

際立った安定性を示すチリ経済

チリは中南米の優等生であり、ムーディーズから Aa3 (AA-相当)、S&P と Fitch から A+ の中南米における最高格付けを取得している。欧州金融機関のプレゼンスが高いため、欧州債務危機に際しての懸念が付きまとうが、現在までのところ、そうした問題は顕現化していない。寧ろ、中南米の中では最も安定した部類の経済成長及びインフレを達成している。

チリは中南米の優等生であり、ムーディーズから Aa3 (AA-相当)、S&P と Fitch から A+ の中南米における最高格付けを取得している。銅を中心とした資源や水産物などの一次産品が輸出の過半を占める貿易構造ではあるが、資源貿易により得た果実を将来の資源価格下落に備えた基金として外貨建てで保有することにより、国内経済と通貨の安定を両立している。また、チリは穏当な財政政策を運営し、対外純資産国でもある。2010・2011 年と 2 年連続で、潜在成長と考えられる 4.5% 程度を大きく上回る 6% 成長を達成した後、景気過熱を防ぐための金融引き締めにより、2010 年終盤から成長ペースは低下に転じている。世界経済減速を受けた資源価格下落による輸出低迷もあり、2012 年は 4% 程度まで成長率が低下する見通しである。チリにとっての大きなリスクは、貿易立国であるが故の欧州債務問題を受けた世界経済の失速と、欧米金融機関とりわけスペイン金融機関による与信が対外債務に占める比率が高いことがもたらす金融面での不安定化と考えられる。しかし、景気失速に備えた基金が相当規模にまで積み上がっており、かつ 2010 年半ばからのフォワードルッキングな利上げにより利下げ余地も確保されている。金融・財政両面における政策対応余力を踏まえれば、新興国のみならず先進国を含めても、相当に高い安定性を有すると判断される。

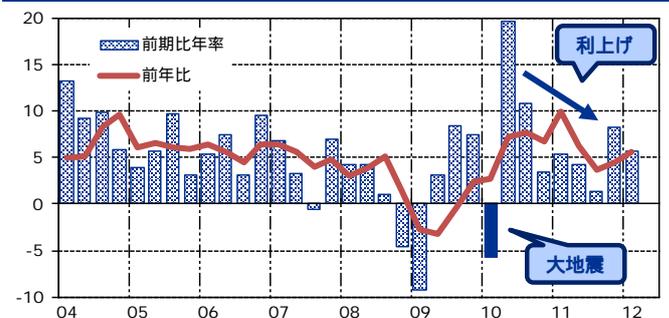
以下、順を追って見ていく。

1. 経済動向及び見通し

2 年連続で 6% の高成長

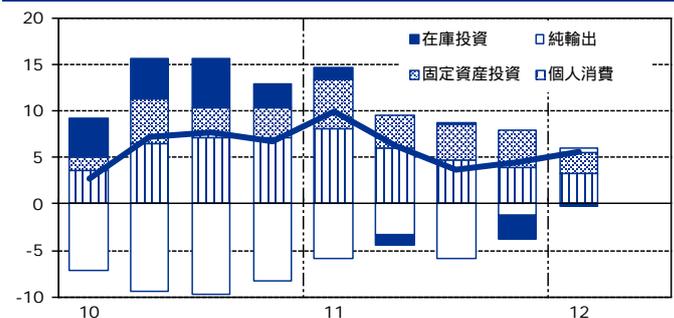
チリは 2010 年 2 月 27 日に大地震に見舞われ、甚大な人的、物的被害を被った。その被害により 2010 年 1~3 月期こそ前期比年率 5.8% のマイナス成長を余儀なくされたものの、その後は復興投資などの寄与により、4~6 月期 19.6%、7~9 月期 10.9% と 2 四半期連続の急成長を記録、2010 年通年でも 6.1% の高い成長率を確保した (2009 年はリーマンショックにより 0.9% のマイナス成長)。こうした高成長を受けて、将来のインフレリスクを摘むために、チリ中央銀行は逸早く 2010 年半ばから利上げに転じている。リーマンショックを受けて政策金利は 0.5% の史上最低水準まで引き下げられたが、2010 年 6 月から段階的に引き上げられ、2010 年末には 3.25%、2011 年 6 月末に

