

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

チリ経済は減速も、安定成長へ向けて必要な調整

チリ経済は 2012 年に 3 年連続で 5% 成長を超える成長を確保した後、2013 年 1～3 月期は前年比 4.1% へ減速。減速幅は大きい、安定成長へ向けて必要な範囲のクールダウン。インフレ率はインフレ目標レンジを下方に抜けているが、主因は通貨高であり、中央銀行は当面現行政策を維持。成長率は 2012 年 5.6% が、2013 年に 4.4% へ低下した後、2013 年は 4.6% へ再加速と予想。

1～3 月期は減速

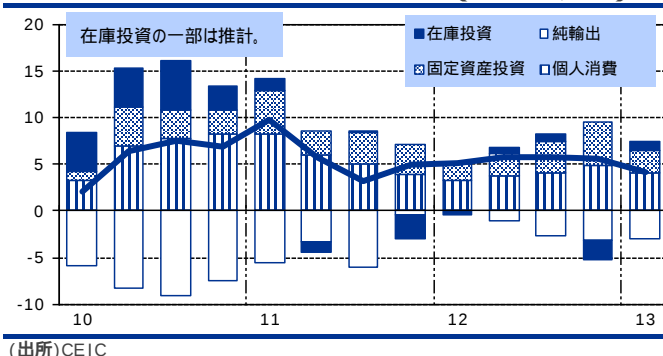
チリ経済は 2012 年に前年比 5.6% と 3 年連続で 5% を超える成長を確保した後、2013 年 1～3 月期に前期比年率 2.1% へ減速した。2.1% への急減速は、前期 2012 年 10～12 月期に 7.9% の高成長を記録した反動によるところが大きく、また前年比で見ると 10～12 月期 5.6% から 1～3 月期 4.1% への鈍化になる（但し、イースター要因を調整した場合、1～3 月期は前年比 4.7% となる模様である¹）。なお、月次経済活動指数（月次 GDP に相当）により、1～3 月期の減速は事前に示唆されており、サプライズではない。

安定成長へ向けたクールダウン

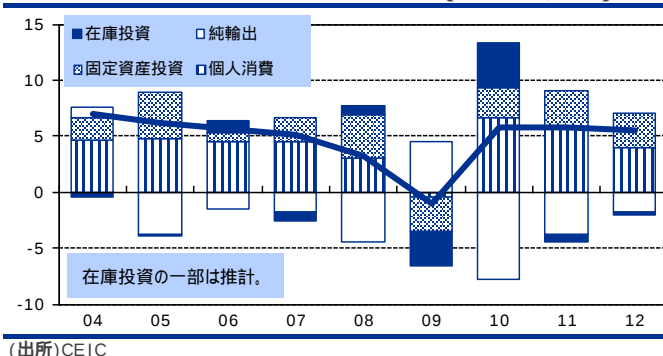
2012 年までの 5% を超える成長率は、IMF など国際機関が潜在成長ペースと見做す 4% 台半ばのみならず、チリ中央銀行が（足元で）トレンド成長率として考える 5% も上回る水準²であった。そうした水準から 4% 程度への成長鈍化は、チリ経済における過熱感が徐々に薄れつつあることを示唆するものと位置づけられる。チリを取り巻く海外経済情勢が芳しくないこともあり、景気減速が行き過ぎるリスクはあるものの、持続的な安定成長へ向けてのクールダウンは、長期的に見て望ましい動きと言えるだろう。

2013 年の GDP 動向を見ると、国内需要が 2011 年前年比 9.1% から 2012 年は 7.1% へ鈍化した、国内需要の減速に対応するかたちで輸入の伸びも低下、純輸出の寄与度も ▲3.8%Pt から ▲1.7%Pt へ縮小したため、実質 GDP 成長率は 5.9% から 5.6% への小幅鈍化にとどまった。2013 年 1～3 月期についても、2012 年と同じく、国内需要の鈍化が見られる。個人消費が 2012 年 10～12 月期前年比 7.3% から 2013 年 1～3 月期には 6.2% へ鈍化、固定資本形成も 18.1% から 9.6% へ伸びが低下した。純輸出は ▲3.0%Pt（10～12 月期 ▲3.1%Pt）と前期並みの寄与となったため、実質 GDP 成長率は内需の鈍化に対応し低下している。

