

再燃するメキシコ・ペソ安圧力

Brexit だけではないペソ下落の背景

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・ペソは、Brexit決定を受け、一時史上最安値を更新するなど、下落圧力にさらされている。メキシコ政府・中銀は、財政・金融政策を総動員し、ペソ防衛姿勢を強化している
- ペソ安の背景には、Brexitのみならず、経済・政治の先行き不透明感がある。メキシコ経済は安定成長を維持しているが、緊縮財政による投資の抑制や輸出低迷が続くなど、不安材料を抱えている
- 政治面では、米大統領選挙の共和党候補トランプ氏のメキシコに対する強硬姿勢や、州知事選挙での与党苦戦にみられるペニャニエト政権の求心力低下が、ペソ安要因となりつつある

1. 急落するメキシコ・ペソと政府・中銀の対応

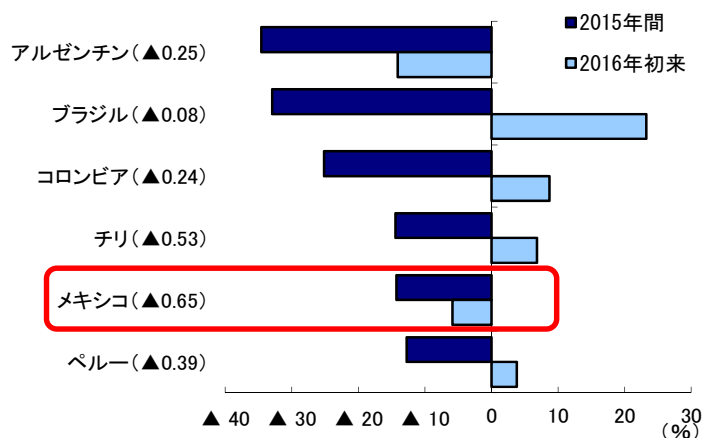
(1) ペソ相場は英国民投票結果を受けて史上最安値を一時更新

メキシコ・ペソ安が再燃している。6月23日に英国民投票で欧州連合（EU）離脱（Brexit）派が勝利した翌24日、ペソは一時対ドルで今年2月につけた史上最安値を更新（19.52ペソ/ドル）した。

中南米主要国通貨の中でも、ペソ相場の軟調ぶりは際立っている。経済規模上位6カ国通貨の2015年の対ドルレートは、資源価格の下落と米利上げ観測という「2つの逆風」を受けて軒並み大幅下落した。2016年に入ると、資源価格の下げ止まり傾向や、米利上げ観測の後退に伴い、新興国通貨売り圧力が後退し、大統領の交代と政策転換への期待がレアル高をもたらしているブラジル・レアルを筆頭に、コロンビア・ペソ、チリ・ペソ、ペルー・ソルも2016年初来でみると通貨高となっている。一方、メキシコ・ペソは年初来約6%下落し、2015年12月の政権交代後に通貨切り下げを実施したアルゼンチンに次ぐ軟調さを示している（図表1）¹。

メキシコ・ペソは、新興国通貨の中で日々の取引量が最大²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。このため、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、メキシコの経済実態とかい離してペソ売りが進みやすい特性がある。Brexitへの警戒感からグローバルなリスクオフ傾向

図表1 中南米主要通貨（対ドルレート）



(注) 国別の () 内は6月初～24日までの英ポンドとの相関係数。

2016年初来は6月30日までの変化率。

(資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

が強まると共に、ペソ安が増幅され、6月に入ってからペソと英ポンドの相関が他通貨に比べ強くなる傾向がみられた（図表1、国名（ ）内の相関係数参照）。メキシコの輸出に占める英国向けシェアは、約0.5%と中南米主要6カ国で最も低い³が、メキシコ・ペソはBrexitに伴うリスクオフの影響を強く受けた通貨の一つとなっている。

（2）ペソ防衛姿勢を強化するメキシコ政府・中銀

メキシコ政府・中銀は、英国民投票の結果を受けて、追加的な歳出削減と利上げに動いた。かねてから、政府・中銀は財政・金融・為替政策を総動員し、ペソ防衛姿勢を強化しており、今回の措置もその延長線上にある（図表2）。

