

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 丸山義正 03-3497-6284 maruyama-yo@itochu.co.jp

脆弱さを自認した経済運営を続けるメキシコ

メキシコ経済は 4～6 月期こそ高成長を達成したが、貿易・金融・所得で幅広く依存する米国経済の低成長に伴い、今後は減速が避けられない。インフレ率が低位で安定しているため、景気減速を受けて、中央銀行は 10 月にも利下げへ転じる可能性がある。米国依存や経常収支の赤字など、メキシコ経済は金融危機再燃に対して極めて脆弱であるが、政府はその脆弱さを自認し、セーフティネットを講じている。金融危機が再燃すれば、メキシコ経済の低成長は避けようもないが、危機的な状況は回避できる可能性が高い。

4～6 月期高成長も 7～9 月期は減速

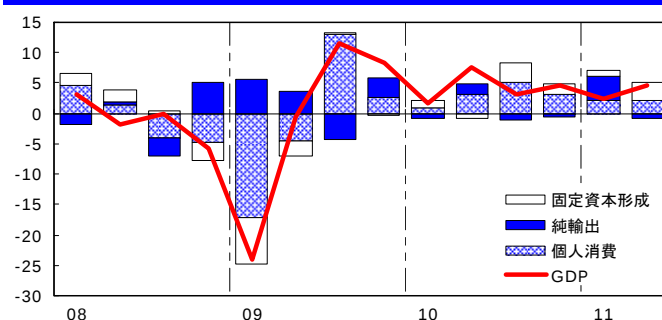
メキシコ経済の成長率は 2011 年 4～6 月期に前期比年率 4.5%となり、1～3 月期の 2.4%から大幅に加速した。2011 年上半期は年率 3.5%成長である。2011 年 4～6 月期及び上半期の成長率は、2010 年平均の成長率 5.4%を下回る。しかし、金融危機を受けて 2009 年に▲6.2%の落ち込みを余儀なくされた反動で 2010 年は稀に見る高成長を記録した。金融危機前 2007 年までの 10 年間の平均成長率は 3%であり、それと比べれば、足元のメキシコ経済は好調と判断できるだろう。

しかし、海外経済減速を受けた輸出鈍化などを主因として、メキシコ経済は 7～9 月期に減速へ転じた模様である。PMI に相当する IMEF 指数を見ると製造業は 1～3 月期平均 52.6 が 4～6 月期に 53.5 へ加速した後、7～9 月期は 50.7 へ低下、非製造業も 1～3 月期 52.8 が 4～6 月期 53.2 へ加速の後、7～9 月期は 51.5 へ低下している。7～9 月期の成長率は大幅に低下すると見込まれる。

個人消費は鈍い回復に留まる

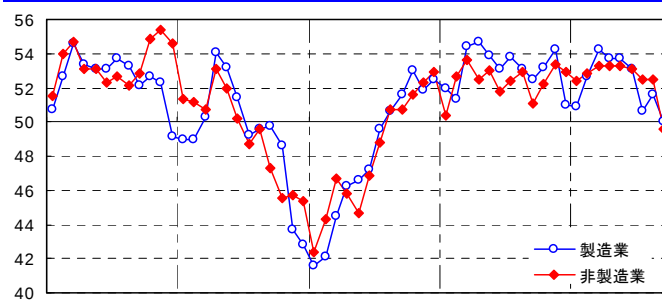
雇用情勢は持ち直しの基調にあるものの、未だ十分な回復には至っていない。社会保険加入者ベースの雇用者数は 2010 年から増加に転じ、2010 年後半には前年比 5%を超えるペースで拡大していたが、2011 年に入り、増勢が前年比 4%程度まで減速している。失業率は金融危機前の 3%台後半が 2009 年 9 月に 6%まで上昇した。その後は緩やかに低下、直近 2011 年 8 月は 5.4%となっているものの、金融危機前に比べれば大幅に高い水準に留まる。

実質GDP成長率の推移(前期比年率、%)