チリの四半期成長率の寄与度分解（前年比、%）



チリの暦年成長率の寄与度分解（前年比、%）



¹ “Chile's Economy Slows Sharply, As Hit From Copper Price Fall Dazes” May 20, 2013, WSJ

² 鉱山投資開発のための大規模な設備投資が行われている点を勘案すれば、少なくとも 2012 年までにおいては、チリ中央銀行の認識の方が適当であった可能性がある。

個人消費は耐久財中心に拡大

個人消費は 1～3 月期に減速したとは言え、前年比 6% 台の伸びを確保した。2012 年上半に 5% まで減速した後、7～9 月期 6.0%、10～12 月期に 7.3% へ再加速、2013 年 1～3 月期も高めの伸びを維持している。内訳を見ると、通貨高等を反映した耐久財価格の下落もあり、耐久財消費が好調に推移し、1～3 月期には 16.0% (10～12 月期 14.1%) と更に伸びを高めた。実質小売業販売を見ても 1～3 月期は耐久財の販売増加が顕著である。一方、10～12 月期に 6.3% と好調だったサービスは 4.3% へ鈍化している。産業別 GDP 動向によると、サービス消費では飲食・宿泊関連が低調だった模様である。

実質可処分所得の拡大に見合う消費拡大だが...

個人消費の裏付けとなる雇用・所得環境は堅調推移を続けている。雇用者数は 2012 年半ばにかけて前年比 1% 台半ばまで伸びが鈍化したものの、その後は同水準での緩やかな拡大である。名目賃金は 5% 台の伸びを続ける一方、後述するインフレ率の低下が寄与し、実質賃金は伸びを高めている。雇用と実質賃金の増加により、実質可処分所得が拡大している。現在の個人消費の伸びである 6% 前後はこうした雇用 (1.5～2.0%) 及び実質賃金の伸び (4.0～4.5%) に概ね見合うものと言える。但し、実質賃金の上昇をもたらしているインフレ率の低下は通貨高による部分が大きく、これは耐久財等の価格下落を通じて個人消費を喚起する一方で、持続的ではない過剰輸入に繋がるリスクも抱える。個人消費については更なるクールダウンが望ましいと考えられる。

固定資産投資は建設投資が鈍化

1～3 月期の固定資産投資では、建設投資が前年比 5.6% (10～12 月期 9.1%) と 2010 年以來の低い伸びまで低下する一方、機械設備投資はやはり伸びが鈍化こそしたものの、16.1% (10～12 月期 31.3%) と二桁増加を維持した。建設投資の減速には住宅投資の鈍化が、機械設備投資の高い伸びには、高水準の直接投資に対応した鉱山開発投資などが寄与したと考えられる。なお、住宅投資の鈍化は、将来的に個人消費のクールダウンに繋がる動きとして位置付けられる。

輸出は底入れも回復は緩やか

GDP ベースの輸出は 2012 年半ばに減少へ転じた後、

実質小売業販売 (2009年=100)



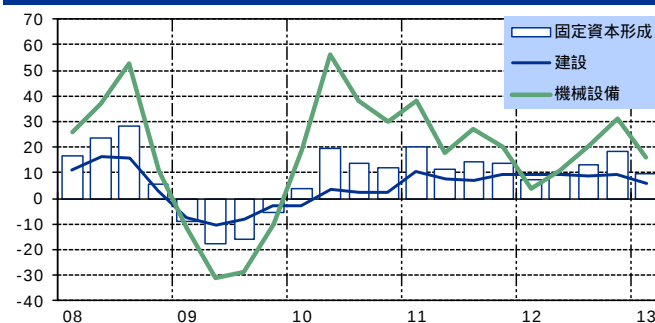
(出所) CEIC Data

雇用者数と実質賃金 (前年比、%)