チリの四半期成長率推移 (%)



(出所)CEIC

チリの四半期成長率の寄与度分解 (前年比、%)



(出所)CEIC

は5.25%へ達した。金融引き締めにより、成長率は2010年10～12月期3.5%、2011年1～3月期5.4%、4～6月期4.3%、7～9月期1.3%と順調に鈍化し、2011年7～9月期の実質GDP前年比は3.7%になり、潜在成長ペースと考えられる4.5%を下回る水準まで低下した。景気減速を踏まえ、中央銀行は2011年7月から政策金利を5.25%に据え置いた。7～9月期低成長の反動もあり、10～12月期には再び前期比年率8.2%の高成長を記録、加えて前年のゲタもあり、2011年も6.0%の高成長を達成した。

中央銀行は段階的に利上げ

2012年1月に中央銀行は、欧州債務問題など海外からの逆風を踏まえ、0.25%の利下げに転じた。インフレ率はコア指標(CPIX: 除く生鮮果物・野菜、燃料)こそ、インフレ目標(ヘッドラインCPIで3%±1%Pt)に近い水準で推移していたものの、1月のヘッドラインCPI(日本の総合に相当)は前年比4.2%と、インフレ目標の上限を超えており、貿易面・金融面での逆風を考慮した措置だったと言える。その後、1～3月期もチリ経済は前期比年率5.7%の高成長を確保し、かつ欧州債務問題も一旦は鎮静化の動きを見せたため、2月以降は政策金利が据え置かれている。

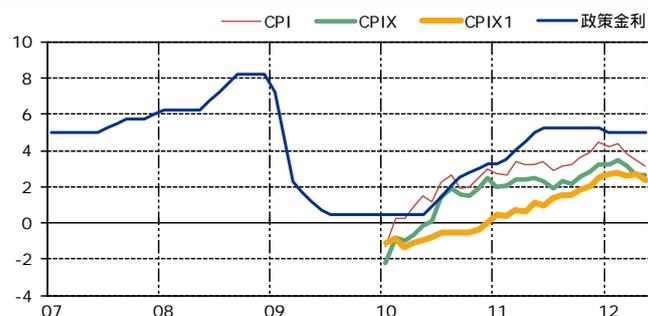
2012年4～6月期は潜在成長ペース

直近の経済データを見ると、月次GDPに相当する経済活動指数は2012年4月も前月比0.5%(3月0.7%)と上昇を続けた。4月の指数水準は1～3月期を年率換算で4.5%上回り、潜在成長ペースに近い程度でチリ経済が拡大していることを示している。また、5月のインフレ率はヘッドラインCPIが前年比3.1%、CPIXは2.7%と共にインフレ目標近傍にあり、経済面、インフレ面ともに追加金融緩和を催促するような状況ではない。こうした状況を踏まえ、チリ中央銀行は6月14日の金融政策決定会合でも政策金利を5.0%に据え置いた。

製造業と雇用者数は緩やかに拡大

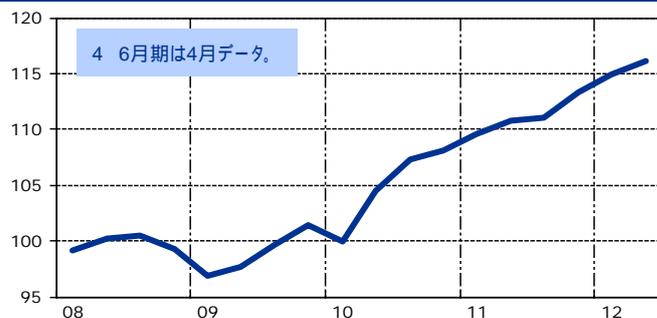
足元の内需動向を、詳細に見ると、製造業生産は2011年前年比6.9%が、2012年4月に3.2%まで低下したものの、未だ拡大基調にある。一方、鉱業生産は2011年にほぼ横ばいだったが、2012年に入って急増し、直近4月も前年比17.5%(3月24.9%)と高い伸びを示している。新プロジェクトの寄与などと推測される。

