

通貨ニュース(2014 年 12 月 17 日)

メキシコペソ急落: 背景は原油価格の下落?

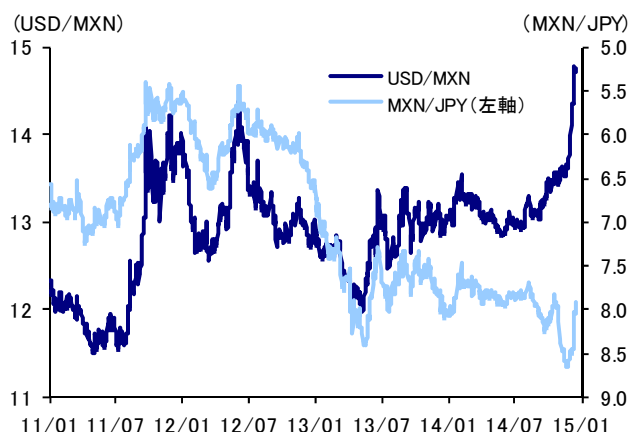
- MXN の急落は米国の利上げに伴う新興国からの資金流出懸念、予想を下回る経済成長、政治や治安等の国内問題で先行き不透明感が増す中、原油価格の下落がきっかけとなって起こった。
- 石油関連貿易の収支はほぼ均衡しており、原油価格低下の貿易収支への影響は軽微。財政についても 2015 年収支への影響は限定的。一方で、エネルギーセクターの対内直接投資に及ぼす影響が懸念される。
- 国内景気の回復は期待を下回る緩慢なペースに留まっており、ペソ相場の下押し要因の一つ。但し、経済的結びつきの強い米国経済が回復基調を強めているなど、先行きに過度の悲観は不要。
- 均衡為替レートの観点からも足許のペソ安は行き過ぎの感。他の資源国通貨のヘッジに使われるという特徴も売られ過ぎの要因か。投機筋の売りポジションの積み上がりから、反転上昇時は相応のモメンタムを伴おう。

国際為替部
マーケット・エコノミスト
深谷 公勝
03-3242-7065
masakatsu.fukaya@mizuho-bk.co.jp

メキシコペソが金融危機以来の水準に急落。当局はドル売り入札を再開

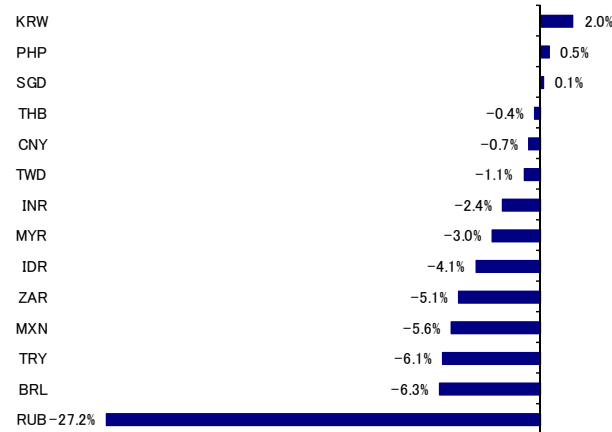
足許でメキシコペソ(MXN)が下げ足を速めている。MXN は 12 月に入って 6% 弱下落しており、これは我々が主に扱う新興国通貨の中でもロシアルーブル(RUB)、ブラジルレアル(BRL)、トルコリラ(TRY)に続いて 4 番目の下落率である。こうした動きを受けてメキシコ中銀と財務省により構成される通貨委員会は 9 日 2 億ドルのドル売却入札を再開している。筆者はこれまで、メキシコの国内物価や経常収支赤字が他の新興国対比で低水準であること、経済的結びつきの強い米国経済回復の恩恵を受けやすいという同国の持つ優位性から、MXN が他の新興国通貨に対してアウトパフォームすると予想していたため直近の MXN 安進行は予想外であった。

図表 1: メキシコペソ相場



(資料) Bloomberg、みずほ銀行

図表 2: 新興国通貨騰落率 (2014 年 12 月 1 日 ~ 16 日)