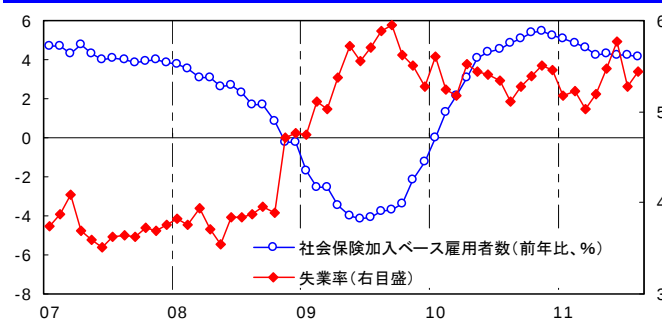
(出所)CEIC Data

IMEF景況感指数の推移(中立=50)



(出所)Bloomberg

雇用情勢の推移(%)



(出所)CEIC Data

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

こうした雇用情勢の回復の鈍さを受けて、個人消費は伸び悩んでいる。金融危機前4年間の個人消費は年率5%程度で拡大していたが、2011年前半は3%程度の伸びに留まる（1～3月期前期比年率3.3%、4～6月期3.0%）¹。但し、小売業販売が6月前月比0.9%、7月0.4%と増加、自動車販売台数は前年比二桁増を続け、サービス産業の売上高も増加基調にあるなど、個人消費の拡大が途絶えてしまったわけではない。

輸出は今後減速が避けられない

メキシコの輸出は増勢を維持している。ドル建て貿易統計によると名目輸出は金融危機を受けて3四半期連続で前期比マイナスを余儀なくされた後、2009年4～6月期から増加に転じ、2011年4～6月期まで9四半期連続で増加した。また直近3四半期は前期比年率二桁増を確保している。内訳を見ると、原油を中心とした石油製品（2010年の輸出シェア14%）、自動車（同22%）、自動車以外の工業品（61%）などが、いずれも拡大基調にある。但し、輸出の足

元を見ると、7月に前月比横ばい、8月は▲3.2%と大きく落ち込むなど、増勢に翳りが見られる。主要な輸出先である米国経済減速の影響がいよいよ鮮明化してきた可能性が高い。

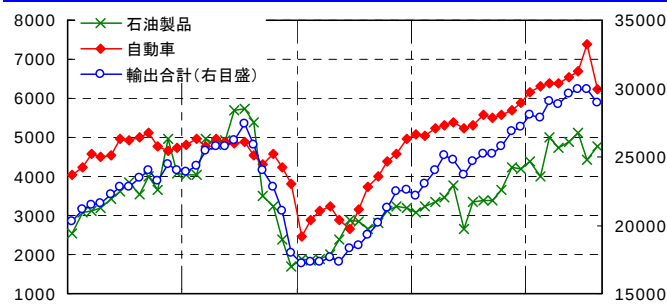
1994年のNAFTA発効によりメキシコは、米国の経済圏に組み込まれており、2010年時点で財輸出の実に8割が米国向けである。こうした米国依存が2008年からの金融危機における深刻なマイナス成長の一因であり、メキシコ政府も米国への依存度合いを引き下げるべく取り組んでいる。メキシコは世界各国との間で積極的なFTA締結²を推進しており、特に地理的に近くかつ中南米最大の市場を抱えるブラジルとは貿易自由化を達成すべく、「戦略的経済統合協定」などの交渉を進めている。なお、既にブラジルとの自動車貿易については、2007年に完全自由化された。こうした取り組みを受けて、輸出に占める米国向けのシェアは2000年89%、2005年86%、2010年80%と徐々に低下しているが、米国一国に大きく依存する脆弱さは変わらない。米国以外の輸出仕向け地は、南米向けと欧州向けが共に5%程度を占め、アジア向けは4%弱（中国向け1.4%、日本向け0.6%）に留まる。

