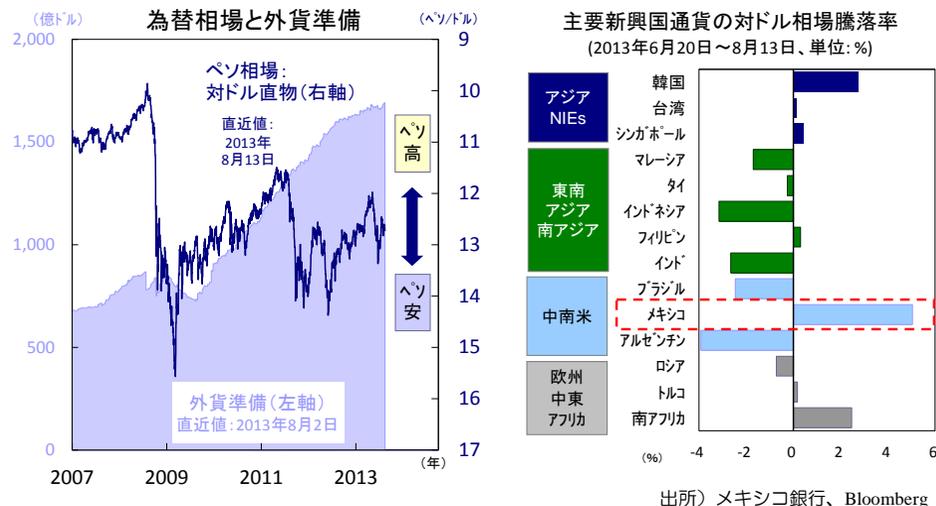


メキシコ：国際金融市場が動揺する中で見せた高いショック吸収力

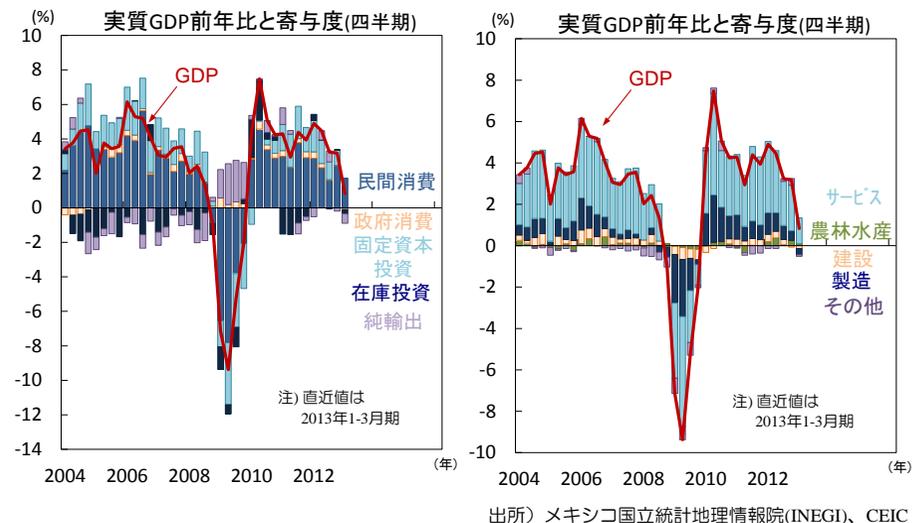
【図1】他の新興国通貨より素早い回復を見せたメキシコ・ペソ (右)



5月下旬以降、米国の量的緩和縮小の思惑などから国際資本市場が動揺し、新興国から資本が流出する中、メキシコの安定感が目立ちます。通貨ペソの対ドル相場は、5月22日から6月20日にかけて7.1%下落したものの、その後8月13日にかけて5.0%反発(図1左)。相場の低迷が続くブラジル、インド、インドネシアなどの通貨とは対照的です(図1右)。また、メキシコ中央銀行は、7月12日の政策会合で金利据置きを決定。通貨の防衛や輸入インフレ抑制のために、利上げや短期金利の高め誘導を余儀なくされたブラジル、インド、インドネシア、トルコとは大きく状況が異なります。本稿では、こうした安定感の背景にあるメキシコの経済、財政、対外収支状況などを分析します。

