
新興国経済展望

2012年12月10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 恵理菜 / 03-6833-6380 / inoue.erina@jri.co.jp)

トピックス：最低賃金 p.11
(井上 恵理菜 / 03-6833-6380 / inoue.erina@jri.co.jp)

概観：景気刺激策の効果により景気は底打ち

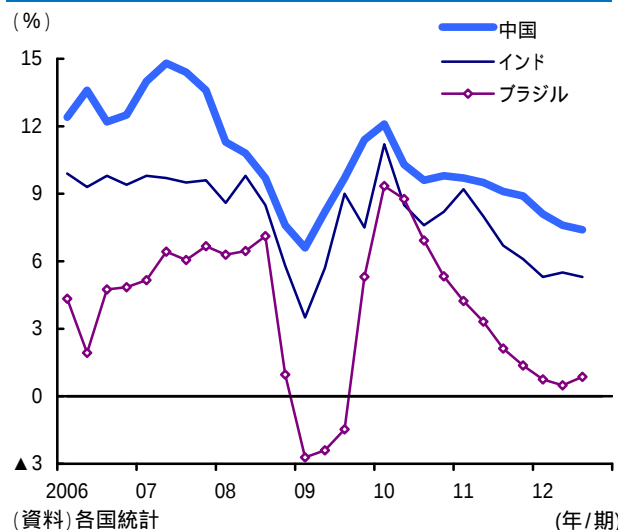
新興3カ国（中印伯）の景気に底打ち感。7～9月期の前年比成長率をみると、おおむね低下に歯止め。輸出の牽引力は回復していないものの、景気刺激策の効果により内需が持ち直し。個人消費にも底堅さ。

製造業の新規受注状況も改善。好不調の分かれ目となる50を下回っていた中国・ブラジルのPMIは、10月から50超に回復。輸出向けは低迷が続いているものの、国内向けの耐久消費財・資本財などが拡大。

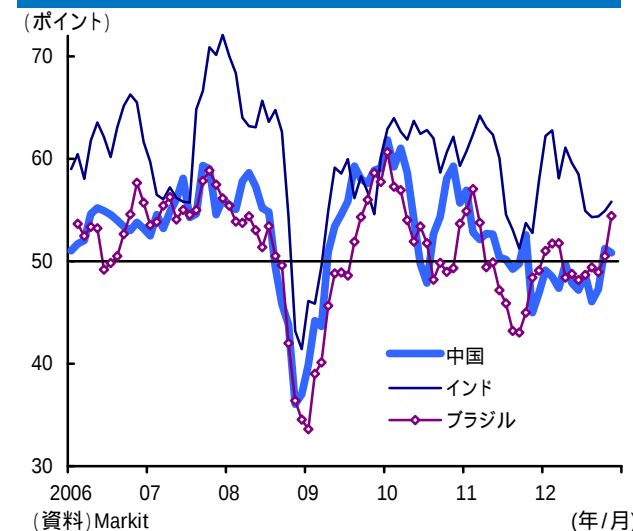
景気減速に歯止めがかかったこと、インフレや不動産価格の再高騰への懸念などから、金融緩和の動きは一服。ただし、成長率が最も減速しているブラジルでは、10月に利下げを行い過去最低水準を更新。財政政策では、各国とも引き続き景気刺激的なスタンスを維持。

OECD景気先行指数も、景気を持ち直しを示唆。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。中国でも低下に歯止め。一方、インドではリーマン・ショック後を下回る水準まで低下しており、まだ先行きが懸念される状況。

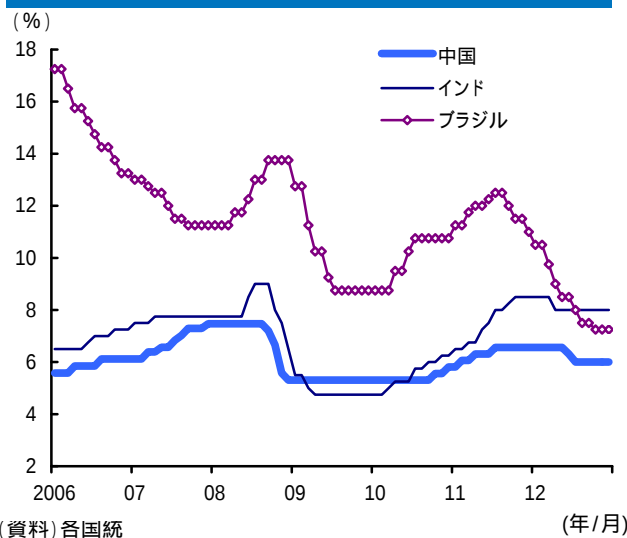
実質GDP成長率(前年比)