米国経済については今年後半及び来年以降も低成長の継続が見込まれ³、メキシコの輸出も当面は不冴えな状況が避けられないと予想される。

自動車生産が急拡大

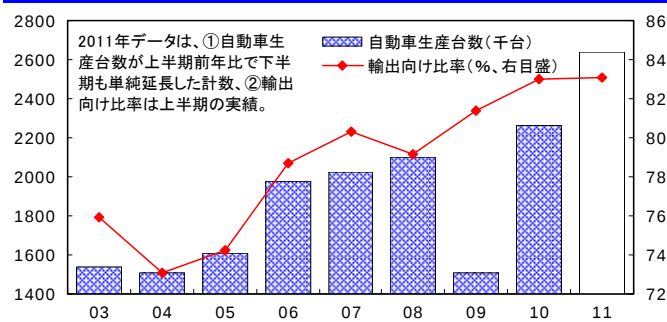
ブラジルの製造業の中で、特に拡大が著しいのは自動車産業である。米国市場や中南米市場向け輸出を狙って、欧米や日系の自動車メーカーが進出、自動車生産が急拡大している。自動車生産は金融危機を受けて2009年こそ前年比▲28.3%と大きく落ち込んだものの、2010年は世界的な需要拡大を受けて

輸出動向(季調値、百万ドル)



(出所)CEIC Data

自動車生産の推移



(出所)CEIC Data

¹ 統計の制約で、現行基準の個人消費データは2003年以降しかない。

² 日本とのEPAも2005年に発効。

³ 2011年9月27日付「[米国経済情報 2011年9月号](#)」を参照。

50.0%増を記録、2010年の生産水準は2008年を7.5%上回った。2011年に入っても自動車生産の増加基調は変わらず、日本の東日本大震災を受けたサプライチェーン途絶により4月こそ前年比▲7.2%と前年割れを余儀なくされたものの、5月には24%に転じ、その後も前年水準を上回って推移している。日系メーカーの生産能力拡張も進んでおり、メキシコの自動車生産に占める日系メーカーのシェアは2005年の23%が2010年には25%程度に上昇した。メキシコの自動車産業の特徴は輸出比率が極めて高いことである。2010年の生産台数226万台のうち、83%の188万台が輸出向けであり、関税障壁のない米国市場やブラジル市場などに出荷された。

海外労働者からの送金で経常収支が改善

メキシコの経常収支は赤字が続いている（2010年▲36億ドル）。内訳は貿易収支（2010年▲29億ドル）、サービス収支（同▲58億ドル）、所得収支（同▲126億ドル）が全て赤字である。但し、そうした経常収支の赤字は大部分が、米国などへの移民者や出稼ぎ労働者による送金により相殺されているため（移転収支は215億ドルの黒字）、経常収支の赤字幅は金融危機の2008年でも名目GDP比で▲1.5%までの拡大に留まった。足元では上述した自動車輸出の拡大や原油輸出量の減少ペース鈍化により、貿易収支が改善傾向にあるため（2011年上半期は僅かながら貿易収支は黒字を確保）、経常収支の赤字は縮小傾向にある。

