

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 丸山義正 03-3497-6284 maruyama-yo@itochu.co.jp

安定成長へ移行するペルー経済

ペルー経済は、適切な金融引き締めにより、持続可能な成長ペースまで減速。インフレも鎮静化に向かっており、2012 年以降も、適切な金融政策の下で、潜在成長率程度での安定成長を続ける見込み。資源開発を担う海外資本への配当支払いによる所得収支の赤字が響き、経常収支は赤字構造だが、民間直接投資によりファイナンスされている。また、バックストップとして、巨額の外貨準備も保有。金融危機に伴い 2009・2010 年に赤字へ転落した財政収支も、既に黒字を回復。

2011 年も潜在成長ペースを上回る高成長

ペルー経済は、金融危機にも関わらず 2009 年の成長率が 0.9%とマイナス成長を回避した後、2010 年は 8.8%の高成長、2011 年も 6.9%と、潜在成長ペースと目される 6%を上回る高成長を 2 年連続で確保した。

1～3 月期に成長再加速

2012 年に入ってから、ペルー経済は堅調推移を維持している。2011 年最終四半期、10～12 月期に成長率が前期比年率 4.8%、前年比では 5.5%まで低下し、ブラジル経済と同様の急減速かと一時懸念された。しかし、2012 年 1～3 月期に前期比年率 6.7%と 2010 年 10～12 月期以来の高成長を記録、前年比も 6.0%と潜在成長ペース程度へ再び高まっている。

固定資本形成が大幅に増加

2012 年 1～3 月期成長率の加速に貢献したのは、固定資本形成の加速ある。10～12 月期前年比 3.3%から、1～3 月期は 16.5%へ伸びが高まり、成長率を 4.4%Pt（10～12 月期 1.0%Pt）も押し上げた。一方、GDP の 3 分の 2 を占める個人消費は 6.0%（10～12 月期 6.4%）と 6% 台の伸びを確保したものの、後述する中央銀行による金融引き締めの効果により、2010 年後半をピークに緩やかに減速している。

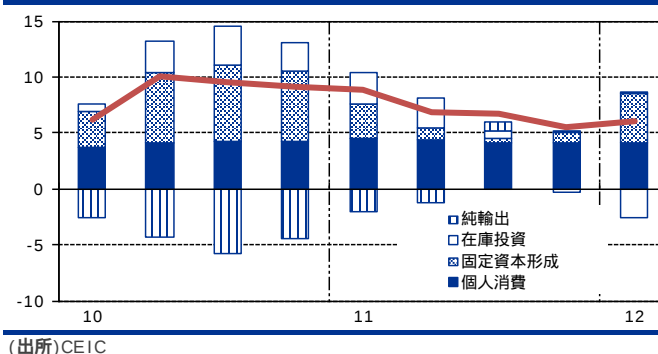
輸出入ともに拡大

外需は輸出入ともに大きく伸びた。まず、輸出は 10～12 月期前年比 7.4%が 1～3 月期は 14.8%へ加速した。貿易統計によると、農水産物や鉱物及び原油などの輸出が好調である。一方、固定資本形成の加速に対応するかたちで資本財輸入が増加し、輸入も 11.0%（10～12 月期 5.5%）へ伸びを高めている。輸出入の

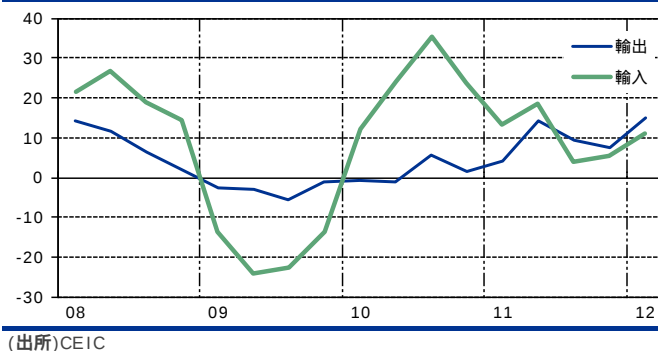
ペルーの実質GDP成長率推移（前年比、%）



実質GDP成長率の推移（前年比、%）



輸出入の推移（前年比、%）



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

増加が概ね相殺し合ったことから純輸出(輸出 - 輸入)の成長率に対する寄与はほぼゼロだった。

在庫投資急減が4～6月期の生産を押し上げ

一方、産業別GDPを見ると、固定資本形成の増加に対応するかたちで建設業が高い伸び(10～12月期10.1%→1～3月期14.7%)を示し、個人消費の緩やかな拡大を反映して商業は安定的な増加基調にある。

