

2017年8月8日

## 通貨ニュース

# メキシコ: NAFTA 再交渉は決着時期が相場の焦点

- 米通商代表部 (USTR) は北米自由貿易協定 (NAFTA) 再交渉の開始時期 (8月16~20日) および交渉の主目的を公表。
- 関税の引き上げなど影響が大きい事項が交渉項目に盛り込まれなかったことを受け、メキシコペソ (MXN) 相場の反応は限定的となった。
- 原産地規制、為替条項など交渉の進展次第では相場に影響を与える可能性のある項目は残る。
- もっとも、MXN 相場により重要なのは決着時期。メキシコ大統領選挙が本格化する前に合意できないと MXN の下押し圧力が増大する恐れがある。

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

## 米国は NAFTA 再交渉のスケジュールおよび目標を公表

7月17日、USTR は NAFTA の交渉目的を公表した。合わせて USTR は初回会合を8月16~20日に開催することを明らかにした。トランプ米大統領が掲げる通商政策の目玉でもある NAFTA 再交渉 (以下、再交渉) が本格化しつつあるにも拘らず、MXN の反応は限定的となっている。

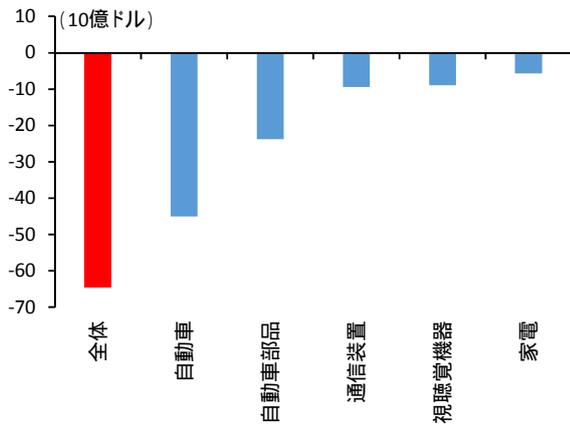
市場の反応が薄かった主因は、USTR が公表した再交渉の主目的の中に、関税引き上げなどメキシコ経済に大きな悪影響を及ぼすと考えられる項目が盛り込まれなかったためである。同報告書では再交渉の目標は「米国の対 NAFTA 諸国に対する米貿易赤字額の縮小」とするものの、「現行の相互無税市場アクセスは維持する (Maintain existing reciprocal duty-free market access)」とし、また知的財産の取り扱い、税関手続きの改定など制度の「近代化」に多くの紙面を割いている。そのため、再交渉では主に時勢に合わなくなった諸制度の改定について話し合われる見込みだ。

## 原産地規制、為替条項が再交渉の注目点

関税は議論の的から外れたものの、関係国間で議論が紛糾し、市場の注目を浴びる可能性のある項目は残されており、具体的には原産地規制および為替条項が該当する。

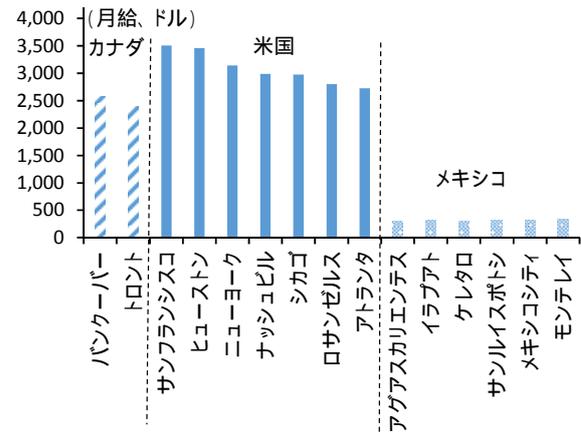
原産地規制を巡っては、米製造業の復調と雇用増を目指すトランプ政権が、関税の免税に必要な NAFTA 域内からの部品調達率の引き上げや算定基準の厳格化を求める恐れがある。米国の対メキシコ貿易赤字は大半が自動車関連 (図表1) となっており、同分野が交渉の焦点に当たると見られる。但し、調達率の大幅な引き上げが実現する公算は小さい。原産地規制の厳格化については、メキシコだけでなく米自動車業界からも NAFTA 全体の競争力を低下させると懸念が示されている。また、原産地規制の厳格化に伴い NAFTA の枠組みで取引するコストが高くなれば、最恵国待遇 (MFN) 税率でメキシコから米国に輸出

図表 1:米国の対メキシコ貿易収支(全体、赤字上位5品目)



注:2016年基準、分類は北米産業分類コード(NAIC)に従う。  
出所:米国際貿易委員会、みずほ銀行

図表 2:製造業・一般工の平均月給(米加墨の主要都市別)



注:調査時期はカナダ・米国が2016年12月~2017年1月、メキシコが2017年1月~3月。カナダ・米国は賞与を含むが、メキシコは含まない。  
出所:JETRO、カナダ統計局、米労働省統計局、みずほ銀行

する企業が出てくる可能性がある。米国の輸送機器にかかるMFN平均税率(2015年、WTO)は3.1%であり、米墨間の圧倒的な賃金格差(図表2)など生産コストの差に注目すれば、厳しい原産地規制を乗り越えてまでNAFTAの枠組みに従うインセンティブは企業にないと考えられるためだ。