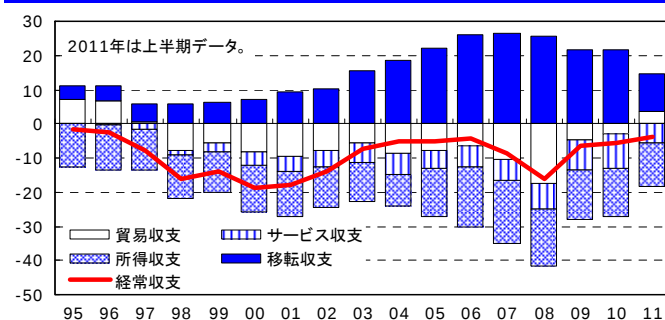
緊急時に備え外貨準備とクレジットラインを確保

経常収支の赤字は、長期的な資金としての性格が強い直接投資によってファイナンスされている。メキシコへの直接投資額は、2007年迄に比べれば鈍化

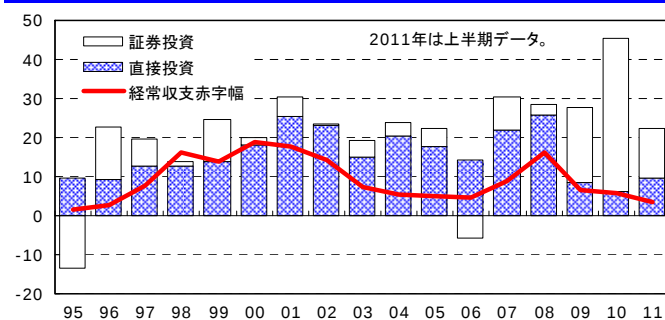
しているものの、引き続き高水準を維持している。なお、2010年の直接投資収支が低水準に留まったのは、メキシコによる海外直接投資拡大の影響が大きい（ネットである収支は縮小した）。一方、証券投資は2009年以降、高水準で推移しているが、これは財政収支が赤字に転じたことに加え、政府が海外債務比率の低下に一定の目処がついたとの判断から外債発行を再開した影響が大きい。メキシコは2010年に償還期間100年のドル建て国債10億ドルを発行するなど、外債発行を積極的に行っている。

メキシコ政府は、外債発行を積極化する一方で、経常収支の慢性的な赤字構造や米国依存の状況が世界的な金融市場の混乱に際して外貨の資金繰り難に繋がる危険を踏まえ、積極的に外貨準備の積み増しを進めている⁴。外貨準備残高は2008年時点で輸入額の3.3ヶ月分に留まっていたが、2010年末に4.5ヶ月分、直近2011年9月末には5.5ヶ月分まで増加した。メキシコ政府はそうした外貨準備の増加でも資金繰り対策には不十分と考え、後述するようにIMFから720億ドル（輸入の3ヶ月分相当）のクレジットライン

経常収支(10億ドル)



資本収支の推移(10億ドル)



⁴ 2010年2月以降、商業銀行に対しドル・プットオプションの入札を実施している。オプションが執行されれば、中銀がドルを購入し、外貨準備となる。

(FCL: Flexible Credit Line) も別途確保している。

インフレ率は安定推移、中銀に利下げ余地

インフレ率は 2009 年以降、概ね低下傾向を辿り、直近 2011 年 8 月は 3.4% とメキシコ中銀が掲げるインフレ目標 3%±1%Pt の中央値近くで推移している。他の新興国と同様、食料やエネルギーなどを中心に、財のインフレ率は上昇しているものの、雇用情勢や個人消費の回復が鈍いことを反映し人件費が太宗を占めるサービス価格が安定的に推移、インフレ率の上昇を抑制している。

メキシコ中銀は金融危機に際し、政策金利を 8% 超から 4.5% まで引き下げた後、2009 年半ば以降は 4.5% に維持している。足元で進んでいるペソ安が輸入物価上昇を通じてインフレ率を押し上げると見込まれるものの、その多くは景気鈍化に伴うサービス価格の伸び鈍化で吸収される可能性が高い。そのため、政策金利には引き下げ余地があると判断できる。既に見たように、米国経済の減速などを受けて輸出面から景気に対する下押し圧力が強まっており、次回 10 月 14 日に開催される金融政策決定会合ではメキシコ中銀が利下げに踏み切る可能性があるだろう。

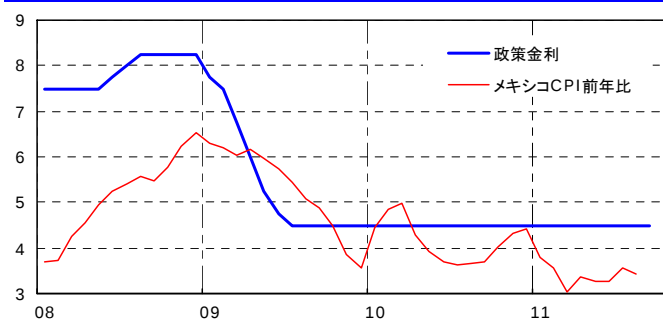
慎重な財政運営が続くが…

過去の累積債務危機などの反省に立脚し、メキシコでは 2006 年 3 月に公布された連邦予算財政責任法 17 条に基づき、単年度の財政収支均衡が義務付けられている（2009 年度予算からは後述する PEMEX 投資資金を除くベース）。実際、2008 年度までプライマリーバランスは一貫して黒字、金融危機前には財政収支も 2006 年度名目 GDP 比 0.1%、2007 年度同 0.04% と小幅ながら黒字を確保した。金融危機に見舞われた 2008 年度でさえ、プライマリーバランスは名目 GDP 比 1.8% の黒字、財政収支も ▲0.1% の小幅赤字に留まっていた。

