

## 通貨ニュース(2014年6月10日)

### メキシコペソ:メキシコ中銀が予想外の利下げ

- メキシコ中銀は6日に行われた金融政策決定会合で市場予想に反して50bpの利下げを決定。
- 2014年1~3月期GDPの低調な結果、特に民間消費支出の回復の遅れが利下げのトリガーになった可能性が高い。
- 一方で、米国を中心とした世界経済の回復、同国の構造改革の進展や大規模なインフラ投資計画等を考えれば、景気の先行きについて過度に悲観的になる必要は無いと思われる。
- 今回の利下げは予防的・積極的な景気支援策であると考えられ、更なる利下げの可能性は低い。今後、直接投資や株式投資が増加する見込みであることから、メキシコペソ相場への影響は限定的に留まろう。

国際為替部  
深谷 公勝  
03-3242-7065  
Masakatsu.fukaya@mizuho-bk.co.jp

#### サプライズ利下げで政策金利は過去最低水準に

メキシコ中銀は6日に行われた金融政策決定会合で市場予想に反して50bpの利下げを決定、政策金利の翌日物指標金利を過去最低水準となる3.00%とした。ブルームバーグの事前予想では20人中20人が政策据え置きを予想していた。今回の決定を受けて6日の金融市場ではボルサ指数(株価指数)が1.4%上昇、メキシコペソ(MXN)が▲1.0%下落、10年債利回りは35bp低下した。メキシコ中銀は声明にて利下げの背景として景気回復の遅れ、物価見通しの改善、国際金融市場の安定の3点を挙げている。一方で、今後については米国を中心とした世界経済の回復に伴ってメキシコ経済も加速するとのシナリオを維持し、更なる利下げの可能性を否定している。

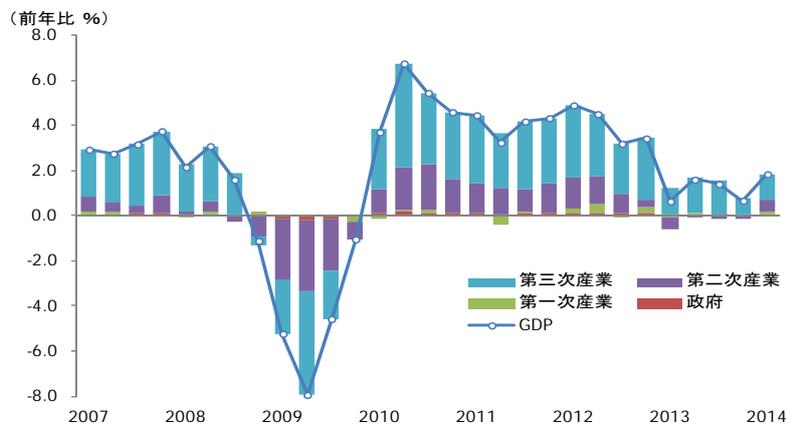
今回の利下げはサプライズとなった。メキシコ中銀は2014年1月に前年比4.5%上昇に達した消費者物価指数(CPI)と米国の量的緩和縮小に端を発した新興国通貨の全般的な下落を受けて、2月初めの会合にて「物価見通しのリスクが悪化した」として僅かながらタカ派な見方を示した。その後、金融市場の安定と総合CPIの鈍化を受けて3月にはインフレ警戒姿勢を軟化させてはいたが、一方で景気の見通しについて回復の兆しを指摘するなど、民間エコノミスト対比でいえば依然として強気の姿勢を有していると思われていた。同中銀の政策スタンスの変化について詳細は議事録の公表を待つ必要があるものの、前回4月の会合以降に発表された経済指標が、1~3月期GDPを除いて概ね実体経済の緩やかな回復を示唆する内容だったことを考えれば、やはり利下げのトリガーは1~3月期GDPの低調な結果(特にサービス業の回復の遅れ)だったと思われる。

### 1～3 月期 GDP は 1.8%と市場予想を下回る結果

5 月 28 日に発表された 1～3 月期 GDP は前年比 1.8%増と 10～12 月期の同 0.7%増から反発したものの、市場予想(同 2.1%増)を下回った。セクター別では第一次産業から第三次産業までいずれも前期からは加速を見せたが、全体の 6 割を占める第三次産業を中心に勢いは弱い。第三次産業の前年比寄与度は 1.1 ポイントと 10～12 月期の 0.8 ポイントから僅かな拡大に留まっており、これは景気が低迷する前の 2012 年平均(2.8 ポイント)の半分にも満たない。これをさらに業種別でみると、同セクターの足踏みの殆どが小売・卸売業の停滞によるものであることが分かる。この点は 2014 年 1 月 1 日に発効した清涼飲料、ジャンクフード、化石燃料に対する特別税の引き上げ、米国の量的緩和縮小に端を発した 1～3 月の株価低迷が大きく影響していると見られる。需要別の詳細についてはまだ公表されていないものの、中銀によれば上述の要因により個人消費が伸び悩んだということであり、業種別の数字と整合的である。

またメキシコの経済活動を広範に押し下げた要因として米国経済の減速がある。メキシコは輸出の 8 割が米国向けというほど米国との経済的な結びつきが強く、それゆえ米国経済の鈍化は国内の製造業の落ち込みを通して広範に波及することが知られている。2014 年 1～3 月期の米国経済は歴史的な寒波の影響により、前期比年率▲1.0%のマイナス成長となっており、これがメキシコ経済の強い向かい風となったことは間違いない。

