
新興国経済展望

2013年3月7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 恵理菜 / 03-6833-6380 / inoue.erina@jri.co.jp)

トピックス：地域別の直接投資 p.11

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

概観：景気の方感にバラツキ

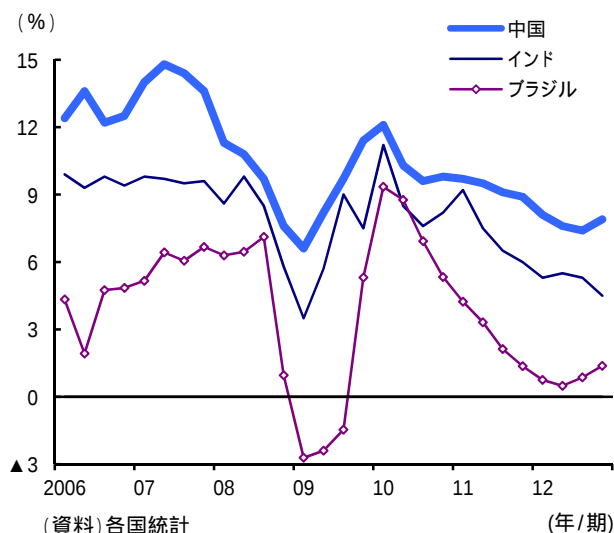
新興3カ国（中印伯）の景気の方感にバラツキ。中国・ブラジルでは成長率が持ち直しに転じたものの、インドでは減速に歯止めがかからず。景況感の違いは、景気刺激策の効果、内需の脆弱さを反映。

中国・ブラジルでは、製造業の生産活動も持ち直し傾向。PMIは、好不調の分かれ目となる50超幅が拡大。輸出向けは力強さがみられないものの、国内向けの耐久消費財・資本財などが牽引。

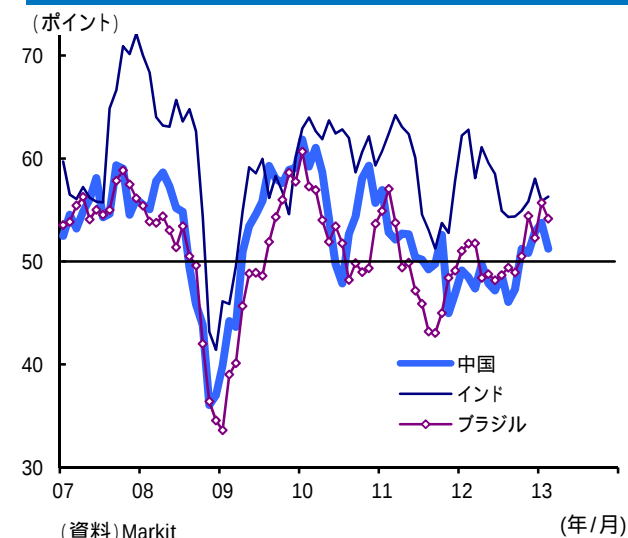
景気減速に歯止めがかかったこと、インフレや不動産価格の再高騰への懸念などから、中国・ブラジルでは金融緩和が一服。一方、景気減速が続くインドでは、1月に利下げ。財政政策では、各国とも引き続き景気刺激的なスタンスを維持。

OECD景気先行指数をみると、いち早く景気刺激策に動いたブラジルでは、他の2国に先行して回復。インドでも低下に歯止めがかかっており、先行きの景気底打ちを示唆。中国では横ばい状態が続いており、当局の引き締め的なスタンスが景気抑制要因として働いている可能性。

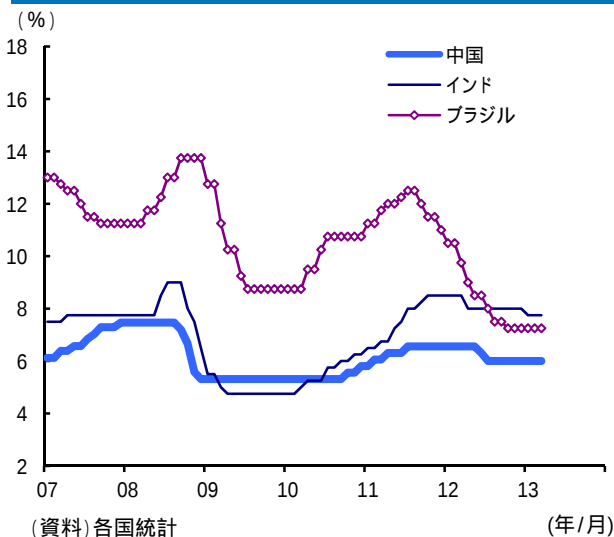
実質GDP成長率(前年比)



