



メキシコ経済事情：底堅い内需による堅調な成長が持続 ～米国経済減速の影響が懸念されるも、政府は内需底上げへの対応を進め、影響は限定的～

発表日：2008年3月28日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

（要旨）

- メキシコは過去に数度に亘る経済危機を経験したものの、1994年の通貨危機以降、NAFTA（北米自由貿易協定）による米国経済との統合を進め、さらに米国が長期に亘る好景気を達成してきたことで力強い成長を持続、中長期的な潜在性の高い国として国際的な注目を集めている。
- 足元のメキシコ経済は力強い内需が下支えする形で堅調な成長を持続。その一方で、米国経済の減速の影響により外需を中心に減速の兆しが見え始めており、短期的にはその内需への波及による実体経済への飛び火が懸念される。
- 経済危機後、政府は緊縮的な財政・金融政策によりインフレを抑制してきたものの、足元では力強い内需に加え、国際的な市況品価格の上昇によるインフレ圧力が高まっており、金融当局は政策金利の引き上げによる緊縮姿勢を強めている。
- 旺盛な内需による輸入増大により、貿易収支は大幅赤字を記録、経常収支も赤字傾向が続いている。しかし、ここ数年の国際的信任の高まりを背景に投資資金が流入、経常赤字はファイナンスされてきた。外貨準備の積み上がりを背景に通貨ペソは対米ドルで増価圧力を強めている。
- 米国経済の減速は、米国向け輸出の減少に加え、移民・出稼ぎ労働者からの送金の減少、直接投資の減少の懸念を生む一方、同国の労働コストの低さに注目した米国からの生産シフトの動き、国際的な資源価格の上昇による投資資金の流入の可能性もあり、短期的な影響は大きいものの、中期的には相殺される可能性は高い。
- 世界的な金融不安は、同国向けの証券投資の動向を不安定にしているものの、国内の投資家が育っていない環境下では、その内需に対する影響は限定的であり、海外投資家のリスク許容度に依存する動向が続くものと見込まれる。ただし、過去の経済危機時に比べると、外貨準備は大幅に積み上がっており、短期的なショックが起こるリスクは大きく低下していると言える。
- 先行きのメキシコ経済は、米国経済の減速の影響はあるものの、政府による内需振興策が矢継ぎ早に出されており、内需により下支えされる傾向は変わらない。成長のモメンタムは外需の減速による一服はあるものの、底堅い内需が持続する形で3%程度を維持するものと見込まれる。

- メキシコは 1970 年代、原油価格の上昇による原油関連部門の開発ブームが起き、米国からの開発投資資金が大量に流入し活況を呈した。しかし、投資流入の円滑化を図るべく国家保証を付与したことで多額の対外公的債務を抱えることとなり、米国で財政赤字と経常赤字の所謂「双子の赤字」による金利上昇局面を迎えると、1982 年にメキシコ政府は債務利払の停止を宣言し、債務危機に陥った。政府は、IMF と世界銀行を中心とする緊急支援を仰いで難局を凌いだ後、外資の流入を促すべく、GATT 加盟や国営企業の民営化等の構造改革を実施、経済は急回復を遂げた。しかし、1994 年の大統領選挙直前、武装蜂起や大統領候補暗殺が起こったことで同国のカントリーリスクが表面化。さらに、米国の金利引き上げが重なったことで短期資金が大量流出し、通貨危機に至ることとなる。
- 1994 年の通貨危機後、同国は NAFTA（北米自由貿易協定）発効による米国経済との統合を進めたことにより外資による直接投資及び対米貿易が拡大、そして米国経済の好景気による労働者送金の上昇に

支えられる形で、2000 年にかけて力強い経済成長を遂げるに至った。その後、2000 年の大統領選挙で 71 年ぶりに政権与党に復帰した国民行動党（PAN）政権は、経済成長が鈍化する中で慎重な財政及び金融政策により、マクロ経済環境の改善に取り組んできた。

- こうした取り組みが好感される形で、足元のメキシコ経済は堅調な成長を持続しており、ゴールドマン・サックス社が 2005 年に発表した、BRICs に次ぐ国の「ネクスト 11」の一角に挙げられている。また、英『エコノミスト』誌も、同国を中長期的な経済成長が見込まれる国の一つに挙げる等、同国経済の注目度は高い。また、日本にとっては、2005 年 4 月に日墨経済連携協定（EPA）が発効される等、産業界からの投資対象として興味が高い上、昨年 11 月に国際協力銀行（JBIC）が実施した『わが国製造業企業の海外事業展開に関する調査』では、中期的（3 年程度）な事業展開有望国の「第 11 位」、長期的（10 年程度）な事業展開有望国の「第 9 位」になる等、その注目度は年々高まっている。

