



メキシコ経済事情：景気減速懸念から政策を景気刺激にシフト

～内需・外需双方にマイナス材料が山積、先行きの景気の減速は避けられそうにない～

発表日：2008年9月22日（月）

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）

- 19日、メキシコ銀行は金融政策委員会を開催し、政策金利を8.25%で据え置く決定を行った。同国ではインフレの高止まりに対する懸念から、今年6月以降は3ヶ月連続で利上げにより引き締め姿勢が強化されたものの、インフレと金利高の共存による内需鈍化と米国景気の減速による外需鈍化で景気減速が明確になったことで、金融政策の軸足をインフレ抑制から景気刺激にシフトしたものと考えられる。
- 同国では、世界的な原油及び穀物価格の高止まりを契機とするインフレが続いており、8月のインフレ率は前年比+5.6%と4年ぶりの高水準にある。さらに、コア物価も同+5.4%と、金融当局が掲げるインフレターゲット（2～4%）を大きく上回る水準にある。とはいえ、当局は足元の原油価格の調整を背景に、先行きのインフレが収束するとの見通しを示しており、今回の据え置きを決定したと推測される。
- 先行きのメキシコ経済は、コストプッシュ型インフレ圧力に鈍化の兆しも、為替減価による輸入インフレ懸念や過剰流動性による需要インフレは残存の懸念あり。政府による財政出動を伴う景気刺激策によって景気には一定の下支え効果が期待される。しかし、原油価格の下落による歳入減少に加えて財政ポジションを悪化させる懸念があり、直ちに大きな影響はないものの、歳入構造の脆弱性は中期的課題として残るであろう。また、景気を下支えしてきた投資資金も、世界的な金融不安の影響から、先細り懸念は避けられないとみられ、今年の成長率は大きく押し下げられる状況は避けられないであろう。

《インフレ高進中も先行きのインフレ鈍化見通しと景気減速懸念から金利据え置きに態度を軟化》

- 19日、メキシコ銀行は金融政策委員会を開催し、政策金利である翌日物貸出金利を据え置き 8.25%とする決定を行った（図1）。同国では、世界的な原油及び穀物価格の高止まりの影響から、インフレ率が4年ぶりの高水準で推移しており、今年6月から3ヶ月連続で利上げによる金融引き締め策を講じてきた。しかしながら、経済統合を進めてきた米国の景気が悪化しており、自国経済の減速基調が強まっていること、さらに、先行きのインフレについて予想の範囲内に収まるとの認識を示したこともあり、今後の金融政策の方向性についても、年内は金利据え置きで推移する可能性が高まったと考えられる。
- 同国では、世界的な原油及び穀物価格の高止まりを起因としてインフレが高い伸びを示しており、直近8月の消費者物価は、対前年同月比+5.6%と前月（同+5.4%）から加速し、約4年ぶりの高水準で推移している（図2）。同国は1982年の債務危機、及び1994年の経済危機の後にハイパーインフレに苦しんだ経験から、金融当局はインフレターゲット制を採用している。現在のターゲットは3%（±1%）としているものの、足元のインフレ率はこの水準を上回っている上、公共料金や農産物価格、教育費などを除いたコア物価も8月は同+5.4%と同水準を上回っている（図3）。このことから、同国のインフレは、輸入財価格の上昇によるコストプッシュ型インフレ圧力のみならず、複合インフレとして全体的な物価の押し上げに至っていることが示されている。
- しかし、今回の金融政策委員会後の発表で、先行きのメキシコ経済の見通しについて、世界的な景気減速の影響を受けることで、同国の消費や雇用情勢は悪化するとの認識を示している。また、インフレ率については7-9月期のインフレ率が5.25～5.75%との予測を示しており、足元ではこの範囲内に収まっていること、また、7月にインフレ見通しを改訂した時点に比べると、原油や穀物価格は大きく調整局面に入っているこ

とで、先行きのインフレ圧力は大きく低下するとの見通しを持っていると考えられる。したがって、当面の金融政策は緊縮姿勢を堅持しつつも、さらなる引き締めが行われる可能性は低下したと言える。

図1 政策金利の推移

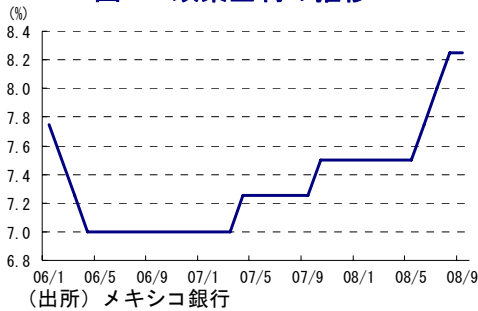


図2 消費者物価の推移(前年比)