財務公債省は英国民投票の翌6月24日、2016年予算について317億ペソ（GDP比0.2%）の追加的な歳出削減策を発表すると共に、2016年に必要な外貨建て資金調達を完了していることを強調した。メキシコは石油収入が歳入の約3割を占め、財政運営が油価の影響を受けやすい。財政悪化によるペソ安圧力の高まりを防ぐため、原油安が進行した今年2月、政府は2016年予算について1,323億ペソ（GDP比0.7%）の歳出削減を発表（全体の75%強にあたる1,000億ペソが石油公社PEMEXの投資削減）していた。さらに、格付け会社ムーディーズがメキシコの国債格付け（A3）の見通しをNegativeに引き下げた（3月31日）ことを受け、政府は4月、中銀納付金を債務の買戻し・返済に充当する等の債務抑制策を発表するなど、外貨建て資金調達の必要性低下に努めている。

メキシコ中銀は、6月30日の金融政策決定会合で、政策金利を3.75%から4.25%へ引き上げた。声明文は、Brexitに関連する金融面でのリスクを強調し、ペソ安の波及によるインフレのリスクバランス悪化を懸念する内容となった⁴。市場予想を上回る利上げの実施を受け、ペソ相場は反発した。

中銀は、インフレ率が目標圏内（3.0±1.0%）で安定推移（2016年5月、前年比2.6%）しているなかで、ペソ安がインフレ圧力となることを警戒し、為替動向への配慮を強めてきた。2015年12月、米FOMC（連邦公開市場委員会）がゼロ金利政策の解除を決定したことに追随する形で、メキシコ中銀は2008年以来となる利上げに踏み切った（政策金利3.0%→3.25%）。その後メキシコ中銀は、2月会合で一旦は追加利上げを見送ったものの、米利上げの有無に関わらず為替動向次第で利上げする可能性を示唆し、ペソ急落を受けて3月会合を待たず緊急利上げを決定していた（同3.25%→3.75%）。今後、為替変動に配慮した金融政策運営が続くと予想される。

図2 ペソ防衛を巡る財政・金融政策等の動き

日付	政策対応の概要
2015年12月17日	利上げ:3.0%→3.25%(米ゼロ金利解除に追随)
2016年2月17日	緊急利上げ:3.25%→3.75%
	為替介入:ペソが一定幅下落した場合にドル売り入札を行う従来の介入を中止、裁量的な介入へ移行
	2016年予算:歳出削減1,323億ペソ(GDP比0.7%)
2016年4月11日	中銀納付金を債務の買戻し・返済に充当する等の債務抑制策を発表
2016年5月27日	IMF、メキシコに対する弾力的信用枠(FCL)増額を承認(約880億ドル)
2016年6月24日	2016年予算:歳出削減317億ペソ(GDP比0.2%)
2016年6月30日	利上げ:3.75%→4.25%

（資料）各種報道等より、みずほ総合研究所作成

為替政策面でも、中銀は通貨安への備えを強化している。2月の緊急利上げと同時に、中銀はペソが一定幅下落した場合にドル売り入札を行う従来の介入を中止し、より柔軟に裁量的な介入を実施することを表明した。メキシコは、2015年の外貨準備の減少幅が165億ドルと中南米主要国で最も大きく、対外債務や輸入対比でみた外貨準備の水準は低い部類に入る⁵。介入手法の見直し等により、外貨準備は2016年に入り減少に歯止めがかかっている（2016年5月末：約1,770億ドル）。また、メキシコは国際通貨基金（IMF）が優れた実績を有する国を対象に供与し、危機予防の保険としての機能が期待される弾力的信用枠（FCL）を供与されており、5月には約880億ドルへの増額（従来約650億ドル）が承認された。FCLを加味すると、外貨準備は約5割増加することになる。

（3）「テキーラ・ショック」のトラウマ

メキシコ当局が、ペソ防衛姿勢を鮮明にしてきた背景には、1994年の米利上げを契機に経済危機（テキーラ・ショック）が発生したことのトラウマがあると考えられる。1994年12月の変動相場制への移行後、1年間でペソ相場は約9割下落し、1995年のメキシコ経済は深刻な景気後退と物価高騰に見舞われた（図表3）。

テキーラ・ショック直前と比較して、メキシコのマクロ経済指標はおおむね改善している。経常赤字（GDP比）の規模は半分程度と小さく、対外債務の返済負担は低下している。外貨準備も危機直前に比べれば蓄積が進み、FCLも供与されるなど、通貨安への備えは強化されている。政府の構造改革姿勢は投資家から評価されており、自動車産業中心に直接投資が安定的に流入してきた。