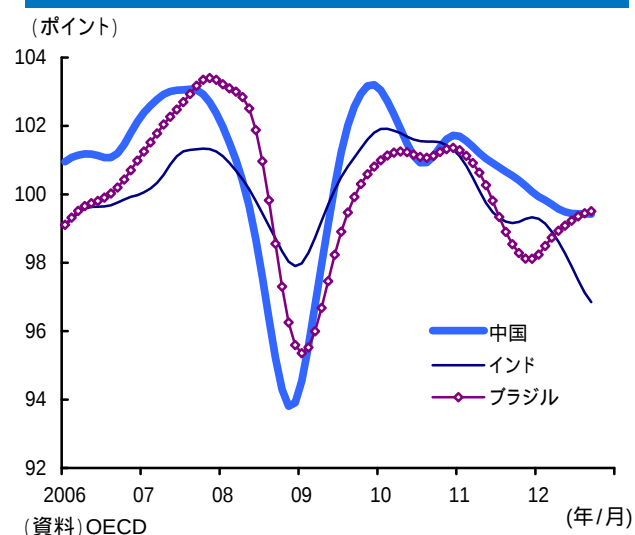
PMI 製造業新規受注指数



政策金利

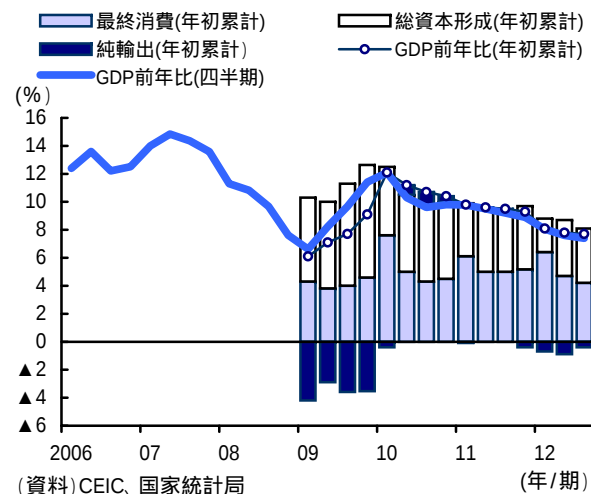


OECD景気先行指数

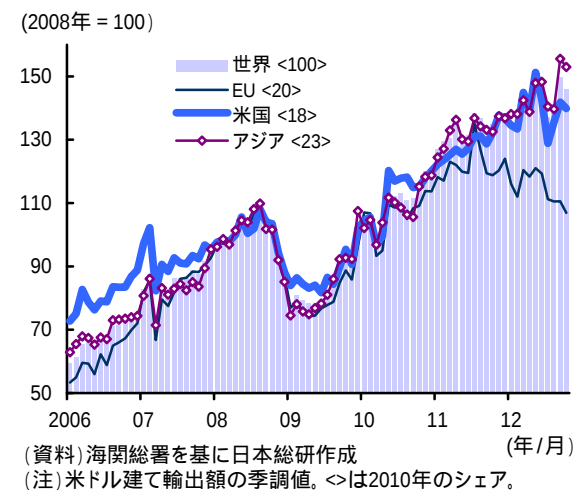


中国：景気は7～9月期に底打ち

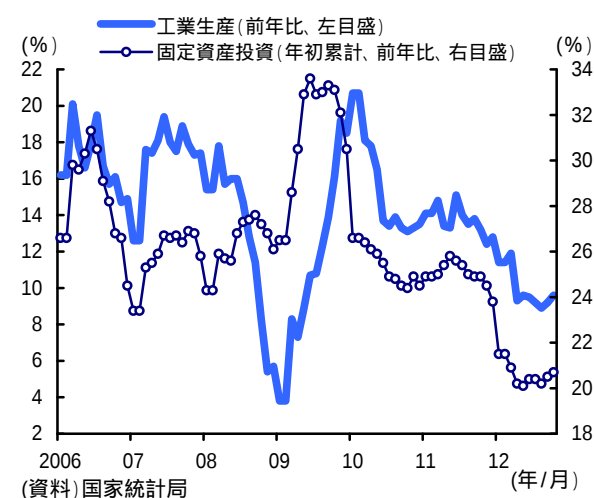
GDP GDP成長率は低下傾向 もっとも、直近の月次統計は底打ちを示唆



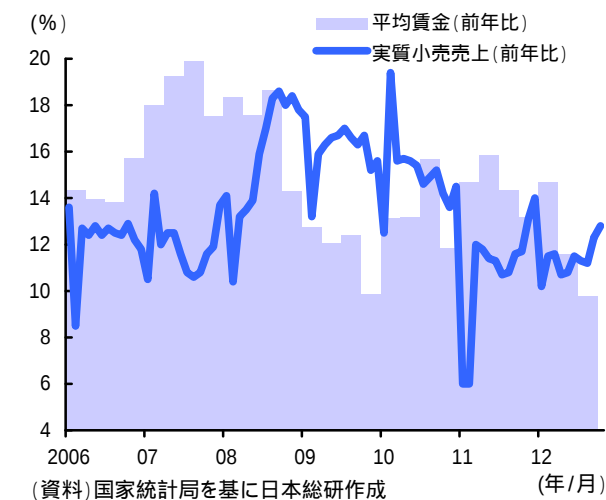
輸出 EU向け輸出は減少 アジア向けは増加傾向



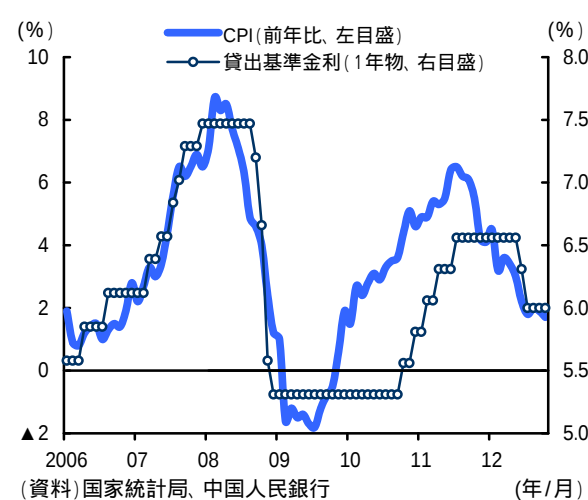
企業 景気対策と在庫調整圧力の緩和により 生産と固定資産投資は回復



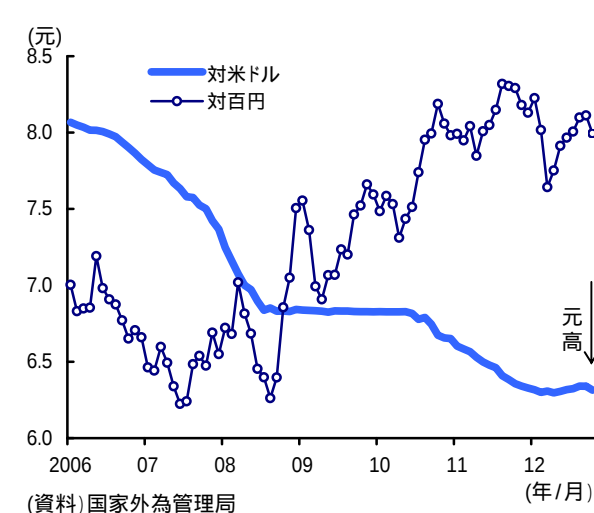
家計 賃金は景気減速により伸び率が低下 小売売上は住宅市場の回復を受けて堅調



物価 インフレは沈静化 6月以降金融緩和スタンスに



為替 対米ドルの元高に歯止め 対円は2010年半ばから横ばい



中国：拡大する内陸部の労働需要

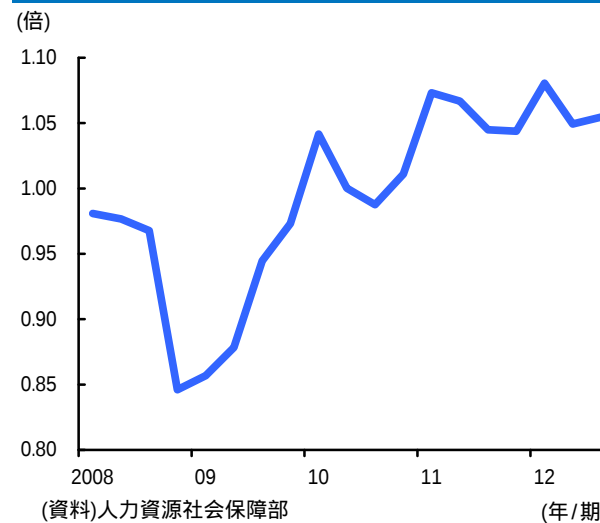
景気減速下でも、中国の有効求人倍率は1倍を超える水準を維持。もっとも、地域別にみると大きな違い。沿海部では求人数が減少しているのに対して、内陸部の求人数は1割前後の伸びが持続。労働需要が沿海都市部から内陸都市部にシフトしている様子が鮮明。

この背景には、民間企業の内陸シフトが指摘可能。今後を展望しても、沿海部では輸出の伸び悩みにより景気低迷が長期化するリスクがあること、内陸部の開発余地が大きいこと、内陸部の人件費が沿海部よりも低水準であることを背景に、内陸部での求人増が続く見通し。

