

中国経済を巡る不透明感に苛まれるチリ

開発投資の一巡を主因に、2013年のチリ経済は減速。成長鈍化に加え、中国経済の減速など、チリの主たる輸出品である銅を巡る先行き不透明感が高まり、通貨と株価がともに下落。景気減速とインフレ安定を受け、中央銀行は積極利下げへ転換。実際の銅地金消費量は堅調に推移しており、チリ経済にとって追い風。しかし、不透明感が払拭され、開発投資が再拡大へ至るまでには時間を要するため、2014年のチリは更なる成長率の低下が避けられない見込み。

鉱山開発の一巡で固定資本形成が急減し、チリ経済は減速

チリ経済は減速している。暦年成長率は2012年5.4%が2013年は4.1%へ鈍化した。四半期で見ても、2013年10～12月期の成長率は前年比2.7%まで低下、季節調整値の前期比年率では▲0.3%と僅かながらもマイナス成長に陥るなど、景気減速が鮮明である。

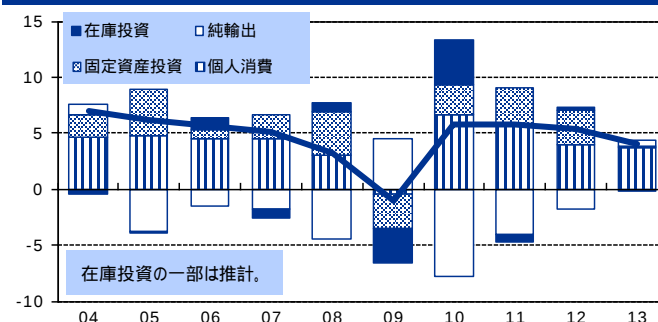
2013年に成長率が低下した主因は、銅鉱山の開発サイクル一巡による固定資本形成の減速である。固定資本形成は、金融危機直後の2009年に前年比▲12.1%と減少した後、景気対策と銅鉱山開発が重なり、2010年12.2%、2011年14.4%、2013年12.2%と3年連続で二桁増加を示した。2013年も上半期まで堅調だったが、開発投資の一巡により下半期は7～9月期▲1.5%、10～12月期▲12.3%と減少へ転じ、2013年通年では0.4%とほぼ横ばいに鈍化している。こうした固定資本形成の大幅な減速により2013年の成長率は3.0Pt(寄与度:2012年3.1%Pt→2013年0.1%Pt)も押し下げられた。また、固定資本形成の2012年迄の盛り上がりとその後の調整は、固定資本形成の対GDP比率から確認できる。2012年後半に28%まで高まった同比率は、2013年10～12月期に24%まで低下した。

製造業は減産も、個人消費は底堅さを維持

固定資本形成の減少は、関連セクターに影響を及ぼしている。チリは資本財の多くを輸入に依存するが、国内産業も無関係ではなく、開発工事の縮小に伴い、建設業や製造業、卸売業などに悪影響が及んでいる。製造業生産は2013年に前年比▲0.4%と小幅ながらも減少へ転じた。

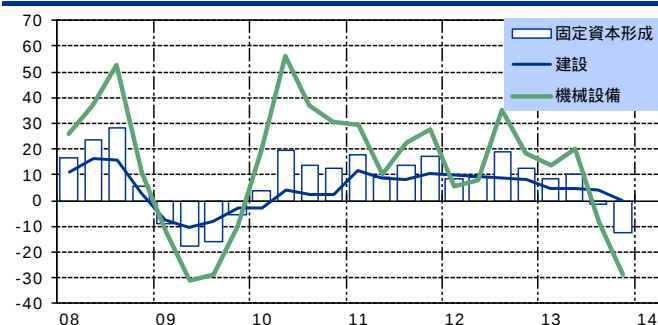
一方、賃金上昇率は鈍化しつつあるが、今のところ雇

チリの暦年成長率の寄与度分解(前年比、%)



