



## メキシコ経済事情：インフレ高進対応から3ヶ月連続の利上げ

～足元の石油価格調整も、需要インフレ圧力懸念拡大により引き締め姿勢は先行き持続の見通し～

発表日：2008年8月18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)

- 15日、メキシコ銀行は政策金利を25bp引き上げて8.25%とする決定を行った。今回の利上げにより3ヶ月連続での引き上げ実施となる。同国では、世界的な原油及び穀物価格の高騰を背景にインフレ率が上昇し、直近では7月に前年比+5.4%と4年ぶりの高水準に達しており、ターゲット（2～4%）を上回る水準で推移している。さらに、価格変動の大きいものを外したコア物価もターゲットを上回るなど、需要インフレに対する警戒も高まりつつあると言える。
- 足元の同国経済は、インフレ圧力の高進と金融当局による引き締めによる金利高の影響から、これまで底堅く推移してきた個人消費や資本投資をはじめとする内需に下押し圧力が掛かっている。さらに、NAFTAをはじめ、これまで米国経済との一体化を図ってきたことで成長を享受した来た一方、足元の米国経済の減速が外需の減退に繋がっており、景気は内外需双方で下押し圧力が強まっている。
- 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可能性があり、金融引き締め姿勢が持続するとみられ内需への影響は避けられない。一方、米国経済の自律的回復には依然時間を要するものとみられる中、輸出に下押しの影響が避けられないものの、労働コストの低さや内外金利差に着目した投資は一定程度期待されることから、景気の下支えに寄与するものとみられる。カルデロン政権はインフラ開発などによる財政拡大を志向し、こうした施策も景気を下支えするとみられる。ただし、財政拡張はインフレ懸念を増大させる可能性もあり、慎重な財政・金融政策が求められることになろう。

### 《コア物価も上昇するなど全体的なインフレの高進が続く中、3ヶ月連続で金利引き上げを実施》

- 15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25bp引き上げて8.25%とする決定を行った（図1）。同国では今年に入って以降、6月の同委員会で約半年ぶりに金利引き上げが実施されたが、それ以降3ヶ月連続での利上げ実施となる。世界的な原油及び穀物価格の高騰を背景として、インフレ率が4年ぶりに5%台に乗せるなど同国ではインフレ圧力が高まっている、金融当局は成長の鈍化可能性が高いものの、インフレの抑制を重視する観点から引き締め姿勢を強めている。なお、6月の同委員会の直前には、カルデロン大統領が利上げに伴う家計及び企業の金利負担の増大を懸念する旨を表明していたものの、金融当局の独立性を示す意味でも利上げに踏み切ったものと考えられる。
- 同国は1982年の債務危機と1994年に発生した経済危機の後にハイパーインフレに苦しんだ教訓から、金融当局はインフレターゲット制を導入しており、現在のターゲットは3%（±1%）としている。しかし、直近の7月の消費者物価は対前年同月比+5.4%と前月（同+5.3%）から加速している上、ターゲットを大きく上回る状態が続いている（図2）。今回の利上げに際して同行は、需要インフレ圧力は未だ高まっておらず、予防的措置としての利上げとの立場を示しているが、公共料金や農産物価格、教育費などを除いた「コア物価」は既にターゲットを上回っており（図3）、インフレ圧力が食料品やエネルギーのみならず、全体的な物価の押し上げに繋がっていることが示されていると言える。

図1 政策金利の推移

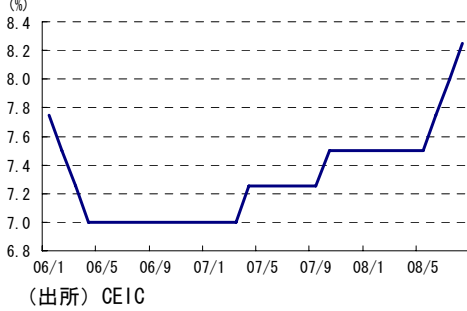


図2 消費者物価の推移(前年比)

