

資源国への逆風に見舞われるペルー経済

資源価格の下落や輸出低迷の逆風により、ペルー経済の成長率は 2012 年 6.3%が、2013 年には 5.8%へ低下する見込み。但し、国内需要は底堅く、他の資源国や中南米諸国に比べ、高めの成長を確保。典型的な資源国故に、米国の金融緩和度合い縮小が見込まれる下で資源価格下落や通貨安などの逆風に見舞われるのは必至。しかし、為替相場の安定や潤沢な外貨準備の確保に加え、金融政策と財政政策の発動余地も存在し、逆風への備えは十分。

他の資源国と同様に、ペルー経済も資源価格下落や輸出低迷の逆風に晒されている。しかし、内需の安定的な拡大により、2013 年前半までは潜在成長ペースを維持した。本稿では、ペルー経済の現状を踏まえつつ、2013～2014 年についてのメインシナリオを、まず示す。その上で、資源価格下落及び米国の金融緩和度合い縮小など金融環境の変化に対するペルー経済の頑健性について検討する。

2013 年前半のペルー経済は 6% 台の成長を維持

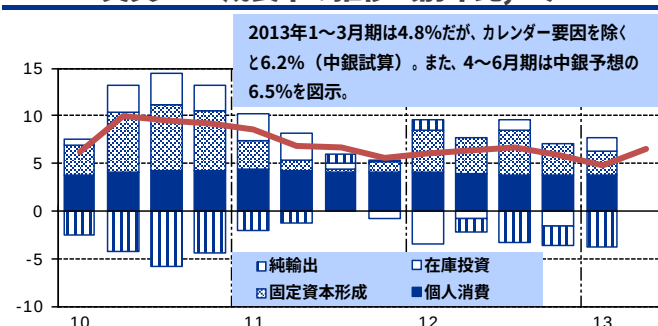
ペルー経済の成長率は 2011 年の前年比 6.9%が、当社予想¹に概ね沿うかたちで 2012 年に 6.3%へ低下した。ペルー経済の成長率は 6%程度が概ね巡航速度、つまり潜在成長率と考えられており、2012 年に、その潜在ペース程度へソフトランディングしたと言える。しかし、2013 年 1～3 月期には、前年比 4.8%へ成長率が急低下し、他の資源国と同様にペルー経済も景気失速が懸念される状況に至った。

しかし、1～3 月期の減速は、2012 年が閏年だった反動とイースターの祝日²により営業日数が少ない要因による部分が大い。ペルー中央銀行では、こうしたカレンダー要因を除いた場合の成長率を 6.2%と試算、2012 年 10～12 月期の 5.9%より寧ろ高まったとの判断を示した。また、4 月の月次GDPは前年比 7.7%、5 月も 5.0%と堅調に推移し、4～5 月平均の前年比は 6.3%へ持ち直している。なお、ペルー中央銀行総裁は 7 月初めに 4～6 月期のペルー経済が 6.5%程度成長したとの見方を示した。4～6 月期成長率の実績は 8 月下旬に公表の予定であるが、中銀総裁の想定通りであれば、カレンダー要因を勘案したベースで見れば、2012 年に続き、2013 年前半もペルー経済は 6%台前半の成長を維持したことになる³。

