

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

政策対応もあり 4%成長を維持するコロンビア経済

コロンビア経済は、輸出低迷と固定資本形成の落ち込みにより 2012 年 7～9 月期に縮小。しかし、個人消費の底堅い推移と、中央銀行による積極利下げなどを受けて 10～12 月期から復調。ペソ高継続を受けて、政府は自由貿易を維持しつつ競争力強化とインフラ投資を拡大する景気対策を公表。そうした景気対策や金融緩和にも支えられ、2013 年のコロンビア経済は回復基調を辿る見込み。

2012 年のコロンビア経済は 4.0%成長となり、2011 年の 6.6%から減速した。当社は 2012 年前半の実績を踏まえ、前回 11 月のレポート¹において「7～9 月期のコロンビア経済は上期同様に、前期比で見れば潜在成長ペースを下回る低成長」となるも、「10～12 月期に（コロンビア経済は）下げ止まり、持ち直し」へ向かい、暦年では「2011 年の 5.9%成長からは減速するもの、2012 年 4.3%、2013 年 4.5%と 2 年連続で概ね潜在成長ペースでの拡大を続ける」と予測した。

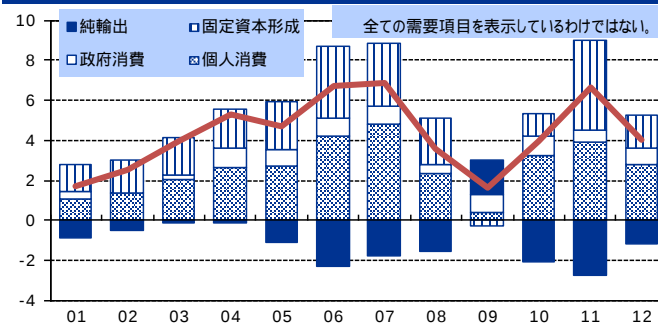
当社の前回予測を検証すると『7～9 月期は減速継続、10～12 月期から持ち直し』との方向性は妥当だったものの、コロンビア経済の 7～9 月期成長率は前期比年率▲2.9%と低成長どころか縮小に至り、予測を大きく下回った。しかし、急速な落ち込みを受けて、コロンビア中央銀行が積極的な利下げへ転じたこともあり、10～12 月期には 7.4%と急回復へ転じている。なお、2012 年後半の成長率低下には在庫投資²の急変が影響しており、在庫変動を除けば 7～9 月期は▲0.6%、10～12 月期は 9.6%となる。下期に最終需要とりわけ個人消費が、低調だった訳ではない。7～9 月期の落ち込みが響き、2012 年の成長率は 4.0%と、当社想定の 4.3%を幾分下回った。

以下では、2012 年後半から 2013 年初めのコロンビア経済の動向を検証した上で、2013～2014 年を展望したい。

輸出は低迷継続

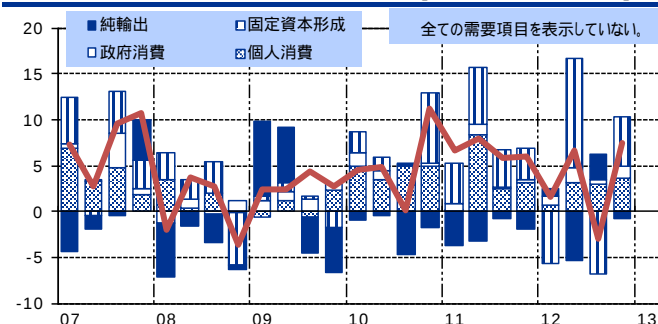
2012 年後半のコロンビア経済を下押しした第一の要因は、ペソ高と供給面でのトラブルが響いての輸出の落ち込みである。ドル建ての輸出は 4～6 月期の前年比 3.0%が 7～9 月期に 0.4%とほぼ横ばいまで減速、10～12 月期は▲0.6%と減少に転じた。2013 年入り後も、1 月▲1.1%、2 月▲6.6%とまだ減少が止まっていない。10～12 月期を品目別に見ると、全体の 7 割を占める「伝統産品」が前年比▲4.3%と落ち込み、