しかし、メキシコ国債の外国人保有比率は3割を超えており、証券投資に依存したファイナンス構造である点は、危機当時と変わらない脆弱な側面といえる。前述の通り、メキシコ・ペソはヘッジ手段として利用されやすいという特性が裏面にでて、経済実態では説明のつかない形で通貨安が進みやすい。当局が強いペソ防衛姿勢を示さなければ、資金流出が加速して経済が混乱するリスクは排除できない状況だ。

図3 テキーラ・ショック当時と現在のマクロ経済環境比較

	テキーラ・ショック当時			現在			
	1993	1994	1995	2013	2014	2015	
為替制度	クローリング・バンド制			変動相場制			
政治動向	左派ゲリラ集団の武装蜂起 大統領候補暗殺			ペニャニエト政権による 構造改革期待			
対外収支・債務・外貨流動性							
経常収支/GDP	(%)	▲ 4.6	▲ 5.6	▲ 0.5	▲ 2.4	▲ 1.9	▲ 2.8
デットサービスレシオ	(%)	37.6	27.0	28.1	10.1	12.2	-
外貨準備	100万ドル	24,537	6,148	15,741	176,522	193,239	176,735
対月間財輸入	(カ月分)	4.5	0.9	2.6	5.6	5.8	5.4
対短期対外債務	(%)	42.5	10.2	35.9	191.1	192.4	159.1
成長率・インフレ率							
実質GDP成長率	(%)	2.5	4.7	▲ 5.8	1.4	2.2	2.5
消費者物価上昇率	(%)	9.8	7.0	35.0	3.8	4.0	2.7

(注) 1. デットサービスレシオ＝対外債務元利支払い／財・サービス・所得輸出。

2. 外貨準備の対月間財輸入は3カ月分、対短期対外債務は100%以上が必要水準の目安。

(資料) 国立統計地理情報院（INEGI）、メキシコ中央銀行、国際通貨基金（IMF）、国際金融協会（IIF）等

2. ペソ安の背景にある経済・政治の先行き不透明感

メキシコ・ペソ安の背景にあるのは、Brexitに伴うリスクオフだけではない。経済・政治の先行き不透明感が、ペソ売り圧力となっている面は見逃せない。

(1) 安定成長続くも、緊縮措置や輸出低迷が不安材料に

メキシコ経済は安定成長が続いているが、不安材料を抱えている。2016年1～3月期の実質GDP成長率は、前年比2.6%と前期（2015年10～12月期、同2.4%）を上回った。個人消費が堅調に推移し、安定成長を支えている一方、総固定資本形成（投資）は、原油価格低迷・緊縮財政下での石油関連投資や公共投資の抑制を受けて低迷している。また、ペソ安にも関わらず輸出が低迷し、純輸出は6四半期ぶりにマイナス寄与に転じている（図表4）。

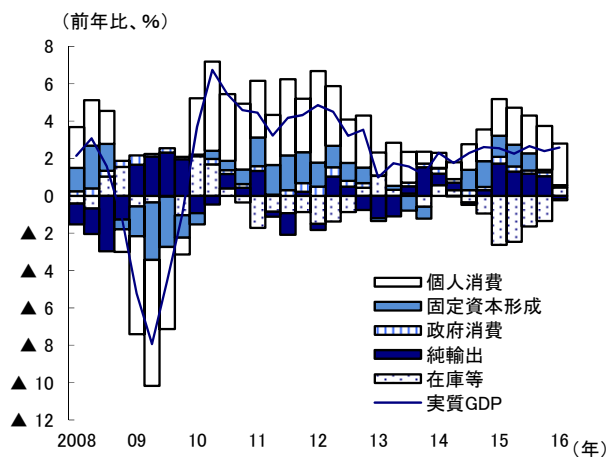
景気のけん引役を期待されてきた輸出は、低迷が続いている。2016年1～3月期の輸出金額は前年比▲5.9%と、石油輸出の減少幅縮小により前期（同▲6.7%）より全体としては減少幅が縮小したものの、製造業輸出の減少幅はむしろ拡大している。貿易赤字は、石油関連に関しては徐々に縮小する一方、製造業など石油関連以外を中心に全体として拡大しており、ペソ安圧力につながっている（図表5）。製造業輸出が低迷しているため、製造業の成長率（2015年10～12月期、同2.0%→2016年1～3月期、同1.0%）も減速傾向に歯止めがかからない。

