
新興国経済展望

2013年6月6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

(松村 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：成長パターン比較 p. 11

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

概観：期待外れの景気回復

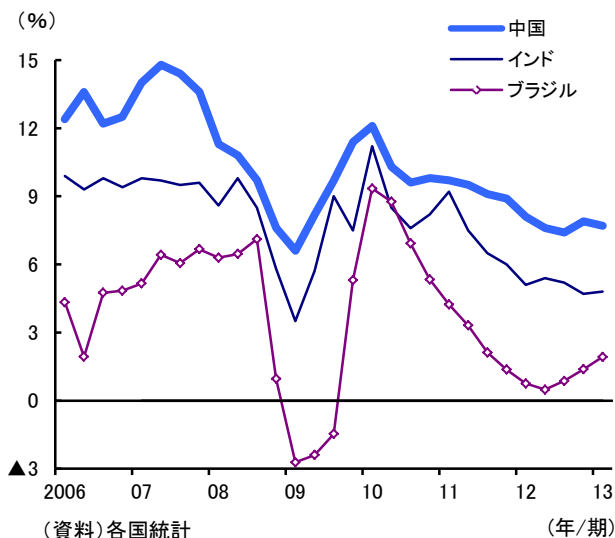
景気は総じて低迷が持続。ブラジルの成長率は徐々に高まっているものの、依然として2%を下回る緩慢なペース。インド・中国の成長率は、低水準で横ばい圏内。とりわけ中国は、1～3月期は予想に反して成長ペースが鈍化。

製造業の新規受注も悪化の兆し。中国では、好不調の分かれ目となる50を下回ったほか、インド・ブラジルでもプラス幅が縮小。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。

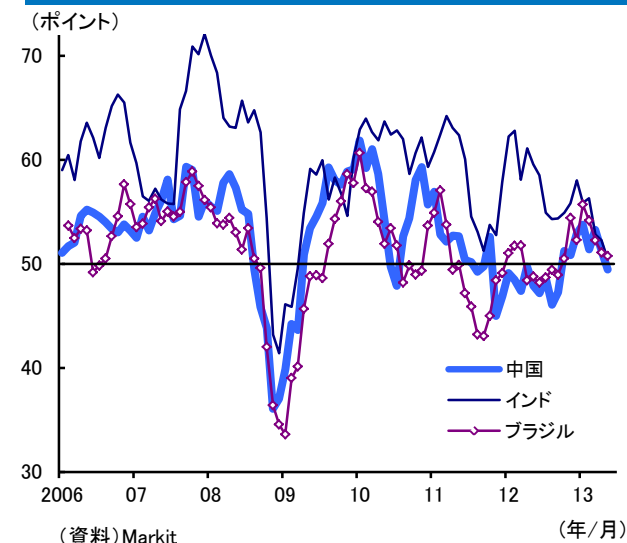
こうした状況を受け、インドでは今年に入ってから段階的に利下げ。もっとも、物価上昇に対する懸念が残るなか、利下げペースは緩やか。一方、不動産市場の再過熱が懸念される中国では現状維持が続いているほか、インフレ圧力が高まっているブラジルでは逆に金融引き締め。金融政策面からの景気刺激には、各国とも期待薄な状況。

OECD景気先行指数をみても、先行きの低迷を示唆。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、持ち直しが期待されていた中国・ブラジルでも回復力は脆弱。

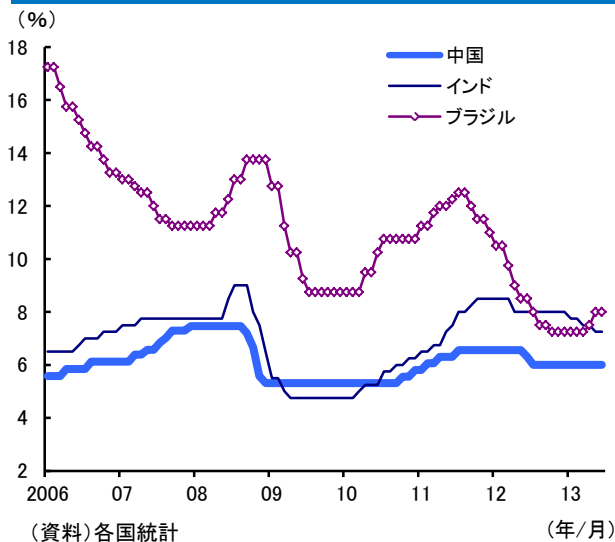
実質GDP成長率(前年比)



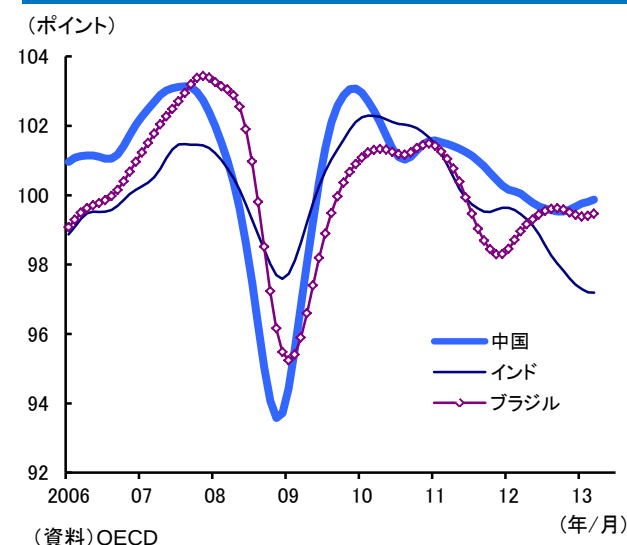
PMI 製造業新規受注指数



政策金利

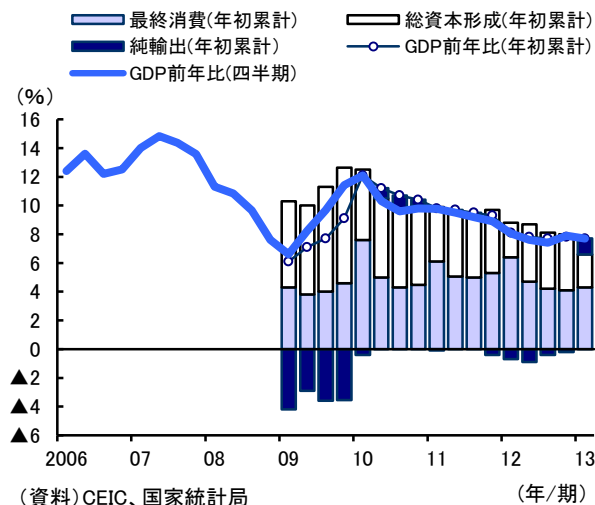


OECD景気先行指数

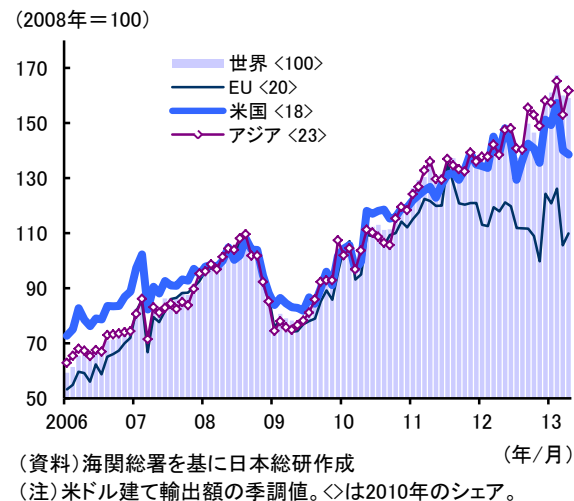


中国：1～3月期の景気は足踏み

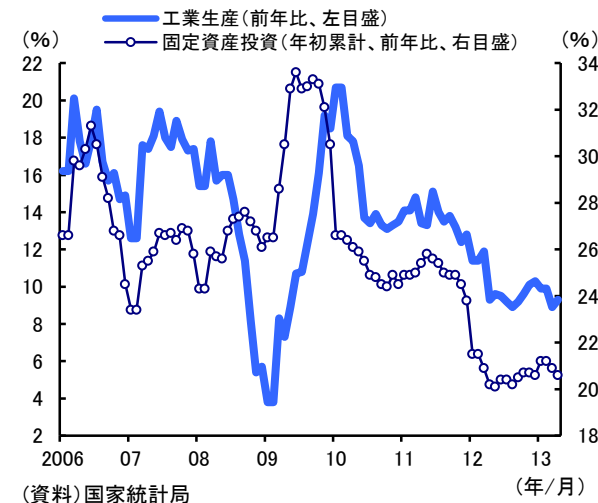
GDP 中国経済は回復に転じたものの、足許では
儉約令と在庫調整により回復に足踏み感