しかし、2009 年度に入り、油田の老朽化などから原油生産が急減、かつ金融危機を受けた原油価格下落も響き、歳入の 36.9%（2008 年度時点）を占めていた石油関連歳入が前年比 ▲17% と大きく落ち込んだ。加えて、金融危機に伴う景気低迷で税収も減少に転じたため、メキシコは 2009 年度に名目 GDP 比で ▲2.3% の財政赤字に転落してしまった。

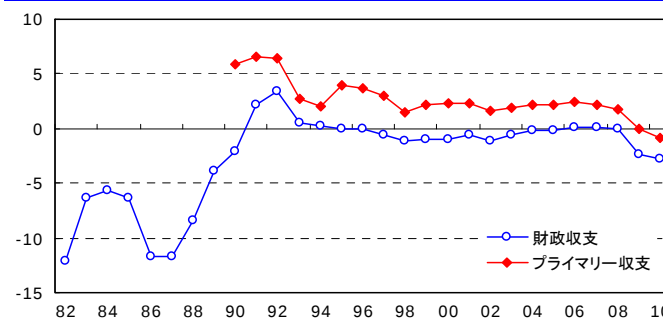
そうした厳しい経済・財政状況に鑑み、メキシコ政府は、連邦予算財政責任法 17 条 2 項の「やむを得ない経済・社会状況に応じて一時的に赤字予算を組むことができる」との規定を 2010 年度及び 2011 年度予算に適用すると表明、赤字予算の策定に踏み切った。財政収支は 2010 年度実績が名目 GDP 比 ▲2.8%、2011 年度も 8 月時点で前年をやや上回る赤字となっている（メキシコの会計年度は 1～12 月）。但し、財政収支の赤字の大部分は資金調達や予算運用に自主権を有する石油公社 PEMEX の投資資金である（名目 GDP 比約 2%）。政府が財政運営のメルクマールとする PEMEX 投資資金を除いたベースでの財政赤字は

メキシコ金融政策 (%)



(出所)CEIC Data

財政収支の推移 (名目 GDP 比、%)



(出所)CEIC Data

2010 年度実績が名目 GDP 比▲0.7%、2011 年度見込み▲0.3%であり、赤字は変わらないが、その金額は少額に留まり、総じて慎重な財政運営が行われていると判断できるだろう。

しかし、世界経済とりわけ米国経済の減速を踏まえ、政府は 2012 年度での財政収支黒字化の方針を撤回し、2012 年度も景気刺激気味の財政政策を維持、小幅ではあるが財政赤字状態が継続する見通しである。カルデロン大統領が 9 月 8 日に公表した 2012 年度予算では、PEMEX 投資資金を除く財政収支は 367 億ペソの赤字、名目 GDP 比で▲0.2%と見込まれており、赤字予算が 3 年度に渡って継続する。財政収支黒字化のタイミングが遅れることはメキシコの信用リスクを考える上で当然にネガティブだが、赤字幅は僅かであり、かつ長い目で見れば、メキシコ経済の下支えを通じて財政の悪化を防止する政策とも言える。実際、現時点で主要な格付会社はメキシコのソブリン格付けを BBB+ もしくは BBB の投資適格級で安定的と判断している⁵。

