新興国経済展望

2012年9月7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
（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：ミャンマー・・・・・・・・・・・・・p.11
（熊谷 章太郎／03-6833-6028／kumagai.shotaro@jri.co.jp）

概観：減速傾向が強まるなか、金融緩和スタンスを明確化

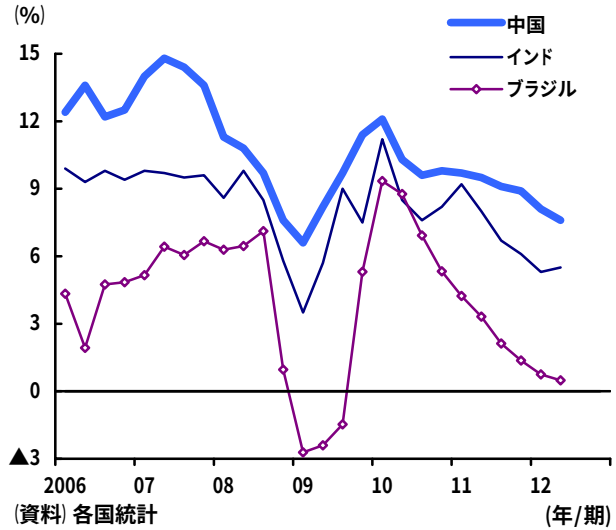
新興３カ国（中印伯）の景気は減速傾向が鮮明に。2012年入り後の前年比成長率は、各国とも過去２年間で最も低い伸び。とりわけブラジルでは、緊縮政策、通貨高、外需減速の影響で企業セクターが下振れ、成長率はゼロ近くまで低下。

製造業の新規受注状況をみる限り、足元の各国景気は低迷が続いている模様。中国・ブラジルのＰＭＩは、好不調の分かれ目となる50を下回る水準。世界景気の減速による外需の下振れが、製造業の生産活動を押し下げている構図。

景気減速を受け、各国とも金融緩和スタンスを明確化。もっとも、ブラジルでは金利が過去最低水準まで下がったほか、利下げ余地が残る他の２国も、中国では住宅価格が上昇に転じたこと、インドではインフレ率が高止まりしていることなどから、積極的な利下げには動きにくい状況。

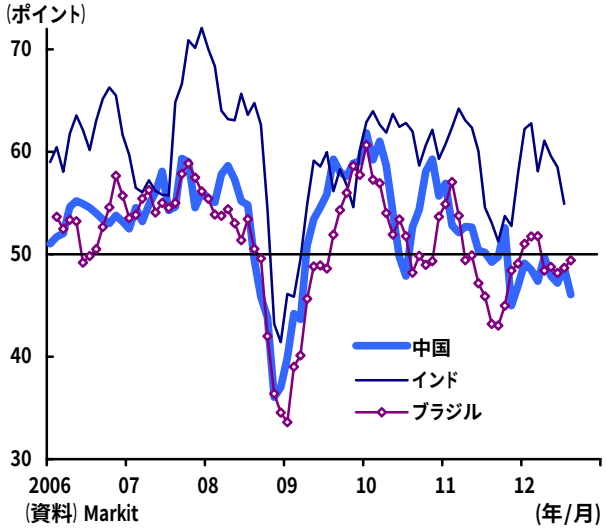
ＯＥＣＤ景気先行指数をみると、当面は低迷が続く可能性を示唆。インドでは、リーマン・ショック時のレベルまで低下しており、景気の先行きが最も懸念される状況。一方、いち早く景気刺激策に動いたブラジルでは、他の２国に先行して持ち直しに転じる可能性も。