(資料) Bloomberg、みずほ銀行

メキシコの石油輸出への依存度は低い

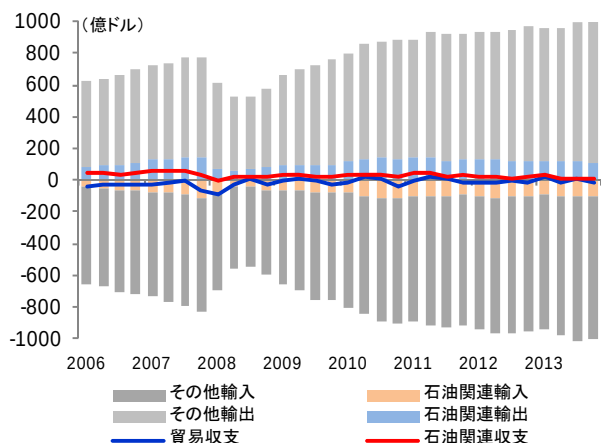
MXN 軟調の背景には①米国の利上げに伴う新興国からの資金流出懸念、②予想を下回る経済成長、③国内政治への不信や悪化する治安問題も複合的に作用していると考えられるが、12 月以降の急落に限って言えば、やはり原油価格の下落が直接的なトリガーであったと言えよう。メキシコは産油国であり、原油価格の下落は経済にネットでネガティブな影響を及ぼす。この点で MXN は商品価格の下落時に売られやすい通貨の一つではあるだろう。とはいえ同国の場合、エネルギー関連輸出が輸出全体に占める割合は1割程度に過ぎず(ロシアは約7割、マレーシアは約3割)、さらに近年では原油生産能力の低迷で関連輸出も減少傾向にあり、石油収支黒字自体がほぼ均衡状態にまで落ち込んでしまっている(図表 3)。このため、原油価格の低下が同国の貿易収支に与える直接的な影響は他のエネルギー輸出国と比べて極めて軽微である。

2015 年の政府歳入への影響は限定的

他方でメキシコは政府歳入の約 3 分の 1 を国営石油会社ペメックスの収益を含む石油関連収入に依存しており(図表 4)、原油価格の低下が同国の財政に与える影響は大きい。例えば政府は 2015 年の原油輸出を 2.3 億バレルと想定しており、この場合 1 バレルあたり 10 ドルの価格低下で 23 億ドル(名目 GDP 比約 0.1%)の収入減少となる。この点、メキシコの財政状況は比較的健全であり、原油価格の低下が一時的な現象であれば、国債の増発にて対応が可能である。しかし、1 バレル=70ドルを下回る価格水準が数年間続くような場合は財政収支維持のため増税や歳出削減等の追加措置が必要になるとされている¹。後述する通り想定を下回る景気回復が続く中、緊縮財政が強化されれば同国経済、MXN の更なる向かい風となってしまうだろう。但し、財務相によれば政府は既に 2015 年分の石油輸出価格を 1 バレル=\$76.5ドルでヘッジ済みであり、来年 1 年を通して原油価格の動向は同国の財政収支に影響を与えないとしている(2014 年については 1 バレル=85ドルでヘッジされている)。原油価格の動向が同国財政に及ぼす影響については注視が必要であるが、このことが問題視されるのは来年後半以降となるだろう。

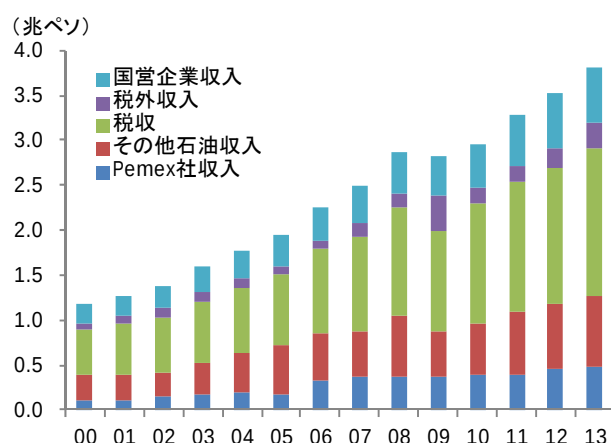
¹ 米国外交問題評議会 (Council on Foreign Relations) “Spillovers From Falling Oil Prices: Risks to Mexico and the United States”(2014)

