

## カナダ経済は優等生

米国経済の不況という逆風下でも、金融・財政政策が概ね良好に機能することで、カナダ経済は巡航速度での成長を確保。中央銀行が懸念する家計の債務問題は解消に時間を要するも、改善の方向。米国経済の復調に沿うかたちで、カナダ経済も2013年後半から成長ペース加速の見込み。

### カナダ経済は優等生

カナダ経済は、巡航速度での拡大基調にあり、先進国経済の中で優等生として位置付けられる。世界経済の低成長により輸出回復が進まず、経済のリバランシングに遅れが見られるものの、2012年の成長率は1.8%と、潜在成長率の2%に近いペースでの拡大を確保した。潜在成長ペース近傍の成長にとどまるため、需給ギャップの縮小には繋がらず、インフレ圧力は高まっていない。潜在成長ペースでの成長と低インフレが継続し、加えて中央銀行が懸念してきた家計債務の膨張も鎮静化に向かっているため、中央銀行は政策金利を2010年9月に1%まで引き上げて以降、据え置いている。以下、詳しく見ていく。

### 成長ペースは2012年後半に鈍化した...

実質GDP成長率を見ると、2012年4~6月期の前期比年率1.9%が、7~9月期に0.7%、10~12月期は0.6%まで低下した。成長の内訳を見ると、7~9月期は輸出の7.3%もの大幅な落ち込みが成長率を押し下げ（寄与度2.3%Pt）、10~12月期は輸出が1.2%と回復へ転じたものの、輸出向けに在庫が取り崩されたため（寄与度2.5%Pt）やはり低成長を余儀なくされた。2010年以降は在庫と輸出の逆相関関係が鮮明であり、外需に不透明感が残る下で、輸出向けの過剰生産及び過剰在庫を抑制せんとする企業の動きを反映していると推察できる。

### 国内最終需要は高い伸び

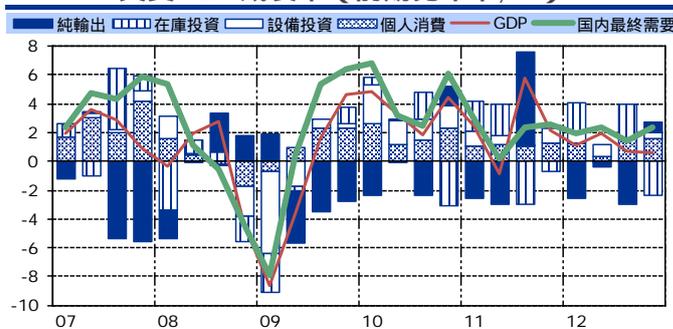
一方、国内最終需要（国内需要 - 在庫投資）に限ってみると、2012年7~9月期こそ設備投資や公需の縮小が響き、前期比年率0.9%と1%を割り込んだものの、2011年以降は概ね2%程度の安定的な伸びを続けている。特に2012年10~12月期は、上述の通りGDP成長率が0.6%まで低下したが、国内最終需要は2.6%まで伸びを高めた。

GDP成長率の推移が示すよりも、カナダ経済は良好な状況にあると言えるだろう。

### リバランスの進捗

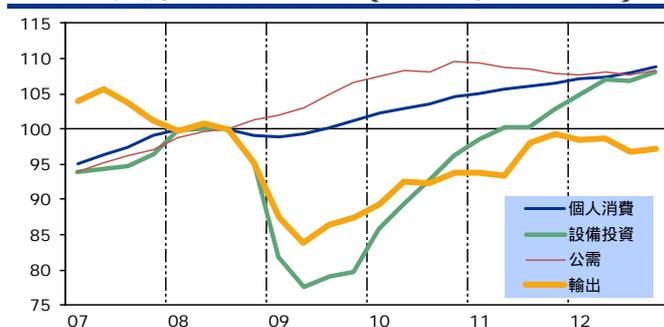
多くの国々と同様にカナダ政府も、2008年の金融危機による悪影響を緩和するために、財政出動を行い、「公需」と減税により押し上げられた「個人消費」へ経済が大きく依存することとなった。危機的な状況を

実質GDP成長率（前期比年率、%）



(出所)CEIC Data

カナダ経済のリバランシング（2008年Q3=100）



(出所)CEIC Data

脱した後、カナダ政府と中央銀行は過度に歪んだ経済構造のリバランシングを進めている。2012年10～12月期時点で、個人消費と公需、設備投資のアンバランスは概ね解消し、リバランシングが達成されたと言える。これは2008年7～9月期を基準とした推移において、3つの需要項目が2012年10～12月期に再び概ね同水準となっている点から確認できるだろう。

