

## メキシコ経済事情：米国景気の底打ちに伴い回復が進む

～財政悪化が懸念されるが、政府の掲げる構造改革に期待～

発表日：2010年3月26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)

- 米国経済の底打ちや新興国の景気拡大を背景に、同国経済も底離れが進んでいる。10-12月期の実質GDP成長率は前期比+2.0%と3四半期連続でプラス成長を達成した。政府の大規模景気対策やIMFの支援により、世界金融危機や新型インフルエンザによる影響を克服したほか、米国向け輸出が大幅に回復し、生産が押し上げられたことも景気回復を促した。GDP比2.5%規模に相当する労働者送金は低迷しており、個人消費の重石となっているが、米国経済が緩やかな回復を遂げることで徐々に回復感が強まることが期待される。
- 当局は、大胆な金融緩和に加えて、IMFからの資金枠供与などを通じて金融安定化を進めてきた。さらに、海外からの資金流入により資金供給量は拡大しており、これら資金の一部は資産市場に流入して消費の押し上げ要因にもなってきた。2月のインフレ率は前年比+4.83%と急上昇し、当局の目標を上回ったが、これは商品市況の高止まりが影響しており、コア物価は落ち着いている。ただし、米国の回復が同国の景気をさらに押し上げ、物価上昇に繋がることも懸念される。19日の金融政策決定会合では当面の利上げの可能性を否定する声明が出されたが、過剰流動性の懸念が出ていることから、年半ばには利上げに踏み切らざるを得ない状況を予想する。
- 原油セクター改革が進まず産油量の減少が避けられない中、歳入の約4割を石油収入に依存する構造が影響し、今年度予算では大幅な財政赤字を余儀なくされている。政府は昨年来、歳入拡大策に取り組んでいるが、原油収入への依存度が高い中でこれを穴埋めするだけの歳入確保は難しい。政府は今年抜本的な税制改革に取り組む方針を示しているが、早期の実施が不可欠である。また、対外面では海外資金の流入に加えて、政府は資金流出を懸念して外貨準備を積み増す方針を明らかにしており、対外信用力の強化が進むと期待される。
- 海外資金の流入により足元の株式相場は上昇基調が続いている。同国は海外投資家の動向に左右され易いが、米国が本格的な金融引き締めで舵を切るには時間が掛かると思われ、米国経済の緩やかな回復で業績改善が期待されることから、株価は強含み基調が続くと予想される。一方、政府の外貨積み増し圧力が高まる中、通貨ペソの上昇圧力は緩和されると思われる。

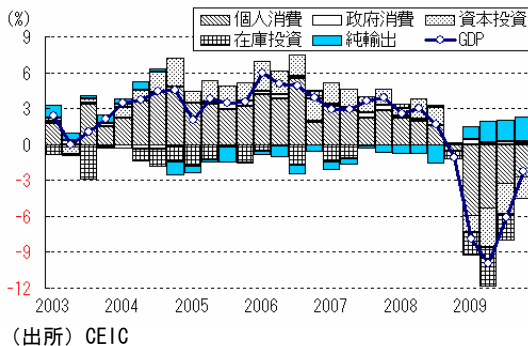
### 《米国経済の底打ちや景気対策効果で3四半期連続の前期比プラス成長。今後も緩やかな拡大が期待される》

- 地理的要因もあり、輸出の8割以上を米国に依存するなど経済面で米国の影響を受け易いメキシコだが、米国の景気底打ちや中国など新興国の景気拡大を背景に、景気の底離れが進んでいる。10-12月期の実質GDP成長率は、前期比（季調済）+2.0%と3四半期連続のプラス成長となり、景気拡大期に入っている。前年同期比は▲2.3%とマイナスを脱していないものの（[図1](#)）、大きく底を脱している。政府は、世界金融危機後に雇用環境の悪化阻止のため政労使の協調を確認し、景気対策を行った。その後、新型インフルエンザの流行で経済活動が一時的に停滞したため、追加の景気対策を実施したほか、IMFによる470億ドルのクレジットライン供与などの支援スキームも築かれた。
- 景気対策によるマインド改善や新型インフルエンザの沈静化などもあり、個人消費は緩やかに回復している（[図2](#)）。しかし、家計の主な収入源の一つである海外労働者送金は米国景気の影響で低迷が続いているほか（[図3](#)）、同国内の雇用環境の改善も緩やかであることから（[図4](#)）、回復の勢いは鈍いものとなっている。