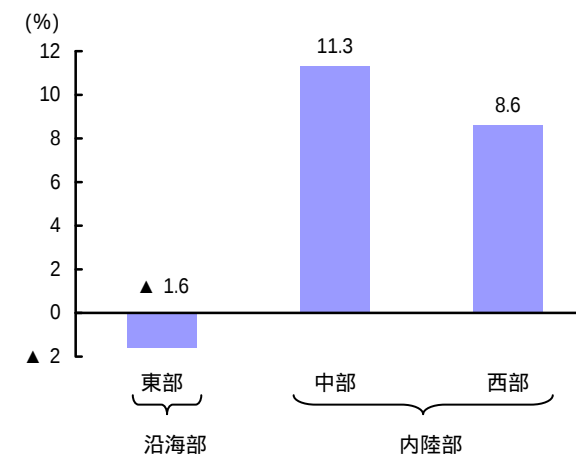
この結果、中国全体でみれば良好な雇用情勢が続く見込みで、当面の景気にもプラス材料。さらに、中長期的な側面からみても、沿海部への人口集中が緩和されること、沿海大都市経済圏依存の「一本足打法」から内陸部に多くの成長拠点を持つ「八ヶ岳構造*」へ転換すること、内陸都市部と沿海都市部の所得格差が改善に向かうこと、などの構造変化を通じ、中国経済の持続的な成長にも寄与する見通し。

* 長野県と山梨県の境にある火山群であり、多くの峰を持つ。

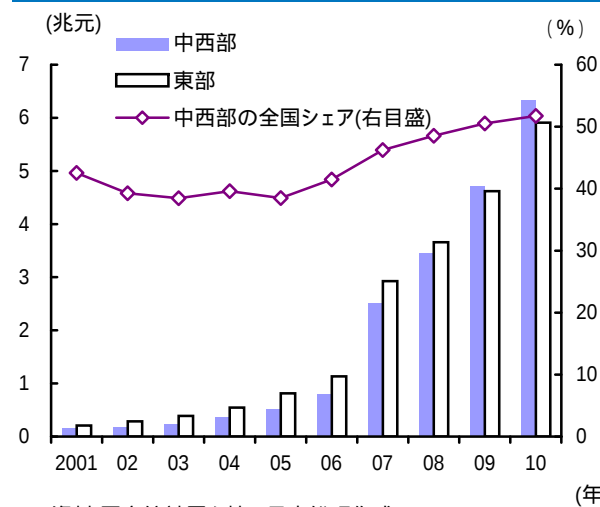
都市部求人倍率



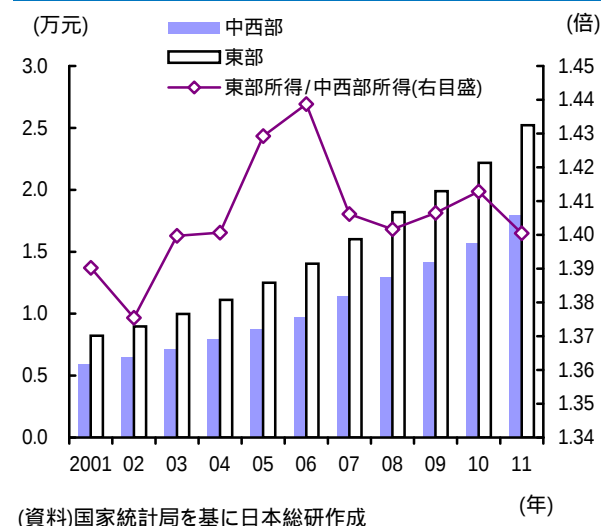
都市部求人数 (2012年7～9月期の前年比)



民間企業の固定資産投資 (除く農村家計)



1人あたり可処分所得と所得倍率

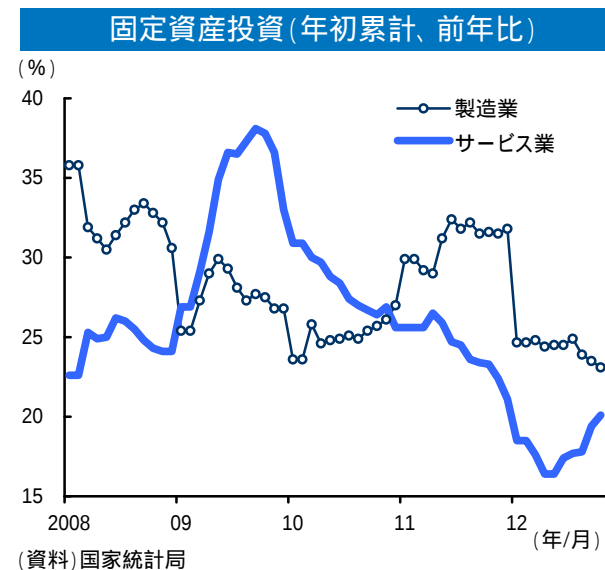
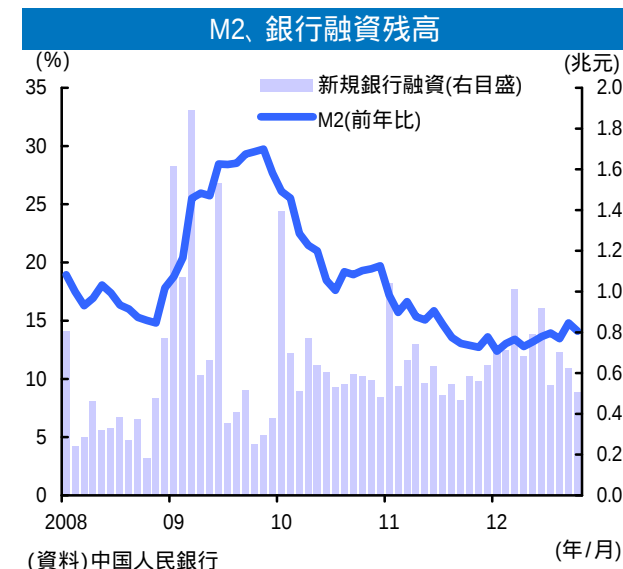
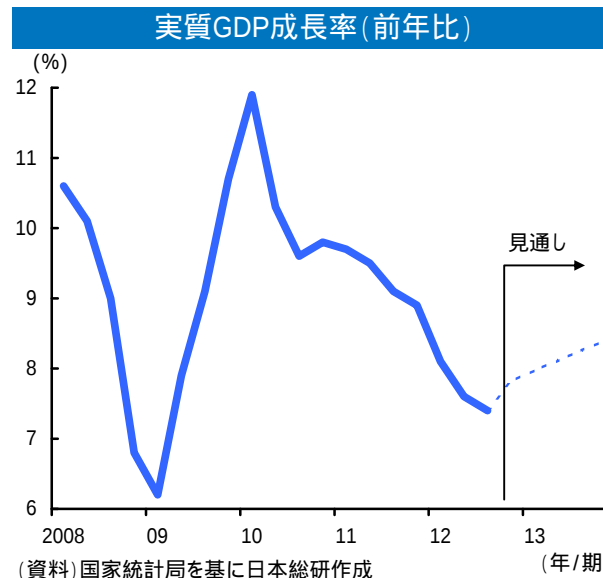