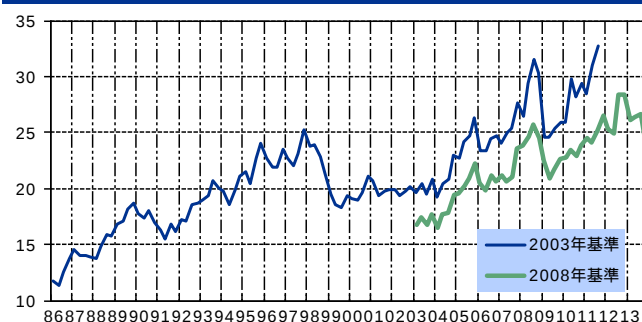
(出所)CEIC

固定資本形成の推移(実質、前年比、%)



(出所)CEIC

固定資本形成の対GDP比率(実質、%)



(出所)CEIC

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。見直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。

用情勢への影響は軽微にとどまる。そのため、個人消費は緩やかに減速しつつあるものの、引き続き底堅さを維持しており、2013年は前年比5.6%増加した（2012年6.0%）。

資本財輸入の減少に伴い、外需が成長に貢献

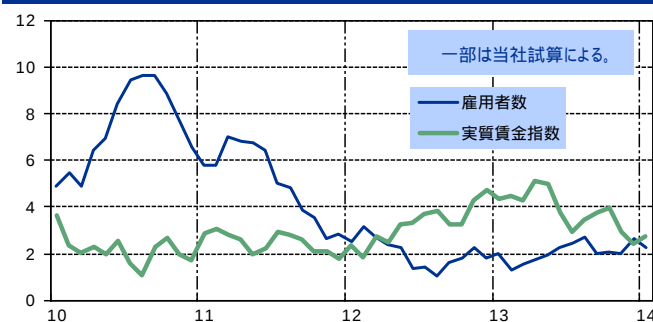
2013年は、固定資本形成の減速により内需が成長を抑制した一方で、外需は成長率を押し上げる方向に作用した。

数量ベースで見ると、主たる輸出品目である銅を中心に鉱業分野が前年比5.4%と増加した他、農林水産業も5.3%と堅調に推移し、輸出全体が3.5%増加した（2012年2.1%）。一方、輸入数量については消費財が底堅さを維持し、石油関連を中心に中間財も伸びたものの、上述した固定資本形成の減速にやや先行するかたちで資本財輸入が▲7.4%と大幅に減少し、輸入全体を押し下げた。2013年の輸入数量は前年比1.1%と、2012年7.0%（2011年16.2%）から急減速し、輸出の拡大と相俟って、GDP成長率の押し上げに寄与した。2013年に純輸出は成長率を0.6%Pt押し上げている（2012年寄与度▲1.7%Pt）。

対外収支は悪化が止まる

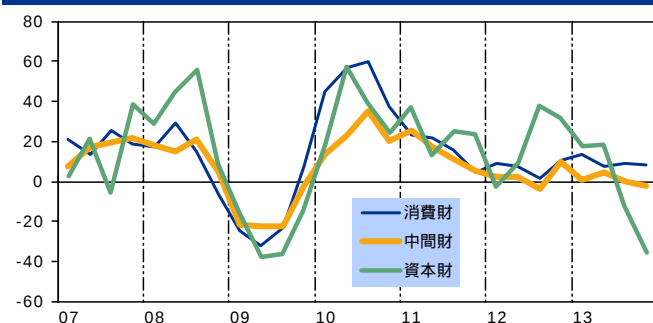
チリの対外収支は、鉱山開発のための資本財輸入の急増が響き、赤字が拡大する傾向にあった。貿易黒字は2010年に150億ドルを超えていたが、2011年に110億ドル、2012年には25億ドルまで急減した。2013年はさらに21億ドルへ減少したが、四半期ベースで見ると下げ止まり傾向が確認できる。こうした貿易収支の下げ止まりは、既に見たように鉱業の供給能力が拡大する一方で、資本財輸入がピークアウトしたためである。貿易収支の下げ止まりに伴い、今後は経常収支も改善へ向かうと考えられる。但し、銅価格の低下が響き、名目ベースの輸出拡大は鈍いため、顕著な貿