対して、輸出が加速したにも関わらず、主力の輸出産業である農畜産業(10～12月期2.3%→1～3月期2.3%)や漁業(36.6%→▲7.6%)、鉱業(0.2%→1.7%)、製造業(1.0%→▲0.9%)は1～3月期に低調だった。特に、製造業は小幅ながらも2009年以来の減産である。こうした乖離は、1～3月期の輸出加速が在庫圧縮(1～3月期は大幅なマイナスの在庫投資)により賄われた部分が大きいことを意味する。在庫圧縮の主因は悪天候による生産低迷など供給側と考えられ、在庫補填のためにも、製造業などの生産は4～6月期には持ち直すと見込まれる。

雇用所得は緩やかな拡大が続く

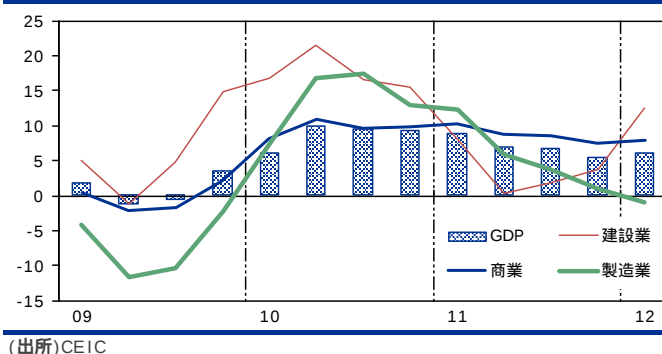
4～6月期以降のペルー経済について考えると、まず個人消費は減速しつつも、拡大を続けると見込まれる。都市部雇用者数の伸びが2011年に前年比5.4%(2010年4.2%)へ加速するなど雇用環境が引き続き良好な下で、個人消費が緩やかに減速しているのは、後述する中央銀行による金融引き締め効果が大きいと考えられる。実際、中央銀行の意図通り、金融機関貸出の伸びが鈍化してきている。個人消費は、金融引き締め効果が遅行して現れ2011年の前年比6.4%からは減速するものの、良好な雇用環境に支えられて、2012年も5%台後半の伸びを確保すると予想される。

2012年の固定資本形成は再加速へ

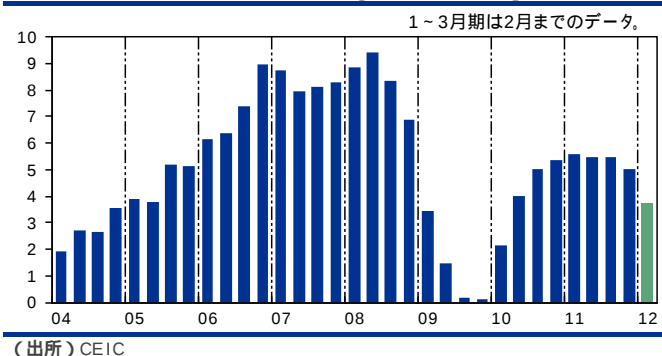
固定資本形成は2011年に前年比5.2%(2010年23.2%)へ大きく減速した。しかし、2012年1～3月期に16.9%へ再加速したことが示唆するように、2012年の固定資本形成は二桁増加への復帰が見込まれる。海外からの資本流入を背景に民間部門の投資が底堅く推移することに加え、2011年に▲17.1%と大きく落ち込んだ公的部門の投資が再加速するためである。

まず、民間部門の投資は2011年後半にかけて減速したものの、2012年は景況感持ち直しに伴い拡大が期

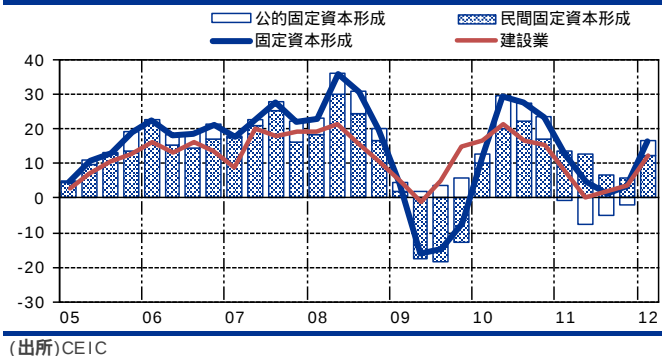
産業別四半期成長率の推移(前年比、%)