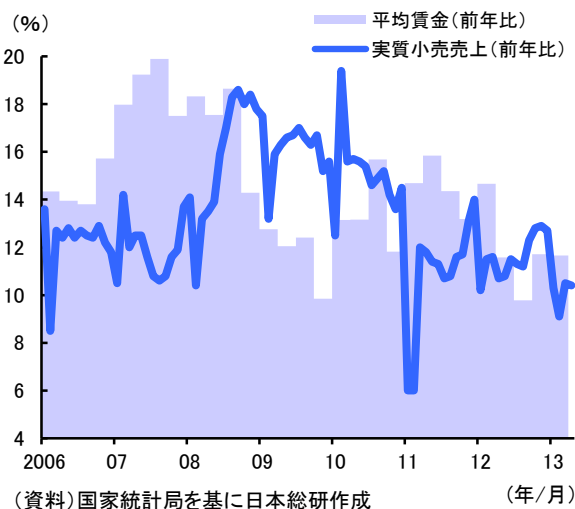
輸出 EU向けと米国向けは弱含み
アジア向けは堅調に拡大



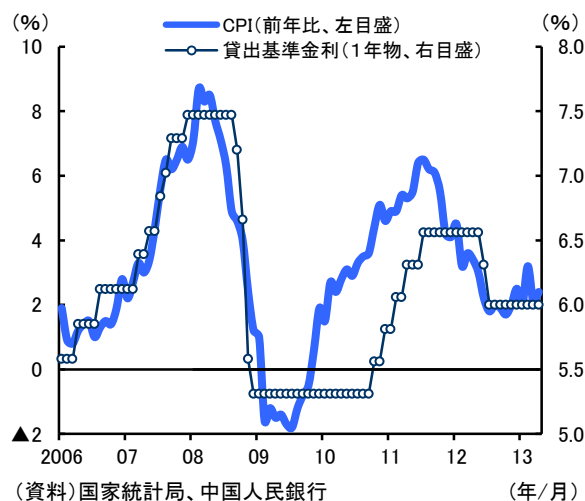
企業 春節以降、素材生産の増勢は鈍化
固定資産投資の持ち直しも足踏み



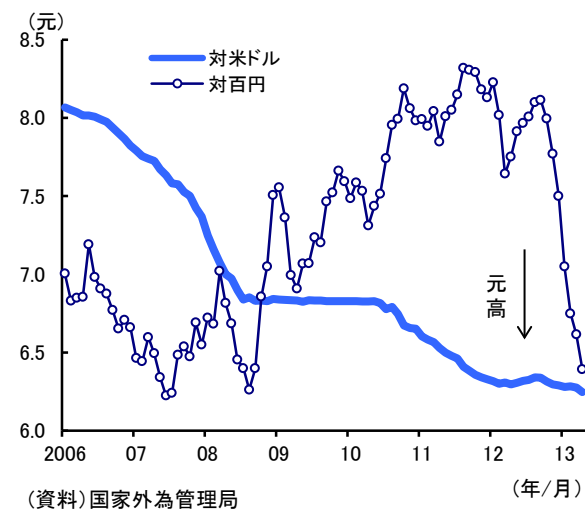
家計 賃金は二桁の伸びを維持
小売上の増勢は鈍化



物価 物価の上昇ペースは緩慢
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
対円は2012年10月から急速に上昇



中国：回復に転じた輸入

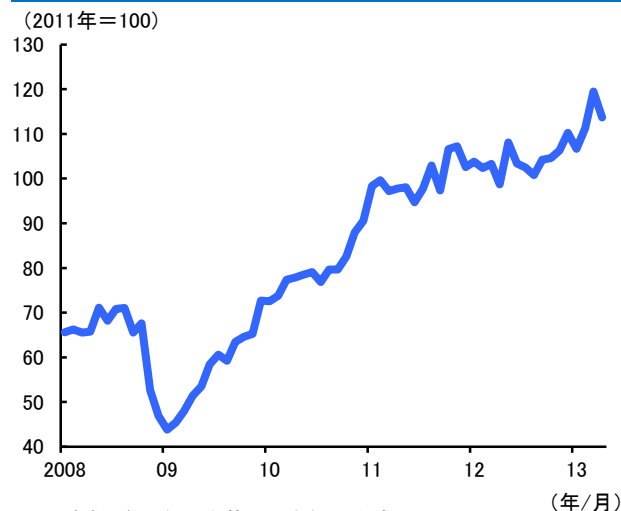
中国では、2012年末から輸入が回復傾向。景気対策により、景気が持ち直しに転じたことが背景。

もっとも、地域別にみると大きな違い。N I E sやASEAN、米国からの輸入は急増しているものの、EUからの輸入に弱含み。日本からの輸入は、EUを下回って底ばいで推移。

これは、中国の足許の回復パターンを反映した動き。すなわち、固定資産投資の抑制スタンスが続くなか、投資財の比率が高い日本・EUからの輸入の回復が遅れる一方、輸出と個人消費の持ち直しに支えられて、生産財・消費財の比率が高いN I E s・ASEAN・米国からの輸入は着実に拡大。

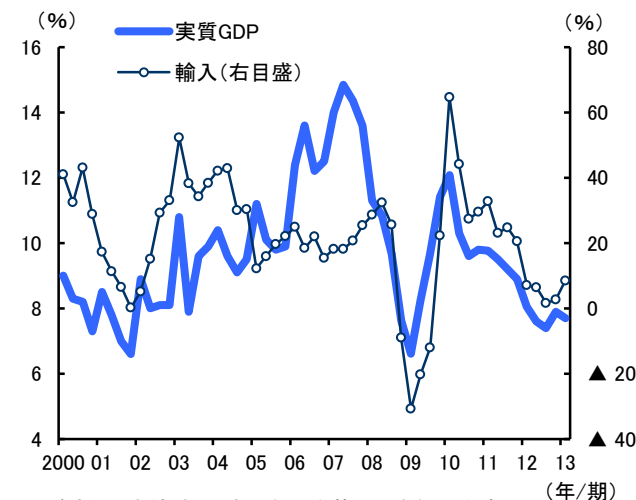
今後を展望すると、景気対策効果により中国の成長率が徐々に高まると予想されるなか、輸入の増勢は続き、日本からの輸入も早晚増加に転じる見込み。もっとも、過剰生産能力を警戒する政策スタンスが続くため、投資財の需要が急拡大する可能性は低く、日本からの輸入は緩慢な回復にとどまる見通し。

輸入(季調値)