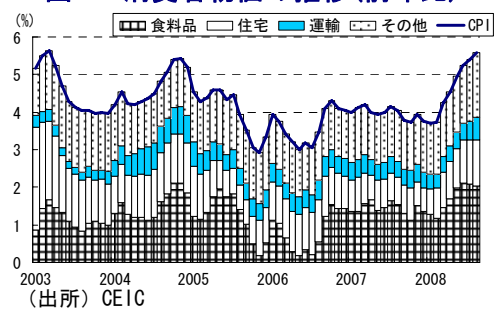
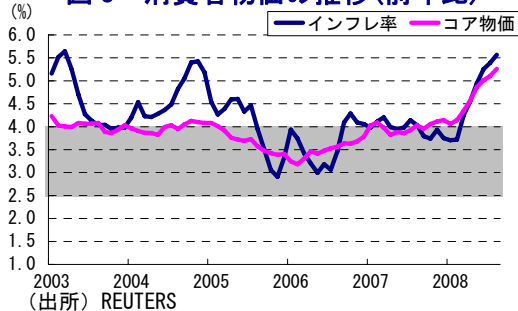


図3 消費者物価の推移(前年比)



《米国経済の減速と原油減産の影響から生産に鈍化圧力、内需も弱含む中で先行きの景気は減速懸念強まる》

- 同国の 4-6 月期の実質 GDP 成長率は、対前年同期比+2.8%と前期（同+2.6%）から若干加速したものの（図 4）、隣国米国の景気減速の影響、さらに、同国最大の油田であるカンタレル油田の産油量減産の影響を受ける形で伸びが大きく鈍化基調を強めている。特に、鉱工業生産は、前述の原油減産のほか、米国向けの自動車などの工業製品の輸出が鈍化していることで生産調整が実施されるなど、足元では前年比でマイナスに陥っている（図 5）。また、足元では金融当局による引き締めによる金利高の影響もあり、設備稼働率は高止まりしている一方、固定資本投資の伸びは鈍化していることで、生産が下押しされているものと考えられる（図 6）。
- GDP 統計については、4-6 月期の歳出サイドの統計は未公表ではあるものの、足元のインフレ及び金利高によって、内需には下押し圧力が掛かっているものと考えられる。小売売上の伸び率は足元で伸び悩んでいるほか（図 7）、固定資本投資の伸びにも鈍化基調が強まっていることから、内需は弱含み基調が強まっているとみられる。一方の外需についても、主な輸出先である米国の景気が足元で大幅に減速していることから、輸出全体も減速基調が強まっていると考えられ、景気は全体的に鈍化傾向が進んでおり、先行きもそうした方向性がさらに強まっていくものと考えられる。

図4 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

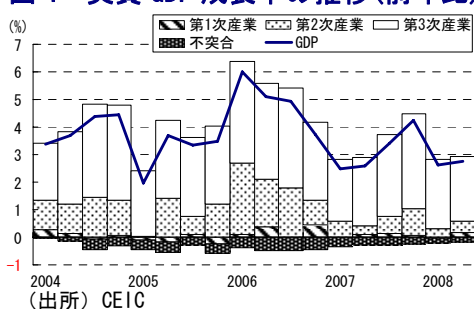


図5 鉱工業生産の推移(前年比)

