

転機を迎えたメキシコの対米依存型経済

<要旨>

米国とメキシコの経済的な結び付きは極めて強い。メキシコはアジアから中間財を輸入し、最終財を米国に輸出する加工貿易構造であり、更に出稼ぎ労働者の海外送金と直接投資を通じて米国から多額の資金を取り込み、経常赤字をファイナンスし、内需を活性化させ、安定成長を実現してきた。一方、米国もメキシコの安価な労働力を活用してサプライチェーンを最適化し、企業収益拡大等の多大な恩恵を受けてきた。

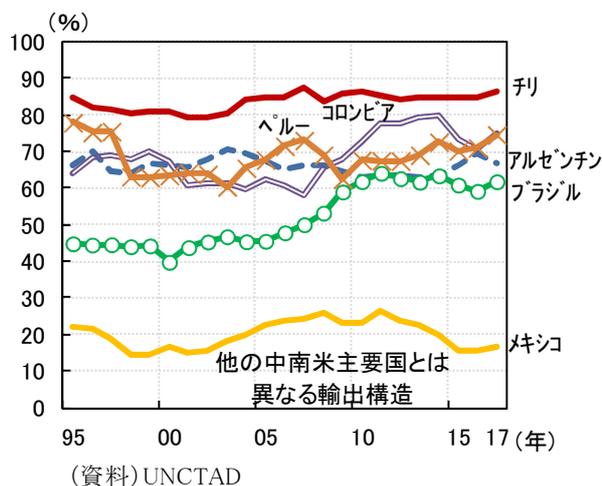
メキシコに厳しい姿勢をとるトランプ米大統領も、こうした互惠関係は理解しているはずである。だからこそ、北米自由貿易協定 (NAFTA) に代わる新協定に合意し、米国企業もメキシコに直接投資を続けてきた。米国にとってメキシコは経済的に重要なパートナーであり、覇権争いをする中国とは本質的に位置付けが異なると理解されていた。

ところが、5月末に突如浮上した不法移民問題に絡む米国のメキシコに対する制裁関税は、こうした暗黙の共通認識の見直しを迫っている。関税発動の可能性は低いと予想するが、発動されれば両国のサプライチェーンは毀損する。このテールリスクを恐れて、しばらくメキシコへの資金流入は細るだろう。この影響が長期化してメキシコの対米依存型成長モデルが崩壊すれば、その悪影響は米国に跳ね返る。強い関心を集める米中関係のみならず、米墨関係も注視が必要な局面が続こう。

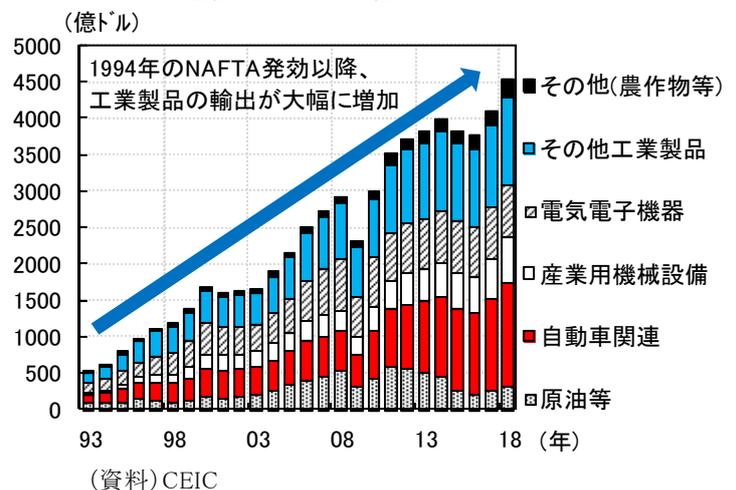
1. 対米依存が顕著なメキシコ経済 ～ 米墨関係の先行き不透明感が及ぼす悪影響

メキシコは輸出の資源依存が顕著な中南米地域にあって、主要国で唯一工業製品が輸出の大半を占める。輸出全体に占める農産物・資源等の一次産品の比率は、周辺国が約 60～80%の一方、メキシコは 20%弱と低い(図表1)。隣接する米国との密接な関係がこうした輸出構造の差異を生み出している。特に、1994年に NAFTA が発効して以降、米国企業を中心に多くの自動車、電気電子機器メーカーがメキシコに進出し、米国向けの工業製品の輸出が急激に拡大した(図表2)。その結果、メキシコの輸出全体に占める対米比率は約 80%と非常に高くなっている。