《足元のメキシコ経済 ～堅調な内需が底堅い成長を下支え。しかし、先行きへの懸念材料も散見～》

- 先月公表された 10-12 月期の実質 GDP 成長率は、対前年同期比+3.8%と前期（同+3.7%）に引き続き堅調な成長を維持していることが示された（図 1）。その結果、2007 年通期の実質 GDP 成長率は、対前年比+3.3%と前年（同+4.8%）を下回ったものの、底堅い成長が続いていると言えよう。なお、寄与度別では、対前年同期比で個人消費（寄与度：同+3.4%）及び固定資本投資（寄与度：同+1.9%）を中心とした底堅い内需に牽引されたことが示された。さらに、底堅い内需に牽引される形で輸入の伸びが高まっていることから、貿易収支の赤字幅は拡大傾向を示しており（図 2）、純輸出が過去 3 年はマイナスに転化する等、内需主導の色を濃くしている。
- 一方の供給面では、サービス業での伸びが全体を牽引しているが、とりわけ外国資本の参入が激しい運輸・通信部門や金融部門の伸びが著しかったことが挙げられる（図 3）。その他では、製造業における木製品や製紙部門が、国内外の需要の高さが牽引する格好となった。鉱工業生産は、同国の産油量の約 6 割を占めるとされるカンタレル油田の減産、及び米国経済の減速に伴う自動車輸出の減少の影響から鉱業及び製造業ともに低下基調にある（図 4）。一方で、2006 年末に誕生したカルデロン政権の新エネルギー政策に基づくメキシコ湾沖での油田開発等により、足元の設備投資伸び率は底を打っており、増加基調に反転している（図 5）。先行きは設備投資の効果発現による生産改善が期待される。
- NAFTA の締結により同国経済は米国経済との統合を進めてきたため、2007 年の総輸出額に占める米国内向け輸出の割合は、一時期からは低下したものの 80%強と、その太宗を占めている。また、財別に見ると、足元の国際的な原油市況の影響から、総輸出額に占める石油関連財の割合はゆるやかながら増大傾向を強めている。その一方で、同国の主要輸出品である自動車等の工業品については、輸出の伸びが足元で減速傾向を強めており、米国経済の減速の影響は及びつつある。
- また、同国は世界有数の原油産出国であるのみならず、銀や亜鉛といった鉱物資源の産出国でもある（図 8）。足元での世界的な市況品価格の上昇は、外国資本による同国への投資流入の契機となってきた。しかし、最大の油田であるカンタレル油田での減産や、主要輸出国である米国経済の減速による輸出の先細り等の懸念もあり、先行きの同国経済には不透明感が高まっていると言える。

図1 メキシコ 実質 GDP の推移(前年比)

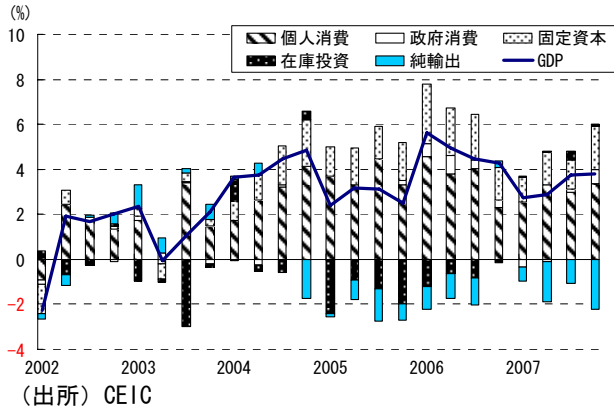


図3 メキシコ 実質 GDP の推移(前年比)

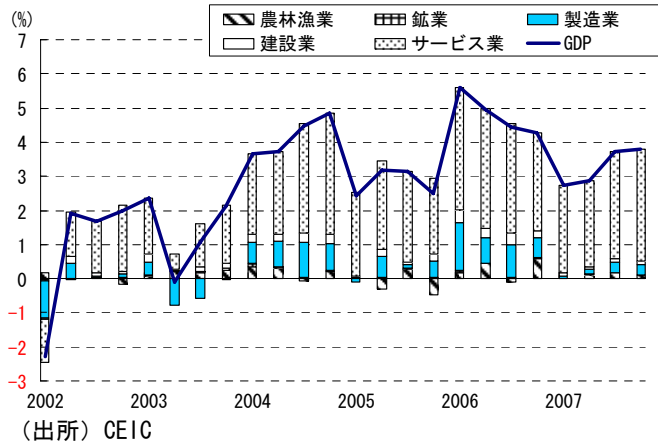


図5 メキシコ 設備投資の推移(前年比)

