

## 中南米の「期待の星」メキシコにも暗雲

～内需を取り巻く環境は押し並べて厳しく、外部環境に揺さぶられやすい展開～

発表日：2016年3月11日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 主席エコノミスト 西濱 徹(03-5221-4522)

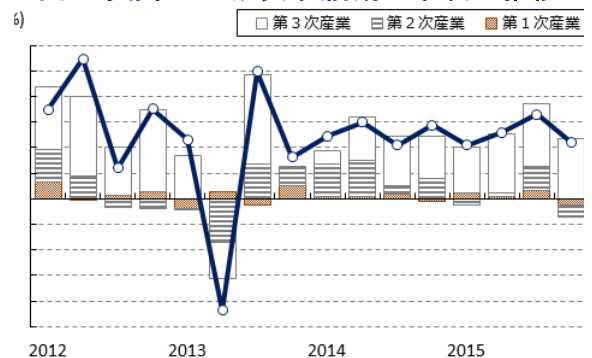
### (要旨)

- 中国の景気減速や米国の金融政策正常化の取り組みなどに伴う年明け以降の金融市場の混乱は、メキシコにも大打撃を与えた。他方、足下の景気は輸出の太宗を依存する米国経済の堅調な拡大を追い風に底堅く、軒並み苦しい展開が続く中南米でメキシコは異例の存在となっている。しかし、昨年来の通貨ペソ安の進展でインフレ圧力が高まりつつあるなか、市場の動揺を受けて中銀は先月に緊急利上げに動かざるを得ない事態となった。その後ペソ相場は落ち着きを取り戻しているが、先行きは依然不透明と言える。
- 原油安による交易条件の悪化に加え、インフレ圧力の高まりや景気動向と無関係な利上げは、内需の下押し圧力となることが懸念される。慢性的な「双子の赤字」を抱えるなどファンダメンタルズも脆弱ななかで政府は歳出削減に取り組んでおり、これも景気を下押しする。足下では昨年来下落基調が続いたペソ相場に反動の動きが出ているが、先行きも外部環境の動揺に揺さぶられやすい展開が続くと予想される。

### 《中南米で数少ない堅調な景気拡大が続いているが、先行きは外部環境の動向に揺さぶられやすい展開が予想される》

- 中国の景気減速が世界経済の重石となる状況が続くなか、年明け直後は米国による金融政策の正常化を巡る思惑なども国際金融市場の動揺を招いた結果、米国の隣国ゆえに「緩和マネー」の活発な流入が続いてきたメキシコも結果的に混乱に巻き込まれる事態となった。しかしながら、足下の景気を巡っては米国経済が堅調な拡大を続けるなか、輸出の8割以上を米国向けが占めるなど米国経済に対する依存度が強いメキシコ経済にとって追い風になっている。昨年10-12月期の実質GDP成長率は前年同期比+2.5%と前期(同+2.8%)から減速しており、前期比年率ベースでも+2.19%と前期(同+3.31%)から伸びは一服しているものの、中南米諸国、特に、原油をはじめとする鉱物資源に対する依存度の高い国々では軒並み景気低迷に喘ぐ展開となっている。こうした状況にも拘らず、メキシコの2015年通年の経済成長率は前年比+2.55%と前年(同+2.25%)から加速しており、依然として比較的堅調な景気拡大が続いていることが確認された。

図1 実質GDP成長率(前期比年率)の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

天候不順の影響で農林漁業関連の生産に下押し圧力が掛かっていることに加え、原油安の長期化は鉱業部門の生産の重石になるなど景気の足かせになっている一方、米国経済の堅調さを背景に自動車関連を中心とする製造業の生産は底堅く推移しているほか、来訪者数の拡大などを受けてサービス業も全般的に押し上げられており、産業ごとの跛行色は一段と鮮明になっている。ただし、堅調な景気拡大が続く一方で不透明要因も少なからず存在することには注意が必要と言えよう。原油安の長期化などを受けて交易条件は悪化基調が続くなど国民所得の下押し圧力が強まるなか、足下ではインフレ率が徐々に上昇圧力を強めつつある。直近のインフレ率は依然として中銀の定めるインフレ目標の範囲内に収まっているものの、米国の金融政策の正常化観測を受けた昨年来の通貨ペソ安の進展による輸入インフレ圧力の高まりが徐々に警戒されるなか、中銀には慎重な政策

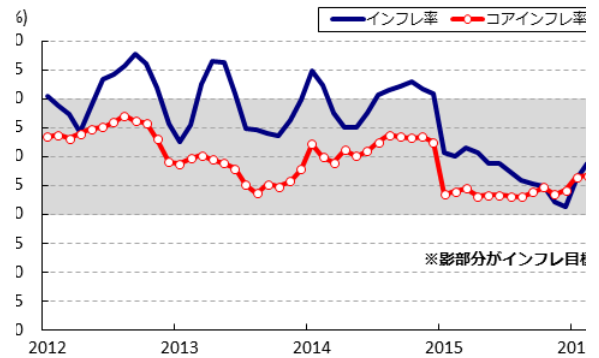
対応が迫られている。中銀は昨年12月に米国F e d（連邦準備制度理事会）による利上げ決定に際して、歩調を併せる形で利上げを実施したものの、年明け直後の国際金融市場の動揺に伴う海外資金の流出により通貨ペソ安が急速に進んだことを受け、今年2月には通貨防衛の観点から緊急利上げに踏み切らざるを得ない事態に追い込まれた。足下では米国による先行きの利上げペースが当初見込まれていた想定よりも相当緩やかになるとの見方が広がっており、流出圧力が強まった新興国などに資金が回帰する動きがみ