2011年と2012年の2年連続で、年率+3.9%の堅調な成長を記録した同国経済ですが、2012年後半より景気は緩やかに減速しています。今年1-3月の実質GDPの前年比は+0.8%と、約3年ぶりに+1%台を割り込みました(図2左)。イースター休暇による営業日数の少なさ(去年は4月で今年3月)、去年が閏年であったことなどの特殊要因から、

【図2】外需と建設投資の落込みなどから景気は減速局面に(左)



今年1-3月期のGDPの前年比は、実態以上に下ぶれているとみられます。しかし、月次の経済活動指数や鉱工業生産は4月以降も低迷しており、景気の鈍化が続いている模様です。1-3月の民間消費の前年比は+2.6%と前期の+3.5%から緩やかに鈍化。また、政府消費は▲0.7%と前期の+0.2%から反落、固定資本投資に含まれる公的投資も同▲2.5%と前期の+2.8%から反落しており、昨年前半に選挙を控えて政府支出が加速した反動とみられます。固定資本投資は同▲0.1%と前期の+4.1%より反落。公的投資が落込んだことに加え、民間投資も同+0.4%と前期の+4.8%から鈍化しています。民間建設投資が2期連続でマイナスの伸びとなり、設備投資も前期より減速しました。

外需をみると、財輸出が前年比▲0.2%と前期の+5.2%から反落、主力の北米向け工業製品輸出が鈍化した影響です。一方、財輸入は同+1.2%と前期の+4.9%より鈍化しつつプラスの伸びを維持。この結果、財サービス純輸出の寄与度は▲0.6%ポイントと、前期の▲0.2%ポイントより押し下げ幅が拡大しました(図2左)。

● 1-3月期にマイナスとなった製造業と建設業の生産

生産側では、製造業が前年比▲1.6%と前期の+2.6%より反落しました。外需減速の影響から、主力の運輸機器を筆頭に、電機、金属など幅広い業種がマイナスの伸びとなりました。建設業も同▲2.3%と、前期の▲1.9%よりマイナス幅が拡大。運輸インフラを中心に公共投資が落込んだこと、大手住宅建設業者の経営不振などを背景に民間の戸建て住宅建設の伸びがマイナスとなったことが背景とみられます。また、農林水産は前年比+2.8%と前期の+7.2%より鈍化しました。干ばつと、2月末から3月初にかけての一部地域で発生した霜の被害による農作物への影響とみられます。一方、サービス部門は前年比+1.9%と前期の+3.4%より鈍化。通信、金融などの伸びが回復したものの、海外就労者送金の伸びの落込みに伴って卸売・小売などが減速し、部門全体の伸びを押し下げました。

景気は勢いを欠くものの、持直しの兆しも見えます。5月の経済活動指数(IGAE、通称「月次GDP」)の3カ月平均の3ヶ月前比年率は、+0.2%と前月の▲0.1%より小幅に反発(図3左)。第二次産業が同▲1.6%と前月の▲0.9%より悪化したものの、第三次産業が+4.1%と前月の+2.4%より改善し(図3右)、総合指数を押し上げました。