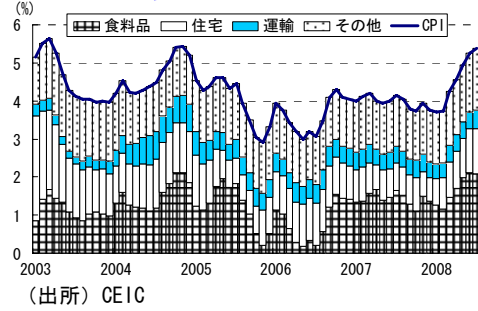
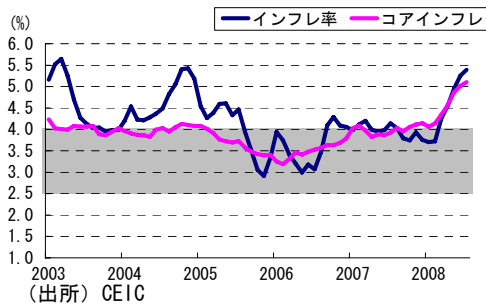


図3 インフレ率とコアインフレの推移



### 《足元のメキシコ経済はインフレと高金利で内需鈍化、米国依存度の高さから外需鈍化で景気は下押し》

- メキシコ経済の足元の状況は、1-3 月期 GDP は対前年同期比+2.6%と前期（同+4.2%）から大きく減速した（図4）。セマナサンタ（イースター）休暇が今年の4月から、今年は3月にずれ込んだという特殊要因はあるものの、足元ではインフレ圧力が高進し続けている上、昨年以降は金融当局が金融引き締め姿勢を強めていることによる金利高により個人消費や資本投資といった内需に下押し圧力が掛かっている。さらに、主要輸出先である米国経済の減速により輸出の伸びも大幅に鈍化するなど、内需・外需ともに下押し圧力が掛かったことで景気は減速基調を強めている。また、輸出については、金融引き締めによって米国との間に金利差が生じたことで投資資金が流入、通貨ペソに増価圧力が掛かったことで輸出競争力が相対的に低下していることも影響したとみられる。
- 一方で、鉱工業生産は同国内最大の油田であるカンタレル油田が減産傾向にあること、さらに米国経済の減速に伴う自動車輸出の減少から生産調整が実施されるなど、足元で伸びが急減速している（図5）。その一方で、自動車産業をはじめとする機械産業では、同国の労働コストの低さに着目し、米国企業を中心に米国内から生産拠点を移動させるなどの動きがあり、設備稼働率は依然として高い水準で推移している（図6）。しかしながら、米国経済の自律的回復には依然として長い時間を要すると考えられる中、輸出仕向先の8割以上を米国に依存する同国にとっては、当面は生産の鈍化基調が大きく改善する状況には至らないものと見込まれる。

図4 実質 GDP 成長率の推移(前年比)

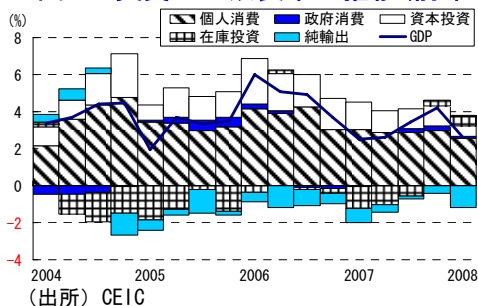


図5 鉱工業生産の推移(前年比)