輸出の落ち込みは、ほぼ全地域にわたっているが、なかでも8割を占める米国向け輸出低迷の影響が大きい。米国の実質GDP成長率（2016年1～3月期）は、前期比年率1.1%と力強さを欠いている。特に、メキシコの生産活動への影響が大きい米製造業は、ドル高の進行で不振に直面しており、5月の鉱工業生産は9カ月連続の前年割れとなっている。英国民投票後は、米利上げ観測が後退する一方、米景気の失速に対する懸念が浮上し始めている。

政府・中銀のペソ防衛策も、景気の下押し要因となる。追加的な財政緊縮措置が投資を抑制するほか、インフレが鎮静化する中での予防的な利上げによる実質金利の上昇は、消費・投資の抑制要因だ。

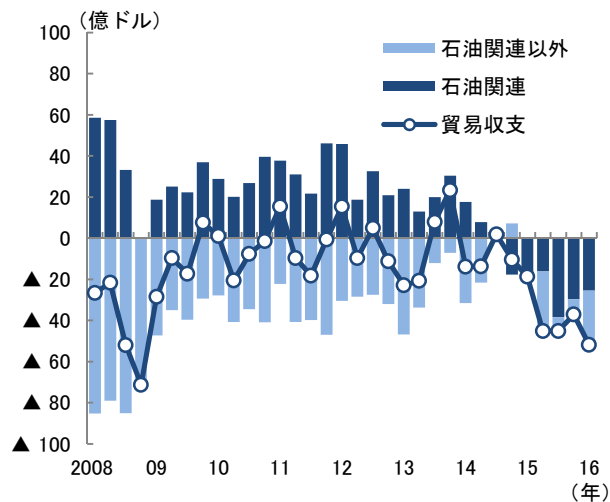
成長率見通しについては、下方修正する動きが相次いでいる。主要機関の2016年実質GDP成長率予想は、メキシコ中銀が2.0～3.0%、財務公債省は2.2～3.2%、IMFは2.4%となっている。

図表4 実質GDP成長率（需要項目別寄与度）



(資料) 国立統計地理情報院 (INEGI)

図表5 貿易収支



(資料) メキシコ中銀

(2) くすぶる「トランプ・リスク」と低下するペニャニエト政権の求心力

政治面の不透明感は、国内外にある。

まず米国では、今年11月の大統領選挙の影響がペソ相場の不安材料として懸念されている。共和党候補指名を確実にしたトランプ氏の主張が、メキシコ経済への脅威として意識されている。大統領選挙でトランプ氏が勝利した場合でも、議会での承認が得られなければ、極端な政策は実現しないはずだが、強硬な発言が行われているというだけで、ペソ相場の不安材料になっている。

トランプ氏は、不法移民対策として米墨国境に壁を建設することを目玉政策に掲げており、建設費用として50～100億ドルをメキシコが一括で支払わなければ、米国に居住するメキシコ人移民から本国への送金を禁止すると主張している。国際収支統計によれば、メキシコの移転収支に占める送金受取額は2015年248億ドル（GDP比2.2%）に達している。送金受取額の地域別の内訳は不詳だが、米調査機関によれば2012年時点で98%が米国からの送金だったとされる。足元、個人消費が堅調である一因として、ペソ安による移民送金の増加が指摘されており、移民送金は個人消費の動静を左右する重要な要素である。米国から送金が禁止されるようなことがあれば、特に送金への依存度が高い低所得層の所得減をもたらし、社会不安につながりうる。また、移転収支黒字が消失するようなことになれば、メキシコの経常赤字（2015年▲2.8%）はGDP比2%近く悪化することになる。また、トランプ氏は、北米自由貿易協定（NAFTA）は米国の雇用を脅かすものであるとし、メキシコ・カナダが再交渉に応じないならばNAFTAを離脱すると発言している。

次にメキシコでは、ペニャニエト政権（制度的革命党（PRI））の求心力低下が、ペソ安要因となしつつある。2012年12月に発足したペニャニエト政権は、歴史的なエネルギー・通信改革など構造改革を推進してきたが、治安・汚職対策への不満などを背景に支持率は30%前後と低迷している。