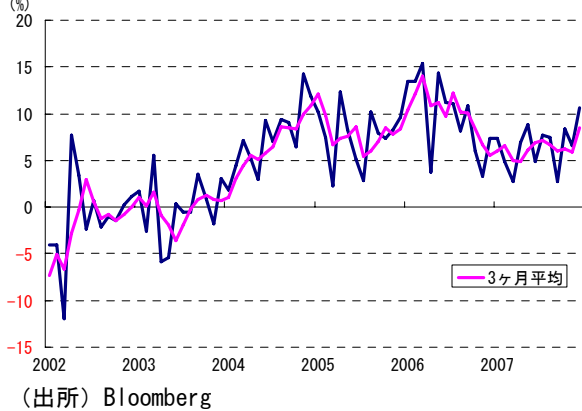


図7 メキシコ 輸出財構成比の推移

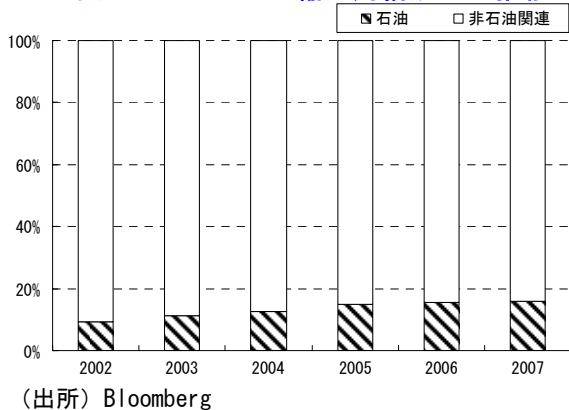


図2 メキシコ 輸出入の推移(前年比)

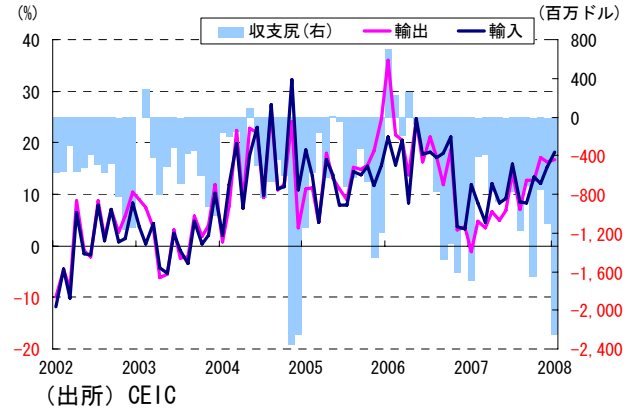


図4 メキシコ 鉱工業生産の推移(前年比)

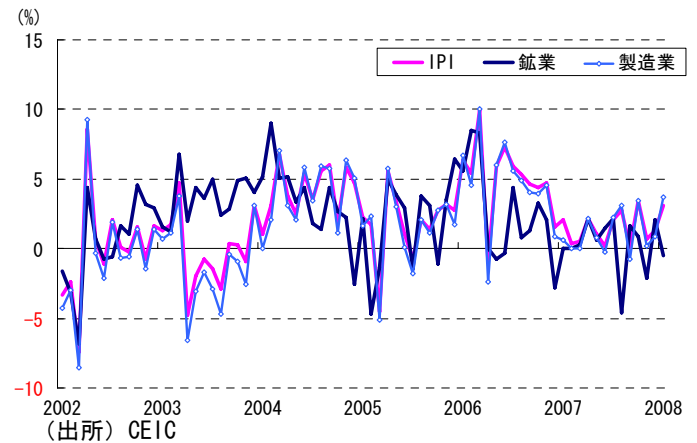


図6 メキシコ 仕向地別輸出の推移

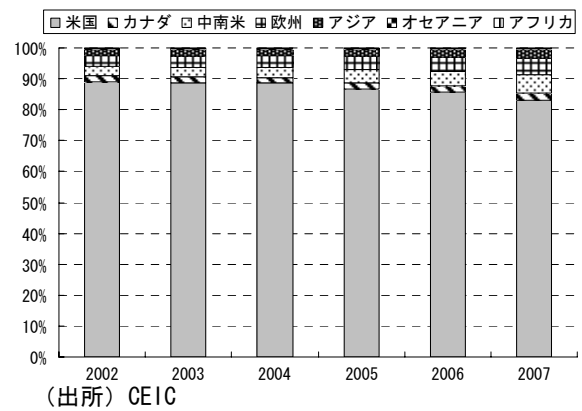
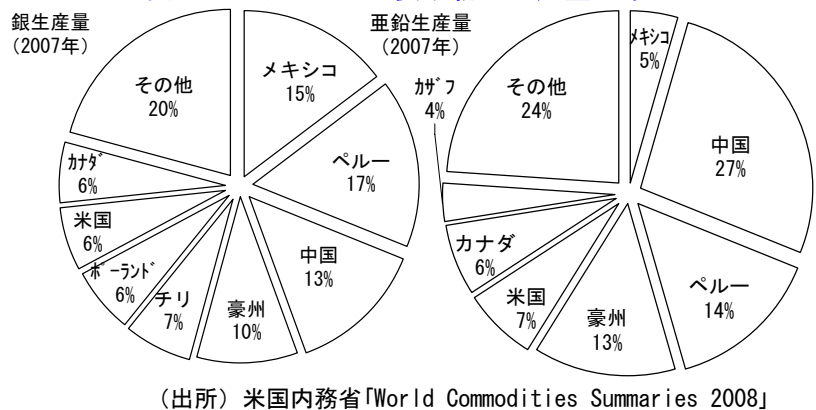