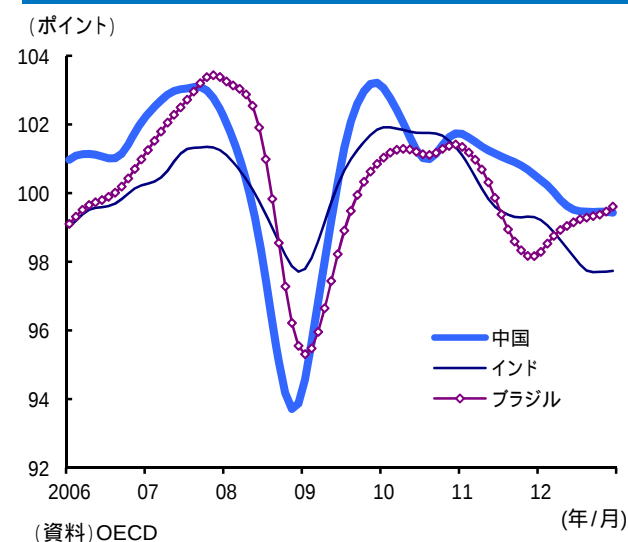
PMI 製造業新規受注指数



政策金利



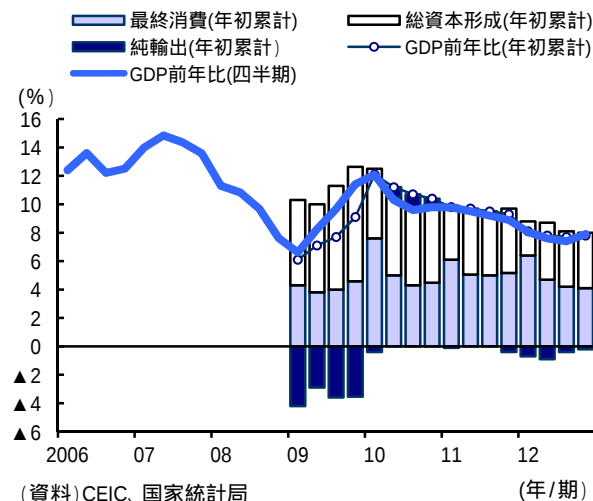
OECD景気先行指数



中国：景気の持ち直しが明確化

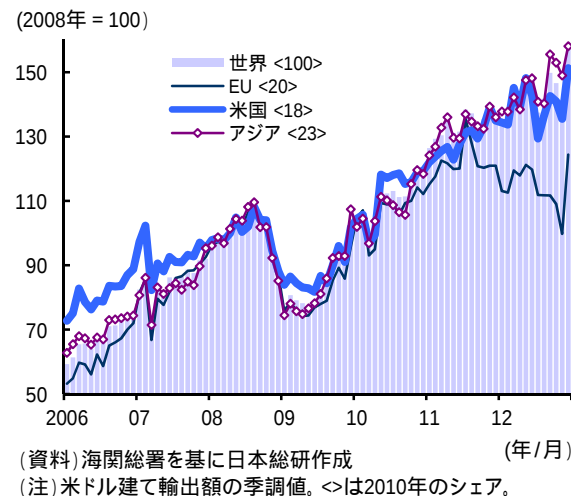
GDP

中国経済は景気対策と在庫調整の進展を受けて、持ち直しに転換



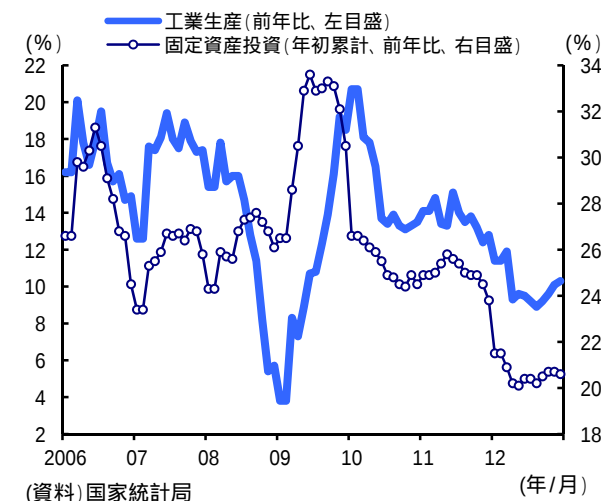
輸出

米国向けとアジア向けは過去最高水準
EU向けも急増



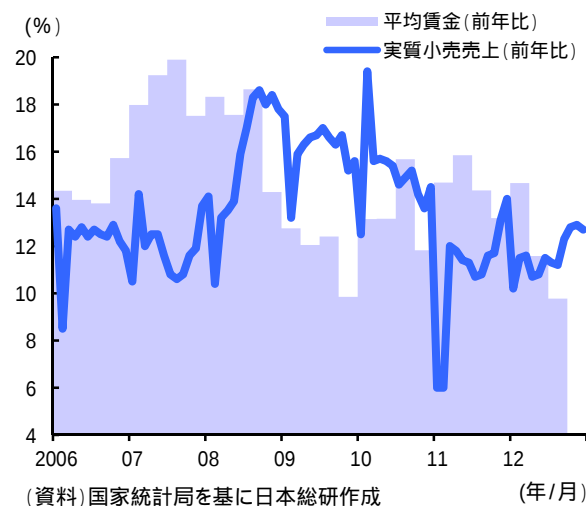
企業

生産は堅調に回復
固定資産投資は小幅に持ち直し



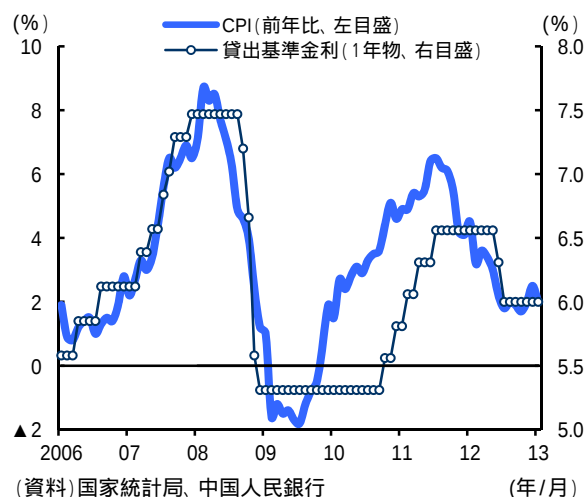
家計

賃金の伸び率は低下
小売売上は住宅市場の回復を受けて拡大



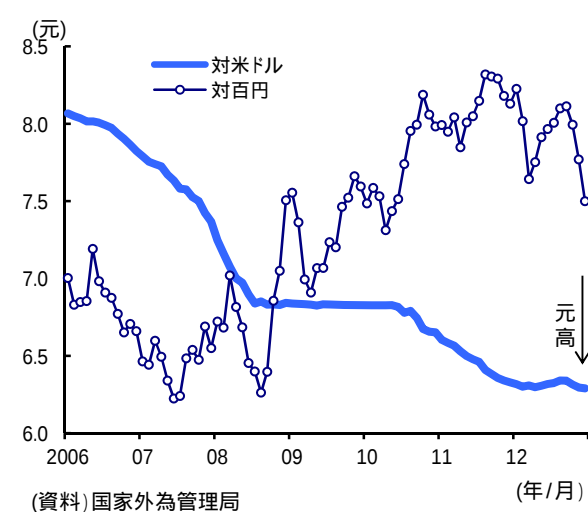
物価

インフレは沈静化
2012年6月以降、政策金利は横ばい



為替

対米ドルレートは横ばい
対円は2012年10月から元高進行



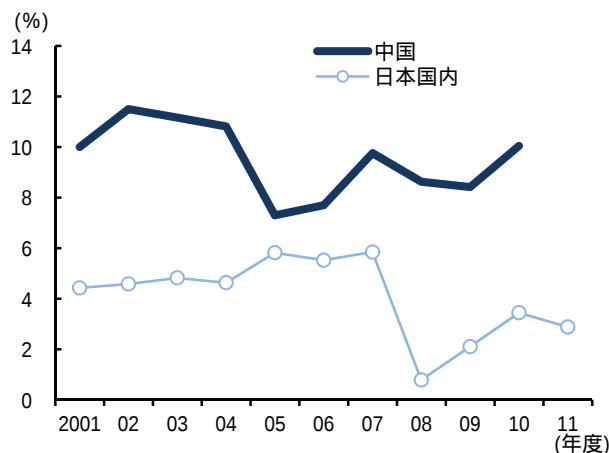
中国：高付加価値戦略をとる日系自動車メーカー

近年、中国自動車市場は急拡大。もっとも、日系メーカーのシェアは低下傾向。一方、中国・韓国メーカーのシェアは上昇。

主因はメーカー間の戦略の違い。利益率を重視する日系メーカーは付加価値の高い車・サービスを揃え、買い替え需要に狙い。他方、中韓メーカーは低価格を強みに、新規購入層を積極的に取り込み。足元では買い替え需要より新規需要の伸びが高いため、中韓自動車の需要が拡大。

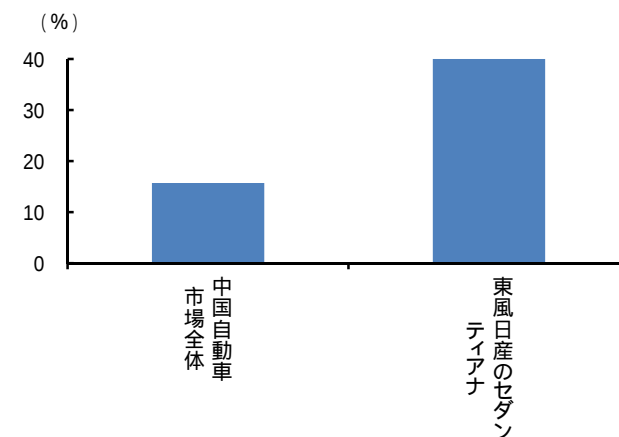
もっとも、中長期的にみれば、日本メーカーのプレゼンスは再び高まる見込み。自動車保有率が高まるにつれ、新規需要は伸び悩み、代わって買い替え需要が増加していく見通し。これが、高付加価値戦略を取る日本メーカーの追い風に。高品質・高い製品統合力・満足度の高いアフターサービスなどが、より良い車を望む買い替え層のニーズにマッチし、販売台数は着実に拡大する見通し。この結果、シェアは上昇に転じていく見込み。実際、全国に先駆けて買い替え需要が拡大している沿海部大都市では、日本メーカーのシェアは上昇傾向。