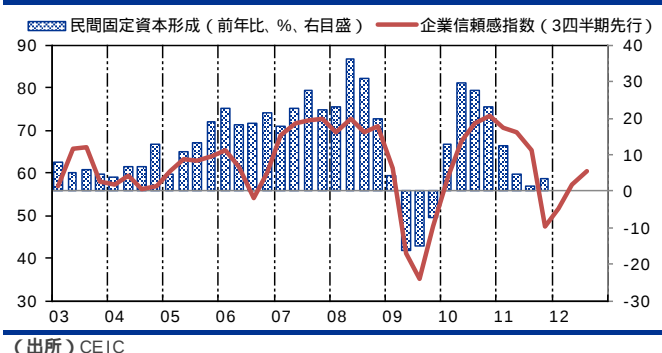
都市部雇用者数(前年比、%)



固定資本形成と建設業GDPの推移(前年比、%)



民間企業投資とマインドの推移



待される。資源価格の下落が鉱業を中心に多少の投資抑制に作用する可能性はあるが、個人消費の拡大などを踏まえれば、増勢は維持されるだろう。一方、公的部門の投資は、投資の端境期に当たったことや投資主体の体制の問題もあって 2011 年に大きく落ち込んだ。しかし、2012～2013 年にはインフラ整備を中心に大規模な設備投資が計画されており、大幅増加が見込まれる¹。

財政黒字に転換

ペルーの財政状態は良好であり、公的資本形成について資金面からの不安はない。財政収支は大方の想定を大きく上回るペースで改善しており、金融危機への対応から 2009 年に名目 GDP 比▲2.1%、2010 年も▲0.3%の財政赤字を余儀なくされたものの、2011 年は 1.9%程度の大規模な黒字を確保した模様である（IMF2012 年 4 月 World Economic Outlook ベース）。2012 年以降も 1%程度の黒字継続が見込まれている。

経常収支の赤字幅が縮小

2011 年の経常収支は▲33 億ドルとなり、2010 年の▲38 億ドルから赤字幅が縮小、経常収支の対名目 GDP 比も 2010 年の▲2.5%が 2011 年は▲1.9%へ改善した。ペルーの経常収支構造を見ると、資源輸出により貿易収支は大幅な黒字、出稼ぎ労働者の仕送りにより移転収支も黒字の一方、資源開発に投資する海外

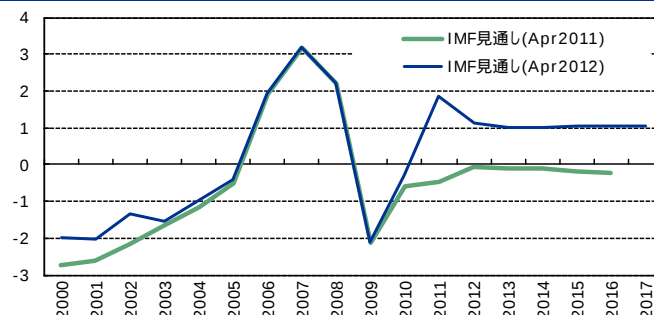
資本への支払いにより所得収支が大幅な赤字、ロイヤリティの支払いによりサービス収支も赤字となっている。所得収支の赤字が大きいために、経常収支トータルでは赤字である。2011 年の動きを見ると、主力産業である資源ビジネスの好調推移が、輸出額の増加による貿易収支の黒字拡大（前年比 38%、前年差 +26 億ドル）と資源開発に投資している海外資本への配当支払い増加による所得収支の赤字拡大（前年比 22%、前年差▲25 億ドル）をもたらしたが、両者は概ね相殺し合った。2011 年の経常収支改善に寄与したのは、ペルーへの旅行者増加による旅行収支の改善（サービス収支の赤字縮小）と出稼ぎ労働者による仕送り送金増加（移転収支の黒字拡大）である。

ペルーの経常収支は赤字ではあるものの、赤字幅は名目 GDP 比で 2%を下回る規模にとどまり、かつ縮小傾向にある。加えて、経常収支赤字は民間部門の直接投資収支により完全に賄われているのみならず、ペルーは輸入額の 1 年分を大きく上回る巨額の外貨準備も有している。対外ファイナンスの懸念はない。

2011 年のインフレ率はインフレ目標の上限を超過したが...