図表1 輸出に占める一次産品比率



図表2 メキシコの輸出



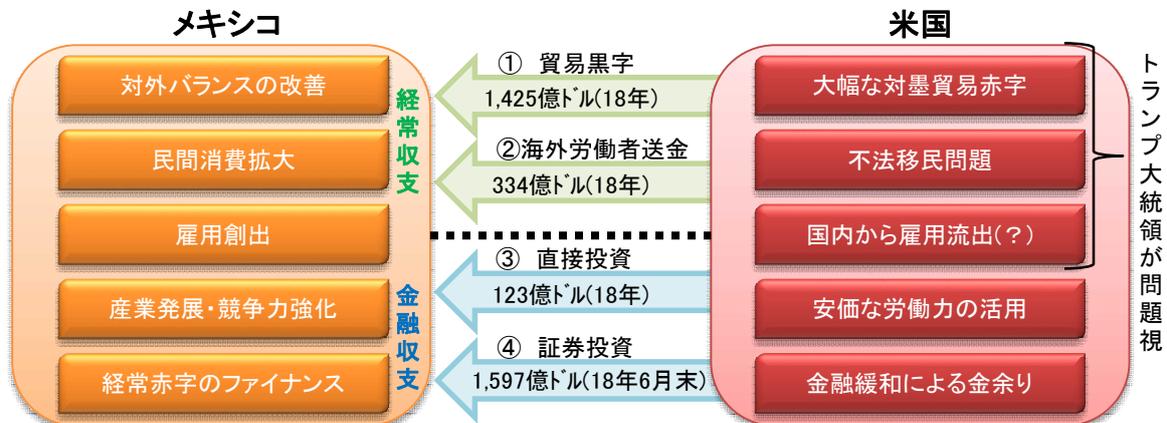
メキシコの輸出額の対 GDP 比は約 35%と他の中南米主要国の 10~20%程度と比較して高く、その大半を占める対米輸出はメキシコの景気を左右する重要な要素である。また、輸出以外でも様々な経路を通じて米国から多額のマネーが流入し、メキシコ経済の成長に強い影響を及ぼしてきた。こうした対米依存の構図は足元でも不変であるが、メキシコに対して一貫して厳しい姿勢をとるトランプ氏が米大統領に就任して以降、同氏の過激な政策や言動が両国関係の先行きに強い不透明感を生じさせており、それがメキシコ経済の見通し悪化に繋がっている。

2. 対米関係の変化が浮き彫りにする国際収支構造の脆弱性

ここからは、メキシコの国際収支構造を基に同国の対米依存の度合いと、それがもたらす懸念点(先行き不透明感)を確認していく。メキシコの国際収支構造は、経常収支が恒常的に赤字であるという問題を抱えるが、対米貿易で稼ぐ黒字と在米メキシコ人労働者からの送金が経常収支の極端な悪化を防ぐ上で大きな役割を果たしている。金融収支の面でも、米国から流入する直接投資が経常赤字の安定的なファイナンスに大きな役割を果たしている(図表3)。また、世界金融危機への対応で米国が大規模な金融緩和を続けていた 2010 年代前半に米国から証券投資を通じて流入した資金も経常赤字のファイナンスに寄与した。このようにメキシコの国際収支構造はあらゆる面で米国に支えられている。換言すれば、メキシコの国際収支構造を見れば、メキシコの対米依存型の経済構造を深く理解することができる。