## 輸出の回復が遅れる

一方、依然として、回復が遅れているのは輸出である。仕向け地として7割超のシェアを誇る米国経済の不況により、輸出全体も緩慢な回復にとどまり、未だ金融危機前の水準を回復していない。カナダ経済が成長ペースを速めるためには、輸出の増勢加速が必要と言える。

## 需給ギャップの縮小は緩やかでインフレは低位

カナダ経済の需給ギャップを見ると、金融危機を受けて2009年に大きく悪化した後、緩やかに縮小してきた。しかし、前述したとおり輸出の回復が遅れる下で、成長率は大きくは高まらず、故に需給ギャップの縮小も足踏みしている。

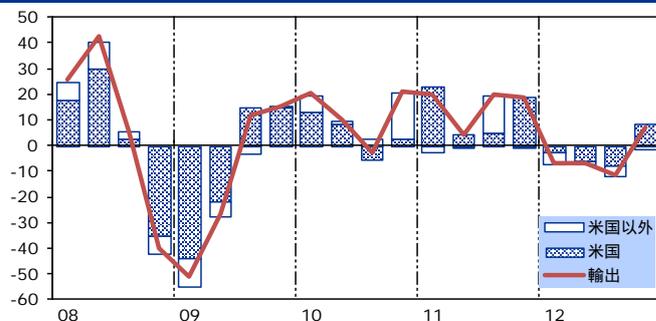
こうした需給ギャップの動向を反映し、インフレは低位での安定推移となっている。CPI上昇率は2013年1月に前年比0.5%とカナダ中銀(BOC: Bank of Canada)が掲げる2%±1%Ptのインフレ目標の下限である1%を下回り、コアCPIも1%まで低下した。インフレ懸念は皆無であり、景気及びインフレの動向からは現在の緩和的な金融環境の維持、場合によっては強化が正当化される。

## 過剰債務懸念はやや後退

その一方で、BOCが重ねて懸念を示し、利上げが必要となる可能性を指摘してきたのが、緩和的な金融環境を受けた家計の債務積み上がりである。家計向け信用は、米国と同様の住宅市場の過熱により2000年代半ばに急激に膨張、二桁の伸びを示した後、金融危機を受けて減速した。しかし、それでも急膨張前のトレンドである6%程度を上回る伸びが2011年まで続いてきた。なお、家計の所得対比で見ても、信用膨張が明らかである。

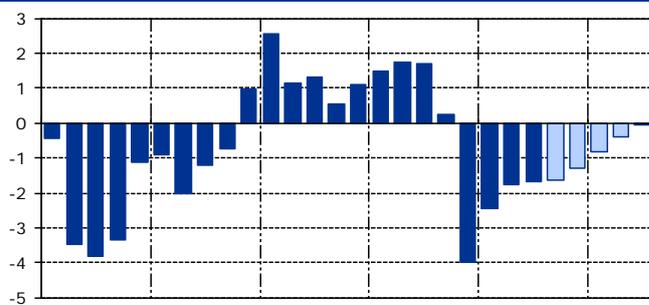
## 家計の債務問題に対応するための中央銀行による

名目輸出の推移(カナダドル建、前期比年率、%)



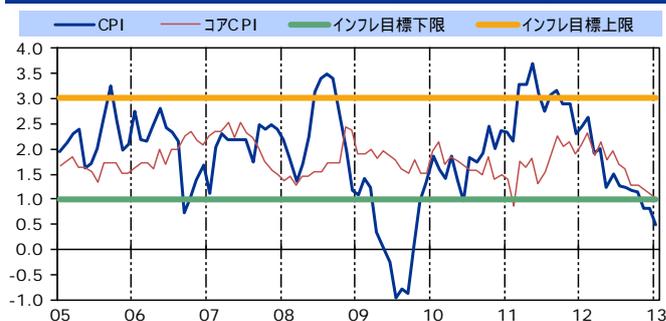
(出所) CEIC Data

需給ギャップの推移(%)



(出所) IMF WEO2012 Oct

インフレ率の長期推移(前年比、%)



(出所) CEIC Data

家計向け信用の推移(前年比、%)



(出所) CEIC Data

利上げは、輸出低迷の逆風下にある企業部門も、同時に冷え込ませることに繋がるため、カナダ政府は規制強化の道を選んだ。すなわち、カナダ政府は2012年7月に2008年以降で四度目となる住宅ローン規制の強化を実施している。住宅ローンの最長返済期間の短縮やホームエクイティローンの限度額引き下げ、借入における家計の総債務返済比率条件の引き下げなどが、その内容である。規制強化後、住宅ローンの伸びは鈍化傾向にあり、十分か否かの判断には時期尚早だが、まずは効果を発揮したと評価できる。