中国：経済政策はバランス重視に転換

中国経済は、景気対策に支えられて、10～12月期から持ち直し。鉄道など公共投資が拡大を続けるほか、窓口指導の緩和や政策金利の引き下げの効果が一段と顕在化することにより、低迷している民間設備投資が回復へ。

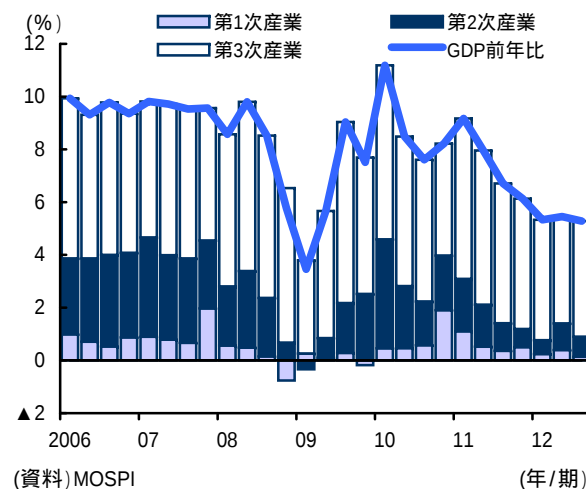
もっとも、成長率（2001～2011年の年平均10.4%）は低下し、2012年は7.7%成長、2013年は8.2%成長にとどまると予想。GDPの5割を占める固定資産投資は、政府の投資抑制策を背景に、前年比20～25%という低めの伸びとなる公算大。過剰生産能力が問題となっている製造業の設備投資が抑制される見通し。

中央政府は、中期的に投資主導から消費主導の経済構造への転換を図っていく方針であり、固定資産投資の景気けん引力は次第に低下する見通し。2012年は、予想外の景気減速に直面したため、構造調整の優先度を引き下げ、景気重視にシフト。しかし、景気を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。

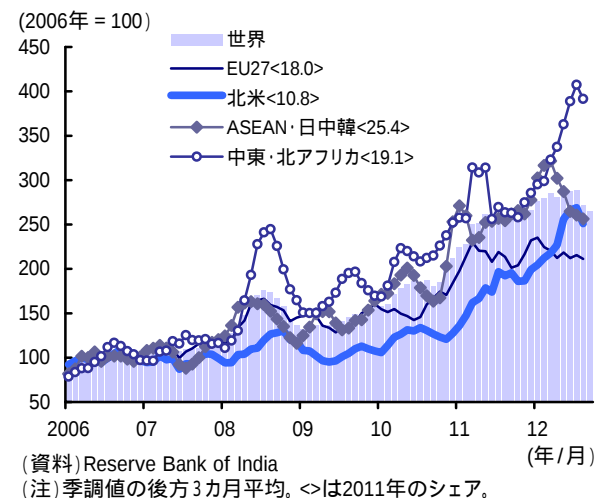


インド：景気の持ち直し速度は緩慢

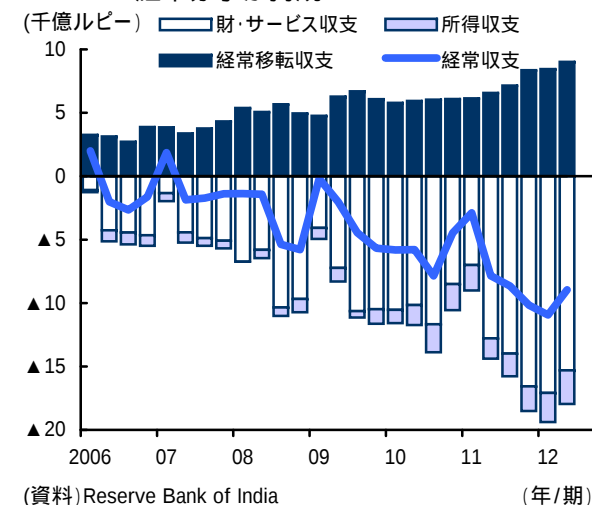
GDP 7～9月期の成長率は前年同期比 +5.3%
と増勢が小幅鈍化



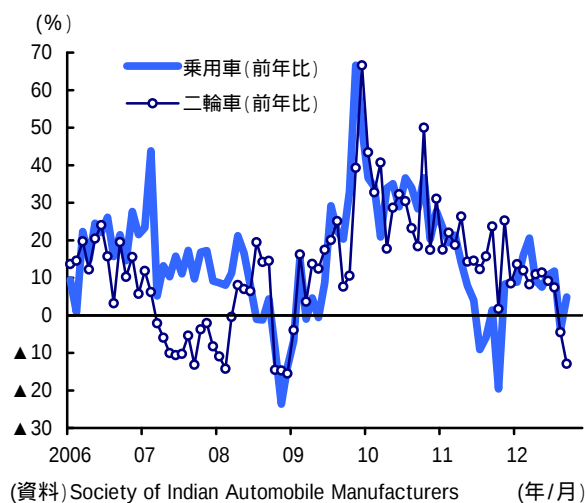
輸出 輸出は弱含み。欧州向けの低迷に加え、アジア向けが減少



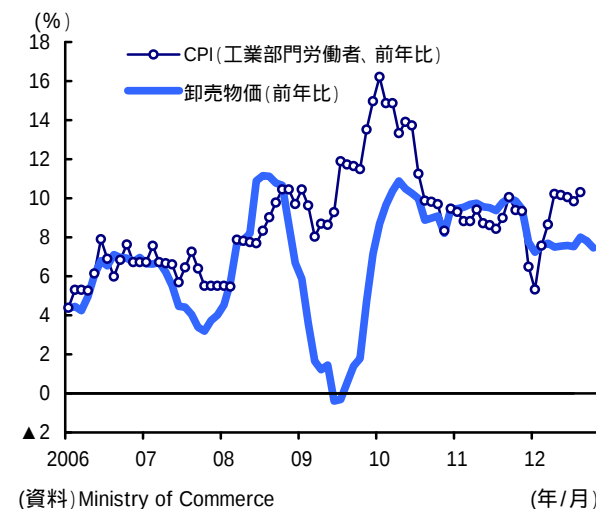
BOP 財・サービス収支赤字を主因に大幅な
経常赤字が持続



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 消費者物価は騰勢がやや加速
卸売物価も高止まり



為替 対ドル・ユーロ・円でルピー安が進展



■ インド：経済改革に着手

財政赤字拡大とインフレ加速を懸念し、政府はこれまで積極的な財政・金融政策を打てずにいたものの、9月中旬以降、補助金削減、外資規制の緩和などを含む大胆な経済改革プランを相次いで発表。これらの改革のプラスの効果が表れるまでには一定の時間を要するものの、財政赤字の削減、生産性の向上、インフレ抑制などに作用する見込み。金融市場も一連の発表を好感し、9月後半以降、株価は大幅に上昇し、為替も一時的に昨年夏以来のルピー高を記録。

もっとも、短期的には景気に対して下押し圧力として作用する側面も。とりわけ、ディーゼル価格の引き上げは、乗用車販売を下押しするとともに、運搬コスト上昇を通じて広範にインフレ圧力として作用するため、追加的な金融緩和をより困難にする見込み。