以下では、経常収支の中の貿易収支と第二次所得収支、金融収支の中の直接投資と証券投資を順に見ていく。

図表3 国際収支上の米墨間の主要な資金フロー

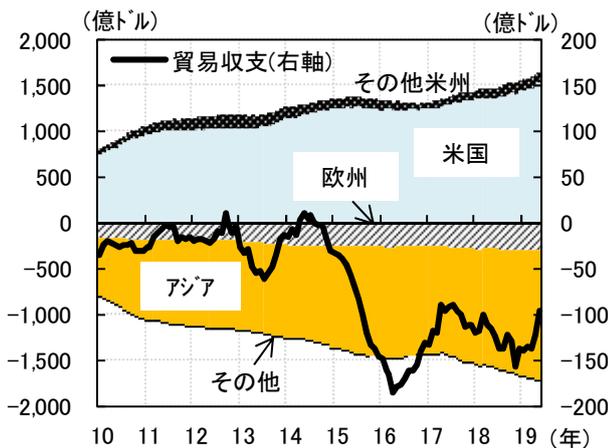


(注) 矢印内の金額は証券投資のみストックで他は年間のフロー
(資料) 各種公表資料を基に三井住友信託銀行調査部作成

(1)メキシコの貿易収支の構造 ～ 輸入構造の変化が生み出した巨額の対米貿易黒字

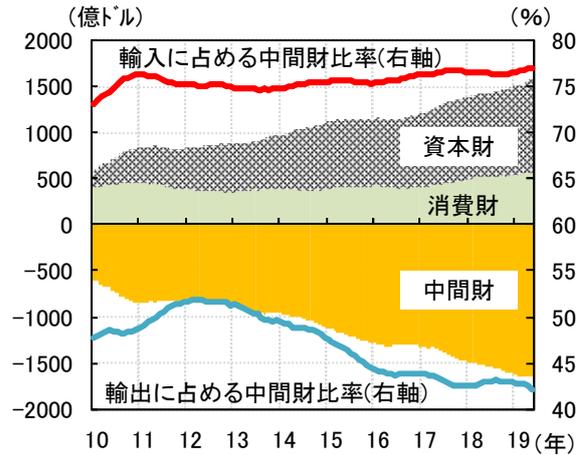
最初に、経常収支の内訳の1つである「貿易収支」の構造を確認する。財の輸出、輸入は経常収支に係る資金流入、流出のそれぞれ 80%超を占め、経常収支全体の動向に及ぼす影響が大きい。貿易収支を貿易相手別に見ると、対米貿易で大幅な黒字を稼ぎ出す一方、中国を中心とした対アジア貿易では大幅な赤字であり、全体では年間 100 億ドル程度の貿易赤字を足元で計上している(次頁図表4)。

図表4 メキシコの貿易収支(相手別)



(注)後方12か月移動合計
(資料)CEIC

図表5 メキシコの貿易収支(財の種類別)



(注)後方12か月移動合計
(資料)CEIC

貿易収支を財の種類別に見ると、資本財と消費財で年間1,500億ドル超の黒字を足元で稼ぐ一方、中間財ではそれを上回る巨額の赤字を計上している(図表5)。NAFTAや輸出セクターの競争力強化を目的とした「マキラドーラ政令」(輸出企業に税制面の恩典を付与)の下で自動車や電気電子機器等の産業が「加工貿易」によって発展してきたメキシコでは、現在に至っても国内で部品製造等の裾野産業が十分には育っておらず、輸入に占める中間財比率は80%弱と加工貿易への依存度が高いままである。

相手別と財の種類別の内訳を踏まえると、メキシコの貿易収支は中国を中心としたアジアから中間財を輸入し、最終財である資本財・消費財を米国に輸出する加工貿易構造と推察される。NAFTA発効直後の1995年時点では、メキシコの輸入の74%が米国からであったが、2017年時点では46%まで低下し、代わりにアジアの比率が大幅に上昇した。同期間に米国以外からの工業製品の輸入額対GDP比は、輸送機器や電気電子機器部品を中心に4.1%→17.1%と劇的に増加した(次頁図表6)。1995年当時は「メキシコ⇄米国」の加工貿易が主であったが、現在では「アジア⇒メキシコ⇒米国」という経路の重要度も増している。

