

原油安・米利上げとメキシコ経済 逆風受けつつも製造業主導の成長が続く

欧米調査部上席主任エコノミスト

西川珠子

03-3591-1310

Tamako.nishikawa@mizuho-ri.co.jp

- メキシコ経済は、原油安と米利上げ観測に伴う資金流出圧力という2つの逆風に直面している。現地では、成長率予測が下方修正される方向だが、製造業主導の成長は続くとの見方が大勢
- 原油安の影響については、産油量の回復に遅れが生じる可能性はあるが、エネルギー・コストの低下が製造業の競争力向上に追い風になるなど、メリットも指摘されている
- 米利上げの影響については、流動性が高いペソのボラティリティは高まると予想されているものの、ペソ建て国債投資を中心とする資金流入の持続性については楽観的な見方が多い

1. はじめに

メキシコ経済は、資源価格下落により調整色を強める中南米主要国の中では相対的に底堅く推移しているが、原油安と米国の利上げ観測による資金流出圧力という2つの逆風に直面している。中南米最大の産油国であるメキシコは、貿易・財政面での原油依存度が高く、原油安の影響は軽視できない。また、メキシコは証券投資に資金流入を依存する度合いが強まっており、米国の利上げが資金流出の引き金となる懸念がくすぶっている。

メキシコは2つの逆風に耐え、成長軌道を維持することができるのか。筆者は6月上旬にメキシコシティを訪問し、中銀、政府機関、金融機関、格付け会社等と意見交換を行った。本稿では、景気の現状と展望、原油安・米利上げの影響について整理し、現地の評価を紹介したい。

2. 景気の現状と展望：緩やかな成長が続き、インフレ率は鎮静化

(1) 米景気がカギを握るメキシコ景気・金融政策

メキシコの景気は緩やかな拡大基調を維持しているが、2015年1～3月期の成長ペースは鈍化した。実質GDP成長率は、前期比年率1.6%と前期（同2.7%）を下回った。米国景気の急減速（同▲0.7%）や港湾ストの影響で対米輸出が低迷したほか、産油量の減少で鉱業部門が落ち込んだことが減速の主因だ（図表1）。安定的な雇用・所得環境を背景に、個人消費は底堅く推移している。

メキシコ経済は新興国の中でも輸出依存度が高く、2014年後半以降、一段とその傾向が強まっている。1～3月期の輸出依存度（財・サービス輸出/GDP）は34.9%と、統計が入手できる1993年以降で最高水準に達した。最大の輸出先である米国への依存度は、中南米向けなどの輸出の不振を補う形で高まっている（1～3月期の輸出構成比：80.1%）。メキシコ経済は、米国の影響をますます受けやすくなっている。

緩やかな成長の一方で、インフレ率は鎮静化している（図表2）。5月の消費者物価上昇率は前年比2.9%となり、インフレ目標（3.0%±1.0%）の中央値付近で安定的に推移している。2014年初に実施された税制改革による増税の影響剥落や、エネルギー・通信価格の低下が、インフレ鎮静化の背景にある。

インフレ率は落ち着いているが、米国次第で利上げが実施される可能性がある。メキシコ中銀は、2013年以降の利下げ局面を経て、2014年6月以降政策金利を据え置いている。成長ペースは緩やかであり、インフレ率が抑制されているなど、国内情勢から判断すれば利上げを検討すべき状況ではない。しかし、米国の利上げがペソ安加速など金融市場のボラティリティを高める可能性があるため、メキシコ中銀は米国との比較で金融政策を慎重に検討する姿勢を鮮明にしている。金融政策決定会合の議事録では、米国に先行する利上げは費用が効果を上回るとの意見が大勢を占めており、利上げがあるとしても米国の後に実施される可能性が高い。

（2）現地の見方：製造業主導の成長が続き、インフレ率は目標圏中央値前後で安定

現地では、米国向け輸出の低迷は一時的な要因によるところが大きく、製造業主導の成長が続くとの見方が大勢だった。ただし、成長率予測については、産油量の落ち込みを主因に下方修正する向きが多い。メキシコ中銀は、四半期報告書（5月19日発表）でGDP成長率予想を2015年2.0～3.0%（前回2.5%～3.5%）、2016年2.5%～3.5%（同2.9%～3.9%）に下方修正している。民間エコノミストの予想レンジも引き下げられており、2015年2.4%～2.7%、2015年2.7%～3.3%となっている。

インフレ率については、ペソ安などの上振れリスクはあるが、2016年中はマイナスのGDPギャップが継続し、需給面のインフレ圧力は限定的であると評価されている。エネルギー・通信改革による電力・通信料金低下も見込まれることから、インフレ率は目標圏中央値（3.0%）前後で安定するとの見方で一致している。