図表 3：メキシコ 貿易収支と石油関連収支



(資料)CEIC、みずほ銀行

図表 4：メキシコ 政府歳入の内訳



(資料)CEIC、みずほ銀行

エネルギー改革への影響が懸念される

金融市場へのインパクトとの観点からは、原油安がエネルギー改革に及ぼす影響が懸念されよう。2012 年に就任したペニャ・ニエト大統領はメキシコの長年の懸案事項であったエネルギー改革に取り組み、2013 年 12 月に憲法改正を含むエネルギー改革法案を成立させた。今年 8 月には 2 次法案も成立し、これら法案に基づくエネルギーセクターの民間開放が本格化する来年以降は、同セクターへの海外直接投資が増加し、これにより景気が加速することで証券投資も勢いを増すと見込まれていた。これに関してはメキシコにおける石油生産の収益性が問題となるが、同国石油生産の損益分岐点は平均で 1 バレルあたり 70 ドル程度とされ、世界の産油国の中でも高い (OPEC 平均 35 ドル、非 OPEC 平均 60 ドル)。仮に原油価格が足許の 1 バレル=70 ドル以下で推移するとすれば、海外企業がメキシコ向けエネルギー関連投資に二の足を踏むのは想像に難くない。実際にはシェールオイルを除けば損益分岐点はより低い水準であり、全ての投資案件が見直されてしまうということではないが、これまでの MXN の堅調は「エネルギー改革→直接投資増加」という期待により支えられていた部分もあり、原油安による投資減少懸念が MXN に及ぼした心理的な影響は大きいだろう。

市場の期待を下回る景気回復も通貨の重石に

このほか、国内経済・政治動向も MXN 売りを後押ししているとみられる。同国 7～9 月期 GDP は前年比+2.2%と 1～6 月期平均の同 1.8%から加速したが、景気回復のペースは依然として市場の期待を下回る緩慢なものに留まっている。成長低迷の要因は 1～3 月期に米国経済が寒波の影響を受けてマイナス成長に陥ったこと、年初の増税による消費の落ち込みが想定以上に長引いたことが主因と考えられるが、年の後半は麻薬組織による学生誘拐事件への対応や政治資金問題を受けたペニャ・ニエト大統領の支持率低下が国内企業の信頼感に影を落としたことも少なからず影響しているとみられる。

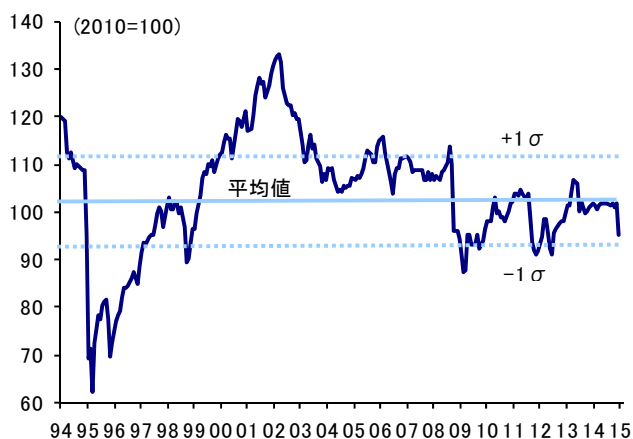
もっとも直近で発表されている経済指標は消費・生産ともに予想を上回る結果が続いており、景気の先行きに過度の悲観は不要であろう。何より、経済的結び付きの強い米国経済が力強さを増す中、米国向け輸出の増加が国内設備投資を喚起し、賃金上昇→消費拡大という好循環につながると期待される。一方で原油安は輸出の減少を通じて成長の下押し要因となるが、前述の通り、貿易収支を通じた景気下押し圧力は軽度である。この他、石油関連の生産・設備投資減少も想定されるが、これらの悪影響は MXN の下落が輸出品の価格競争力を高めることによりある程度軽減されるはずである。