2018年7月実施の大統領選挙の前哨戦として注目された州知事選挙（12州、6月5日）で、PRIは5州での勝利（改選前9州）にとどまり、改選対象中最大の人口を擁するベラクルス州で結党以来初の敗北を喫するなど苦戦を強いられた。また、今回の選挙では、過去の大統領選挙の有力候補だったオブラドール氏が党首を務める左派・国民再生運動党（MORENA）が得票を伸ばしており、左派の退潮が著しいブラジルやアルゼンチンなどの南米諸国とは異なる動きがみられた。

米国におけるトランプ現象や英国民投票でのBrexit派の勝利の背後には、反体制（エスタブリッシュメント）・反グローバル化の機運の高まりがあるとの見方がある。こうした機運は、メキシコ国内においても左派勢力の台頭を助長し、内政の不安定化を通じて、ペソ安要因となりうる。テキーラ・ショックは、左派ゲリラ集団の武装蜂起や大統領候補の暗殺など、内政の混乱も一因だった。極端な政情不安の可能性は現段階では大きくないとしても、今回の州知事選挙の結果は、PRIが態勢を立て直せなければ、2018年大統領選挙（再選禁止でペニャニエト大統領は出馬しない）で政権が交代する可能性の高まりを示唆している。今後のペソ相場を占ううえでは、メキシコ・米国の内政からも目が離せない局面が続くそうだ。

¹ アルゼンチン・ペソについては、過去の債務再編に応じなかった債権者（ホールドアウト債権者）との債務交渉が合意に至り、2014年7月以降のデフォルト状態を脱し、国際金融市場に復帰したことなどを受けて、2月下旬を底に上昇基調にあった。アルゼンチン当局は、インフレ高騰にもかかわらずペソ高抑制のために政策金利を引き下げてい

る。英国投票後にアルゼンチン・ペソは大幅下落したが、市場では当局はペソ安を歓迎しているとの見方がある。

² 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1,350億ドル（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。中国人民元は1,200億ドルで9位（BIS（2013））。2016年4月調査の結果は、9月初旬公表の見込み。

³ メキシコはEUと自由貿易協定（FTA）を締結（2000年7月発効）している一方、英国とは二国間投資協定（BIT）を締結（2007年7月発効）している。グアハルド経済相は貿易・投資面でのBrexitによる影響は限定的であるとしたうえで、英国とのFTAの草案を準備済みであると発言している。

⁴ メキシコの銀行総資産における外資比率は約7割と中南米の中で最も高く、特に欧州系のシェアが高い（スペイン系約37%、英系HSBCは約7%）ことから、Brexitに伴う欧州系金融機関経営への影響の余波を不安視する見方がある。中銀は、Brexitが即時にメキシコの金融システムに影響が波及する可能性を否定しつつ、状況を注視する姿勢を示している。

⁵ 中南米主要国の外貨準備の水準評価については、西川珠子（2016）「中南米通貨安とデフォルトリスク～中国への金融面での依存度の高まりに要注意～」(みずほ総合研究所「みずほインサイト」2月24日)ご参照。

