

2017年11月14日

通貨ニュース

メキシコ:利上げリスクが高まる

- 今回の会合でメキシコ中央銀行(Banxico)は最低賃金の引き上げおよびメキシコペソ(MXN)安に伴う物価上昇圧力を懸念している旨を表明。
- MXN が軟化する中、今回の会合で Banxico がタカ派色を強めたことを受けて、市場は2018年上半期における利上げを織込んでいる。
- 来年1~3月期は今年初からの燃料費の引き上げの影響が剥落するほか、年前半のMXN高による物価下押し効果が続くことと見込まれることからBanxicoが利上げを急ぐ理由はない。
- 北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉の妥結がさらに先送りされ、大統領選に対する懸念と相俟ってMXNが大幅安となるリスクが大きい4~6月期の方が利上げを行う可能性は高いと考える。

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

タカ派色を強める Banxico

11月9日にBanxicoは金融政策決定会合を開催し、政策金利を7.00%に据え置く一方、声明文では物価見通しについて上振れリスクが増大しているとし、前回会合(9月28日)よりタカ派的な姿勢を示した。

まず、Banxicoが上振れリスクとして挙げたのは最低賃金の引き上げである。足許、政府は2018年から最低賃金を+12~18%引き上げる方向で企業団体と協議している。元よりメキシコの最低賃金は中南米でも最低クラスの水準であり、生活に最低限必要な支出も賄えないとの批判があった。また、来年7月に大統領選挙を控えていることを踏まえれば、ペニャニエト政権は是が非でも最低賃金の引き上げを実現しようとするだろう。一方、メキシコの失業率は2014年から低下を続け、10月は3.3%と2006年5月以来の低水準となった(図表1)。Banxicoは労働市場の緩みがなくなる中、最低賃金が引き上げられることで、インフレ圧力が高まることを危惧している。

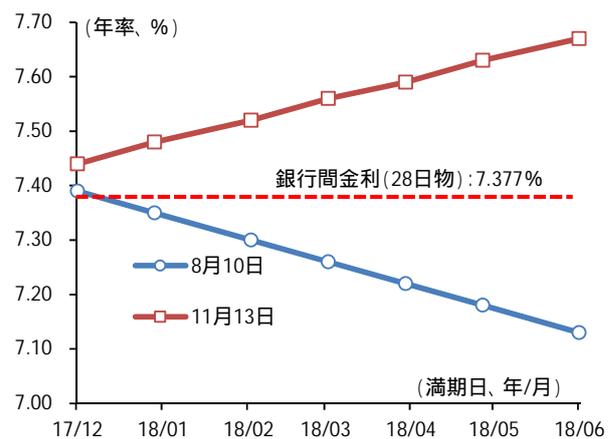
だが、Banxicoが最も大きな懸念要因として挙げたのは、NAFTA再交渉の先行き不透明感の強まりなどを背景としたMXNの下落である。8月の交渉開始直後、MXNは対ドルで17台後半にて安定推移していた。しかし、回を重ねるごとに関係国の意見の隔たりがみられる中、9月下旬からは米金利上昇も相俟ってMXNは18台半ばまで下落。4回目の交渉後(10月17日)に年内妥結を諦め、2018年1~3月期を目処とする旨が発表される19台まで続落となり、足許も同水準で軟調に推移している。

こうしたMXNの値動きの変化は政策金利の織込みに大きな影響を及ぼしている。MXNが安定していた前々回会合(8月10日)時点では2018年上半期における利下げを市場は織り込んでいたが、MXN軟化を受けて利下げ期待は剥落。足許は今回のタカ派寄りの声明文も相俟って、2018年上半期での利上げを織り込むに至っている(図表2)。

図表 1:メキシコ 失業率



図表 2:メキシコ 28 日物短期金利先物カーブ



注:季節調整済値。

出所:メキシコ国立地理統計情報院、CIEC、みずほ銀行

出所:メキシコデリバティブ取引所、ブルームバーグ、みずほ銀行

2018年4~6月期に利上げの可能性

一方、足許の物価動向を確認すると減速の兆しが強まっており、利上げの必要性は低下している。総合ベースの消費者物価指数(CPI)およびコアCPI(食品とエネルギーを除く)はともに上昇率が鈍化した(図表3)。Banxicoの分析¹ではMXNの上下動に対し物価は6~10か月の遅れを伴って反応するとしている。この分析が正しいとすれば、少なくとも2018年1~3月期までは2017年上半期のMXN高による物価抑制効果は続くと考えられる。また、2017年初の燃油小売価格引き上げの影響が来年初は剥落するため、前年比でみたCPIの伸びを約1%縮小させる方向に働く見込みだ²。こうした物価の先行きを踏まえれば、2018年1~3月期にBanxicoが利上げを急ぐ必要性は乏しい。