インフレ率と政策金利(%)



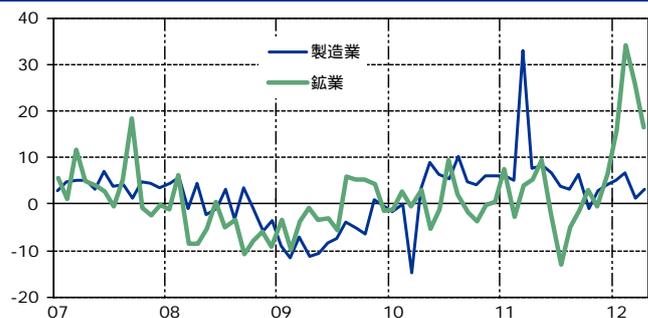
(出所)CEIC Data

経済活動指数の推移(2008=100)



(出所)CEIC

鉱工業生産の推移(前年比、%)



(出所)CEIC Data

雇用者数(前年比、%)



(出所)CEIC Data

雇用状況については、雇用者数が2012年4月に前年比2.4%と引き続き増加したものの、2011年の6.5%増加からは減速した。失業率(原系列)も2009年の11%台から2010年8%程度、2011年7%台へと低下した後、2012年4月は6.5%と現行統計の最低水準にある。但し、失業率の低下ペースは鈍化してきた(2011年4月の前年差は1.6%Pt、2012年4月は0.5%Pt)。

個人消費は力強く拡大

対して、個人消費は、足元でも力強く拡大している。代表的な個人消費の指標である実質小売業販売を見ると、2012年4月は前年比7.1%と、1~3月期の9.4%から鈍化した(10~12月期は8.8%)。しかし、当社試算の季節調整値で見ると、4月の水準は1~3月期を年率換算で7.0%上回り、1~3月期の前期比年率10.4%は下回るものの、10~12月期の6.8%は上回っている。自動車や家電など耐久財が特に好調である。

インフレ率は安定推移

チリでは、他の多くの国々と同様にインフレ率(消費者物価)が2008年に資源・食糧価格の急騰とその後の金融危機による通貨価値下落によって急上昇した。2009年はその反動でマイナス圏にまで低下したものの、そうした急変動を除けば、インフレは総じて安定的な推移である。まず、上述の急変動を除けば、インフレ率は、中央銀行のインフレ目標である3%±1%Ptに概ね収まっており、そうした安定推移を反映してインフレ期待も極めて安定的である。直近では2011年末に食料やエネルギー価格の上昇により、ヘッドラインCPIが4%を一時的に上回ったが、インフレ期待は変動しなかった。

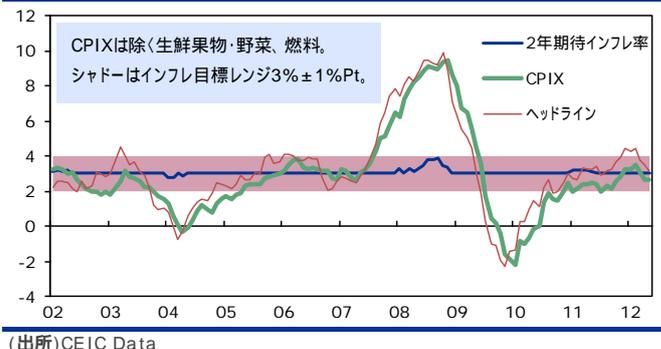
2012年は4%成長を予想

足元のチリ経済は好調を維持しているが、視線を2012年後半へ移すと、銅など資源価格の下落がチリ輸出の6割を占める鉱物輸出に悪影響を及ぼすことが予想される。輸出数量面では未だ大きな落ち込みは見られないものの、価格の低下により、2012年3月以降、輸出額は前年水準を割り込んでいる(3月前年比6.8%、4月4.9%、5月12.0%)。こうした貿易面での逆風は、企業の生産活動を經由して、雇用所得環境へ、ひいては個人消費へも悪影響を及ぼすと考えられる。そのため、内需の減速が確認できれば、イ