BOCは、こうした政府側の対応を評価し、また実際に住宅ローンの伸びが鈍化した点も踏まえて、金融政策による対応（利上げ）の必要性が薄れたとの判断を示している。但し、共同住宅など住宅投資の一部には未だ過熱感が残っているため、BOCが警戒を完全に解いたわけではない。

## 金融政策は当面据え置き

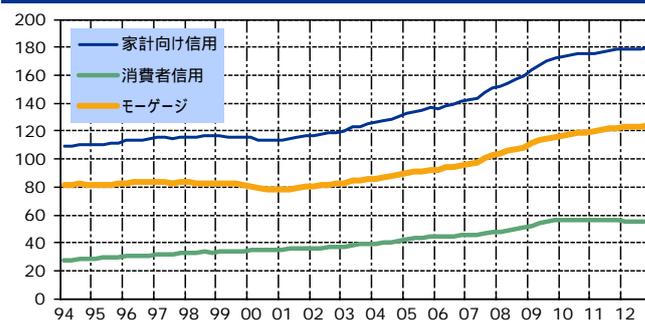
米国経済が不況な中で、カナダ経済はリバランスをゆっくりと進めることで巡航速度の成長を確保している。需給ギャップ解消の遅れを反映し、インフレが低下基調にあり、当面は目標水準を下回る可能性が高いため、（現在のインフレ率に基づいた）実質金利はやや上昇しており、金融環境は幾分タイト化しつつある。従って、景気浮揚のためには金融緩和も選択肢になりうる。

しかし、需給ギャップが縮小に至らない理由は、現在のカナダの経済構造を前提とする限り、国内ではなく海外に存在する。また、BOCは家計の過剰債務問題に対して警戒を続けている。そのため、BOCが再び金融緩和方向へ向けて舵を切るとは考えにくく、またカナダ政府も追加的な財政政策を講じることはないだろう。金融政策と財政政策は、リバランスのテンポを緩やかにすることで（利上げテンポと財政赤字縮小テンポを緩やかにすることで）、経済情勢に対応する公算が高いと言える。

## 2014年にかけて成長加速

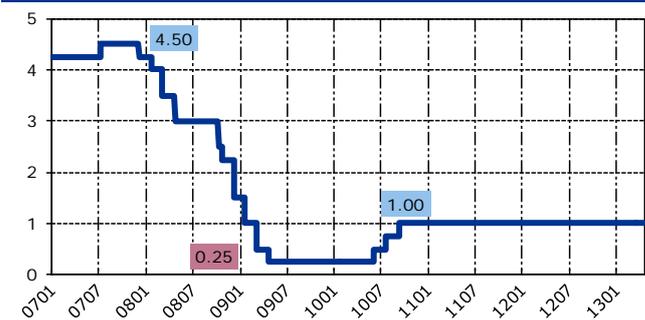
カナダ経済の先行きを左右する米国経済については、財政面での下押しはあるものの、民間需要は底堅さを増しており、持続的な成長へ向けて足腰が強化されつつある。当社では、米国経済が2013年後半以降は潜在成長率である2%台半ばの成長ペースを確保すると予想している。そのため、カナダからの輸出も徐々に復調へ向かい、カナダ経済の成長率も2013年後半から2014年にかけて高まる見込みである。カナダ経済の成長率を、当社では2013年1.8%、2014年2.4%と予想している。BOCは政策金利を2013年中据え置いた後、2014年から利上げへ転じるだろう。

家計向け信用の推移（対雇用者報酬、%）



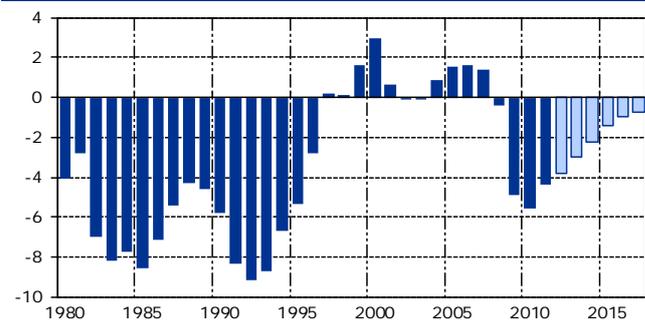
(出所)CEIC Data

BOC政策金利の推移（%）



(出所)CEIC Data

財政収支の推移（名目GDP比、%）



(出所)IMF WEO2012 Oct