

メキシコ 利下げで内需低迷打開に王手

～金融市場安定の好機を狙う、改革期待による資金流入も追い風～

発表日：2014年6月11日(水)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主任エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

(要旨)

- 米国の景気回復にも拘らず、メキシコの1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.11%と勢いを欠いている。経常赤字など構造的な脆弱性を抱えるなか、年明け以降の金融市場の混乱による資金流出で内需が鈍化し、外需改善の効果を相殺する格好となった。ただし、足下では金融市場は落ち着きを取り戻すなか、一昨年末に誕生したペニャ・ニエト政権による構造改革期待は資金流入を促す動きも出ている。
- 直近のインフレ率は中銀の目標域に収まるなか、中銀は6日に利下げを決定して内需喚起を図る姿勢を示した。内需を取り巻く環境に底入れの兆候が出ており、利下げにより先行きの景気回復を後押しすることを狙った。昨年来、一連の構造改革を評価して格上げの動きが相次いでおり、資金流入が潜在成長率の向上を促すと期待される。構造的な課題は残るが、政府は構造改革への意欲を示しており、同国発で危機的状況に陥るリスクも低いことから、中南米における相対的な地位向上は続くと思込まれる。

- 隣国であり最大の輸出先である米国景気の回復が続いているにも拘らず、メキシコ経済を取り巻く状況は厳しく、依然として「底」を抜け出せない状況が続いている。1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.11%と前期(同+0.53%)からわずかに加速したものの、潜在成長率を大きく下回る水準に留まり、景気は勢いを欠く展開が続いている。昨年来の国際金融市場の混乱に際して一部の新興国では資金流出圧力が強まり、経常赤字を抱えるなど対外収支が脆弱な上にインフレ圧力に直面するトルコや南アフリカ、インドネシア、インド、ブラジルの5ヶ国は「フラジャイル・ファイブ(脆弱な5ヶ国)」と称され、急激な資金流出に見舞われる事態に直面した。メキシコはこれらの国々には含まれていないが、近年は慢性的な経常赤字に直面しており、足下では赤字幅は拡大基調を強めてきた。さらに、輸入超過状態にあることから為替動向に物価が影響を受けやすい体質にあり、国際金融市場の不安定化による資金流出は通貨ペソ安を誘発してインフレ圧力を高める傾向があるなど、上述の国々と同様の課題を抱える。したがって、昨年半ばや年明け以降の国際金融市場の混乱では同国でも海外資金が流出して為替相場や株式相場、債券相場がともに下落する「トリプル安」に見舞われたほか、近年では海外からの資金流入が個人消費をはじめとする内需押し上げを促してきたため、この効果剥落による実体経済への悪影響も警戒された。ただし、メキシコは

図1 実質GDP成長率の推移

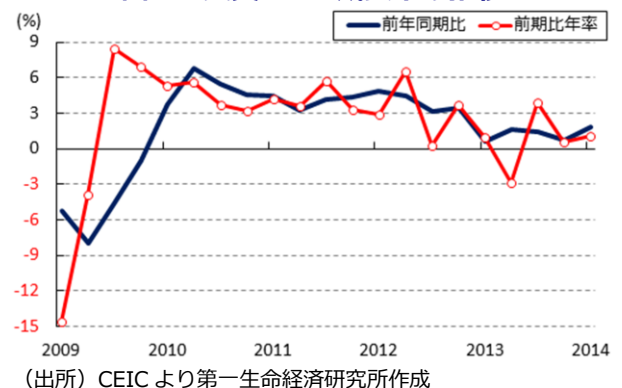
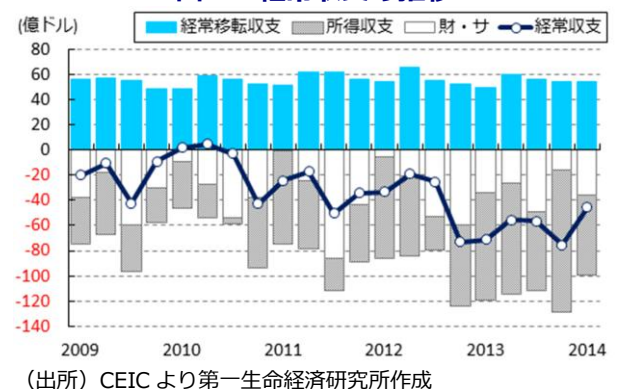


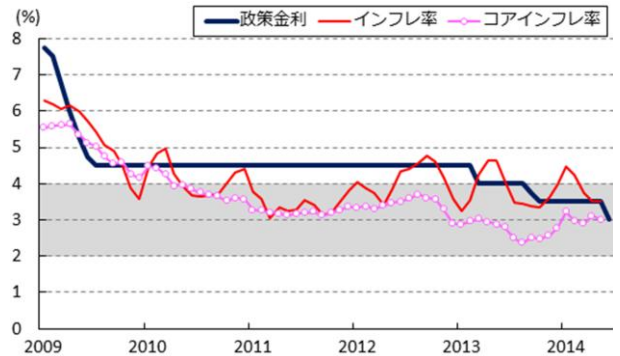
図2 経常収支の推移



輸出の8割近くを米国向けが占めており、足下では米国の景気回復に加え、資金流出による通貨ペソ安が価格競争力の向上をもたらして輸出拡大を促す動きがみられるなど、外需を中心に景気底入れに繋がるとの期待が高い。また、一昨年末の大統領選を経て誕生したペニャ・ニエト政権は、他の中南米諸国で広がる「資源ナショナリズム」と一線を画する形で石油産業などの外資開放に動くなど大胆な構造改革にまい進する姿勢をみせており、一連の構造改革が中長期的な潜在成長率の向上を促すとの期待に繋がっている。足下では国際金融市場の混乱は一服して「フラジャイル・ファイブ」をはじめとする新興国への資金回帰の動きがみられるが、メキシコではこうした外部環境の変化のみならず、同国自身が進める構造改革の取り組みが外国人投資家からの評価を高めており、資金流入が加速する好循環が生まれつつある。