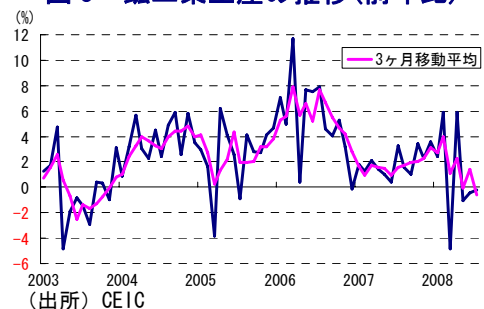


図6 資本投資と設備稼働率の推移

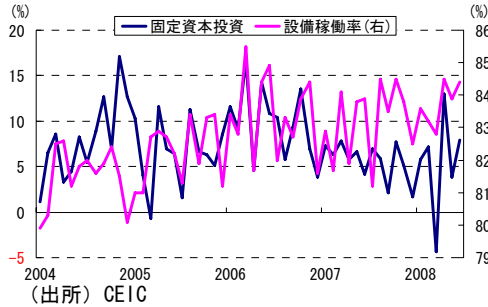
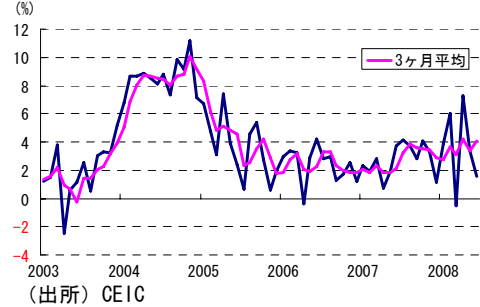


図7 小売売上の推移(前年比)



《原油減産と原油価格調整による輸出鈍化により、先行きの対外環境は難しい局面を迎える恐れも》

- 対外面では、同国は産油国であり、ここ数年は原油価格が高止まりしてきたにも拘らず、最大の油田であるカンタレル油田での減産の影響に加えて、好景気を背景として内需が底堅く推移してきたことで基本的には輸入超過状態にある（図 8）。また、カルデロン政権は景気対策として 2007 年から 2012 年までを対象期間とした「国家インフラ計画（PNI 2007-12）」を立ち上げたことで公共投資が増大しており、そのための資本財輸入が増大したことで、先行きも貿易収支は赤字基調が続いていくものとみられる。
- 同国では、主に米国に多くの移民がいることから、彼らからの労働者送金が大量に流入しているにも拘らず、貿易収支が赤字基調にあることに加えて、ここ数年は金利高によって生じた内外金利差に着目した投資資金に対する利子・配当支払による所得収支のマイナスによって経常収支は赤字基調で推移している（図 9）。ただし、同国は依然として人件費が安いこと、また、米国が金融緩和姿勢を強めていることで、米国との間の金利差が大きくなっていることで投資資金の流入が続いており、依然として 4-6 月期までは経常収支の赤字を資本収支でファイナンスする構造が続いている（図 10）。この結果、外貨準備高は 7 月には一度大きく減少したものの、8 月末時点では 807 億ドルまで回復している（図 11）。この規模は、今年上半期実績ベースで月平均輸入額の 3.1 ヶ月分と決して厚みのある規模ではないものの、短期的に問題が生じる恐れは極めて低いと言える。
- 同国は、北米貿易自由協定（NAFTA）を通じて、経済を米国経済との一体化を進めてきたため、輸出の太宗を米国向けに依存している（図 12）。ここ数年は原油価格が高騰した影響で、輸出金額に占める原油の割合が徐々に高まってきた一方、米国経済が減速していることから、自動車などの輸送機器を始めとする鉱業製品の生産の鈍化によって産油国としての恩恵を享受してきた。しかし、7 月半ばをピークに足元では原油価格は調整局面を迎えていることで、同国財政は歳入の 4 割程度を原油収入に依存している構造的な問題から、米国経済の減速の影響に加えて、財政による下支え余力を失う可能性も高まっており、景気減速に対して有効な下支え策を打つことが極めて難しくなっている。加えて、カンタレル油田での減産により原油収入そのものも鈍化の兆しが強まっており、先行きの同国経済には不透明感が強まっている。

図8 輸出入の推移(前年比)