●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。

主要経済指標一覧

		2013	2014	2015	2015/4-6	2015/7-9	2015/10-12	2016/1-3	2016/03	2016/04	2016/05	2016/06
名目GDP	百万ドル	1,261,982	1,298,176	1,143,793	1,170,325	1,107,483	1,126,984	1,023,025	-	-	-	-
	一人当たり、ドル	10,197	10,351	9,009	-	-	-	-	-	-	-	-
実質GDP	前期比、%	-	-	-	0.6	0.8	0.5	0.8	-	-	-	-
	前年比、%	1.4	2.2	2.5	2.3	2.7	2.4	2.6	-	-	-	-
	民間消費	前年比、%	2.1	1.8	3.1	3.0	3.0	3.5	3.3	-	-	-
	政府消費	前年比、%	1.0	2.1	2.3	2.6	1.5	1.9	▲ 0.4	-	-	-
	固定資本形成	前年比、%	▲ 1.6	2.9	3.8	5.5	4.1	0.6	0.6	-	-	-
	輸出	前年比、%	2.4	7.0	9.0	9.3	10.0	5.1	1.4	-	-	-
	輸入	前年比、%	2.6	6.0	5.0	5.4	6.2	2.2	2.1	-	-	-
	生産	鉱工業生産	前年比、%	▲ 0.5	2.7	0.9	0.6	1.3	0.2	0.4	▲ 1.9	1.9
	自動車生産	前年比、%	1.7	9.8	5.6	6.8	3.3	2.8	▲ 5.1	▲ 4.9	▲ 3.1	-
商業販売	小売売上高	前年比、%	1.1	2.7	5.0	4.7	5.7	4.6	7.0	6.4	10.7	-
	自動車販売台数	前年比、%	7.5	6.7	19.7	23.0	17.1	15.2	9.8	10.2	22.4	17.6
	米国向け販売台数	前年比、%	6.6	11.3	4.8	8.7	0.2	▲ 0.4	▲ 1.3	▲ 10.6	▲ 13.7	▲ 5.9
雇用	完全失業率(全国)	平均値、%	4.9	4.8	4.4	4.4	4.3	4.3	4.2	4.2	3.9	4.0
	雇用者数(社会保険加入)	前年比、%	2.9	4.3	3.7	4.4	4.2	3.7	3.5	3.5	3.6	3.8
物価	消費者物価	前年比、%	3.8	4.0	2.7	2.9	2.6	2.3	2.7	2.6	2.5	2.6
	コア消費者物価	前年比、%	2.7	3.2	2.4	2.3	2.3	2.4	2.7	2.8	2.8	2.9
国際収支	貿易収支	百万ドル	▲ 1,195	▲ 3,066	▲ 14,609	▲ 2,009	▲ 6,671	▲ 3,785	▲ 3,985	87	▲ 2,080	▲ 527
	輸出	前年比、%	2.5	4.4	▲ 4.1	▲ 3.8	▲ 5.2	▲ 6.7	▲ 5.9	▲ 7.9	▲ 7.7	0.3
	輸入	前年比、%	2.8	4.9	▲ 1.2	▲ 0.9	▲ 0.3	▲ 4.0	▲ 3.7	▲ 6.7	▲ 1.6	▲ 1.6
	経常収支	百万ドル	▲ 30,409	▲ 24,882	▲ 31,874	▲ 8,387	▲ 7,880	▲ 7,266	▲ 6,991	-	-	-
		対GDP比、%	▲ 2.4	▲ 1.9	▲ 2.8	▲ 2.9	▲ 2.8	▲ 2.6	▲ 2.7	-	-	-
	資本収支	百万ドル	67,896	58,835	31,521	14,488	1,127	10,633	8,594	-	-	-
	外貨準備高	期末値、百万ドル	176,522	193,239	176,735	192,509	180,404	176,735	177,688	177,688	177,969	176,960
	外貨準備高/月間輸入額	ヶ月	5.6	5.8	5.4	5.8	5.3	5.3	6.0	5.7	5.5	5.6
	対外債務残高	百万ドル	406,042	432,602	-	-	-	-	-	-	-	-
		対国民総所得(GNI)比、%	33.2	34.7	-	-	-	-	-	-	-	-
	デットサービスレシオ(注1)	%	10.1	12.2	-	-	-	-	-	-	-	
財政収支	総合収支	百万ペソ	▲ 374,231	▲ 543,076	▲ 637,687	▲ 254,906	▲ 87,491	▲ 198,831	▲ 61,563	8,534	238,652	-
		対GDP比、%	▲ 2.3	▲ 3.1	▲ 3.5	▲ 1.4	▲ 0.5	▲ 1.1	▲ 0.3	-	-	-
	プライマリー収支(注2)	百万ペソ	▲ 60,221	▲ 191,855	▲ 218,504	▲ 104,852	▲ 46,328	▲ 29,871	13,279	34,756	251,084	-
	公的純債務残高	百万ペソ	5,943,288	6,947,446	-	-	-	-	-	-	-	-
		対GDP比、%	35.4	39.0	-	-	-	-	-	-	-	-
金利	翌日物銀行調達金利	期末値、%	3.50	3.00	3.25	3.00	3.00	3.25	3.75	3.75	3.75	4.25
為替	ペソ/ドル	平均値	12.7720	13.2925	15.8483	15.3115	16.4044	16.7462	18.0667	17.7383	17.4924	18.0405
株価	IPC指数	平均値	42,727	43,146	42,978	45,054	42,633	42,978	45,881	45,881	45,785	45,459

(注1) デットサービスレシオ=対外債務元利支払い/財・サービス・所得輸出。

(注2) プライマリー収支は、総合収支から利払い費を除いたもの。

(資料) メキシコ国立統計地理情報院(INEGI)、メキシコ中央銀行、国際通貨基金(IMF)、世界銀行等よりみずほ総合研究所作成