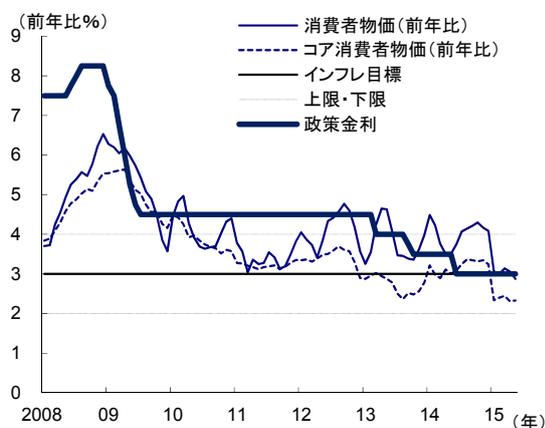
金融政策については、米FOMC（9月16-17日）が利上げに踏み切った場合、これに追随してメキシコ中銀は利上げを実施（10月15日会合）するとの見方が優勢だが、後ずれする可能性が高いとの指摘も多かった¹。また、メキシコ中銀が為替介入を強化していることは、政策金利ではなく介

図表1 実質GDP成長率



(資料) メキシコ国立統計地理情報院 (INEGI)、米商務省

図表2 インフレ率・政策金利



(資料) メキシコ中央銀行

入でボラティリティを制御しようとするサインであり、予防的に先行して利上げする可能性はほとんどないと指摘があった。

2. 原油安の影響：油価変動への耐性強化、エネルギー・コスト低下のメリットも

メキシコは貿易・財政両面での原油依存度が高く、原油安は貿易・財政収支を悪化させる要因となりうる。原油は輸出の1割前後を占める最大の輸出品目であるほか、石油収入が歳入に占める比率も3割以上となっている。

エネルギー改革への影響も見逃せない。国営石油会社ペメックス（PEMEX）の開発資金や技術力の制約、設備の老朽化等により、メキシコの原油埋蔵量・産油量は減少の一途をたどっている（産油量ピーク2004年日量約340万バレル→2014年同約240万バレル）。基幹産業であるエネルギー部門の地盤沈下に歯止めをかけるため、メキシコ政府はエネルギー改革を推進しているが、原油安は改革推進に水を差す恐れがある。

以下では、原油安が貿易収支、財政収支、およびエネルギー改革に及ぼす影響を整理し、原油安に対する現地の評価を紹介する。

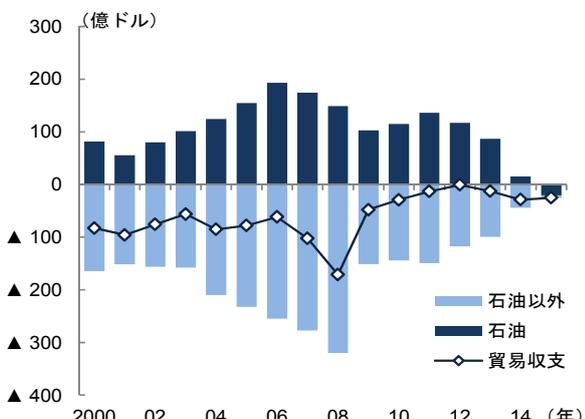
（1）貿易収支への影響

a. 現状：原油安と米国向け輸出低迷で石油輸出が減少

原油価格の下落は、メキシコの貿易収支を悪化させる要因となっている。2014年7月以降、石油輸出（メキシコ中央銀行データ）は前年比減少に転じ、2015年入り後は前年比約5割減で推移している。統計が入手可能な1993年以降、黒字で推移してきた石油収支（石油製品含む）は、2014年に急激に黒字幅が縮小した後、2015年1～3月期には▲20億ドルの赤字を計上している。一方で、石油以外の収支は、金融危機以降、ペソ安の影響等もあり赤字が大幅に縮小している。石油収支は赤字に転落したものの、石油以外の赤字縮小により、貿易赤字は低水準で推移している（図表3）。

石油輸出の低迷は、原油価格の下落ばかりでなく、最大の輸出先である米国の原油輸入依存度低下が影響している。仕向地別の原油輸出（国連商品貿易統計データ）をみると、米国のシェアは2010年の83.7%から2014年には70.4%と▲13.3%ポイントもの低下となっている。原油価格が