実質GDP成長率の暦年推移（前年比、%）



(出所)CEIC Data

実質GDP成長率の四半期推移（前期比年率、%）



(出所)CEIC Data

¹ 2012 年 11 月 20 日付 Economic Monitor 「コロンビア経済の更なる発展には政治のリーダーシップが必要」を参照。

² 統計データはないため残差を在庫投資として扱っている。

足を引っ張っている。伝統品の中では、コーヒーの落ち込みが▲32.0%(7~9月期2.2%)と特に厳しい。天候不順や作付け悪化による収穫減少に加え、コロンビアと同じアラビカ種の生産地であるブラジルの豊作による国際価格の下落が響いた。こうした逆風にペソ高が追い討ちをかけ、コーヒー生産者の収益環境は急速に悪化したため、今年2月には通貨高の是正と政府支援を求める大規模ストライキが発生している。また、最大の貿易相手である米国におけるシェール革命やエネルギー輸出相手として台頭した中国の減速、加えて反政府組織によるテロ(施設やインフラへの攻撃)の影響もあり、石炭(7~9月期▲34.6%、10~12月期▲2.1%)や石油(7~9月期6.3%、10~12月期▲2.3%)の輸出も低調だった。非伝統品では、農産物が二桁増加(7~9月期36.6%、10~12月期23.2%)を示したものの、ペソ高による競争力低下が響き工業品は微増にとどまっている(7~9月期4.9%、10~12月期6.4%)。

経常収支赤字拡大もファイナンス懸念は小さい

なお、輸出低迷の一方、後述するように個人消費は好調のため、貿易収支の黒字幅は縮小し、経常収支の赤字幅は2012年に拡大した。但し、名目GDP比は3%程度が維持されており(ペソ高でドル建名目GDPが増加した影響もあり)、経済規模対比での赤字拡大には繋がっていない。また、経常赤字は、安定的な資金と言える直接投資によりファイナンスされており、資金繰り面の懸念は小さい。

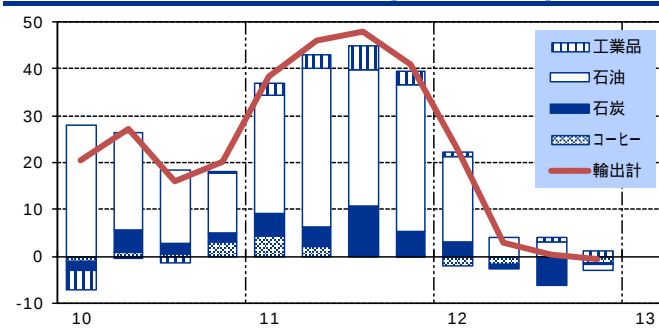
ボラタイルな固定資本形成がかく乱要因に

2012年7~9月期の景気低迷を引き起こした要因として、固定資本形成の落ち込みも指摘できる。GDPベースの固定資本形成は7~9月期に前期比年率▲22.5%と急減、成長率6.9Ptも押し下げた(固定資本形成の推移は1ページのグラフを参照)。こうした落ち込みには、2012年初めまでの利上げに加え、事業に対する政府認可の遅れやインフラ投資の遅延が影響している。固定資本形成は10~12月期には21.3%と急増しており、減少傾向にあるわけではない。また、後述するコロンビア政府が今年4月に示した景気対策も踏まえれば、2013年に固定資本形成は増勢を辿ると考えられるが、ボラタイルな推移が続く景気のかく乱要因となるリスクは今後も残る。

個人消費は引き続き拡大

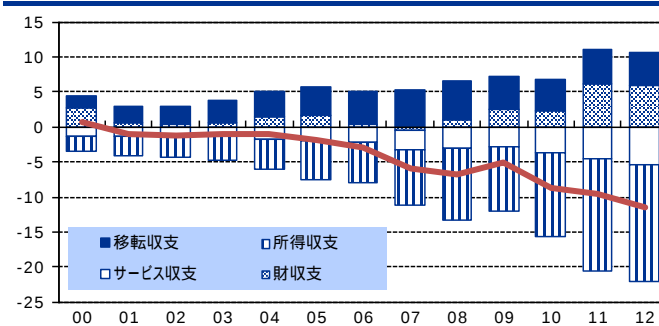
外需や設備投資の停滞にも関わらず、個人消費は7~9月期前期比年率4.7%、10~12月期5.5%と安定的