実質GDP成長率（前年比）



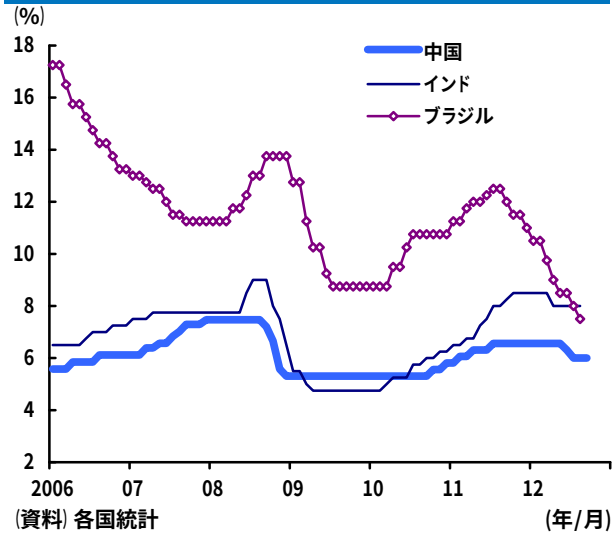
(資料) 各国統計

PMI 製造業新規受注指数



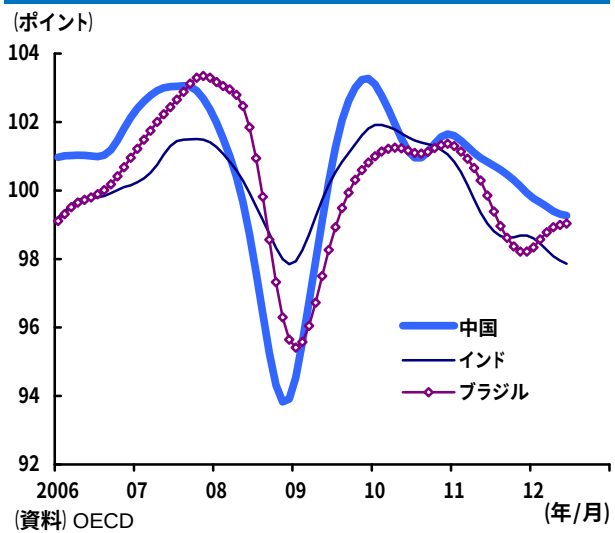
(資料) Markit

政策金利



(資料) 各国統計

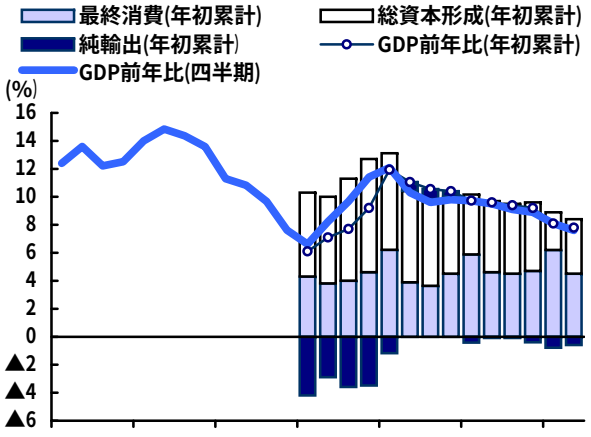
OECD景気先行指数



(資料) OECD

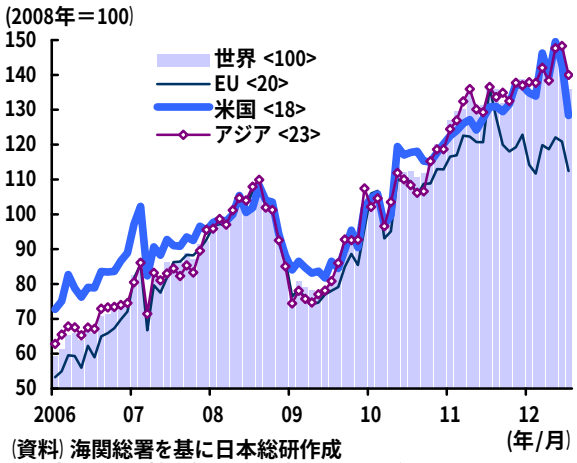
中国：足許の景気は減速傾向

GDP
固定資産投資の減速や輸出の伸び悩みを背景に、景気は減速傾向



(資料) CEIC、国家統計局

輸出
ＥＵ向け輸出は2011年半ばから伸び悩み
7月には米国向けが大きく減少

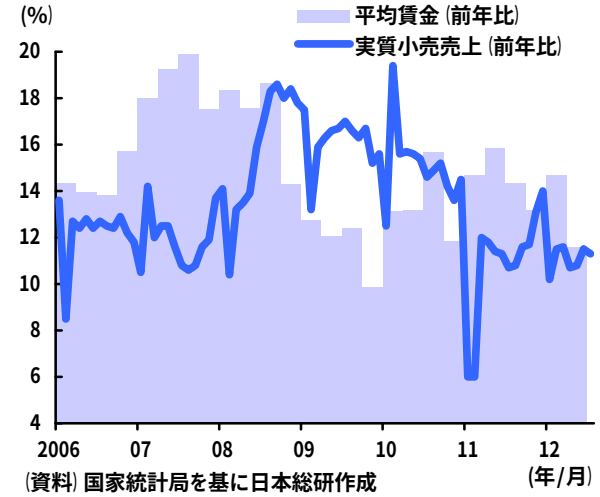


(資料) 海関総署を基に日本総研作成
(注) 米ドル建て輸出額の季調値。<>は2010年のシェア。

企業
中小製造業を中心に生産活動は低迷
固定資産投資は伸び率が低下

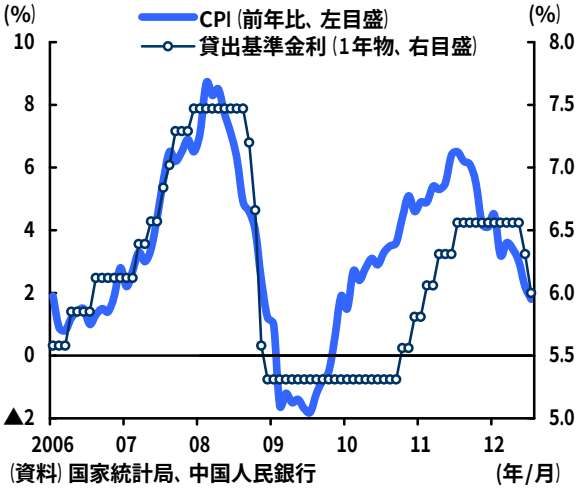
(資料) 国家統計局

家計
賃金は人手不足により二桁の伸びを維持
小売売上は住宅価格の下落により低迷



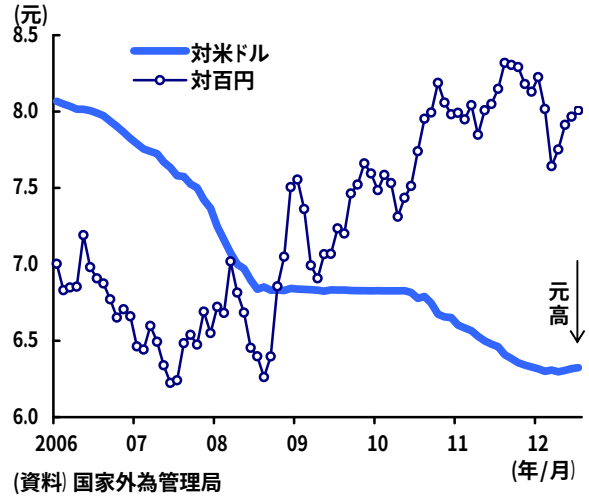
(資料) 国家統計局を基に日本総研作成

物価
インフレは沈静化
6月以降金融緩和スタンスに



(資料) 国家統計局、中国人民銀行

為替
対米ドルの元高に歯止め
対円レートは2010年半ばから横ばい



(資料) 国家外為管理局

中国：回復に向かう不動産市場

中国の住宅価格は、金融引き締め政策と不動産市場抑制策を受けて、2011年９月をピークに下落。

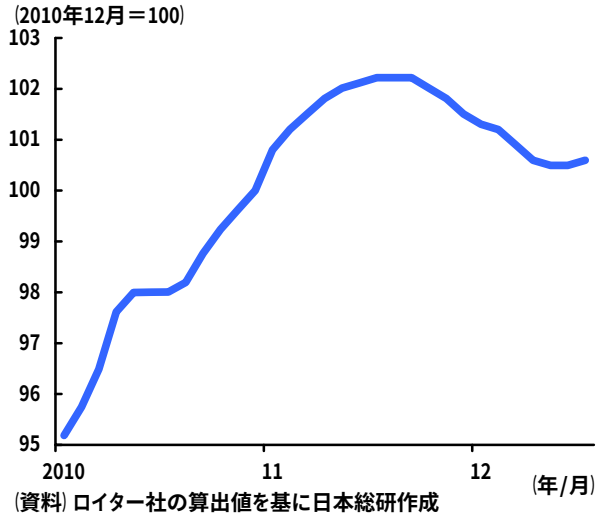
もっとも、足許では住宅需要が回復し、住宅価格の下落に歯止め。2012年入り後の景気減速が政府の想定よりも急ピッチであるため、中央政府は景気てこ入れに即効性のある下記２点の政策を実施したことが背景。

①５月以降、中小都市での抑制策緩和を一部黙認。地方政府が住宅購入抑制策の緩和に踏み切る動きは原則禁止するものの、蕪湖、池州、漳州、永州、莆田、臨沂などの地域では公的住宅ローンの融資限度額を引き上げ。

②６、７月の利下げに合わせて、公的住宅ローン金利を引き下げ。

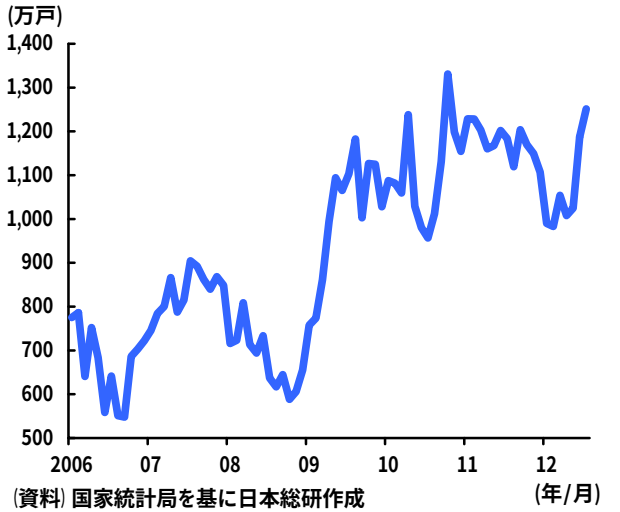
今後を展望すると、政府は一段の景気減速を回避するため、中小都市における不動産市場抑制策の緩和を進めていく見通し。ただし、住宅販売の急増や価格の急騰を防ぐため、漸進的な動きとなる公算大。また、足許のインフレ沈静化を受けて、年内に追加利下げを行うと予想。これらの結果、今後、住宅販売は中小都市を中心に緩やかに増加し、住宅価格も緩やかな上昇傾向に転じる見込み。

主要70都市の新築住宅価格



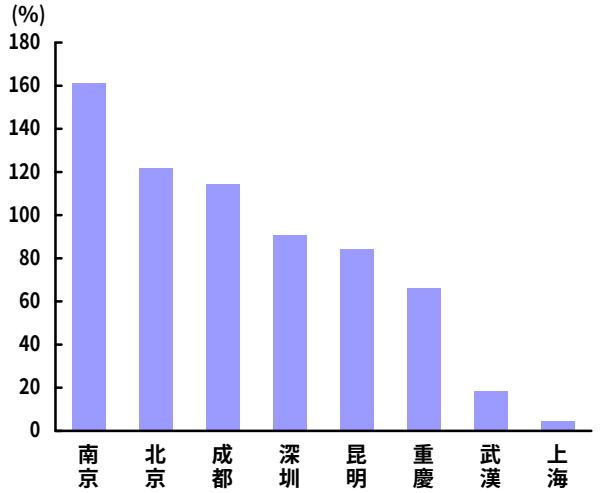
(資料) ロイター社の算出値を基に日本総研作成

分譲住宅販売戸数(季調値年率)