雇用者数と実質賃金（前年比、%）



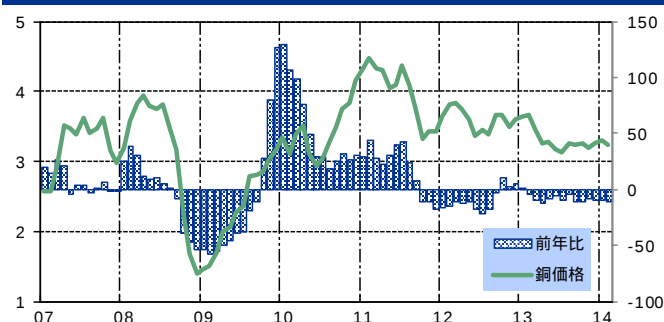
(出所)CEIC Data

輸入数量（前年比、%）



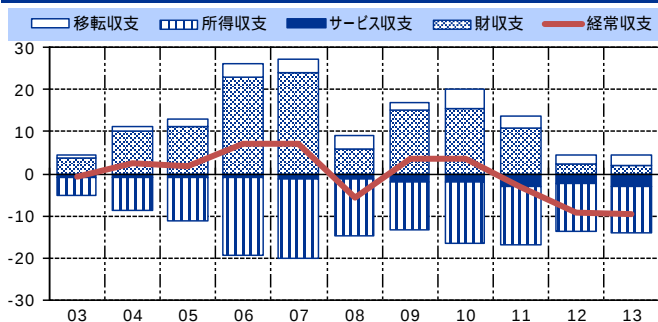
(出所)CEIC Data

銅地金（精錬銅）価格の推移（ドル/lb）



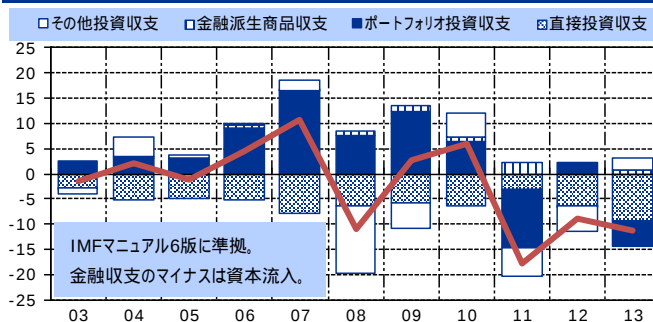
(出所)CEIC Data

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

易黒字の拡大や経常収支の改善にまでは至っていない。なお、これまで資本財輸入を主因とする経常赤字は、鉱山開発に伴う海外からの直接投資資金の流入によりファイナンスされてきたが、開発投資の一巡に伴い、資金流入も鈍化する可能性がある。

チリに対する金融市場の見方が悪化

資源国であるチリにとって、鉱山開発投資の一巡による 2013 年の固定資本形成減速は、以前から予想された景気サイクル上の動きであり、想定の内と言える。寧ろ、本質的な問題は、鉱山開発により拡大された供給能力が輸出増加に繋がり、ひいては景気浮揚へ結びついていくか否かと 次の開発投資サイクルが順調に始まるか否かの二つである。

既に見たように、チリの銅輸出は数量ベースで増加している。また、鉱山開発サイクルの一巡に伴い、海外からの資金流入に対する依存度は低下しており、一部の新興国が抱えるファイナンス問題に、チリ経済が晒される訳ではない。そもそもチリは先進国と同列のシングル A 以上の格付けを有する投資適格国であり、他の新興国とは同列に扱えない。

しかし、詳細は後述するが、新興国とりわけ世界の銅地金消費の 4 割を占める中国経済の先行きに対する不透明感が、銅関連が輸出額の半分を占めるチリ経済に対する金融市場の見方の悪化に繋がっている。 2013 年半ばまでペソ相場は安定的に推移していたが、後半に下落へ転じ、2014 年入り後は下落ペースが加速している。特に名目実効為替レートでは金融危機後の安値を更新した。また、株価も 2013 年後半からの調整が続いている。

チリ中央銀行は積極利下げへ

実体経済における景気減速に加え、金融市場における株価下落などもあり、チリ中央銀行は金融緩和へ動いた。2013 年 10 月に政策金利を 5.00% から 4.75% へ 0.25Pt 引き下げ、2011 年以来となる利下げへ踏み切ったのを皮切りに、2013 年 11 月、2014 年 2 月、3 月と追加利下げを行い、現在は政策金利を 4.0% まで引き下げている。