日本の輸送機械業の売上高経常利益率



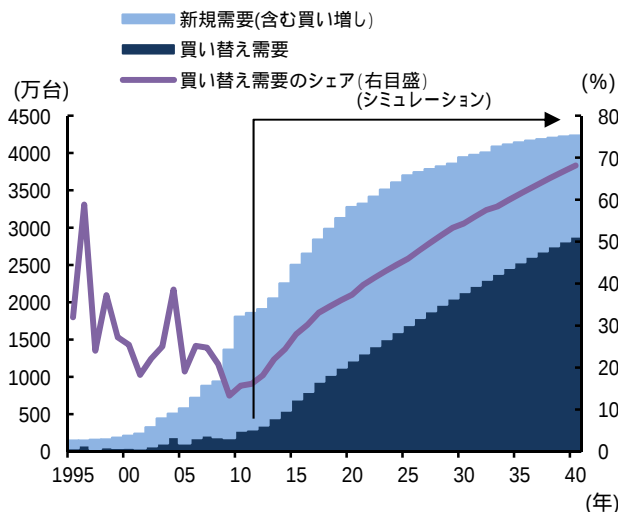
(資料)経済産業省「海外事業活動基本調査」、財務省「法人企業経年報」を基に日本総研作成

買い替え需要のシェア(2010年)



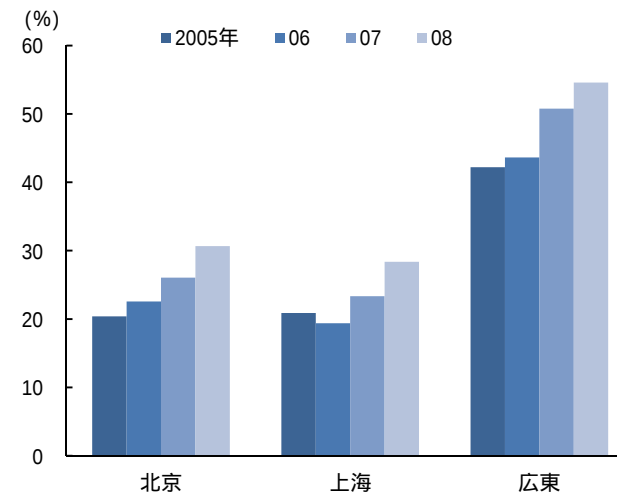
(資料)中国国家统计局、中国汽车工业协会、「100万台達成、中国で顧客を定着させる時期にきた」--東風汽車・中村総裁インタビュー」東洋経済ONLINE, 2010年11月10日、を基に日本総研作成

中国の自動車販売台数の長期予測



(資料)中国国家统计局、中国汽车工业协会を基に日本総研作成

日系メーカーの乗用車登録台数のシェア



(資料)フォーイン社「中国乗用車市場トレンド2009」

中国：政府による投資抑制で回復ペースは緩やかに

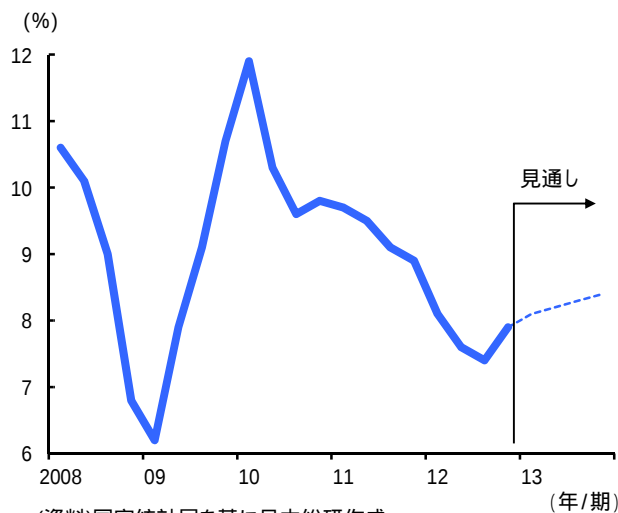
中国経済は、景気対策の効果が一段と顕在化することにより、持ち直しが続く見込み。鉄道など公共投資が拡大を続けるほか、企業収益の改善とこれまでの政策金利の引き下げを受けて、低迷している民間設備投資が回復へ。

一方、足元では企業収益の回復に伴い、過剰生産能力を抱えているにもかかわらず、設備投資を再拡大する製造業も。また、住宅市場にも再過熱の動き。

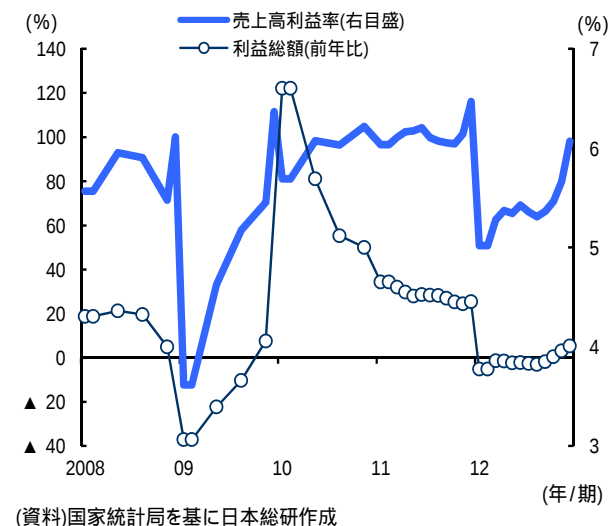
こうしたなか、政府は、過剰投資に対して警戒を強める姿勢に転化。投資抑制策を背景に、固定資産投資の伸び率は緩やかな持ち直しに抑制される公算大。実際、銀行融資残高の伸び率はやや低下し、資金面から投資需要を抑制。

こうした抑制的な政策スタンスが続き、2013年の成長率は8.2%にとどまると予想（2001～2011年の年平均10.4%）。2012年は予想外の景気下振れにより、構造調整の優先度を引き下げ、景気重視にシフト。しかし、景気の持ち直しが確認される2013年には、投資抑制策の優先度が再び引き上げられ、景気と構造調整のバランス重視に転換する見込み。

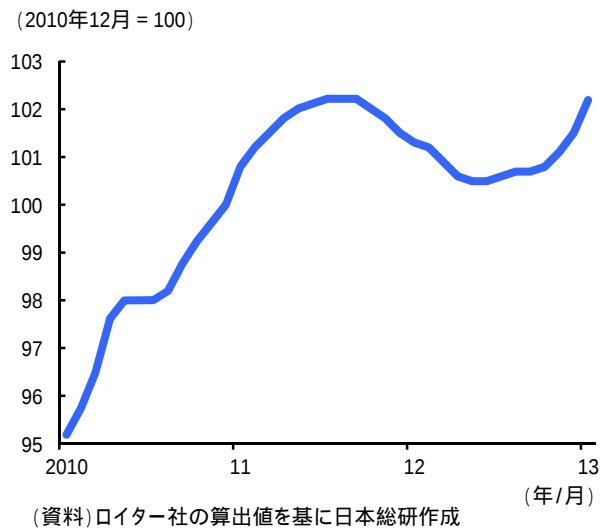
実質GDP成長率(前年比)



