

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

低空飛行の中にも光明が見えるメキシコ経済

輸出低迷により、メキシコ経済は2012年後半から減速し、足もとの成長ペースは年率2%台前半に低下。しかし、個人消費は底堅く、固定資本形成には復調の動き。限定的なインフレ圧力に加え、景気減速やペソ高を踏まえ、中央銀行は3月に利下げ。Fedの金融緩和縮小観測を受けた新興国市場の乱気流はメキシコにも悪影響。但し、輸出の8割近くを米国向けが占めるなど米国依存度が極めて高いため、米国経済が2013年後半から持ち直しへ向かえば、メキシコ経済も復調に転じる見込み。

メキシコ経済が低空飛行を余儀なくされている。昨年後半からの、輸出低迷が経済の足を引っ張るという構図が、続いているためである¹。昨年12月に就任したペニャエト新大統領は、就任直後から経済面での逆風に立ち向かわざるを得ない状況にあったが、加えて近時はFedの金融緩和縮小観測を受けた金融市場の乱気流にも晒されている。

2012年は3.9%成長を確保したが

2012年のメキシコ経済は、当社予想の前年比3.8%に概ね一致する3.9%の成長を確保した。2011年の3.9%に続き、3年連続での潜在成長²超えの成長達成である。世界経済が減速する下での3年連続の高成長確保は、低成長に喘ぐ南米一の大国ブラジルとは対照的であり、自由貿易を推進し、自動車産業の生産拠点として世界的なプレゼンスを強化するメキシコの面目躍如と言えるだろう。なお、3年連続の潜在成長ペースを上回る成長ではあるが、リーマンショックに伴う2009年の6%もの落ち込みにより、マイナスの需給ギャップが発生していたため、後述するようにインフレ圧力は高まっていない。

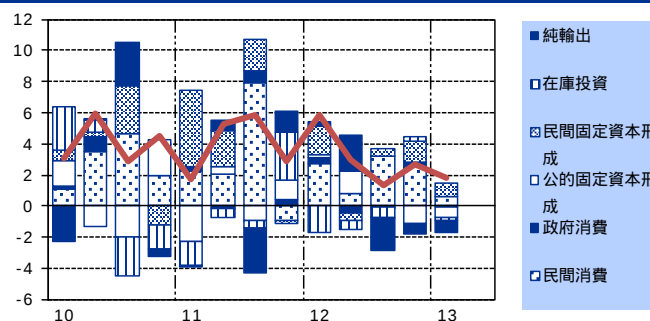
2012年後半から輸出低迷に伴い失速

しかし、自由貿易を推進する下で、当然に世界経済の減速による悪影響はメキシコへも及ぶ。2012年は通年でこそ3.9%の成長だが、2012年前半の前期比年率4.4%成長に対し、後半は2.1%成長へ成長率が半減した。2013年1～3月期も前期比年率2.2%と昨年後半並みの成長にとどまる。こうした低成長の主因は、既に述べたように、外需すなわち輸出の落ち込みである。

自動車の輸出枠設定と米国経済の低迷

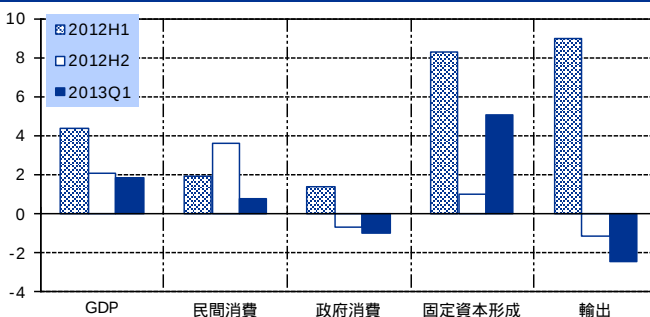
GDPベースの輸出は、2012年前半に前期比年率9.0%の高い伸びを記録したものの、後半には▲1.2%

実質GDP成長率（前期比年率、%）



(出所)CEIC Data

GDP及び需要項目の推移（前期比年率、%）



(出所)CEIC Data

¹ ペニャエト新大統領の就任及び政策については、1月22日付 Economic Monitor「新大統領の舵取りが注目されるメキシコ」などを参照。

² 国際機関ではメキシコの潜在成長率は3%台前半とすることが多い。

と減少へ転じ、2013年1～3月期も前期比年率▲2.5%と減少が続いた。輸出低迷には、世界経済（とりわけ米国経済）の減速に加え、中南米での保護主義的な政策も影響した。アルゼンチンやブラジルの保護主義的なスタンスにより、従来自由だった自動車輸出において2012年から無税輸出額に上限が設定されたためである。こうした動きを受け、メキシコの自動車輸出は2012年前半の前年比15%増加が、後半には5%増加へ急減速した。更に、2013年入り後は、財政問題による悪影響を受けた米国経済の減速と2012年終盤から進んだペソ高ドル安により、輸出の8割近くを占める米国向け輸出が押し下げられた。