図表3 貿易収支



(注) 2015年は1-3月期。
(資料) メキシコ中央銀行

図表4 仕向地別の原油輸出

	100万ドル	シェア%		伸び率%
		2014年	2010年	
世界全体	36,248	100.0	100.0	▲ 15.2
米国	25,519	70.4	83.7	▲ 13.3
スペイン	4,948	13.7	8.9	▲ 4.7
インド	2,239	6.2	1.7	▲ 4.5
オランダ	841	2.3	0.3	2.0
イタリア	639	1.8	0.2	1.5
カナダ	636	1.8	1.7	0.0
中国	457	1.3	2.0	▲ 0.7
ドミニカ共和国	340	0.9	0.8	0.1
フランス	228	0.6	0.0	0.6
日本	215	0.6	0.0	0.6
ジャマイカ	93	0.3	0.0	0.3
ニカラグア	62	0.2	0.0	0.2
スイス	31	0.1	0.0	0.1

(注) シェアの変化は2010年→2014年、%ポイント。
伸び率は前年比。空欄は2013年データがないもの。
(資料) 国連商品貿易統計 (UN Comtrade)

上昇に転じたとしても、米国の原油輸入依存度の低下トレンドが続くとすると、メキシコは欧州やアジア地域へと仕向地の分散を進める必要に迫られる²（図表4）。

b. 現地の見方：製造業輸出の回復により悪影響は限定的

現地では、原油安の貿易収支への悪影響は、限定的であるとの見方が優勢だった。石油は最大の輸出品目（2014年輸出シェア10.8%）ではあるが、輸出品目は分散している。自動車・同部品の輸出は合計すると石油の約3倍（同27.4%）近くに達する。電機等の工業製品も主要な輸出品となっている。石油以外の品目については、1～3月期には天候等の一時的な要因により米国向けの輸出は伸び悩んだが、米国景気が拡大基調に戻れば、石油輸出の落ち込みを相殺しようとの見方が多かった。また、メキシコは製油所不足により米国からのガソリン輸入に依存しているため、原油安によるガソリン輸入代金の低下というメリットを享受できる側面もあり、総じて貿易収支への悪影響については、現地ではあまり懸念されていなかった。

なお、メキシコが原油輸出先としてアジアを重視する姿勢を示していることに関し、今後は日本向け輸出も拡大する可能性があるとの見方が示された。従来、メキシコの石油市場は国家独占の閉鎖的な市場としてあまり注目されていなかったが、エネルギー改革により権益確保を狙える市場に変化したことで、日本側もメキシコを重点調達先として明示的に位置付けている。すでに石油会社はスポットでの調達に動いており、原油価格・産油量次第で日本向け輸出が拡大する可能性があるとの指摘があった。

（2）財政収支への影響

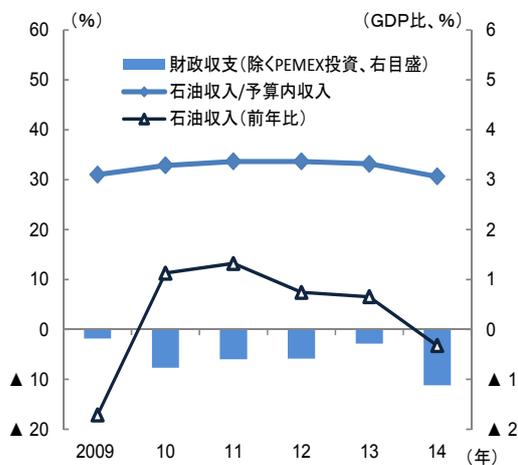
a. 現状：歳入減を受けてエネルギー、インフラ投資が削減対象に

原油安は、歳入の3割以上を石油収入に依存するメキシコ財政の悪化要因となる。2014年の石油収入は前年比▲3.2%と、原油価格が急落した2009年以来の減少となった。メキシコ政府が均衡目標の対象としているPEMEXの投資を除く財政収支は、GDP比▲1.2%と赤字幅が急拡大した（図表5）。PEMEX投資を含む総合収支も、同▲3.2%と1990年代以降で最大の赤字幅を記録している。

メキシコ財政には、油価変動の影響を緩和するための仕組みがある。メキシコ産原油の平均価格は、2015年予算の想定原油価格（79ドル/バレル）を下回って推移しているが、政府は原油価格ヘッジ・プログラムにより、油価が下落しても一定水準で原油を売る権利を確保している（プット・オプションの購入、2015年の行使価格は76.4ドル/バレル）。

それでも、産油量の減少により、歳入が下振れしていることから、一定程度の歳出削減は避けられない情勢だ。メキシコ政府は2015年の歳出について、1,243億ペソ（GDP比0.7%）の削減策を発表した。このうち約半分はPEMEX投資の削減であり、製油所の改修が延期されている。また、ユカタン半島横断鉄道改良計画の中止やメキシコ市・ケレタロ間高速鉄道入札の無期