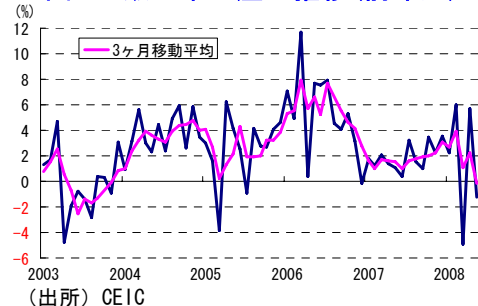


図6 設備稼働率の推移

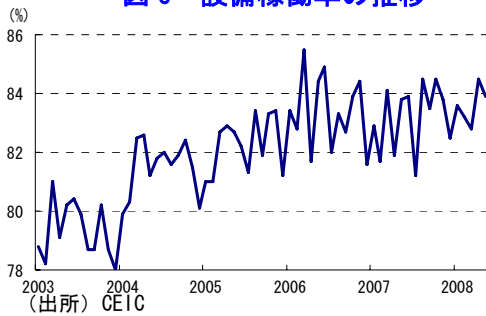
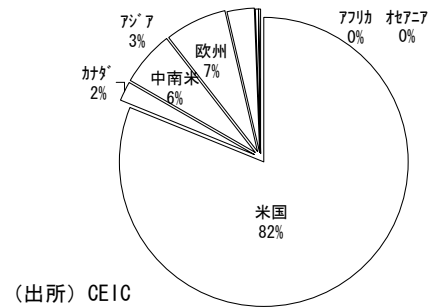


図7 輸出仕向先の割合(2008年上期)



- 対外面では、ここ数年の好景気が底堅い内需に牽引されたこともあり、貿易収支は基本的に赤字基調が続いてきた(図8)。しかし、足元では米国経済の減速に連られる形で同国の景気も減速基調を強めており、輸入の伸びが急速に鈍化するなど、貿易黒字に転換する月も見え始めている。ただし、カルデロン政権は2007年から2012年までを対象とした「国家インフラ計画(PNI 2007-12)」を立ち上げており、先行きはインフラ建設に伴う資本財を中心とする輸入の伸びが持続するものと考えられる。したがって、同国の経常収支は、米国を中心とする大規模な海外労働者からの送金流入があるにも拘らず、貿易赤字と海外からの投資収益払いによる所得収支の大幅赤字により、赤字基調にある(図9)。とはいえ、同国には足元でも依然として直接投資をはじめとする海外からの投資資金の旺盛な流入が続いており、経常収支赤字がファイナンスされてきた(図10)。その結果、外貨準備の増減を示す総合収支は足元でも黒字を維持してきたが、7月末時点の外貨準備は782億ドルと1ヶ月間で約75億ドルの外貨準備が減少した(図11)。依然として今年上半期ベースで計算しても輸入の3.1ヶ月分相当に当たることから、短期的なショックへの耐性はあると考えられるものの、先行きの国際収支動向に留意すべきと言える。
- さらに、メキシコ経済は北米貿易自由協定(NAFTA)により米国経済との一体化を進めてきたことで、輸出の大宗を米国に依存しているほか、最近の世界的な原油価格高騰の影響で輸出に占める原油輸出の比率が徐々に高まっている一方、同国の主要輸出品である自動車などの輸送機器をはじめとする工業製品部門での生産の鈍化は、米国経済の減速感が強まっていることで、その影響がさらに強まっていることを示している。同国は産油国としての認知度は高いものの、銀や亜鉛などの鉱物資源も埋蔵している。足元では需給緩和の見通しが高まっていることで、原油価格が調整局面を迎えているのと同様に、資源価格も調整色を強めているものの、依然として価格そのものは高止まりしており、これまで資源価格の高騰を背景に流入してきた海外からの投資資金については当面は持続するものと期待される。ただし、同国最大のカンタレル油田での減算実施や主要需要先である米国経済の減速がさらに深刻化する場合、先行きの同国経済にとっても不透明感が增大するものと考えられる。

図8 輸出入の推移(前年比)

