



(資料) World Bank, IMF, CSO.
(注1) ベトナムは1986～2011年。
(注2) ミャンマーの輸出比率はIMF DOTの2010年暦年値を基に計算。
(注3) ミャンマーの会計年度は4月～翌年3月。