メキシコの中間財の輸入相手が大きく変化した一方、メキシコの輸出額に占める対米比率は過去20年超、約80%で殆ど変わっておらず、こうした非対称の変化が巨額の対米貿易黒字を生み出した。米国側からは、米国の資金がメキシコを通じてアジアに流出しているようにも見え、複雑なサプライチェーンが構築されている米墨を仮に一体とみなせば、メキシコの巨額の対アジア貿易赤字は、米国にとっての対アジア(主に中国)「隠れ貿易赤字」とも言える。

トランプ米大統領が主導したNAFTA再交渉は、2018年9月末に3か国間で辛くも妥結に漕ぎつけ、新協定「米国・メキシコ・カナダ協定(USMCA)」には非常に厳しい「原産地規則」が盛り込まれたが、この背景には、米国の対アジア隠れ貿易赤字に対する強い問題意識があったものと推察される。USMCAの批准・発効は、2019年5月に米国がメキシコ、カナダに課す鉄鋼・アルミニウムへの追加関税を解除したことで一気に進展するかに見えたが、同月末にトランプ大統領が突如表明した不法移民問題に絡む対墨制裁関税(全品目が対象、最大25%まで引上げ)がこうした状況に冷や水を浴びせた。

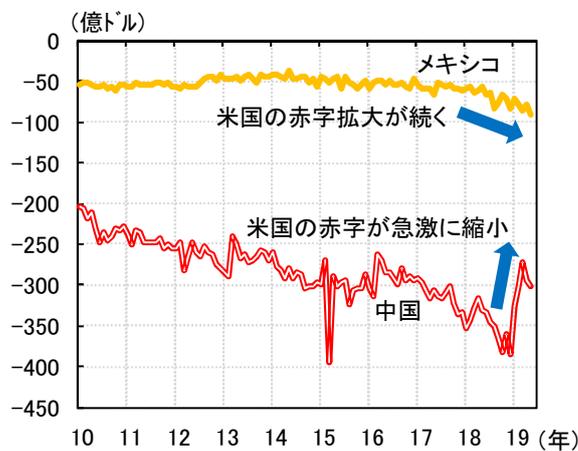
図表6 メキシコの輸入構造の変化(1995年⇒2017年)

対GDP比、%	1995年		2017年	
	米国	米国以外	米国	米国以外
貿易相手				
合計	15.0	5.1	16.8	19.5
一次産品(燃料除く)	1.6	0.5	2.2	1.1
燃料	0.4	0.1	2.7	0.4
工業製品	12.0	4.1	11.4	17.1
化学製品	1.4	0.6	2.2	1.6
電子機器	0.5	0.2	0.2	1.1
電気電子機器部品	2.1	0.7	0.9	4.4
輸送機器とその他機械	3.8	1.4	4.9	5.7
その他工業製品	4.3	1.2	3.2	4.3
その他	1.0	0.4	0.5	0.8
工業製品	12.0	4.1	11.4	17.1
労働集約型及び資源集約型	1.7	0.3	0.9	1.2
低技能及び技術集約型	1.2	0.5	1.2	1.4
中技能及び技術集約型	5.2	1.7	6.0	7.2
高技能及び技術集約型	3.9	1.6	3.3	7.3

(資料)UNCTAD、IMF

両政府の協議の結果、発動日直前の6月7日に「無期限」停止が発表されたが、対墨制裁関税をトランプ大統領が再び持ち出すリスクが完全に消えたわけではない。制裁関税は表向き「不法移民問題」が理由であるが、USMCAの合意以降も拡大し続ける米国の対墨貿易赤字(図表7)をトランプ大統領が問題視していることは明らかであり、6月8日に同氏が、「メキシコが大量の農産品を購入することで合意した」とツイートしたこともそれを物語っている。

図表7 米国の貿易収支(季節調整値)



