

2017 年 5 月 16 日

通貨ニュース

メキシコ: 貿易収支がペソの重石に

- 投機筋の急速な売りポジションの解消を背景にメキシコペソは急騰。足許は投機筋の売りポジションが一掃されたことで、今後は実需の動向がより重要に。
- トランプ政権の対メキシコ政策について先行き不透明感が燦り、直接投資は減少するリスクが大きい中、貿易収支の先行きが実需改善の鍵を握る。
- 貿易収支は石油関連収支の悪化を受けて赤字基調が定着。石油関連収支悪化の主因である石油生産量の減少が改善に向かうのは、数年先となる見通しである。
- 当面、貿易収支は改善しない公算が大きく、実需の改善が見られないことでペソの上値は押さえられるだろう。

国際為替部
マーケット・エコノミスト
佐々木 貴彦
03-3242-7065
takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

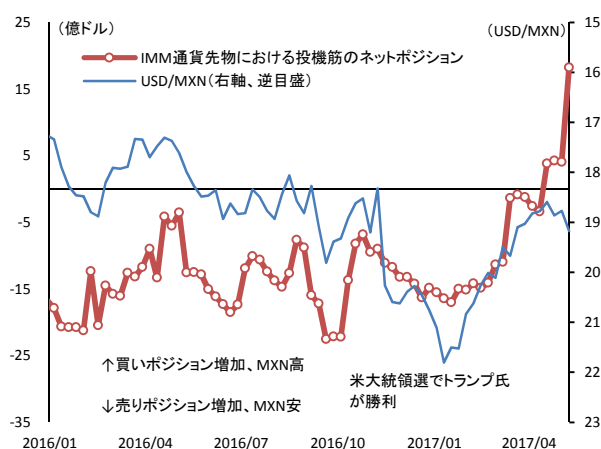
実需の動向がペソ相場にとってより重要に

トランプ米大統領のメキシコに対する強硬姿勢を受けて、年初にメキシコペソ (MXN) 相場は対ドルで史上最安値となる 22.0385 をつけた。しかしながら、国内外の批判が強まるに連れトランプ政権のメキシコに対する姿勢が軟化していくとペソは急上昇し、足許では米大統領選直前の水準を回復している。ペソ急騰の背景として投機筋によるペソ売りポジションの急速な解消が挙げられる。実際、IMM 通貨先物における投機筋のポジション動向を見ると、米大統領選後に売り持ち高は拡大したが、2017 年 1 月中旬から縮小し始め、4 月 18 日以降は買い持ちに転じている (図表 1)。今年の後半に北米自由貿易協定 (NAFTA) 見直し交渉の開始が見込まれているが、原産地規制の変更など参加国が受け入れやすい内容になるとの報道が多く、米国とメキシコの関係が再び緊張する可能性は低下している。したがって、今後は投機筋の動向よりも実需の動向がペソ相場にとってより重要になると考える。

実需の中でも貿易収支が重要

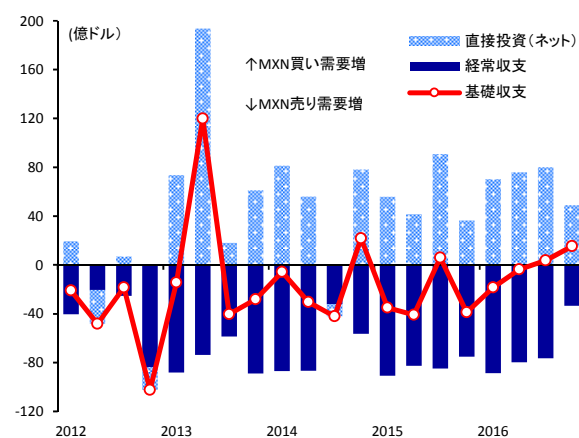
実需に係る需給を見るうえで基礎収支（直接投資と経常収支の合計）に注目すると、2016 年 7～9 月期からペソ買い超過となり、10～12 月期には超過額が拡大した（図表 2）。直接投資が減少する中、経常赤字の縮小が基礎収支の改善に繋がっている。NAFTA の見直し交渉などを控え、直接投資は減少するリスクが大きく、需給の改善は引き続き経常収支の赤字幅縮小が続くかにかかっているとええよう。その経常収支の内訳を見ると、第一次所得収支、第二次所得収支およびサービス収支の金額は過去 5 年間で大きく変わっておらず¹、経常収支の増減はほぼ貿易収支の変化によるものである（図表 3）。よって、貿易収支の改善・悪化要因を把握することが、経常収支の先行きを見る上で肝要である。