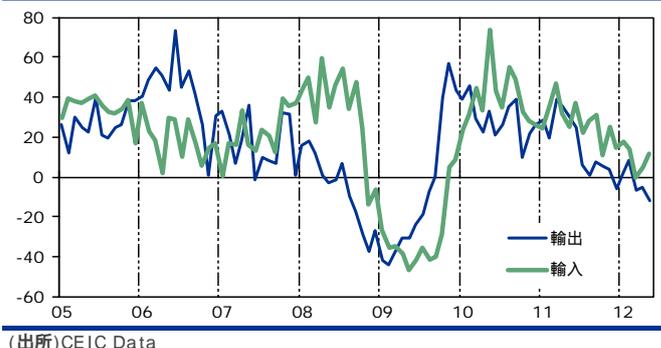
実質小売業販売(2009年=100)



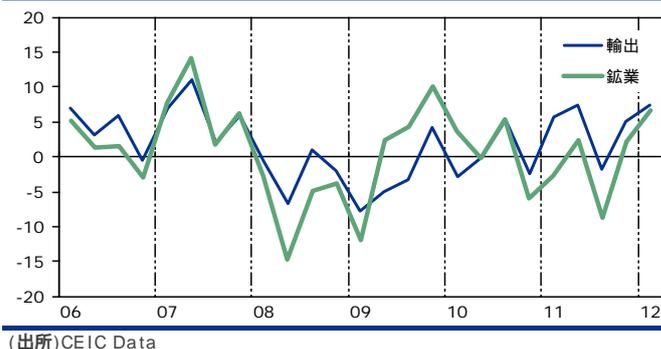
インフレ率の推移(前年比、%)



輸出入額(前年比、%)



輸出数量(前年比、%)



インフレ率が低位で安定し、かつインフレ期待がインフレ目標近傍で維持されていることを踏まえ、中央銀行は追加金融緩和へ舵を切ると見込まれる。一方、財政面において、すぐに対応が必要な状況ではないが、リーマンショックのような金融危機に至れば、チリ政府は躊躇なく大規模な景気刺激策を講じると考えられる。2009年には40億ドル規模の景気刺激策を講じたが、原資となる経済社会安定化基金（ソブリン・ファンド）の残高は2012年4月時点で150億ドルまで回復しており、対策の原資は十分に存在する。

こうした金融・財政両面での政策対応余地を踏まえると、チリ経済は2012年も4%程度の成長を確保する見通しである。潜在成長率と考えられる4.5%は下回るが、2010、2011年と2年連続で6%成長を達成していること、資源価格下落の逆風が吹いていることを考慮すれば、失望するような成長率とは言えないだろう。

2. 脆弱性のチェック

次に、新興国の経済見通し等を考える上で重要な対外債権債務面と財政、金融面について補足する。

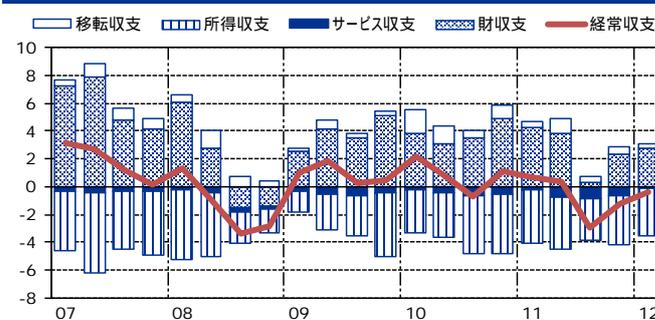
経常収支はゼロ近傍で推移

最初に、経常収支構造を見ると、2011年の経常収支は3.2億ドルと3年ぶりの赤字に転じた（名目GDP比1.3%）。2011年の赤字転落は、7～9月期に鉱山ストライキなどの影響で銅生産が低迷し、輸出が落ち込んだ影響が大きい。なお、チリは国営（CODELCO）鉱山もあるが、外資による資源開発が進んでいるため、資源輸出により貿易収支が黒字となる一方で、外資資本への配当等の支払により所得収支が大幅な赤字となり、両者が概ねバランスする経常収支構造となっている。