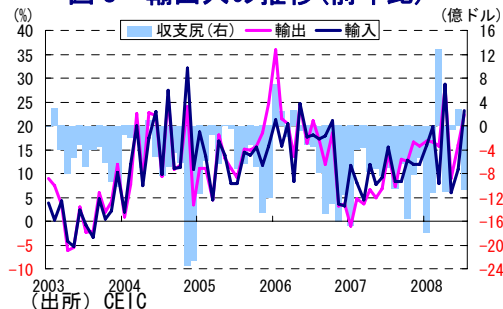


図9 経常収支の推移

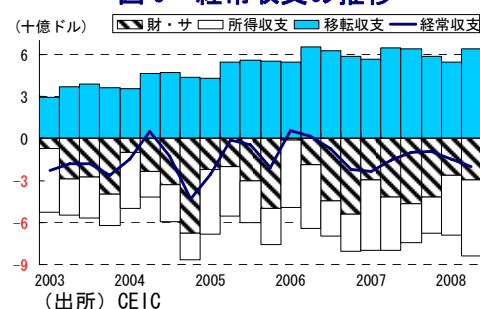


図 10 国際収支の推移

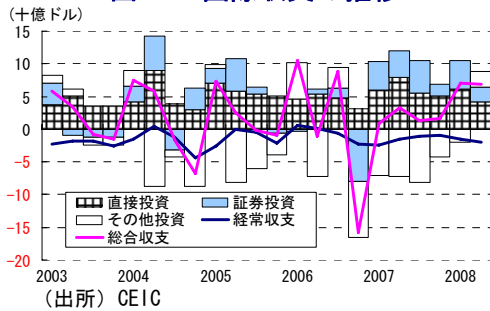


図 11 外貨準備高の推移

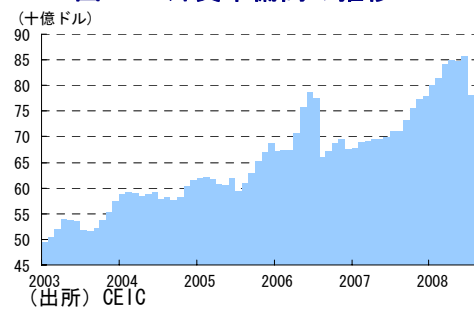
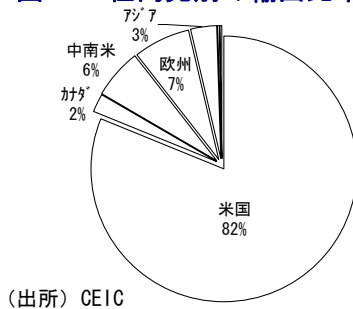


図 12 仕向先別の輸出比率(2008 年)



《インフレ残存による内需鈍化、米国景気減速による外需への影響から、先行きの景気は減速基調を強める》

- 先行きのメキシコ経済は、当面はインフレ圧力が残存することが予想される上、さらなる金融引き締めが実施される見通しは大きく低下したものの、依然として金利高が持続することで、個人消費を中心とする内需にとっては下押し圧力が続くと思込まれる。インフレについては、原油価格は足元で調整局面を迎えているほか、主食トルティーヤの原料であるとうもろこし価格も、今年は豊作となる見通しから価格の騰勢はピークアウトしており、コストプッシュ型インフレ圧力は先行き鈍化の見通しが強まっている。一方で、金融引き締めにも拘らずマネーの伸びは高止まりしており、特に非居住者のマネーが高止まりしていることから、投資資金や労働者送金といった形で資金流入がなされていることを示している（図 13）。マネーが市場に溢れることで需要が押し上げられる懸念は依然残されていると言える。また、8 月以降は原油価格が調整局面を迎えていることで、それまで増価基調にあった通貨ペソが一転して減価圧力を強めており（図 14）、輸入物価の押し上げによるインフレの輸入圧力も懸念される。
- 現カルデロン政権は少数与党で右派の国民行動党（PAN）を母体としていることで、来年にも実施を控えている総選挙対策のため、財政出動による価格統制策などを通じてインフレ対策を行ってきた。その上、2007～12 年の 6 ヶ年に亘る総額 2,700 億ペソにも上るインフラ開発プロジェクト（PAN 2007-12）の実施や、340 億ペソ程度の所得税減税、輸入規制の緩和策、補助金による電力料金の引き下げなど、足元のインフレによる景気減速懸念に対して、財政を伴う形での景気刺激策を講じている。こうした歳出拡大策によって内需が下支えされることで景気に対しては一定の押し上げ効果が期待される一方、過剰需要の誘発などによるインフレ懸念を表裏にはらむことに対して懸念が残る。さらに、同国の歳入構造はその 4 割程度を原油収入に依存する脆弱性がある中、足元では原油価格が調整局面を迎えていることで、歳入減少によって景気刺激策が財政に悪影響を及ぼす度合いは高まっていると言え、先行きに不安を残す。
- 同国の財務省は今月 8 日、2009 年度予算を公表する中で、同国の主要貿易相手国である米国経済の減速の影響から 2008 年の経済成長見通しを下方修正して、それまでの 2.8%から 2.4%とする旨を発表している。先行きの同国経済にとっては、米国の景気悪化による輸出の減少に加えて、米国に居る移民の多くが建設業に従事するなど、景気に左右されやすい業種に就いていることから、景気の下支え要因となってきた労働者