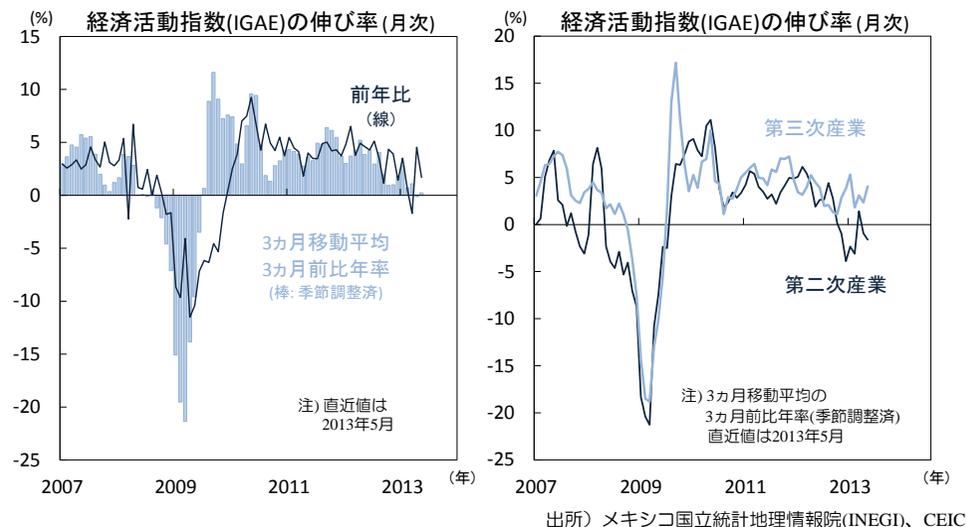
● 2013年上期に減速した経済は下期より回復か

今年前半に鈍化した景気は、年後半にかけて回復に向かうと思われれます。

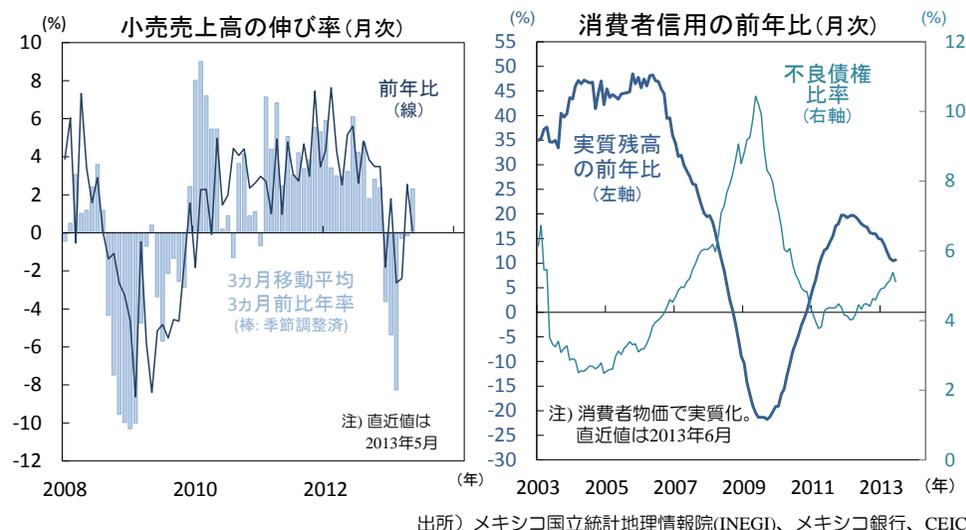
5月の小売売上高の3カ月移動平均の3ヶ月前比年率は、+2.3%と前月の▲0.1%より反発、6ヶ月ぶりのプラスとなりました(図4左)。フォーマル部門(露天商や零細企業など社会保険対象外を除く部門)の雇用は底堅く伸びており、6月の消費者信用(実質)も前年比+10.6%と堅調です(図4右)。民間消費は年後半にかけて緩やかに改善するでしょう。固定資本投資については、民間建設投資の回復には時間がかかるとみられるものの、低迷している政府の公共投資は年後半に政府歳出の執行が正常化するに伴って回復に向かうとみられます。時期は不確定ながら、現政権が公表した大規模なインフラ投資計画の一部も実行されれば投資の回復を加速させると予想されます。

6月の輸出(石油を除く)の前年比は+2.8%と、前月の+1.3%より改善しつつ勢いを欠きます。しかし、年後半にかけて主要輸出相手の米国の景気が回復すれば、自動車等工業製品輸出も持直すとみられます。前半に減速したGDP成長率は年後半に+3%台に回復、今年通年では+2%台半ばの成長率となり、堅調な景気拡大が続く中で来年の成長率は+4%前後まで回復すると予想されます。

