Jun 20, 2014　No.2014-084　伊藤忠経済研究所

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

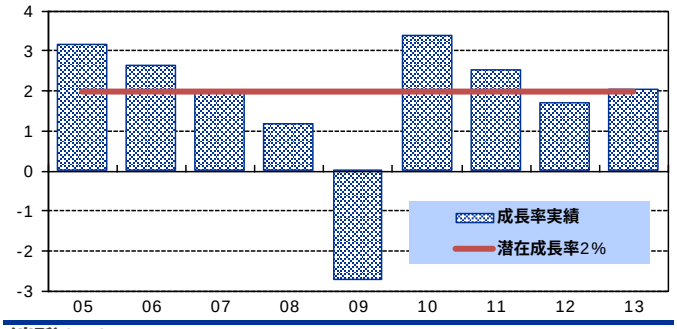
懸念を抱えつつも、潜在成長ペースでの拡大を続けるカナダ

カナダ経済は 2013 年に 2.0%成長と、潜在成長ペースでの拡大を継続。2014 年 1～3 月期は、異例の寒波に見舞われ、成長率が低下したものの、最大の貿易相手国である米国経済の復調により 4～6 月期以降は、成長加速へ向かう見込み。成長率予想は 2014 年 2.1%、2015 年 2.3%。リスクは住宅市場であり、ソフトランディングの達成に向けて、中央銀行の舵取りが重要。

カナダ経済は 2013 年も潜在成長近傍で成長したが、2014 年 1～3 月期に減速

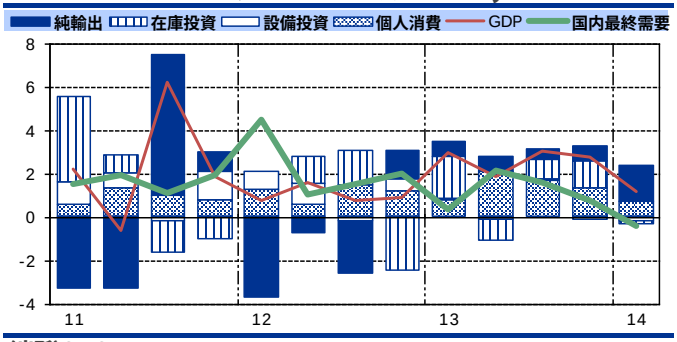
カナダ経済は 2012 年の 1.7%成長に続き、2013 年は 2.0%成長を確保した。カナダの潜在成長ペースは2%程度と考えられており、金融危機以降 4 年連続で潜在成長以上（2010 年 3.4%、2011 年 2.5%）もしくは潜在成長近傍での拡大を続けたことになる。金融危機の後遺症や低成長に苦しむ**先進国の中では抜群の安定感**と言える。ただ、**2014 年 1～3 月期は前期比年率 1.2%の低成長へ減速**してしまった。四半期ベースで 2013 年 7～9 月期前期比年率 3.0%、2013 年 10～12 月期 2.7%と高めの成長が続き、カナダ経済の加速に対する期待が高まっていたところに、水を差したと言わざるを得ない。