なお、メキシコ政府は、2012 年度予算の中で、70 億ドルの外債発行を計画している。こうした外債発行計画は、欧州ソブリン問題が燃える下では困難となる可能性が否定できない。実際、他の新興国と同様に、メキシコの CDS (クレジットデフォルトスワップ) は大幅に上昇している (ブラジルなどと同程度の上昇)。但し、メキシコは IMF に対し 720 億ドルのクレジットライン⁶ (FCL: Flexible Credit Line) を確保しており、外貨資金繰りに関して十分なセーフティネットを保有していると言える。

脆弱さを自認した政策運営だが、構造改革は遅れる

慎重な財政運営などにより、メキシコ経済は安定度合いを増している。しかし、貿易のみならず金融 (米系金融機関によるファイナンス) や所得 (出稼ぎ労働者などからの海外送金による経常収支改善) など様々な面で、米国に大きく依存する。米国経済が、当面低成長を余儀なくされる可能性が高いことを踏まえれば、メキシコ経済にも当然に高成長は期待できない。IMF は 9 月見通しでメキシコの成長率を 2011 年 3.8%、2012 年 3.6%、政府は 2012 年度予算の前提となる成長率を 2011 年 4%、2012 年 3.5% としたが (9 月 8 日時点)、当社では 2011 年の成長率が 3.5%、2012 年は 3.2% 程度に留まると予想している。

メキシコペソ相場の推移



(出所) Bloomberg

欧州ソブリン問題を受けた世界的なリスクオフの動きに加え、経済の米国依存も嫌気され、ペソ相場は 8 月下旬から下落に転じ、2011 年のピークから 2 割超も下落した。これは他の新興国通貨と比べても際立って大きい下落である⁷。2010 年、2011 年に大量に流入した証券投資資金の巻き戻しなどが影響したと考えられる。そもそも、他の新興国通貨とは異なり、ペソ相場は金融危機後 2011 年になっても上昇が限定的であり、これは内需に力強さがなく、米国経済に依存する状況を反映したものである。こうした為替相場の変動は、メキシコ経済が先進国発の金融危機に対して脆弱な経済構造を有することを示している。

⁵ メキシコの外貨建長期債務格付けは、Moody's が Baa1、S&P は BBB、Fitch も BBB。

⁶ [“IMF Executive Board Approves New Two-Year US\\$72 Billion Flexible Credit Line Arrangement with Mexico”](#) IMF, January 10, 2011

⁷ 但し、クレジット懸念を直接的に示すメキシコの CDS は上昇幅が同格付の中南米諸国と同程度に留まる。ペソ下落は、クレジットというよりも成長に対する懸念を反映したものと考えられる。

メキシコ政府は、そうした脆弱な経済構造を自認した上で、慎重な財政運営や IMF からのクレジットライン確保などにより、様々なセーフティネットを確保している。そのため、金融危機が再燃した場合の低成長（場合によってはマイナス成長）は避けようもないが、メキシコ経済が危機的状況に陥る可能性が高いとは言えないだろう。なお、メキシコ経済の米国依存は、金融危機再燃に際して米国さえ持ちこたえれば、メキシコ経済も深刻な落ち込みを回避できることでもある。これは、欧州との結びつきが強い他の中南米諸国とは大きく異なる。

若年人口が多く、資源に恵まれていることもあり、メキシコは極めて高い成長ポテンシャルを有するとされる。しかし、未だに内需主導経済への移行が進まず、米国経済の変動に左右される状況が継続している。メキシコ経済についてまず必要とされるのは、多くの識者が言うように、インフラ整備などの競争力向上に繋がる経済政策を講じるための財源確保であり、具体的には、他の新興国と比べても低い税收依存度（名目 GDP 比で一割強に留まる）の引き上げである。現在のカルデロン政権も繰り返し税制改革を叫んできたが、野党の反対などにより、成立には至っていない。こうした中、カルデロン大統領の 6 年の任期が 2012 年末で終了する。メキシコは今年後半から選挙シーズン入りし、来年 7 月には大統領選挙ならびに上下両院の議会選挙が行われる。現在の議会では与党が上下両院ともに過半数の議席を有しないことが、大胆な経済政策の推進を阻害する一因になってきた。選挙を経て、メキシコの政治体制が変化するのかが注目される。