

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

高成長を続けるが将来への課題も抱えるチリ

内需牽引により、チリ経済は高成長を続け、2012 年は 5% 台半ばの成長率となる見込み。2013 年にかけて個人消費のクールダウンが見込まれるが、投資堅調や輸出底入れにより潜在成長ペースでの拡大を維持すると予想。但し、内外需格差や資源価格低下により経常収支赤字が膨らみ、また資源開発のための電力インフラ整備が遅れるなどの懸念材料も抱えており、問題解決に向け政府のリーダーシップ発揮が必要。

チリ経済は高成長を継続

チリ経済が高成長を続けている。前年比で見ると 2010 年 6.1%、2011 年 6.0%と 6%成長を 2 年連続で達成した後、2012 年に入ってから 1～3 月期 5.2%、4～6 月期 5.7%、7～9 月期 5.7%と 5%台の成長を維持した。季節調整値で見ても 7～9 月期は前期比年率 5.7%（4～6 月期 8.3%）の高成長である。

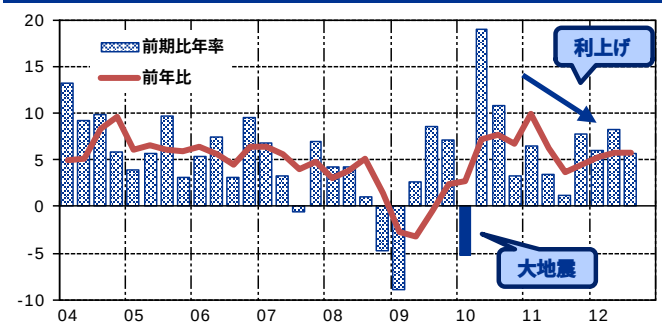
10～12 月期から 2003 年にクールダウン

後述するように、10～12 月期に入ってから個人消費に減速の動きが見られ、10～12 月期の成長率は明確に低下する可能性が高い。チリ経済の潜在成長率は従来 4%台半ば¹と考えられており、最近 3 年の高成長は、明らかな過熱と言える。チリ経済の潜在成長率が高まっている可能性もあるが、2013 年に向けてのクールダウンは持続的な安定成長に向けて好ましい動きと判断できるだろう。問題は、持続的な成長へ向けたクールダウンとなるか否かである。

7～9 月期は内需の好調が外需低迷を補う

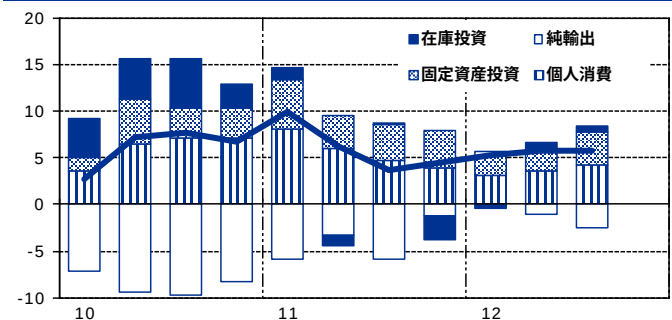
2012 年 7～9 月期の需要項目別動向を見ると、個人消費が前年比 6.4%（4～6 月期 5.4%）と伸びを高め、高成長を牽引した（寄与度 4.3%Pt）。また 2012 年に入り減速していた固定資産投資も 7～9 月期は 13.3%（4～6 月期 9.0%）と 3 四半期ぶりの二桁増加へ転じ、国内需要の堅調推移（7～9 月期 8.0%、4～6 月期 6.8%）が際立っている。内需と対照的に、外需は低調だった。世界経済減速に伴う需要減退を映じて、7～9 月期に輸出は▲3.8%（4～6 月期 1.2%）と 1 年ぶりに減少した。一方、堅調な内需を反映して輸入が 2.5%（4～6 月期 3.2%）と拡大を続けたことから、純輸出（輸出－輸入）は成長率を 2.5%Pt も押し下げた。好調な内需が、世界経済減速の悪影響を凌駕し、7～9 月期のチリ経済は高成長を達成したと言える。