一方、世界経済の好転によって輸出は大きく回復し（**図5**）、主要輸出財である鉱物資源関連の投資が活発化していることも景気の押し上げ要因となっている。また、2007年から5年間で総額4200ペソのインフラ投資を行う国家インフラ整備計画（NIP）の遂行のほか、景気対策の一環で公共投資の促進が図られたことも景気を押し上げている。GDPの半分以上を占める個人消費は低調ながら、公共投資や外需に牽引されて景気回復が進んでいる。

- こうした影響は生産にも現れており、鉱工業生産は昨年春を底に輸出依存度の高い鉱業や製造業を中心に回復している（**図6**）。また、建設投資も民間部門は底這いが続くものの、公的部門では持続的に拡大している（**図7**）。このように国内経済は分野ごとの強弱感はあるが、今後も特に米国経済の底離れが進むことで景気が押し上げられると予想され、今年度の歳出予算は3.18兆ペソと昨年度を上回る規模を確保していることから、引き続き公共投資の貢献も期待される。個人消費が本格的に回復するにはGDP比2.5%もの労働者送金の回復が必要であり、そのためには米国の建設関連などの雇用改善を待たねばならないことから、しばらく時間を要すると思われる。

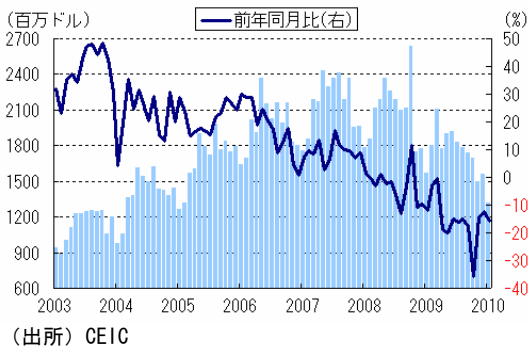
**図1 実質 GDP 成長率の推移(前年比)**



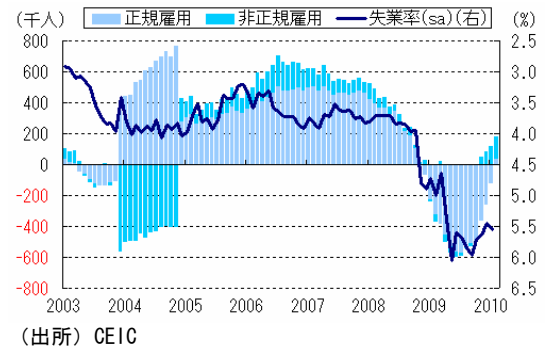
**図2 小売売上高の推移**



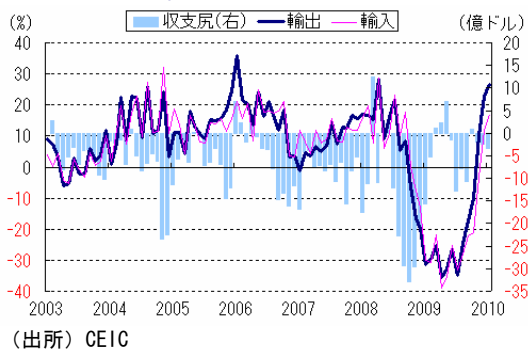
**図3 海外労働者送金額の推移**



**図4 雇用環境の推移**



**図5 輸出入の推移(前年比)**



**図6 鉱工業生産の推移**

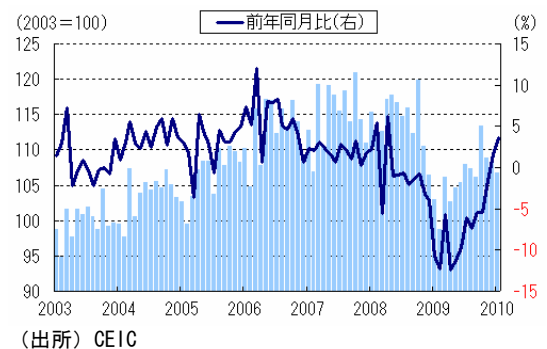
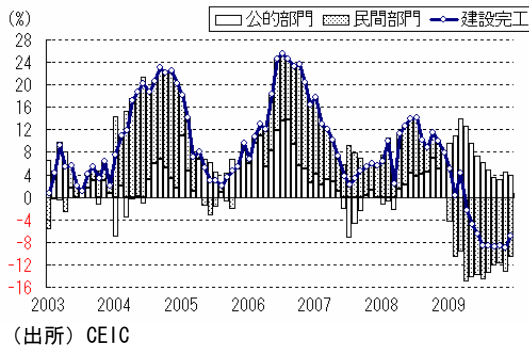