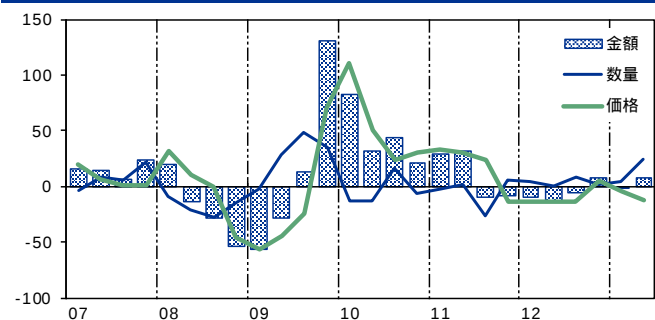
(出所) CEIC Data

固定資本形成の推移 (実質、前年比、%)



(出所) CEIC

銅輸出の推移 (前年比、%)



(出所) CEIC Data

2012 年 10～12 月期前年比 4.7%、2013 年 1～3 月期は前年比 1.0%と 2 四半期連続で増加し、底入れから緩やかな回復へ向かいつつある。貿易統計ベースで見ると、輸出額の 5 割超（2012 年ベース）を占める銅輸出が、数量ベースにおいて従来の高水準で一進一退の状況から脱し、やや上向きつつある影響が大きい。但し、中国経済の回復の遅れなどを映じ、価格が低下基調にあるため、金額（名目額）ベースでは一進一退の域を脱しない。なお、輸出の増勢が未だ鈍いことに加え、通貨高の影響もあり、製造業は低迷している。

輸入は内需拡大に対応

輸入は、内需における耐久財消費や機械設備投資の拡大を受けて、1～3 月期も前年比 8.2%（10～12 月期 11.9%）と高い伸びを維持した。貿易統計においても耐久消費財と資本財の増加を確認できる。

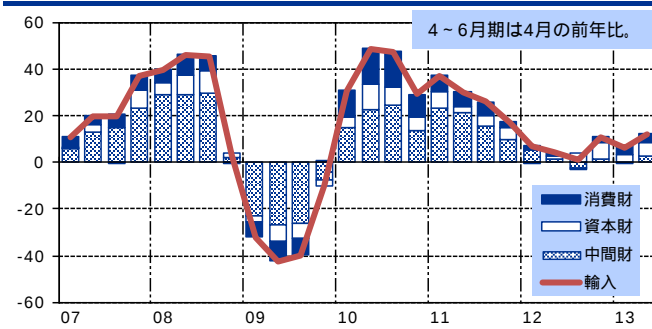
インフレ率は通貨高を受けて低下基調

インフレ率は低下傾向が続いている。ヘッドライン CPI は 2012 年 6 月の前年比 2.6%が、2012 年 12 月に 1.5%、2013 年 4 月には 1.0%まで低下した。価格変動が大きい生鮮果物・野菜・燃料を除いた CPIX では 4 月に 1.2%（2012 年 12 月 1.3%）と下げ止まりつつあるが、やはり低い伸びは変わらない。

足元のインフレ率の低下は、主として二つの要因から説明できる。第一は、2012 年後半以降のインフレ率の急低下は生鮮果物・野菜の価格が 2011 年終盤から急騰した反動である。生鮮果物・野菜の価格は 2012 年 7～9 月期まで急騰していたため、その影響は当面残るが、下押しが更に強まることはない。