2012年に貿易収支が黒字へ転換

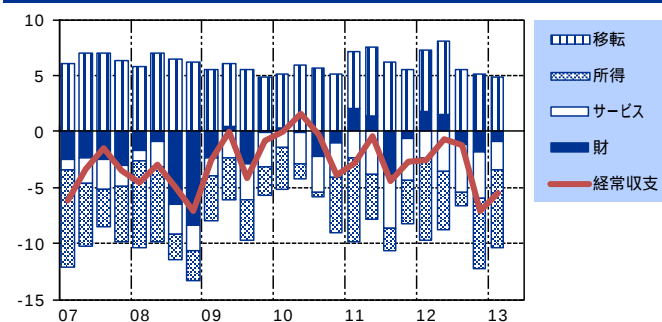
メキシコの貿易収支は2012年に3.5億ドルと僅かながら黒字に転じた。石油生産の減少とガソリン輸入の増加により石油関連の収支は悪化したものの、自動車輸出が拡大したためである。但し、配当などの支払いのため所得収支が大幅な赤字となっており、米国などへの出稼ぎ労働者による仕送りがもたらす移転収支の大幅黒字をもってしても補えず、経常収支は赤字である。とは言え、経常収支の赤字は、対内直接投資による資金流入でカバーされており、また2012年時点での名目GDP比で見た赤字幅は1%程度に過ぎず、大きな問題となるレベルではない。なお、2012年10～12月期、2013年1～3月期と経常収支赤字が拡大している。主因はサービス収支及び所得収支であり、一時的な要因の影響が大きいと考えられる。

2013年後半から輸出は回復へ

2013年後半にかけて、メキシコの輸出は徐々に反転へ向かうと考えられる。第一に、後述するようにペソ高への牽制も踏まえメキシコ中銀が利下げに踏み切る一方、米国ではFedによる金融緩和縮小観測が強まり、為替相場がペソ安へ急速に反転したためである。急激な変動は好ましくないが、ペソ安自体はメキシコ製造業の競争力を高める。第二に、最大の輸出仕向け地である米国経済の回復が見込まれるためである。米国経済は、財政問題の悪影響から2013年前半に低成長を余儀なくされているが、民需は家計部門を中心に底堅く推移しており、財政問題の悪影響が和らぐ年後半には成長ペースが徐々に高まると考えられる。

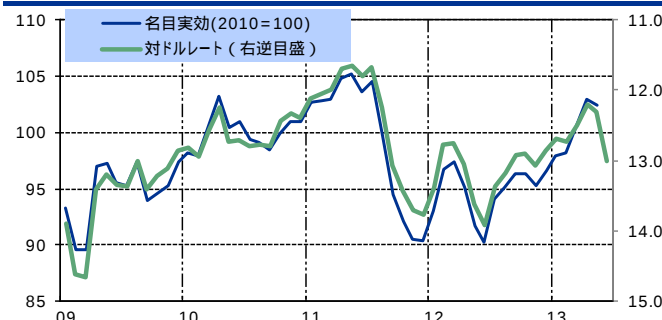
メキシコ製造業の景況感指数（PMI）は1～3月期の52程度が、4月に50.5、5月には48.3へ低下し、中立水準である50を割り込んだ。こうした推移は、米国の製造業景況感を示すISM指数とほぼ平行である。裏を返せば、米国製造業の回復と平行に、

経常収支の推移（10億ドル）



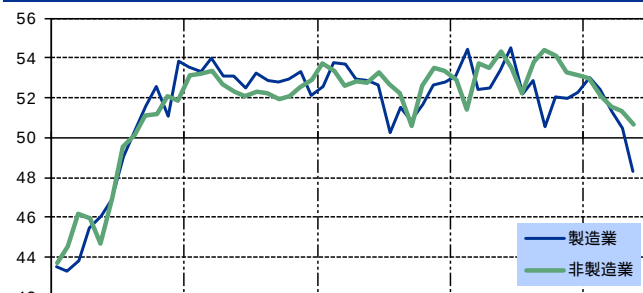
(出所)CEIC Data

為替相場の推移



(出所)CEIC Data

企業景況感指数（中立=50）



(出所)IMEF

メキシコ製造業も回復へ向かう可能性が高い。米国では、既に地区別景況感指数に回復の動きが見られ、早ければ6月、遅くとも夏場には米国とメキシコ共に製造業の景況感が改善へ向かい、再び中立水準を上回ると見込まれる。メキシコの輸出における高い米国依存度は、リーマンショック後の大幅なマイナス成長が象徴するように諸刃の剣ではあるが、中国など新興国経済の先行き不透明感が強まる現在においては、寧ろプラス面が強く現れている。

