

2023年5月19日

通貨ニュース

メキシコ：2年に渡った利上げサイクルの終焉

メキシコ中央銀行(Banxico)は18日、金融政策決定会合を開催し、政策金利(翌日物金利)を11.25%で据え置くことを全会一致で決定した(図表1)。これは、本欄及び市場の予想通りの結果だ。2021年6月以降、15回連続で計+725bpの利上げしたのち、今次利上げ局面で初めて利上げが停止された格好だ。今会合の声明文では、「インフレ目標を達成するために政策金利を現在の水準に長期間維持することが必要」との政策金利のフォワードガイダンスが追加されており、事実上利上げサイクルの終了を宣言したと見て差し支えないだろう。

懸案のインフレ動向について Banxico は、デイスインフレの進行を好感し、中長期的には目標(前年比+3%)に収斂していくという見通しも変えてはいない。消費者物価指数(CPI)はヘッドラインベース、コアベースともに2022年後半にピークアウト、足許では急速に伸びが減速している(図表2)。実際、声明文においても、「デイスインフレのプロセスが始まった」との文言が追加されており、インフレ抑制に一定の自信を持っているようだ。同行のCPI見通しにおいても、2023年の第3四半期と第4四半期の数字がともにわずかながら前回会合時点からは下方修正された(図表3)。2024年の第4四半期に Banxico の目標に収束するとの予測にも変わりはなく、デイスインフレの進行が利上げ打ち止めへの自信を深めさせたのだろう。

とはいえ、上述の通り早期の利下げ転換を否定する姿勢も同時に示した。Banxico も、先々のインフレリスクに関しては未だ上方に傾き続けていることを強調しており、上方への傾きが解消され、なおかつ更なるデイスインフレの進行を待たなければ利下げ開始は支持されない。具体的には、インフレの上方リスクとして①高水準なコアインフレ、②国際金融市場の不安定化に伴うMXNの下落、③コスト圧力の増大、④一次産品の価格上昇、の4点を指摘。下方リスクも含め前回会合からはほぼ不変の記述であり、見通しに関し大幅な変化はないものと推察される。

以上、Banxico は事実上利上げサイクルの終了を決定した。声明文を確認する限り、Banxico は足許のデイスインフレ進行に自信を深めており、利上げ再開の可能性は相当低く、あくまでリスクシナリオの範疇と考えたい。他方、先々のインフレに関して Banxico は警戒感を解いてはおらず、早期の利下げ転換は支持されない。CPIは明確に鈍化傾向にあるものの、インフレ目標には遠く、更なるデイスインフレの進行を確認しなければ利下げは開始されないだろう。国際金融市場の不安定化やFRBのハト派転換には注意を払う必要があるものの、本欄では2023年末、もしくは2024年に入ってからの利下げ開始をメインシナリオとしたい。

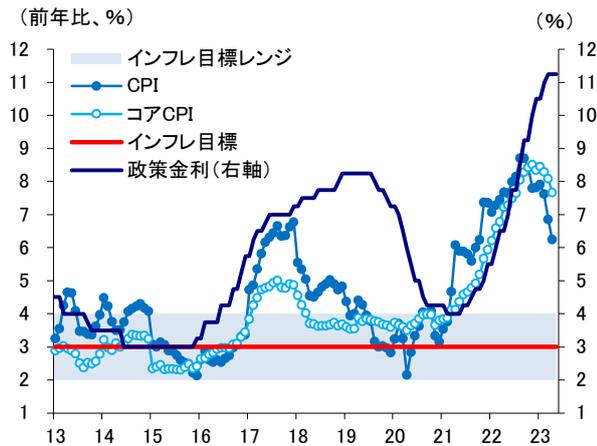
かかる状況下、MXN相場は5月上旬以降、本欄や『エマージングマーケットマンスリー』の予想に反して対ドルで強含み、一時2016年5月以来7年ぶりの高