図表 1: メキシコ実質 GDP 成長率 業種別



(資料)CEIC

### 景気回復は当初の想定より遅れているが見通しは暗くない

一方で、メキシコ経済の先行きについて過度に悲観的になる必要は無いだろう。まず同国経済のエンジンの一つである米国経済は悪天候の影響が剥落した 3 月以降、明確な反発を見せており、4～6 月期については前期比年率で 3～4% の高成長が見込まれている。他方、国内では増税の影響が当面景気の下押し圧力として残ると思われるが、1～3 月期に調整した同国株価は足許で 2013 年末の高値水準を回復しており、家計の購買力は大きく改善している。また過去最低水準の政策金利も国内信用の伸びをサポートし、民間消費支出を押し上げるだろう。このように 1～3 月期のメキシコ経済は一時的な要因により下押された部分も大きく、今後はこうした要因が剥落していくにつれて、景気は徐々に勢いを

増していくと考えられる。さらに中長期的にはエネルギー改革を中心とする国内構造改革の進展により生産性が向上、民間設備投資の増加も期待できる。加えて、5月末に発表された2014年～2015年国家インフラ投資計画(NIP)は、金額ベースで前回の2倍を超える過去最大規模となっており、こうした構造改革と拡張的な財政政策は同国GDPを今後5年間に渡って約1.5ポイント押し上げると予想されている(図表2)。

図表 2: メキシコ 構造改革・公共投資の GDP 押し上げ効果(政府試算 単位: %)

	2014	2015	2016	2017	2018	期間平均
当初	3.5	3.8	3.7	3.6	3.5	3.6
各種改革とNIP考慮後	4.0	4.8	5.1	5.4	5.5	5.0

(資料)メキシコ政府

### 総合 CPI は大きく鈍化

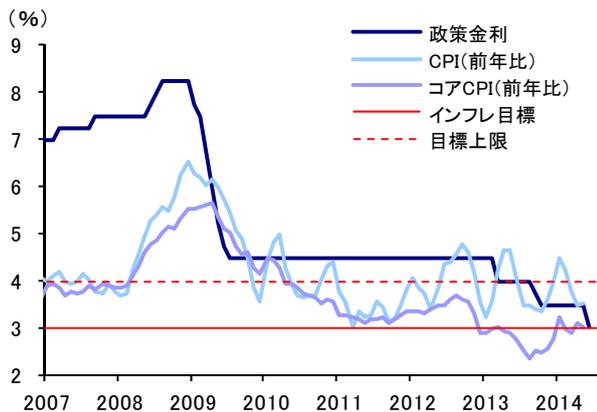
9日に発表された5月CPIは総合が前月比▲0.3%低下、前年比では3.5%上昇と、4月から横ばいの伸びとなった。前年比で4.5%まで上昇した1月の水準と比べれば低下基調が鮮明となっている。最近の総合CPI鈍化の要因は野菜や畜産品といった生鮮食料品価格の低下であるが、足許の数字には今年1月に実施された一部食品、化石燃料の増税の影響によるベース効果(0.5%弱)が含まれている。一方で生鮮食料品やエネルギー価格を除いたコアCPIは同3.1%上昇と4月の同3.0%上昇から小幅に減速した。コアCPIは昨年8月に同2.4%上昇の最低値をつけて以来、緩やかに上昇しているが、こちらも上述の増税の影響により一部押し上げられていると考えられており、物価上昇圧力は見た目ほど強くない。メキシコ中銀もこれまで増税等の波及効果は限定的で、国内物価は当面抑制された状態が続くとの見方を示してはきていたが、とはいえ年初には物価見通しに対するリスクはアップサイドであるとややタカ派に傾斜していただけに、コアCPIが依然として緩やかな上昇基調にある中で今回の利下げ決定には意外感がある。なお、ベース効果の影響で同国CPIは今後2カ月下げ渋るとみられる。

### 中期的なペソ相場への影響は軽微

予想外の利下げを受けて6日の外国為替市場でメキシコペソは約▲1%の急落となった。しかしながら、今回の決定によるペソ相場の下押しは限定的に留まると考える。まず、メキシコ経済の現状と先行き見通しから今回の利下げは景気下支えのための必要不可欠な措置というよりも、予防的で積極的な景気支援策と見るのが妥当である。よって声明にもある通り、更なる政策金利引き下げの可能性は低く、次の一手は正常化となる公算が大きい(2015年前半か)。現時点では市場の更なる利下げ観測がペソ相場の重石となる展開を懸念する必要はないだろう。片や、利下げによって債券投資による資金流入が減少すればペソの下落圧力となる可能性があるが、同国は中南米で数少ないシングルA格付けを有し、依然として大きい米国債との利回り格差を考えると、債券流入が極端に減少する可能性は小さい。加えて旺盛な株式投資や直接投資がこうした負の影響を相殺すると思われる。良好なファンダメンタルズを背景にペソが他の新興国通貨対比でアウトパフォームするとの見方を維持したい。

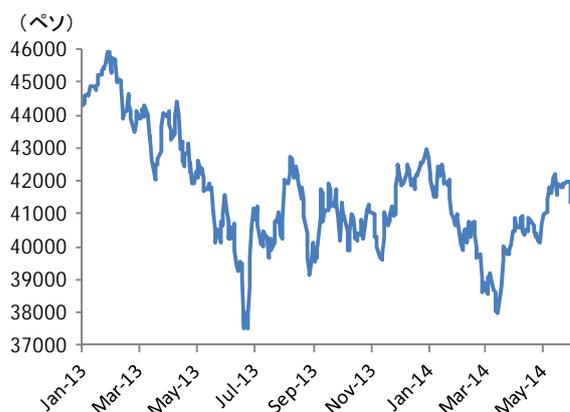
以上

図表 3 : メキシコ 政策金利と CPI



(資料)メキシコ中銀、Bloomberg

図表 4 : メキシコ ボルサ指数 (株式指数)



(資料)Bloomberg

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。