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

¹ 但し、中央銀行はトレンド成長率を 5%としている。

雇用所得情勢の改善が消費拡大を後押し

個人消費拡大の原動力となっているのは、雇用所得情勢の改善である。失業率は 6%台半ばの低水準で推移し、鈍化が続いていた雇用者数の伸びも 2012 年 8 月で底入れした。雇用情勢は良好である。また、名目賃金が前年比 6%程度で上昇を続ける一方、後述するように、ペソ高進行もあってインフレ率が下落傾向を辿っているため、実質賃金の伸びが高まりつつある。こうした雇用所得環境の改善が 7～9 月期までの消費拡大を後押ししてきたと判断できる。

10～12 月期以降の消費はクールダウンか

但し、7～9 月期（及び 4～6 月期）の消費拡大は、実質雇用者報酬の伸び（雇用者数の伸び+実質賃金の伸び）に比較して幾分過大であり、かつ消費者信用の急速な拡大を伴うなど、金融面で懸念される動きも見られた。そのため、多少のクールダウンが生じるのは、寧ろ健全な動きである。

また、成長率を大きく上回るペースに達していた実質住宅価格指数の伸びが、2012 年半ば以降に鈍化している。伸び鈍化自体は、健全な調整であるが、個人消費にとっては資産効果を通じてネガティブに働く。

実際、実質小売業販売は 10 月に前年比 6.6%（7～9 月期 8.6%）と今年最低の伸びまで鈍化した。雇用所得環境が改善傾向にあるため、個人消費の失速まではないとしても、10～12 月期から 2013 年前半にかけて、多少の調整が生じる可能性は高いだろう。

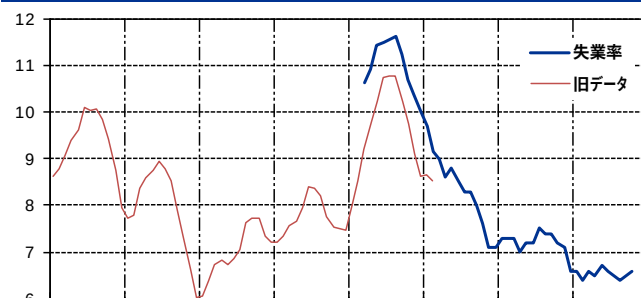
固定資本形成は機械設備主導で拡大継続

7～9 月期の固定資本形成の内訳を見ると、建設投資が安定的な伸びを続ける一方で、機械設備投資の拡大ペースが加速し、全体を押し上げている。貿易統計によれば、10～12 月期に入ってから、機械設備投資と関係の深い資本財輸入の拡大が続いており、固定資本形成の拡大は継続する見込みである。なお、住宅投資と連動する住宅ローン残高は安定的な拡大基調にある。

輸出に底入れの兆し

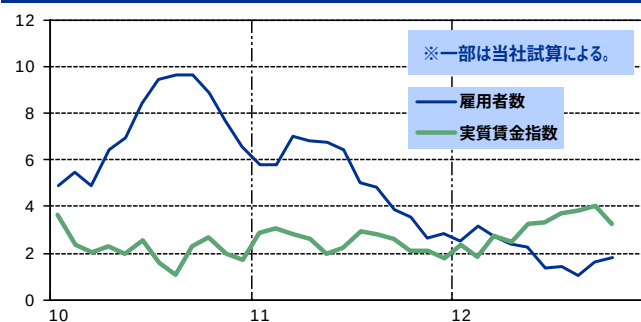
輸出は、前述したとおり GDP 統計では 7～9 月期に減少へ転じ、貿易統計の名目ベースでは 7～9 月期まで 3 四半期連続で減少してきたが、10～12 月期に入り底入れの兆しが見えてきた。名目輸出は 10～11 月

失業率(%、原数値)