個人消費は1～3月期減速も過度の懸念は不要

外需の低迷に対して、内需は一進一退の推移を辿っている。まず、民間消費は2013年1～3月期に前期比年率0.8%まで減速したが、これは昨年下半年に前期比年率3.6%の高い伸びを示した反動が大きい。雇用情勢は底堅い推移を続け、また自動車販売など4月以降の消費関連データでは持ち直しを示唆するものが見立つ(1～3月期前年比5.8%、4月19.5%、5月9.0%)。個人消費の先行きに、過度の懸念は不要であろう。

設備投資は復調

固定資本形成には持ち直しの動きが見られる。固定資本形成は、2012年後半に前半期比年率1.0%まで減速したものの、2013年1～3月期は前期比年率5.0%へ再加速した。特に民間部門に関しては、2012年4～6月期▲2.6%、7～9月期2.6%と低い伸びにとどまったが、10～12月期8.2%、2013年1～3月期5.6%とその後の復調が明確である。産業集積が進む自動車セクターを中心に設備投資意欲は強い。

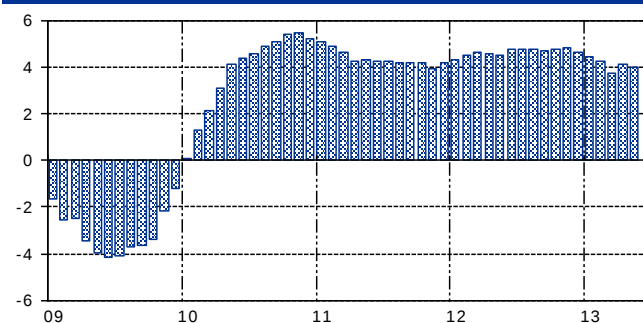
インフレ圧力は限定的

消費者物価指数(CPI)は、2012年末に前年比4%を割り込んだものの、2013年3月以降に反転、最新5月データでは4.6%と再び、メキシコ中銀が目標とする $3\% \pm 1\%Pt$ の上限である4%を超えた。しかし、こうした上昇のほとんどは食料品によるものである。農産物やエネルギー、規制品などを除いたコアCPIは中央銀行の目標とする中央値近傍の3%程度にとどまり、更に米国基準のコアCPI³では2%台の伸びに過ぎない。2013年に入りペソ高が進んでいたため、輸入インフレのリスクも低下し、インフレリスクは明確な低下傾向にあった。

ペソ高牽制もあり、中銀は3月に利下げ

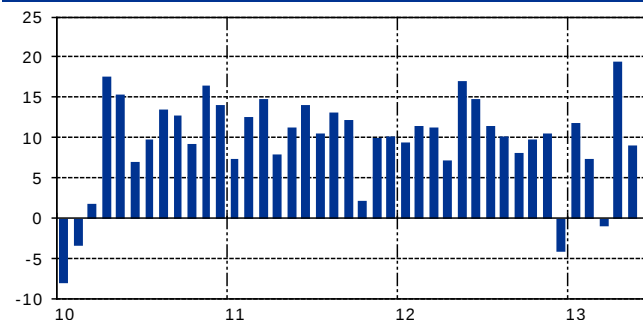
そうしたインフレリスクの後退に加え、ペソ高の急速な進行と景気減速を踏まえ、3月8日の金融政策決

社会保険加入者ベース雇用者数(前年比、%)



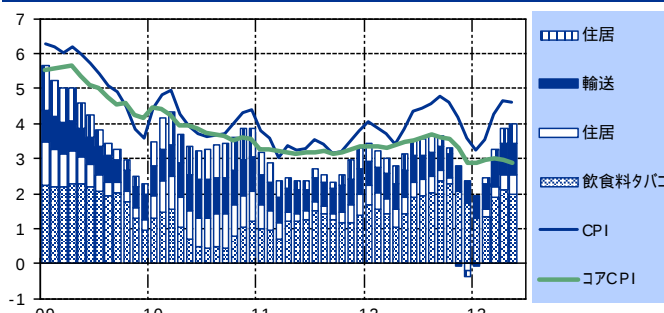
(出所)CEIC Data

新車販売台数(前年比、%)