内需堅調と外需低迷

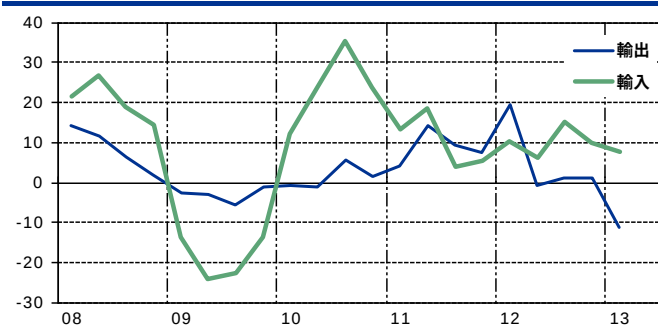
2013 年 1～3 月期の成長率低下は、全体として見れば

実質GDP成長率の推移（前年比、%）



(出所)CEIC Data

GDPベース輸出入の推移（前年比、%）



(出所)CEIC Data

¹ 当社予想は 6.2%だった。

² イースターによる祝日が昨年は 4 月、今年は 3 月だった。

³ カレンダー要因を勘案せず、4～6 月期を前年比 6.5%成長と仮定した場合、2013 年上期の成長率は 5.7%程度である。

カレンダー要因による部分が大きいですが、内訳を見ると**内需が前年比 8.4% (2012 年 10～12 月期 7.6%) と堅調の一方で、外需が寄与度▲3.9%Pt (10～12 月期▲2.0%Pt) と大きく落ち込んでいる。1～3 月期に輸出は前年比▲11.1% (10～12 月期 1.2%) と急減した。**内需は底堅く推移したため、輸入は 7.5% (10～12 月期 9.9%) と増勢を維持し、純輸出の寄与度は上述の通り大幅なマイナスになり、GDP 成長率を押し下げた。

鉱物輸出を供給要因が押し下げ

ドル建ての貿易統計により品目別内訳を見ると、伝統的な輸出品である**金が前年比▲25.5% (10～12 月期▲17.2%)、銅も▲12.0% (10～12 月期 18.5%) と共に大きく落ち込んだ**影響が大きい。寄与度は金が▲6.1%Pt、銅は▲2.8%Pt を占め、貿易統計ベースの落ち込み▲14.8%の過半に達する。また、伝統産品以外の工業品である繊維や化学品も、主要な仕向け地である中南米経済の減速を受けて振るわなかった。

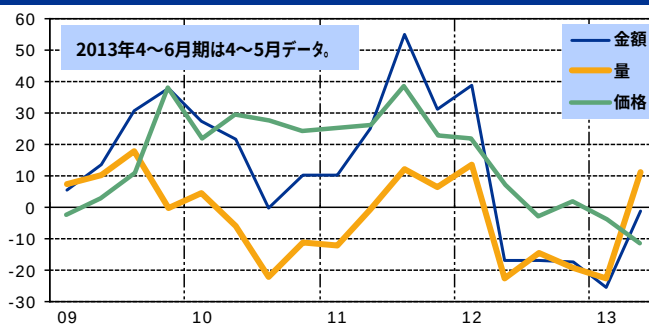
金輸出は 2012 年 4～6 月期以降、金額のみならず、数量でも 4 四半期連続で二桁減少を記録した。これは採掘における**技術的な問題や環境問題に端を発した鉱山開発デモ⁴の影響による生産減少が原因**と推測される。供給問題の緩和を受けて、**金の輸出量は 2013 年 4 月前年比 10.4%、5 月 11.8%と持ち直しつつある。**ただし、金価格の下落により、輸出額では 4 月▲1.7%、5 月▲0.8%と横ばいまでの回復にとどまる。

銅輸出も、1～3 月期は金額が前年比▲12.0%に対し、数量も▲10.5%とほぼ平行に落ち込んだ。これは、**主要鉱山がメンテナンスにより生産を休止したほか、資源大手による旧鉱山から新鉱山への移行が影響した模様である。**そうした押し下げ要因が剥落した 4 月に輸出数量は 4.1%とプラスに転じた。なお、5 月は▲4.7%と再びマイナスだが、これは前年同月に 18.7%と急増した反動が大きい。**供給面の押し下げ要因剥落により、2013 年後半に向けて銅輸出は、数量ベースで回復へ向かう**と考えられる。

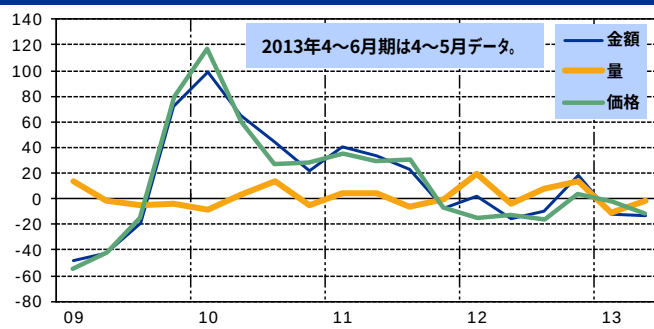
資源価格下落が経常赤字を拡大させる

中国経済の減速などを踏まえると、銅や金など鉱物に対する需要が力強く拡大するとは期待しにくい。ただ、供給要因が剥落した後に、輸出数量が回復している点を踏まえれば、今後について、**少なくとも前年対比で横ばい圏は確保**できると考えられる。問題は価格動向であり、中国経済の回復の遅れや米国による金融緩和度合いの縮小観測を受けて、**資源価格には下落圧力**がかかり続ける可能性が高い。そのため、**ペルーの輸出**