経済改革の主要項目と期待される効果

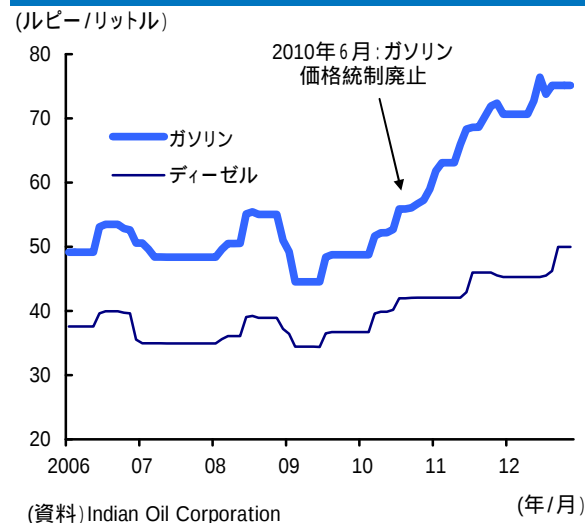
公表日	発表内容	期待される効果	注
9月13日	燃料価格上昇 ディーゼル価格5ルピー/リットル上昇 家庭用ガスボンベの補助金を6本までに制限	補助金歳出の抑制を通じた財政状況の改善	
9月14日	FDI(外国直接投資)の規制緩和 マルチブランドの小売業へのFDIを51%まで認可 通信、テレビ、衛星放送へのFDIを74%まで認可 航空会社へのFDIを49%まで認可 政府保有の公営事業部門株式売却	今後1~3年で外国企業の参入増加、企業再編を通じた生産性の向上 冷蔵物流の拡大、需要・在庫管理の質向上による販売前食品腐敗比率の低下、それによるインフレ抑制 財政状況の改善(2012年度に1,500億ルピーの財政収入) 国営企業の規律改善による生産性向上	投資に伴う各種条件あり 実際の売却は今後実施予定
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)	借入コストの低下を受けた投資拡大	
9月29日	National Investment Boardの設立提案	インフラ投資に関わる透明性の向上、投資計画の遅延・不確実性の減少	内閣・国会の承認待ち
10月4日	FDI(外国直接投資)の規制緩和 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	外国資本流入の安定性向上	国会の承認待ち
10月28日	財政再建の目標値を公表、2016年度までに財政赤字対名目GDP比率を3%まで改善	マクロ経済の安定性向上(財政悪化に伴う金利上昇リスクの抑制)	

(資料) RBI 「Macroeconomic and Monetary Developments Second Quarter Review 2012-13」など

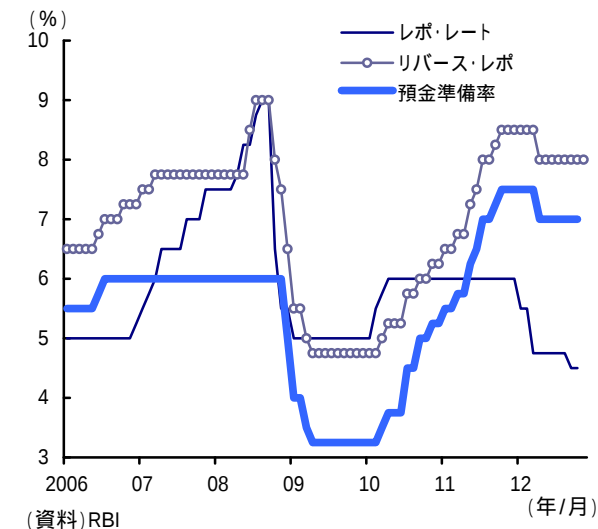
株価と為替レート



燃料の小売価格



政策金利



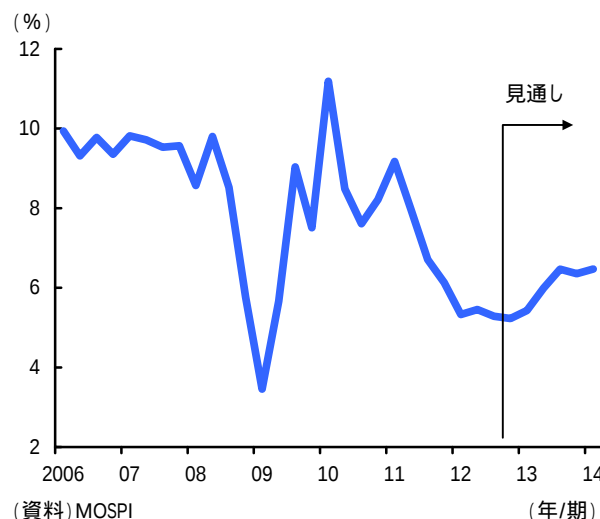
■ インド：耐久財消費・設備投資に牽引されて景気は徐々に持ち直し

インド経済は、景気低迷と一連の経済改革によるインフレ率の低下を受けて金融緩和を進めているため、景気は徐々に持ち直す見込み。これまで金利の高止まりを受けて伸び悩んでいた家計の耐久財消費・住宅購入や企業の設備投資などが牽引役となる公算大。

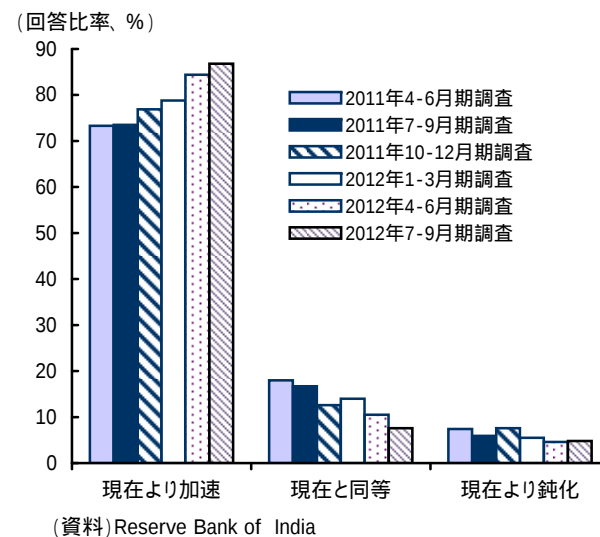
もっとも、急回復は期待薄。家計を中心に期待インフレ率が高止まりしているため、中銀の金融緩和はインフレ動向を睨みながらの慎重なものになること、政府は、2016年度までに財政赤字を現状からGDP比2%以上改善する計画であり、抑制的な財政政策が続くこと、欧州景気の低迷により、同地域向け輸出も弱含みが続くこと、などから回復ペースは緩やかにとどまる見込み。

加えて、さらなる景気下振れリスクも残存。世界的な資源価格の上昇により貿易収支・経常収支の赤字が拡大すれば、通貨安との悪循環によって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)