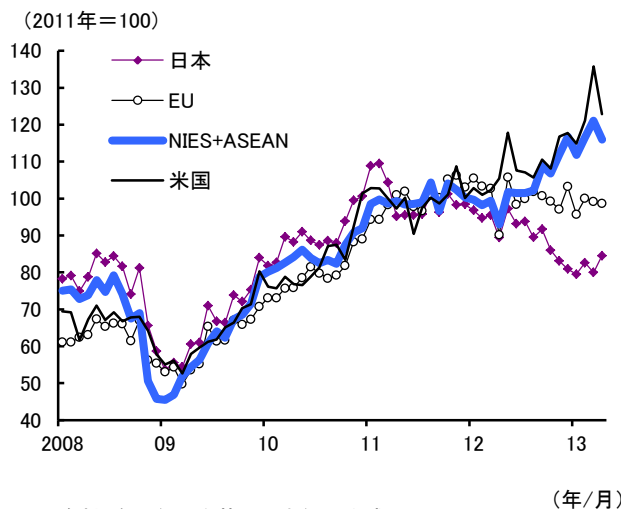
(資料) 海関総署を基に日本総研作成

実質GDPと輸入(前年比)



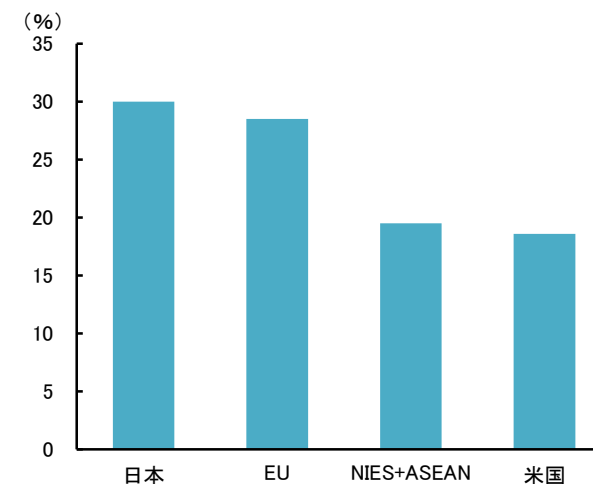
(資料) 国家統計局、海関総署を基に日本総研作成

地域別輸入(季調値)



(資料) 海関総署を基に日本総研作成

輸入額に占める産業用機械のシェア(2012年)



(資料) 海関総署を基に日本総研作成

中国：成長率は緩やかに回復

中国経済は、以下の3点により徐々に回復する見込み。

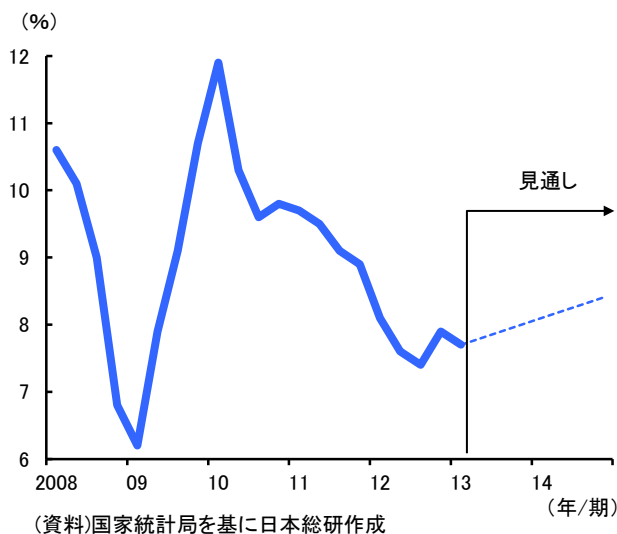
①景気対策効果の顕在化。鉄道など公共投資の拡大が続くほか、企業収益の改善とこれまでの政策金利の引き下げを受けて、低迷している民間設備投資が回復へ。実際、企業の業況判断DIは2四半期連続で改善。

②世界経済の回復による輸出増。OECD景気先行指数が7カ月連続で上昇するなど、世界経済は回復基調。

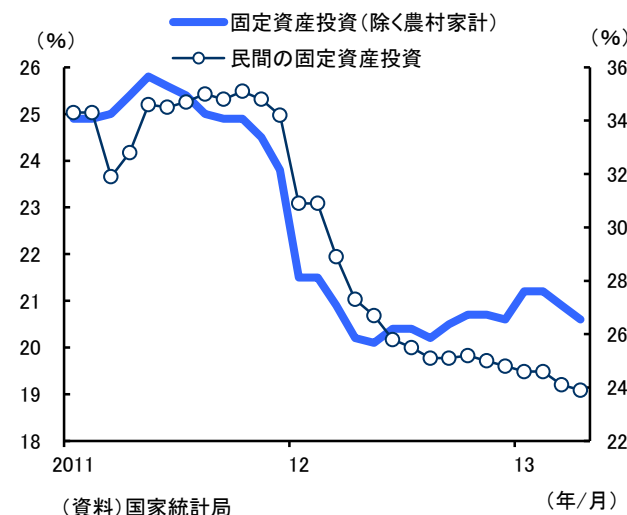
③個人消費の拡大。良好な雇用情勢と最低賃金の引き上げが続くなか、中小小売業の消費財や飲食の売上高は高い伸びを維持。自動車や家電販売も好調。

ただし、成長率が高まらず、底ばいで推移するリスクも。金融緩和を背景とした海外マネー流入などにより、住宅価格の過熱感が高まれば、不動産市場に対する抑制策を強化する可能性。また、素材メーカーが在庫調整のための生産抑制を長期化する可能性も。

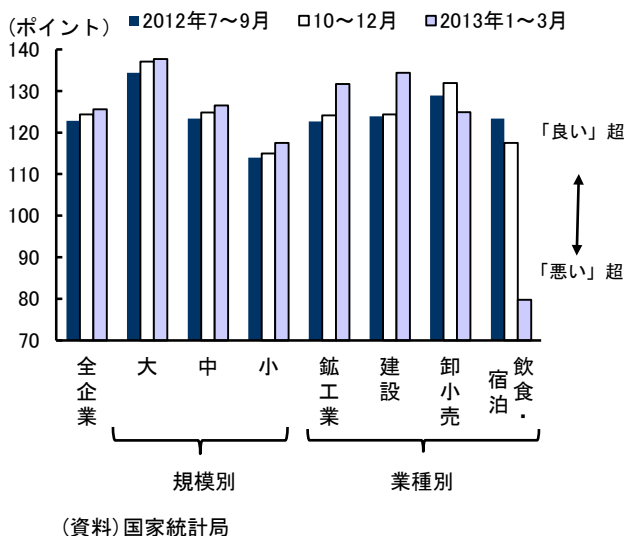
実質GDP成長率(前年比)



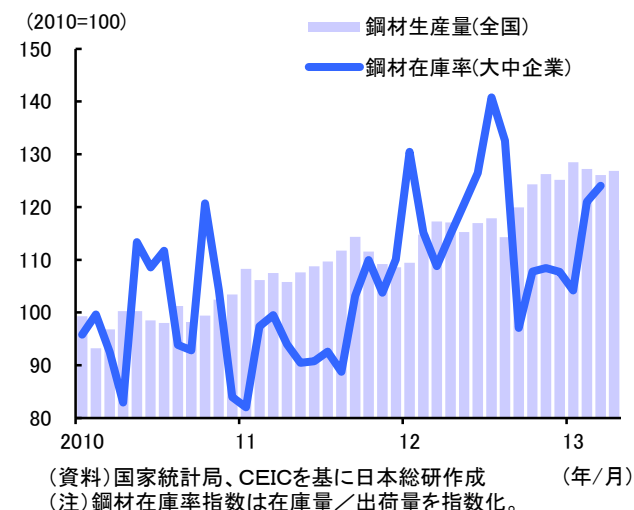
固定資産投資(年初累計、前年比)



企業の業況判断DI(前年比)