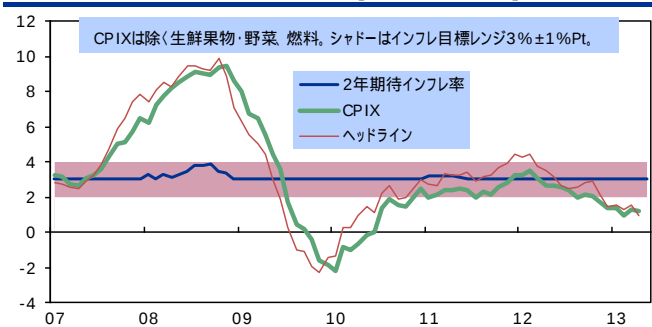
第二に、（特に CPIX が示す）インフレ率の低位推移は、通貨高に伴う貿易財の価格下落を反映した動きである。耐久財である家電や通信機器、半耐久財に含まれる衣料品などを中心に貿易財の価格は大幅な下落傾向を辿り、2013 年 4 月には▲0.7%とマイナス圏にある。チリは自由貿易を推進し、FTA を 61 ヶ国と締結済みであり、FTA 締結国との貿易が貿易全体の 9 割を超えている。そのため関税障壁が極めて低く、ペソ高による輸入価格低下や国際ブランドによる競争激化が、国内製品価格に反映されやすい。一方、サービス価格を中心とした非貿易財の価格は、上述の通り国内の雇用需給がタイトなことを反映して上

名目輸入（前年比、%）



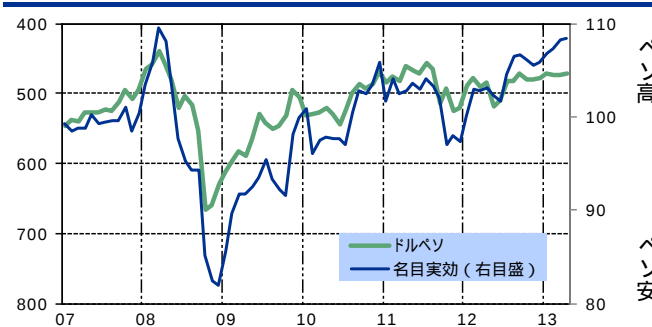
(出所)CEIC Data

インフレ率の推移（前年比、%）



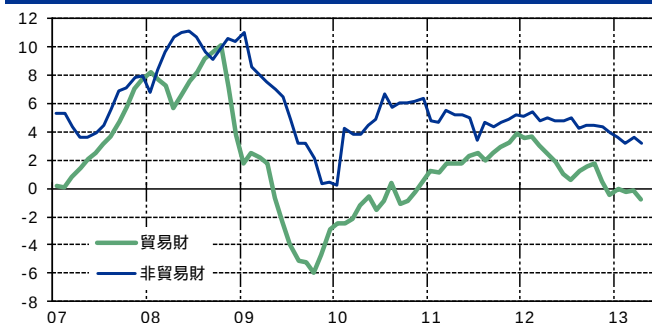
(出所)CEIC Data

チリ為替相場



(出所)CEIC Data

貿易財と非貿易財のインフレ率推移（前年比、%）



(出所)CEIC Data

昇傾向にあり、4 月も前年比 3.5%の伸びである。

金融政策は動かず

チリ中央銀行は、CPI ヘッドラインで $3\% \pm 1\%Pt$ のインフレ目標を設定し金融政策を運営しているが、足元ではヘッドライン、CPIX とともにレンジを下に大きく外れた状況にある。また、1～3 月期の実質 GDP 成長率は大きく低下した。しかし、インフレ率低下の理由が通貨高を中心としたものに過ぎず、国内労働需給を反映して高い賃金上昇率が継続しており、また期待インフレ率も安定推移にあるため、チリ中央銀行が金融緩和に踏み込むことは、考えにくい。景気減速が安定成長へ向けてのクールダウンに向けた経路として位置付けられることも、やはり金融緩和を正当化しない。チリ中央銀行は、貿易財価格の下落一巡を受けて、2014 年に向けてインフレ率が緩やかな上昇傾向を辿ると予想している。当社では 2013 年を通じて、政策金利が現在の 5%で維持されると見込む。