原産地規制と並んで議論を呼びそうなのが、為替操作の回避を確保するメカニズム(為替条項)である。7月27日、ムニューシン米財務長官は再交渉において為替条項導入が議題となることを示唆し、具体的な手段として相手通貨を買い入れる相殺為替介入措置も選択肢になるとした。一方、7月31日にメキシコのピデガラ外相は「MXNは完全変動相場制であり、為替介入もしていない」と為替条項の導入に反対姿勢を示している。MXN安を阻止すべく2015年12月から合計4%ポイントの利上げを行ってきたメキシコからの反発は今後も続くと考えられる。こうした中、米議会中間選挙までには成果を出したいトランプ政権としても、交渉の長期化を招きかねない為替条項は穏当な表現に譲歩せざるを得ないだろう。実際、環太平洋パートナーシップ協定(TPP)の交渉時にオバマ前政権が為替条項を盛り込もうとした際、他国からの強い反対により協定本文には含まれず、協定前文で通貨政策について透明性を求めるにとどまった前例がある。

以上を踏まえれば、原産地規制や為替条項を巡って議論が紛糾する恐れがあるものの、米国側が最終的に妥協することにより、MXN相場への影響は限定的になると見込まれる。

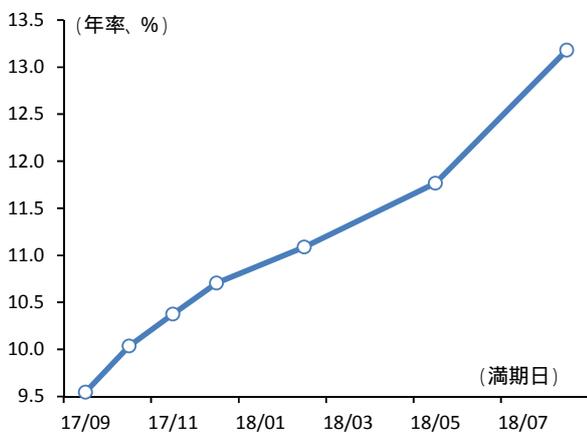
### MXN相場にとって憂慮すべきは内容ではなく決着時期

NAFTA再交渉を巡り各国間で意見の隔たりが随所で見られるものの、早期決着を望んでいるという点では一致している。メキシコは2018年7月に大統領・議会選挙、米国は11月に議会中間選挙を控えており、選挙前の決着を図るのであれば、交渉に残された時間は長くないためだ。とりわけメキシコ大統領選が本格化する2018年3月までに再交渉が決着しない場合、交渉そのものが頓挫する恐れがある。

メキシコ大統領選では与野党の有力政党が候補者を絞りきれない中、新興勢力に支えられたオブラドール氏がいち早く選挙運動を開始し支持率で先行している。同氏はペニャニエト大統領が進めているエネルギー改革に反対しているほか、前回大統領選(2012年)に出馬した際は自由貿易協定(FTA)網の見直しなどを唱えた。大統領選が本格化すると、開放経済路線の修正を主張するオブラドール氏に対抗するため、ペニャニエト政権が再交渉で態度を硬化させる可能性がある。仮にオブラドール氏が勝利するような事態となれば、再交渉以前に NAFTA の存続そのものが危ぶまれる。

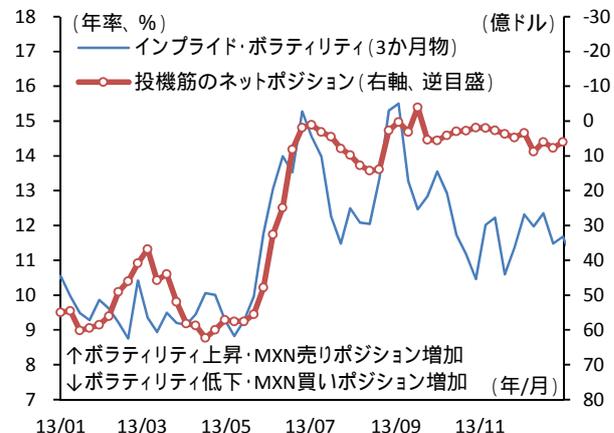
既に市場は大統領選に対する懸念を強めつつある。MXN オプション市場の期間構造(カーブ)を見ると、大統領選が期間に含まれる期間 1 年物のインプライド・ボラティリティ(IV)は他の期間対比で残存期間の長期化に伴う上昇幅が大きくなっている(図表 3)。再交渉の進展が遅延すれば、大統領選の先行きに対する不透明感が強まり IV は上昇していく可能性が高い。MXN はキャリー取引(低金利通貨を借入、高金利通貨に投資する運用手法)において投資対象通貨として選好されている。ゆえに IV 上昇時にはキャリー取引の手仕舞いと共に MXN は下落するだろう。実際、2013 年 5 月にバーナンキ FRB 議長(当時)が量的緩和縮小を示唆し IV が急騰すると、IMM 通貨先物における投機筋(非事業法人)の MXN の買い持ち高は、歴史的な高水準からわずか 2 か月でほぼ中立にまで減少した。足許、投機筋による MXN の買い持ち高は枚数ベースで 2013 年 5 月 28 日以来の高水準にまで増加している。市場におけるポジションの偏りや過去の経緯に鑑みれば、NAFTA の再交渉は内容も重要だが、早期に決着できるか否かに MXN 相場はより大きく左右されると予想する。

図表 3:MXN オプションのインプライド・ボラティリティカーブ



注:データは8月7日時点。  
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4:通貨先物における投機筋のポジションとボラティリティ



出所:CFTC、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。