図7 建設完工額の推移(前年比)



### 《当局は金融緩和継続を示唆するが、徐々に物価上昇リスクが高まる中、年半ば以降の利上げを予想》

- 金融当局は、昨年1月以降、段階的な政策金利の引き下げにより景気刺激と金融安定化を図り、累計375bpの利下げを行ってきた。また、金融機関に対して直接流動性を供給したほか、外貨不足懸念を払拭するためにIMFに対してクレジットラインの設定を求めるなど、積極的に金融安定化策を採ってきた。結果、国際金融市場の安定に伴い海外からの証券投資は流入超となっており(図8)、株式相場は昨年1年間で4割以上も上昇し(図9)、資産価格の上昇は個人消費の下支えにも繋がった。一方、景気回復による資金需要の回復に加えて、米国経済の底打ちにより海外資金の流入圧力が強まっており、市中の資金供給量は大きく拡大するなど過剰流動性が懸念されており、資産バブル発生も懸念されている。
- なお、2月の消費者物価は前年同月比+4.83%、コア物価も同+4.60%と当局の定めるインフレ目標(2.0~4.0%)を大きく上回り(図11)、国際商品市況の高止まりを背景に食料品を中心に物価上昇圧力が掛かっている。ただし、雇用の回復は緩やかなものに留まっていることからサービス価格は落ち着いた状況にあり、前月比では消費者物価は+0.58%、コア物価も同+0.40%の水準にある。19日に開催された定例の金融政策委員会では政策金利が7回連続で4.50%に据え置かれ(図12)、足元の物価上昇は石油製品に対する税の引き上げによる一時的なものであり、先行きの景気回復は潜在成長率を下回るペースに留まることから、中長期的に物価上昇は当局の予想範囲内に収まる見通を示している。しかしながら、3四半期でプラス成長が続くなど景気の回復感が強まっており、今後は輸出拡大により雇用環境の改善が続くと期待され、内需の回復も進むと思われる。また、金融緩和による過剰流動性が物価上昇に繋がる恐れもあり、早ければ年半ばにも利上げに舵を切る可能性があると考えられる。

図8 海外資金の流出入額の推移

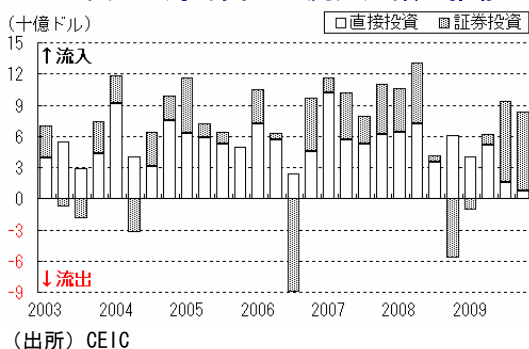


図9 株式相場の推移(ボルサ指数)



図 10 マネーサプライ (M3) の推移

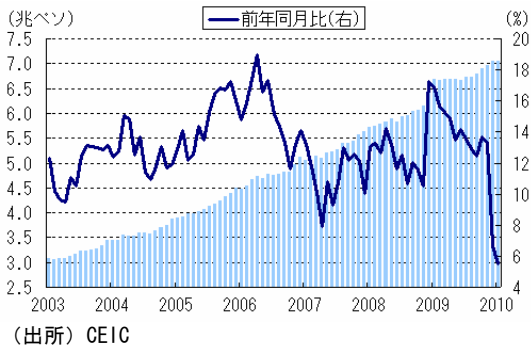


図 11 消費者物価の推移 (前年比)

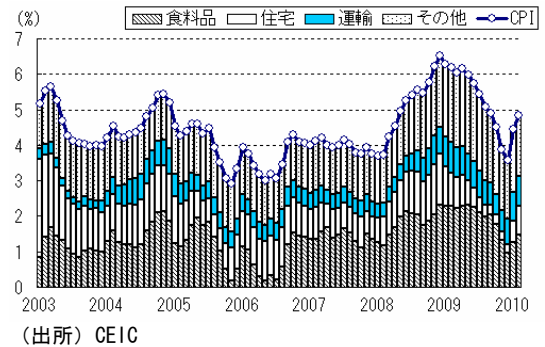
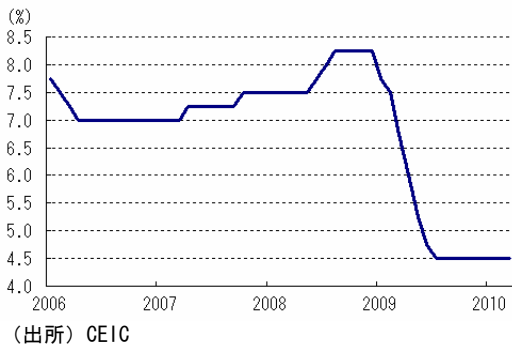