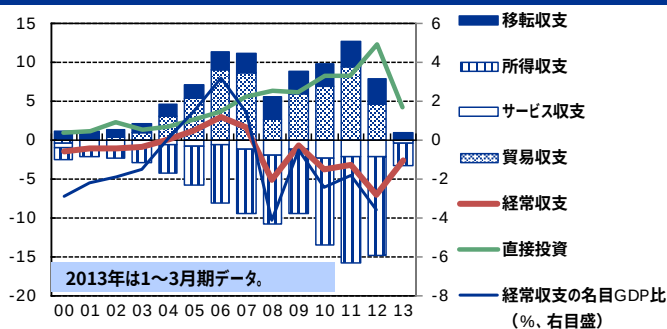
金輸出の推移 (前年比, %)



銅輸出の推移 (前年比, %)



経常収支の推移 (10億ドル)



⁴ 詳細は 2012 年 12 月 28 日付 Economic Monitor 「安定成長の影で社会問題を抱えるペルー」を参照。

は 2013 年を通じて低迷が見込まれる。

資源価格の下落を受けて、ペルーの貿易収支は 2012 年に 2011 年対比で半減したが、更に 2013 年 1～3 月期には供給側の特殊要因が加わり、ほぼゼロまで縮小した。4 月以降は特殊要因が解消したものの、季節要因により小幅の赤字で推移している。貿易収支の悪化を受けて、経常収支の赤字幅は拡大しており、2012 年は名目 GDP 比▲3.6%(2011 年▲1.9%)、2013 年 1～3 月期には▲5.2%に達した(原数値ベース)。なお、経常収支の赤字は、直接投資による資金流入(1～3 月期は名目 GDP 比 7%)によりファイナンスされている。

個人消費は雇用環境改善に支えられ堅調

輸出が低調に推移する一方で、内需は底堅さを発揮し、経済成長を下支えしている。まず、2013 年 1～3 月期の個人消費は前年比 5.5%と、2012 年 10～12 月期の 5.8%からは減速したものの(カレンダー要因が寄与)、底堅さを維持した。月次 GDP の商業セクターが 4 月前年比 7.4%、5 月 6.6%と高い伸びを確保しており、4～6 月期も個人消費は堅調に推移したと考えられる。雇用者数が安定的な拡大を続け、失業率が低下傾向を辿るなど、雇用情勢の改善が個人消費の拡大を支えている。

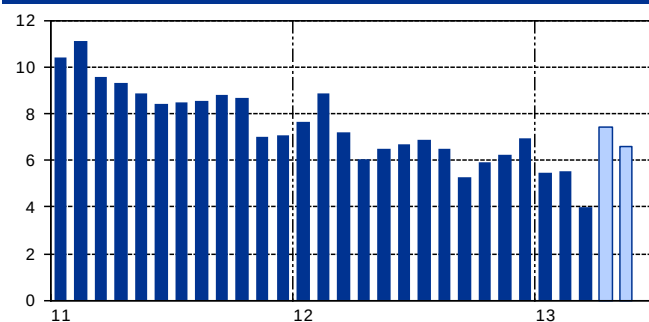
固定資本形成は拡大継続も減速へ

固定資本形成(設備投資)は 1～3 月期に前年比 8.5%と、2012 年 10～12 月期の 11.1%から減速した。但し、カレンダー要因を勘案すれば、未だ底堅い推移と言える。中央銀行の集計によれば、官民合計ベースで 2013～2015 年の 3 年累計で GDP 比 21%を超える投資が計画されている。内訳を見ると、資源開発(鉱物及び原油、ガス)が 6 割、インフラ関連(電力、インフラ)が 2 割弱を占める。公的な関与もあり、こうした資源関連やインフラ関連投資は予定通り実行され、固定資本形成の拡大を引き続き支えると考えられる。但し、企業センチメントが低下傾向にあるため、その他の分野、つまり製造業の投資などについては、2013 年後半以降に増加ペースが鈍る可能性がある。