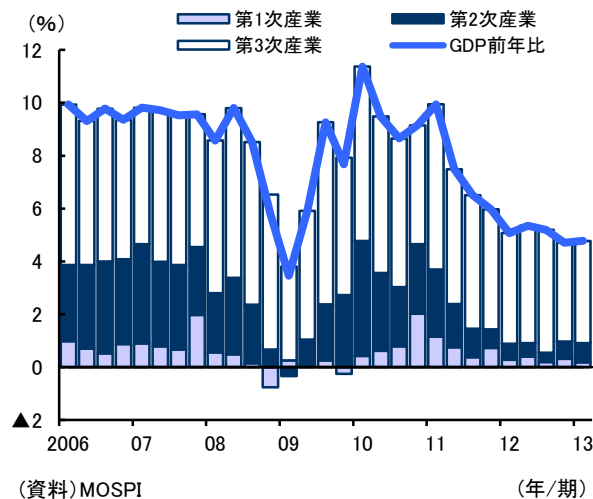
鋼材生産量と在庫率(季調値)



インド：景気は減速傾向が持続

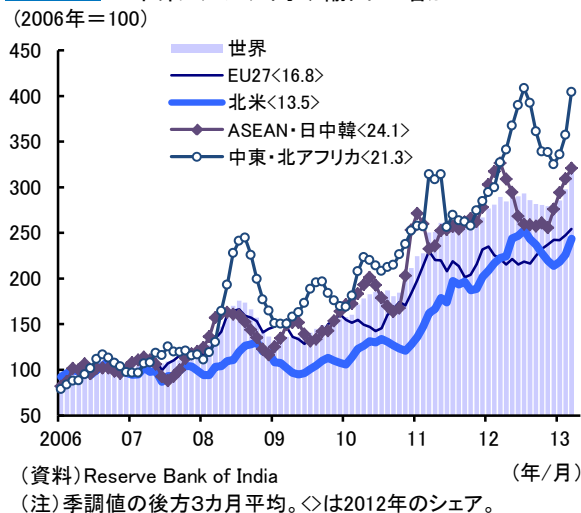
GDP

1～3月期の成長率は前年同期比+4.8%と2四半期連続の4%台



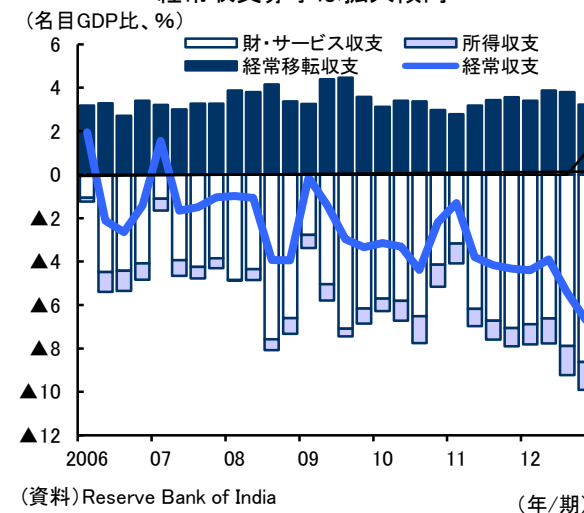
輸出

輸出は2013年入り後から持ち直し
中東・アジア向け輸出が増加



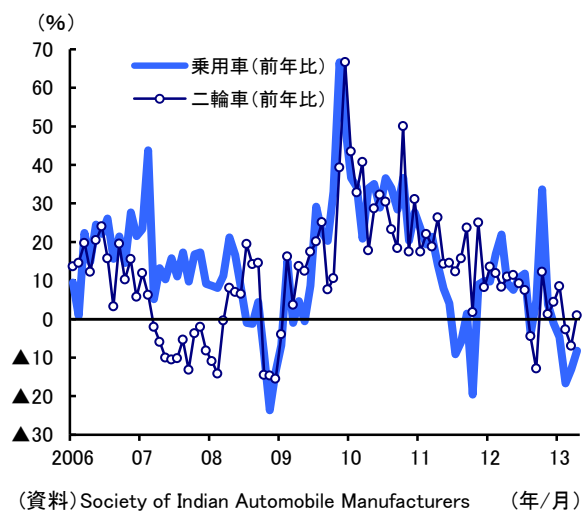
BOP

財・サービス収支赤字を主因に
経常収支赤字は拡大傾向



家計

燃料価格上昇、高金利、増税などを背景に
自動車販売の伸び率は鈍化



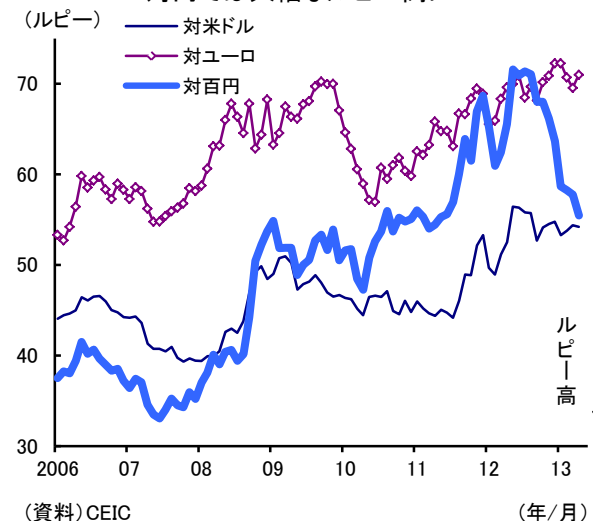
物価

卸売物価は伸び率が鈍化
消費者物価は10%を上回る伸び率に加速



為替

対ドル・ユーロでルピー安基調が持続
対円では大幅なルピー高に



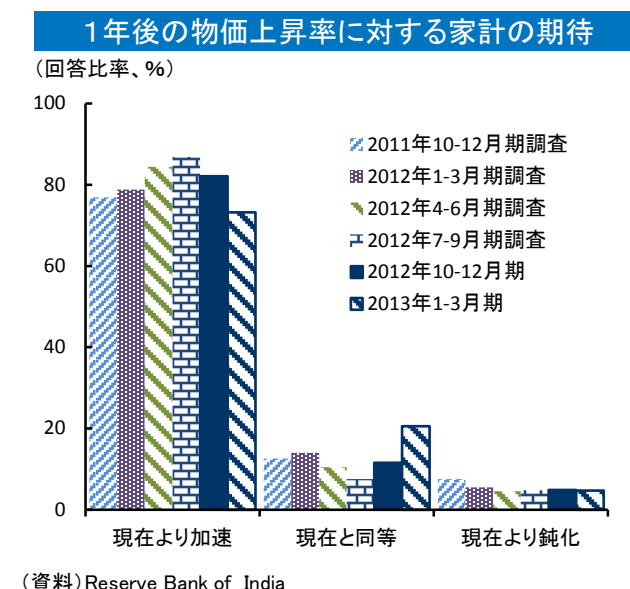
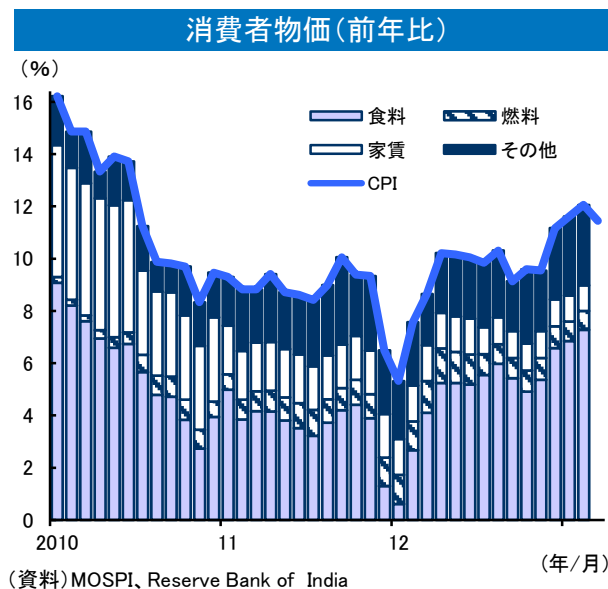
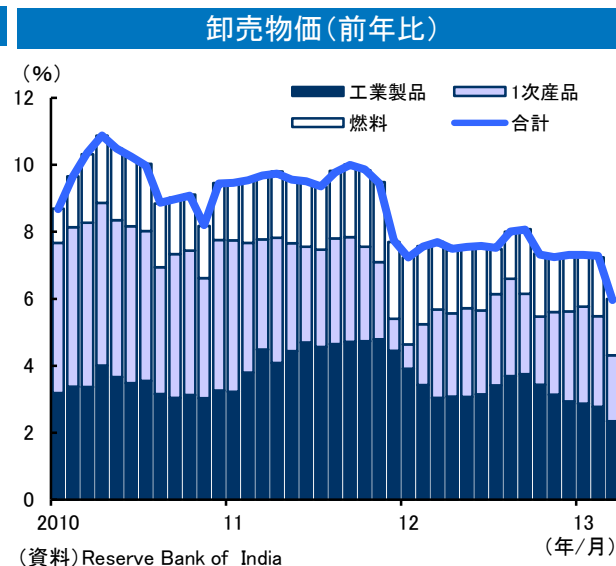
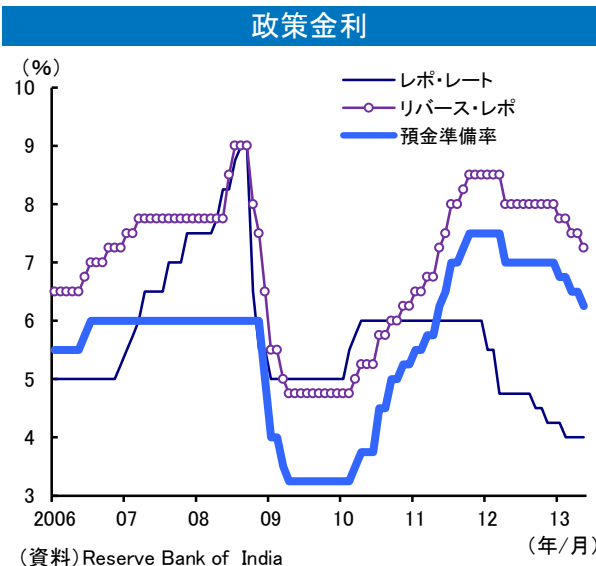
インド：金融緩和姿勢は続くものの、緩和ペースは緩やかに