1年後の物価上昇率に対する家計の期待

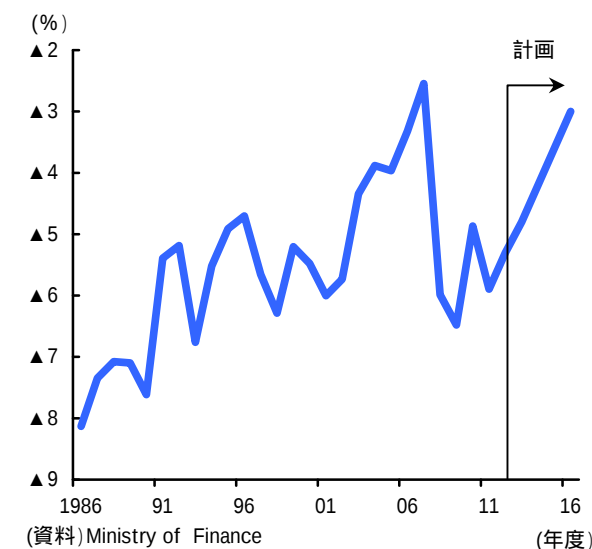


景気指標の市場コンセンサス(予測中央値)

	実績	見通し	
	2011年度	2012年度	2013年度
実質GDP前年比	6.5	5.7	6.6
第1次産業	2.8	1.4	3.0
第2次産業	2.6	3.0	5.3
第3次産業	8.5	7.8	8.0
経常収支(名目GDP比)	▲ 4.6	▲ 3.5	▲ 2.7
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	20,800	-
対ドル為替レート(期末)	51.2	52.0	50.8
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	7.80

(資料) Reserve Bank of India
(注) 会計年度は4月～翌年3月。2012年7～9月期調査。

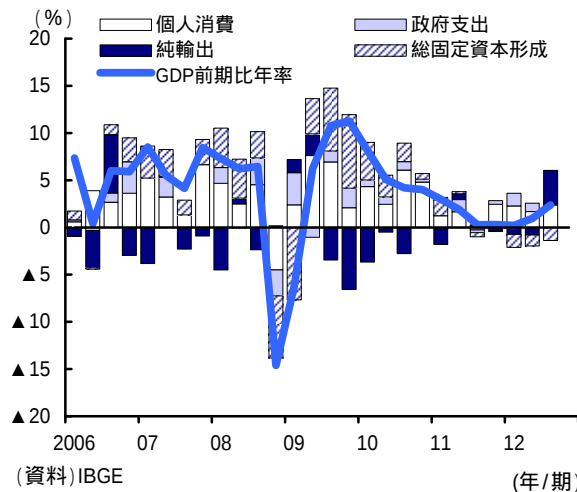
一般政府の財政赤字・公債残高(名目GDP比)