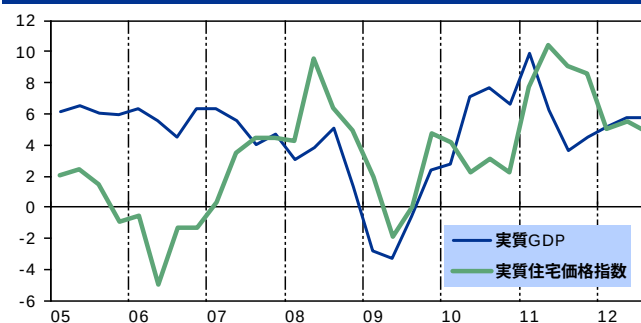
(出所)CEIC Data

雇用者数と実質賃金（前年比、%）



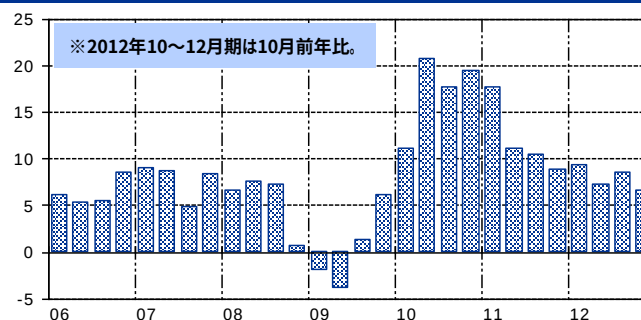
(出所)CEIC Data

住宅価格の推移（前年比、%）



(出所)CEIC Data

実質小売業販売（前年比、%）



(出所)CEIC Data

平均が前年同期を 4.8%上回っており、7～9 月期の前年比▲9.6%から反転しつつある。内訳を見ると、鉱業が持ち直しており、米中経済を中心とした世界経済の底入れが主要な輸出品である銅の需要回復に寄と
していると考えられる。また、鉱業と並ぶ輸出産業である農林水産業も減少が止まりつつある。

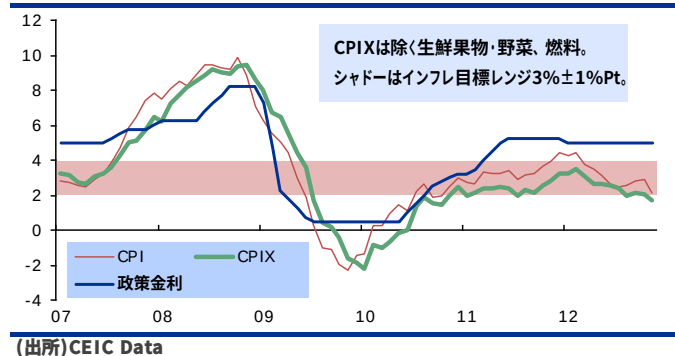
輸出底入れと整合的なかたちで、鉱工業生産は上向きつつあり、10～12 月期以降のチリ経済は個人消費の減速により全体としてはクールダウンが進む一方で、固定資本形成の拡大は続き、輸出も持ち直しへ向かうことで牽引役のシフトが生じる見込みである。こうしたシフトは、後述するチリ経済が抱える問題の解消に向けた望ましい方向の動きと評価できる。当社ではチリ経済の成長率を 2012 年 5.5%、2013 年 4.4%と予想し、消費減速を受けて 2013 年に潜在成長率程度まで成長ペースが鈍化すると見込んでいる。

通貨高でインフレ低下

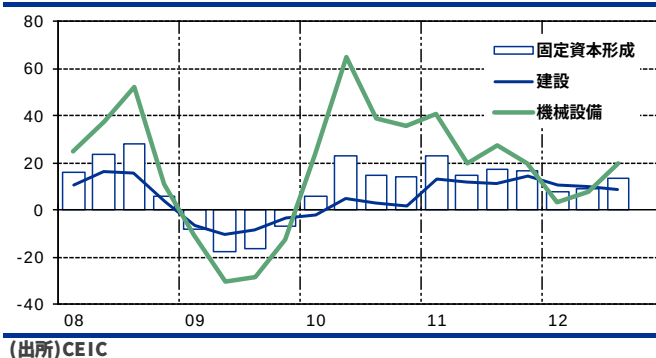
消費者物価指数 (CPI) はヘッドラインが、2012 年 1 月の 4.2%から 11 月に 2.1%まで低下した。変動の大きい生鮮果物や野菜、燃料を除いた CPI (CPIX と呼ばれる) は 11 月に 1.7%と、中央銀行が掲げるインフレターゲットである 3%±1%Pt の下限である 2%を下回った。インフレターゲットはヘッドライン CPI に基づくため、CPIX の 2%割れが金融政策運営において問題となるわけではないが、インフレ率の低下傾向が鮮明と言える。