インフレ圧力が存在

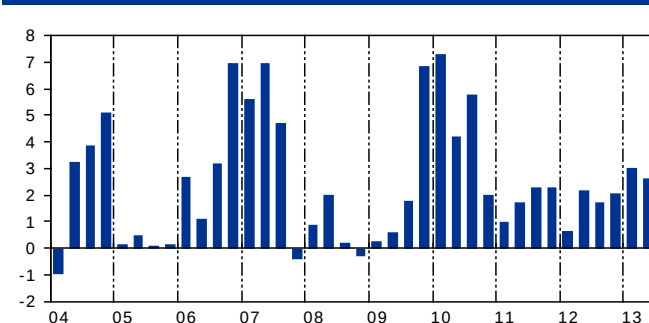
CPI 上昇率は 2011 年終盤から 2012 年初めに 4%を超え、中央銀行が掲げる「2%±1%Pt」のインフレ目標の上限を上回っていたが、2012 年終盤以降は 3%を下

経済活動指数：商業の推移(前年比、%)



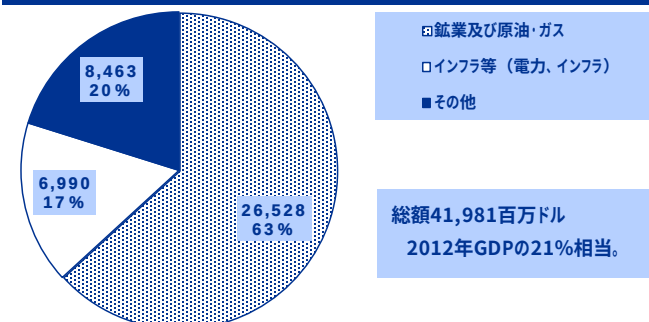
(出所) CEIC Data

都市部雇用者数(前年比、%)



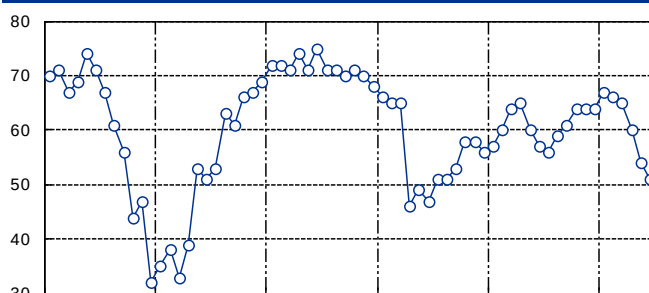
(出所) CEIC Data

2013-2015に見込まれる投資計画(100万ドル)



(出所) CEIC Data

企業景況感指数の推移



(出所) CEIC Data

回り、表面的にはインフレ圧力が弱まっているように見える。しかし、こうしたインフレ率の低下は飲食料品の価格急騰が鎮静化したためであり、他の分野では、労働需給が引き締まり、また内需が底堅く推移する下で、インフレ圧力が残存している。

例えば、米国型のコアCPIである除く食料・エネルギーは2012年終盤に2%を割り込んだものの、2013年4～6月期には2.4%へ上昇、またペルー中銀の定義によるコアCPI⁵は2011年後半からインフレ目標の上限である3%を一貫して上回っている。

中央銀行は準備率引き上げにより金融引き締め

リーマンショック後の金融危機を受けて、中央銀行は、2009年2月から8月の僅か半年で政策金利を6.50%から1.25%へ一気に引き下げた。しかし、ペルー経済の反転後は逸早く引き上げへ転じ、2010年5月から2011年5月の1年間で4.25%まで政策金利を断続的に引き上げている。ただ、その後は、追加利上げを見送ってきた。

2011年中盤以降、利上げを見送ってきた背景には、高金利を狙った外貨流入を抑制する意図があり、そうした金融政策運営は通貨ソルの上昇抑制と金融危機に備えての外貨準備積み上げを目指し実施しているドル買い介入とも整合的だったと言える。