図表 1: ペソ相場と投機筋の通貨先物ポジション(ネット)



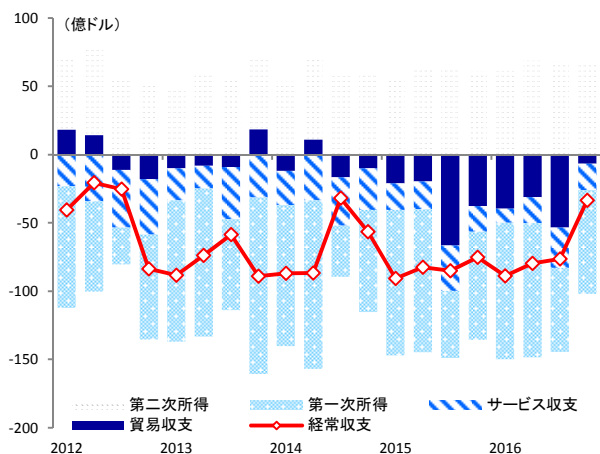
注: 2017 年 5 月 9 日が最新データ。
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: メキシコ基礎収支



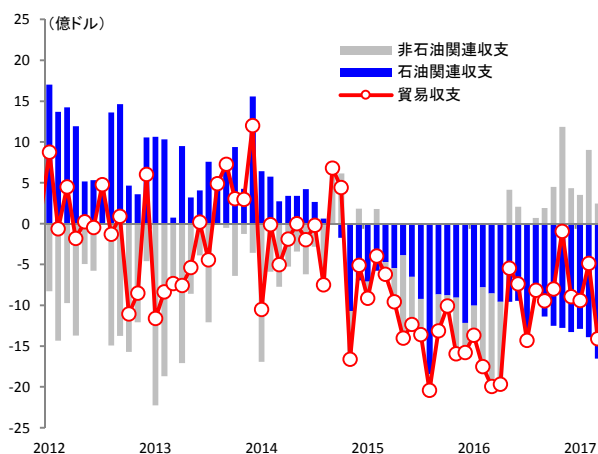
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 3: メキシコの経常収支と内訳



出所: Banxico、CEIC、みずほ銀行

図表 4: メキシコの貿易収支



注: 貿易収支は季節調整後のデータであり、国際収支における貿易収支の数値と必ずしも一致しない。

出所: Banxico、CEIC、みずほ銀行

¹ メキシコでは、サービス収支は運賃・保険の支払いなどから、第一次所得収支は利子・配当の支払いを主因に赤字となる一方、第二次所得収支は在外労働者からの送金により黒字基調にある。

