



チリ: 変化の風

クリストファー・エネマルケ
新興国株式チーム
ポートフォリオ・マネジャー

2025年3月

「チリは、制度、政治的安定性、法の支配の質が高いことから、「ラテンアメリカのスイス」と言われてきました。」

チリの首都サンティアゴは、アンデス山脈に囲まれた谷間にあり、飛行機で到着する時の光景は美しく、同国が持つ豊富な天然資源を思い出させます。

チリは世界最大の銅生産国であり、同国の輸出の約50%が銅によるものです¹。AI、脱炭素化、電気自動車のような構造的な追い風を背景にこの金属に対する強く長期的な需要は、今後数年間、この国に恩恵をもたらすものとなるはずで

チリには銅に加え、世界最大のリチウム埋蔵量が確認されています²。2023年、ボリッチ大統領は、リチウム産業を国有化する計画を発表しました。全体としてこの動きは、同国のビジネスのしやすさにとってマイナスと考えられました。歴史的にチリは制度、政治的安定性、法の支配力の質が高いことから「ラテンアメリカのスイス」と言われてきました。そして、他のラテンアメリカ諸国と比較して、今日でもこれらの資質の多くが見られますが、近年この評判は揺らいでいます。

政治的な不安定さは、チリの株式市場のバリュエーションを2018年のピーク以降の6～7年間で大幅に低下させました（図表1）。このバリュエーションの低下は、政治的コンセンサスの欠如と不支持率が高い政府を背景とした、社会不安や憲法、税制、年金改革の試みの失敗などの社会政治的な出来事に起因しています。同国の経済モデルの修正に関する議論が続いているにもかかわらず、実質的な行動は実施されていません。そして、視察中に会った多くのショッピングモール開発業者の経営陣から聞かれたように、建設許可の取得や、許可取得までの時間が長いことが、現時点のチリにおける成長と投資の主要な障害の1つとなっています。実際、建設許可の取得は、建設そのものよりも長い時間がかかることが多いと述べました。

¹ Infographic: 銅の豊かさがチリの経済ストーリーをどのように形作ったか
² 国別リチウム埋蔵量2024年

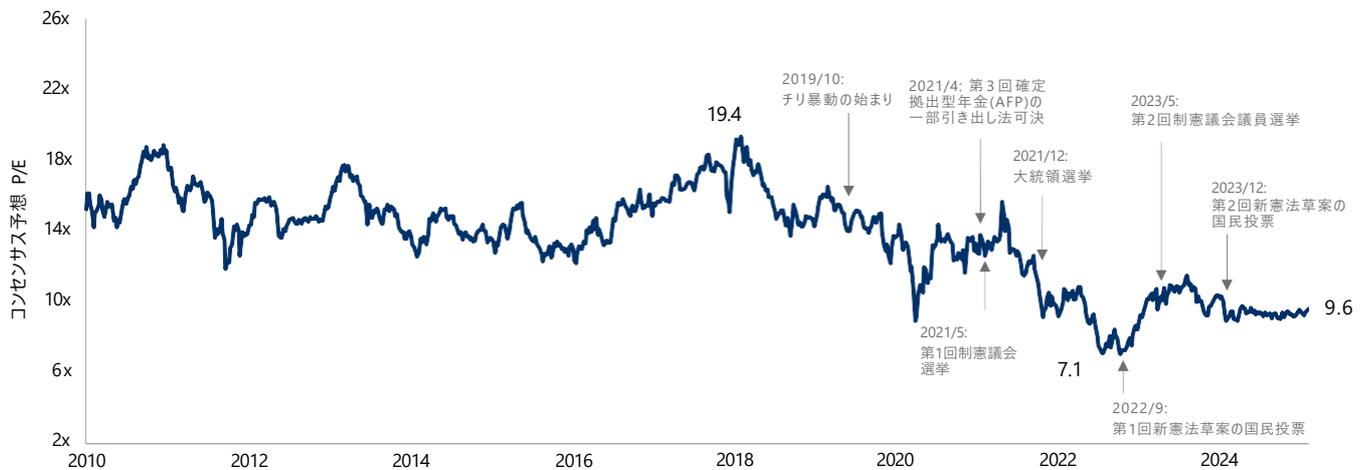
企業経営者やマクロ経済の専門家との会合から、2025年末の総選挙が同国にとって重要な転機となることが明らかになりました。直近2名の大統領任期で社会支出が増加したにもかかわらず、政府とボリッチ大統領の支持率は低いまです（図表2）。これらの支持率の低下は、債務の対GDP比が2020年の30%から2024年に42%へ増加したのと同時に起こっており、政治的変化の傾向を示唆している可能性があります³。直近では、地域の決選投票が政治情勢に影響を与えており、中道右派がさらなる議席を確保したことから、大統領の最有力候補であるエブリン・マテイの立場が強化されました。

滞在中に地元の人々から聞いた最も興味深いコメントも政治情勢が中心でした。チリ人は「山の向こう側」、つまり隣国のアルゼンチンで起きていることに注目し始めているようです。もしアルゼンチンのミレイ大統領がアルゼンチン経済の改善に成功すれば、チリや、おそらく他のラテンアメリカ地域にとっても「炭鉱のカナリア」となる可能性があります。