カナダ経済の実質GDP成長率（%）



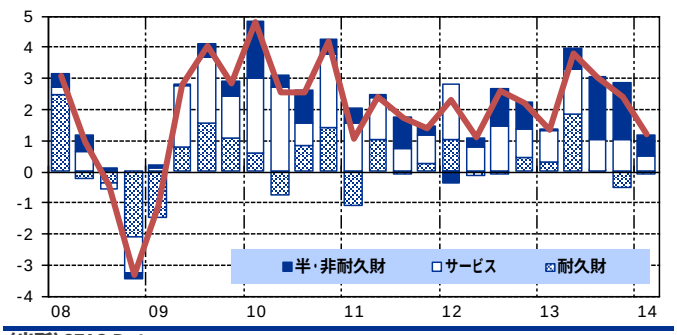
(出所)CEIC Data

実質GDP成長率（前期比年率,%）



(出所)CEIC Data

個人消費の推移（前期比年率,%）



(出所)CEIC Data

減速は寒波の影響が大きい

しかし、**2014 年 1～3 月期の低成長は、2013 年末から北米全域を襲った異例の寒波による一時的な下押しの影響**が大きいと考えられる。まず、**個人消費が前期比年率 1.2%（10～12 月期 2.4%）と 2012 年 4～6 月期以来の低い伸び**を余儀なくされた。内訳を見ると、寒波で購入が先送りされやすい耐久財が 10～12 月期▲3.7%、1～3 月期▲0.4%と 2 四半期連続で減少、また衣料品などの半耐久財も低調（10～12 月期 6.5%、1～3 月期▲3.8）、外出手控えによりサービスも伸び悩んだ（10～12 月期 1.9%、1～3 月期 1.0%）。エネルギー消費の拡大や食料備蓄の必要から非耐久財は 4.1%（10～12 月期 5.5%）と底堅く推移したものの、個人消費全体を支えるには力不足だった。

他の民需も低調だった。**寒波で工事が進まず、住宅投資が前期比年率▲6.3%（10～12 月期▲1.7%）と大幅に減少、設備投資も▲2.0%（10～12 月期▲0.8%）と低迷**が続いた。

米国のマイナス成長も響く

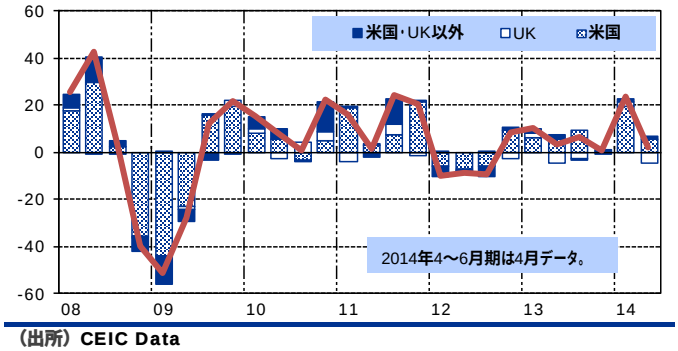
加えて、カナダの輸出の 75%を占めるなど最大の貿易

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。見通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。

相手である**米国が、カナダと同様に異例の寒波に見舞われマイナス成長**[1]**に陥ったため、輸出が前期比年率▲2.4%（10～12 月期 3.9%）と 6 四半期ぶりに減少**した。但し、内需低迷に伴い、輸入が▲7.2%（10～12 月期 1.5%）と輸出を上回る減少率を示したため、純輸出（輸出－輸入）は結果的に成長率を押し上げる方向に寄与している。

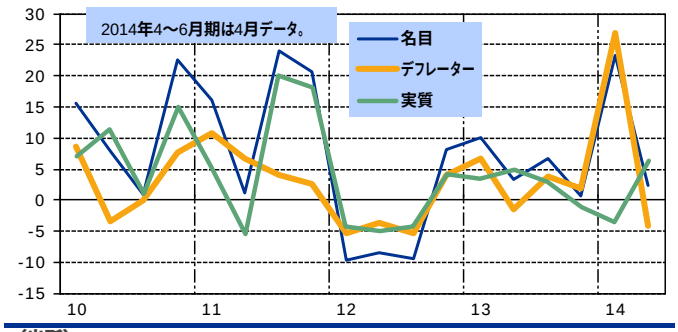
貿易統計で輸出の推移を見ると、米国向けの名目輸出が 1～3 月期に急増している。これは、**米国向けにオイルサンド由来の原油などエネルギー輸出が趨勢的に増加しているところに、原油価格の上昇とカナダドル安によりデフレーターが急上昇した影響**が大きい。実質ベースでは、1～3 月期に米国向け輸出は減少したと考えられる。