経済社会安定化基金の存在

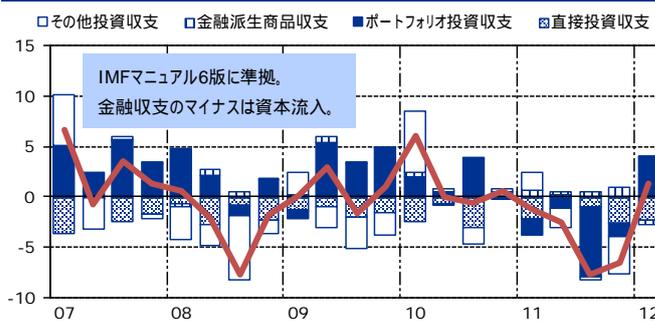
他の資源国では、資源輸出により得た資金が国内へ還流することで個人消費が刺激され、輸入が急増し、貿易収支が悪化するパターンも見られるが（たとえばブラジル）、チリは資源輸出による収益を将来の資源価格下落などに備えて経済社会安定化基金として外貨のままプールしているため、国内経済の過度な刺激は回避されている。同基金は、資源高を受けて200億ドルまで急速に積み上がった後、金融危機に際して景気刺激策のために取り崩され、本来の役目を果たした。基金残高は足元で150億ドル、名目GDPの13%規模まで積み上がっており、仮に欧州発の金融危機が生じても、チリには対応する財政基盤があると言える。なお、外貨準備も5月時点で380億ドルを超える極めて

経常収支（10億ドル）



(出所)CEIC Data

金融収支（10億ドル、除く外貨準備）



(出所)CEIC Data

チリ為替相場



(出所)CEIC Data

高い水準にある。

2012 年に入り、レパトリが生じる

次に、金融収支 (IMF マニュアル 6 版ベース) を見ると、2011 年中は直接投資やポートフォリオ投資 (証券投資等) を中心にチリへの資金流入が生じ、経常収支の赤字を埋めたことが分かる。しかし、2012 年 1 ~ 3 月期には、直接投資こそ引き続き資金流入となったものの、ポートフォリオ投資が資金流出へ転じ、金融収支全体も資金流出に陥った。これは、欧州債務問題を受けて、欧州金融機関によるレパトリエーション (投資資金の自国回帰) が生じたためと推測される。こうした金融機関の動きも、中央銀行に利下げを決断させる要因になった可能性がある。ただ、為替相場や株式相場を見ると、比較的安定した推移を辿っており、高格付けや後述する純債務国であることが評価され、チリでは金融市場の大きな混乱までは生じていない。

対外純債権国

なお、チリは 2006 年に対外純債権国へ転じ、金融危機に際しても、その状態を維持した (グラフは公表データに倣い純債務を表記)。純債権国の転換には、慎重な財政運営に加え、前述したように資源価格上昇により得た資金を歳出へ振り向けることなく、将来に備えてプールしたことが寄与した。なお、2011 年は資源価格高に伴い前述の経済社会安定化基金が急増したため、純債権額が膨らんでいる。

スペイン金融機関の大きなプレゼンスがリスク

チリ経済における構造的な問題は、金融面にある。本国が債務問題を抱える欧州金融機関のエクスポージャー、とりわけスペインの金融機関が大きなプレゼンスを占めているのである。