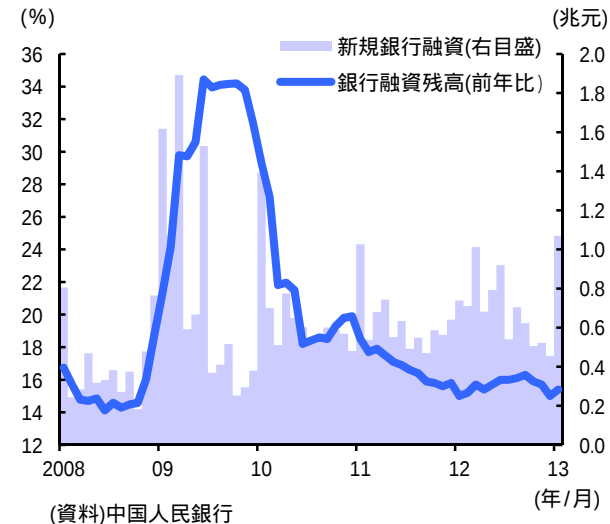
工業企業の企業収益(年初累計)



主要70都市の新築住宅価格



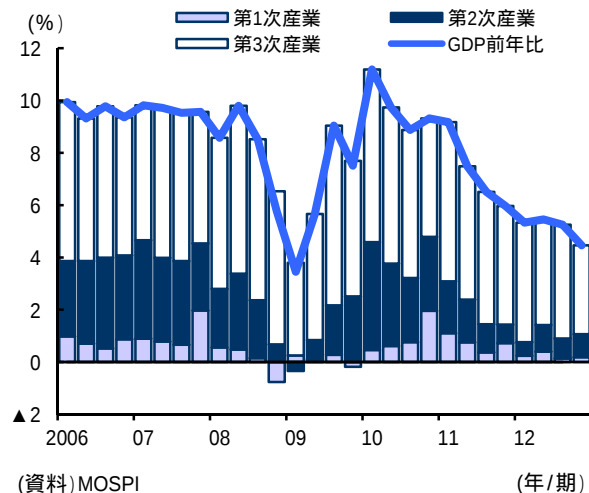
銀行融資



インド：景気は減速傾向が持続

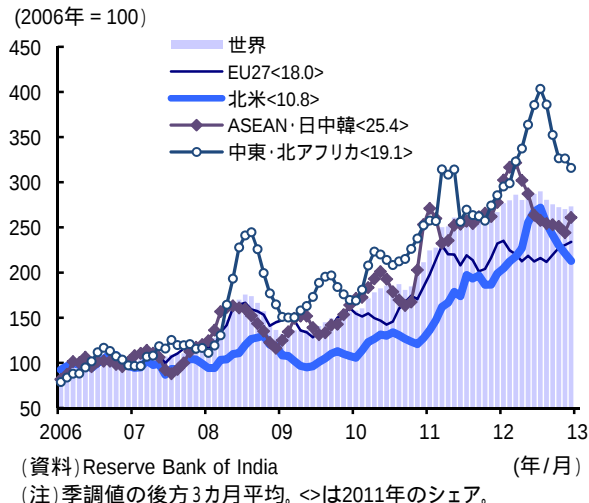
GDP

10～12月期の成長率は前年同期比 + 4.5%と一段と増勢が鈍化



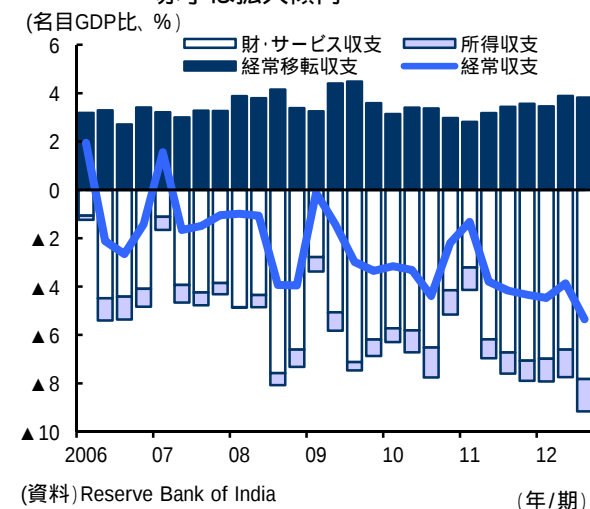
輸出

輸出は弱含み。2012年央以降、北米、中東・北アフリカ向けが減少



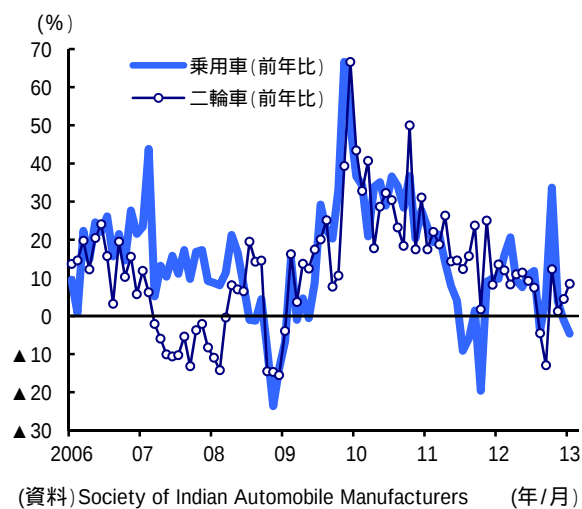
BOP

財・サービス収支赤字を主因に経常収支赤字は拡大傾向



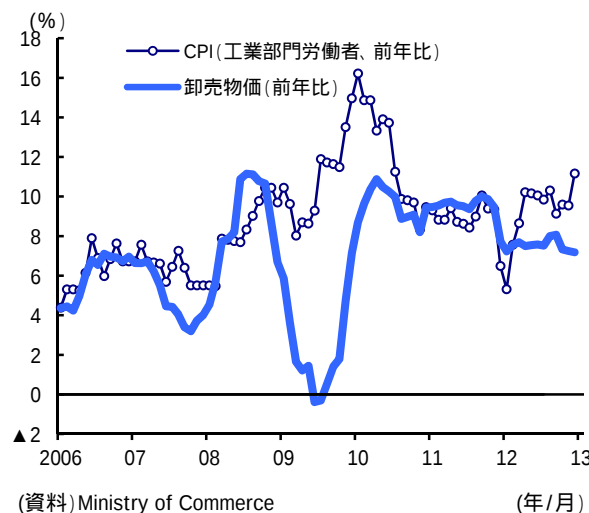
家計

燃料価格の高止まりと高金利を背景に乗用車・二輪車販売の伸び率は鈍化傾向



物価

卸売物価は伸び率が鈍化 消費者物価は高止まり



為替

対ドル・ユーロでルピー安基調が持続 対円ではルピー高に

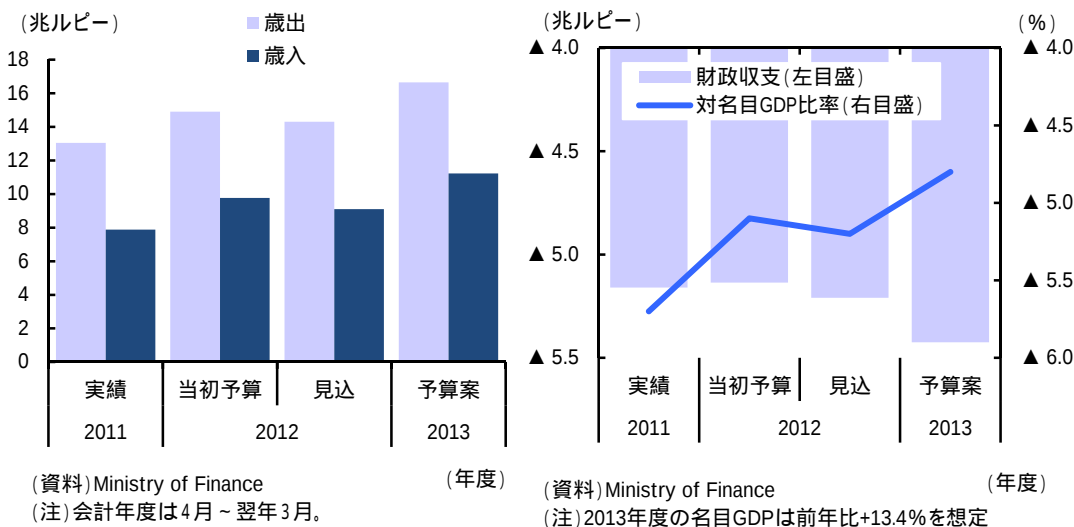


インド：2013年度の財政赤字は小幅改善の見込み

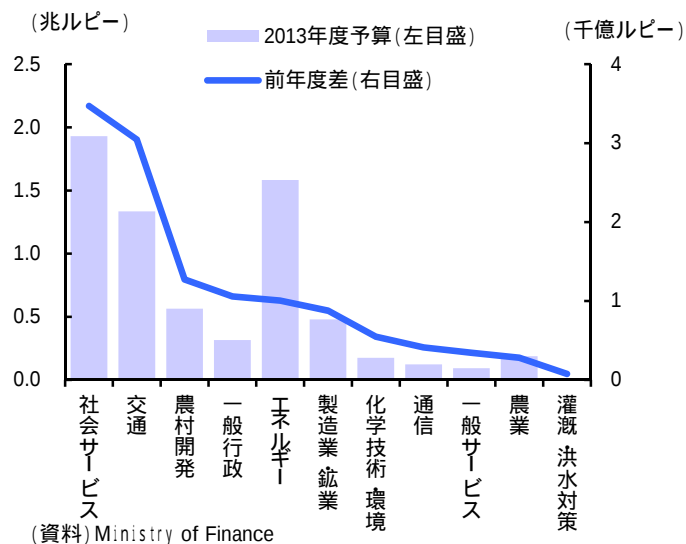
政府は2月末に2013年度（2013年4月～14年3月）の予算案を公表。歳出は、低迷する景気浮揚や2014年に行われる総選挙への影響を睨み、低所得者に対する社会サービスや交通インフラなどを中心に、2012年度見込対比+16.3%の見込み。一方で、大幅な財政赤字の改善も喫緊の課題となっているため、富裕者層・企業に対する各種増税や補助金削減なども併せて実施される見込み。この結果、財政赤字額は若干拡大するものの、対名目GDP比では小幅縮小する見込み。

マクロ経済への影響をみると、インフラ向け予算枠の拡大、住宅ローンの利子控除などを背景に、公共投資や住宅投資の増加に期待。一方、企業に対する増税を背景に設備投資が下押しされるほか、富裕者層に対する所得増税や自動車などに対する物品税の引き上げを受けて、耐久財消費が下押しされる見込み。

歳出・歳入・財政収支の推移



中央政府の分野別計画歳出



2013年度予算がマクロ経済に与える影響

プラス影響が期待される分野		マイナス影響が懸念される分野	