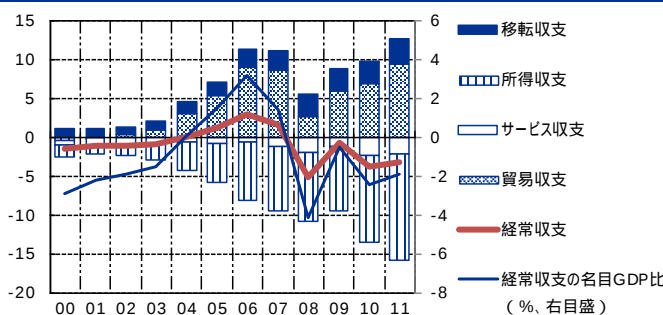
ペルーは、2%を中心に上下 1%ポイントの乖離を許容するインフレターゲット政策を導入している（ヘッドライン CPI 伸び率ベース）。金融危機後の金融政策推移を確認すると、中央銀行であるペルー準備銀行（BCRP）は金融危機に際し、政策金利を 2009 年 8 月に 1.25%まで引き下げたのち、2010 年 5 月から利

財政収支の推移と見通し（GDP比、%）



（出所）IMF

経常収支の推移（10億ドル）



（出所）CEIC Data

¹ 民間部門も含めた数字ではあるが、BCRP によると、鉱業や電力、インフラを中心に 2012～2013 年トータルで 355 億ドルもの大規模投資が計画されている。

上げへ転じた。政策金利は、小休止を挟みつつ、2011年5月に4.25%まで引き上げられたが、2011年6月以降は据え置かれている。

一方、インフレ率は上昇傾向を辿った。2011年平均のインフレ率（ヘッドラインCPI）は前年比3.4%となり、インフレターゲットの上限3%を超過した。2011年中の推移を見ると、7～9月期までは3%前半にとどまっていたが、後半に4%台へ加速、12月には4.7%へ達した。2011年に入ってインフレ動向は反転し、直近4月のインフレ率は4.1%まで低下しているものの、なお、インフレ目標の上限を超過したままである。但し、こうしたインフレ率上昇は、国際商品市況の上昇と大雨や洪水による農産物価格の急騰によるところが大きく、米国流のコアインフレ率（除く食料・エネルギー）は昨年6月以降一貫して、インフレ目標の範囲内2%台前半で推移している。

フォワードルッキングに利上げを見送り

BCRPは、2011年のペルー経済が減速基調を辿った点、天候要因が主因のインフレ率上昇は金融政策により対処できない点、2011年上昇の反動により2012年の農産物価格上昇率は低下が見込まれる点、期待インフレ率が低位で安定している点、などを踏まえ、インフレ率の上昇にも関わらず政策金利の引き上げを見送った。フォワードルッキングな観点からは概ね妥当な判断だったと言えるだろう。

今後についてBCRPは、2012・2013年のペルー経済が潜在成長近辺で推移し、需給ギャップは大きく変化しないとの見通しの下で（3月インフレーション・レポートにおける2012年成長率見通しは5.7%、2013年6.3%）、ヘッドラインCPI前年比が2012年末に2～3%とインフレ目標の範囲内へ、2013年末には1.5～2.5%とインフレ目標の中央値へ低下すると予想している。こうした成長及びインフレの想定に加え、不透明な国際金融情勢も考慮し、BCRPは政策金利を当面据え置くと予想される。但し、世界経済の先行き見通しが好転し、個人消費や設備投資の拡大によりインフレ圧力が強まる兆しが現われた場合には、BCRPは再利上げに踏み切る可能性が高い。金融政策の次の一手は、引き締めと予想する。