こうした積極的な利下げは、インフレ動向の安定が可能とした。チリ中央銀行は CPI に関して $3\% \pm 1\text{Pt}$ とのインフレ目標を設定している。CPI 前年比は 2013 年 5 月に 0.9% まで低下した後、ペソ安に伴う燃料費を含む輸入品の価格上昇や、その燃料費の高まりを反映した公共輸送サービス価格（非貿易財）の上昇により、最新 2014 年 2 月データでは 3.2% まで上昇した。しかし、上昇したとは言え、漸くインフレ目標

チリ為替相場



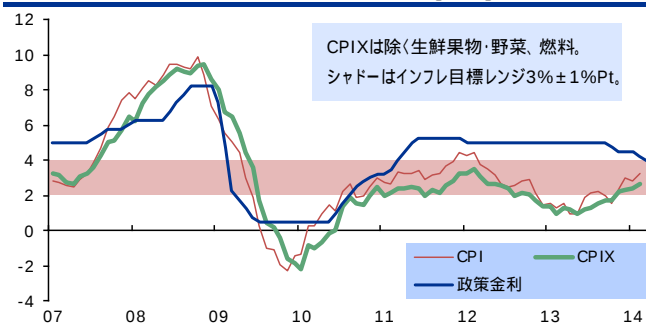
(出所)CEIC Data

チリ株価 (IGPA、1980 年末=100)



(出所)CEIC Data

インフレ率と政策金利 (%)



(出所)CEIC Data

の中央値に戻ったに過ぎない。賃金上昇ペースが鈍化している点やインフレ期待が安定推移を維持している点などを勘案すれば、インフレ圧力は高まっていないと判断でき、追加利下げも十分可能である。

新大統領の政策メニューに景気対策はない

一方、財政面からの景気サポートは、少なくとも現時点で政策メニューに含まれていない。昨年12月の選挙で勝利した中道左派のバチェレ氏が、3月11日に大統領に就任した。2010年の選挙において、民政移管後初めて中道右派へ政権が移ったが、1期4年で中道左派が政権へ復帰した。バチェレ大統領の下でも、これまでの自由貿易路線が大幅に変更される可能性は低い。しかし、バチェレ大統領が現在掲げている主たる政策メニューは、保育所新設や高等教育無償化などの教育改革とその原資を捻出するための法人税率引き上げであり、少なくとも当面の景気浮揚に資するものは見当たらない。財政面には余裕があるため、政府支出拡大は可能だが、そうした方向性は示されていない。

銅需要と開発投資は拡大が見込まれている

チリ経済の先行きを占う上で、最大の焦点は、やはり銅需要の動向である。電力や通信関連などインフラ用途を中心に幅広く利用される銅については、基本的に、新興国の人口増加や都市化に伴うインフラ需要の拡大に伴い需要増加が見込まれている。また、インフラ用途が需要の中心である点は、景気変動に左右されにくいという安定性にも繋がる。

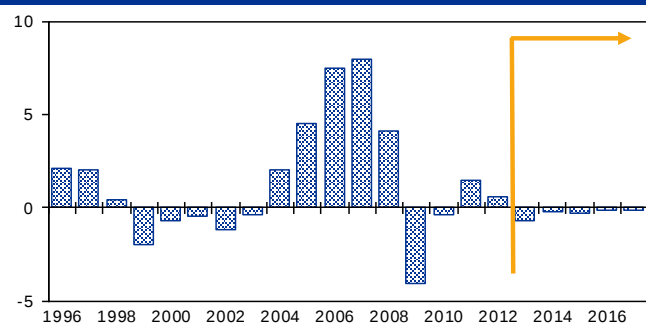
実際、ICSG（国際銅研究会）は、2013年10月時点の最新見通しにおいて、2014年の銅地金消費量を4.4%増加と見込んだ。地金需要見通しであるため、必ずしも最終製品の消費地とは一致しないが¹、アジア（CIS含まず）の5.6%を筆頭に中東欧（4.5%）や中南米（4.1%）など新興国地域を中心に増加が予想されている。これまでの鉱山開発投資などを反映し、供給量も拡大するため、価格には下押し圧力が及ぶものの、ICSG見通し通りの需要拡大となれば、世界の鉱山生産量の3割強、銅地金生産量の1割強を占め