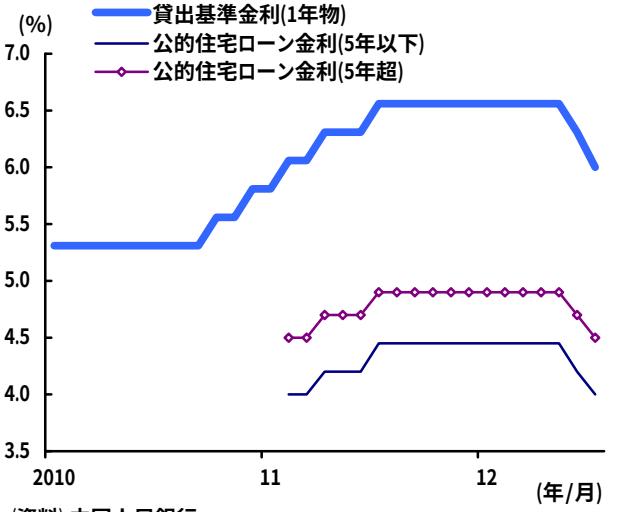
(資料) 国家統計局を基に日本総研作成

住宅取引面積(2012年8月6～12日の前年比)



(資料) 中国指数研究院

貸出基準金利と公的住宅ローン金利



(資料) 中国人民銀行

中国：景気対策により年後半から持ち直しへ

中国景気は、景気対策に支えられて、年後半から持ち直し。今後予想される景気対策を整理すると、以下の３点が中心に。

①一段の金融緩和。窓口指導の緩和や利下げ、預金準備率の引き下げにより、銀行融資が増加。

②公共投資の拡大。国家予算による投資は少なくとも年末までは、年率３割増の拡大ペースが持続。

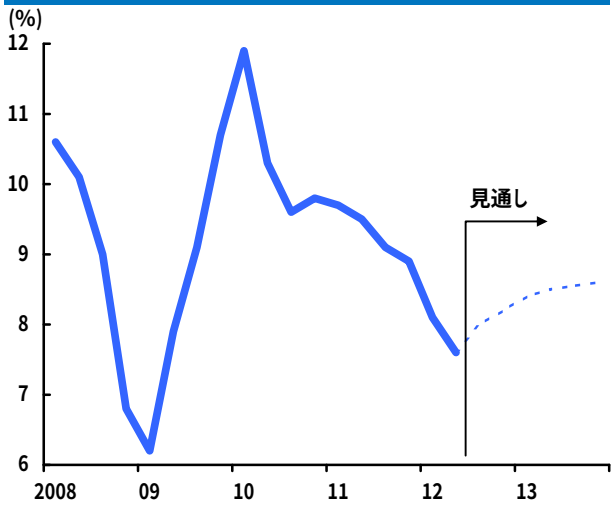
③企業の投資プロジェクトの承認を加速。また、バブルが発生していない中小都市では、不動産市場抑制策を緩和。

さらに、民間部門にも持ち直しの兆し。企業部門では、製造業の業況判断と工業企業の利益率が改善。設備投資の先行指標となる日本の中国からの工作機械の受注も、2012年入り後から回復傾向。家計部門では、住宅販売が回復。７月の分譲住宅販売床面積が５月に比べて22.1%増加。

これらの結果、成長率は７～９月期から徐々に高まる見通し。2012年は8.0%、2013年は8.5%と予想。

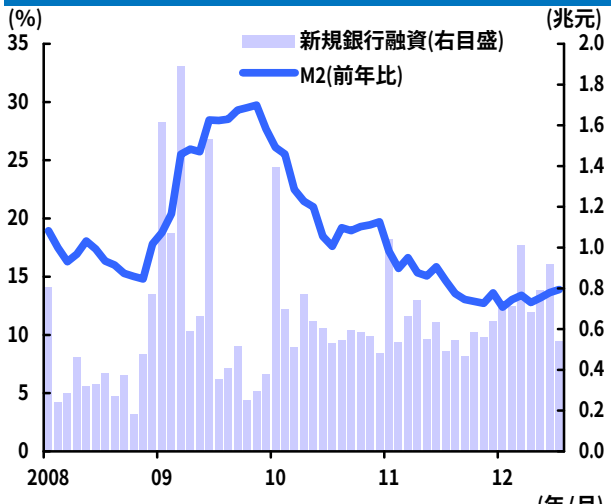
もっとも、一段の景気下振れリスクも。住宅価格が急騰し、不動産開発投資が過熱化した場合、政府が抑制策を再度強化することになるため、関連分野の固定資産投資が減速する可能性。