図8 メキシコ 主要鉱物の生産量比率



- メキシコ経済は、1982 年の債務危機及び 1994 年の通貨危機を経た中で、数度に亘るハイパーインフレーションを経験した（図 9）。1994 年の通貨危機後の IMF による緊急支援では、コンディショナリティとしてインフレターゲット導入が規定され、慎重な金融政策の実施が求められている。金融当局はインフレ率の目標を前年比+3%（3%を中心として±1%を目標範囲に設定）としているが、足元では国際的な原油及び食料品等の価格上昇の影響からインフレ圧力が強まっており、以前と比較すれば大幅に低下しているものの、目標への到達は厳しい状態が続いている（図 10）。なお、金融当局は四半期毎にインフレに関する報告書を公表しており、当初は 2008 年末にインフレ率を前年比+3%に収束させる見通しを立てていたものの、直近のレポートでは、足元における国際的な市況品価格の上昇、及び財政改革による税率の引き上げ等の影響を鑑み、目標期日を 2009 年末に変更している。
- なお、金融当局は政策金利として無担保コール翌日物金利の誘導目標を設定しているが、以前は Corto（市中銀行の翌日物ローン需要と金融当局による供給の差額）を政策目標として、間接的な金利調整を行っていた。その後、2005 年 2 月に Corto に加えて、貨幣供給量及び政策金利を政策目標にするように改められたことで、インフレ率の低下に歩調を併せる形で金融緩和方向に向かった（図 11）。しかし、2006 年下期より国際的な市況品価格の上昇によるコストプッシュ型インフレに対する懸念が強まると、一転して金利引き上げによる緊縮策に舵を切り、直近では 2007 年 10 月の金融政策委員会で 25bp の金利引き上げが決定され、7.5%となっている。先行きの金融政策を占う中では、金融当局による声明において米国経済の減速によるリスクに対する警戒感が示されている一方、メキシコ政府は足元の国際的な市況品価格の上昇によるコストプッシュ型インフレへの懸念に対して財政出動等を通じて対応する方針を示しており、政策金利は当面のところは据え置かれるものと見られる。

図 9 メキシコ 消費者物価の推移(前年比)

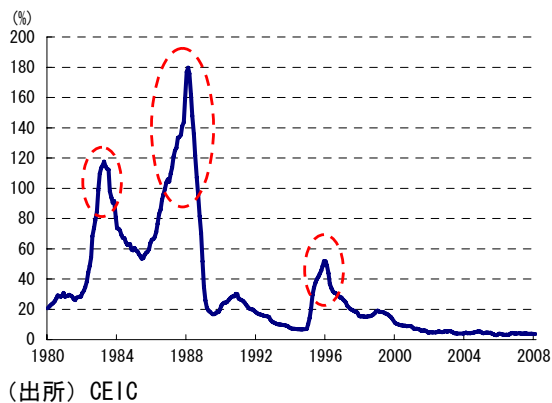


図 10 メキシコ 消費者物価の推移(前年比)

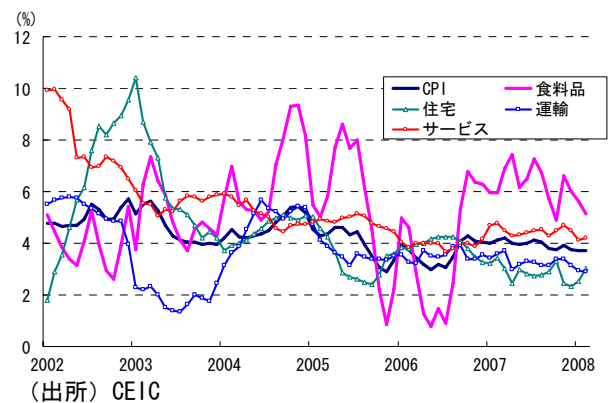
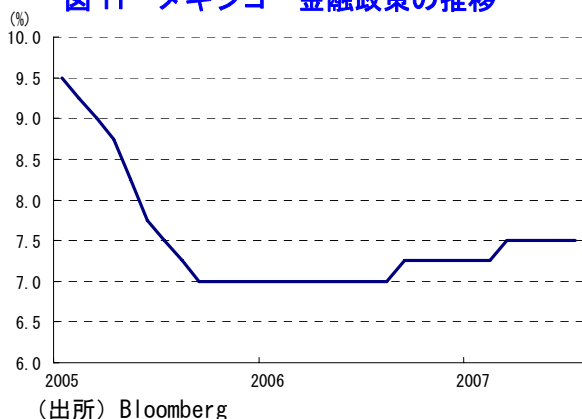