図 12 政策金利の推移



### 《産油量の減少もあり財政が悪化。構造改革や歳入拡大に向けた取り組みは急務》

- 昨年の同国財政は、米国経済の低迷や、主要油田の生産量減少による石油収入の縮小で歳入が大幅に減少し、大幅な財政赤字を余儀なくされた（[図 13](#)）。昨年半ば以降、歳入拡大に向けて消費税導入などが図られ、今年度予算では財政赤字を 600 億ペソ（GDP 比▲0.5%）見込みつつ、一方で付加価値税や所得税の最高税率引き上げなど歳入拡大の取り組みを行っているが、なお歳入の約 4 割弱を依存する石油収入の減少分を埋め合わせることは難しいと予想される。こうしたことから財政赤字は一段と拡大すると見込まれ、昨年末に主要格付機関 2 社が相次いでソブリン格付の引き下げを発表している（[図 14](#)）。景気回復による歳入増は期待されるが、石油産業への外資の直接投資を禁止するなど構造改革は遅れており、産出量の減少に歯止めが掛からない中、財政状況の本格回復は期待しにくい。
- 対外面では、輸出の回復で貿易収支は改善基調にあるが、所得収支は慢性的な赤字状態にあり、米国の雇用環境悪化を受けて GDP 比 2.5%もの海外労働者送金は減少しており、経常赤字が続いている（[図 15](#)）。しかし、海外からの資金流入の回帰により、昨年半ばを境に外貨準備高は拡大している（[図 16](#)）。しかし、政府及び金融当局は、1994～95 年の経済危機が海外への資金逃避によるものであったことから、外貨準備を積極的に積み増す方針を明らかにしており、今後もドル買いオペが進むと見込まれる。対外債務は昨年末時点で GDP 比 23.8%と比較的低位に留まっており（[図 17](#)）、対外信用面での懸念は後退すると期待される。
- 先月半ばに同国政府は今年の経済成長率の見通しを前年比+3.9%に上方修正し（修正前は同+3.0%）、その要因として予想以上に早いペースで米国経済が底入れしたことによる輸出の回復と、それに伴う国内消費の復調を挙げている。今後、政府は課税ベースの拡大や地方自治体に対する課税権限付与など税制改正を柱とする財政改革を進める方針を明らかにしているが、長年に亘り課題とされてきた構造問題の解決が進むことも期待される。

図 13 財政収支の推移

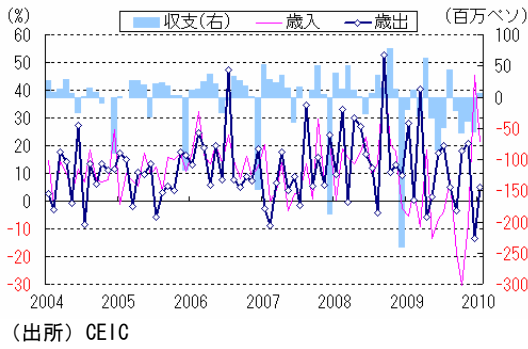


図 15 経常収支の推移

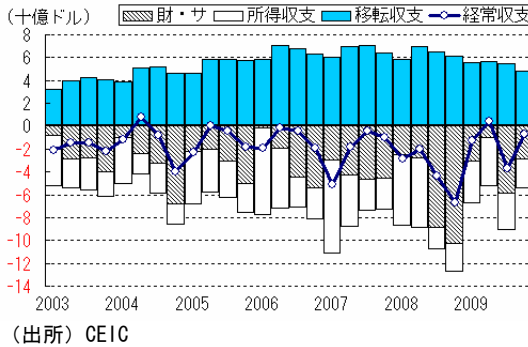


図 17 対外債務残高の推移

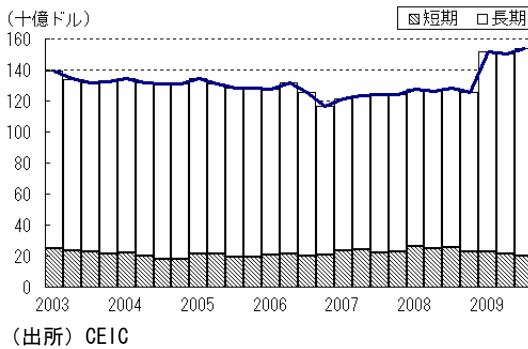


図 14 ソブリン格付の推移(外貨建長期債)