貿易財と非貿易財のインフレ率推移（前年比、%）



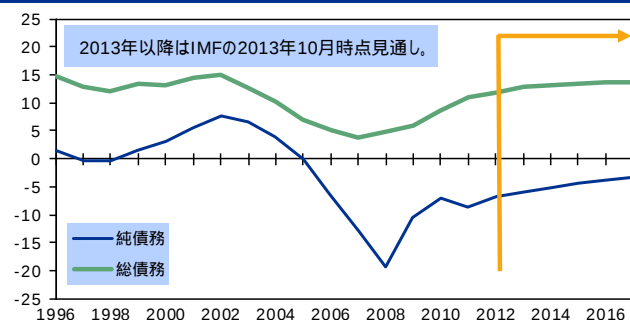
(出所)CEIC Data

チリの一般政府財政収支の名目GDP比（%）



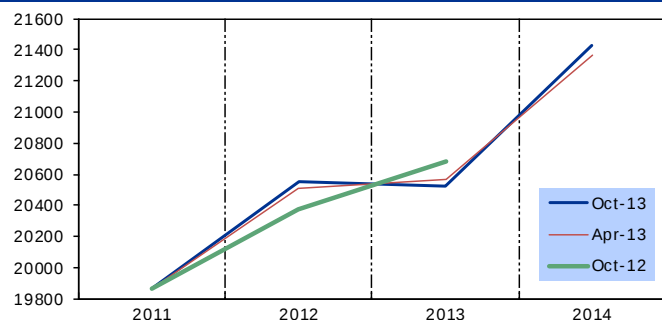
(出所)IMF

チリの一般政府債務の名目GDP比（%）



(出所)IMF

銅地金（精錬銅）消費量見通し



(出所)ICSG

¹ 工業製品用途は最終消費地が大きく異なりうる。しかし、輸送コストなどを勘案すれば、インフラ用途に関しては大きなズレはないと考えられる。

るチリにとっては、明らかな追い風と言える。需要拡大の見通しなども踏まえ、チリの政府機関である COCHILCO は 2013 年に低調だったチリ国内の鉱山開発投資が、2014 年には新たな投資サイクルへ入り、再び拡大へ向かうと想定している。

中国経済を巡る不透明感が高まっているが...

そうした銅市場を巡る見通しに対し、逆風になっているのが中国経済を巡る不透明感の強まりである。銅市場においては、銅地金生産の 3 割超、銅地金消費においては 5 割弱を中国が占め、プレゼンスが極めて大きい。銅を用いた工業品の最終需要地は必ずしも中国ではないが、インフラ用途は中国国内が中心と考えられ、その動向は銅市場に大きな影響を及ぼす。

中国政府は 2014 年について 7.5% の成長目標を堅持したが、2014 年 1～3 月期の成長率が 7.5% を下回る可能性が指摘されている。そうした中国経済を巡る不透明感の高まりが、銅市場の、ひいてはチリ経済の先行きに対し暗雲として立ち込めている。

銅地金消費量は堅調に推移

しかし、実際の銅地金消費量は拡大傾向が明確に強まっている。WBMS データでは銅地金消費量が 2013 年に 4.8% 増加したが、2014 年 1 月は更に 13.6% へ伸びが高まった。中国の消費量も 2013 年初めをボトムに伸びを高めている。また、銅に関しては在庫需要が実需を見極めにくくするが、少なくとも取引所在庫を見る限り、在庫水準は低下へ向かっている。

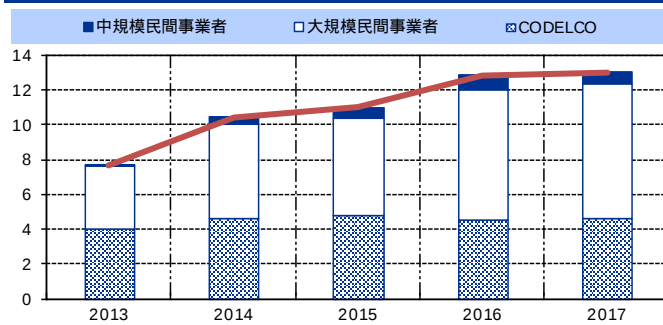
需要堅調でも、開発投資は後ずれ？

以上を踏まえると、消費量の拡大が継続すれば、銅市場の先行きに対する過度に悲観的な見方は徐々に後退する可能性がある。しかし、先行きの不透明感払拭には時間を要するため、チリにおける鉱山開発投資計画は後ずれする可能性が高い。