図 11 メキシコ 金融政策の推移



- 国際収支は、ここ数年は国内の好景気を背景として輸入が高い伸びを示しており、貿易収支は定常的に赤字傾向が続いている。また、2006 年末に誕生したカルデロン政権は、2007 年から 2012 年までの 6 年を対象とする「国家インフラ計画（PNI 2007-2012）」を発表しており、先行きも資本財を中心とした輸入は高い伸びを続けるものと見込まれている。その結果、経常収支は基本的には赤字基調で推移しており（図 12）、経常収支の赤字を海外からの直接投資や証券投資等でファイナンスする状況が続いてきた（図 13）。こうしたことから、同国の外貨準備は順調に積み上がり、2008 年 2 月末時点で 814 億ドルと過去 6 年で倍増するに至っている（図 14）。
- 1994 年の通貨危機以前は、同国を含む中南米諸国の多くは財政赤字を対外債務によりファイナンスする傾向が強かったものの、IMF による支援プログラムの下で財政規律の強化が求められたことに加え、ここ数年の金融環境の改善により、現地通貨建による債券発行等による資金調達が容易になったことで対外債務に対する依存度は大幅に低下している（図 15）。さらに、対外債務を含む公的債務の整理を進め、IMF からの債務は 2000 年に既に完済している上、公的債務は直近の IMF 試算によると 2007 年末に対 GDP 比 42.5%に低下するとしており、うち対外債務については同 9.9%まで低下する。
- 外国からの投資資金の流入による外貨準備が積み上がっていることで、同国通貨ペソに対する国際的な信任は高まっている。同国では、1994 年に変動相場制に移行しており、政府も基本的には為替介入を行わない姿勢を示している。メキシコ・ペソの対米ドル為替相場は、メキシコ経済が低調であった 2000 年代初めは減価傾向が続いたものの（図 16）、復調傾向を示し始めた 2004 年以降は増価圧力を強めている（図 17）。一方、メキシコ中銀法では、中央銀行が国営石油公社（PEMEX）が得た外貨収入全額を買い取る旨が規定されている。ここ数年は、国際的な原油価格の上昇の影響から、石油収入が大きく拡大した影響で、実質的なペソ売り介入を実施したことと同じ状況となっており、増価圧力が必ずしも為替相場に影響しなかった側面がある。
- 金融当局による実質的なペソ売り介入が実施されたことは、国内にペソ資金の過剰流動性が発生し、内需を押し上げたと考えられる。その結果、同国内は資金需要が旺盛であり、マネーサプライは足元でも高い伸び率で推移している（図 18）。

図 12 メキシコ 経常収支の推移

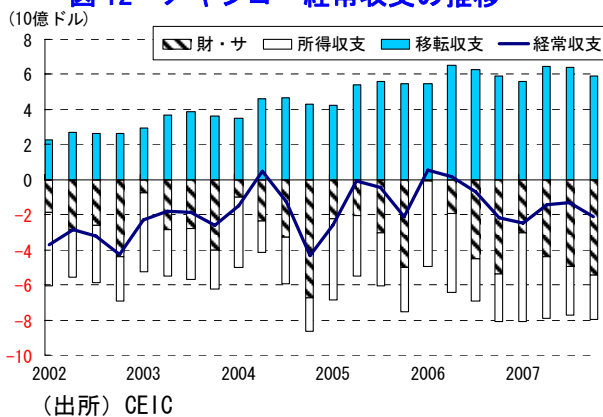


図 13 メキシコ 国際収支の推移

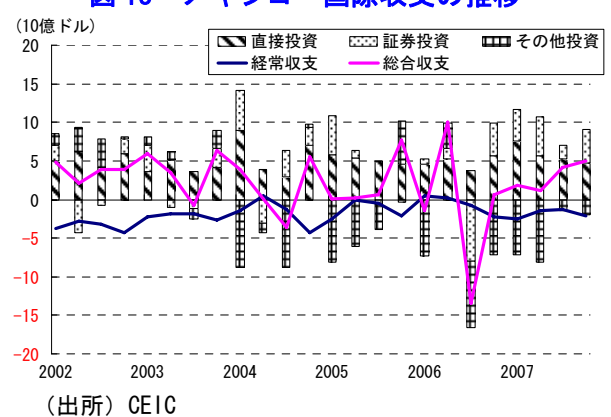


図 14 メキシコ 外貨準備の推移

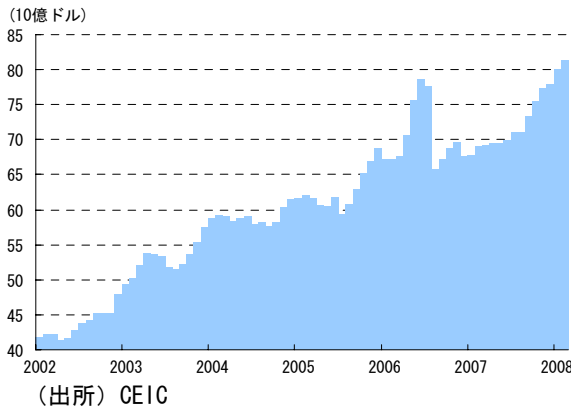


図 15 メキシコ 財政収支の推移

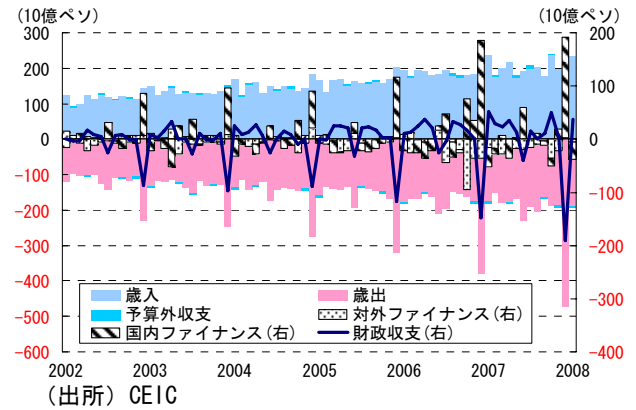


図 16 メキシコ 為替相場の推移(月足)