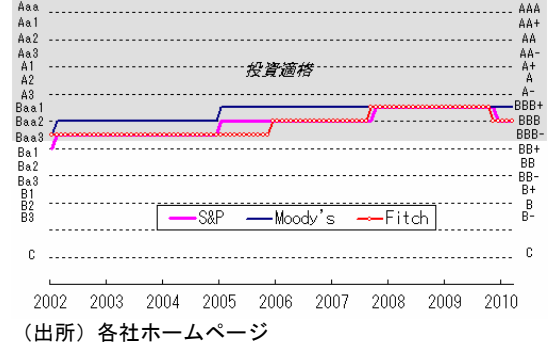
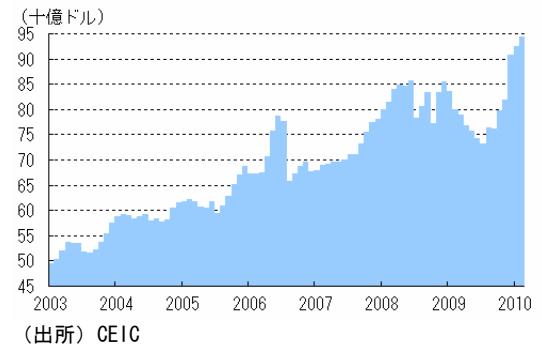


図 16 外貨準備高の推移



《米国景気の回復を背景とした企業業績の改善により、株式相場は当面強含みが続く可能性が高い》

- 同国の株式市場は外国人投資家による売買比率が高い。年明け直後は、ギリシャ問題などを背景に海外資金が流出して株式相場は大幅に下落した。しかし、その後は、米国経済の底離れを背景とした同国経済の好調さが再評価されて見直し買いが進み、上昇基調を強めている (図 18)。また、同国は米国の金融政策の影響を受け易く、今後先進国で金融緩和の見直しが進んだ場合に資金流出リスクのある国のひとつである。ただし、米国が金融引き締めを踏み切るには時間を要すると見込まれる一方、米国景気の回復を背景に企業業績の改善が見込まれることから、当面の株価は強含みの展開が予想される。
- 株式相場同様、年明け直後はペソ安圧力が高まったが、その後の資金回帰に伴いペソ高基調が続いている (図 19)。なお、政府が外貨準備積み上げのために積極的な米ドル買いオペを行う可能性が高まっており、今後はペソ高圧力が緩和されると予想される。また、海外資金の流入もあり長期金利は昨年 1 年間下落基調にあったが、年明け直後は財政悪化懸念から下げ止まっていたが、その後は再び下落圧力が強まっている (図 20)。先日の金融政策決定会合では、当局が利上げの後ずれを示唆する発言を行ったが、早晚必要になると見込まれるため、上昇圧力が掛かり易いと予想される。

図 18 株式相場の推移(ボルサ指数)

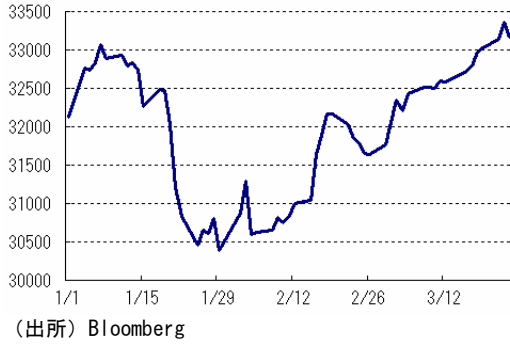


図 19 為替相場の推移(USD/MXN)

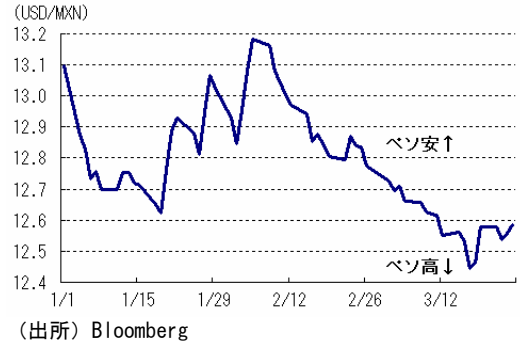


図 20 長期金利の推移(10年債利回り)



以上