【図3】減速する第二次産業と底堅い第三次産業(右)



【図4】回復の兆しが見える小売売上高(左)



● 近年、着実に改善しているとみられる潜在成長力

主要新興国の中でも相対的に低い経済成長率で知られた同国ですが、近年は、経済構造改革の成果等もあり、潜在成長率が着実に上昇しているとみられます。

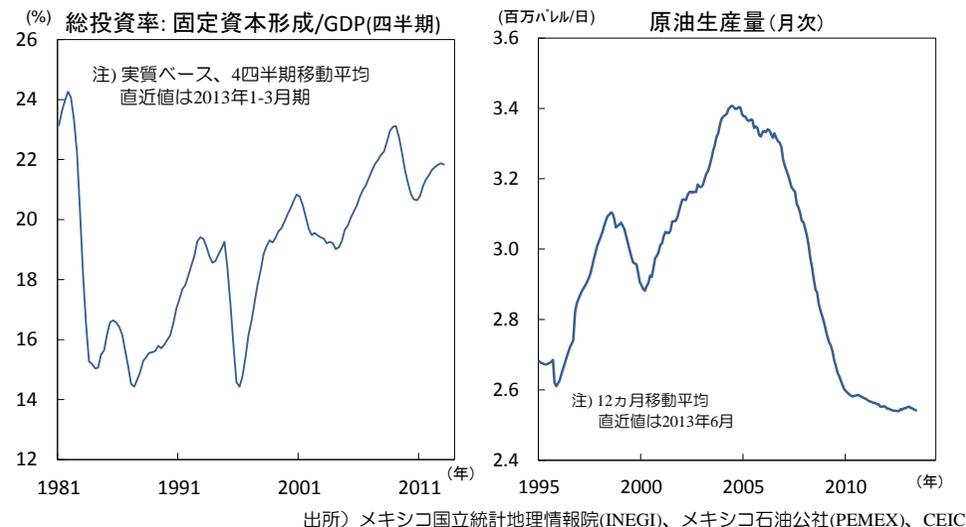
同国の2000年～2005年の平均成長率は+2.3%と低く、経済発展の半ばで成長が鈍化する「中所得国の罌」の典型とも言われてきました。しかし、同国の成長率は、2011～12年に平均+3.9%まで上昇。複数の民間金融機関が、同国の潜在成長率は従来の+2～3%から近年+3.5%程度まで上昇したと推計しています。1980年代の累積債務危機より低迷を続けていた総投資率が近年堅調に上昇したことに伴い(図5左)、資本ストックの質と量が改善し、労働生産性の上昇を促したと考えられます。近年、先進国の企業を中心に、同国の製造業部門への直接投資が増加しています。世界的な製造拠点となった中国における人件費の高騰、2012年までの原油高に伴う輸送費の上昇で巨大な北米市場に隣接する同国の優位性が増したこと、知的財産権の保護や多くの諸国との自由貿易協定締結など国境を越えた貿易と投資を促進するための政府による取組みなどがこうした動きを促したとみられます。また、近年相次ぐ経済構造改革の動きも、経済の効率を高め潜在成長力の押上げに寄与すると期待されます。