実質GDP成長率（前年比）



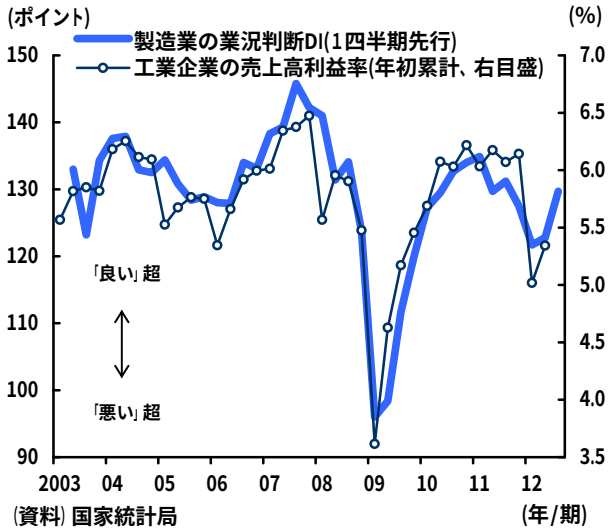
(資料) 国家統計局を基に日本総研作成

M2、銀行融資残高



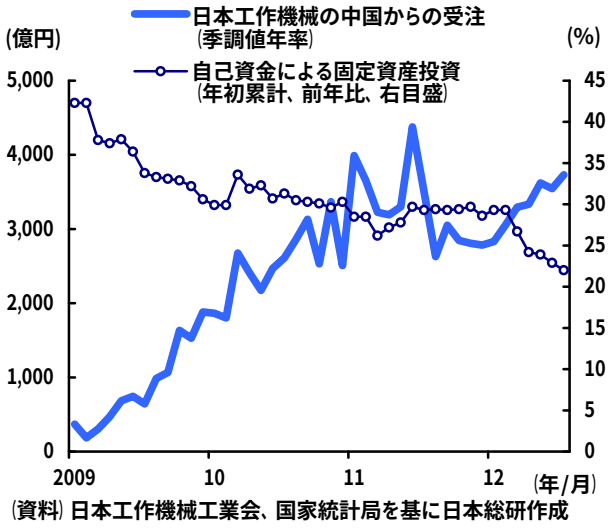
(資料)中国人民銀行

企業の景況感DIと利益率



(資料) 国家統計局

工作機械の受注と固定資産投資の推移

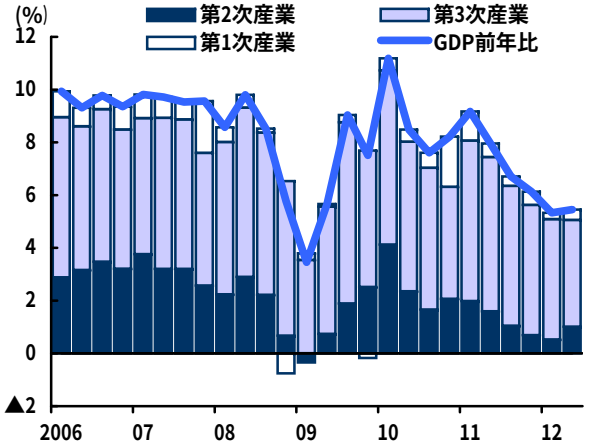


(資料) 日本工作機械工業会、国家統計局を基に日本総研作成

(株)日本総合研究所 新興国経済展望 2012年9月7日

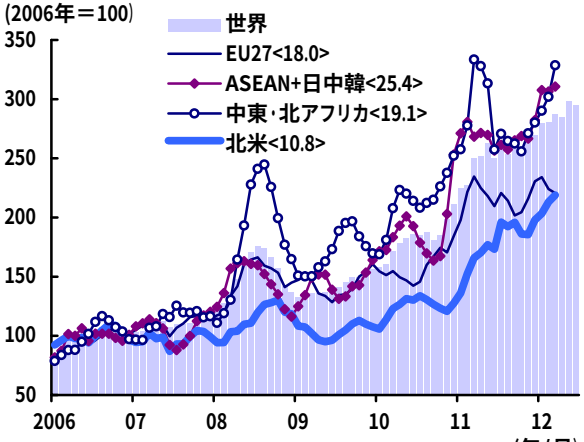
インド：足許の景気は減速傾向

GDP
4～6月期の成長率は小幅上昇
製造業が持ち直し



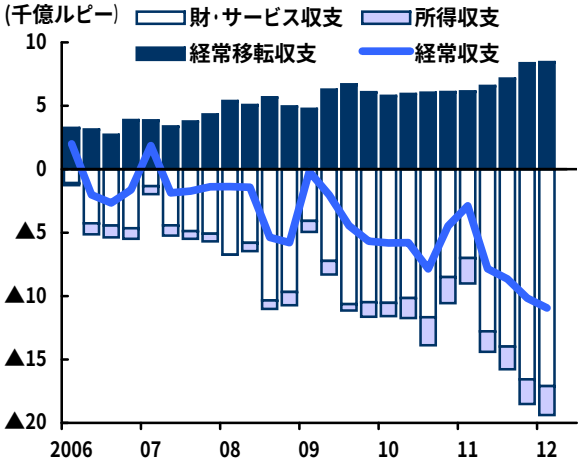
(資料) MOSPI　(年/期)

輸出
輸出は増勢が持続
ASEAN･中東向けが牽引



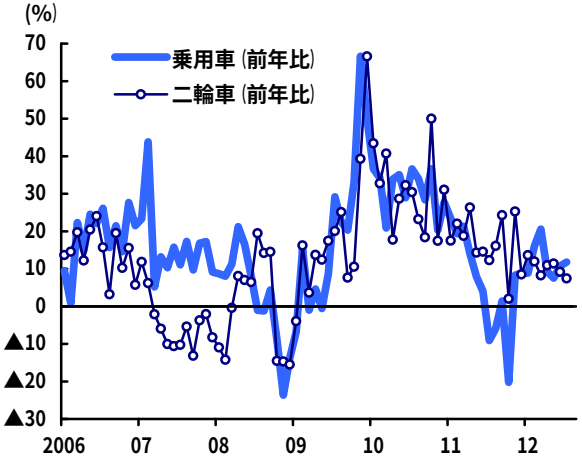
(資料) Reserve Bank of India
(注) 季調値の後方3カ月平均。<>は2011年のシェア。

BOP
経常収支の赤字は拡大傾向
財･サービス収支の赤字拡大が主因



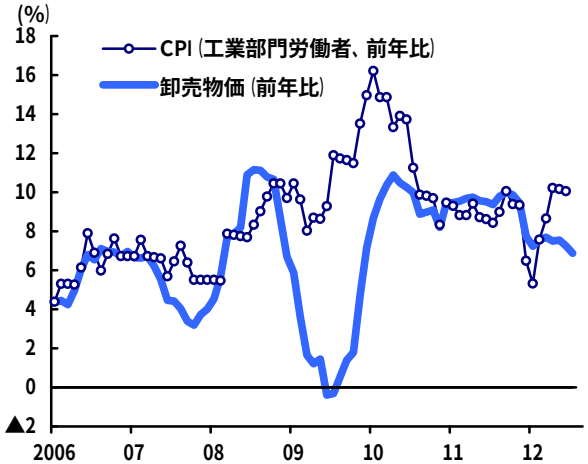
(資料) Reserve Bank of India　(年/期)

家計
ガソリン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



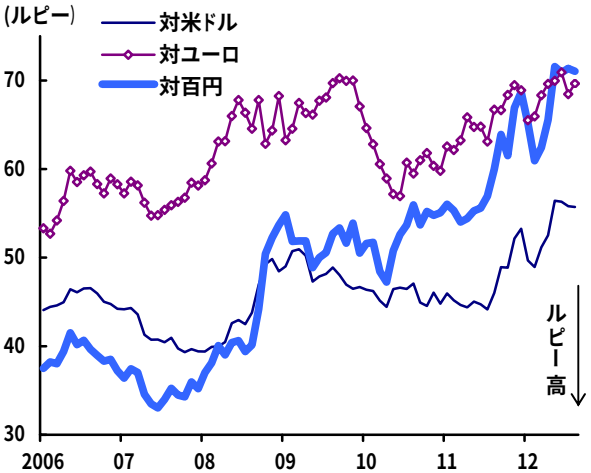
(資料) Society of Indian Automobile Manufacturers　(年/月)

物価
消費者物価は騰勢がやや加速
卸売物価は伸び率が鈍化



(資料) Ministry of Commerce　(年/月)

為替
対ドル･ユーロ･円でルピー安が進展



(資料) CEIC　(年/月)

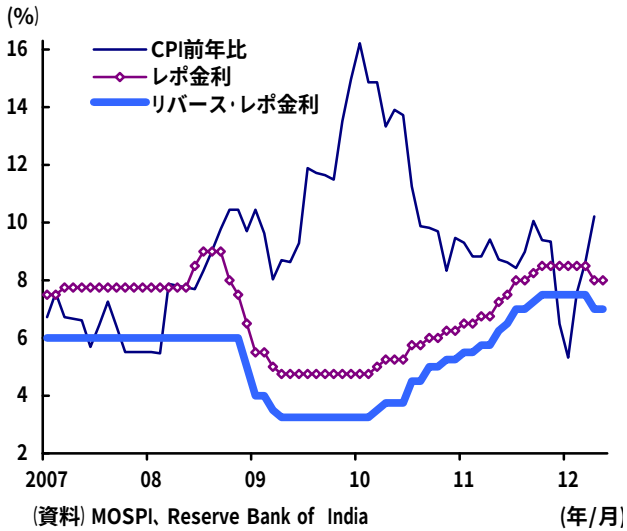
インド：インフレ沈静化により金融緩和へ

インド中央銀行は、インフレ加速を懸念し、金融緩和に慎重なスタンスを継続。7月はレポレートとリバース・レポレートをそれぞれ、8.0%、7.0%に据え置き。

今後を展望すると、①コア消費者物価・卸売物価の上昇率の鈍化、②国際的な一次産品価格の上昇の一服、③マネーサプライ増加率の鈍化など、一定の引き下げ余地。年内に0.25ポイント程度の引き下げが行われる見込み。

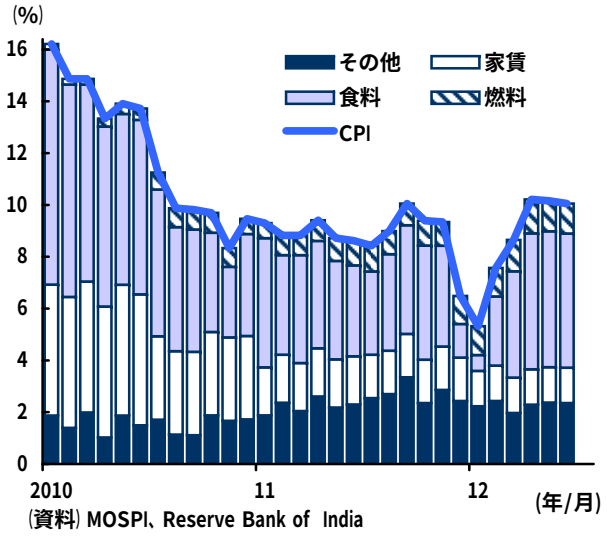
もっとも、①家計の根強いインフレ期待、②ルピー安に伴う輸入物価上昇圧力、などの要因があるため、大幅緩和に踏み込む公算は小。結果、金融緩和を通じた景気浮揚効果も小幅にとどまる見込み。