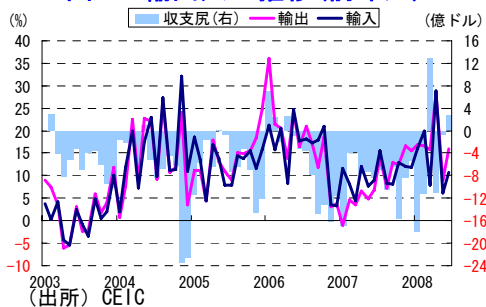


図9 経常収支の推移

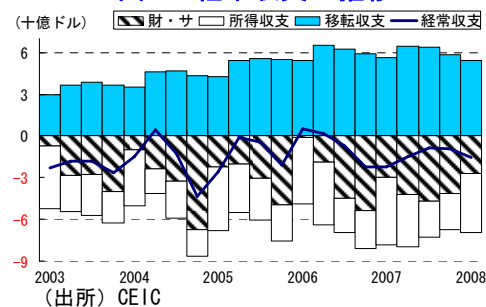


図 10 国際収支の推移

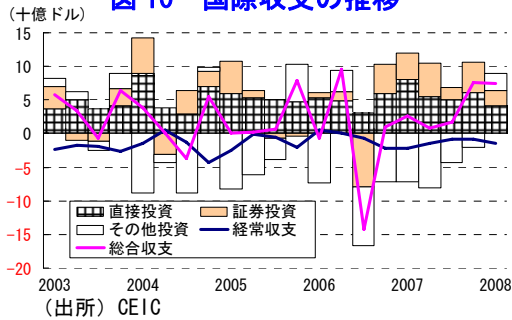
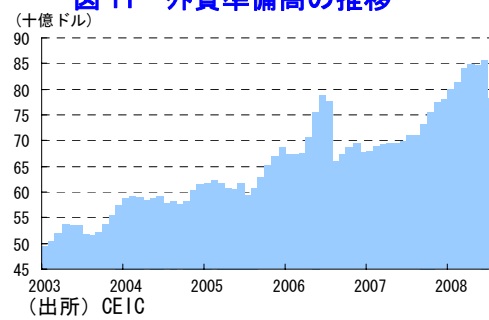


図 11 外貨準備高の推移



### 《先行きもインフレと金利高の共存が内需、米国経済減速が外需を押し下げ、景気減速傾向が強まる見通し》

- メキシコ経済は、インフレ圧力の高進と金融当局による引き締め姿勢の強化による金利高が共存する中で、個人消費や資本投資をはじめとする内需への下押し圧力が強まっている。一方で、足元では原油価格が調整局面を迎えており（図 12）、同国の主食のトルティーヤの原料であるとうもろこし価格も米国西部の洪水被害が想定外に小さく、豊作となったことで需給が緩むなどピークアウトを迎えている（図 13）。とはいえ、金融当局による引き締め姿勢の強化により国内のマネーの伸びは鈍化基調にあるものの、依然として高止まりしていることもあり（図 14）、引き締めの効果が十分に上がっているとは言えず、当面はインフレ圧力が残存するものとみられる。したがって、先行きも金融当局は引き締め姿勢を強めていくとみられ、内需の下押し圧力が強まるものとみられる。さらに、個人消費の下支え要因となっている海外労働者送金は、米国経済の減速による労働条件の悪化により足元で減速しており（図 15）、先行きも厳しい状況が続くものとみられる。
- 金融当局による引き締め姿勢の強化により金融緩和姿勢を維持する米国との間で金利差が生じたことで、金利差を狙った海外からの投資資金の流入が続くなど、通貨ペソの対米ドル為替には増価圧力が掛かってきた（図 16）。しかし、足元では原油価格が調整局面を迎えたことで米ドルに資金が流入し、同国に流入した短期資金に巻き返し動きが出るなど、通貨ペソに減価圧力が強まっている。先行きの為替の動向は、原油価格の方向性と大きく関係するとみられるものの、依然として価格が高止まりしていること、米国経済の自律的回復には依然時間を要するとみられることから、当面は内外金利差が縮小することはないとみられ、投資の流入による景気の下支えが期待される。ただし、投資資金の流入は過剰流動性を生むことに繋がり、需要インフレを引き起こすことでインフレ圧力が高まる懸念されよう。
- カルデロン政権は少数与党の国民行動党（PAN）を基盤としており、来年に予定される総選挙に向けた対策として、財政支出を伴う価格統制などによりインフレ抑制を進めてきた。その上、総額 2,700 億ペソ規模のインフラ拡張プロジェクト（PNI 2007-12）に加えて、総額 340 億ペソ規模の所得税減税、輸入規制緩和、そして補助金による電力料金引き下げなどの財政拡大を進めている。歳出拡大策は内需の下支えが期待される一方で過剰需要の誘発やインフレの押し上げに繋がることから、先行きも金融当局は引き締め姿勢を強化していくものとみられる。
- こうしたことから、先行きのメキシコ経済は米国経済の減速による外需鈍化の影響は避けられないとみられる。さらに、インフレ圧力の残存と金融引き締めに伴う金利高の共存により個人消費や資本投資といった内需に下押し圧力が掛かるとみられるものの、政府による大規模な財政出動などを通じて一定程度は下押し圧力が緩和されるものとみられる。ただし、補助金や価格統制に伴う財政支出が過大となることで財政が圧迫されることが懸念され、先行きは石油製品などで再値上げが行われる可能性も残る。そうなれば、インフレ圧力はさらなる押し上げとともに残存することが予想され、同国の成長率は潜在成長率とされる 3.0%を下回る程度に落ち着いていくものと見込まれる。