(資料)CEIC

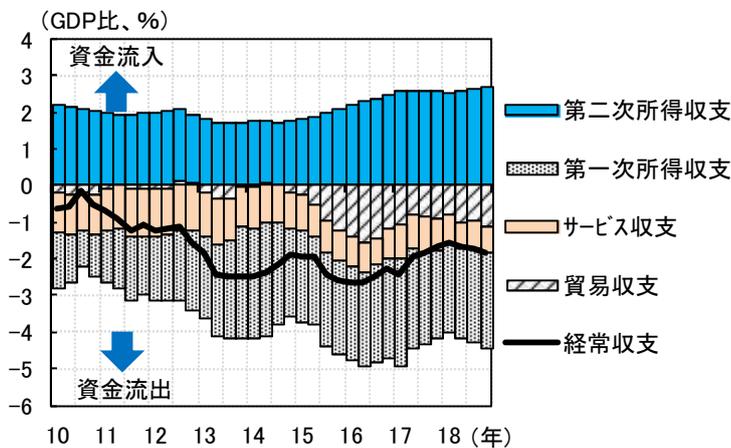
対墨制裁関税は米墨間のサプライチェーンの崩壊に繋がりがねず、原産地規則の厳格化などとは次元の異なる大問題である。当然ながら米国企業にも極めて甚大な悪影響が及び得るため、実際に発動に至る可能性は低いと考えられるが、対米関係における強い不透明感が残存し続けることとなった。

(2)メキシコの第二次所得収支の構造 ～ 駆け込みの反動と米国景気減速に警戒が必要

次に、対価を伴わない無償資金援助等から成る「第二次所得収支」を確認する。第二次所得収

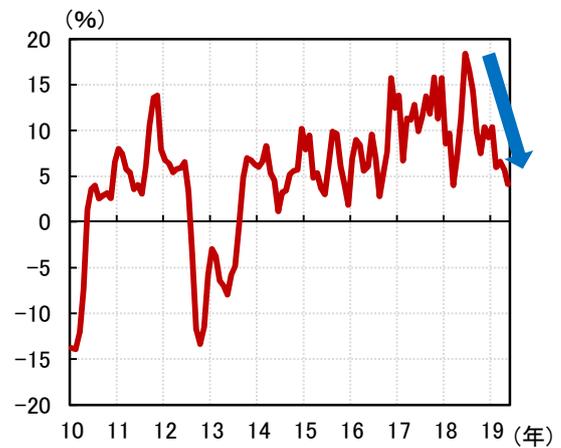
支は経常収支の内訳の中で唯一黒字の項目であり、健全な対外バランスを維持する上で重要な役割を果たしている(図表8)。メキシコの第二次所得収支は海外労働者送金が大半であり、送金元の実に98%を米国が占める(2017年時点)。メキシコの送金受取額は2016年から3年連続で過去最高を更新し、2018年には334億ドルに達するなど一見好調であるが、先行きは決して明るくはない。その理由は、①近年の増加には、メキシコに対して厳しい姿勢をとるトランプ大統領によって送金が規制される事態を恐れた労働者の「駆け込み送金」が影響した可能性があること、②長期的に増加し続けていた在米メキシコ移民数が2017年調査で初めて減少に転じ、足元でもその傾向が続いていると考えられること、③米国の景気減速が在米メキシコ人労働者の送金余力を低下させる懸念があること、の3点である。実際に2018年半ば以降、前年同月比の増加率は急速に縮小しており、トレンドの転換が示唆される(図表9)。このように第二次所得収支においても対米関係の不透明感が存在する。

図表8 メキシコの経常収支(対GDP比)