消費者物価と政策金利



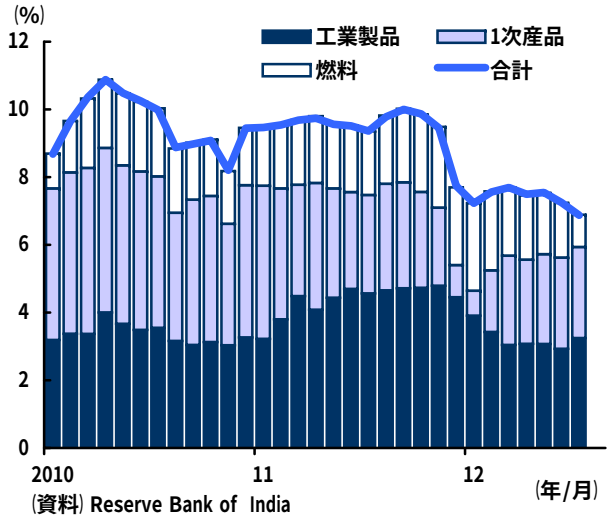
(資料) MOSPI、Reserve Bank of India

消費者物価(前年比)



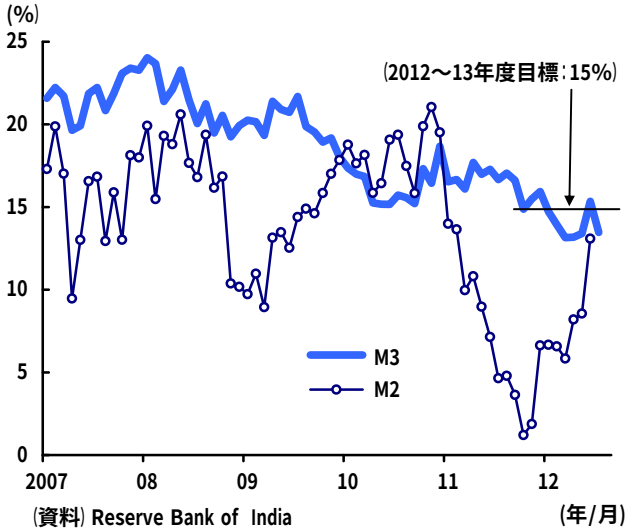
(資料) MOSPI、Reserve Bank of India

卸売物価(前年比)



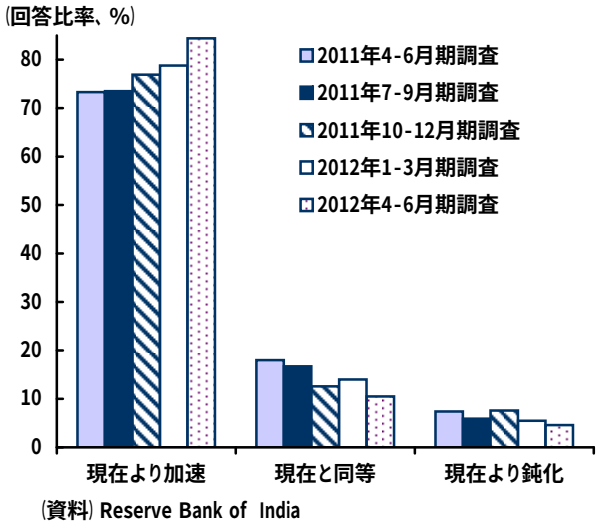
(資料) Reserve Bank of India

マネーサプライ(前年比)



(資料) Reserve Bank of India

1年後の物価上昇率に対する家計の期待



(資料) Reserve Bank of India

(株)日本総合研究所 新興国経済展望 2012年9月7日

インド：個人消費に牽引されて景気は持ち直しへ

インド経済は、個人消費に牽引されて徐々に持ち直すものの、企業・政府部門の低迷が続くため、回復ペースは緩やかにとどまる見通し。

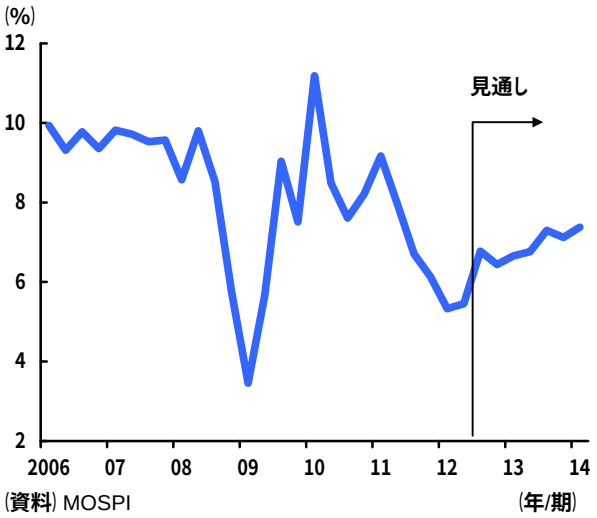
個人消費は、インフレの鈍化や今後打ち出される金融緩和などを背景に、家電製品・自動車などの耐久消費財を中心に、伸び率が高まる見込み。

一方、固定資本形成は、都市化の進展に伴う基調的な拡大傾向は続くものの、①先進国景気の先行き不透明感を受けて企業マインドが低迷していること、②財政赤字の拡大を背景に政府支出の拡大が困難であること、③燃料・電力の不足がボトルネックとなっていること、などから、緩やかな伸び率にとどまる見込み。

また、純輸出も、国内景気の低迷を背景に輸入の低迷が続く一方で、欧州向けを中心に輸出も伸び悩むため、赤字幅が拡大し、景気にマイナス作用。

さらに、景気低迷が長期化するリスクも。①欧州経済の失速による輸出・金融面を通じたマイナス影響拡大、②経常収支赤字の拡大と短期資本流入の拡大に伴う金融市場の不安定化、③通貨安や国内農産物の供給ボトルネックに起因するインフレ率の上昇、などが不安材料。

実質GDP成長率（前年比）



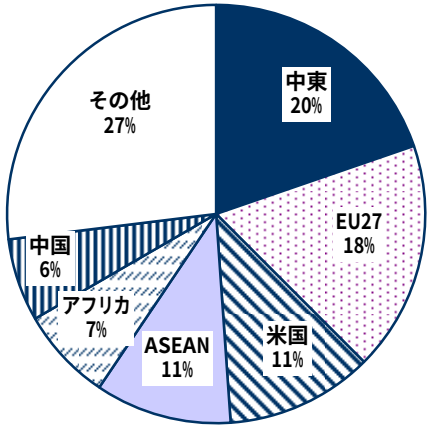
(資料) MOSPI

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	6.5	7.0
	第1次産業	2.8	3.0	3.0
	第2次産業	2.6	4.0	5.7
	第3次産業	8.5	8.0	8.6
経常収支（名目GDP比）		▲ 4.6	▲ 3.6	▲ 2.8
中央政府財政収支（名目GDP比）		▲ 5.9	▲ 5.5	▲ 4.5
ボンベイ株価指数（期末）		17,404	18,000	-
対ドル為替レート(期末)		51.2	53.0	51.0
レポ金利（期末）		8.50	7.50	7.00
10年物国債金利（期末）		8.56	8.10	7.50

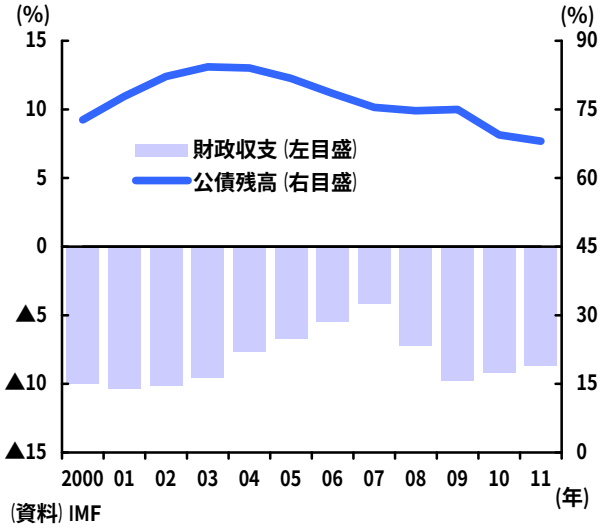
(資料) Reserve Bank of India
(注) 会計年度は4月～翌年3月。2012年4～6月期調査。