ドル建て輸出額の推移(前年比、%)



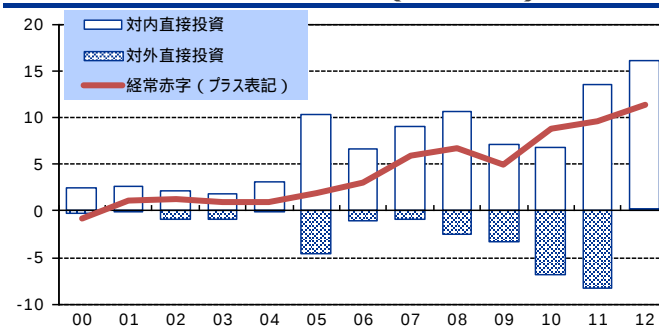
(出所)CEIC Data

経常収支の推移(10億ドル)



(出所)CEIC Data

経常赤字と直接投資(10億ドル)



(出所)CEIC Data

な拡大を続けた（個人消費の推移は 1 ページのグラフを参照）。背景には良好な雇用環境の維持がある。都市部の雇用者数は 7～9 月期前年比 3.3%が 10～12 月期に 1.7%へ一旦は減速したものの、年明け後は 1 月 2.8%、2 月 3.2%と復調している。失業率は 2012 年後半に低下基調が一旦止まったものの、2012 年末から 2013 年初めには再び前年水準を下回ってきている³。なお、個人消費全体は好調だったが、耐久財消費は低調に推移した。2010 年 37.1%、2011 年 27.8%と 2 年連続で急増した反動もあり、新車販売が 2012 年は▲2.7%とほぼ横ばいにとどまった影響が大きい。

インフレ率は大幅に低下

個人消費は拡大を続けたものの、輸出低迷を受けて製造業を中心に経済全体の成長ペースが鈍ったことに加え、ペソ高による輸入価格低下が寄与し、インフレ率は低下傾向を辿った。CPI のヘッドラインは 2012 年 6 月の前年比 3.2%が 12 月に 2.4%、2013 年 3 月には 1.9%まで低下し、中央銀行が掲げるインフレ目標である $3\% \pm 1\text{Pt}$ の下限である 2%を下回っている。国内サービス価格の安定的な伸びを背景に、コア CPI（食料及び管理品目）は 2%台半ばの伸びを確保しているが、変動の大きな品目を機械的に控除して算出される「刈り込み平均 CPI」はヘッドライン同様に低下傾向にあり、消費者の直面するインフレ率は低下していると判断される。

中央銀行は積極的な利下げ

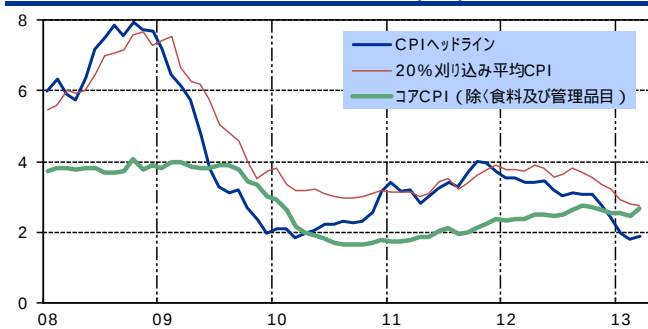
景気低迷やインフレ率の低下、ペソ高を受けて、中央銀行は積極的な金融緩和へ動いた。政策金利は 2012 年 6 月の 5.25%が 25Bp 毎の 6 度の利下げにより、2013 年 2 月に 3.75%まで引き下げられた後、更に 3 月には 50Bp の大幅利下げにより 3.25%と、史上最低だった 2010 年の 3%へあと一步に迫っている。景気が回復の兆しを見せつつある下での、2012 年終盤以降の積極利下げは、インフレ率の低下に伴う実質金利の上昇とペソ高を牽制するものと考えられる。

インフレ率が急速に低下したため、2012 年後半の利下げにも関わらず、経済主体の行動に影響する実質金利は十分に低下しなかった。そこで、中央銀行は積極的な利下げにより、名目金利を押し下げると同時に期待インフレ率の上昇を促し、実質金利の押し下げを図ったと考えられる。また、ペソ相場は対ドルでは上昇が一服しているものの、名目実効ベースでは上昇が継続している。