既に述べたようにチリ経済は高成長を続け、高い賃金上昇率が続いており、国内要因からインフレ率の低下が生じているわけではない。インフレ率低下の原因は通貨高にある。チリは自由貿易を推進し、FTA を 61 ヶ国と締結済みであり、FTA 締結国との貿易が貿易全体の 9 割を超えている。そのため関税障壁が極めて低く、ペソ高による輸入価格低下が、国内製品価格に反

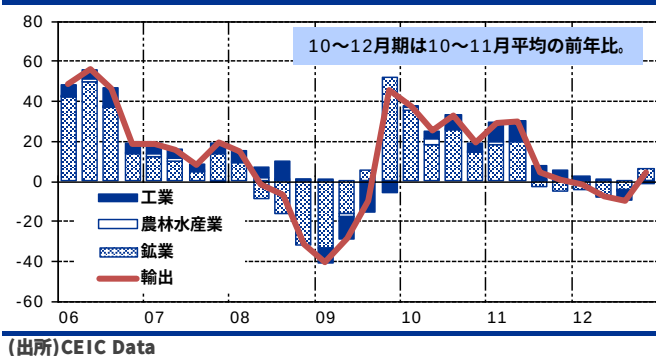
インフレ率と政策金利 (%)



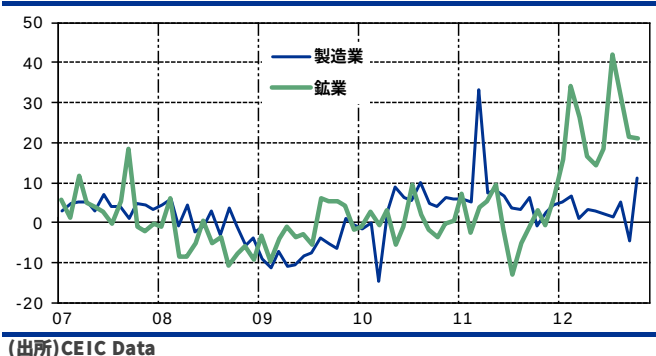
固定資本形成の推移 (実質、前年比、%)



名目輸出 (前年比、%)



鉱工業生産の推移 (前年比、%)



チリ為替相場



映されやすい。実際、CPIの内訳を見ると非貿易財の物価上昇率が4%台で安定する一方、貿易財の上昇率は足元で0%近くまで低下している。こうした物価変動は、チリ政府による FTA 推進が、消費者の購買力向上という果実に繋がっていることを意味する。但し、ペソ高は同時に輸出競争力を削ぐため、チリ政府は急激なペソ高抑制のために為替介入も行っている。

2013 年は政策金利据え置きと予想

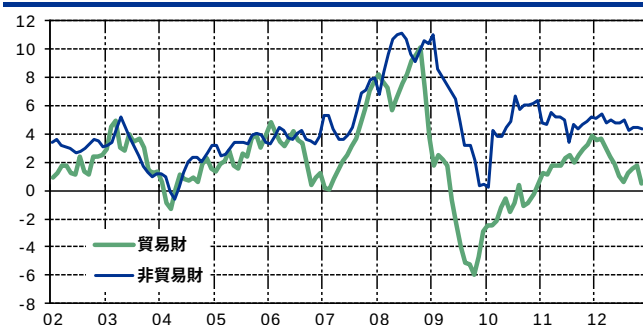
既に述べたように、チリ経済は 2013 年に減速²が見込まれるが、それでも他国に比べ、相対的な高成長を維持する状況は変わらず、**通貨には増価圧力が及びやすい。**従って、貿易財の価格低下によるインフレ率低下が続く可能性がある。ただし、同時に、国内労働需給はタイトな状況にあり、高い賃金上昇が継続している。そのため、**チリ中央銀行が、インフレ率の低下を理由に利下げを選択する可能性は低い**だろう。2013 年を通じて政策金利は現在の 5%に維持されると予想する。