インド中銀は、金融政策のスタンスをインフレ抑制から景気浮揚にシフト。2013年入り以降、3回連続で利下げが行われ、5月には、レポ・レート及びリバース・レポ・レートはそれぞれ7.25%、6.25%に低下。

金融緩和に転じた背景としては、①内需の低迷を受けた卸売物価上昇率の鈍化、②原油や金の国際価格の下落により、経常収支赤字の拡大に伴う通貨安と輸入物価上昇圧力が緩和したこと、などが指摘可能。

今後も金融緩和は続くと思込まれるものの、緩和ペースは鈍化する見込み。これは、①消費者物価上昇率は食料品を主因に逆に高まっており、期待インフレも依然として高い状況にあること、②SUVや排気量の高いバイクなどに対する物品税の引き上げや各種補助金の削減による物価上昇圧力が続くこと、③先進国を中心とした大規模な金融緩和に伴う資源価格の上昇リスクも残存していること、などを中銀が懸念しているため。

年初来の金融緩和の効果は、年後半にかけて徐々に顕在化すると見込まれるものの、金融緩和ペースは今後鈍化すると予想されるため、景気押し上げ効果も小幅なものにとどまる見込み。



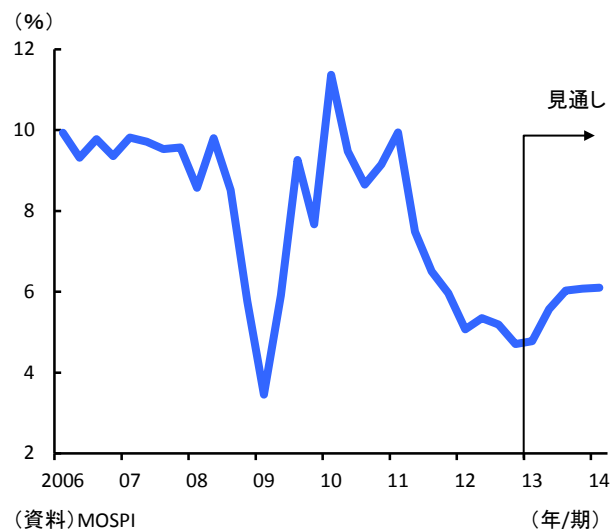
インド：金融緩和・景気刺激策を受けて景気は徐々に持ち直し

インド経済は、①金融緩和スタンスの持続、②昨年9月以降の政府の経済改革に伴う投資マインドの改善の持続、③2013年度のインフラ関連への支出拡大、などを背景に、耐久財消費や投資を中心に徐々に持ち直す見込み。

もっとも、①金融緩和ペースが今後和らぐこと、②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による下押し圧力が続くこと、③中央・州政府の行政処理の非効率性を背景に投資許認可の取得や土地の収用に時間がかかること、などから、景気回復ペースは緩やかにとどまる公算。

景気下振れリスクは、世界的な過剰流動性によるマイナス影響。先進国各国の金融緩和に伴う流動性の拡大などを受けて、鉱物性燃料や金の国際価格が大幅に上昇する場合、経常収支赤字の拡大、通貨安の進展、輸入物価の上昇の悪循環に陥るというシナリオも。その場合、インフレ圧力が一段と高まるなかで、金融緩和が困難になる可能性。

実質GDP成長率(前年比)



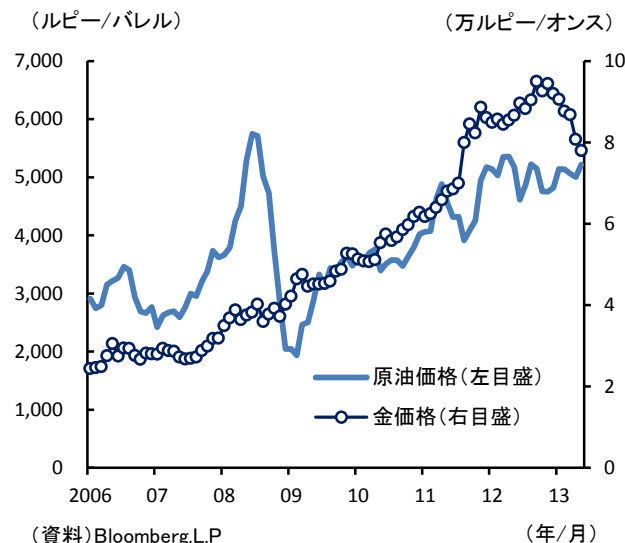
景気指標の市場コンセンサス(予測中央値)

	実績	見通し	
	2011年度	2012年度	2013年度
実質GDP前年比	6.2	5.5	6.0
第1次産業	3.6	1.8	3.0
第2次産業	2.7	2.5	4.4
第3次産業	7.9	6.6	7.1
経常収支(名目GDP比)	▲4.2	▲5.1	▲4.5
中央政府財政収支(名目GDP比)	▲5.7	▲5.2	▲5.0
ボンベイ株価指数(期末)	17,404	20,000	20,500
対ドル為替レート(期末)	51.2	54.3	53.8
レボ金利(期末)	8.50	7.50	7.00
10年物国債金利(期末)	8.56	8.00	7.70