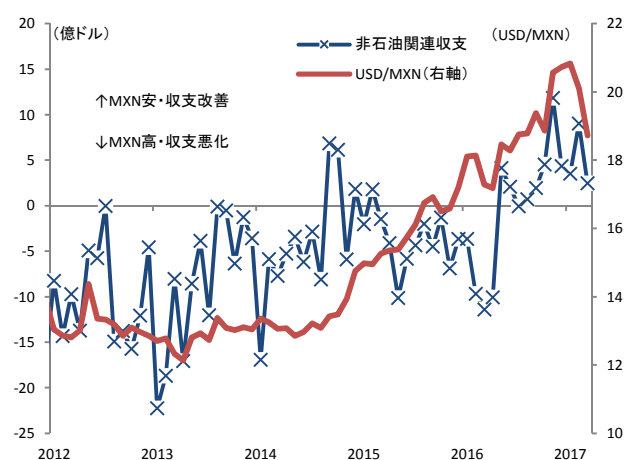
貿易収支は赤字基調が定着

貿易収支は石油関連収支と非石油関連収支に大別できる。2015 年以前は非石油関連収支が赤字となるも、石油関連収支が黒字となることで、貿易収支は均衡付近で推移していた(図表 4)。しかしながら、2015 年に入ると石油関連収支も赤字に陥り、貿易収支は急速に悪化した。その後、非石油関連収支はペソ続落を背景に製造業の輸出が大きく伸びたことで赤字幅が縮小し、2016 年 5 月から黒字に転じた(図表 5)。一方、石油関連収支は 2016 年前半に原油価格が持ち直したにも拘らず、赤字幅の拡大傾向が続いている。その結果、メキシコの貿易収支は悪化こそしないものの、赤字基調が定着している。

産油国にも拘らず石油関連収支が改善しない背景

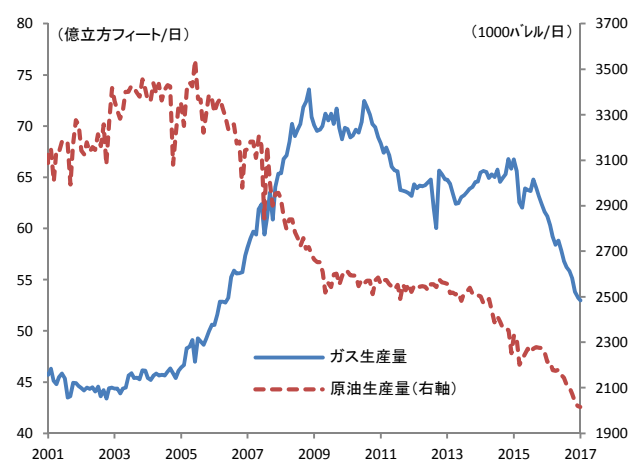
メキシコの石油関連収支が改善しないのは、経済発展に伴いエネルギー需要が増大する中、原油・ガスの生産量が減少しているためだ。メキシコでは 1960 年以降、メキシコ国営石油会社(PEMEX)が独占的に生産・販売を行ってきた。しかし、政府に対する重い税負担などにより設備投資や技術開発を進められず、新規油田・ガス田の開発が滞り、既存の油田・ガス田の埋蔵量が低下し生産量の減少が顕著となった。特に最大の油田であったカンタレル油田の採掘量が減少した 2005 年以降は原油生産量の落ち込みは大きくなっている(図表 6)。国内の石油消費量が増加する中で原油生産量が減少したことから輸出数量が伸び悩んだため、原油価格の持ち直しは石油関連収支の改善に対して大きく寄与しなかったと見られる(図表 7)。また、製油所が不足しているため、原油を輸出してより単価の高いガソリンなど石油製品を輸入していることも収支の悪化に繋がっている(図表 8)。この貿易構造では原油価格が持ち直しても石油製品と天然ガスも連れ高となるため、メキシコの石油関連収支は改善せず、むしろエネルギー需要増大に伴う輸入量増加により悪化している模様だ。

図表 5: 非石油関連収支とペソ相場



注: 非石油関連収支は季節調整後のデータ。
出所: ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 6: メキシコの原油及びガスの生産量