対外不均衡の原因

チリでは経常収支の赤字幅が拡大へ向かっている。チリの経常収支は 2009 年・2010 年と黒字を確保した後、2011 年に 33 億ドルの赤字へ転落、2012 年は 95 億ドルまで赤字幅が拡大した。経常収支の名目 GDP 比は、2011 年が▲1.3%、2012 年は▲3.5%である³。

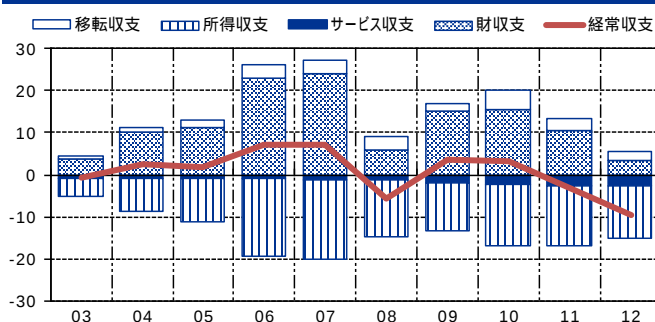
こうした赤字拡大の主因は、銅などの鉱山開発に伴う海外からの直接投資資金の流入を裏付けとした国内設備投資の実施である。チリにおける鉱山開発に際しては、日本をはじめとする海外資本が（チリにとっての対内）直接投資資金として流入するが、そうした直接投資の大部分は、鉱山機械の購入などとして資本財輸入に振り向けられ、国内では設備投資として計上される。視点を変えれば、海外資金により設備投資（支出）が行われるため、国内部門の貯蓄がマイナス、海外部門がプラスになる。

従って、現在のチリにおける経常収支赤字の拡大は、対内直接投資の増加によりファイナンスされた、将来の鉱山生産の拡大に備えた動きであり、過度の懸念は不要と判断される。また、チリは S&P と Moody's の二大格付会社から AA-相当のソブリン格付けを付与されており、負債による資金ファイナンスにおいても問題はない。

消費過熱のリスク

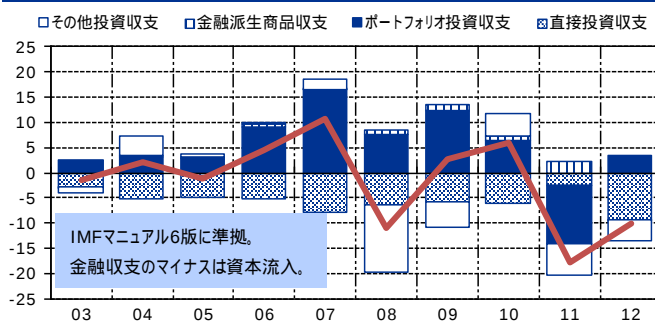
但し、当然ながらリスクも存在する。第一は、設備投資拡大が国内景気の加速に繋がり、消費過熱に伴う消費財輸入の急増に繋がるリスクである。この場合、過剰消費により貿易赤字が膨らむ。既に見たように、そのリスクは既に見え隠れしている。リスクの顕在化を回避するためには、景気過熱に繋がる財政政策は差し

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

³ 2013 年 1～3 月期の経常収支は▲17 億ドルだった。単純比較では 2012 年に比べ赤字幅は縮小している。但し、原系列のため、季節性なども含まれる。

控えるべきであり、また過度に緩和的な金融環境も回避する必要がある。現在のチリの政策金利は 5% であり、インフレ目標である 3%（2 年の期待インフレ率でも同様）を控除した場合、実質金利は 2% 程度となる（ $5\% - 3\% = 2\%$ ）。これは実質成長率の 5% を大きく下回っており⁴、政策金利の引き上げ余地があると言える。そのため、中央銀行の次の一手は利上げとなる可能性が高いだろう。ただ、外部環境が不安定であること、金利引き上げが更なる通貨高を招き、別の経路から消費過熱と輸出低迷を助長する可能性があることなどを踏まえれば、利上げを急ぐリスクも大きい。従って、現時点では金利据え置きが妥当と判断される。