2014 年のチリ経済は 3% 前半の成長へ減速

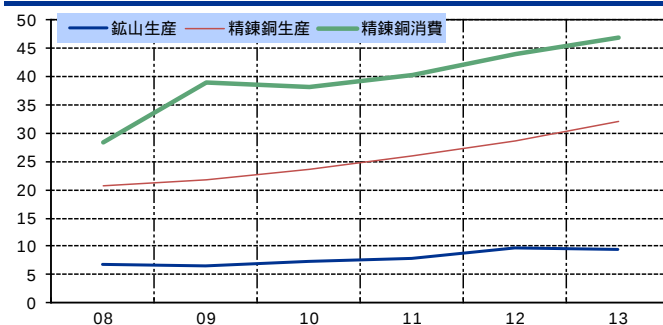
チリの銅輸出及び開発投資は、2014 年に方向として上向くと考えられる。しかし、鉱山開発投資が拡大する時期が後ずれするため、固定資本形成の回復が遅れ、経済成長に対して大きな寄与は期待できない。2013 年 12 月時点で、チリ中央銀行は開発投資の早期再拡大などを前提に 2014 年の成長率を 3.75～4.75% と見

チリの銅鉱山投資見通し（10億ドル）



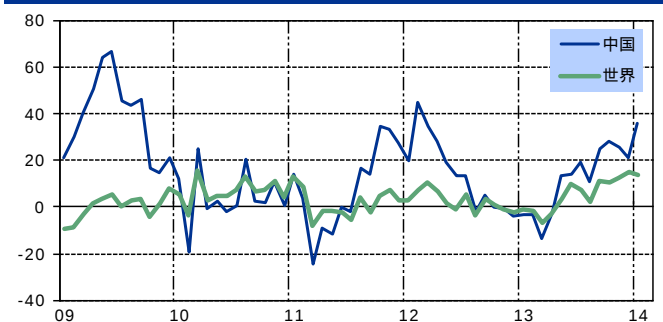
(出所)COCHILCO July 2013

銅生産/消費に占める中国のシェア（％）



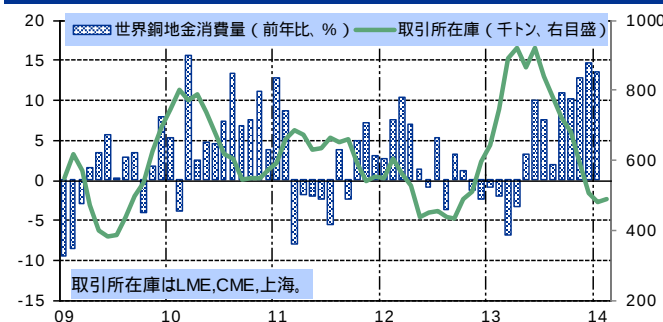
(出所)WBMS

銅地金（精錬銅）消費量の前年比（％）



(出所)WBMS

世界の銅地金（精錬銅）消費量と取引所在庫



(出所)WBMS

込んだ（2013 年実績は 4.1%）。しかし、開発投資の先送りにより、2014 年の成長率は、中央銀行見通しから大きく下振れする可能性が高い。

景気減速の継続などを受けて、チリ中央銀行は 2014 年に追加利下げに踏み切り、バチエレ大統領も一定の景気対策を講じる可能性が高いと考えられる。そうした金融財政政策の下で、個人消費は底堅さを維持し、また中国経済に対する不透明感が後退すれば鉱山開発投資も徐々に再拡大へ向かうだろう。そのため、過度の下振れリスクを意識する必要まではない。しかし、それでも 2014 年の成長率は中央銀行想定の下限さえ下回り、3%台前半から半ばにとどまると見込まれる。