市場営業部
長谷川 久悟
03-3242-7065
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

値を記録した(図表 4)。簡単に、この背景についても振り返りたい。ドル側の要因としては、5月 FOMC において次回会合での利上げ停止が示唆されたことや、市場予想を下回る伸びとなった米 4 月 CPI の結果が大きいだろう。しかしながら、MXN は他の新興国通貨と比べてもかなり堅調であり、MXN 独自の要因がないと足許の動きの説明がつかない(図表 5)。他方、MXN 側の要因としては、①予想以上に堅調なメキシコ経済、②堅調な資本流入、③キャリー取引による MXN 買い、の 3 点が主なものと考えたい。①に関しては、1~3 月期 GDP(速報値)や 3 月送金総額に加え、3 月失業率等が市場予想を上回り、メキシコ経済は従前の予想以上に底堅さを見せた経緯がある。②に関しては、2022 年秋ごろ以降外国人によるメキシコ国債投資額はネットで資本流入を続けており、このフローが MXN 相場を下支えしている可能性が指摘される(図表 6)。③に関しては、IMM 通貨先物のポジション動向を確認すると、MXN の買い持ち高は 2020 年 3 月以来の水準に膨らんでおり、投機筋の動きも MXN 買いに傾いている(図表 7)。主要先進國中銀による利上げサイクルが最終局面に差し掛かった今、各国金融政策は安定期に入っていく可能性が高い。政策金利が据え置き期に入り相場のボラティリティ低下がもたらされるならば、MXN はまさに買われやすい通貨だったと考えられる。MXN は他の新興国通貨と比べても、④政治・経済的に安定している、⑤金融政策が安定期に入っている、⑥高い政策金利を有する、という特徴を備えた通貨と考えられる。例えば、同じ中南米地域でも、BRL は秋ごろの利下げ開始が見込まれ、⑤を有さない。また、アジア地域に目を移しても、IDR は④・⑤はいずれも満たすものの、⑥は MXN に比べれば不十分(7 日物リバースレポレート:5.75%)と評価できるだろう。このような背景から、キャリー目当ての MXN 買いが特に直近 1 か月前後で行われた可能性があるだろう。また、相場環境としても、EM 通貨を使ってのキャリートレードはワークしやすい環境にあった。図表 8 ではブルームバーグ社算出の EM 通貨キャリートレード指数と JP モルガン社算出の EM 通貨ボラティリティ指数を並べているが、2022 年秋ごろ以降から EM 通貨のキャリートレードのリターンが向上し、ボラティリティは低下している。両指数ともに 2021 年夏ごろの推移に接近しており今後の推移が注目される所だが、EM 通貨を用いたキャリートレードが報われやすい環境下で上記のような要因で MXN が選好されやすかったのだろう。

ただし本欄では、向こう数か月 MXN が弱含むとの従来からの予測は維持したい。理由は以下の通りだ。第一に、米景気の失速が見込まれる中、メキシコ経済もその影響を大きく受け景気減速を余儀なくされる見込みだ。世界の製造業循環はいまだに縮小局面にあり、自動車産業に依存するメキシコ経済は減速に向かおう。よって、堅調な資本流入の継続性には疑問符が付いて回る。第二に、上述の点に関連し、米国からの労働送金の減少(とそれによる経常収支の悪化)、あるいは対米向けの輸出の落ち込みが予見される中、実需面が MXN の重しとなろう。第三に、実質実効為替レート(REER)ベースの MXN はここ数か月、過去の平均値と比べ割高感が強い(図表 9)。投機筋の MXN 買いなどを受けたものとするが、いずれかのタイミングで割高感が解消されると予想するのが妥当と判断する。以上 3 点の要因から、MXN は年末にかけて 19.0 付近に向け弱含むとの予測は維持する方針だ。

図表 1:政策金利とインフレ率



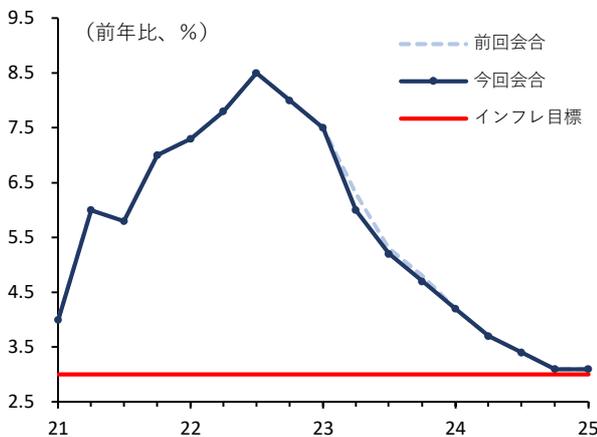
出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 2: CPI の推移