図表5 財政収支



(資料) 財務公債省

限延期が発表されるなど、インフラ関連投資も削減対象となっている。政府は、こうした措置により2015年の財政収支（PEMEX投資除く）はGDP比▲1.0%と前年並みにとどまるとしている。

2016年については、予算編成の前提となる油価を55ドル/バレルとしたうえで、財政収支目標（GDP比▲0.5%）を達成するためには、一段の歳出削減（1,350億ペソ、GDP比0.7%）が必要になるとしている。

b. 現地の見方：油価変動の影響を軽減する仕組みや緊縮姿勢を評価

現地では、財政面での原油安の悪影響は貿易面に比べると大きいとの見方が多い。ただし、油価変動の影響を軽減する仕組みを通じて、原油安に対する耐性を強化する政府の姿勢が高く評価されている。先に述べた原油価格ヘッジ・プログラムの導入に加え、構造改革の一環として実現した税制改革では、2014年以降、化石燃料などに対して生産サービス特別税（IEPS）が賦課されるなど、税収基盤の強化が図られている³。また、ガソリンの輸入価格が低下し、統制されている国内販売価格を下回ったことが、歳入増につながっているとの指摘があった。輸入価格が統制価格を上回っていた時期には、両者の差額がガソリン補助金として財政の負担となっていた。

メキシコ政府の歳出削減姿勢については、財政規律へのコミットメントを明示するものであると評価する見方が多かった。メキシコのソブリン格付けは、エネルギー改革や財政改革など構造改革の進展を受けて、2013年以降引き上げられている⁴。政府は財政悪化を阻止するために歳出削減措置を講じており、原油安や産油量の減少は、格付けや格付け見通しが変更される理由にはならないとの見方が優勢であった。ただし、2013年以降の格上げは、構造改革により潜在成長率が高まることを前提としており、今後、エネルギー分野で期待されたほどの投資拡大がみられないなど、改革の成果が現実のものとならない場合には、格付けや格付け見通しの見直しが検討されることになるだろう。

（3）エネルギー改革への影響

a. 現状：民間による鉱区入札（ラウンドワン）が始動

原油安は、開発投資の採算悪化などを通じて、ペニャニエト政権がすすめる歴史的なエネルギー改革に水を差す要因となりかねない。ペニャニエト政権は、外資を含む民間企業に探鉱・採掘等の資源開発や、電力事業への参入を認める改革を推進し、エネルギー分野の競争力強化とエネルギー・コストの低減を図っている。2013年12月には、石油・天然ガス等の炭化水素資源開発の国家独占を定めた憲法が改正されている。

入札実施機関である国家炭化水素委員会（CNH）は、民間開放（通称「ラウンドワン」）対象となる石油・天然ガス開発鉱区の入札を順次進めている。5月までに浅海（第1・2回）、陸上（第3回）鉱区の入札公開が実施され、今後5年間で220億ドル規模の投資が見込まれている。今後は、深海・重質油（第4回）、シェール⁵など非在来（第5回）鉱区の入札が予定されている。

電力分野では、天然ガス・パイプラインとコンバインド・サイクルを中心とした発電所への投資拡大による天然ガスへの電源シフト、送電網への投資拡大、発電・売電事業への民間企業参入による競争促進等を通じ、電力料金の低下が期待されている⁶。また、2014年まで政府が毎月価格を設定してきたガソリン・ディーゼル燃料価格は、2015年からインフレに連動するシーリングが導入され⁷、2018年以降は完全に自由化される。

石油・天然ガス開発および電力部門への総投資額は、今後数年間で約630億ドル⁸に達すると見込まれている。原油安による採算悪化で投資が削減され、産油量の回復や成長率の押し上げ効果が阻害されるのか否かが注目されるどころだ。エネルギー省は当初、エネルギー改革によって産油量が2018年に日量300万バレル、2025年に同350万バレルへと増加し、2004年ピークのレベルを回復すると見込んでいた。また、財務公債省は、エネルギー開発関連の投資・雇用の拡大等を通じた潜在成長率の押し上げ効果を、2018年時点で約1.0%程度（3.5%→4.5%）と推計していた。

b. 現地の見方：産油量回復は遅れかねないが、エネルギー・コスト低下のメリットも

原油安によるエネルギー改革への影響については、ラウンドワンの進捗次第であるため現時点では評価が難しい面があるが、産油量回復が遅れる可能性などデメリットの一方、エネルギー・コスト低下のメリットを指摘する声が多く聞かれた。