2012年以降は潜在成長ペースでの成長を予想

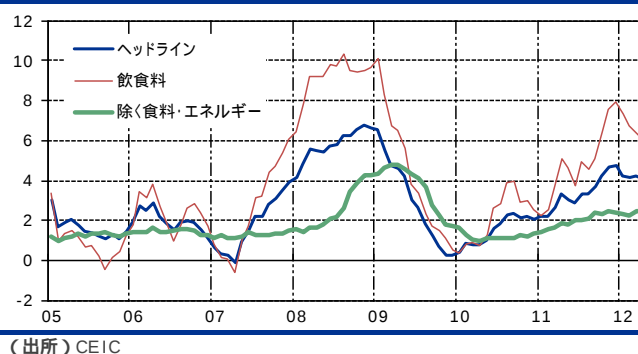
以上の経済情勢及び金融政策動向を踏まえると、2011年後半に持続可能な成長軌道、すなわち潜在成長ペースまで減速したペルー経済は、適切な金融政策運営の下で、2012年以降も概ね潜在成長率程度での安定成長を続ける可能性が高い。当社では、ペルー経済の成長率を2012年5.7%、2013年6.0%と予想している。

先行きのリスクとしては、当然ながら、欧州債務問題がもたらす世界金融危機が指摘される。特に、ペルー経済については、世界経済の減速や投資家のリスク回避姿勢を受けた資源価格の下落が、成長を抑制する可能性に留意する必要があるだろう。但し、本稿で見てきたように、ペルーは財政面や海外ファイナン

ペルー政策金利



CPI前年比の推移(%)



ス面において他の資源国よりも相対的に優位にあり、世界金融危機に対しても内需拡大等の対策を講じるだけの余力を有していると判断できる。

ウマラ大統領は経済成長を阻害せず

昨年7月に、オジャンタ・ウマラ氏が大統領に就任した。社会主義的色彩の濃い選挙公約を掲げていたこともあり、当初、経済界は新大統領の誕生を疑心暗鬼で迎えた。就任を受けて、企業マインドが悪化、また株価も大きく下落した。しかし、ウマラ大統領の就任後の政策運営は、前政権の財政規律重視スタンスを引き継いだほか、懸念された鉱業への課税強化も限定的なものにとどまり、従来の政策の継続性を重視した極めて現実的な路線と言えるものであった。そのため、経済界や海外資本の、ウマラ大統領に対する信認は大きく高まり、投資環境における不透明感は大きく後退している。逆に、ウマラ大統領が抱える差し迫った問題は、大統領に当選する原動力となった社会主義的な思想を重視する支持層からの反発の強まりである。

資源開発モデルへの反発

反発が極めて明確なかたちで現れたのは、昨年11月に北部のカハマルカ州で勃発した大規模ストである。自然湖を埋め立てて鉱山を開発するという金鉱山大手ヤナコチャ社の開発プロジェクト「コンガ」に反対して、地域住民が「水」は要るが「鉱山」は要らないと反発し、一部の鉱山施設を破壊したのである。コンガ・スト以外にも、同様の社会紛争が他地域でも発生している。こうしたストの表面的な焦点は、資源開発と環境保全の対立だが、突き詰めれば、資源開発を先行させ、それによって得た利益を用いて社会厚生を高め、貧困層の所得水準の向上を図るとするペルー政府の成長モデルに対する不満の高まりである。こうした不満自体は、従来から存在したものだが、そうした不満の受け皿となって大統領に当選したウマラ大統領が、前政権の政策スタンスを引き継いだために、不満が爆発したものと言える。

開発と社会制度改革を両立せざるを得ない

コンガ・ストは容易に鎮静化せず、事態収拾の遅れの責任追及のみならず、閣内の見解統一を図るためもあり、首相をはじめ10人もの閣僚の交代に繋がった。ウマラ大統領は就任後4ヶ月で大規模な内閣改造を余儀なくされたのである。しかし、スト後も、ウマラ大統領のスタンスは揺らいでいない。スト後にウマラ大統領が示したのは、資源開発は社会制度改革の資金を得るために必要であり、「水」か「金」の択一ではなく、「水と金の両立」が必要という現状路線堅持の方針であった。こうしたウマラ大統領のスタンスは、資源開発に必要な海外資本による投資を確保するという観点から好感されるものであり、経済成長にも資すると考えられる。しかし、国民の不満が過度に高まれば、ウマラ大統領の支持率低下を通じて、政治情勢の不安定化につながる可能性もある。ウマラ大統領は「水」と「金」のバランスを取りながら、ペルー経済の現在の拡大軌道を維持していく必要があると言えるだろう。