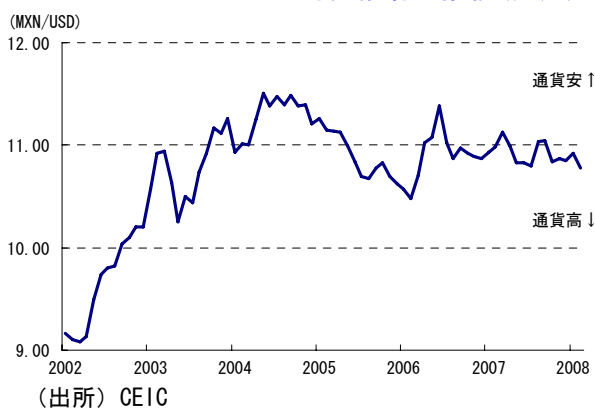


図 17 メキシコ 為替相場の推移(日足)

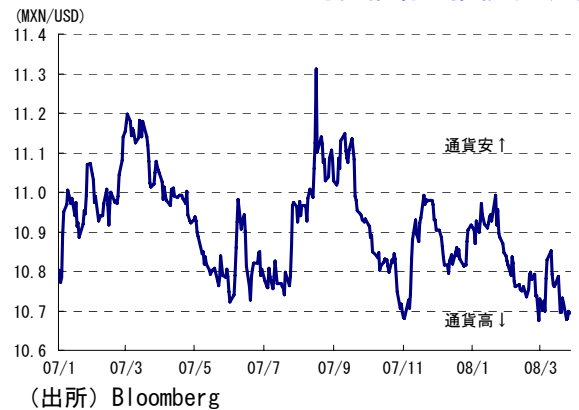
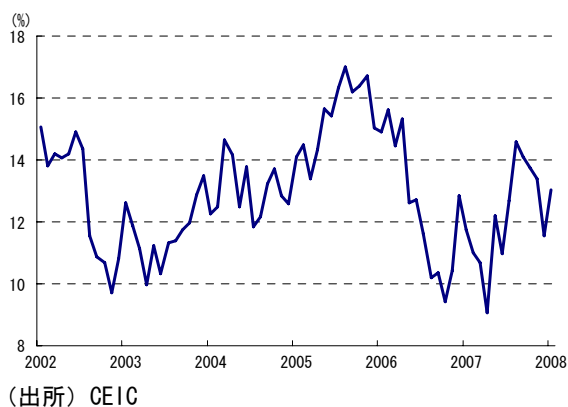


図 18 メキシコ M4a の推移(前年比)



《米国経済の減速がメキシコ経済に与える影響 ～NAFTAによる市場統合で、直接・間接的影響は大きい～》

- メキシコ経済は NAFTA 発効以降、米国との市場統合を急速に進めており、1994 年の通貨危機以降は、米国経済の好景気に支えられる形で、米国をはじめとする海外からの投資資金の流入により、堅調な経済成長を達成してきた。しかし、同国は米国の輸出拠点としての地位を確立した一方、足元の米国経済の減速は、総輸出量の 8 割強を米国向けとする同国にとって輸出の減少に繋がる可能性が高い。同国は輸入超過状態が続いており、実質 GDP に占める純輸出はマイナスであるものの、実質 GDP に占める輸出の比率は 42% (2007 年) と、他の中南米諸国と比べても高い (ブラジルは 13% (2007 年))。このことは、米国による外需の低下が同国の成長に影響する度合いが高いことを示しており、景気の下押しは避けられそうにない。ちなみに、輸出では既に昨年下半年以降、自動車をはじめとする工業製

品、繊維製品等で大幅な減速が見られ始めている。

- また、同国の内需を底上げして来た米国からの移民及び出稼ぎ労働者送金についても、米国経済の減速による米国の雇用環境の悪化の影響は避けられそうにない。特に、メキシコは 1 億人強の人口のうち、海外の移民及び出稼ぎ労働者は 2005 年時点で 1,150 万人を超えており、その太宗は米国に居るとされる。メキシコから米国への移民は、男性の場合、その多くが建設関連業に従事していると考えられるが、米国の住宅市場の停滞をはじめとした建設関連業の雇用環境の悪化は、彼らからの送金額の伸びの鈍化に影響しており、足元では前年比マイナスに陥っている（図 19）。ただし、労働者送金額は対 GDP 比 3%程度と必ずしも高くなく、経済全体にとっての影響は限定的と言える。
- さらに、同国経済を下支えしてきた海外からの投資資金の流入については、直接投資はその太宗が米国からのものとなっており（図 20）、その流入が減速する可能性がある一方、米国製造業では労働コストが低い同国に工場等の生産ラインを移す動きがあり、これまでの中心であった自動車関連産業から進出部門の裾野が広がる可能性がある。さらに、同国が原油をはじめとする資源保有国であることを鑑みれば、カンタレル油田の減産の影響はあるものの、現政権によるメキシコ湾岸での新たな資源開発計画に基づき、米国以外による投資が流入する可能性はあり、その場合影響は限定的となろう。