仕向け地別･名目財輸出の推移（前期比年率、%）



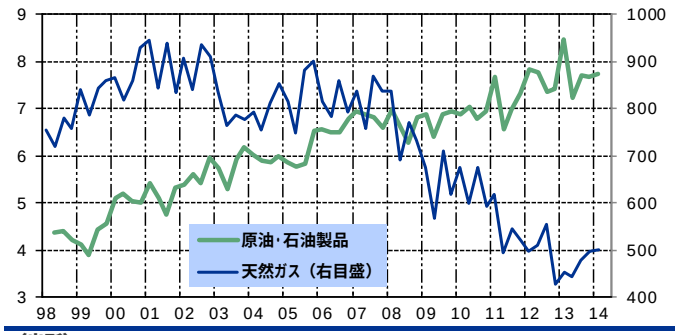
（出所）CEIC Data

輸出の推移（前期比年率、%）



（出所）CEIC Data

米国の対カナダ･エネルギー純輸入(百万バレル/日、10億立方フィート)



（出所）CEIC Data

カナダの対米エネルギー輸出

カナダの輸出に占める米国向けの割合は、2000 年代前半まで 8 割を超えていたが、①米国の輸入に占める新興国の割合拡大（中国やメキシコなど）と②カナダ側の新興国向け輸出拡大が寄与し、2011 年に 72%程度まで低下した。しかし、上述の**オイルサンド関連などエネルギー輸出の増加が貢献するかたちで反転、2013 年には 75%まで再上昇**している。

シェール革命による米国内での天然ガス生産増加を反映するかたちで、**カナダから米国への天然ガス輸出は減少傾向にあるが、その一方でオイルサンド由来の原油などの輸出拡大に伴い、原油・石油製品が伸びている**。米国産のシェールオイルは主として軽質油であるため、重質油が主体のオイルサンド由来の原油と成分が異なり、少なくとも現時点では大きな競合が生じていない。油質の相違が、カナダのエネルギー産業にとって有利に作用していると言える[2]。

シェール革命は、米国向け天然ガス輸出の減少とエネルギー価格全体への下押しという観点で、カナダ経済にとってやや逆風である。ただ、**技術進歩による非在来型エネルギーの産出拡大という大きな視点で考えれば、カナダ経済にとっては寧ろサポート材料の一つ**に数えられる。なお、天然ガスについて、カナダは日本を含むアジア向けの LNG 輸出拡大に活路を見出そうとしている。

インフレは安定推移

カナダ経済が、潜在成長ペースでの成長を続ける下で、インフレ率は低位で安定的に推移している。中央

[1] 米国経済の 1～3 月期は 2 次速報で前期比年率▲1.0%成長。
[2] 現在の米国の原油精製設備は、海外から輸入する重質油向けに最適化されているものが多い。

銀行は中央値 2%、レンジ 1～3%にインフレ率をコントロールするインフレ目標を掲げているが、2013 **年は概ねレンジの下限 1%近傍で一進一退の推移**だった。2014 年に入り、エネルギー価格の上昇や通貨安が寄与し、ヘッドラインのインフレ率は 2%程度まで上昇したが、それでもインフレ目標の中央にとどまる。また、食料やエネルギー価格など変動の激しい品目を除いた**コア CPI は、なお 1%台前半の低位**に過ぎない。カナダ経済において、インフレ懸念は高まっていないと判断できるだろう。

カナダ経済が抱える不安

4～6 月期以降のカナダ経済は、貿易のみならず様々な面で関係の深い米国経済の復調に伴い、ある程度の成長加速が見込まれる。但し、同時に、幾つかの懸念材料も存在する。

1)低調な企業部門

懸念材料の第一は、企業部門が勢いを欠く点である。設備投資は金融危機で落ち込んだ後、2012 年まで急回復を遂げたが、2013 年以降は横ばい基調にとどまる。また、カナダの輸出は、上述したエネルギー輸出の貢献により 2013 年以降増勢を強め、実質ベースで見て概ね金融危機前の水準を回復した。しかし、**非エネルギー輸出に限れば、なお金融危機前の水準に届いていない**。カナダにとって主たる輸出市場である米国が、生産拠点として台頭する新興国に浸食されているためである。