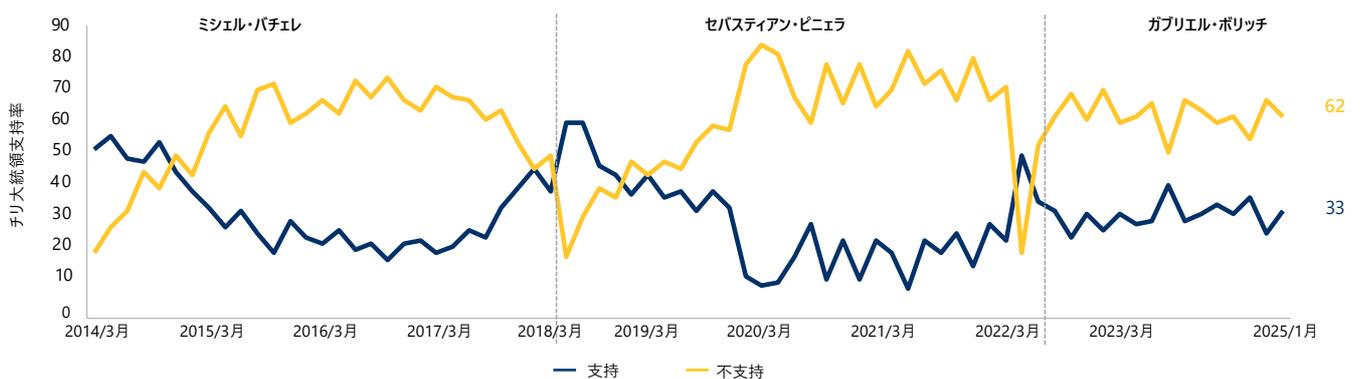
サンティアゴのショッピングモール訪問

図表1: チリ株式のバリュエーションの低下



出所: ブルームバーグおよびMorgan Stanley Research、2024年11月時点

図表2: 現職のボリッチ大統領の低い支持率



出所: CADEM、Invamer、IPSOS、Morgan Stanley Research、2024年11月時点

次の選挙では、政治的スペクトルにおける中道右派へのある程度の信条的な移行が見られる可能性が高いと、私たちは考えています。このことは、同国の資本コストの低下と海外からの投資の増加を促進する可能性があります。過去には、左派から右派政権への政治的シフトの時期が、株式市場の好調なパフォーマンスの時期と概ね一致していました。

訪問中、私たちは消費財から金融、素材企業に至るまで多くの大手上場企業の経営陣と会い、全体としてその質に感銘を受けました。チリへの投資の難しさの1つは、投資可能な企業数が限られていることです。ラテンアメリカの他のほとんどの国と同様に、銀行セクターは投資家が注目する分野です。ラテンアメリカの中では、チリの銀行は、高い収益性、堅固な経営陣やコーポレート・ガバナンスを備えた、最高水準の銀行として知られています。しかし、このような銀行は、この地域で最も割高でもあります。国内の構造的成長機会がそれほど魅力的でないにもかかわらずです。民間セクター向け国内与信残高（GDP比）は、メキシコの33%、ペルーの46%に比べて、チリは100%を超えています⁴。それでも、与信は銀行セクターに非常に集中しており、他国で見られるようなフィンテックからの混乱が少ないため、銀行は長年にわたって強力な収益性を維持することができています。

チリは、2024年に政策金利を3%以上引き下げたことで、新興国市場では強力な緩和サイクルの一つを経験しています⁵。これは、パンデミック関連の景気刺激策や年金支給が終了した後、それまで減少していた消費活動の回復を後押ししています。利下げはショッピングモールのような消費を対象としている企業にとってはプラスになるはずですが、また、利益成長率の予想を下支えする可能性もあります。チリ企業のコンセンサス利益予想によると、2025年の利益成長率は1桁台後半で、2026年は2桁台前半の成長が見込まれています。これは、非常に割安な株式バリュエーションという観点からは興味深いと言えます。私たちが会った企業は、政治動向に加えて、銅価格、金利、海外からの直接投資、そしておそらく最も重要なこととして、年金改革などの長期的な改革の進展に注目していました。



ラス・コンデス地区の企業オフィスからの眺め



チリのサンティアゴにある旧銀行ビル

「利下げは利益成長率の予想を下支えする可能性もあります。チリ企業のコンセンサス利益予想によると、2025年の利益成長率は1桁台後半で、2026年は2桁台前半の成長が見込まれています。」

サンティアゴを離れ、雪に覆われた印象的なアンデス山脈を再び見下ろすとき、チリにとって今後数年間は非常に意味のある時期となり、おそらく同国は過去に築いた確固たる評判に向かって再び動き出すように感じられました。

4 民間セクター向け国内与信残高（GDP比）世界銀行

5 ブルームバーグ

執筆者

クリストファー・エネマルケ、CFA

ポートフォリオ・マネジャー



RBCブルーベイ（RBCグローバル・アセット・マネジメントの北米外事業）のRBC新興国株式チームのポートフォリオ・マネージャーです。ラテンアメリカのリサーチを担当。RBCブルーベイ在籍中は、インド、中国、台湾も専門とする。2018年にこの役割を担当し、それ以前同チームでアソシエイト・ポートフォリオマネジャーとして2年間勤務。2013年に投資アナリストとして入社する以前は、コペンハーゲンにある北欧系金融サービスグループの投資運用部門でトレーニーおよびリサーチアソシエイトとして勤務。2010年に投資業界でのキャリアをスタート。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。RBC Global Asset Management (UK) Limited、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



RBC BlueBay
Asset Management

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬 (上限)	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬 (上限)	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、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、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