● ついに本格化したエネルギー改革に向けた動き

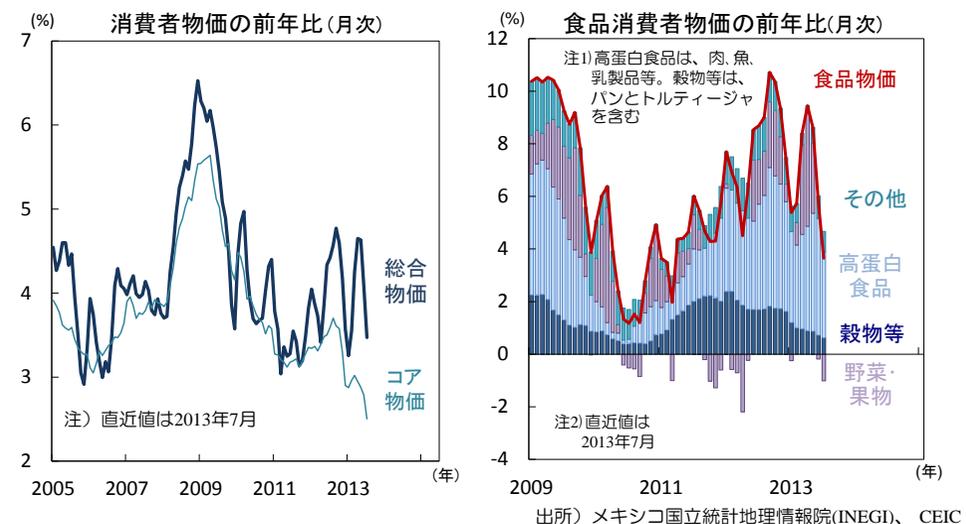
政府は、前・国民行動党(PAN)政権下で労働市場の改革を実施、また、現・制度的革命党(PRI)政権下で教育と通信分野の改革を実施、各部門に競争原理を導入することで効率の改善と供給能力の強化を促しています。また、政府は、今年9月からの国会会期中に、懸案のエネルギー・財政部門の改革に必要な法案を成立させる構えです。

同国では、憲法の定めにより、石油ガスの探鉱・開発から販売・輸出までの事業を国営のメキシコ石油公社(PEMEX)が独占。しかし、同社は政府の歳入源として多額の納税を強いられ、資金不足から探鉱や開発活動が停滞し、産油量の減少に見舞われています(図5右)。昨年7月の選挙を経て同年12月に就任したペニャエト大統領は、主要3政党による合意「メキシコのための協約」にエネルギー部門改革を盛り込み、今年8月12日には政府によるエネルギー部門改革案を公表。同案は、憲法改正を行い、収益分与方式に基づいて民間企業が石油ガスの探鉱・開発事業に参入することを可能にするというものです。今後、上記の改革が実現すれば、海外の石油ガス大手の参入が可能となり、これまで資金力と技術力に乏しいPEMEXが十分に開発できていなかった深海油田やシェール・ガス田の開発も進む可能性が高まると期待されます。

【図5】回復する総投資率(左)、低迷する原油生産(右)



【図6】今年4-5月に上昇した総合消費者物価はその後鎮静化(左)