図 12 原油先物価格の推移(WTI)



図 13 主要穀物相場の推移(シカゴ)

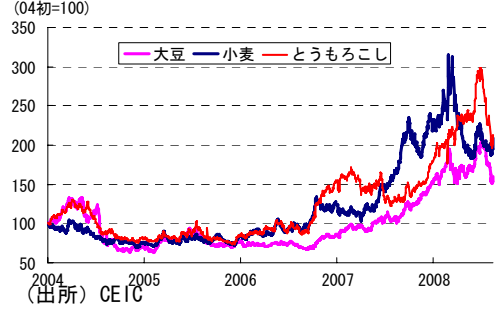


図 14 マネーサプライ (M4a) の推移 (前年比)

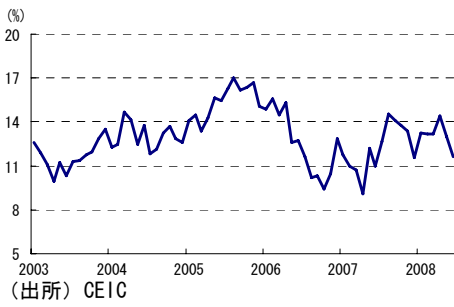


図 15 海外労働者送金の推移 (前年比)

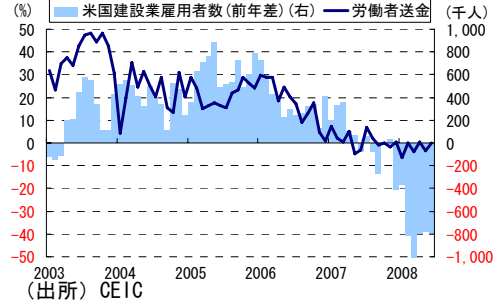
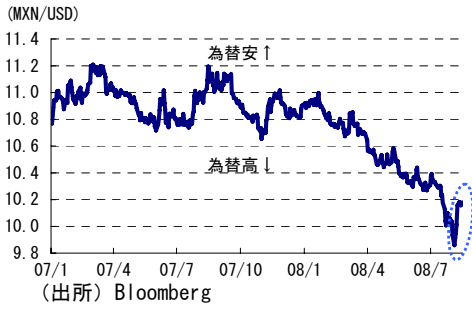


図 16 為替相場の推移



以上