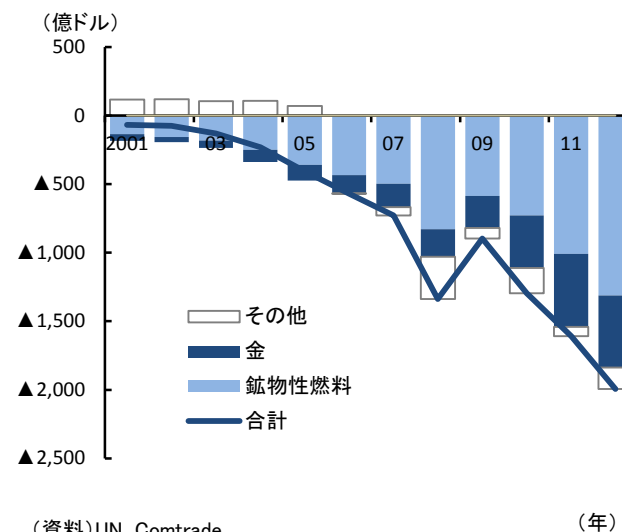
(資料) Reserve Bank of India

(注) 会計年度は4月～翌年3月。2013年1～3月期調査。

原油・金価格



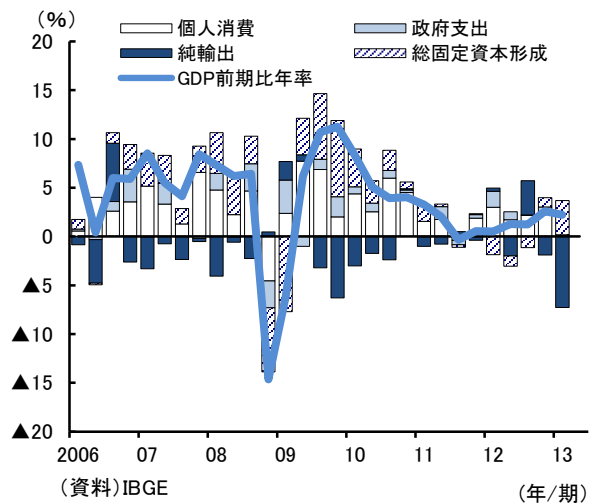
品目別貿易収支



■ ブラジル：投資に牽引され、緩やかな景気回復が持続

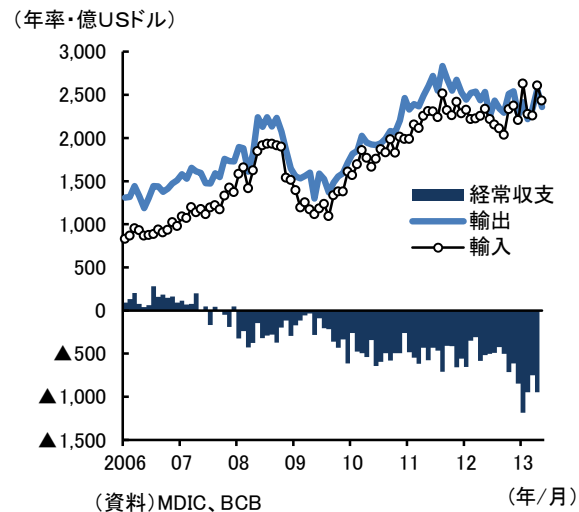
GDP

1～3月期のGDPは牽引役が消費から投資に
交替し、緩やかな回復が持続



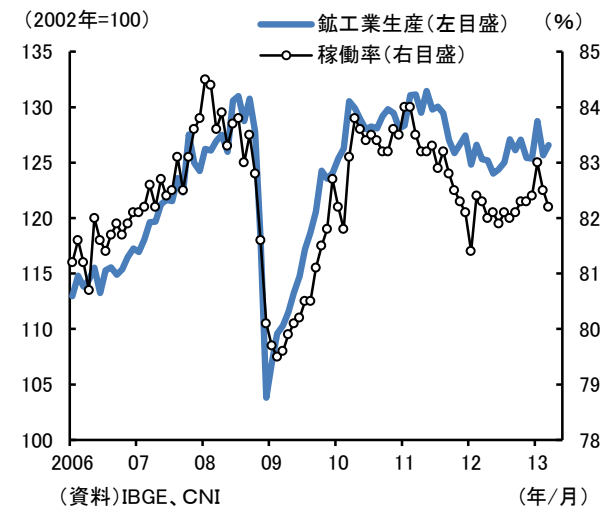
外需

輸出低迷と輸入高止まりにより、経常赤字が大き
く拡大



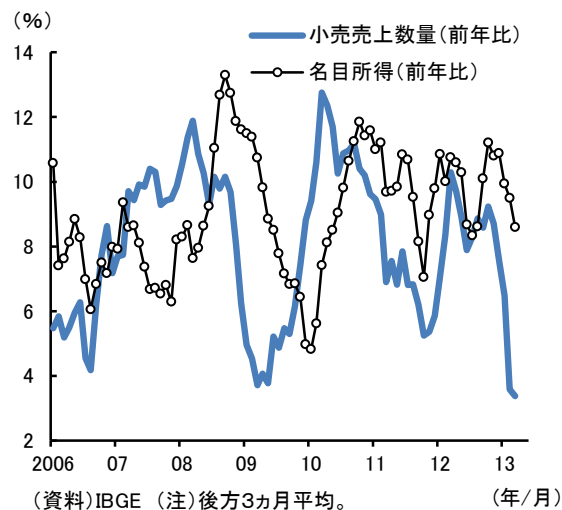
企業

資本財など一部の生産に持ち直しの動き
がみられるも、全体では回復が足踏み



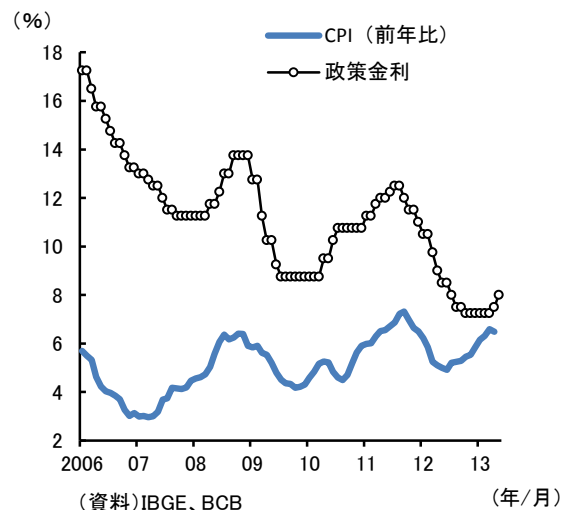
家計

名目所得の増勢鈍化にインフレ率上昇も加わ
り、個人消費は減速傾向



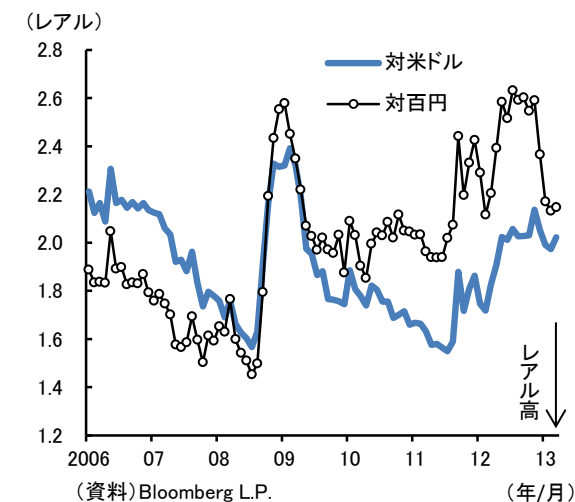
物価

インフレ率が高止まりするなか、中銀は2会合
連続で利上げ、かつ利上げ幅を拡大



為替

緩慢な景気回復やマンテガ財務相の通貨
安容認発言を受け、レアル高が一服



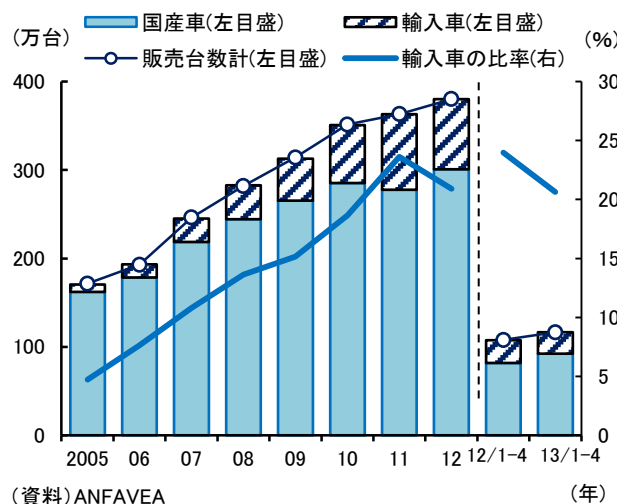
ブラジル：自動車市場の中長期的な拡大が成長を下支え

2012年の自動車販売台数が過去最高となったのに続いて、今年1～4月の累計販売台数も同期間の過去最高を更新。政府が2011年に導入した自動車に対する工業製品税の減税を逐次延長してきたことが販売下支えに寄与。こうした好調な販売に加え、2011年末から輸入車に対する工業製品税が引き上げられたことにより、輸入が抑制されてきたことから、国内生産は2012年入り以降堅調が続く、今年1～4月累計の生産台数が同期間の過去最高を更新。

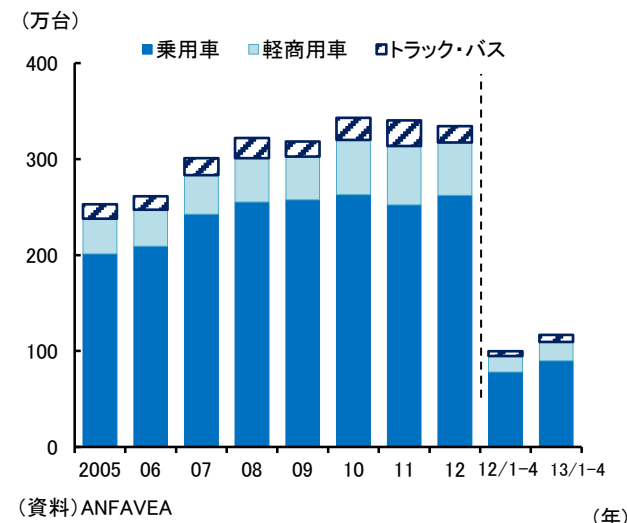