● 消費者物価は6月より順調に低下

一部の食品価格の高騰に伴って今年4-5月に上昇した総合消費者物価は、食品価格の鎮静化によって、6月より順調に低下しています。

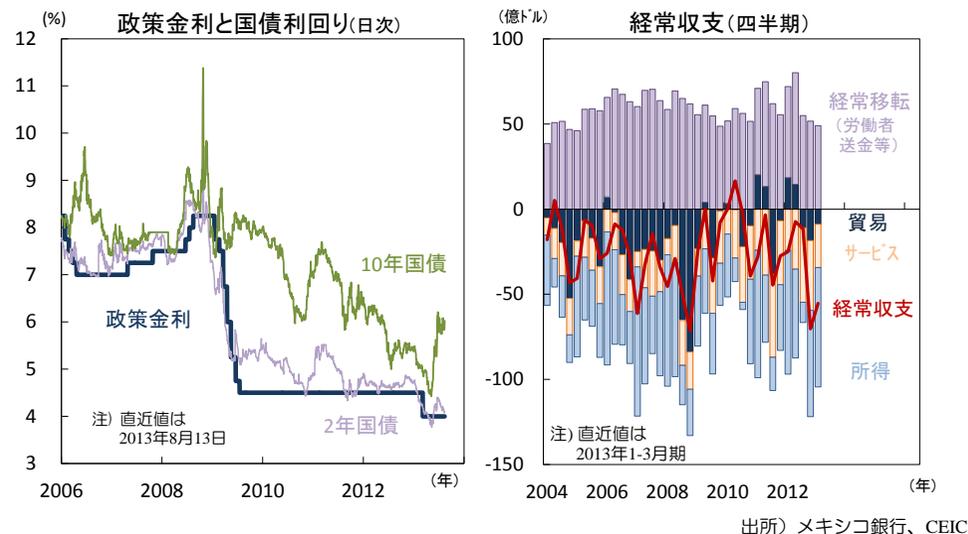
総合消費者物価の前年比は、今年4-5月に2カ月連続で+4.6%に上昇、1月の+3.3%から大きく上ぶれました(図6左)。総合物価を押し上げたのは食品物価で、同物価の前年比は4月に+9.5%と1月の+5.4%より上昇。干ばつによるトマト価格などの急騰が野菜物価を押し上げ、4月の前年比は+48.6%まで上昇。また、卵価格の上昇に伴って、乳製品・卵物価も5月に同+14.8%に上昇しました。しかし、生育サイクルの短い野菜はその後の天候の改善で収穫量が回復し、急騰したトマト価格も急落。野菜物価の前年比は7月に▲7.0%まで下落し、食品物価を同+3.7%に押し下げました(図6右)。これに伴い、総合物価の7月の前年比は+3.5%まで低下しています。一方、コア物価の前年比は7月に+2.5%と前月の+2.8%より下落。内需が弱含む中、需要側からの物価圧力は限定的とみられます。総合物価の前年比は、年末まで+3%台半ばで安定推移するでしょう。一方、政府の財政改革に伴って、食品などへの付加価値税免除が改められた場合、同物価は2014年以降、年平均+4%台まで上昇するとみられます。

● 政策金利は来年半ばまで据置きか

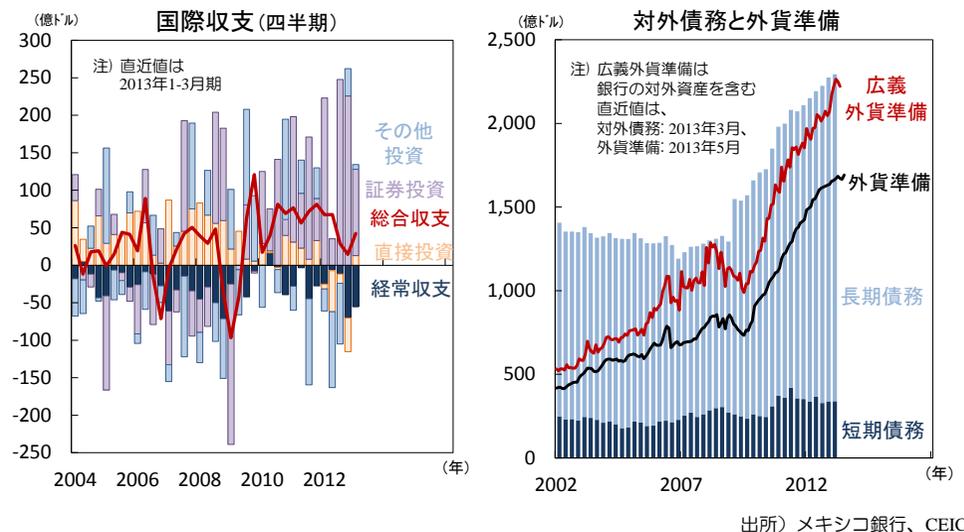
中央銀行は、7月12日の金融政策会合で政策金利を4%で据置くことを決定。金利据置きは3回連続です(図7左)。中央銀行は、2008年末から翌年半ばにかけて政策金利を8.25%から4.5%に引下げ、世界的な金融危機に伴って急減速した景気の下支えを図り、景気回復後も同金利を据置いてきました。しかし、同行は今年3月の政策会合で同金利を4.5%から4%に引下げ。Bloomberg集計では市場エコノミスト25人中18人が据置きを予想、予想外の利下げでした。声明は、中期的な経済構造の改善に伴ってインフレ圧力が低下したための利下げと説明。「連続緩和の始まりではない」と利下げは一回限りと強調しました。また、声明は、「財政の崖」に直面する米国の景気減速リスクにも言及。加えて、他国の金融緩和(日銀を指すと思われる)によって資本が流入し自国通貨が上昇すれば、不要な金融引き締め効果を生むとも指摘しました。