チリ経済が抱える問題

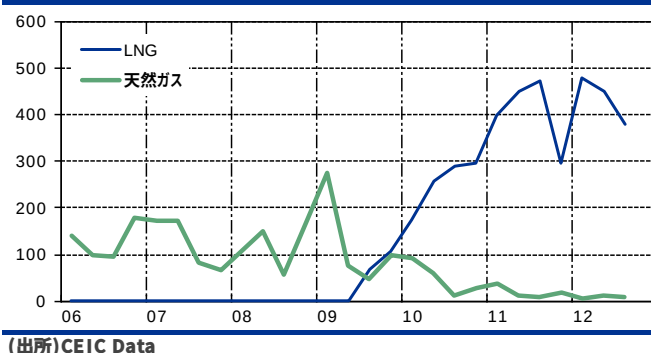
①資源開発のための電力インフラ整備

安定的な成長経路をたどっているチリ経済ではあるが、将来も安定成長を維持するために、解決すべき課題も抱えている。問題の一つは、**発電インフラの整備**である。**チリ政府は、主要な輸出品である精銅生産量を 2010 年の 530 万トンから 2020 年に 700 万トンへ 3 割超引き上げる計画を示しているが、計画達成のためには鉱業セクターの拡大に不可欠な電力を供給できる発電インフラを整備する必要がある。**チリは銅やモリブデンなどの金属資源に恵まれているものの、発電燃料となる石炭や原油、天然ガスは十分に産出せず、輸入に頼っている。2000 年代半ばまでは隣国のアルゼンチンから十分な天然ガスを輸入できたことから、問題はなかった。しかし、アルゼンチンの生産量が国内需要に未達となったことから、現在は供給が削減され、**チリは遠隔地から割高な LNG やディーゼル燃料などを輸入せざるを得ない状況**にある。そうした経緯から、チリ政府はエネルギーの海外依存度低下を目指し、水力発電や太陽熱発電の導入を計画しているが、厳格な環境規制や地域住民の反対により、進捗

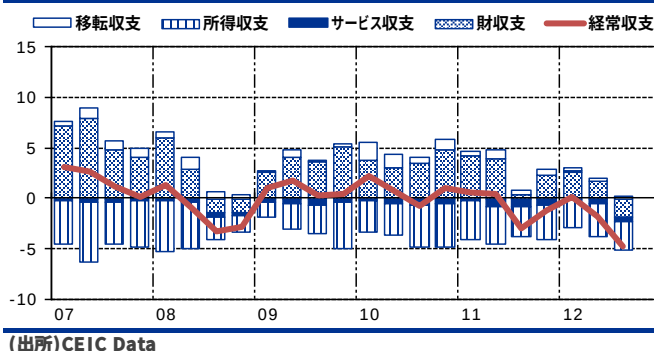
貿易財と非貿易財のインフレ率推移（前年比、%）



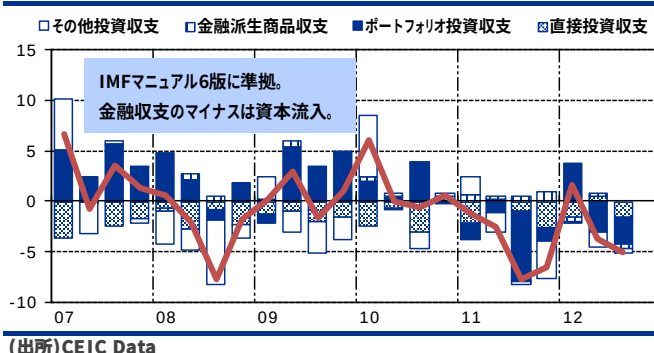
エネルギー輸入額の推移（百万ドル、四半期）



経常収支（10億ドル）



金融収支（10億ドル、除く外貨準備）



² 当社予想は前述のとおり 2012 年 5.5%、2013 年 4.4%。中央銀行は 12 月の金融政策レポートにおいて 2012 年 5.5%、2013 年 4.25～5.25%と予想。