銅価格の動向には留意

第二のリスクは、銅価格の大幅な下落である。銅価格は他の資源価格に比べれば安定的な推移を辿っているが、緩やかな下落傾向にある。下落ペースが速まれば銅生産の抑制や開発投資の見直しに繋がり、チリ経済に悪影響を及ぼす可能性がある。この場合、金融政策は、当然ながら緩和方向へ舵が切られることとなる。

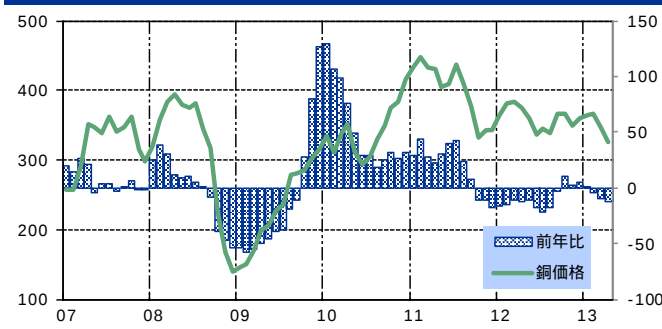
電力整備の必要性

既に述べたように財政政策において、過度な公共投資の拡大は安定成長を損なうが、ボトルネック解消に向けたインフラ投資は必要となる。特に、銅等の鉱山開発に伴う精銅輸出と言う果実を、遅れなく手にするためには電力インフラの整備が欠かせない。従来、チリはアルゼンチンからの天然ガスのパイプライン輸入によるガス火力発電に依存してきた。しかし、アルゼンチンの生産量減少により、パイプライン輸入は事実上途絶えており、割高な LNG 輸入による発電を余儀なくされている。そのため、再生可能エネルギーなどを含めた他のエネルギーによる発電インフラの整備が急務である。

成長率予想は 2013 年 4.4%、2014 年 4.6%

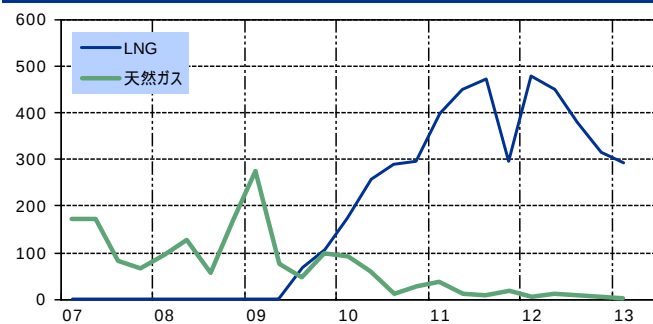
2013 年のチリ経済に関する当社のメインシナリオは、海外経済の回復が緩慢な下で銅価格が緩やかに下落し、輸出が低調に推移する一方、内需も緩やかな減速傾向を辿るというものである。銅価格の下落が進む下で、通貨も同様に減価傾向を辿り、消費過熱や低すぎるインフレ率が修正されていくと考えられる。2013 年の成長率を当社は 4.5% と予想している。過去 3 年の 5% を超える成長からは大きく減速するが、持続的な成長に向けて必要な調整と言えるだろう。なお、2014 年は 4.6% 成長へ小幅の加速を見込んでいる。

