

2024 年 1 月 4 日

通貨ニュース

中南米：中南米通貨アウトルック～キャリートレードは続くのか～

2023 年の新興国通貨は、7～9 月期にかけては軟調な動きとなるも、その後は概ね堅調な推移となり、MSCI 新興国通貨指数は、2022 年末の 1661 から 1740 まで上昇して越年している。本欄では、2023 における新興国通貨全般の値動きに関し簡単に分析するとともに、弊社が見通しを公表している中南米通貨(BRL、MXN)に関し、本年の相場予測を説明したい。対ドル・対円での具体的な見通しの数字に関しては、2023 年 12 月 27 日発刊の『エマージングマーケットマンスリー』などをご参照いただきたいが、本稿では、分量の都合で記載できなかった論点なども併せて説明したい。

2023 年の新興国通貨のテーマは、「キャリートレード」

まず、2023 年は新興国通貨が上昇したと上述したが、各通貨の選好はどうだったのか。図表 1 では、弊社がコメント付きで見通しを公表している新興国通貨に関し、2023 年のリターンを示している。一見しただけでも、BRL と MXN がトップパフォーマンスだったことがわかる。その一方で、経済制裁やハイパーインフレ、電力供給不安など特殊要因の多かった EMEA 通貨はさておき、アジア通貨は概ね軟調な推移となったのが特徴的だ。中南米通貨とアジア通貨の大きな相違点は、金利差だろう。前者の政策金利は 2 桁であることが珍しくないが、後者はそうではない。そして、『中期為替相場見通し』などで主張してきた通り、2023 年はキャリートレードが一定行われた可能性が高い。新興国通貨に関してもこれは例外ではなく、インプライドイールドとキャリーリターンは、非常に高い相関性を示している(図表 2)。キャリートレードを行う条件の 1 つである相場の安定性に関しても、EM 通貨のボラティリティ指数は、2023 年を通じて低下基調にあったことも支えとなった(図表 3)。BRL や MXN は代表的な高金利通貨であり、キャリートレードの流行が 2023 年の値上がりをけん引した可能性が非常に高いだろう。投機筋の動きを確認しても、ネットのロングポジションが大きく積みあがったのが印象的な年だった(図表 4、5)。

2024 年、キャリートレードは続くのか

では、キャリートレードが本年も続くのだろうか。結論から述べれば、急速な巻き戻しこそ発生しないものの、2023 年以上に流行するとは考えていない。言うまでもなく、その最大の要因は金利面だ。現状、BRL の政策金利は 11.75%、MXN の政策金利は 11.25%となっているが、本年はいずれも大きな幅で引き下げられるだろう。両国中銀の動向に関しては、毎会合直後に『通貨ニュース』を発刊しており、詳しくはそちらを参照いただきたいが、本稿でも簡単に言及したい。ブラジル中央銀行(BCB)に関しては、すでに 2023 年 8 月会合より▲50bp ずつの利下げが行われているが、目先も同じ幅での利下げが継続しそうだ(図表 6)。BCB の中立金利は 4.50%～5.00%と考えられ、12 か月先の期待インフレ率は 4%付近で安定していることを考えれば、着地点はぎりぎり抑制的な水準

金融市場部

長谷川 久悟

03-3242-7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

である、9.00%前後が妥当と考えたい。本年中ごろには、利下げ停止に至るだろう。

メキシコ中央銀行(Banxico)に関しては、利下げに対する距離感を見極めていく段階であり、現時点では、2月会合で利下げへの「地均し」を行ったのち、3月会合で利下げ開始に至ると想定している(図表7)。ただし、インフレ目標を上回る物価上昇が長らく定着してしまったことを考えると、2024年に関しても、短期実質政策金利は引き締めの必要がありそうだ。Banxicoは、政策金利に関し、民間調査における12か月先の期待インフレ率を引いたものを「短期実質政策金利」とし、これの均衡水準を「中立実質政策金利」としている。なお、Banxicoは中立実質政策金利を+1.8%~+3.4%(中心は+2.6%)と考えている(図表8)。12か月先の期待インフレ率はおおむね+3.5%~+5.5%程度で推移してきたことも併せて考えれば、年末時点の政策金利の着地点は9.00%程度が妥当ではないか。よって、BRL、MXNいずれも、相応の幅での金利低下が見込まれる。

もちろん、相手方であるドルの政策金利に目を移しても、FRBは複数回の利下げを行う可能性が非常に高い。もっとも、2023年12月会合におけるドットチャートで示唆される2024年の利下げ幅は▲75bpとなっており、BRLやMXNと比較すれば非常に小幅だ。もちろん、そもそもの発射台が異なるので、ペースに差が出るのは当然だが、利下げ局面入りもFRBのほうが遅いであろうことから、BCBやBanxicoのほうがハト派と評価できる。総じて、本年はFRB対比で早いタイミングかつ早いペースでの利下げが予見される中、キャリートレードの流行が続くとは考えておらず、BRL、MXNは2023年のようなパフォーマンスを維持できないと考えている。すでに利下げ局面入りしているBRLの値下がり余地は小さいと考えるが、今後利下げ開始が行われるであるMXNのほうが売られやすいと見込んでいる。