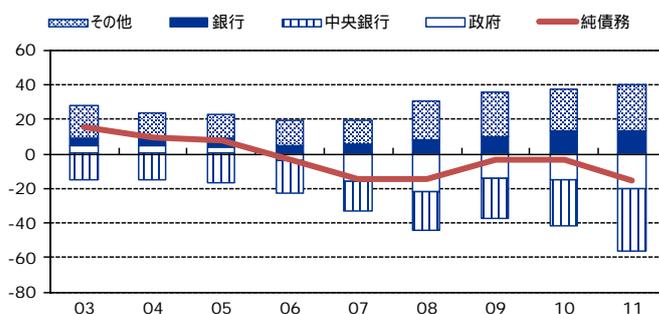
チリの対外債務では欧州金融機関による与信が全体の 3 分の 2 を占め、中でもスペインは 49% と圧倒的なシェアを占めている。こうしたスペイン金融機関の大きなプレゼンスがリーマンショック以降、繰り返しチリのアキレス腱として指摘されてきた。スペイン金融機関が資産圧縮や利益確保のためにチリ向け債権を売却する可能性があるためである。実際、欧州金融機関やスペイン金融機関のチリ向け与信に占めるシ

チリ株価 (IGPA、1980 年末 = 100)



(出所)CEIC Data

対外純債務 (10 億ドル)



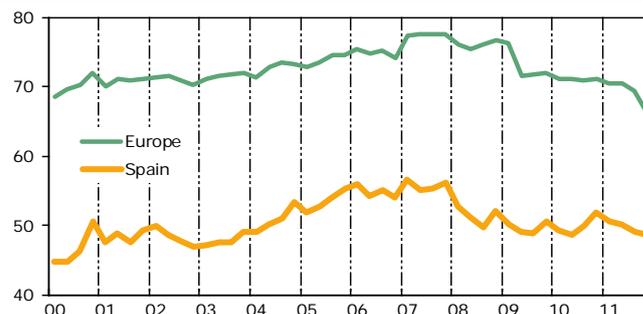
(出所)CEIC Data

経済安定化基金の残高 (10 億ドル)



(出所)CEIC Data

チリ向けの金融機関与信額に占める比率 (%)



(出所)BIS

エアは低下基調にある。

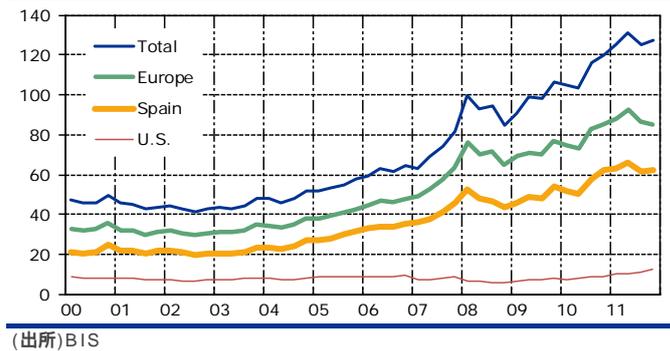
欧州のシェアは低下も与信額は減らず

但し、実額の推移を見ると、欧州やスペインの金融機関による与信額が減少している訳ではない。寧ろ緩やかにではあるが、増加している。シェアの低下は、他国の金融機関（アジア、中南米、米国など）がチリ向け与信を大きく伸ばす下で、自己資本に不安のある欧州金融機関が割り負けた面が大きい。

成長資金供給のリスクはあるが

スペイン金融機関の財務状態は一層悪化しており、そうした金融機関がチリ向け与信の大幅な圧縮にまで至らなくとも、増加抑制を進めれば影響はゼロではない。プレゼンスの大きいスペイン金融機関の与信抑制は成長資金の伸び鈍化を通じて、経済成長を阻害しうる。とは言え、1~3月期のレパトリに際しても直接投資が増加を続けたことが示すように、チリの経済成長や財政状態に対する国際的な信頼に大きな揺らぎは見られない。欧州債務問題による金融面での悪影響は確かに懸念されるが、チリ経済を大きく阻害する可能性は低いと考えられる。