政府は GDP1%押し上げをめざし景気対策

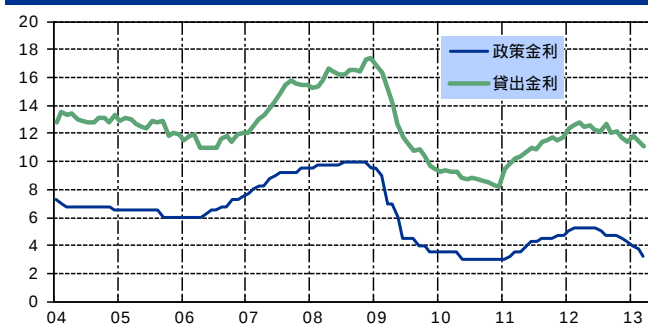
景気は回復の兆しを見せつつあるものの、ペソ高傾

インフレ率の推移 (%)



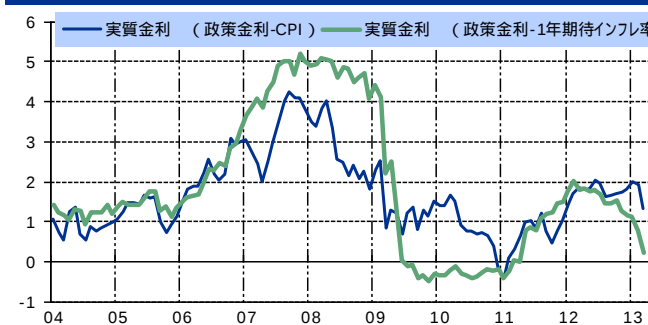
(出所)CEIC Data

政策金利と貸出金利の推移 (%)



(出所)CEIC Data

実質金利の推移 (%)



(出所)CEIC Data

³ コロンビアの失業率は季節性が大きいので、季節調整値は公表されていないため、前年差を用いた。

向が払しょくされない下では、再び経済が減速へ向かうリスクが高いとの判断から、コロンビア政府は4月15日に名目GDP0.7%相当の5兆ペソを投じ、GDPの1%押し上げを目指す大規模な景気対策を発表した。なお、IMFが2013年4月に公表した世界経済見通しでは2012年の財政赤字は名目GDP比▲0.44%(2011年▲3.43%)まで縮小したと見込まれており、また景気対策による支出は3年程度に渡ると考えられるため、財政余力は確保、財政規律は維持されると判断できる。

ペソ高抑制効果は不明だが、保護主義と一線を描く対策

今回の景気対策は、原材料の輸入税率やエネルギーコストの引き下げ、公共インフラ投資の前倒し実施、低所得住宅購入者の住宅購入に関わるローン金利補助等の国内製造業、建設業の活性化を含むことに加え、ペソ高抑制のための外貨購入を促すために 公的

年金基金に海外分散投資を義務付け、民間年金基金の海外投資規制を緩和した点、が特徴である。民間年金基金は海外投資を義務付けられる訳ではないため、財務大臣が景気対策の目的の第一に掲げるペソ高抑制効果がどの程度生じるかは不透明と言える。ただ、今回の景気対策が、ブラジルやアルゼンチンの講じている保護主義的な対策とは一線を描き、FTA締結先進国であるコロンビアらしく、貿易自由化や資本移動自由化の方向性を維持しつつ国内産業の競争力強化による景気回復を目指すものである点は評価できる。また、今回の対策により、コロンビア経済のボトルネックの一つであるインフラ整備が加速すると見込まれる点も重要である。

成長率予想は2013年4.3%、2014年4.6%

未だ経済主体のマインドは反転に至っておらず、また輸出に脆弱さは残るものの、内需指標は上向きのものが増えつつある。また、政府の景気対策は多少割り引いて見る必要があるが、短期の景気回復のみならず長期的にもコロンビア経済の発展に資するものと判断できる。2012年からの断続的な利下げにより政策金利は史上最低水準に接近しているが、期待インフレ率の安定推移によりインフレが制御不可能なかたちで進行するリスクは小さく、更なる金融緩和も可能である。以上を踏まえ、当社ではコロンビア経済の成長率は2012年4.0%が2013年4.3%、2014年4.6%へ高まっていくと予想している。