先行きを展望すると、減税策の段階的規模縮小が見込まれるほか、減税策終了後に反動減が生じる可能性があるものの、輸入車に対する工業製品税が輸入を抑制し続けることが期待されるほか、足許にかけて在庫調整が進展してきたことを踏まえれば、国内生産が大きく下振れするリスクは小。

中長期的にみても、自動車の潜在需要は大。国際的にみて所得水準が上昇するにしたいがい、一人当たり自動車の保有台数は増加する傾向。ブラジルでは近年の自動車の普及にもかかわらず、一人当たり自動車の保有台数は他国対比で依然低水準。良好な雇用環境が続くなか、所得水準の底上げが自動車消費・生産を押し上げる見込み。

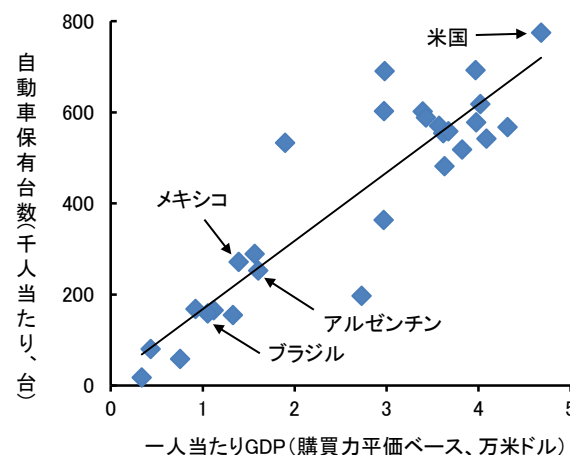
自動車販売台数と販売に占める輸入車の割合



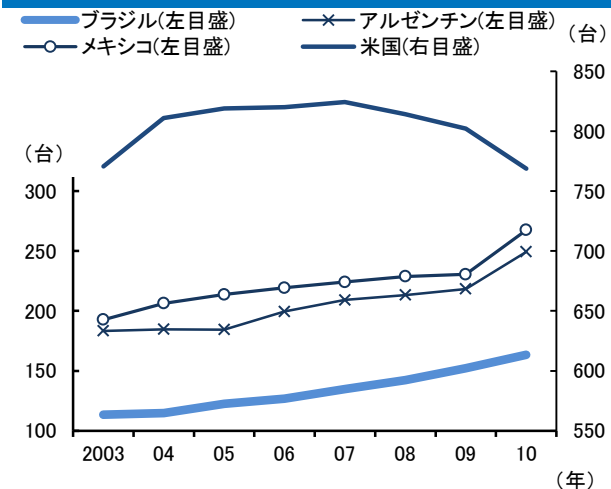
自動車生産台数



所得水準と自動車保有台数の関係(2010年)



千人当たり自動車保有台数



■ ブラジル：当面は下振れリスクが残るものの、緩やかに成長加速へ

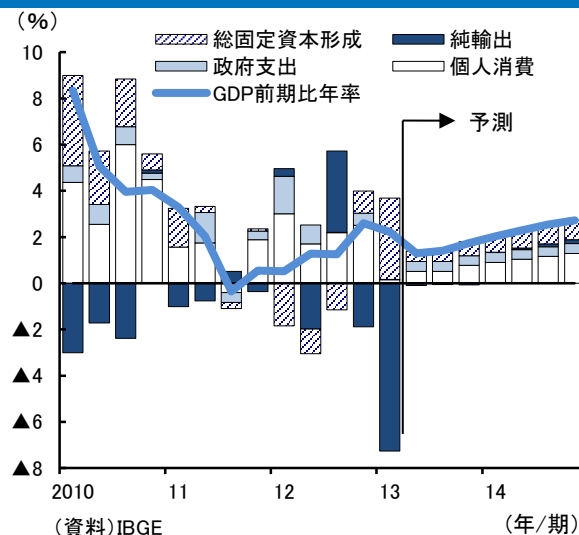
個人消費は、インフレ率の上昇に伴う実質所得の目減りや政府の消費喚起策の効果減衰等により、当面は下振れするリスク。もっとも、失業率の低下傾向や雇用者数の増勢が続くなか、天候不順に伴う食料品価格高騰という特殊要因の剥落や金融引き締め効果等によりインフレが沈静化に向かうにつれて、個人消費は緩やかに持ち直す見通し。

民間の設備投資は、資本財への減税が下支えに作用することが期待されるものの、輸出や生産が低調にとどまるなか、本格回復にはなお時間を要する見込み。一方、2014年のサッカーワールドカップや16年の夏季五輪開催に向けたインフラ投資の盛り上がりや固定資本形成の押し上げに作用する公算大。

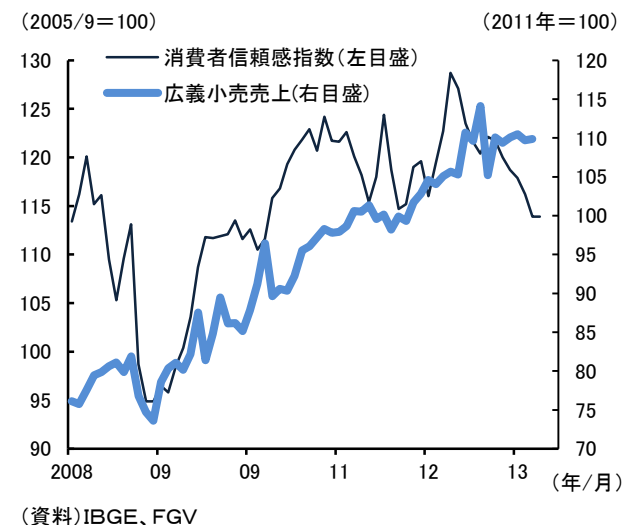
輸出は、資源需要の鈍化等により、当面は足踏み状態が続くとみられるものの、今後の世界景気の持ち直しに伴い、緩やかに増加する見通し。一方、輸入は、火力発電用の燃料輸入増という特殊要因が剥落するものの、インフラ投資に伴う資本財輸入等の増加により、高止まりが続くことが予想され、純輸出の成長への寄与は限られる公算。