図 19 メキシコ 労働者送金の推移(前年比)

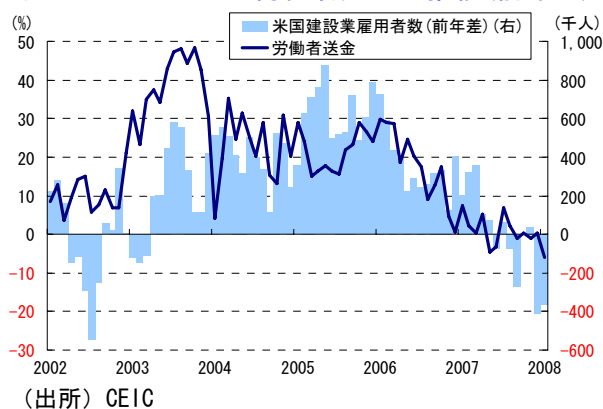
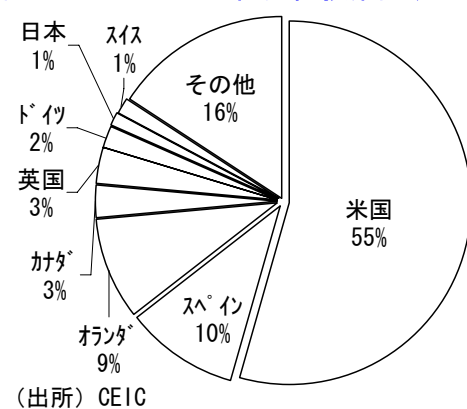


図 20 メキシコ 国別直投累計(1994～2006)



《世界的な金融不安による影響 ～証券投資に足踏みあるも、国内投資家は育っておらず影響は限定的～》

- メキシコの証券投資は、ここ数年の経済成長によるマクロ経済のファンダメンタルズの改善を契機として、格付機関が同国の外貨建信用格付を格上げしたことが大きく影響している。現在、同国の格付は既に投資適格とされている上、BRICs 諸国と比べても遜色ないレベルで推移している（図 21）。
- こうした国際的な信任の高まりを背景に、同国には活発な証券投資資金が流入し、主要株式指標であるボルサ指数（IPC 指数）はここ数年で大幅に伸張した（図 22）。メキシコの株式市場では、ここ数年外国人投資家による持ち株比率が高まっているとされ、その割合は 4 割程度とされる。一方で、国内での株取引は活発でなく、株式市場の値上がりによる資産効果は限定的とされており、幅広い個人消費の下支え要因とはなっていないものと見られる。したがって、今年 1 月末に発生した世界同時株安以降は軟調な値動きが続いているものの、こうした動きが同国の内需に影響を及ぼす可能性は極めて低いと言える。
- ただし、外国人投資家による証券投資の逃避は国際収支の悪化を伴う上、同国は経常収支が定常的に赤字である。過去に為替相場の急激な悪化による経済危機に至ったことを鑑みれば、国内へのマネーの流れを確保する必要がある。とはいえ、過去の経済危機の時と比べると、外貨準備は大幅に積み上

がっていることから、短期的なショックにより通貨危機が起こるリスクは大きく低下したと言える。足元の国内インフレ圧力が高まる中、金融当局は金融引き締め姿勢を堅持しており、米国が緩和策を採る中では、引き続き内外金利差に着目した資金の流入が期待される。したがって注意すべき事態は、米国経済が回復基調に至り、金融引き締め策に舵を切るに至った場合、同国当局が同様に引き締め方向に動けるか否かであり、それまでに経済の潜在性を高めることが不可欠となろう。

- これらのことから、先行きの株式市場は、外国人投資家のリスク許容度に大きく依存する状況が続き、かつ、米国経済の減速の影響により、同国企業は多くが輸出減少による減益が避けられないことから、軟調な動きで推移するものと考えられる。一方、現在の株式市場の PER は 13 倍程度であり、減益予想に基づく予想 EPS 伸び率を勘案しても、20 倍に届く可能性は低く、他の新興国市場と比較した中での外国人投資家による買戻しが起こる可能性は十分に考えられる。

図 21 メキシコ 主要格付機関の格付推移

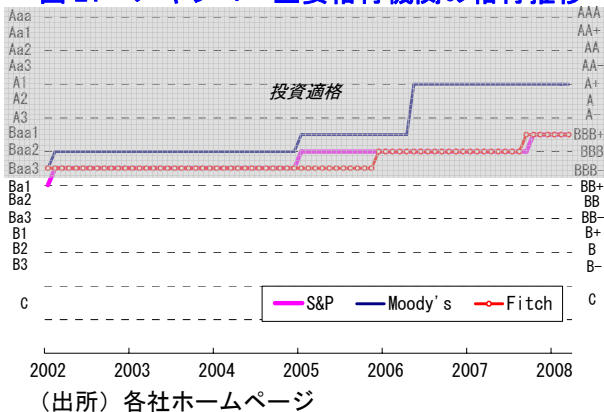


図 22 メキシコ 株式市場の推移(月足)