(出所)CEIC Data

CPIの推移(前年比、%)



(出所)CEIC Data

³ 除く食料・エネルギー

定例会においてメキシコ中銀は、当社想定通り⁴、利下げに踏み切った。政策金利は4.5%から4%へ50Bp引き下げられている。3月の利下げは、ペソ安へのけん制や景気の一層の減速を回避するための保険的な意味合いが強かったと考えられる。利下げ後、ペソ高進行には歯止めがかかり、加えて既に述べたように6月後半にはFedの金融緩和縮小観測を受けてペソが急落へ転じた。

新興国市場の乱気流

懸念されるのは、新興国市場で生じている乱気流の影響である。5月以降に急速に高まったFedの金融緩和縮小観測などを受けて、各国のファンダメンタルズを無視した新興国売りが生じている。他の新興国と同様に、メキシコについても株価は大幅に下落、信用リスク(CDS)は急上昇した。為替相場では通貨安が進んだが、他国とは異なり1~3月期に通貨高が進んでいたため、メキシコでは5月以降の通貨安は進行幅こそ大きい、年初対比の水準で見ると通貨安が大きく進んだ訳ではない。

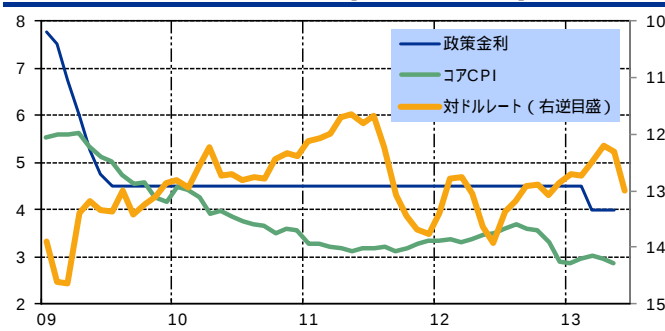
売り一巡後は、個々の新興国のファンダメンタルズが問われることになる。その際に、資源依存度が高くはなく、また輸出仕向け地における米国比率が高いメキシコは相対的に有利なポジションに位置すると考えられる。

今後の金融政策に関しては、4~6月期も景気低迷は解消せず、株価下落もあるため、実体経済サポートのための追加緩和の実施は否定されない。ただ、通貨安のリスクが障害となる点には留意する必要がある。

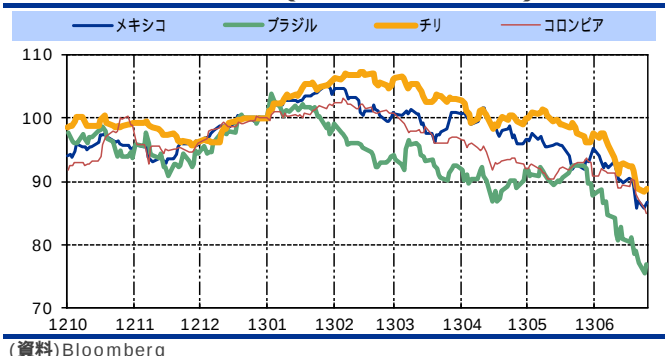
2013年のメキシコ経済は減速

既に述べたように、基本シナリオでは内需が底堅さを維持する間に、米国経済の回復に対応するかたちで輸出が持ち直し、メキシコ経済の成長率は2013年後半以降に徐々に高まると予想している。ただ、2012年後半から2013年前半の低迷が響き、2013年通年の成長率は2.4%へ低下する。2013年後半からの成長率持ち直しを受けて2014年は潜在成長ペースである3%前半へ再び成長率が高まる見込みである。こうした基本シナリオに対する最大のリスクは、更なる金融市場の動揺である。

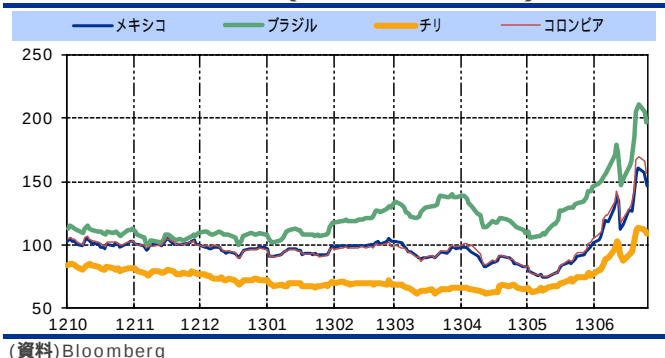
金融政策の推移(%,ペソ/ドル)