しかし、5月下旬以降、米国の量的緩和縮小の思惑から新興国より資本が流出し、ペソの対ドル相場も5月22日から8月12日にかけて2.1%下落、通貨高リスクは後退しました。景気下ブレ・リスクは残るものの、中央銀行は来年半ばにかけて政策金利を据置き、景気の回復を待つ可能性が高いと考えられます。

【図7】7月まで3回連続で政策金利を据置き(左)



【図8】多額の証券投資で黒字が続く国際収支(左)、増加する外貨準備(右)



● ペソ相場を支える強いファンダメンタルズ

冒頭で見たとおり、5月下旬以降の国際金融市場の動揺の中でも、メキシコ・ペソ相場は比較的安定的に推移しています。この背景には、同国の健全なファンダメンタルズや安定的な対外収支があると思われます。同国は、変動為替相場制とインフレ目標制度を堅持し、期待インフレ率や物価変動を抑えることに成功。景気の過熱や対外収支の悪化を避け、安定的な経済運営を行っています。

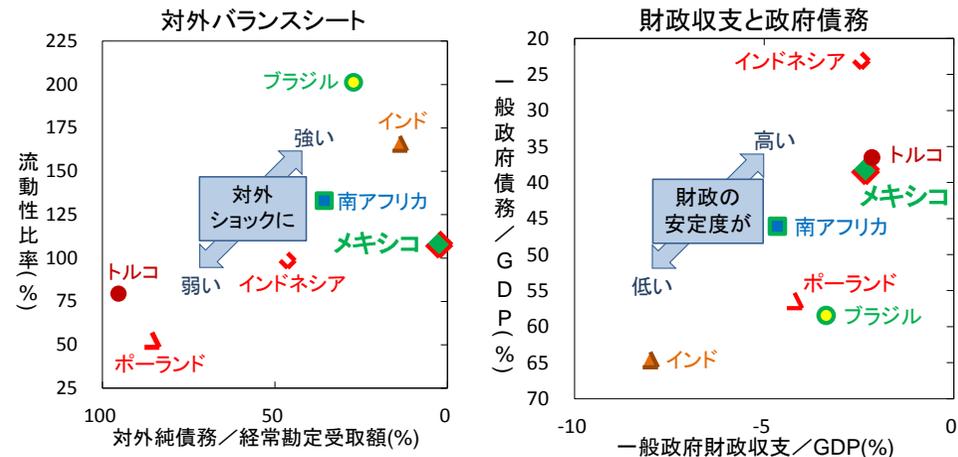
また、同国は経常赤字基調ながら赤字幅は限定的で、2012年の同赤字は114億ドルとGDPの0.9%に留まりました。多額の直接投資を受け入れる同国は、海外親会社への配当支払いなどで所得収支が恒常的に赤字であるものの、海外就労者から家族への送金など多額の経常移転収支黒字でこれをカバーし、経常赤字幅を抑えています(図7右)。資本収支を見ると、直接投資勘定は近年の国内大手企業による積極的な海外投資に伴って赤字化したものの、証券投資の流入が増加しており、国際収支は今年1-3月期まで15期連続で黒字となりました(図8左)。同国の自国通貨建て国債は、2010年にシティグループの世界国債インデックス(WGBI)に採用され、同指数をベンチマークとして先進国債に投資する海外の機関投資家による投資が増加しています。