石油・天然ガス開発については、一部の鉱区の入札に影響が出る可能性が指摘された。すでに入札プロセスが開始された浅海鉱区については、損益分岐点となる原油価格が10～20ドル/バレル程度と低いため、原油価格が50～60ドル/バレルで推移するのであれば大きな影響はないとされた。日系企業の関心が高い深海油田は、採算レベルが50～60ドル/バレル前後と高いが、長期的に埋蔵量を確保するため鉱区を取りに行く意欲は強い。油田開発は8～10年の長期プロジェクトであるため、必ずしも足元の原油価格に投資判断は左右されないとの見方が示された。ただし、非在来型については、採算レベルが高く、インフラも未整備であることから、今後の応札状況や油価次第で、入札が見送られる可能性を指摘する向きがあった。

歳出削減によるPEMEX投資の削減については、原油生産への影響は限定的であるとみる向きが多い。基本的にPEMEXは、開発・生産など川上部門に投資を集中させる方針で、製油所改修など、費用対効果が小さい川下部門の投資削減は、合理的判断だとの見方もあった。

産油量については、足元下振れ（2015年4月日量220万バレル）していることや、入札プロセスに遅れがみられることから、2018年に日量300万バレルを回復することは困難で、最大でも同280万バレルにとどまるとの見方があった。2018年には大統領選挙が実施されるが、それまでに鉱区入札が順調に行われ、現実味のある投資額が示されるのであれば、産油量の回復が目標に達しなくても、与党・制度的革命党（PRI）の政権維持に大きな障害にはならないとの指摘があった。

原油安による石油開発への悪影響が意識されがちだが、エネルギー改革は電力分野への民間参入や燃料価格の自由化を含む包括的なものであり、原油・天然ガス価格の下落がエネルギー・コストの低下に追い風となるとの評価も多かった。エネルギー・コストの低下は、メキシコ製造業のコスト優位性を高めるとともに、中間投入費用の抑制を通じて潜在成長率にプラスに作用するとの見方もあった。

3. 米利上げの影響：資金流入の持続性については楽観的

（1）政府債務の非居住者保有比率上昇がもたらす借り換えリスク

2015年内に予想されている米国の利上げは、メキシコからの資金流出圧力となりうる。2013年5月にバーナンキFRB議長が量的緩和の終了を表明した際には、新興国市場は調整色を強め（いわゆるtaper tantrum）、メキシコの為替・金融市場も調整に見舞われた。

メキシコの場合、資金流入が証券投資中心となっており（図表6）、特にペソ建ての国債に対する非居住者の投資が急増していることについて、資金流入の安定性を懸念する見方がある。メキシコは、1994年の米利上げに伴う急激な証券投資の流出による通貨危機（テキーラ・ショック）を経験していることもあり、資金流出に対する耐性が疑問視されやすい。

2007年には1割程度に過ぎなかった現地通貨建て政府債務の非居住者保有比率は、2014年には4割弱まで上昇している。IMFは、新たな債務を引き受けられるだけの国内投資家の基盤が十分でない場合、非居住者保有比率の上昇は極めて重要な意味を持つと指摘している。メキシコは、政府債務の現地通貨建て比率が上昇し、為替リスクは低下する方向にあるものの、「国内債券市場での非居住者の役割が増大することで潜在的な債務の借り換えリスクが生じる」とIMFは警鐘を鳴らしている（IMF（2015））。

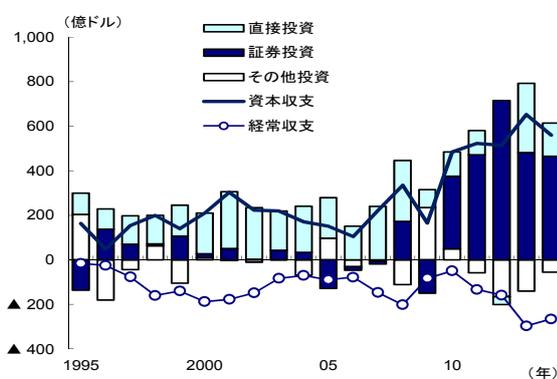
（2）資金流出に対する「備え」は十分か

メキシコの資金流出に対する耐性は、強化されていると考えられる。一般的に、急激な資金流出への「備え」を判断する指標としては、外貨準備が注目される。外貨準備の適正水準については、3つの尺度が伝統的に用いられてきた。すなわち、外貨準備の①輸入比率（3カ月分）、②満期1年未満の対外短期債務比率（1倍）、③マネーサプライ（M2）比率（20%）である。それぞれ、①輸出入の急変動による経常収支危機、②資本流入の急変動による資本収支危機、③通貨危機が引き金となる銀行危機、への対応余力を示すものとされる。