ペルーの主要経済指標

		10/Q2	10/Q3	10/Q4	11/Q1	11/Q2	11/Q3	11/Q4	12/Q1	直近8四半期の推移	
名目GDP	前年比 %	14.9	14.1	13.0	13.3	12.0	13.6	9.1	9.8		
実質GDP	前年比 %	10.0	9.6	9.2	8.8	6.9	6.7	5.5	6.0		
個人消費	前年比 %	5.8	6.2	6.5	6.4	6.4	6.3	6.4	6.0		
政府消費	前年比 %	12.5	9.1	5.9	5.2	0.8	7.0	6.0	▲0.7		
民間設備投資	前年比 %	24.5	28.6	24.2	15.4	16.0	8.5	7.8	13.7		
公的資本形成	前年比 %	51.2	23.5	20.9	▲5.8	▲35.8	▲23.7	▲7.3	36.9		
純輸出寄与度	前年比 %Pt	▲4.3	▲5.8	▲4.5	▲2.0	▲1.3	0.9	0.1	0.1		
輸出	前年比 %	▲1.2	5.5	1.4	4.2	14.1	9.5	7.4	14.8		
輸入	前年比 %	24.1	35.5	23.9	13.3	18.5	3.9	5.5	11.0		
経常収支	10億ドル	▲0.7	▲1.3	▲0.9	▲1.2	▲1.4	0.0	▲0.8	▲1.0		
貿易収支	10億ドル	1.6	1.5	2.1	1.9	2.2	3.2	2.0	2.1		
所得収支	10億ドル	▲2.4	▲2.9	▲3.1	▲3.4	▲3.8	▲3.5	▲3.1	▲3.3		
資本収支	10億ドル	1.1	6.7	2.3	2.7	2.6	1.8	2.1	6.6		
民間直接投資収支	10億ドル	1.4	2.2	0.7	2.3	1.3	1.8	1.6	3.1		
		11/Q2	11/Q3	11/Q4	12/Q1	12/01	12/02	12/03	12/04	直近12ヶ月の推移	
月次GDP	前月比 % 前年比 %	5.3 6.9	6.0 6.7	4.7 5.5	6.7 6.0	0.4 5.5	0.5 7.0	0.4 5.5			
農畜産業	前年比 %	2.9	7.2	2.3	2.3	2.2	3.2	1.6			
鉱業	前年比 %	▲2.3	0.9	0.9	2.1	▲2.2	2.5	6.0			
製造業	前年比 %	6.0	3.8	1.0	▲0.9	▲1.0	1.7	▲3.1			
建設業	原系列 %	0.4	1.8	3.8	12.5	12.5	10.1	14.7			
商業	前年比 %	8.8	8.6	7.6	7.9	7.7	8.9	7.2			
都市部雇用者数	前年比 %	5.4	5.5	5.0	3.6	3.9	3.6	3.4			
貿易収支	100万 ドル 前年比 %	2181 43.9	3210 38.7	2004 13.1	2115 15.6	627 32.5	904 12.0	584 5.5			
輸出	前年比 %	43.9	38.7	13.1	15.6	32.5	12.0	5.5			
輸入	前年比 %	44.8	24.0	18.0	16.6	21.7	10.9	17.0			
外貨準備高	100万 ドル	47195	48109	48859	55843	50881	53356	55843	57535		
CPI	前年比 %	3.1	3.5	4.5	4.2	4.2	4.2	4.2	4.1		
除く食料・エネルギー	前年比 %	1.9	2.2	2.4	2.3	2.3	2.2	2.5	2.5		
株価（IGBVL指数）	ポイント	20027	20330	19672	22763	21948	22729	23612	22678		
政策金利（%）	%	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25		
ドルソル（PEN）レート	ソル /ドル	2.75	2.77	2.70	2.67	2.69	2.68	2.67	2.64		
名目実効為替レート	2010 =100	96.6	98.5	102.9	103.3	103.7	102.5	103.8	104.7		

（出所）CEIC Data （注）金融指標は末値、月次GDPの四半期伸び率は前期比年率。