財輸出の地域別シェア（2011年）



(資料) IMF

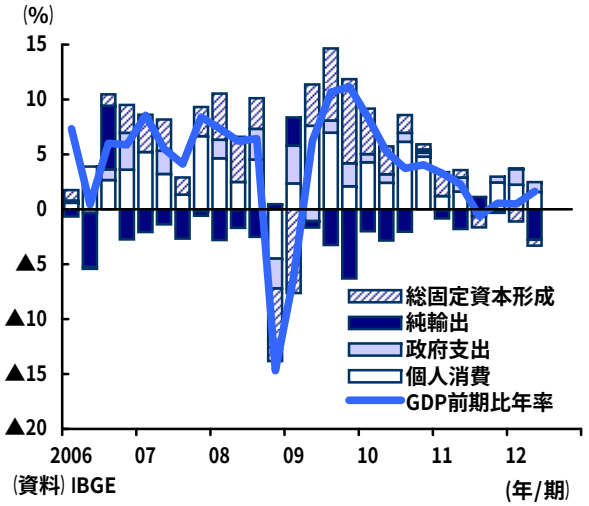
一般政府の財政赤字・公債残高（名目GDP比）



(資料) IMF

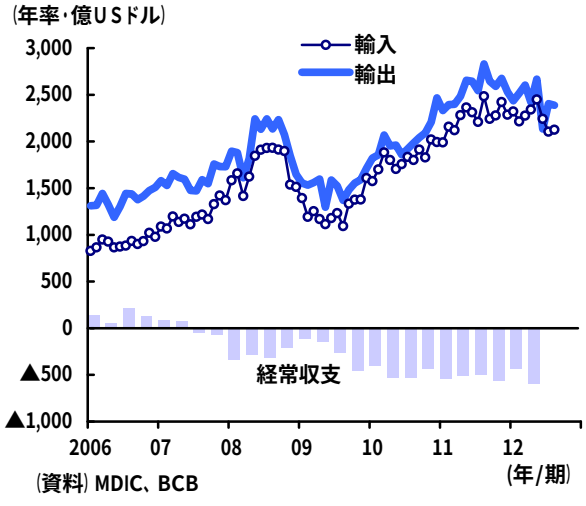
ブラジル：個人消費に支えられて、足許の景気は緩やかに回復

GDP　4～6月期の成長率は小幅上昇
輸出が減少したものの、個人消費が増加



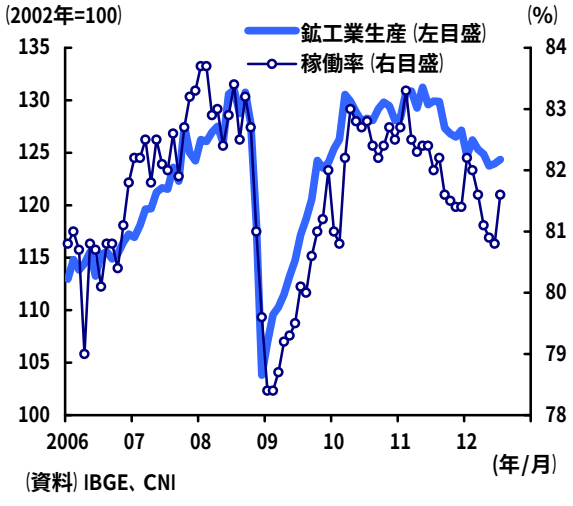
(資料) IBGE　(年/期)

外需　輸出は米欧アジア向け全てで減少
経常赤字も拡大傾向



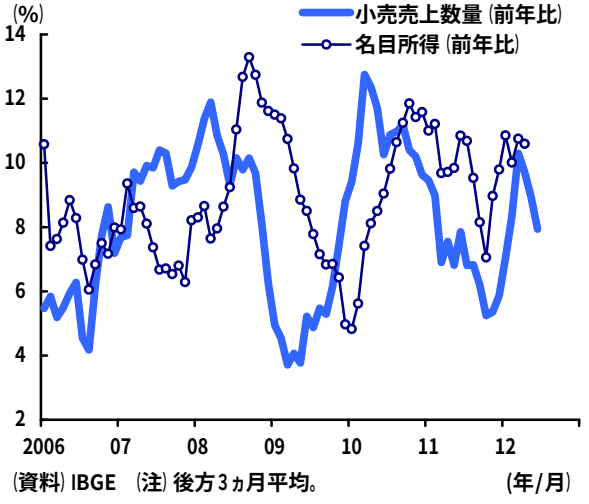
(資料) MDIC、BCB　(年/期)

企業　鉱工業生産は自動車・家電中心に減少
設備稼働率も低下傾向



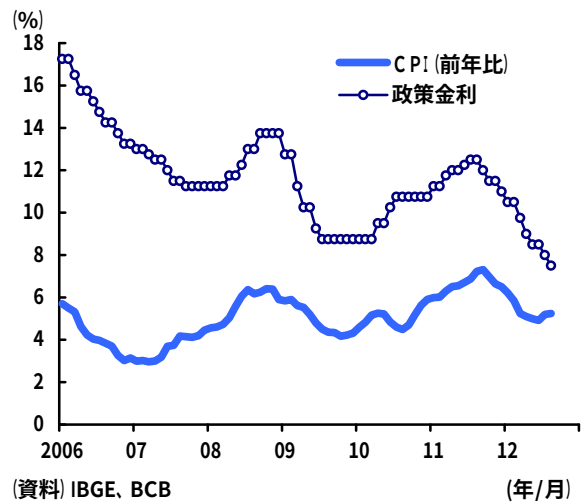
(資料) IBGE、CNI　(年/月)

家計　小売売上の増勢はやや鈍化
所得は高い伸びが持続



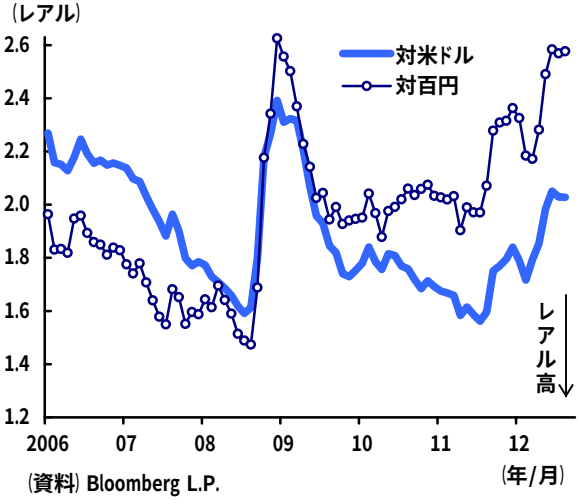
(資料) IBGE　(注) 後方3ヵ月平均。　(年/月)

物価　消費者物価は足許で反転の兆し
政策金利は過去最低水準まで低下



(資料) IBGE、BCB　(年/月)

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



(資料) Bloomberg L.P.　(年/月)

ブラジル：個人消費は2013年入り後に増勢が鈍化

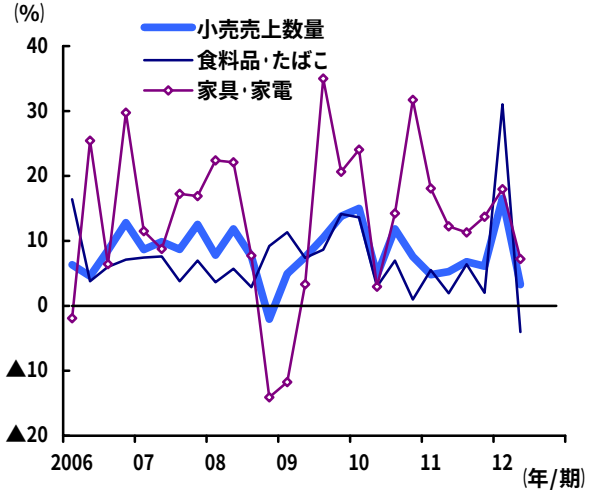
2012年入り後、個人消費は、所得増加と政策効果を背景に持ち直し傾向。所得面では、最低賃金を14%引き上げたことによって、名目所得が増加。さらに、インフレ率の低下もあって、実質所得が高めの伸びを維持。政策面では、工業製品税率の引き下げや個人向け貸出金利の引き下げにより、自動車や家電などの耐久財消費が増加。こうした傾向は2012年後半も続き、個人消費は全般的に増勢を維持する見通し。