12/Q1 12/Q2 12/Q3 12/Q4 13/Q1 13/Q2 13/Q3 13/Q4										直近8半期の推移	
名目GDP	前年比 %	5.6	7.4	7.3	6.7	6.3	5.1	7.0	5.1		
実質GDP	前年比 %	5.1	5.8	5.5	5.2	4.9	3.8	5.0	2.7		
	前期比年 率%	3.6	6.9	1.5	8.9	5.1	▲0.4	6.5	▲0.3		
個人消費	前年比 %	6.1	5.6	5.8	6.3	5.7	6.4	5.4	4.9		
政府消費	前年比 %	0.9	4.0	2.3	6.4	3.4	4.6	5.6	3.1		
固定資本形成	前年比 %	8.5	8.9	18.8	12.3	8.2	10.2	▲1.5	▲12.3		
在庫投資	前年比 %	▲0.4	0.7	0.7	0.1	2.5	▲0.5	▲2.6	0.5		
純輸出寄与度	前年比 %Pt	0.4	▲0.7	▲2.9	▲3.5	▲2.4	▲0.9	3.7	2.0		
輸出	前年比 %	3.1	0.5	▲3.9	4.6	1.1	6.4	11.3	▲0.9		
輸入	前年比 %	2.0	2.0	3.0	12.6	7.0	8.1	0.5	▲5.3		
経常収支	10億ドル	0.0	▲1.4	▲5.1	▲2.7	▲1.9	▲1.8	▲3.4	▲2.4		
貿易収支	10億ドル	2.7	1.6	▲2.2	0.3	0.6	1.3	▲0.5	0.8		
所得収支	10億ドル	▲2.9	▲2.9	▲2.6	▲3.0	▲2.7	▲2.7	▲2.8	▲2.9		
金融収支	10億ドル	▲1.2	▲2.8	▲3.9	▲1.5	▲1.9	▲2.5	▲4.1	▲2.5		
直接投資	10億ドル	▲1.4	0.1	▲0.3	▲4.6	▲1.9	0.0	▲4.6	▲2.9		
ポートフォリオ	10億ドル	3.5	▲3.6	▲2.4	4.6	▲0.6	▲6.8	0.6	1.8		
13/Q1 13/Q2 13/Q3 13/Q4 13/11 13/12 14/01 14/02										直近12ヶ月の推移	
経済活動指数 (月次GDP)	前月比 %	5.4	▲0.6	6.4	▲0.4	0.2	0.0	0.5			
	前年比 %	4.9	3.8	5.0	2.7	2.8	2.6	1.6			
製造業生産	前年比 %	0.6	▲1.0	0.5	▲1.5	▲1.3	0.1	▲1.4			
鉱業生産	前年比 %	5.8	2.8	8.3	5.4	6.7	3.4	▲2.7			
雇用者数	前年比 %	1.6	2.0	2.4	2.2	2.0	2.7	2.2			
失業率	%	6.1	6.3	5.7	5.7	5.7	5.7	6.1			
CPI	前年比 %	1.5	1.3	2.1	2.3	2.4	3.0	2.8	3.2		
CPIX	前年比 %	1.2	1.1	1.5	2.1	2.2	2.3	2.4	2.7		
輸出	前年比 %	▲6.2	2.3	7.1	▲8.2	▲6.3	▲13.8	▲17.6	16.6		
輸入	前年比 %	5.5	4.3	▲2.3	▲10.5	▲9.0	▲6.5	▲10.9	▲8.0		
外貨準備高	10億ドル	39.8	41.0	42.3	41.1	39.9	41.1	40.0	40.0		
政策金利	%	5.00	5.00	5.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.25		
ドルペソレート	ペソ /ドル	472.5	503.9	503.0	523.8	528.2	523.8	547.2	563.3		
名目実効為替レート	2010 =100	108.3	102.8	102.8	98.1	99.8	98.1	97.6	94.9		
銅地金価格	ドル/lb	3.48	3.18	3.25	3.27	3.21	3.27	3.31	3.24		
漂白パルプ	ドル/メ トリック トン	834	859	865	906	896	906	911	916		
株価 (IGPA)	1980/12 =100	21698	19861	18834	18227	18600	18227	17123	18343		
経済社会安定化基金	10億ドル	12.5	12.9	11.5	10.9	11.1	10.9	11.0			

(出所)CEIC Data (注)在庫投資寄与度は試算。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)。