分野	予算案	分野	予算案
建設 (道路・港湾)	・インフラ整備の予算枠拡大 ・インフラ整備向け非課税債券を最大5,000億ルピーまで発行	乗用車・二輪車販売	SUVの物品税を27%から30%に、高級輸入車に対する関税を75%から100%に、排気量800cc以上のオートバイに対する関税を60%から75%に引き上げ
建設 (住宅)	・初回住宅購入者に対するローンの控除枠を15万ルピーから25万ルピーに拡大	化学肥料・農業	・2012年度歳出 (見込) とほぼ同程度で横ばい
商用車	・物品税を14%から13%に引き下げ	その他全般	・年収1,000万ルピーを超える個人への税額を10%引き上げ (一年間の時限措置) ・最低代替率(*)の課徴金を国内企業は5%から10%に、外国企業に対しては10%に引き上げ。 (*)最低代替率とは、企業上の調整後当期利益×18.5%が通常の法人税額よりも少ない場合に適用される税
繊維	・特定の商品に対する物品税を0%に引き下げ		

(資料) Ministry of Finance、各種報道を基に日本総研作成

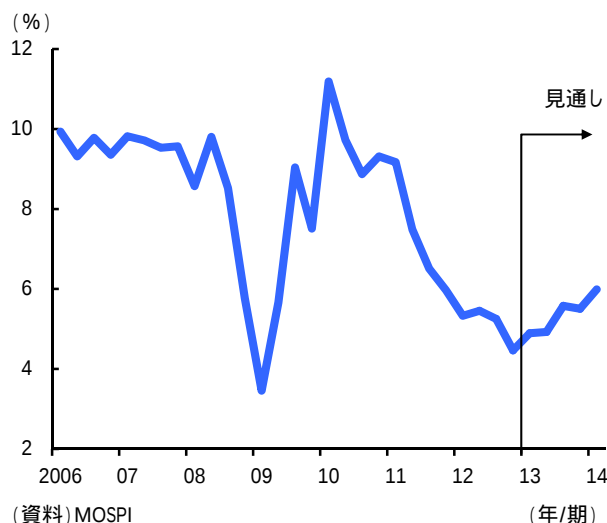
インド：金融緩和・景気刺激策を受けて景気は徐々に持ち直し

インド経済は、足元の卸売物価上昇率の鈍化を背景とした今後の追加金融緩和効果、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、2013年度のインフラ関連への支出拡大、などを背景に、徐々に持ち直す見込み。

もっとも、急回復は期待薄。家計を中心に期待インフレ率が高止まりしているため、金融緩和はインフレ動向を睨みながらの慎重なものになること、高所得者向けの所得に対する増税や一部の高額商品に対する物品税の引き上げなどを受けて、高額な耐久財消費が伸び悩むこと、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、経常収支赤字の一段の拡大。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資源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り、インフレ圧力が一段と高まり、金融緩和が困難になる可能性。

実質GDP成長率(前年比)



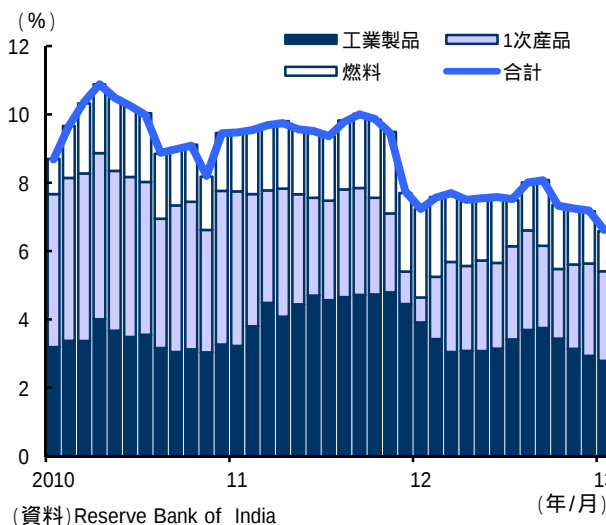
景気指標の市場コンセンサス(予測中央値)