もっとも、2013年入り後は、足許の押し上げ要因が剥落するため、増勢が鈍化する見込み。最低賃金は、前々年のＧＤＰ成長率と前年のインフレ率を基に算出されるため、2013年には2012年を下回る10%程度の上昇率になる見通し。さらに、穀物価格の上昇によってインフレ率もやや上振れる見込み。このため、実質所得が押し下げられるほか、一段の金融緩和が困難になるため貸出金利も低下に歯止め。これらの結果、所得・政策面からの消費刺激効果は徐々に減衰。再三延長されてきた工業製品の減税措置が予定通り2012年12月に終了した場合、耐久財消費の下押し圧力として作用。

工業製品税率引き下げ例（単位:%）			減税前	減税後
自動車（減税実施期間：2012年5月～2012年10月）				
乗用車	1,000～2,000cc	フレックス	41	11
		ガソリン	43	13
家電（減税実施期間：2011年12月～2012年12月）				
洗濯機			20	10
冷蔵庫			15	5

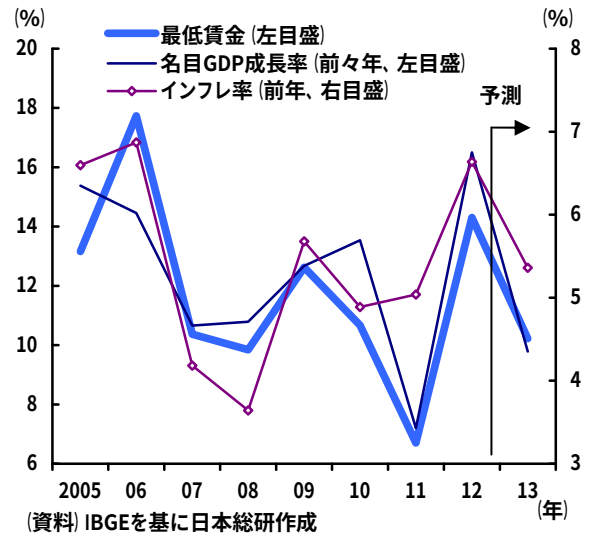
（資料）JETROなど　（注）フレックス燃料車は、ガソリンとエタノールの混合燃料で走行できる車両。

小売売上数量（前期比年率）



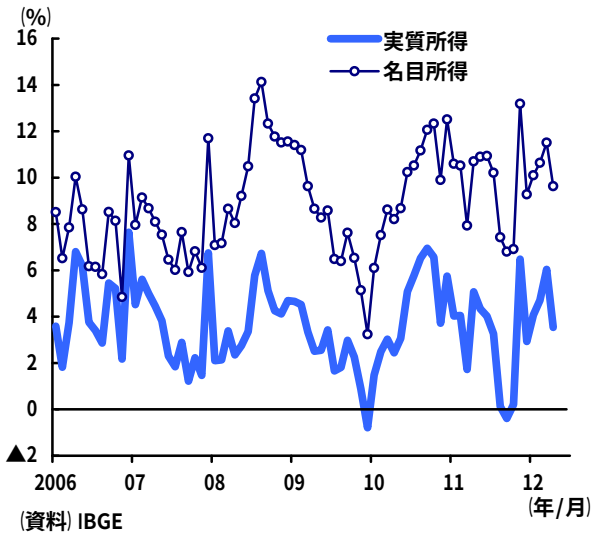
（資料）IBGE　（注）小売売上数量は自動車と建設資材を除く。

最低賃金とGDP成長率、インフレ率（前年比）



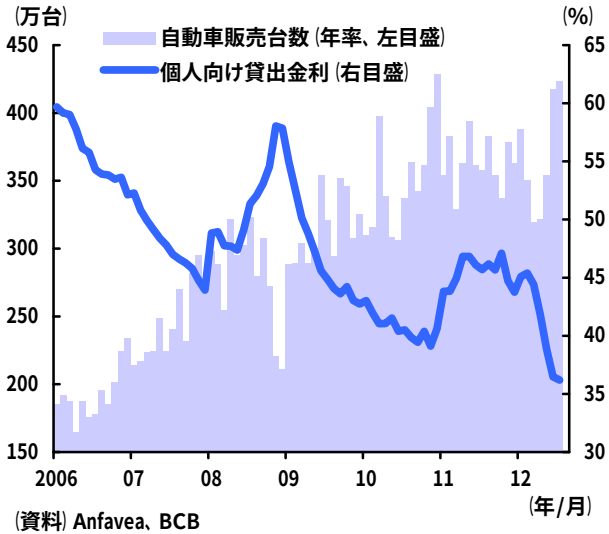
（資料）IBGEを基に日本総研作成

名目所得と実質所得（前年比）



（資料）IBGE

自動車販売台数と貸出金利



（資料）Anfavea、BCB

（株）日本総合研究所　新興国経済展望　2012年9月7日

ブラジル：緩やかな回復基調を維持する見通し

2012年の個人消費は、良好な所得環境と政策効果に支えられて、堅調な伸びを続ける見込み。一方、2013年入り後は、これらの要因が剥落するため、ＧＤＰへのプラス寄与が低下する見通し。

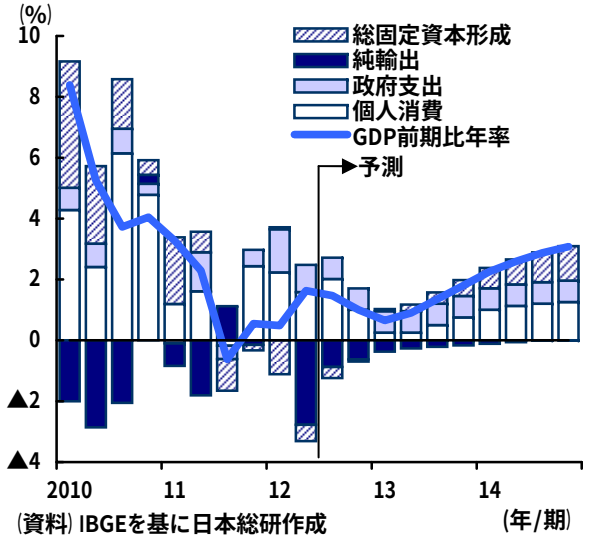
もっとも、これまでＧＤＰを大きく押し下げてきた輸出の減少幅がマイルドになる公算大。米国の干ばつを受けてブラジル産穀物に対する需要拡大が見込まれるほか、2011年後半から進行しているレアル安により、製品需要のマイナス寄与も縮小へ。

加えて、インフラ投資もＧＤＰを下支え。未整備のインフラはブラジルコストのひとつで、政府も25年計画で整備を進める方針。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。

以上を踏まえると、2012年後半は個人消費に支えられて小幅プラス成長を続ける見込み。2013年入り後は、個人消費の牽引力低下により一時的に減速するものの、その後は、輸出のマイナス寄与縮小、固定資本形成の拡大により、緩やかな回復基調が持続する見通し。

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圧迫などを背景に、設備投資マインドはなかなか盛り上がらない見込み。このため、景気回復力は脆弱にとどまる公算大。