送金にも下押し圧力が掛かるとみられ（図 15）、結果として同国景気の減速は避けられないと考える。今回の金利据え置きによって、金融当局を含めてインフレ抑制から景気刺激に政策の方向性を変更させたと考えられるが、政府による財政支出による景気押し上げ効果は一定程度期待されるものの、原油価格の下落が財政に与える悪影響を考えれば、さらなる歳出拡大によって、特に足元の世界的な金融不安が増大する中で財政ポジションの悪化に繋がる懸念も高まると考えられる。ただし、同国の公的債務は太宗が国内債務であり（図 16）、また、全体でも対 GDP 比 40%強程度であり、直ぐに債務状況が悪化するとは考えにくいものの、歳入構造の多様化など、取り組むべき課題は山積している。

- 同国の成長を下支えしてきた海外からの投資資金については、製造部門で米国から人件費の安い同国に移管する動きが一部にみられるなど、直接投資については底堅さが残る可能性がある。しかし、インフレの高止まりが続く同国に対して、今後も内外金利差に着目した投資資金が流入するかは疑問が残る。年明け以降、主要株式指標であるボルサ指数は、5 月に最高値を記録したものの、その後は一転して下落が続いている（図 17）。また、先週の米国大手証券の破綻をきっかけとする世界的な金融不安により、リスク資産に対する投資が投資家のリスク許容度の低下によって手控えられ、値動きは極めて荒い状態に陥っており、先行きも当面はこうした展開が続くと予想される。こうした結果、同国の今年の成長率は前年から大きく低下し、2%台前半に落ち着くものと予想する。

図 13 マネーサプライの推移(前年比)

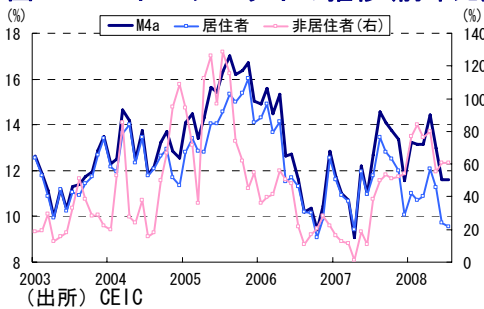


図 14 為替相場の推移

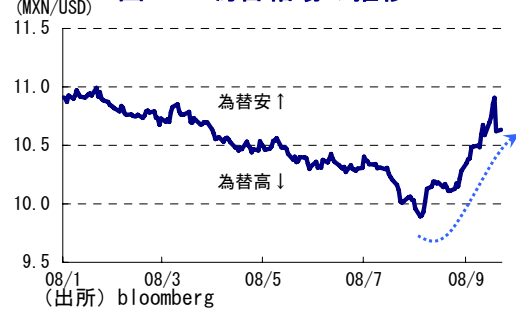


図 15 海外労働者送金の推移(前年比)

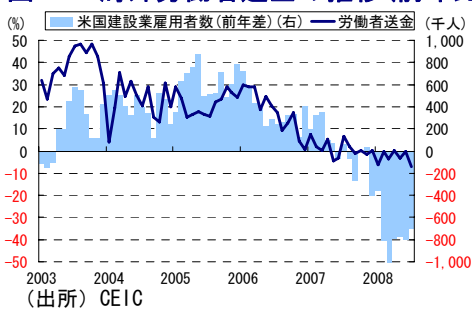


図 16 公的債務残高の推移(中央政府)

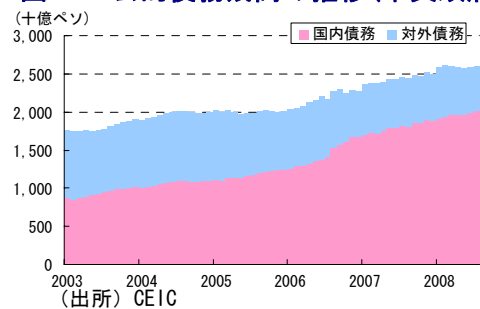
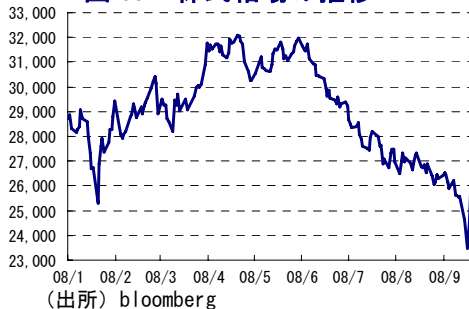


図 17 株式相場の推移



以上