メキシコの外貨準備は、2014年末時点（1,932億ドル）で、①輸入比率5.3カ月分、②対外短期債務比率2.1倍、③M2比率27%といずれの尺度もクリアしている（図表7）。さらにメキシコは、IMFが優れた経済運営の実績がある新興国に供与する弾力的信用枠（FCL、総額約700億ドル）を与えられており、外貨準備にFCLも加味すれば、これらの指標はさらに改善する。

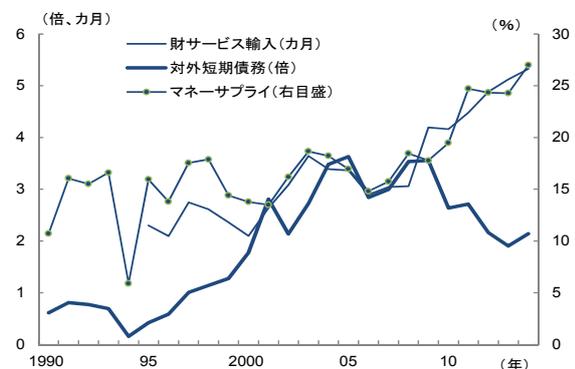
ただし、外貨準備に関する3つの尺度は、通貨安に対する耐性の評価基準として絶対的なものではなく、より総合的な判断が必要とされる。たとえば、Moghadam, Ostry and Sheehy(2011)は、「対外的な脆弱性を抑制するうえでは、外貨準備よりも、健全な経済と慎重な政策枠組み（低水

図表6 経常収支・資本収支



（資料）メキシコ中央銀行

図表7 「3つの尺度」からみた外貨準備



（注）1. 数値は、外貨準備/各指標。
2. 対外短期債務は、2001年までWDI、2002年以降QEDS。

（資料）世界銀行“World Debt Indicators(WDI)”、
“Quarterly External Debt Statistics(QEDS)”
IMF “International Financial Statistics”
メキシコ中央銀行

準で安定した政府債務、低インフレ・均衡為替を維持する金融・為替政策、金融部門のリスクを抑制する効果的な監督体制など)の方がおそらく重要である」と指摘している。

(3) 民間部門の債務拡大などの歪みは大きくない

「備え」の過不足を判断する基準は、各国が蓄積している歪みの大きさによっても変わりうる。量的緩和がもたらした世界的な過剰流動性は、外部資金への依存と急激な債務拡大という形で新興国に歪みをもたらした。メキシコも政府債務の非居住者保有比率上昇という歪みを抱えているが、民間部門の債務拡大など金融システムに蓄積された歪みは大きくないと考えられる。

メキシコと、大幅な経常赤字を抱え経済が不安定化しやすいとされるブラジル 5 (ブラジル、インド、インドネシア、トルコ、南アフリカ)、マレーシア、中国を比較したのが図表8である。歪みを計測する各指標について、評価が低い3カ国をシャドー表示してみると、メキシコは国内政府債務の非居住者保有比率、政府部門の債務拡大(対GDP比上昇)、銀行部門の預貸率(貸出/預金)の3項目が低い評価であることがわかる。外部資金に依存した政府部門の債務拡大と、預貸率が100%を超えている銀行部門が、調達コスト上昇の影響を受けやすい点にはやや懸念が残る。一方で、企業や家計など民間部門の債務拡大は深刻ではない。新興国の多くでは、ドル高による外貨建て企業債務の膨張が歪みとなって蓄積されているが、メキシコでは金融システムに負荷を与えるような民間部門の債務拡大に対する懸念は小さいと考えられる。

(4) 現地の見方：ボラティリティは高まるが、資金流入の持続性には楽観的

現地では、米利上げ観測により通貨ペソのボラティリティは高まるものの、資金流出が加速して通貨危機的な状況に陥る懸念は小さいとの見方が大勢を占めた。その理由としては、メキシコ経済は新興国の中で米景気拡大の恩恵を最も受けやすいことに加え、資金流出に対するバッファーとなる強みが存在することが挙げられている。

多くの機関は、ペソは新興国通貨の中で日々の取引量が最大⁹であるなど流動性が極めて高く、ヘッジ手段として利用されるため、米ドル買い・新興国通貨売り局面ではボラティリティが高まり、メキシコファンダメンタルズとかい離してペソ売りが進む可能性は否定できないと指摘し