図 23 メキシコ 株式市場の推移(日足)



《メキシコ経済の先行きの展望 ～米国経済の減速が影響するも、政府の内需拡大策で一定の成長を維持～》

- 足元のメキシコ経済は、国際的な信任の高まりを背景とした海外からの投資資金の流入に加え、底堅い内需により堅調な経済成長を持続させている。しかし、米国経済の減速の影響は、輸出の減少、移民及び出稼ぎ労働者からの送金減少といった形で内需を毀損する見込みが高い。米国経済の停滞が長期化する場合、10-12 月期には依然として内需による下支えが続いたものの、輸出産業を中心とした内需の減退に繋がる可能性が高い。その上、直接投資の太宗を占める米国からの直接投資も減少することになり、資本収支の悪化が国際収支の悪化をもたらす可能性は十分にある。一方で、世界的な金融不安の影響から、投資資金が原油をはじめとする市況品市場に流れ込む状況が続く場合、同国は主要原油産出国であることを鑑みれば、投資資金の流入が引き続き見込まれる上、PEMEX の収益が国内の過剰

流動性を生む構造を持続させ、内需の底上げ効果が持続することとなろう。

- 国内のマネー市場における過剰流動性の発生に加え、このところの国際的な市況品価格の上昇の影響から、インフレ懸念が高まっている。同国は中所得国となっているものの、世界銀行によると貧困層の割合は人口の 18%と依然として高い水準にある。しかも、足元のインフレはメイズや小麦といった食料品等の必需品を中心に高まっており、昨年初めには同国の伝統料理であるトルティーヤの価格が高騰し、貧困層に手の届かなくなる「トルティーヤ危機」により、国内の不安定さが高まった。以前に同国を襲った経済危機が、国内の不安定さによるカントリーリスクの高まりを起点としていたことを考えれば、こうした点に留意する必要がある。
- 2006 年 12 月末に誕生した現カルデロン政権は、前フォックス政権に続き、中道右派の少数与党である国民行動党（PAN）を基盤としている。同政権は、貧困削減と 2030 年までに一人当たり GDP を 29,000 ドルに高めることを目標に掲げ、経済の潜在性を高めるべくインフラ支出の拡大と様々な構造改革に着手している。とりわけ、公務員年金の改革と税収拡大に向けた税制改革、及び金融制度改革の実現は、同大統領の議会運営能力の高さを示しており、IMF を含む国際社会も評価している。インフラ支出では、昨年 7 月に公表された「PNI 2007-2012」に基づき、今年 2 月に国家インフラ基金の設立が発表され、向こう 6 年間で 2,700 億ペソ（約 250 億ドル）の投資が予定されている。運輸、通信、エネルギー等の多岐に亘る分野を対象としており、順調な進捗が見られる場合、米国に隣接する地の利を生かし、直接投資の流入によるさらなる競争力の強化を図ることが期待される。
- さらに今月初めには、米国経済の減速による影響の緩和と内需を中心とした経済活性化を目的とした経済支援プログラムを公表し、個人の税負担の軽減や輸入規制の緩和、電力料金の引き下げ等 10 項目を柱に、2008 年中に総額 340 億ペソ（約 31 億ドル）規模の財政支援を行うとしている。米国経済の減速により、輸出を中心とした影響が考えられる一方、財政出動を伴う形での内需支援策が矢継ぎ早に出されたことで、同国の内需は引き続き下支えされるものと見込まれる。ただし、同国財政にとって石油収入の先細り懸念がある中、今後は非石油部門での財政強化を図ることが急務となっている。今年実施される財政拡大による内需支援策が来年以降も継続される事態となれば、過去の財政収支の悪化に伴う債務危機の歴史から考えれば、留意すべき点は多い。
- これらを総合的に勘案すれば、メキシコ経済の先行きは、米国経済の減速により輸出産業を中心とするマイナスの影響は避けられない。その一方、政府は大幅な財政出動を伴う内需支援策を用意しており、外需減速の影響を内需の底上げにより吸収する体制は整いつつある。さらに、今後も国際的な市況品価格が高止まり傾向を続ければ、原油減産という障害はあるものの、同国が世界有数の資源産出国であることを鑑みれば、直接投資の流入が続くことも期待される。先行きのメキシコ経済は、成長率のレベルは若干低下するものの、引き続き底堅い内需に牽引される形で 3%程度の成長を持続するものと見込まれる。
- なお、金融当局による引き締め姿勢は、当面は同国通貨ペソの対米ドル為替相場の増価圧力を強め、対米輸出依存度の高い同国の輸出競争力を減退させる恐れがある。一方で、為替増価は貿易収支赤字が続く同国には輸入物価の押し下げに繋がり、足元の国内インフレ圧力を抑制させる効果が期待される。金融当局はインフレ圧力への懸念を強めており、当面のところは緊縮姿勢に伴う為替の増価傾向は強まることとなろう。

以 上