られるものの、こうした展開が今後も安定的に継続するかについては極めて不透明である。その意味においては、今後も米国の金融政策を巡る見通しとそれに伴う国際金融市場の動向に対して敏感にならざるを得ない状況となることは避けられないであろう。

- このように外部環境に応じて金融政策が左右される展開は、国内経済にとってもプラスではないことに注意が必要である。足下のメキシコ経済にとっては米国経済の堅調さが追い風になっているが、原油相場の低迷長期化をきっかけとする交易条件悪化で国民所得に下押し圧力が掛かるなか、通貨ペソ安を契機に物価上昇圧力が高まることは家計部門の実質購買力の低下に繋がることは避けられない。さらに、こうした環境下にも拘らず利上げを断行せざるを得ないことは、個人消費や企業の設備投資意欲にも悪影響を与えるリスクがある点にも注意が必要である。唯一明るい材料があるとすれば米国経済の堅

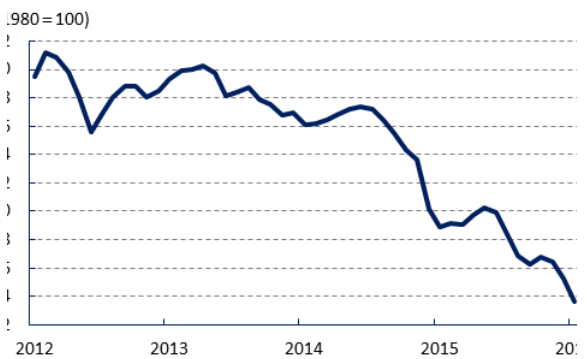
調さ、特に、雇用環境の改善が続いていることを受けて、GDPの2%強の規模にしか満たないとはいえ、移民労働者からの送金が堅調に推移していることはプラスと言える。また、昨年来の通貨ペソ安を受けてペソ建てみた送金額が増大すると期待され、個人消費の下支えに繋がる可能性はあるものの、その他のマイナス要因の多さ及び大きさを勘案すれば、景気を押し上げるほどの力を持てるかは不透明である。同国経済に占める石油関連部門の割合は名目ベースで3%に満たないなど、必ずしも原油相場の低迷長期化が経済全体に影響を与えるとは考えにくい状況になっているが、産油国間での増産凍結などに向けた合意には相当の時間を要することは避けられないなか、先行きも交易条件の回復は見込みにくい展開が続くと予想される。また、実効ベースでみたペソ相場は足下で直近のピークから3割近く下落するなど輸出にプラスに作用すると期待されるものの、交易条件がそれ以上のペースで悪化していることは、同国の輸入依存の高さゆえに慢性的に経常赤字を抱えるなど対外収支が脆弱であることも影響していると考えられる。さらに、こうした対外収支の脆弱さは世界的なマネーの動向に対して同国経済が動揺しやすい構造に繋がっており、結果として上述のように中銀が自立した形で金融政策運営を行うことを難しくする一因になっている。海外資金の動きに対する脆弱さを高めることになった背景には、その硬直的な財政構造も大きく影響している。同国の財政を巡っては、かつては歳入の4割弱を原油関連収入が占める構造となってきたが、同国ではここ数年産油量が低下傾向を強めていることに加え、一昨年来の原油相場の調整に伴い原油関連収入が大きく落ち込んだ結果、直近では2割にも満たない水準に留

図2 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3 交易条件指数の推移



(出所)CEIC より第一生命経済研究所作成

まる状況となっている。その結果、ここ数年は財政赤字のGDP比は拡大基調が続いており、経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」を抱えるなど経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）の悪化が懸念される展開が続いてきた。こうしたなか、政府は先月になって原油安の長期化に伴う歳入減を理由に歳出削減を行う方針を発表しており、この対応も景気にとっては少なくとも下支え要因の剥落に繋がることで、勢いを一段と削ぐことになると予想される。なお、足下においては国際金融市場を取り巻く環境が改善してい

ることに加え、中銀による緊急利上げやその後のペソ買い（ドル売り）の為替介入実施をはじめとする異例の対応や、政府による歳出削減などを受けて投資家マインドが改善したことでペソ相場は底堅く推移している。しかしながら、先行きの景気については明るい材料がなかなか見出しにくいなど内需主導による自立した景気回復が期待しにくい上、外需にも不透明感が残ることを勘案すれば、足下の勢いでペソ相場は回復基調を強めるとは考えにくい。その意味では、当面のペソ相場は米国の金融政策のスタンスや中国経済の動き、さらには原油相場の動向など外部環境に引き続き揺さぶられやすい展開が続くと見込まれる。

以上