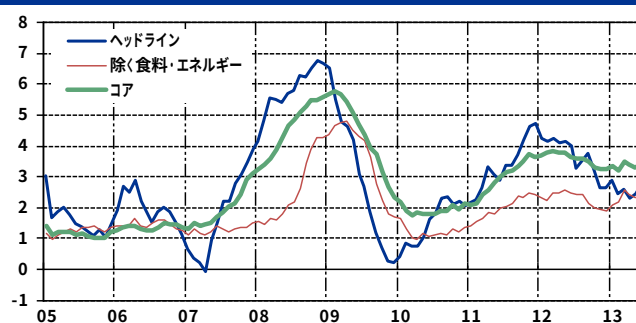
ペルー中央銀行がインフレ抑制のために政策を講じていなかった訳ではない。ドル買い介入資金の不胎化目的もあり、中央銀行は預金準備率を断続的に引き上げてきた。2010年初めに6%だったソル建預金の準備率は現在20%に、外貨建預金の準備率は32.8%が43.4%へ、共に大きく引き上げられている。こうした為替介入、政策金利、預金準備率を活用した金融政策運営は、ペルー経済の成長とインフレ安定、通貨ソルの安定に一定の効果を発揮してきた。それは、(コアCPIではインフレ目標を超過しているが)CPIで見てインフレ目標が達成されている点や通貨ソルが他の中南米通貨に比べ極めて安定した推移を辿っている点から確認できる。

但し、債券発行などにより海外から直接調達を行う大手企業が増えており、預金準備率の引き上げによる金融引き締め政策への依存は限界に達しつつあると考えられる。そのため、来年以降は利上げによる景気過熱とインフレの抑制が再開される可能性が高い。

2013年のペルー経済は6%成長を若干下回る見込み

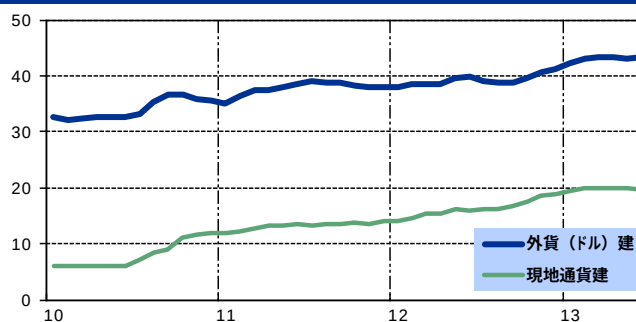
資源価格下落と言う逆風の下で、他の資源国と同様、ペルー経済も成長ペースの鈍化が避けられない。供給側の特殊要因が消えても、輸出の急回復が期待できないためである。個人消費や設備投資といった民需は底堅さを維持し、財政政策や金融政策の発動余地(詳細は後述)を勘案すれば、内需の拡大が外需の落ち込みを相当程度補うとは考えられるが、それでも2013年の成長率は5.8%と、金融危機以降で初めて

CPI前年比の推移(%)



(出所) CEIC

預金準備率の推移(%)



(出所) CEIC Data

⁵ ペルー中銀の公式コアCPIは食料、エネルギー、公共料金、運賃などを除いて算出される。

6%を割り込む可能性が高いだろう。但し、引き続き中南米随一の成長率である。

2013年後半から2014年にかけては、新プロジェクトの稼働などにより銅や亜鉛などの供給能力が高まり、鉱物輸出の拡大が見込まれる。但し、労働需給の逼迫度合いを勘案すれば、金融引き締めが必要なタイミングに該当し、**利上げの実施により内需は鈍化へ向かい、2014年も成長率は大きく高まらないだろう。**2014年の成長率は6.0%を見込む。

ペルー経済の頑健性分析

以上のペルー経済に関するメインシナリオにおいて、リスク要因として懸念されるのは、**米国を中心に金融緩和度合いが縮小へ向かう下で、資源価格や資源国通貨に下落圧力が及ぶリスク**である。貿易黒字の縮小による経常赤字の拡大という点で、2012年以降、ペルー経済は逆風に見舞われてきたが、2013年4～6月期からは通貨下落も加わっている。また、経常赤字も2013年1～3月期にはGDP比で5%を超える水準まで膨らんだ。