	実績	見通し	
	2011年度	2012年度	2013年度
実質GDP前年比	6.5	5.5	6.5
第1次産業	2.8	1.5	3.0
第2次産業	2.6	2.8	4.7
第3次産業	8.5	7.4	7.8
経常収支(名目GDP比)	▲ 4.6	▲ 4.2	▲ 3.5
中央政府財政収支(名目GDP比)	▲ 5.9	▲ 5.7	▲ 5.3
ボンベイ株価指数(期末)	17,404	20,000	-
対ドル為替レート(期末)	51.2	54.0	52.0
レボ金利(期末)	8.50	7.50	7.00
10年物国債金利(期末)	8.56	7.90	7.60

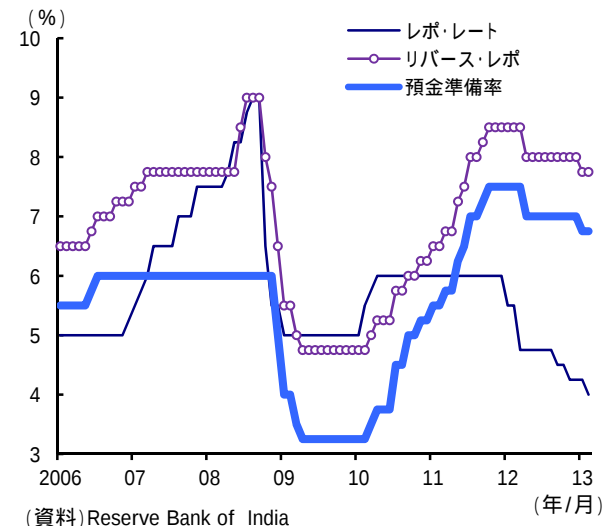
(資料) Reserve Bank of India

(注) 会計年度は4月～翌年3月。2012年10～12月期調査。

卸売物価(前年比)