株価の推移(2013年初=100)



CDSの推移(2013年初=100)



通貨の推移(2013年初=100、対ドル)



⁴ 前掲の1月22日付レポートを参照。

		11/Q2	11/Q3	11/Q4	12/Q1	12/Q2	12/Q3	12/Q4	13/Q1	直近8四半期の推移	
名目GDP	前年比 %	9.0	9.4	17.8	5.0	3.9	6.3	0.9	6.3		
実質GDP	前年比 %	3.6	4.4	3.9	5.0	4.4	3.3	3.2	2.2		
	前期比年 率%	5.3	5.9	2.9	5.8	3.0	1.4	2.7	1.8		
個人消費	前期比年 率%	3.0	11.7	▲1.3	4.0	1.1	4.8	3.7	0.8		
固定資本形成	前期比年 率%	10.6	3.6	6.5	12.1	2.6	1.3	▲1.3	5.0		
純輸出寄与度	前期比年 率%Pt	0.7	▲2.8	1.3	0.3	2.3	▲2.1	▲0.7	▲0.8		
輸出	前期比年 率%	6.4	0.7	0.2	16.5	3.8	▲7.9	8.5	▲2.5		
輸入	前期比年 率%	4.2	9.4	▲3.6	14.9	▲2.9	▲1.9	10.4	▲0.2		
経常収支	10億ドル	▲0.3	▲4.5	▲2.7	▲2.5	▲0.7	▲1.2	▲7.0	▲5.5		
貿易収支	10億ドル	1.3	▲3.8	▲0.7	1.8	1.5	▲1.1	▲1.8	▲0.9		
所得収支	10億ドル	▲3.9	▲2.0	▲3.9	▲7.3	▲5.2	▲1.2	▲6.2	▲7.0		
移転収支	10億ドル	6.1	6.2	5.6	5.4	6.6	5.5	5.2	4.9		
直接投資収支	10億ドル	2.3	0.8	3.3	▲0.7	▲5.5	▲1.2	▲4.5	1.3		
ポートフォリオ投資収支	10億ドル	7.3	16.3	5.6	22.3	3.5	24.8	22.6	11.5		
		12/Q2	12/Q3	12/Q4	13/Q1	13/Q2	13/Q3	13/Q4	13/Q5	直近12ヶ月の推移	
経済活動指数 (月次GDP)	前年比 % 前月比 %	4.6 4.8	3.3 1.8	3.2 1.8	0.7 0.7	0.5 0.1	▲1.7 0.2	4.6 ▲0.8			
固定資本形成指数	前月比 %	6.6	0.3	▲2.4	8.2	1.7	▲0.5				
製造業生産	前月比 %	4.5	1.5	▲2.7	0.1	0.6	0.1	▲1.2			
自動車生産(台数)	前年比 %	14.2	14.0	11.7	2.0	1.6	▲11.2	15.6	12.0		
自動車国内販売(台数)	前年比 %	13.1	9.8	4.1	5.8	7.3	▲1.0	19.5	9.0		
自動車輸出(台数)	前年比 %	17.3	5.2	5.0	▲3.8	▲11.3	▲9.7	2.8	3.7		
社会保険加入雇用者数	前年比 %	4.6	4.7	4.7	4.1	4.3	3.7	4.1	4.0		
小売業指数	前年比 %	4.5	3.8	1.4	▲1.0	▲2.6	▲2.4	2.5			
消費者マインド指数	2003/1 =100	96.3	96.8	96.0	96.9	95.5	95.4	95.7	95.2		
製造業景況感指数	中立=50	53.5	51.9	52.1	52.2	52.4	51.3	50.5	48.3		
CPI	前年比 %	3.9	4.6	4.1	3.7	3.6	4.3	4.6	4.6		
コアCPI	前年比 %	3.5	3.6	3.3	3.0	3.0	3.0	2.9	2.9		
輸出	前月比 %	▲0.9	▲2.0	6.1	▲2.9	4.9	2.1	▲2.2			
輸入	前月比 %	7.0	▲7.2	11.6	8.3	▲0.1	1.1	▲0.5			
政策金利	%	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.00	4.00	4.00		
ドルペソレート	ペソ /ドル	13.53	13.16	12.94	12.64	12.72	12.50	12.21	12.30		
名目実効為替レート	2010 =100	92.4	95.2	96.1	98.9	98.1	100.5	103.0	102.4		
株価 (IPC)	78/10/30 =0.78	40200	40867	43706	45278	44121	44077	42263	41588		

(出所) CEIC Data (注) 金融指標は末値、前月比表記の四半期は前期比年率。