利上げの可能性があるとすれば、2018年4~6月期だろう。7月の大統領選を控える中、NAFTA再交渉が1~3月期に妥結できなかった場合、4~6月期にMXNが値崩れするリスクがあるためだ。

ロイターなどの報道によれば、NAFTA再交渉の第4回会合(10月11~17日)において、米国側はNAFTA域内における自動車関連の現地調達率(原産地規制)を85%まで数年かけて段階的に引き上げることを要求したとされる。OECDの付加価値貿易統計をみると、米国がメキシコから輸入する自動車関連製品の内、NAFTA加盟国のシェアは2011年で約70%となっている(図表4、カナダからの輸入についてもほぼ同水準)。米国が要求する85%はNAFTAが成立して間もない98年の水準である。さらに米国製の調達率(50%)を導入する案も提示したとも報じられており、メキシコやカナダにはとてもではないが受け入れられる数値ではなかったのだろう。会合後の共同声明分では「当事国間の著しい考えの隔たり」を議論したと記されている。

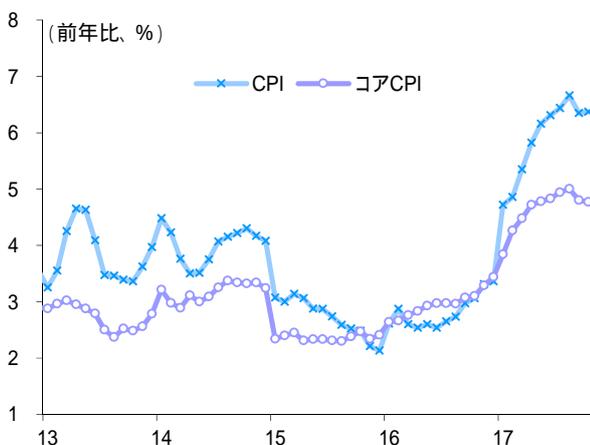
¹ Banxico Working Papers「Price Setting and Exchange Rate Pass-Through in the Mexican Economy: Evidence from CPI Micro Data」(2016年8月)

² メキシコのCPI加速は燃油価格引き上げを受けた輸送費の上昇が主因となっている。燃油価格が引き上げられる直前の2016年12月における同項目の寄与度は前年比+0.6%ptに対し、2017年1月は同+1.7%ptに拡大した。そのため、差分の約+1.1%ptは年が変わればはく落する見込み。

今後は月1回のペースで会合を重ねていくとみられており、1~3月期の妥結に向けて残された会合は5回となる見込みだ。しかしながら、これまで4回の会合を重ねても意見の隔たりがむしろ大きくなっていることに鑑みれば、見通しは厳しいと言わざるを得ない。11月15~21日に開催される第5回会合においても米国が大幅に譲歩しない限り、4~6月期にMXNが大幅安となりBanxicoが通貨防衛のために利上げへ追い込まれるリスクは増大すると考える。

なお、Banxicoのカルステンズ総裁は11月30日で任期満了となり、12月1日から国際決済銀行(BIS)の総支配人へと転進するが、新総裁人事は未だ発表されていない。だが、声明文では2015年からの金融引き締め策が物価の安定に寄与していると記されており、大多数のメンバーが現状の金融政策スタンスを支持している模様だ。Banxicoの金融政策は多数決にて決められる以上、新総裁が誰になったとしても現在の物価優先の姿勢は変わらないだろう。

図表3:メキシコ CPIおよびコアCPI



出所:メキシコ国立地理統計情報院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表4:米国の輸入自動車(対メキシコ)における付加価値

数値はシェア(%)	95年	98年	00年	04年	08年	11年
NAFTA加盟国	86.8	84.2	82.7	76.2	72.6	70.5
米国	26.5	30.2	29.6	23.1	18.3	18.1
カナダ	1.1	1.3	1.8	1.9	2.1	2.0
メキシコ	59.2	52.7	51.2	51.2	52.2	50.4
非NAFTA加盟国	13.2	15.8	17.3	23.8	27.4	29.5
東アジア・東南アジア	5.5	5.6	6.5	9.2	11.6	14.4
中国	0.3	0.5	0.6	1.9	4.1	5.8
EU	5.4	6.7	6.5	8.5	8.8	8.3
中南米	0.5	0.9	0.9	1.2	1.9	1.8
その他	2.5	3.7	4.2	5.1	7.3	7.6

出所:米商務省「U.S.-Produced Value in U.S. Imports From NAFTA」(2017年9月22日)、OECD、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。