図表8 メキシコ・主要新興国の外部資金依存・債務拡大度合い

	対外部門			債務/GDP変化(2007年→2014年)				企業部門	銀行部門	
	経常収支/GDP	外貨準備/短期調達必要額	国内政府債務/非居住者保有	全体	政府	家計	企業	非金融企業債務/GDP	預貸率	損失吸収バッファ
メキシコ	▲ 2.2	1.2	38.5	21.0	13.0	6.0	2.0	20.9	108.9	14.7
ブラジル	▲ 3.7	1.9	20.1	33.0	▲ 3.0	9.0	26.0	46.9	84.3	14.3
インド	▲ 1.3	2.0	-	6.0	▲ 2.0	▲ 1.0	9.0	47.5	86.1	7.9
インドネシア	▲ 3.0	1.2	38.1	10.0	▲ 4.0	6.0	8.0	21.7	100.2	16.6
トルコ	▲ 4.2	0.6	21.8	32.0	3.0	10.0	18.0	50.8	124.0	13.0
南アフリカ	▲ 4.0	0.9	36.0	9.0	17.0	▲ 6.0	▲ 2.0	32.6	187.7	10.8
マレーシア	2.1	1.0	47.3	51.0	12.0	27.0	12.0	96.9	82.0	12.5
中国	3.2	6.2	-	81.0	6.0	17.0	58.0	149.9	56.5	11.3

(注) 1. 数値は% (外貨準備/短期調達必要額は倍)。経常収支は、2015年のIMF予測。
 2. 短期調達必要額は、短期債務+経常収支赤字。
 3. 債務/GDP変化は、マレーシアのみ2008年→2014年。
 4. 損失吸収バッファは、(Tier1資本+貸倒引当金-不良債権)/リスクアセット。中国のみ2013年、他は2014年7-9月期。
 5. 上記対象国の中で評価が低い3カ国をシャドー表示。

(資料) IMF (2015), "Global Financial Stability Report" Figure 1.26およびTable1.5. よりみずほ総合研究所作成

ていた。しかし、2013年以降のtaper tantrumの局面でも、ペソ建て国債の非居住者保有比率は30%台半ば程度で安定的に推移し、大規模な資金流出は生じていないことが強調されていた。

資金流出に対するバッファーとなるメキシコ経済の強みとしては、財政規律への明確なコミットメント、低水準の政府債務（対GDP比40%前後）と満期構成の長期化、インフレ率の低位安定など、安定的なマクロ経済政策運営に加えて、エネルギーや財政、通信、教育、労働など極めて広範な構造改革の推進に取り組んでいる数少ない新興国である点を、多くの機関が評価していた。

対外面では、経常収支赤字がGDP比▲2.1%（2014年）とさほど大きくなく、外貨準備はFCLも加味すれば十分な水準を保有しているとの見方で一致していた。外貨準備については、輸入比率で5.3カ月分と他の新興国に比べやや低めだが、メキシコのように輸出拠点として成功し、中間財輸入への依存度が高い経済構造の場合、輸入基準は適当ではないといった指摘や、FCLに対して支払うプレミアムの方が外貨準備保有に伴うコスト¹⁰より低いと考えられることを評価する見方があった。また、過去の通貨危機局面と異なり、メキシコは柔軟な変動為替相場制に移行しており、メキシコ中銀が実施している為替介入も明確なルールの下に運用されていることが、ボラティリティの低減につながっているとの指摘があった。

ペソ建て国債の非居住者保有比率の上昇についても、懸念する声はほとんど聞かれなかった。ペソ建て国債への投資は、年金基金など機関投資家主体であること、長期債では非居住者の保有比率が上昇している一方で短期債ではむしろ低下していることなどから、借り換えのリスクは大きくないと見る向きが多い。先進国金利が極めて低い環境下で、ファンダメンタルズが安定し、10年債で6%前後のメキシコ国債の投資妙味は大きいとの指摘もあった。

また、現状では証券投資中心の資金流入になっているが、自動車やエネルギー分野での直接投資を安定的な資金流入源として評価する声もあった。なお、こうした成長分野が抱える課題としては、拡大する商流を支えるロジスティクス（港湾、道路、通関設備等）の不足や、環境・安全技術を持つ人的資源の確保などが指摘されていた。

国内の信用市場についても、銀行システムは極めて健全であると評価されていた。過去の危機の経験を踏まえ、金融監督規制が強化され、自己資本比率もバーゼルⅢで求められる基準を上回っていることなどが理由だ。民間企業のドル建て債務の返済負担がペソ安により増大する懸念については、一部の低格付け企業を除けば特に問題にならないとの見方が多かった。ドル建て調達する企業の多くは為替リスクをヘッジしていること、また輸出企業の場合はペソ安による収入増でナチュラル・ヘッジが働くことなどが指摘されていた。