チリ向け金融機関与信額の推移（10億ドル）



チリの主要経済指標

		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 %	14.6	16.6	13.2	17.1	10.2	4.9	4.7	6.0		
実質GDP	前年比 %	7.1	7.7	6.7	9.9	6.3	3.7	4.5	5.6		
	前期比年 率%	19.6	10.9	3.5	5.4	4.3	1.3	8.2	5.7		
個人消費	前年比 %	10.8	11.4	11.6	12.9	9.6	7.2	6.0	5.2		
政府消費	前年比 %	0.7	4.4	7.2	6.1	5.7	1.2	3.3	0.5		
固定資本形成	前年比 %	22.9	14.8	13.9	22.9	14.7	17.1	16.3	8.3		
在庫投資	前年比 %Pt	4.2	5.3	2.5	1.3	1.2	0.1	2.7	0.3		
純輸出寄与度	前年比 %Pt	9.4	9.7	8.3	5.9	3.4	5.9	1.2	0.5		
輸出	前年比 %	2.0	7.0	0.1	7.2	7.5	0.7	4.9	6.2		
輸入	前年比 %	31.8	36.7	23.2	23.3	15.9	13.0	7.2	4.4		
経常収支	10億ドル	0.8	0.8	1.1	0.6	0.4	3.0	1.3	0.3		
貿易収支	10億ドル	3.1	3.5	4.9	4.2	3.9	0.3	2.4	2.8		
所得収支	10億ドル	3.2	4.2	4.3	3.8	3.7	3.0	3.5	3.4		
金融収支	10億ドル	0.3	0.6	2.3	1.7	0.4	4.0	1.9	1.5		
直接投資	10億ドル	0.7	3.1	0.1	2.2	0.2	1.0	2.5	2.4		
ポートフォリオ	10億ドル	0.6	3.7	0.2	1.6	1.1	7.0	1.4	3.9		

		11/Q2	11/Q3	11/Q4	12/Q1	12/02	12/03	12/04	12/05	直近12ヶ月の推移	
経済活動指数 (月次GDP)	前月比 %	4.2	1.3	8.2	5.7	0.5	0.7	0.5			
	前年比 %	6.3	3.7	4.5	5.6	6.6	5.0	4.8			
製造業生産	前年比 %	7.5	4.4	2.0	4.1	6.6	1.1	3.2			
鉱業生産	前年比 %	4.2	6.5	3.0	24.9	34.1	26.1	16.4			
雇用者数	前年比 %	6.7	4.5	3.0	2.8	3.2	2.7	2.4			
失業率	%	7.1	7.4	7.0	6.5	6.4	6.6	6.5			
CPI	前年比 %	3.3	3.1	4.0	4.1	4.4	3.8	3.5	3.1		
CPIX	前年比 %	2.4	2.1	2.9	3.3	3.5	3.1	2.6	2.7		
輸出	前年比 %	30.1	4.7	0.5	0.3	8.3	6.8	4.9	12.0		
輸入	前年比 %	30.8	27.2	17.0	9.4	13.6	0.4	4.5	11.3		
外貨準備高	10億ドル	34.9	37.8	42.0	39.6	39.3	39.6	38.8	38.3		
政策金利	%	5.25	5.25	5.25	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00		
ドルペソレート	ペソ /ドル	471.1	515.1	521.5	489.8	477.4	489.8	483.4	517.9		
名目実効為替レート	2010 =100	103	102	97	103	103	103	103	102		
銅価格(中央銀行)	ドル/lb	410	377	343	384	382	384	375	359		
魚粉(中央銀行)	ドル /DMT	1487	1307	1271	1325	1203	1325	1245	1264		
石油(中央銀行)	ドル/バレル	123	108	119	122	115	122	128	121		
株価(IGPA)	1980/12 =100	22642	18797	20130	22207	21546	22207	21926	20803		
経済社会安定化基金	10億ドル	13.3	13.2	13.2	14.9	15.0	14.9	15.0			

(出所) CEIC Data (注) 金融指標は末値、経済活動指数の四半期は前期比年率。CPIXは除(生鮮果物・野菜、燃料)。