が遅れている。

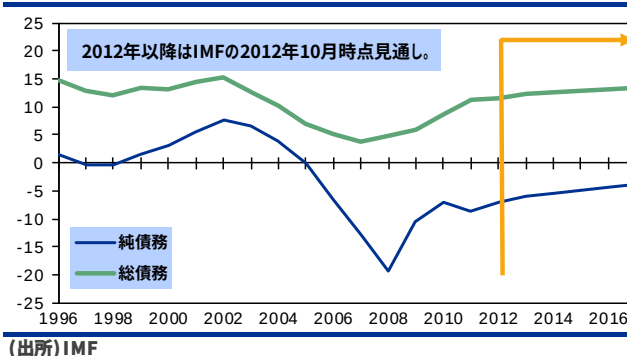
②拡大する経常収支赤字

チリの経常収支は、従来、資源及び農産物輸出による貿易収支（財収支）の黒字が、海外資本への配当支払いを中心とした所得収支の赤字を概ね埋め合わせてきた。しかし 2011 年半ば以降は、旺盛な内需により輸入が膨らむ一方、資源価格の下落等により輸出の拡大が止まったため、財収支が悪化し、所得収支の赤字を埋め合わせることができていない。特に直近 2012 年 7～9 月期は経常収支の赤字が名目 GDP 比で 7.3% まで膨らみ、1～9 月期累計でも 3.3% という高水準にある³。中央銀行は経常収支赤字が 2012 年に名目 GDP 比 3.8% となり、2013 年には更に 4.6% まで膨らむと予想している。

ファイナンス面での懸念はないが…

チリは 中南米一の整備された投資環境⁴ を誇る。また、政府は財政収支均衡を目指し、2013 年政府予算の財政赤字も名目 GDP 比 1%（2012 年予想も同じく 1%）と保守的な運営を行い、債務残高も低位に維持されている⁵。こうした健全な財政状況を評価し、格付け会社はチリに ソブリン格付け AA- もしくは A+ を付与している。高格付けに加え、最近他国へ投資する有力企業も増加しており、直接投資のみならずポートフォリオ投資による安定的な資金流入も期待できる。そのため、経常収支赤字のファイナンスについて、現時点で大きな懸念が存在するわけではない。

チリの一般政府債務の名目 GDP 比 (%)



しかし、経常収支赤字の拡大を放置することが好ましい訳では、もちろんない。チリ資本による海外投資の果実として、所得収支に含まれる直接投資収益やポートフォリオ投資収益の受け取りは拡大傾向にあり、特にポートフォリオ投資収益は 2006 年から黒字化しているが、資源開発に伴うロイヤルティや配当の支払を補うには明らかに力不足である。そのため、経常収支の均衡に向けては、貿易収支の改善が欠かせない。チリ政府は資源開発の推進⁶及び農産物輸出の拡大により輸出増加を目指す一方、割高な輸入を抑制することで、貿易収支の改善を図る必要がある。そうした貿易収支改善のためにも鍵となるのが、前述の電力インフラ整備であり、資源開発面のみならず貿易収支面からも、政府がリーダーシップを発揮しての早期の計画進展が望まれる。

³ 経常収支と名目 GDP は共に原系列である。そのため、実勢とは幾分異なる。

⁴ 例えば、世銀グループによる「ビジネス環境の現状 2013 (Doing Business 2013)」においてチリは 185 ヶ国中 37 位。他の中南米諸国はペルー 43 位、メキシコ 48 位。ちなみに日本は 24 位、中国は 91 位。