ペルーは輸出の6割を鉱物やエネルギー等資源に依存しているため、世界経済及び金融市場の変動に伴う逆風に晒されることは避けられない。逆風を回避する貿易構造を構築することは難しい。過去においてはアジア通貨危機やITバブル崩壊、リーマンショック後の金融危機など、逆風にとどまらず暴風雨が襲うこともあった。

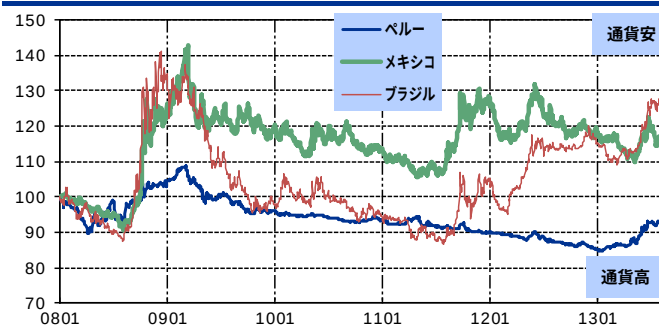
為替相場の安定

そのため、ペルー政府及び中央銀行は様々な対策を講じている。まず、**ペルー中央銀行は（為替操作という観点からの是非は別として）積極的な介入により為替相場の安定を図り、また外貨準備の活用などにより金融危機後の通貨減価及びその後の増価を共に小幅なものにとどめてきた**という実績がある。また、**預金準備率引き上げにより国内の過度な金融緩和によるバブル的な状況も回避**してきた。

潤沢な外貨準備

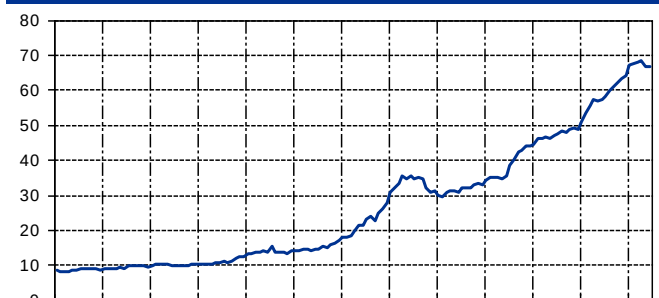
金融市場の暴風雨に見舞われた際に、新興国にとって最後の拠り所となる**外貨準備高は、介入による積み上がりもあり、現時点で名目GDPの36%程度ま**

通貨の推移（2008年初=100、対ドル）



(資料) Bloomberg

外貨準備高の推移（10億ドル）



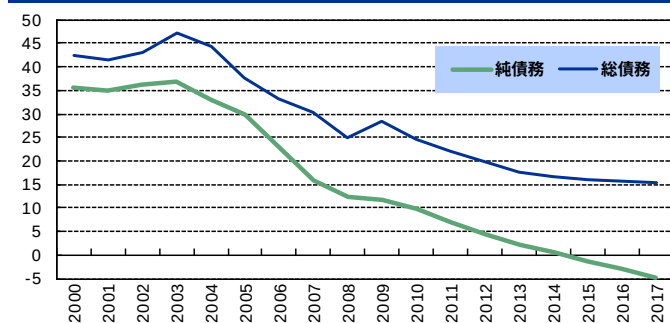
(出所) CEIC Data

財政収支の推移と見通し（GDP比、%）



(出所) IMF

債務残高の推移と見通し（GDP比、%）



(出所) IMF

で拡大している。実額では、リーマンショック時点のほぼ倍である。ペルーの外貨準備高は、短期債務の7.5倍、年間輸入額の1.6倍に相当し、多くの基準で見て緊急の備えとして十分なレベルにあると判断できる。また、他の中南米諸国との比較でも、ペルーの名目 GDP 比 36%は、ブラジルの 15%やメキシコの 12%を大きく上回り、ダントツである。

財政・金融政策の発動余地

国内経済浮揚のために必要となる財政政策の発動にも余裕がある。財政収支は 2012 年に 2%程度の黒字であり、総債務残高は 2000 年の名目 GDP 比 40%台が 2012 年には 20%程度へ低下した。純債務ベースでの残高は、既にゼロに近い。また、前述のように、金融危機後の逸早い利上げと準備率引き上げにより、金融緩和余地も多分にある。