(注) 後方4四半期移動合計
(資料) CEIC

図表9 メキシコの海外送金受取額の変化率



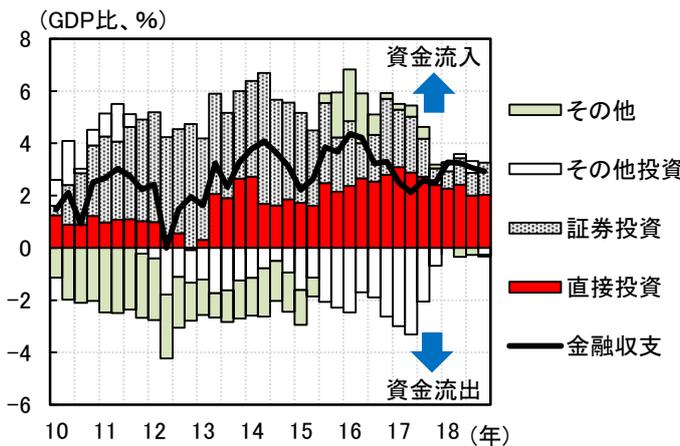
(注) 後方3か月移動平均の前年同月比
(資料) メキシコ銀行

(3) メキシコの直接投資の構造 ～ 対米関係の不透明感が対内直接投資を抑制する懸念有り

次に、金融収支の内訳の1つである「直接投資」の構造を確認する。図表8の通り、メキシコの経常収支は恒常的に赤字であるが、国際収支の恒等式「経常収支+資本移転等収支-金融収支+誤差脱漏=0」を踏まえると、こうした経常収支の赤字(資金流出)は金融収支の資金流入と等しくなる(「誤差脱漏」及びメキシコにとって重要度の低い「資本移転等収支」を考慮しない場合)。金融収支の内訳は、足元では直接投資が最大の資金流入項目であり、巨額の経常赤字の裏側で対外バランスを支えている(次頁図表10)。直接投資は、メキシコから海外への投資である「対外直接投資」と海外からメキシコへの投資である「対内直接投資」に分かれるが、対外収支上、重要度がより高いのは後者であり、メキシコの投資対象としての魅力が資金流出入の動向を左右する。

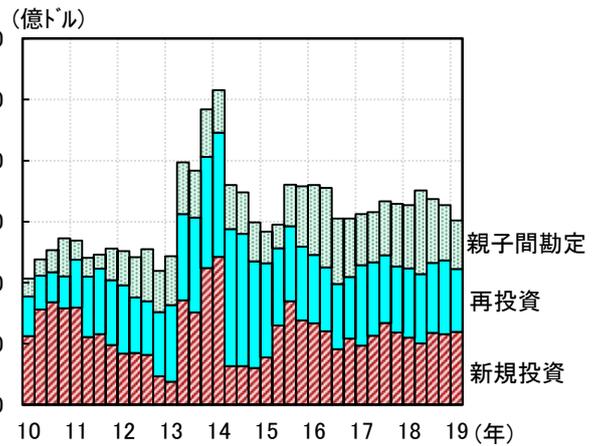
メキシコの対内直接投資を種類別に見ると、「新規投資」は年間100億ドル程度の水準で安定的に推移しており、トランプ大統領主導でNAFTA再交渉が行われていた間も目立って減少することはない(次頁図表11)。部門別と国別では、年によって多少の変動はあるものの、製造業が最大の投資受入れ部門であり、米国が最大の投資国である(次頁図表12、13)。

図表 10 メキシコの金融収支(対 GDP 比)



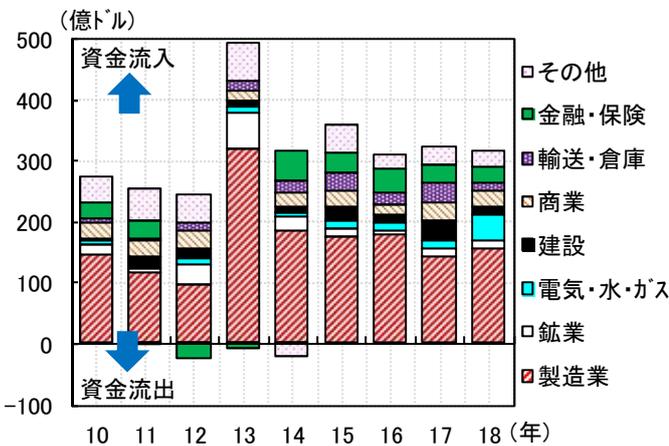
(注) 後方4四半期移動合計
(資料) CEIC

図表 11 メキシコの対内直接投資(種類別)