■ 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

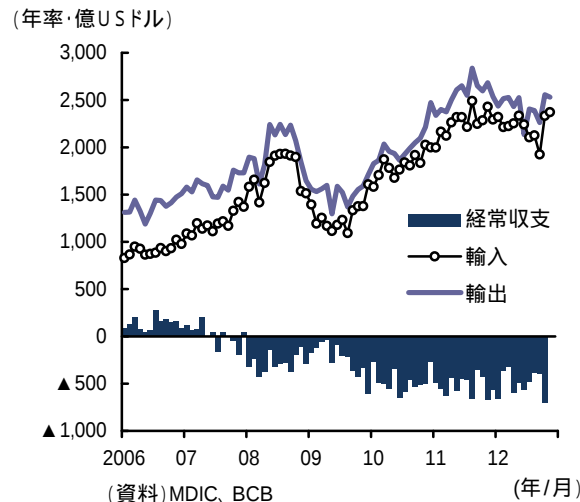
GDP

7～9月期のGDPは個人消費と純輸出が増加回復ペースが加速



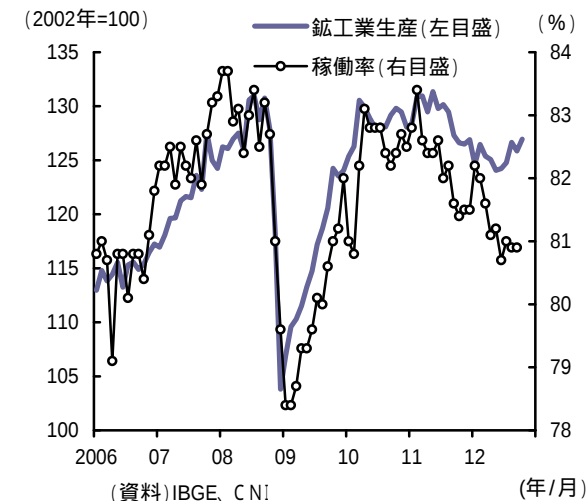
外需

輸出は鉄鉱石の増加などを背景に持ち直し、経常赤字は拡大傾向



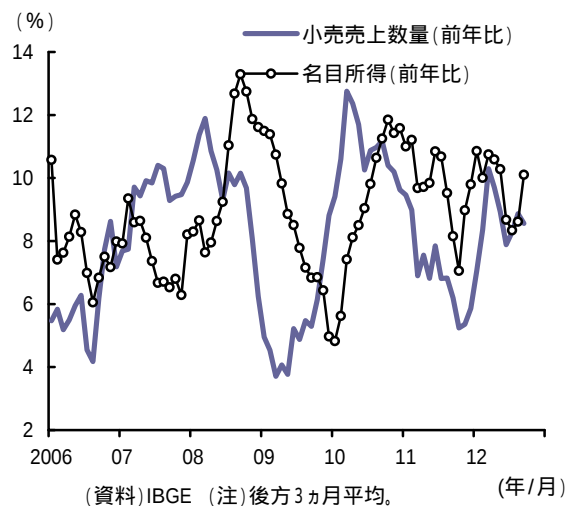
企業

鉱工業生産は自動車中心に持ち直し、設備稼働率は下げ止まり



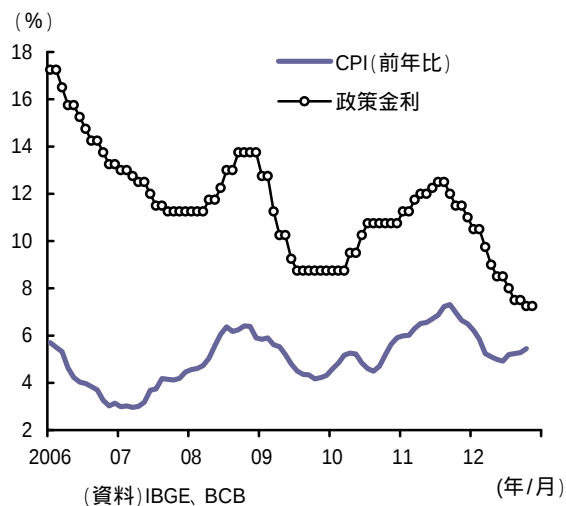
家計

小売売上は耐久財を中心にやや持ち直し、所得は高い伸びが持続



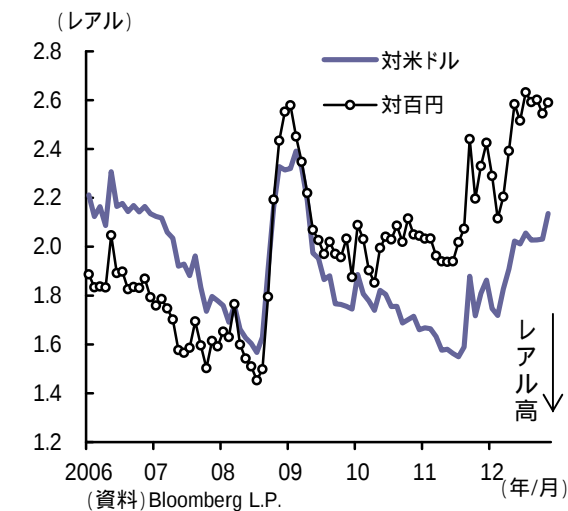
物価

消費者物価は足許で反転、政策金利は過去最低の7.25%へ



為替

金融緩和・市場介入を背景に、2011年半ばからレアル安が進行



■ ブラジル：生産の増加は緩やかにとどまる見通し

2011年入り後から減少していた製造業生産は、足許で持ち直し。耐久消費財が大幅に増加したことに加え、中間財や半・非耐久消費財も小幅増。一方、資本財は低迷持続。

耐久消費財の生産増加は、自動車が牽引。2012年5月に、政府が、国産自動車の税率を1割程度引き下げたことから、輸入車の需要が急減する一方、国内生産車の需要が急増。保護主義的な色彩はあるものの、政府主導の内需拡大・生産回復政策が奏功したかたち。

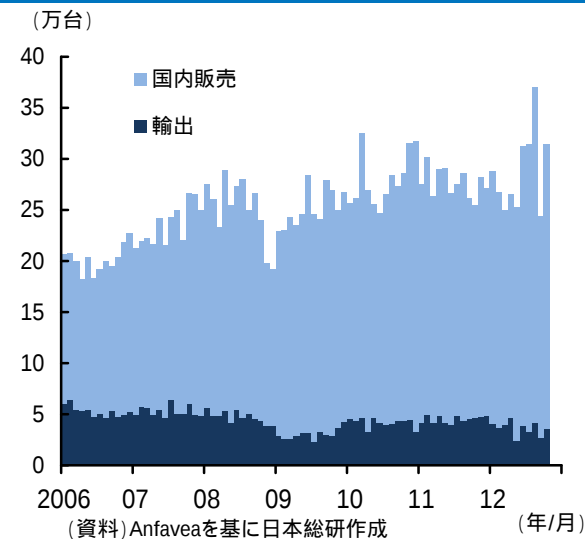
加えて、輸出も増加に転換。鉄鉱石などの一次産品だけでなく、リアル安により製品輸出も持ち直しの動き。

先行きを展望すると、輸出は、海外景気の持ち直しやリアル安の浸透により、緩やかな回復が続く見通し。一方、内需は、これまでの景気減速やインフレ鈍化を反映して所得増加ペースが次第に減速するとみられることから、増勢は緩やかに。とりわけ自動車は、足許の販売台数が政策支援等により上振れているため、これ以上の増加は期待できず。以上を踏まえると、今後の生産増加は緩やかにとどまる見通し。稼働率が適正水準に戻るのにも、時間がかかる公算。

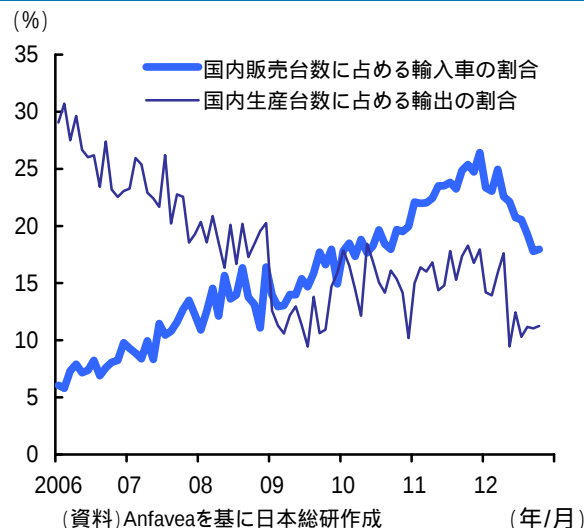
財別の製造業生産



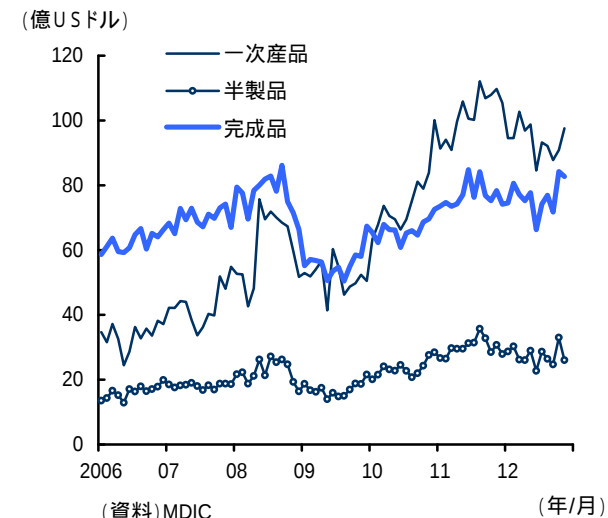
輸送機械販売台数(季節調整値)



輸送機械の輸出入



品目別輸出



■ 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

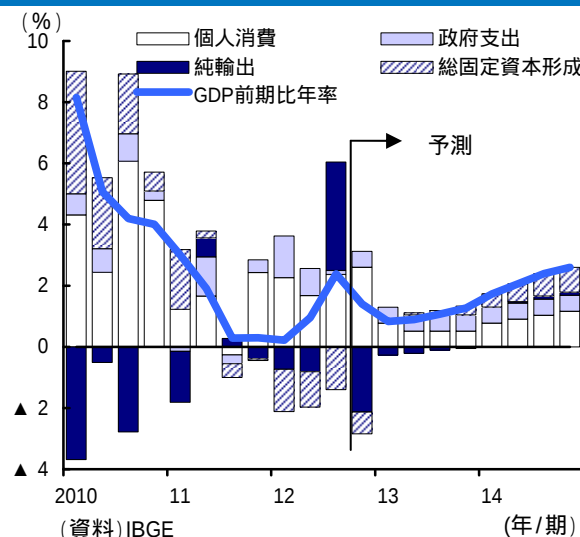
2013年入り後、個人消費が息切れするため、景気は減速する見通し。自動車等の減税が延長されると想定しても、耐久財消費のプラス寄与は減衰。加えて、最低賃金の伸び率低下などにより、所得増加が緩慢になると予想されるため、個人消費の伸び率は鈍化。

もっとも、13年後半以降は、輸出や投資の持ち直しを背景に成長ペースが加速する見込み。中国向け輸出の急回復は見込み難いものの、アジア諸国の成長持続や、米国の回復に支えられ、輸出は緩やかな増加基調に。足許で増加に転じている鉄鉱石や生産能力が増大している大豆に加え、リアル安の浸透による製品輸出の拡大も輸出増加に寄与。純輸出のマイナス幅は縮小へ。