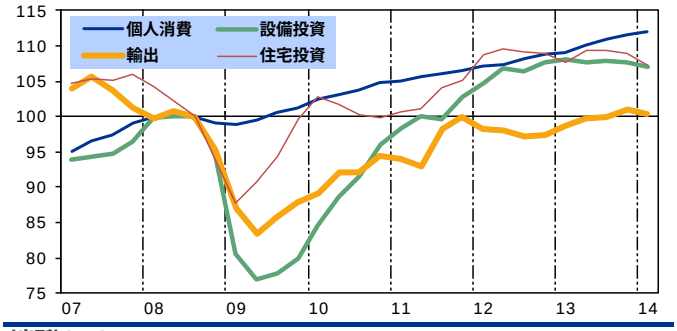
通貨安のサポート

こうした観点においては、2013 **年から進行し、2014 年に入って加速したカナダドル安の影響が注目**される。カナダ中銀が行っているサーベイ調査において、企業はカナダドル安を総じてポジティブと評価しており、**非エネルギー輸出に好影響を及ぼす可能性**がある。**非エネルギー輸出が拡大すれば、それに伴う稼働**

インフレ率の長期推移（前年比、%）

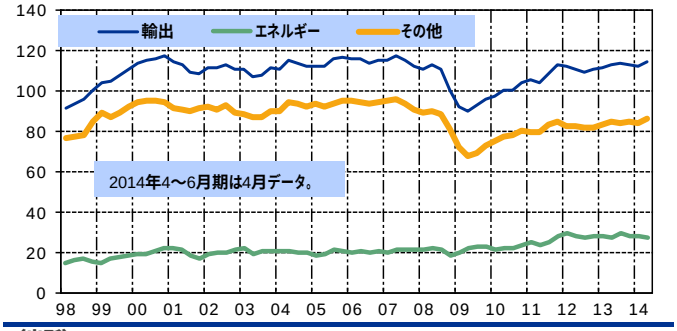
（出所）CEIC Data

カナダ経済の需要項目別推移（2008年Q3＝100）



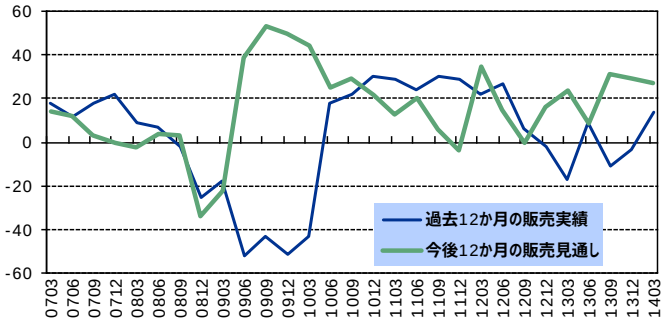
(出所)CEIC Data

実質財輸出の推移（10億カナダドル、2007年基準）



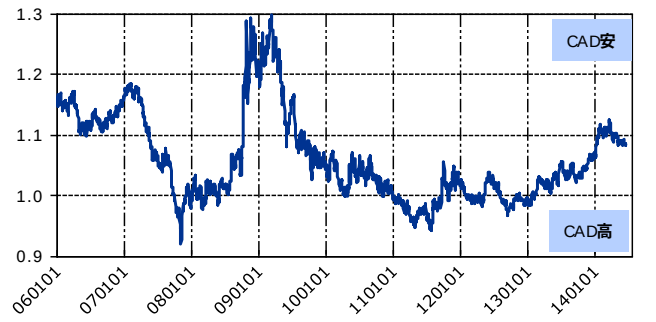
（出所）CEIC Data

景況感調査における売上高見通し（増加-減少）



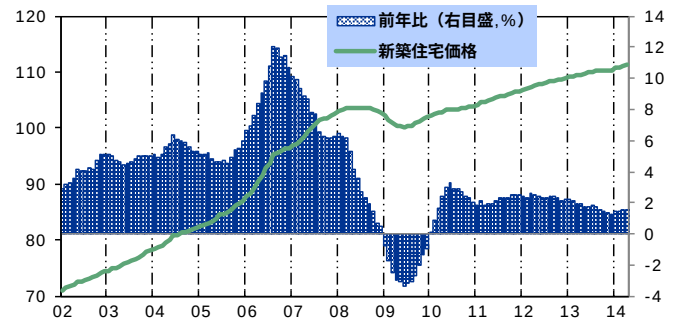
（出所）BOC

カナダドルの推移（CAD/USD）



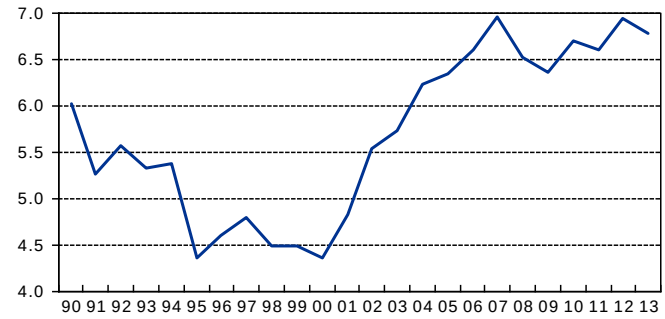