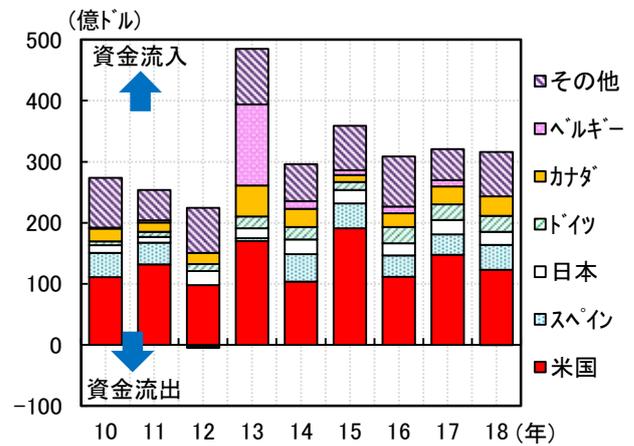
(注) 後方4四半期移動合計
(資料) CEIC

図表 12 メキシコの対内直接投資(部門別)



(注) 後方4四半期移動合計
(資料) CEIC

図表 13 メキシコの対内直接投資(国別)



(注) 後方4四半期移動合計
(資料) CEIC

直接投資は証券投資とは異なり、長期の視点で投資判断がなされる傾向が強い点を踏まえると、NAFTA 再交渉に係る不透明感はメキシコの長期的な投資対象としての魅力を損なうには至らなかったと言える。NAFTA に置き換わる予定の新協定 USMCA は、「原産地規則」の厳格化や、部材の 40~45% を平均時給 16 ドル以上の地域でつくるよう求める「賃金条項」の導入等のメキシコにとって厳しい内容も含むが、少なくとも現時点では合意内容が対内直接投資に及ぼす悪影響は確認できない。真に警戒すべきは不法移民問題に絡む対墨制裁関税である。対米輸出基地としてのメキシコの存在価値を致命的に毀損する恐れがある関税リスクが完全に払拭されるまでは、対内直接投資に強い下押し圧力が加わると予想する。対内直接投資に係る資金流入が目に見えて減少すれば、経常赤字の安定的なファイナンスにも問題が生じる。

(4)メキシコの証券投資の構造 ～ 米国の金融緩和の恩恵に過度な期待は禁物

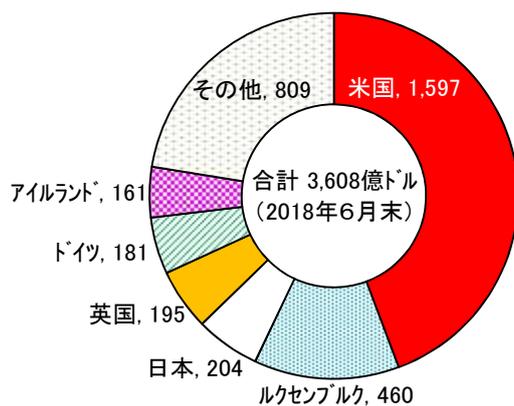
最後に、金融収支の内訳の1つである「証券投資」を確認する。図表 10 の通り、証券投資は、2010 年代前半は最大の資金流入項目であったが、ここ数年は流入額が顕著に縮小している。証

券投資も直接投資同様に対外収支上の重要度がより高いのは「対内」証券投資である。データの制約上、対内証券投資の国別フローは確認できないため、ストックデータで投資国の構成を見ると、ここでも米国(1,597億ドル、全体の44%)が突出しており、米国の影響を強く受ける構造であることが窺える(図表14)。