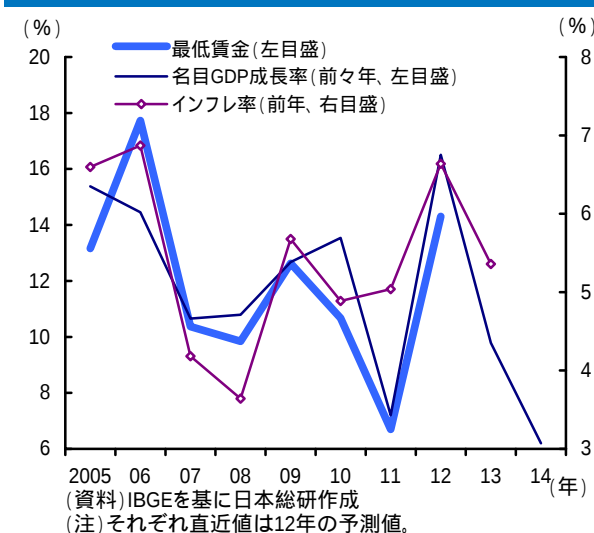
さらに、固定資本形成も、増加に転じる見込み。12年8月に公表された政府主導のインフラ投資が、13年後半に本格化。道路・鉄道を中心に、建設投資は中長期的に増勢を維持する見通し。

ただし、企業セクターの厳しさは残存。低い設備稼働率に加え、最低賃金の引き上げによる収益逼迫などを背景に、設備投資マインドは盛り上がり欠いた状況が続く見込み。

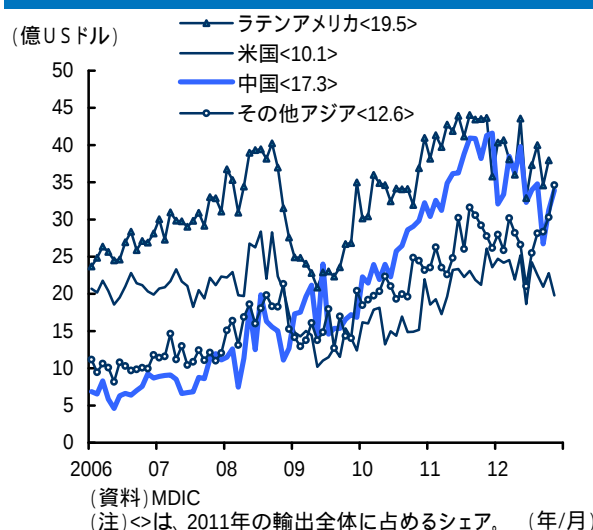
実質GDP成長率の見通し(前期比年率)



最低賃金とGDP成長率、インフレ率(前年比)



地域別輸出



政府のインフラ投資計画(8月15日)

規模	25年間で1,330億レアル(2011年GDPの3%) うち、当初5年間で795億レアル(2011年GDPの2%)
目的	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
方式	連邦政府が事業を主導、民間部門の投資を奨励 プロジェクトを管理する国営企業の設立も検討中
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

(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

高い伸びが続く新興国の最低賃金

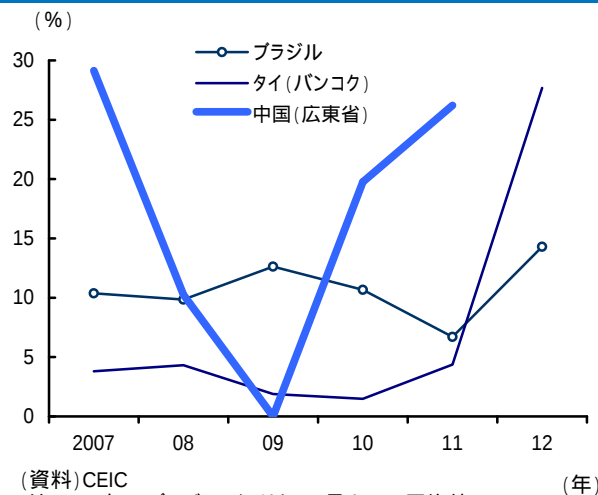
成長ペースが鈍化するなかでも、新興国の最低賃金はむしろ上昇加速。この背景として、高成長に労働供給が追いつかず恒常的な労働力不足状態にあること、所得格差に対する低所得者層の不満解消、内需主導による景気回復の実現、などを指摘可能。

最低賃金の上昇は、各国の景気にプラス影響。名目賃金の押し上げに加え、インフレ率の鈍化も手伝って、実質賃金の伸びが加速。所得環境の改善によって、耐久財を中心に個人消費に持ち直しの動き。これが、足元の景気底入れの一因に。

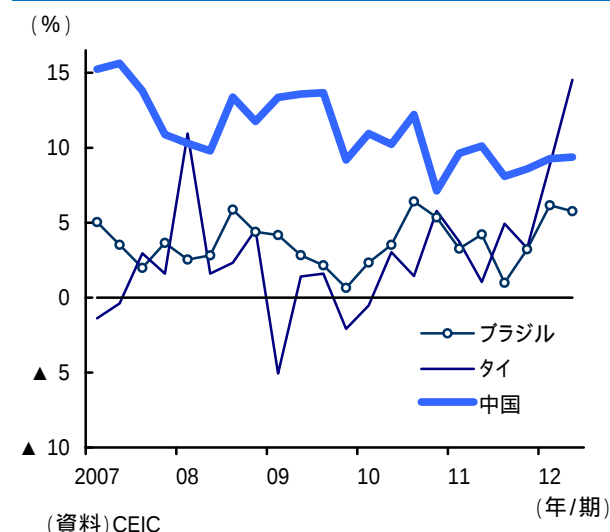
もっとも、人件費負担が増大した企業部門には大きなマイナス影響。例えば、ブラジルの製造業では、生産の減少基調が続くなか、賃金は上昇傾向が持続。

今後、人件費増を企業内で吸収し続けることになれば、企業収益の悪化要因となり、企業倒産が増加するリスク。販売価格に転嫁することになれば、輸出競争力が低下するほか、インフレを加速させることに。これらのマイナス影響が強まれば、所得増による個人消費の押し上げ効果を打ち消す可能性。このように、景気低迷下の最低賃金引き上げは、負の影響も顕在化させる公算。

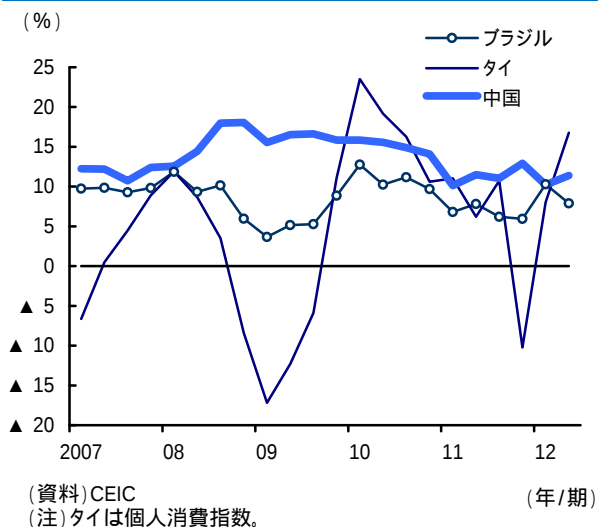
最低賃金(前年比)



実質賃金(前年比)



小売売上高(実質、前年比)



ブラジル製造業の生産と賃金