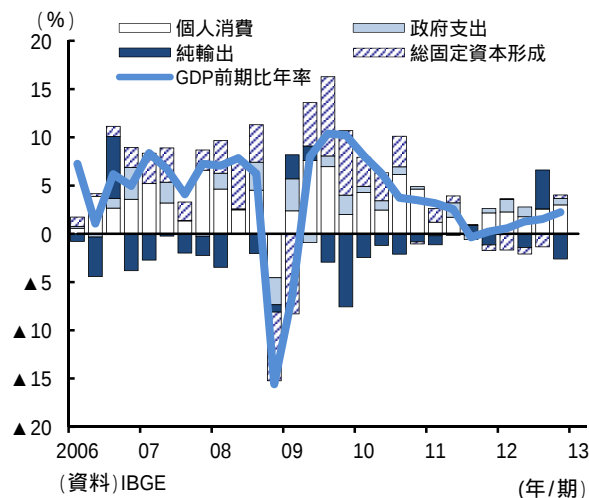
政策金利



■ ブラジル：個人消費に支えられ、足許の景気は緩やかに回復

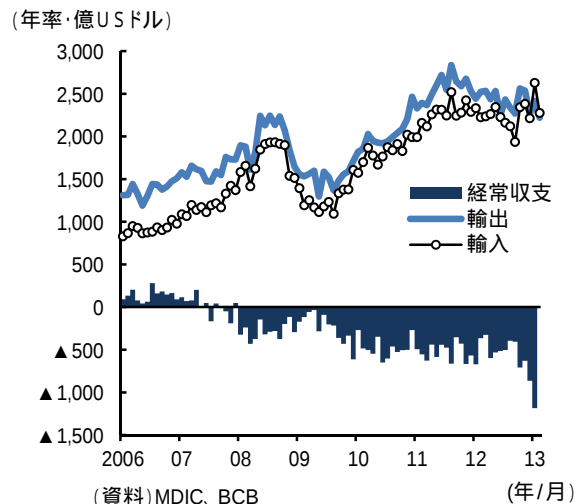
GDP

10～12月期のGDPは個人消費が増加し回復ペースが加速



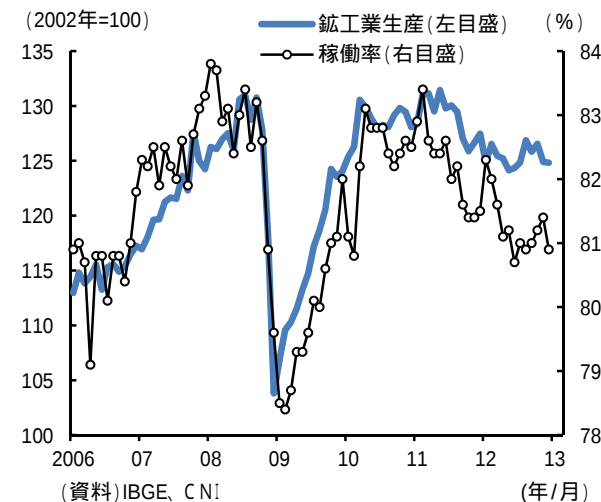
外需

鉄鉱石輸出が増加した一方、発電向けのエネルギー輸入が急増し、経常赤字が拡大



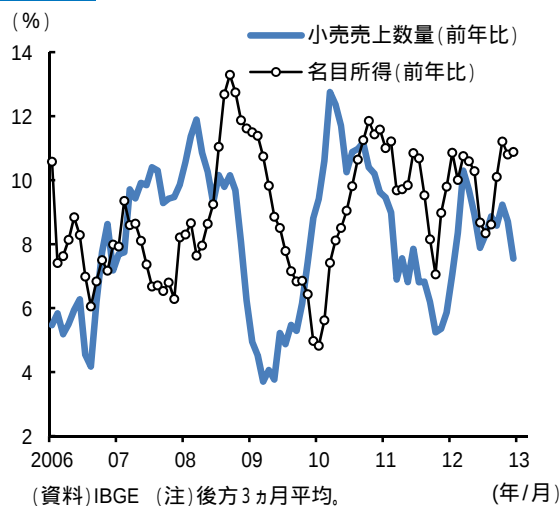
企業

鉱工業生産は輸送機械が弱含みに転じたため、足踏み状態に



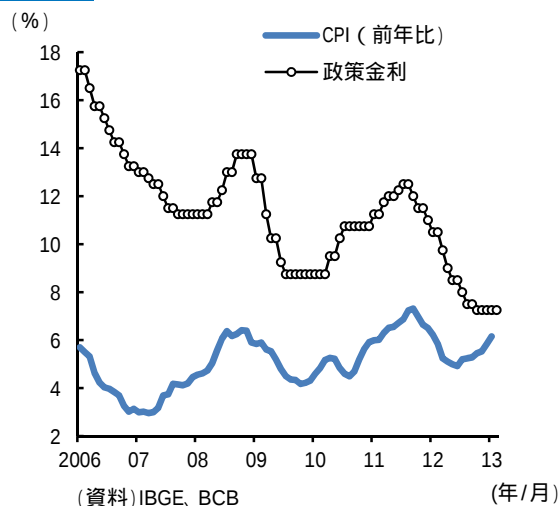
家計

小売売上は底堅く推移 所得は高い伸びが持続



物価

消費者物価は上昇傾向 政策金利は過去最低の7.25%



為替

対米ドルでのレアル安傾向持続 日銀の金融緩和により対円ではレアル高



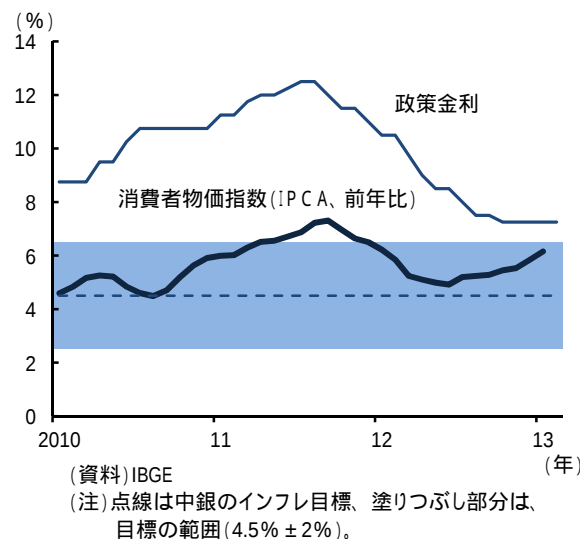
■ ブラジル：物価上昇ペースは徐々に減速へ

昨秋以降、物価上昇ペースが加速。2013年1月のIPCAは前年比+6.2%と、インフレ目標範囲の上限+6.5%近くまで上昇。主因は、食料品価格やガソリン価格の上昇。景気回復が脆弱にとどまるなか、中央銀行の金融緩和の足かせになっているほか、家計の実質所得も押し下げ。

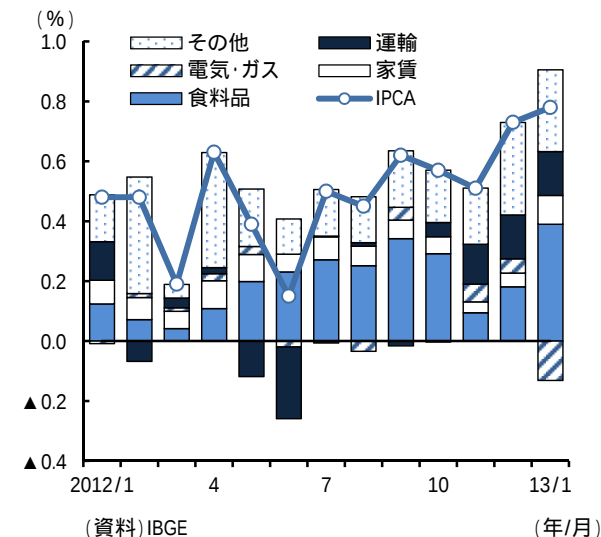
連邦政府は、物価上昇を抑制するため、電力料金の引き下げや、都市交通料金の引き上げ時期の先延ばし、主食に課す連邦税の撤廃などを、相次いで実施。家庭向け電気料金の18%値下げにより、1月のIPCAが前月比▲0.13%押し下げられるなど、一定の効果が顕在化。

先行きを展望すると、1月末のガソリン価格・ディーゼル価格の値上げがIPCAの押し上げ要因として働くものの、原油価格が頭打ちにあることから、騰勢が加速する懸念は小。また、中南米で穀物生産の豊作が見込まれていることから、食料品価格の上昇も頭打ちに。以上を踏まえると、短期的にはインフレ目標の上限に達する可能性はあるものの、徐々にIPCAの上昇ペースは減速する見通し。

消費者物価指数と政策金利



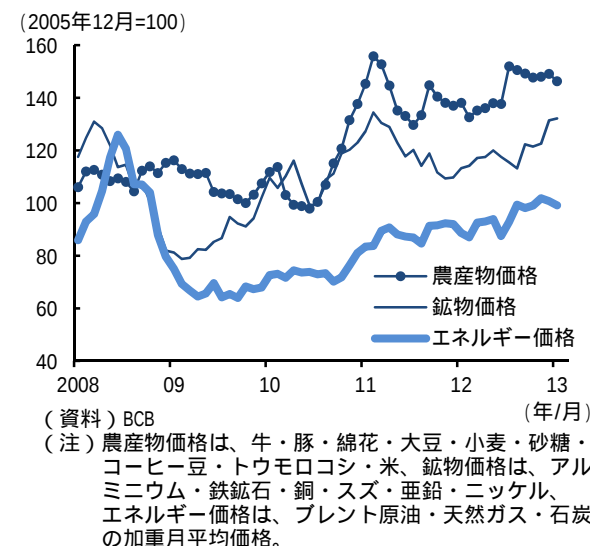
消費者物価指数(IPCA、前月比)



トウモロコシ・原油の先物価格



物価指数



■ ブラジル：当面は減速するものの、2013年後半から成長加速へ

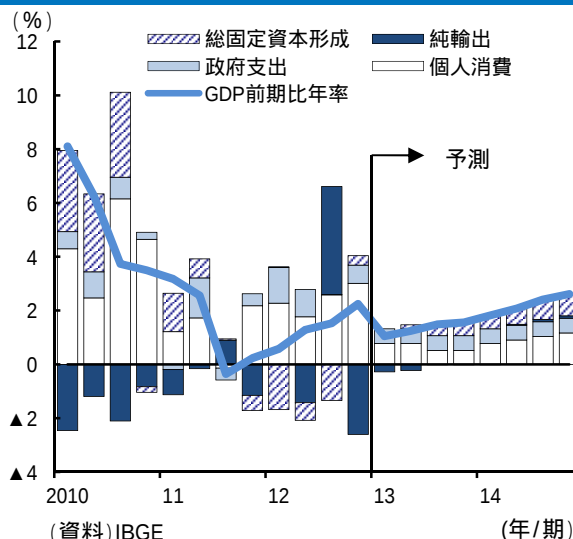
2013年は、所得増加スピードが緩慢になると予想されるため、個人消費の伸び率は鈍化する見込み。とりわけ、個人消費をけん引してきた自動車は、減税策が延長されるものの、規模が縮小するなか、さらなる押し上げ効果は期待し難く、販売台数の増加は頭打ちに。

一方、13年後半から、インフラ投資が本格化。12年に大きく落ち込んだ固定資本形成は、14年のサッカー・ワールドカップや16年のオリンピックに向け、急ピッチで道路・鉄道・港湾などの整備が進むと見込まれることから、徐々に増勢が加速する見通し。

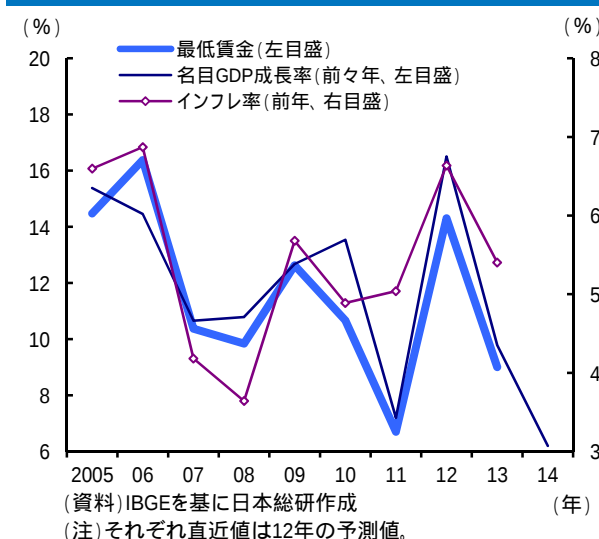
さらに、輸出は、米国やアジア諸国の成長に支えられ、緩やかな増加基調に。12年10～12月期は、水不足により国内電力発電の約7割を占める水力発電の稼働率が低下し、火力発電の稼働率が急上昇したため、LNGなどのエネルギー輸入が増加したものの、足許で水不足が解消されつつあることから、純輸出のマイナス幅は徐々に縮小へ。