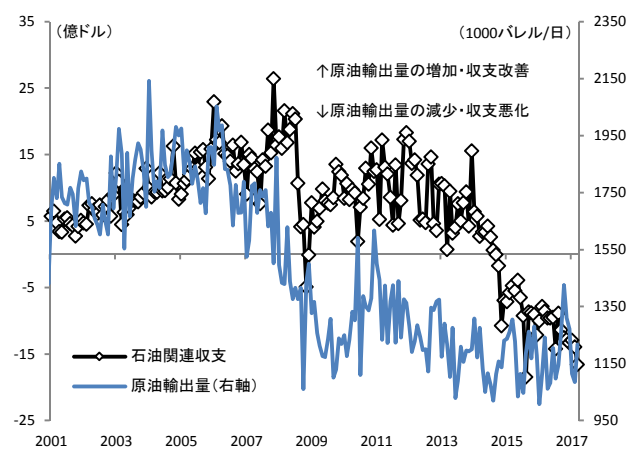
出所: BP、ブルームバーグ、みずほ銀行

原油・ガスの生産量増加が貿易収支改善の条件

石油関連収支が改善するには、原油・ガスの生産量回復、および製油所の増設が必要となる。メキシコ政府は2013年よりこれらの問題解決に着手し、民間企業も油田開発を行えるよう法改正を行った。改正後、2015年から外資も含む民間企業に対する油田の競争入札が行われている。既にラウンドワンと言われる第1期目の入札は完了し、入札にかけられた油田は順調に落札された。ペニャニエト大統領は自身の任期(2018年)内に残る第2～4期の入札を終わらせると述べており、今後は採油可能な油田が増えていく見込みである。

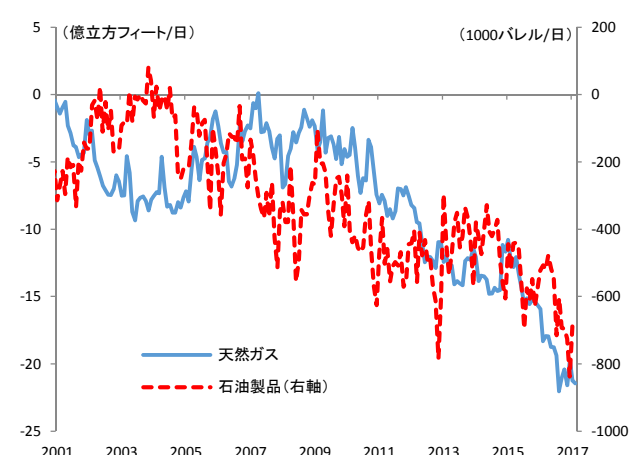
またメキシコ政府は、PEMEXが政府に支払う税金の税率を徐々に引き下げていくとした。さらに、今年の年初からはガソリン販売価格の自由化を行い、PEMEXが原油の国際価格上昇を受けて、国内の販売価格を引き上げられる体制を構築した。こうした支援策を受けてPEMEXの資金余力が増し、足許で進めている製油所の改修など石油製品の増産に向けた体制構築の加速が期待される。メキシコ政府は原油・ガスの生産量回復のために然るべき政策を実行しており、米エネルギー省(EIA)がメキシコの産油量は2018年に下げ止まると予測するなど、今後は状況の改善を予想する向きが多い。但し、ラウンドワンで落札された油田が産油量の増加に寄与するのは2024年以降と見込まれており、石油収支は悪化せずとも改善もしない状態が当分続くだろう。そのため、貿易収支が長期的に改善を続けるようになるのは数年先となる可能性が高く、実需の改善がペソ相場上昇のメインドライバーとなる展開は今のところ想定しがたい。なお、次回の大統領選(2018年7月)では、エネルギー改革の是非を問う国民投票の実施を主張するオブラドール氏が台頭しそうであり、選挙結果次第では油田入札が無効となる可能性がある。

図表7: 石油関連収支とメキシコの原油輸出量



注: 石油関連収支は季節調整後のデータ。
出所: PEMEX、ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表8: 石油製品・天然ガス(ネット輸入量)



出所: PEMEX、ブルームバーグ、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。