銅価格の推移（ドル/lb）



(出所)CEIC Data

エネルギー輸入額の推移（百万ドル、四半期）



(出所)CEIC Data

⁴ 別の観点として、潜在成長率が低下している可能性がある。

		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 %	10.2	5.1	6.1	5.3	7.9	8.5	8.1	7.1		
実質GDP	前年比 %	5.8	3.2	5.0	5.1	5.7	5.8	5.7	4.1		
	前期比年 率%	3.0	1.4	10.6	5.1	6.3	3.0	7.9	2.1		
個人消費	前年比 %	9.4	7.8	5.9	5.1	5.7	6.0	7.3	6.2		
政府消費	前年比 %	2.9	1.7	2.1	1.6	4.2	2.5	7.2	0.9		
固定資本形成	前年比 %	11.4	14.3	13.5	7.3	9.8	13.4	18.1	9.6		
在庫投資	前年比 %Pt	▲1.2	0.1	▲2.7	▲0.4	0.7	0.7	-	-		
純輸出寄与度	前年比 %Pt	▲3.3	▲6.1	▲0.4	0.2	▲1.1	▲2.7	▲3.1	▲3.0		
輸出	前年比 %	8.6	▲1.1	5.8	3.5	▲0.2	▲4.3	4.7	1.0		
輸入	前年比 %	17.2	13.2	6.3	2.9	2.4	2.3	11.9	8.2		
経常収支	10億ドル	0.2	▲3.1	▲1.3	▲0.1	▲1.6	▲4.9	▲2.9	▲1.7		
貿易収支	10億ドル	3.9	0.3	2.3	2.6	1.7	▲1.8	0.9	0.8		
所得収支	10億ドル	▲3.7	▲3.1	▲3.5	▲3.1	▲3.2	▲2.7	▲3.7	▲2.7		
金融収支	10億ドル	▲1.1	▲3.8	▲0.7	▲1.0	▲2.3	▲5.6	▲1.4	▲1.8		
直接投資	10億ドル	0.9	▲1.0	▲0.8	▲1.8	▲0.2	▲2.0	▲5.2	▲2.2		
ポートフォリオ	10億ドル	▲1.0	▲6.9	▲2.1	3.8	▲3.2	▲2.2	5.0	0.1		
		12/Q2	12/Q3	12/Q4	13/Q1	13/01	13/02	13/03	13/04	直近12ヶ月の推移	
経済活動指数 (月次GDP)	前月比 %	6.3	3.0	7.9	2.1	▲0.1	▲1.1	0.2			
	前年比 %	5.7	5.8	5.7	4.1	6.0	3.4	3.0			
製造業生産	前年比 %	4.1	1.5	4.2	0.5	4.1	0.8	▲3.0			
鉱業生産	前年比 %	23.1	37.6	23.8	1.9	6.6	1.4	▲2.1			
雇用者数	前年比 %	2.0	1.4	2.0	1.6	2.0	1.3	1.5			
失業率	%	6.6	6.5	6.3	6.1	6.0	6.2	6.2			
CPI	前年比 %	3.1	2.6	2.2	1.5	1.6	1.3	1.5	1.0		
CPIX	前年比 %	2.6	2.2	1.7	1.2	1.4	1.0	1.3	1.2		
輸出	前年比 %	▲7.5	▲10.1	3.5	▲4.1	7.3	▲9.2	▲9.9	4.9		
輸入	前年比 %	3.6	0.8	11.1	6.0	19.1	4.3	▲4.6	12.5		
外貨準備高	10億ドル	40.3	40.1	41.6	39.8	40.0	39.3	39.8	41.2		
政策金利	%	5.00	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	509.7	470.5	478.6	472.5	471.4	473.3	472.5	471.5		
名目実効為替レート	2010 =100	102	107	106	108	107	107	108	108		
銅価格(中央銀行)	ドル/lb	337	366	361	348	365	366	348	327		
魚粉(中央銀行)	ドル /DMT	1307	1619	1727	1844	1864	1859	1844	1815		
石油(中央銀行)	ドル/バレル	110	111	108	101	111	119	101	111		
株価(IGPA)	1980/12 =100	21080	20551	21070	21698	22168	22220	21698	21085		
経済社会安定化基金	10億ドル	14.8	15.0	12.7	12.5	12.8	12.7	12.5			

(出所) CEIC Data (注) 金融指標は未値、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。