以上を踏まえると、当面は個人消費の伸び鈍化により景気は減速するものの、13年後半からは固定資本形成の拡大により、増勢が強まる見通し。

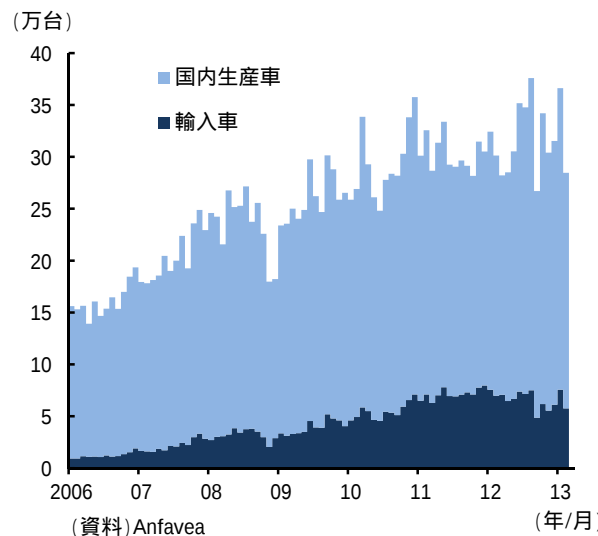
実質GDP成長率の見通し(前期比年率)



最低賃金とGDP成長率、インフレ率(前年比)



輸送機械販売台数(季節調整値)



政府のインフラ投資計画の一部

目的	・サッカー・ワールドカップに向けた空港の旅客ターミナル増設 ・交通渋滞の緩和 ・資源原産地と輸出港を結ぶ輸送網の整備
内容	道路(全長7,500km) ・9案件、20年間で420億レアル、当初5年間で235億レアル ・13年7月までに、入札によって決定した民間企業とコンセッション方式で契約を締結、独占的な営業権を付与 鉄道(全長10,000km) ・12案件、25年間で910億レアル、当初5年間で560億レアル ・13年9月までに、入札によって決定した民間企業と官民パートナーシップ方式で契約を締結 空港 ・リオデジャネイロ州ガレオン空港とミナスジェライス州コンフィン空港をコンセッション方式で民営化、13年9月入札予定、114億レアル拠出 ・17の新空港の建設を含め、その他270の地方空港に対し、73億レアル拠出 港湾 ・17年までの4年間で約542億を投資 ・20の港湾の改修や管理をコンセッション方式で実施

(資料)国際金融情報センター、ブラジル日本商工会議所を基に日本総研作成

地域別の直接投資動向：やはりアジアが中心

わが国企業による新興国への直接投資の特徴を整理すると、以下の通り。

中東

投資規模が小さく、大半が石油精製。ただし、収益率は非常に高い。

東欧・ロシア

投資規模が小さく、自動車为中心。他地域に比べ、収益率はまだ低水準。

アフリカ

投資規模が小さい。大半が金融で、製造業の比率が最も小さい。

中南米

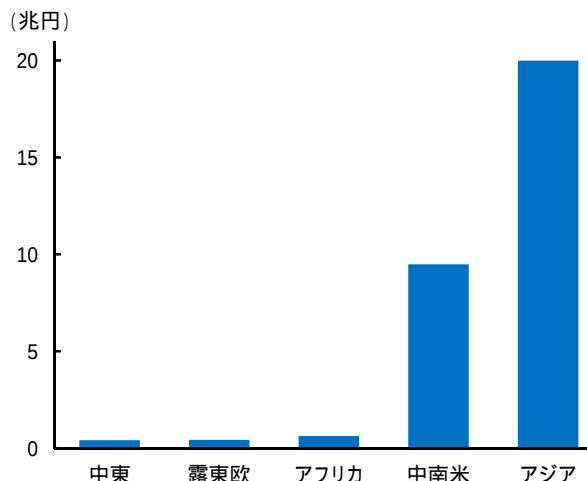
投資規模は比較的大きいが、大半がタックスヘイブン向けの金融。製造業も食料・鉄鋼など資源関連に偏り。収益率もあまり高くない。

アジア

投資規模が最も大きいだけでなく、様々な業種が進出、高い収益率という点でも、他地域に比べ際立っている。

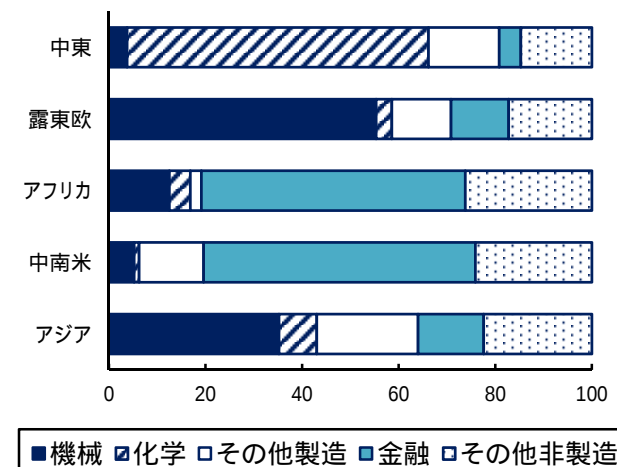
今後を展望すると、高成長持続により一層の市場拡大が期待できるうえ、距離的制約が少なくサプライチェーンを構成しやすいことから、新興国への直接投資はアジアが中心となる見込み。

直接投資残高(2011年末)



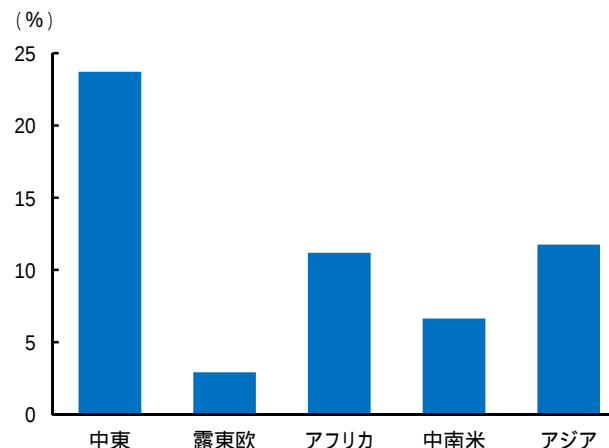
(資料)日本銀行をもとに日本総研作成

直接投資残高の業種構成(2011年末)



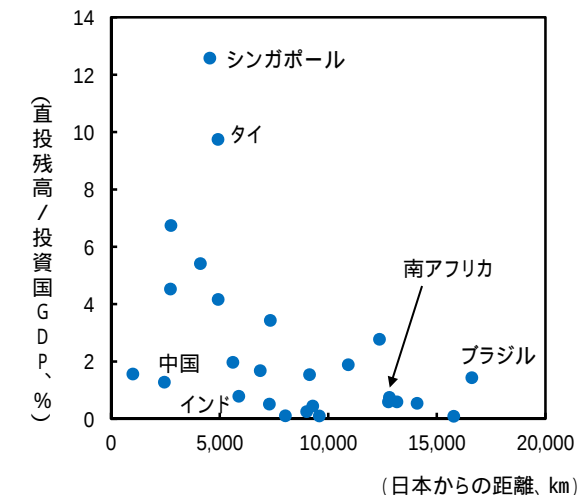
(資料)日本銀行をもとに日本総研作成

直接投資収益率(収益受取額/残高)



(資料)日本銀行をもとに日本総研作成
(注)2007～2011年の単純平均値。

日本からの距離と直接投資残高



(資料)日本銀行などをもとに日本総研作成