足許の MXN 売りはやや行き過ぎか

原油安や景気回復の遅れなど MXN を取り巻く状況は依然と比べて悪化していると言わざるを得ないが、その程度は他のエネルギー輸出国に比べて軽度であり、足許の MXN 売りの勢いは経済ファンダメンタルズに照らしてやや行き過ぎとみられる。この点、均衡為替レートの観点から見ると、例えば MXN の実質実効為替レートは 12 月に入って 5%以上下落し、長期平均から下方に乖離したと考えられるが、この下落は 1～2 か月間の短期の変動幅としては極めて大きく、こうした傾向が長く続くとは考えにくい (図表 5)。購買力平価との兼ね合いでも名目為替レートが MXN 安方向に乖離している (図表 6、同様の動きは 2011 年、2012 年の欧州危機時にも見られている)。一方で国債や株式市場も下落してい

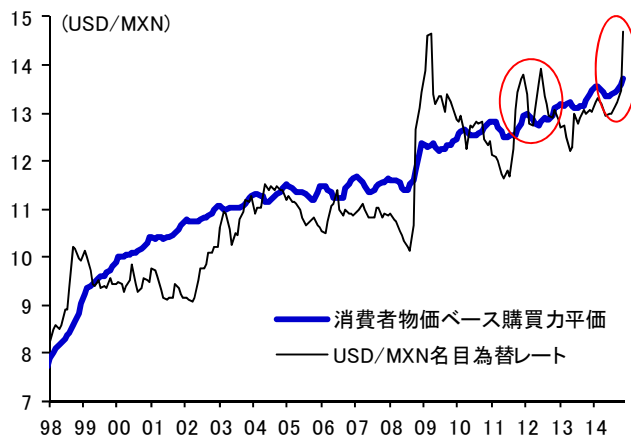
るが、MXN が 5 年ぶりの安値まで落ち込んでいることと比べると、その下落幅は比較的小さい(図表 7)。こうしたことから足許の MXN の下落はファンダメンタルズに基づく広範なメキシコ売りというよりも、通貨主導の投機的な動きといった色彩が強いと言えるのではないだろうか。MXN が実力以上に売られている背景として、同通貨がその高い流動性から近隣資源国通貨の代替ヘッジ手段として利用されやすいということもあるようだ。MXN は市場参加者のセンチメントの指標と言われることもあり、実際 VIX 指数(恐怖指数)との相関も高い。中東産油国が 1 バレル=40 ドル台の水準も辞さない構えを見せる中、エネルギーセクター発のリスクオフはもう暫く MXN の重石となるだろう。しかし、上述の見方が正しければ、市場心理の落ち着きとともに MXN には買い戻しが入るはずであり、投機筋の MXN 売りポジションが既に歴史的水準まで膨らんでいることを考えれば(図表 8)、この時の MXN の反発は相応のモメンタムを伴うものとなりそうである。

図表 5: メキシコ 実質実効為替レート



(資料) BIS、みずほ銀行 ※BIS データは 2014 年 11 月分まで。12 月分は 12 月 16 日時点の名目対ドル為替レートと、直近の米国とメキシコの CPI 上昇率を延長して簡易的に推計した。

図表 6: メキシコ 相対的購買力平価 (2010 年基準)



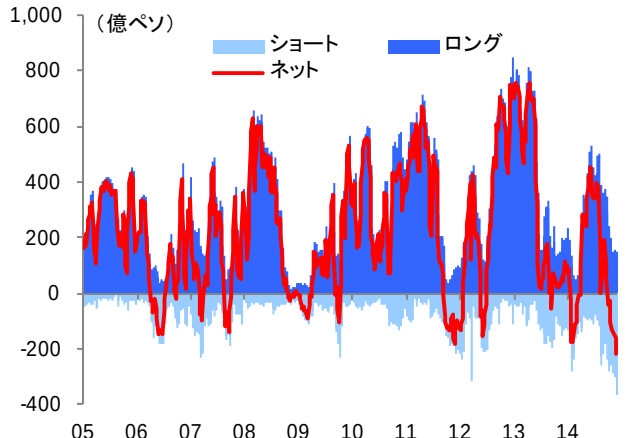
(資料) CEIC、みずほ銀行 ※相対的購買力平価はメキシコ経常収支が概ね均衡していた 2010 年を基準とした。

図表 7: メキシコ 10 年債利回りと USD/MXN レート



(資料) Bloomberg、みずほ銀行

図表 8: MXN IMM 先物 Non-Commercial Position



(資料) CFTC、Bloomberg、みずほ銀行

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、お客さま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。