4. おわりに

現地では、原油安と米利上げ観測による資金流出圧力という2つの逆風を受けつつも、メキシコ経済は製造業主導の成長を続けるとの評価で一致していた。過去の債務・通貨危機の教訓を生かした安定的なマクロ経済政策運営に加えて、エネルギー・財政など広範な分野での構造改革を進めるメキシコは、投資先としての魅力を高めているとの自信がうかがわれた。

こうした楽観論は、あくまで構造改革の順調な進捗を前提としている。特に注目されているエネルギー改革では、ラウンドワンの落札が今年7月15日（第1回分）以降、順次予定されているが、

期待されていた投資額が下方修正されるようなことになれば、今後の産油量の回復、ひいては経済成長率や財政収支のシナリオが危うくなりかねない。

ペニャニエト政権への支持率は低下傾向にあるが、6月7日実施の連邦下院議員選挙では与党PRIが第一党の地位を維持し、連立与党で過半数を確保する見込みである。ペニャニエト政権の任期（2012年12月～2018年11月）後半の3年間、財政規律の維持や構造改革の実行力が問われる局面が続く。

【 参考文献 】

Alvarez, Jorge and Fabian Valencia (2015), “Made in Mexico: Energy Reform and Manufacturing Growth,” *IMF Working Paper*, Western Hemisphere Department, February

Bank for International Settlements (BIS) (2013), “Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results,” Monetary and Economic Department, September

International Monetary Fund (IMF) (2015), “Global Financial Stability Report: Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks,” *World Economic and Financial Surveys*, April

Moghadam, Reza, Jonathan D. Ostry and Robert Sheehy (2011), “Assessing Reserve Adequacy,” IMF Policy Paper, February

小野有人 (2005) 「グローバル・インバランスと BRICs～外貨準備増大を通じた資本輸出の持続可能性～」みずほ総合研究所『みずほ政策インサイト』12月9日

¹ 6月中旬以降発表されたメキシコの経済指標が弱含んでいることなどを受けて、米国の9月に利上げした場合でも、メキシコ中銀の利上げは2016年にずれ込むと予測を修正する動きがある。

² PEMEXは、仕向地の分散の一環として、2014年末から韓国向けの原油輸出を開始したことを発表(2015年3月)、1～4月期に合計約500万バレルを輸出する方針を示している。なお、石油製品輸入についても、最大の相手国は米国で、メキシコの輸入依存度はむしろ上昇している(2010年72.0%→2014年83.2%)。

³ 個人所得税の最高税率引き上げや、配当・キャピタルゲイン税導入等の増税も実施されている。

⁴ メキシコの外貨建て長期債価格付けの変更は以下の通り。フィッチ(2013年5月)BBB→BBB+。スタンダード・アンド・プアーズ(2013年12月)BBB→BBB+。ムーディーズ(2014年2月)Baal→A3。見通しはいずれもStable(安定的)。

⁵ 米エネルギー情報局(EIA)によれば、メキシコのシェールオイルの技術的回収可能量は世界第8位(シェールガスは第6位)であり、メキシコは中南米ではアルゼンチンに次いで非在来型油田の開発ポテンシャルが大きい。

⁶ メキシコの工業用電力料金は米国の約2倍で、電力の質や利用しやすさでも評価が低いとされる。この背景には、発電コストの高い原油への電源依存度が高く、インフラ老朽化や電力盗難による輸送ロスが先進国平均の倍であることなどが指摘されている(Alvarez and Valencia (2015))。

⁷ ガソリン価格の上昇率は2014年の前年比10%から2015年は同2%程度に低下している。

⁸ ラウンドワン第1～3回入札(220億ドル)、天然ガス輸送(130億ドル)、発電所(240億ドル)、送電設備(45億ドル)の合計。

⁹ 国際決済銀行が3年に一度実施している外国為替取引調査(2013年4月時点)によれば、メキシコペソの一日当たりの取引量は1350億ドル(全体の2.5%)と、米ドル、ユーロ、日本円、英ポンド、豪ドル、スイスフラン、カナダドルに次いで8位。中国は1200億ドルで9位(BIS(2013))。

¹⁰ 外貨準備保有のコストには、米財務省証券など低利の安全資産保有に伴う機会費用(他の運用手段との差)、不胎化介入のコスト(新興国の場合、外貨準備資産金利<売りオペ対象資産の自国債券金利となる場合が多い)、為替リスクなどがある(小野(2005))。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。