為替レートの推移



企業と家計の景況感推移



		11/Q1	11/Q2	11/Q3	11/Q4	12/Q1	12/Q2	12/Q3	12/Q4	直近8四半期の推移
名目GDP	前年比 %	12.3	13.5	15.8	14.6	10.3	8.4	5.4	3.9	
実質GDP	前年比 %	5.7	6.4	7.9	6.6	5.3	5.0	2.7	3.1	
実質GDP	前期比 年率, %	6.7	7.9	5.8	6.0	1.6	6.6	▲2.9	7.4	
個人消費	前期比 年率, %	0.1	13.2	3.9	4.8	1.1	4.9	4.7	5.5	
政府消費	前期比 年率, %	5.4	6.7	0.9	2.4	6.2	10.0	2.2	7.9	
固定資本形成	前期比 年率, %	18.5	25.6	15.6	12.9	▲19.5	51.3	▲22.5	21.3	
純輸出寄与度	前期比 年率, %Pt	▲3.7	▲3.3	▲0.7	▲1.9	0.8	▲5.4	2.9	▲0.8	
輸出	前期比 年率, %	32.5	12.3	6.5	13.5	4.3	▲7.0	18.3	▲7.9	
輸入	前期比 年率, %	40.6	22.7	7.2	16.6	▲0.2	16.8	0.0	▲2.5	
経常収支	10億ドル	▲1.8	▲1.8	▲2.9	▲3.1	▲1.3	▲3.1	▲3.5	▲3.6	
直接投資収支	10億ドル	1.9	2.7	1.8	▲1.2	3.4	3.9	3.5	5.3	
外貨準備高	10億ドル	29.8	31.2	32.4	32.3	33.1	34.3	35.8	37.5	
		12/Q2	12/Q3	12/Q4	13/Q1	12/12	13/01	13/02	13/03	直近12ヶ月の推移
製造業生産(前年比)	前年比 %	0.3	▲0.0	▲2.0		▲3.1	▲1.2	▲4.1		
企業景況感指数	%	66.6	63.7	63.3		65.1	57.6			
雇用者数(都市部)	前年比 %	3.9	3.3	1.7		1.7	2.8	3.2		
失業者数(都市部)	前年比 %	4.0	6.0	▲0.7		▲0.3	1.0	1.7		
失業率(都市部)	原系列 %	11.5	10.9	10.1		10.2	13.1	12.3		
実質小売売上高	前年比 %	0.7	1.4	3.4		3.6	1.3	0.6		
除(自動車)	前年比 %	2.2	3.6	2.8		3.3	2.9	2.9		
自動車販売	前年比 %	▲0.7	▲11.8	▲1.6	▲18.8	▲1.9	▲16.3	▲16.4	▲22.9	
消費者信頼感指数	ポイント	24.6	22.1	24.1	17.6	21.5	23.1	14.9	14.8	
貿易収支	100万 ドル	771	143	1836		1722	▲5129	436		
輸出	前年比 %	3.0	0.4	▲0.6		▲7.0	▲1.1	▲6.6		
輸入	前年比 %	10.2	4.6	▲3.0		▲25.2	134.2	▲1.6		
CPI	前年比 %	3.4	3.1	2.8	1.9	2.4	2.0	1.8	1.9	
除(食料)	前年比 %	2.9	2.8	2.7	2.1	2.4	2.1	2.1	2.1	
除(食料及び 管理価格品目)	前年比 %	2.5	2.6	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5	2.7	
PPI	前年比 %	0.6	▲0.0	▲2.1	▲2.3	▲3.0	▲2.5	▲2.5	▲1.9	
株価(IBGC指数)	ポイント	1779	1796	1764	1829	1764	1769	1813	1829	
政策金利(%)	%	5.25	4.75	4.25	3.25	4.25	4.00	3.75	3.25	
ドルペソレート	ペソ /ドル	1785	1801	1768	1832	1768	1773	1816	1832	
名目実効為替レート	2010 =100	108.0	105.3	105.3	107.9	105.3	106.5	107.6	107.9	

(出所)CEIC Data (注)金融指標は末値