(出所)CEIC Data

新築住宅価格の推移（2007年=100、%）



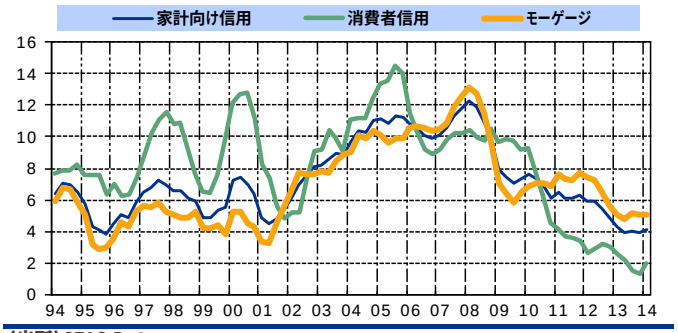
（出所）CEIC Data

住宅投資の名目GDP比（%）



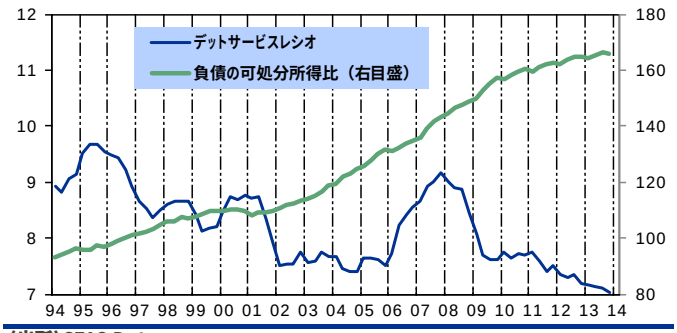
（出所）CEIC Data

家計向け信用の推移（前年比、%）



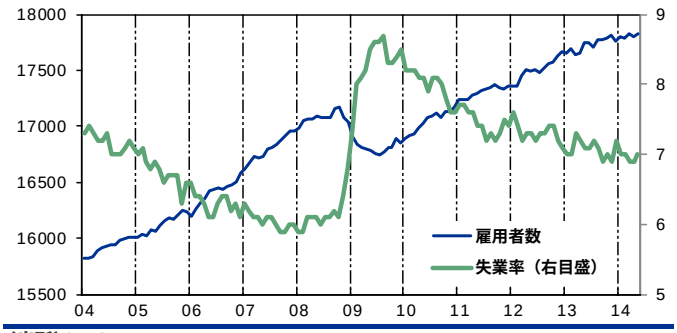
(出所)CEIC Data

家計の負債及び金利負担（%）



(出所)CEIC Data

雇用情勢（千人、%）



(出所)CEIC Data

率上昇を受けて、設備投資も増勢を取り戻すだろう。なお、足元で企業の売上高見通しには回復の動きが見られる。

2)住宅市場に燻る懸念

第二の懸念材料は、住宅市場の動向である。米国や欧州と異なり、カナダの住宅市場は崩壊を回避し、これが冒頭で指摘した安定成長の一因にもなった。

住宅市場の動向について、まず住宅価格を見ると、米国で住宅バブルが生じた時期とほぼ同時期に急騰、その後下落へ転じたものの、逸早く 2010 年から緩やかな上昇へ復帰している。また、住宅投資の対 GDP 比率は 2000 年代前半に上昇した後、金融危機以降は横ばい推移となっている。