以上を踏まえると、資源価格下落と通貨安の下でも、ペルー経済は頑健性を維持できる可能性が高いと考えられる。資金逃避に対しては潤沢な外貨準備の活用により、世界経済の低迷が国内に及んだ場合には財政及び金融政策を発動する余地がある。2013 年は資源価格下落を受けた輸出低迷により経常赤字の大幅な拡大が避けられないが、2013 年後半以降は鉱物生産量の拡大が輸出増加に結び付き、経常赤字の拡大も止まる見込みである。逆風自体を回避する術はないが、それに対する備えをペルー経済は有している。

		11/Q2	11/Q3	11/Q4	12/Q1	12/Q2	12/Q3	12/Q4	13/Q1	直近8四半期の推移
名目GDP	前年比 %	11.9	13.6	9.4	10.2	7.9	6.5	8.2	5.3	
実質GDP	前年比 %	6.9	6.6	5.6	6.0	6.4	6.8	5.9	4.8	
個人消費	前年比 %	6.4	6.3	6.4	6.0	5.8	5.8	5.8	5.5	
政府消費	前年比 %	0.4	6.9	11.2	▲0.8	10.3	6.3	22.0	11.4	
民間設備投資	前年比 %	15.6	8.2	8.3	13.2	13.5	16.0	11.8	7.4	
公的資本形成	前年比 %	▲35.8	▲23.7	▲7.6	39.4	29.5	22.7	9.5	15.0	
純輸出寄与度	前年比 %Pt	▲1.3	0.9	0.1	1.1	▲1.4	▲3.3	▲2.0	▲3.9	
輸出	前年比 %	14.1	9.5	7.4	19.4	▲0.6	1.1	1.2	▲11.1	
輸入	前年比 %	18.5	3.9	5.5	10.2	6.1	15.2	9.9	7.5	
経常収支	10億ドル	▲1.4	0.0	▲0.8	▲0.7	▲1.9	▲2.6	▲1.9	▲2.7	
貿易収支	10億ドル	2.2	3.2	2.0	2.4	0.6	0.6	0.9	▲0.0	
所得収支	10億ドル	▲3.8	▲3.5	▲3.1	▲3.5	▲2.8	▲3.4	▲3.1	▲3.0	
資本収支	10億ドル	2.6	1.8	2.4	6.6	4.2	5.3	4.0	6.8	
民間直接投資収支	10億ドル	1.3	1.8	1.6	3.2	1.6	2.0	3.0	3.5	

		12/Q3	12/Q4	13/Q1	13/Q2	13/03	13/04	13/05	13/06	直近12ヶ月の推移
月次GDP	前月比 %	6.2	4.3	5.9		0.1	0.3	0.6		
	前年比 %	6.8	5.9	4.8		3.0	7.7	5.0		
農畜産業	前年比 %	4.0	4.9	6.6		5.8	3.1	▲0.7		
鉱業	前年比 %	3.4	▲2.1	▲0.8		3.4	7.8	5.9		
製造業	前年比 %	3.7	2.2	▲0.2		▲3.6	4.4	1.0		
建設業	前年比 %	19.3	12.5	11.9		3.8	26.5	10.5		
商業	前年比 %	6.2	6.4	5.0		4.0	7.4	6.6		
都市部雇用者数	前年比 %	1.7	2.1	3.0	2.6	4.3	4.0	0.1	3.8	
貿易収支	100万 ドル	594	946	▲22		321	▲433	▲465		
輸出	前年比 %	▲10.0	▲0.4	▲14.8		▲13.6	▲2.1	▲9.0		
輸入	前年比 %	13.7	10.7	6.8		▲3.6	10.1	5.7		
外貨準備高	100万 ドル	61240	64049	67975	66735	67975	68323	66814	66735	
CPI	前年比 %	3.5	2.9	2.6	2.5	2.6	2.3	2.5	2.8	
除く食料・エネルギー	前年比 %	2.3	1.9	2.3	2.4	2.6	2.4	2.3	2.4	
株価 (IGBVL指数)	ポイント	20538	20488	20635	16317	19859	17353	16050	15550	
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	2.60	2.55	2.59	2.78	2.59	2.64	2.73	2.78	
名目実効為替レート	2010 = 100	108.3	108.8	109.7	107.8	109.9	109.8	108.3	105.2	

(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。