● 資本流入の継続で、ペソ相場は今後も上昇継続か

国際収支黒字の継続に伴って外貨準備も急増。同残高は7月末時点で1,692億ドルと3月時点の短期対外債務の5倍に上るなど、対外バランスシートは強固です(図8右)。

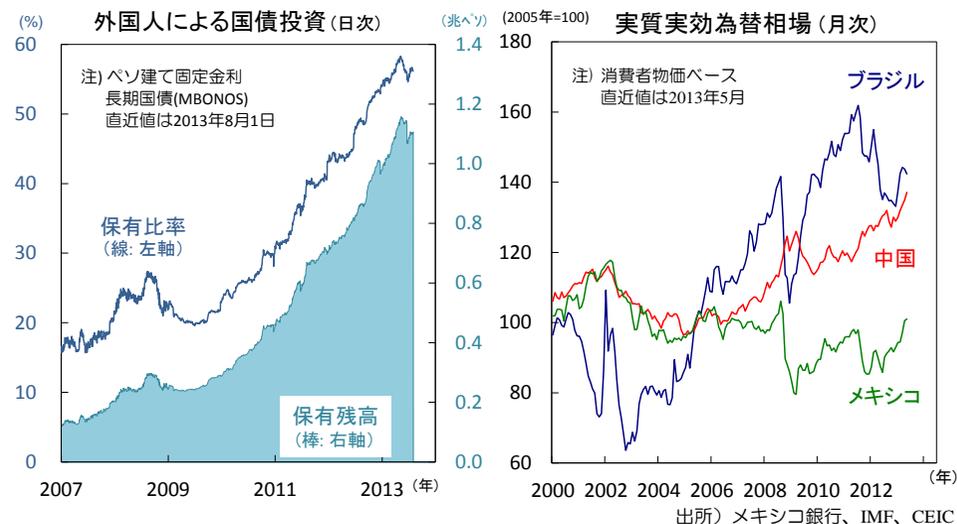
健全な経済運営、安定した財政と対外収支などにより同国の信用力は改善しています。今年3月には格付大手S&Pが同国の自国通貨建て長期格付けA-の見通しをポジティブに引上げ、5月には同フィッチが、同格付けをBBB+からA-に上げました。他の主要新興国と対比した際の対外収支と財政収支の相対的な強さ(図9)によるショック耐久力に加え、こうした信用力の改善や経済成長力の上昇も、同国の通貨を下支えていると考えられます。同国通貨の実質実効相場は過去10年ほど安定推移しており、資源ブームなどによる通貨上昇で過大評価が進んだブラジル・レアルなどと異なり、今後の上昇余地は大きいとみられます(図10右)。また、同国の当局は為替相場の市場の需給にゆだねる姿勢を堅持しており、投機的な資本の急激な流入などがない限り、大規模な為替介入や資本流入への規制は行わないと思われます。信用力の改善や経済改革に伴う成長力の強化が進む中、同国への直接投資と証券投資の流入が持続し、ペソ相場は緩やかな上昇を続けると予想されます。(入村)

【図9】他の主要新興国に比して対外・財政収支の安定度の目立つメキシコ



注) データはFitch Ratingsによる2013年予測値。
 経常勘定受取額は、経常収支項目(貿易、サービス、所得、経常移転)の受取額合計。
 流動性比率は、対外流動資産 / 対外流動負債。対外流動資産=外貨準備と銀行の対外資産
 対外流動負債=長期債務の元金返済と短期債務残高と自国通貨建て債券の外国人保有額

【図10】ペソの実質実効相場は過去10年安定推移(右)



本資料に関してご留意頂きたい事項

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として、国際投信投資顧問が作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。なお、以下の点にもご留意ください。

- 本資料中のグラフ・数値等はあくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。
- 本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性等を保証するものではありません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の国際投信投資顧問投資情報部の見解です。また、国際投信投資顧問が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。