出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 3: Banxico の CPI 見通し



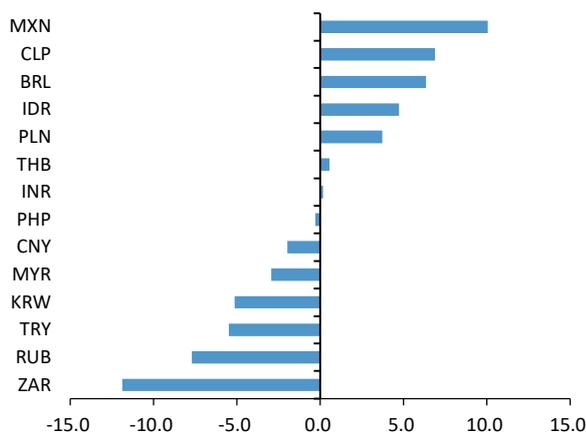
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 4: MXN 相場



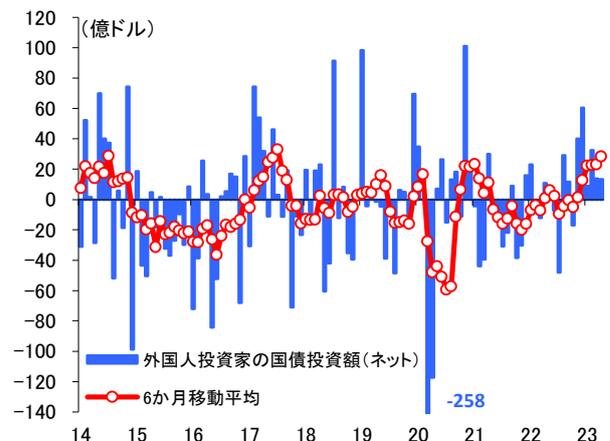
出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 5: 主要 EM 通貨の年初来騰落率(対ドル、%)



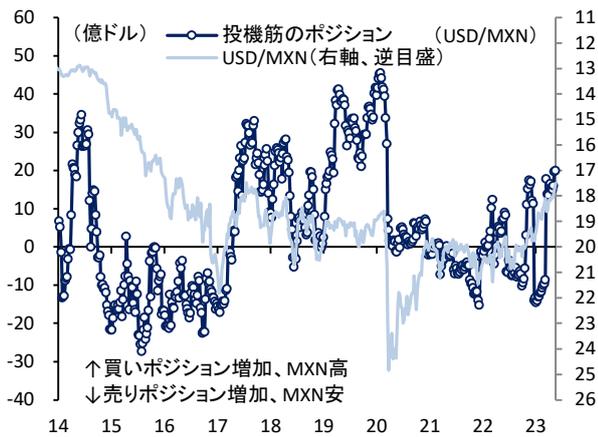
出所: Bloomberg、みずほ銀行 ※5月18日迄

図表 6: 外国人投資家によるメキシコ国の売買動向



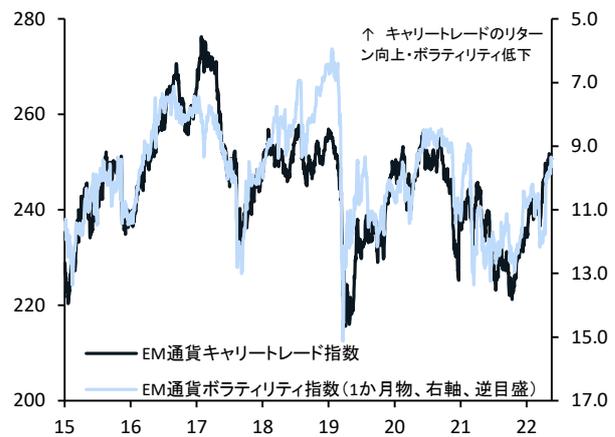
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 7: IMM 通貨先物における MXN のポジション動向



出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 8: EM 通貨のキャリートレード指数とボラティリティ指数



出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 9: 実質実効為替レート



出所: 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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。