以上を踏まえ、当面は景気下振れリスクが残るものの、2014年にかけて緩やかに成長が加速すると予想。

実質GDP成長率の見通し(前期比年率)



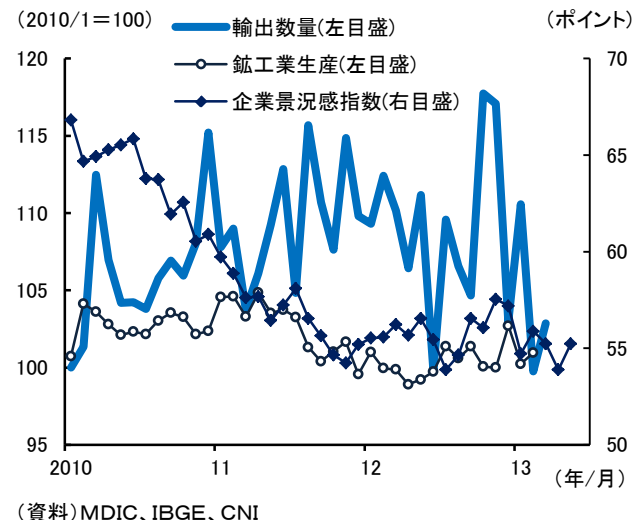
消費者マインドと小売上の推移



失業率と雇用者数増減



輸出、鉱工業生産と企業マインド



成長パターン：米国の軌跡をたどるブラジル、独自路線の中国

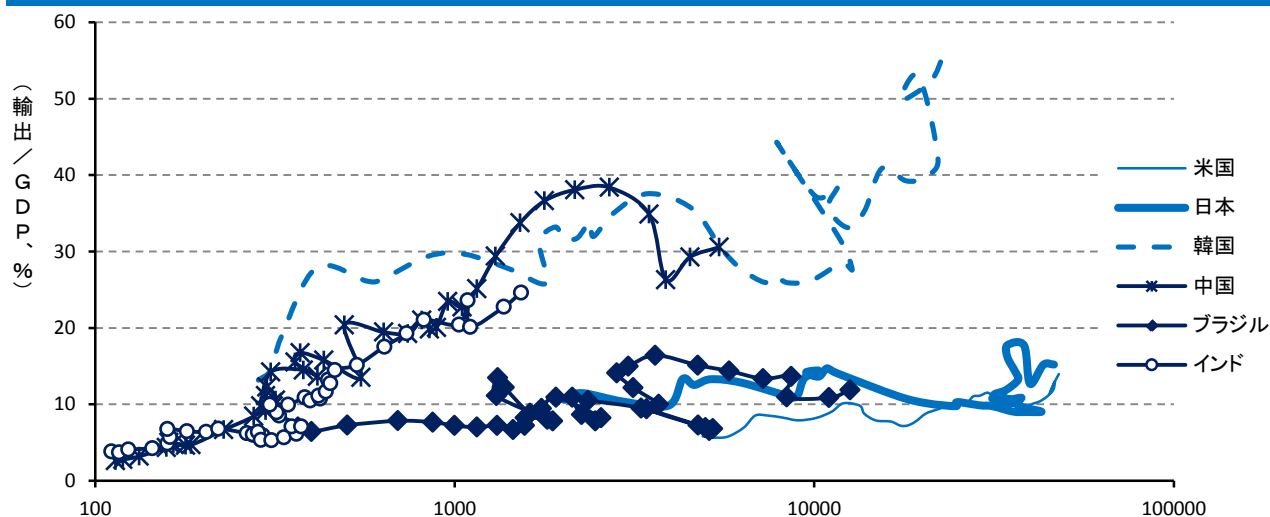
新興国の成長パターンを比較すると、中国・インド・ブラジルの間で大きな違い。

まず、輸出比率（GDP比）をみると、中国・インドでは、経済成長に連動して上昇する傾向。韓国のような輸出主導型の成長パターンであり、景気の好不調は輸出に大きく左右。一方、ブラジルの輸出比率は2割を下回っており、米国・日本と似た成長パターン。

また、内需の構成をみても、3カ国で大きな違い。中国・インドでは固定資本形成の比率が高く、投資主導型の成長パターン。逆に、ブラジルでは固定資本形成の比率が低く、消費主導型の成長パターン。

このように、ブラジルは米国型の成長軌跡をたどっているのに対し、中国は独自の成長パターンを模索。もっとも、他国に例をみない中国の異常に高い固定資本形成比率は持続困難。他国並みの30%程度まで引き下げるには、長期にわたり固定資本形成の伸びを成長率以下に抑制することが必要。中国の成長パターンに近づきつつあるインドも、投資主導型成長からの脱却が必要な段階へ。

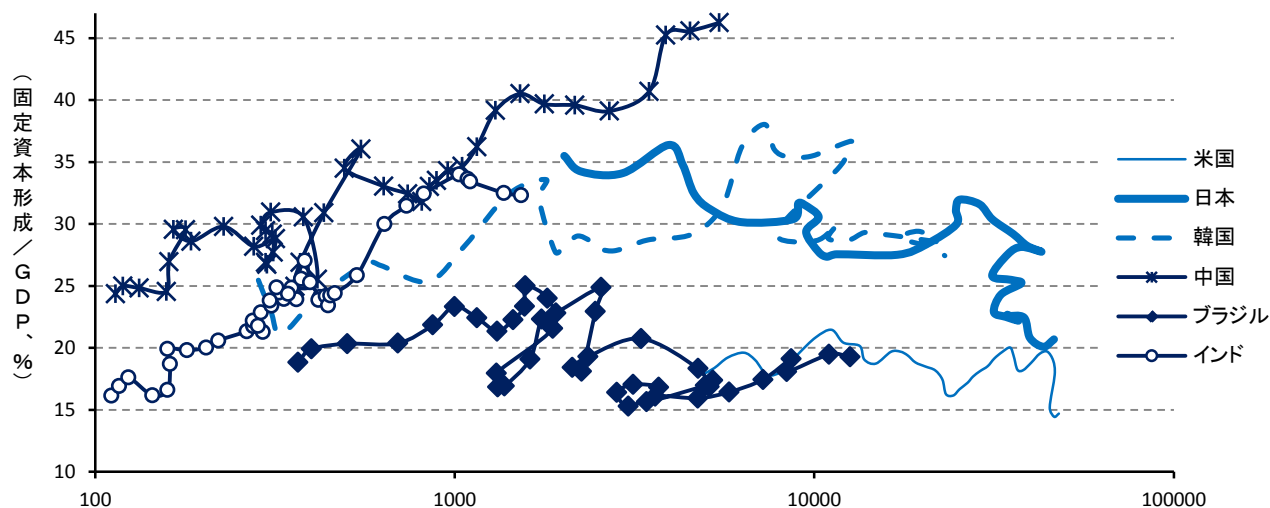
一人当たりGDPと輸出比率の推移(1970～2011年)



(資料)国連データを基に日本総研作成

(一人当たりGDP、米ドル、対数目盛)

一人当たりGDPと固定資本形成比率の推移(1970～2011年)



(資料)国連データを基に日本総研作成

(一人当たりGDP、米ドル、対数目盛)