実質GDP成長率の見通し（前期比年率）



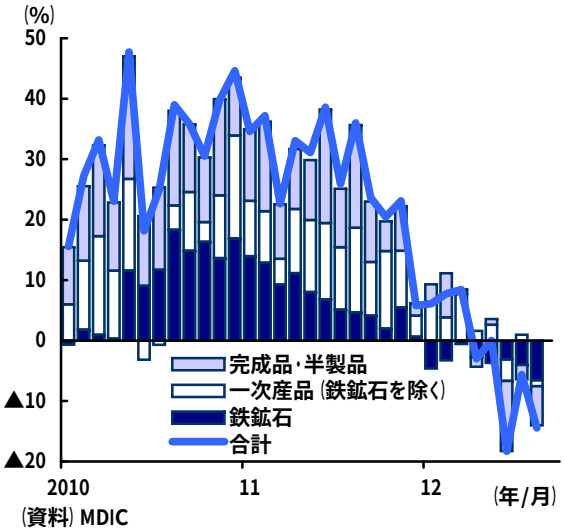
（資料）IBGEを基に日本総研作成

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

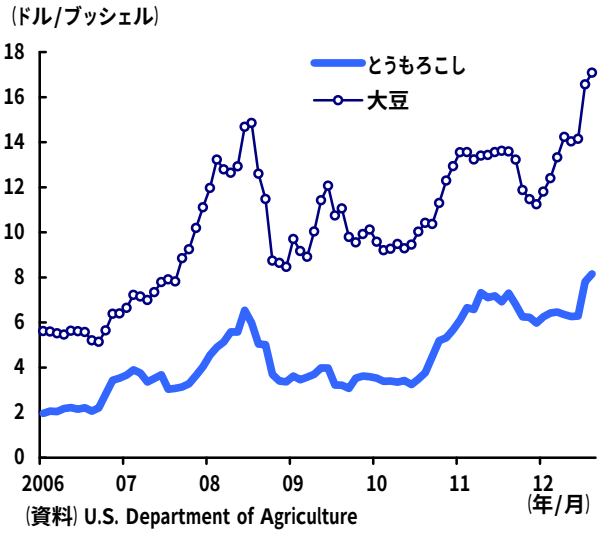
（資料）国際金融情報センター、ブラジル日本商工会議所を基に日本総研作成

品目別の輸出額（前年比）



（資料）MDIC

米国の穀物価格（先物）



（資料）U.S. Department of Agriculture

（株）日本総合研究所 新興国経済展望 2012年9月7日

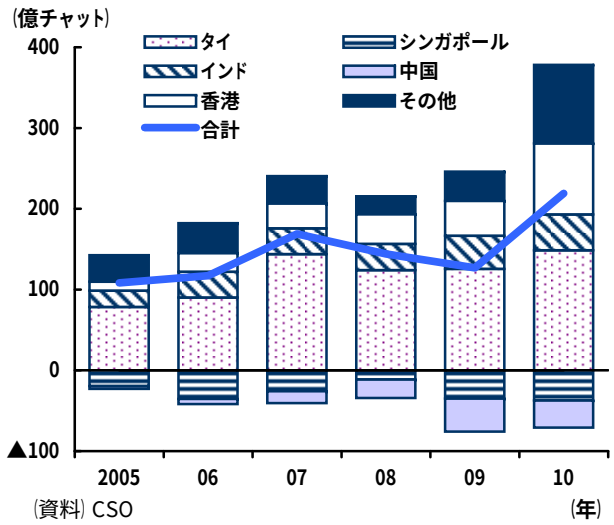
ミャンマー：貿易赤字は拡大傾向

2010年後半以降、ミャンマーの政治・経済改革が加速。各国の経済制裁措置も緩和傾向にあり、今後、対ミャンマー貿易・投資活動が拡大するとの期待が台頭。

近年の貿易収支の推移をみると、政府統計では対タイ・対香港での黒字を主因に、足元にかけて貿易黒字が拡大傾向。もっとも、複雑な為替レートに起因する外貨調達コストや高関税を回避するため、国内業者の輸入額が過小申告されている可能性があり、実際には貿易赤字が拡大している公算大。実際、双方向のデータを基に推計されているＩＭＦの統計によれば、ミャンマーの貿易収支は、対中赤字の拡大や対タイ黒字の縮小を受けて、赤字額が拡大傾向。

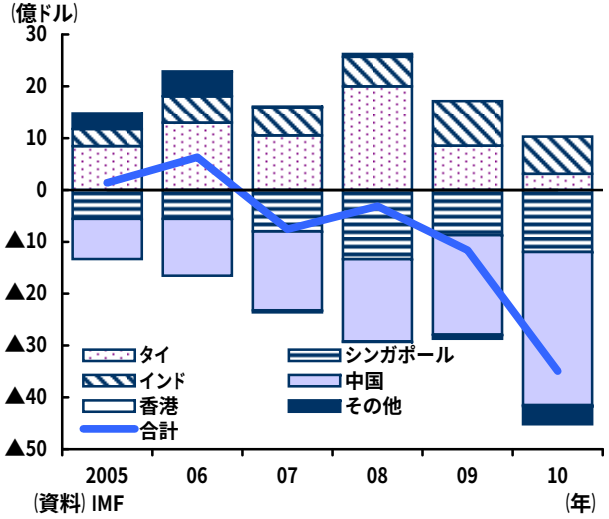
今後を展望すると、輸出は、安価で豊富な労働力の活用に向けて、各国が対ミャンマー直接投資を増やすにつれ、食料品・軽工業品を中心に拡大する見込み。ただし、貿易取引に関する各種規制が多く残存していること、道路・港湾・電力・通信などのインフラの質が低いことなどを踏まえると、輸出拡大が本格化するまでには一定の時間が必要。一方、輸入は、各種規制の緩和を受け、国内で生産できない高付加価値商品や原材料の輸入が急拡大すると見込まれるため、短期的には貿易赤字が拡大する公算大。こうした貿易赤字の拡大が、通貨安・インフレ圧力として作用する懸念も。

貿易収支（政府統計）



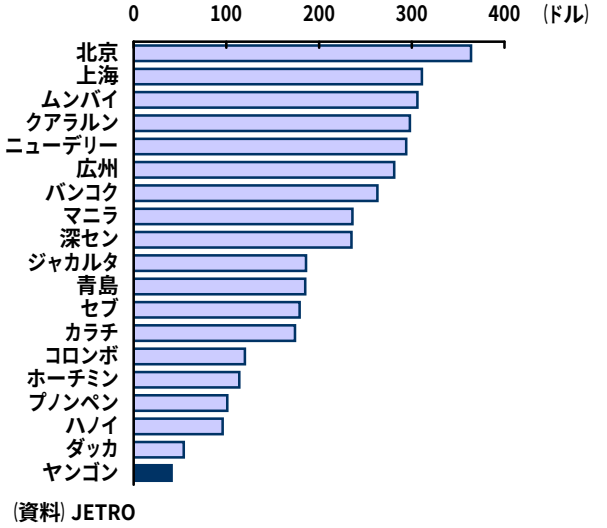
（資料）CSO

貿易収支（各国の貿易統計に基づく推計値）



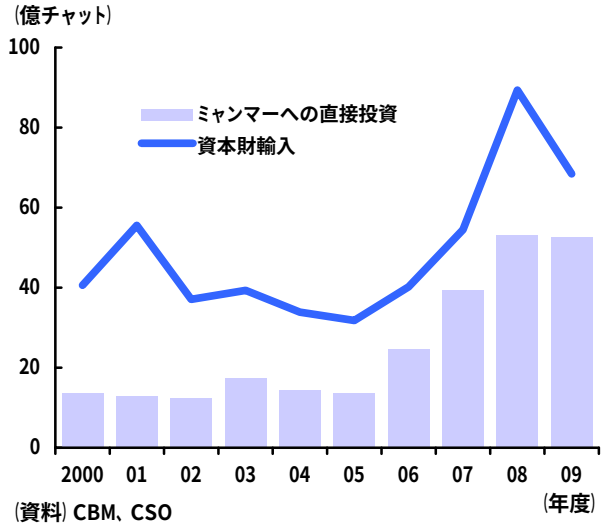
（資料）IMF

ワーカーの平均月給（2010年）



（資料）JETRO

直接投資と資本財輸入



（資料）CBM、CSO