メキシコの対内証券投資の流出入と米国の政策金利の推移を見ると、米国が世界金融危機への対応で大規模な金融緩和を続けていた2010年代前半において、メキシコに巨額のマネーが債券投資を通じて流入していたことが確認できる(図表15)。こうした資金流入は経常赤字のファイナンスに寄与した。米国の量的緩和が終了し、米FRBが政策金利を段階的に引き上げてきた中で、メキシコ債券への資金流入も激減し、流出局面も多々見られるようになった。一方メキシコ株式は、大規模なインフラ投資を主張するトランプ大統領の登場で米国の成長期待が高まった時期に資金流入が拡大したが、規模は年間100億ドル程度に過ぎず、足元では再び縮小傾向にある。

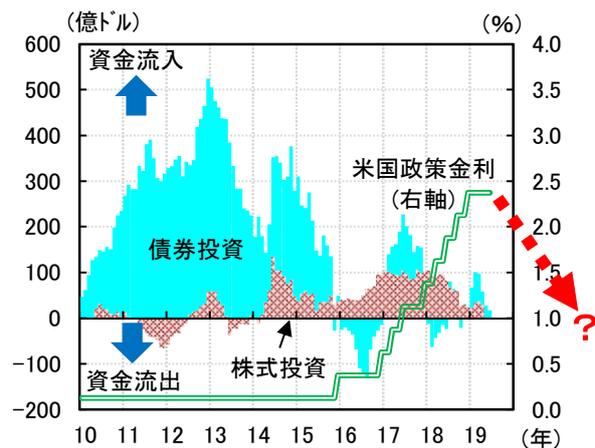
米国景気の減速を背景に、今後FRBが利下げに踏み切ればメキシコ債券に多少の追い風となるであろうが、2010年代前半と異なり、①米国に先行してメキシコの景気が急減速している点、②USMCA 批准や不法移民問題に絡む対墨制裁関税など対米関係に強い不透明感が存在する点、を踏まえると当時のような旺盛な資金流入は期待し難い。

図表14 メキシコの対内証券投資残高



(注)債権者側のデータを集計したもの。対外資産負債残高統計とは合計額が一致しない。
(資料)IMF

図表15 メキシコの対内証券投資と米国の政策金利



(注)対内証券投資は後方12か月移動合計
(資料)BIS、IIF

3. まとめ

メキシコには、経常収支の①貿易収支と②第二次所得収支、金融収支の③直接投資と④証券投資の4つの経路を通じて、これまで米国から多額の資金が流れ込み、メキシコは米国経済への依存を深めながら経済成長を遂げてきた。米国も、メキシコの安価な労働力を活用することでサプライチェーンの最適化を図り、企業収益の拡大等を通じて多大な恩恵を受けてきた。米国の対墨貿易赤字は対中貿易赤字に次いで大きい。米国にとってメキシコは経済的一体性を高めながら共に歩んできた重要なパートナーであり、世界の覇権を争う中国とは本質的に位置付けが異なる。大統領就任前からメキシコに対して一貫して厳しい姿勢を見せるトランプ大統領もメキシコの重要

性を本心では理解しているはずである。そうした暗黙の共通認識があったからこそ、トランプ政権下でも米国企業はメキシコに変わらず直接投資を行ってきた。

5月末に突如浮上した不法移民問題に絡む米国の対墨制裁関税は、こうした暗黙の共通認識の見直しを迫り、対墨投資の前提を覆すものであるため、メキシコのみならず米国企業にも衝撃を与えた。実際に関税発動に至る可能性は低いと予想するが、テールリスクとも言える要因が残存する中で企業や投資家はメキシコへの資金投下を躊躇せざるを得なくなる。こうした状況下で対米貿易黒字や在米労働者送金が実際に減少し始めれば、加工貿易における中間財輸入の減少を勘案したとしても、メキシコの対外収支は急速に悪化する。メキシコの対米依存型成長モデルが機能不全となり、同国経済が長期停滞に陥れば、その影響は密接な関係を築く米国経済にも跳ね返り、米国を通じて世界経済にも及び得る。強い関心を集める米中関係のみならず、米墨関係も注視が必要な局面が続こう。

(調査部 海外調査チーム 吉田 陽一 : Yoshida_Youichi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。