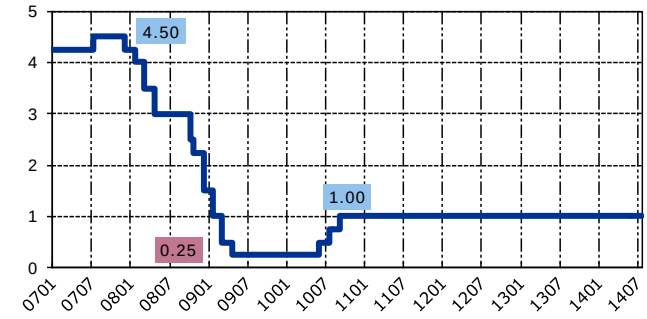
一方、**カナダ政府による住宅ローン規制の強化が奏功し、家計の負債残高は伸びが大幅に鈍化**した。**負債を可処分所得比で見ると高水準ながらも頭打ち**になり、安定化へ向かいつつあると言える。なお、低金利が貢献し、支払金利負担を示すデットサービスレシオ（支払金利/可処分所得）は史上最低水準にある。

ソフトランディングへ向けた動きを維持できるか

こうした動きを見ると、**カナダの住宅市場は急激な調整を回避し、今のところ、ソフトランディングへ向かっている**と判断できる。ただ、**家計負債の可処分所得比が安定化しつつも高水準にあるため、住宅市場の先行きに対する懸念は燻り続けざるを得ない**。失業率が低下傾向を辿るも、金融危機前の水準を未だ回復しないなど、住宅取得の裏付けとなる雇用所得情勢に不安材料を抱えている点も、住宅市場に対する懸念を増幅する一因である。政府や中央銀行も、そうした住宅市場が抱える潜在的な下振れリスクを注視し、

繰り返し警戒を発している。また、過熱を防止するため、上述したように住宅ローン規制などの措置も講じた。そうした**政府や中央銀行の対応は、現在迄のところ成功、故に住宅市場はソフトランディングへ向かっている**。ただ、今後は低金利局面から利上げ局面への移行という難題が立ちはだかる。

BOC政策金利の推移（%）



(出所)CEIC Data

注目される中央銀行の舵取り

既に見たように、カナダ経済は未だスラックを抱え、インフレ圧力の高まりは限定的である。そのため、**中央銀行は利上げを急ぐ必要はなく、2014 年中は政策金利を現行水準に据え置く可能性が高い**。しかし、いずれは利上げ局面へ向かわざるを得ず、当社では**利上げ再開のタイミングを 2015 年と予想**している。**中央銀行に求められる理想的なオペレーションは、現在の低金利下で住宅市場のソフトランディング傾向を維持しつつ、一旦利上げ局面へ転じた後は、住宅市場の急激な落ち込みや家計の金利負担の急増を回避するため、金利をスムーズに上昇させること**である。

成長率見通しは 2014 年 2.1%、2015 年 2.3%

既に述べたように、**2014 年のカナダ経済は米国経済の復調に沿うかたちで、徐々に成長率が高まる**と考えられる。**個人消費が従来と同様の堅調推移を維持する下で、カナダドル安も寄与しての輸出拡大と設備投資の回復が成長加速に寄与**する。また、2013 年にカナダ政府が打ち出した『新しい「カナダ建設計画」』もインフラ投資拡大を通じ、成長をサポートする可能性がある [3]。一方、住宅投資はソフトランディングへ向かう下で横ばい近傍の推移になり、成長に対する貢献は期待できない。**GDP成長率は 2013 年 2.0%が 2014 年に 2.1%、2015 年は 2.3%へ緩やかに高まる見込み**である。

潜在成長率と考えられる 2%を上回る成長により需給ギャップは縮小、インフレ率は緩やかに高まり、中央銀行は 2015 年から利上げを再開すると予想される。こうした**メインシナリオに対しての下振れリスクは住宅市場の動向であり、金利上昇などを契機に住宅市場が大きく落ち込む場合には、カナダ経済全体が下振れする可能性**を否定できない。

[3] カナダ政府は 2014 年度から 10 年で 530 億カナダドルを投じてインフラ整備を行う計画である。530 億ドルを 10 年で単純分割すると、名目 GDP の 0.3%に相当する。