⁵ IMF 見通しによれば、2012 年の一般政府のグロス債務残高は名目 GDP 比で 11.4%、ネット債務残高は▲6.9% である。

⁶ 現在の輸入拡大の一因は、将来の生産拡大に繋がる資本財輸入である。

		10/Q4	11/Q1	11/Q2	11/Q3	11/Q4	12/Q1	12/Q2	12/Q3	直近8四半期の推移
名目GDP	前年比 %	13.2	17.1	10.2	4.9	4.7	5.5	7.1	7.5	
実質GDP	前年比 %	6.7	9.9	6.3	3.7	4.5	5.2	5.7	5.7	
	前期比年 率%	3.3	6.5	3.5	1.1	7.8	5.9	8.3	5.7	
個人消費	前年比 %	11.6	12.9	9.6	7.2	6.0	4.9	5.4	6.4	
政府消費	前年比 %	7.2	6.1	5.7	1.2	3.3	1.1	3.6	2.9	
固定資本形成	前年比 %	13.9	22.9	14.7	17.1	16.3	8.0	9.0	13.3	
在庫投資	前年比 %Pt	2.5	1.3	▲1.2	0.1	▲2.7	▲0.4	0.7	0.7	
純輸出寄与度	前年比 %Pt	▲8.3	▲5.9	▲3.4	▲5.9	▲1.2	0.4	▲1.0	▲2.5	
輸出	前年比 %	▲0.1	7.2	7.5	▲0.7	4.9	5.7	0.9	▲3.4	
輸入	前年比 %	23.2	23.3	15.9	13.0	7.2	4.1	3.2	2.5	
経常収支	10億ドル	1.1	0.6	0.4	▲3.0	▲1.3	0.2	▲1.7	▲4.8	
貿易収支	10億ドル	4.9	4.2	3.9	0.3	2.4	2.6	1.7	▲1.8	
所得収支	10億ドル	▲4.3	▲3.8	▲3.7	▲3.0	▲3.5	▲2.9	▲3.3	▲2.7	
金融収支	10億ドル	2.3	1.7	0.4	▲4.0	▲1.9	▲1.2	▲1.9	▲6.0	
直接投資	10億ドル	0.1	▲2.2	0.2	▲1.0	▲2.5	▲1.5	0.5	▲1.6	
ポートフォリオ	10億ドル	▲0.2	▲1.6	▲1.1	▲7.0	▲1.4	3.7	▲3.1	▲2.6	
		11/Q4	12/Q1	12/Q2	12/Q3	12/08	12/09	12/10	12/11	直近12ヶ月の推移
経済活動指数 (月次GDP)	前月比 %	10.8	4.9	7.1	4.1	▲0.0	0.7	▲0.5		
	前年比 %	4.5	5.2	5.7	5.7	6.4	4.9	6.7		
製造業生産	前年比 %	2.0	4.1	2.8	0.8	5.1	▲4.4	11.2		
鉱業生産	前年比 %	3.0	24.9	16.4	31.1	30.9	21.4	21.2		
雇用者数	前年比 %	3.0	2.8	2.0	1.4	1.0	1.6	1.8		
失業率	%	7.0	6.5	6.6	6.5	6.4	6.5	6.6		
CPI	前年比 %	4.0	4.1	3.1	2.6	2.6	2.8	2.9	2.1	
CPIX	前年比 %	2.9	3.3	2.6	2.2	2.0	2.2	2.1	1.7	
輸出	前年比 %	0.5	▲1.7	▲7.3	▲9.6	▲9.0	▲12.9	10.1	▲0.4	
輸入	前年比 %	17.0	7.8	3.8	1.3	5.5	▲4.6	34.4	▲4.7	
外貨準備高	10億ドル	42.0	39.6	40.3	40.1	38.4	40.1	38.9	39.8	
政策金利	%	5.25	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	
ドルペソレート	ペソ /ドル	521.5	489.8	509.7	470.5	481.2	470.5	480.0	479.4	
名目実効為替レート	2010 =100	97	103	102	107	106	107	106	106	
銅価格 (中央銀行)	ドル/lb	343	384	337	366	340	366	366	349	
魚粉 (中央銀行)	ドル /DMT	1271	1325	1307	1619	1501	1619	1609	1621	
石油 (中央銀行)	ドル/バレル	119	122	110	111	108	111	112	110	
株価 (IGPA)	1980/12 =100	20130	22207	21080	20551	20176	20551	20911	20324	
経済社会安定化基金	10億ドル	13.2	14.9	14.8	15.0	14.9	15.0	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は除く生鮮果物・野菜、燃料。