- 足下では海外資金に回帰の動きが出ているものの、景気は依然勢いを欠く展開が続いていることに加え、直近の5月のインフレ率は前年同月比+3.5%と中銀の定めるインフレ目標レンジ（3±1%）の上限を下回り、コア物価（同+3.0%）も共にレンジ内に収まっており、インフレが警戒される状況ではない。こうしたことから、中銀は6日に開催した定例の金融政策委員会において政策金利を50bp引き下げて過去最低水準となる3.0%とすることを決定した。同行による利下げは昨年9月及び10月と2ヶ月連続で実施して以来であるが、その際は昨夏の異常気象に伴う暴風雨の影響で多大な経済的被害が発生したため景気に下押し圧力が掛かることが懸念され、財政及び金融政策を通じた景気下支えが必要との認識が強まったことが影響した。しかし、その後は外需に底入れの動きが出る一方で、消費や投資などは勢いを欠いており、先行きの同国経済についても「顕著な緩みがありさらなる下振れリスクもくすぶるなか、利下げを実施してもインフレ圧力は高まらない」との認識を示し、1月からの清涼飲料や菓子などを対象とした新税導入でインフレ率は一時的に加速したが「中長期的にみたインフレ期待は後退しており、インフレ率も3%に向けて落ち着きを取り戻す」との見方を示した。その上で「先行きは緩やかな景気回復が見込まれ、米国との相対的な金融政策スタンスを勘案すれば今後の追加的な利下げ実施は賢明ではない」としており、今回の利下げはあくまで最終手段であるとの考えをみせた。2月を底に消費者信頼感に改善の動きがみられるほか、米国の景気回復を追い風に外需は底入れして生産は堅調に推移し、雇用環境にも底堅さがうかがえるなど景気の底入れを示唆する兆候が出ており、国際金融市場は落ち着きを取り戻して同国への資金流入も回復し、物価も比較的安定していることを受けて、利下げ実施を通じて先行きの景気回復をより強固にすることを狙ったと考えられる。今後の同国経済を巡ってはペニャ・ニエト政権による構造改革の成否が大きく左右することは変わりなく、政府は昨年末に石油開発への外資参入を可能とする憲法改正をはじめとするエネルギー改革法を成立させており、これらは当初予想された以上に大胆な内容になるなど、同国の対外的な信認向上に大きく寄与している。さらに、大幅な税制改正を通じて歳入拡大を図るほか、依然として歳入の相当な割合を石油収入に

図3 政策金利とインフレ率の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 消費者信頼感指数の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

依存する構造的問題を抱えるものの、石油基金創設を通じて財政余力の向上に取り組む姿勢をみせた。年明け以降は開発銀行の活性化や金融システム規制及び監督機関の権限強化などを柱とする金融改革を進める方針を明らかにし、国内金融機関の融資能力の貧弱さが経済成長の足かせとなってきた状況を打開する姿勢を前面に打ち出している。こうした取り組みが着実に前進すれば対内直接投資の拡大が促されるとともに、インフラ投資の充実などを通じて潜在成長率の向上に繋がる動きが期待される。一連の動きを受けて昨年来主要格付機関は同国の長期信用格付を引き上げており、フィッチ社とS & P社の両社は昨年「BBB+」に、ムーディーズ社は今年2月に「A3」としており、中南米ではチリに次ぐ高い格付が付与されている。今回の利下げは金融市場にとっても予想外であったために通貨ペソには下押し圧力が掛かっているが、中銀は追加的な利下げ実施の可能性を否定していることに加え、先行きは米国の景気回復を追い風に外需主導での景気回復が期待されるとともに、米国からの移民送金なども重なり内需にも底入れ感が強まるものと見込まれる。先行きは米国の金融政策の正常化に向けた取り組みは同国をはじめとする新興国への資金動向に悪影響を及ぼすリスクがある上、経常赤字を抱えるほか、歳入の多くを産出低迷が続く原油に依存するなどの構造的な課題は残る。しかし、近年の資金流入に伴い5月末時点の外貨準備高は1883億ドルに上る一方、昨年末時点における対外債務残高(2586億ドル)のうち短期債務は389億ドルに留まることを勘案すれば、同国が危機的状況に陥るリスクは極めて低い。中南米では近年、ブラジルが注目度を高める場面が長く続いてきたが、足下のブラジルは資源分野をはじめとする多くの分野でナショナリズム色を強めている上、現政権は構造改革に対して必ずしも前向きな姿勢を示しておらず、このことが海外投資家からの信認低下を招くなか、メキシコ経済に対する相対的な評価が高まってきた。こうした傾向は今後も一段と強まることが予想される。

図5 ペソの対ドル, 日本円相場の推移



以上