ブラジルとメキシコ、それぞれの注目点は

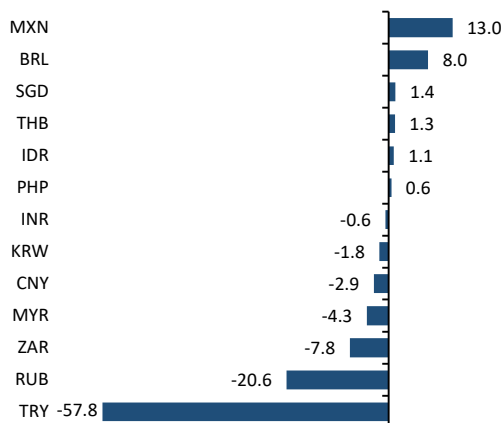
上記では、BRLとMXNに関し、最も重要な点である金融政策や、キャリートレードに関し論じてきた。要するに、それらは見通しの中心的な要因と言い換えてもよいわけだが、以下では、その他注目すべきイベントや事象について紹介したい。

ブラジルでは、財政問題や、それに基づく格付の議論に注目すべきだろう。2023年、7月と12月には、大手格付機関がブラジルの長期債務の格付を引き上げている。新たな財政規則案や、税制簡素化法案の施行を評価しての動きとなっている。ただし、ルラ大統領からは、財政規則の順守を軽視するような発言が度々聞こえてきており、その都度政府高官などから火消しのような発言がみられている状況だ。足許では、域内景気が思ったより好調であるために財政悪化懸念が取りざたされる機会はないが、本年は、一定の景気減速が不可避と考えている。税収の減少などに直面した際、ルラ政権がどのようなアクションを起こすかには警戒を払う必要がある。場合によっては、財政規則の骨抜きに至る可能性も全くないわけではない。そうなれば、大手格付機関が格付やその見通しを再考するだろうことは想像に難くない。

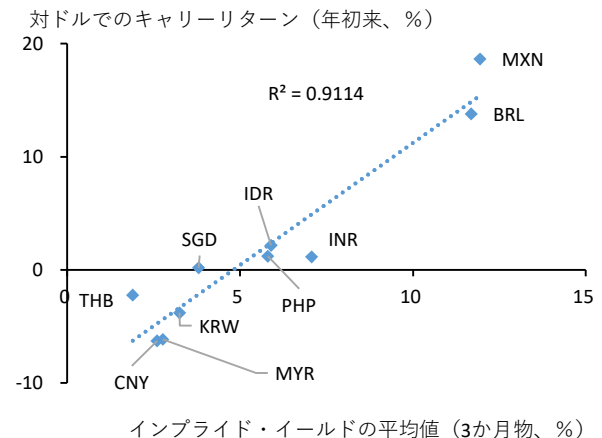
他方、メキシコでは、選挙周りが最大の注目点となる。6月に大統領選挙を控えるが、アンドレス・マヌエル・ロペス・オブラドール・現大統領(通称アムロ大統領)は再選禁止であり出馬できない状態だ。国家再生運動(MORENA)を中心とした与党連合のシェインバウム氏と、野党連合が擁立した国民行動党(PAN)

のガルベス氏の一騎打ちとなる公算が大きい、アムロ大統領の正統な後継者たる前者が当選する可能性が高い。図表 9 では、ORACULUS が主要な世論調査をもとに集計した支持率の推移を示しているが、シェインバウム氏が高い支持率を維持し続けていることがわかる。基本的には現状の路線を引き継ぐことを明言しており、シェインバウム氏が就任に至れば、MXN 相場にとってはそれほど材料視されないだろう。

むしろ、MXN 相場にとっては、米大統領選挙のほうが重要になるだろう。現状、現職のバイデン氏とトランプ氏の再戦となる可能性が高いが、Real Clear Politicsの調査によれば、トランプ氏の支持率が高まっている状況だ(図表 10)。トランプ氏は、在任時にメキシコ国境に壁を構築したことからわかる通り、メキシコに対し厳しい姿勢を示すと見込まれる。実際、2016 年のトランプ大統領誕生後、MXN は大きく売られた経緯がある。世論調査があてにならないことは最近の大統領選挙でも明らかである以上、決め打ちはできないものの、MXN 相場にとっては大きな転換点となりうるだけに、注視を続ける必要がある。

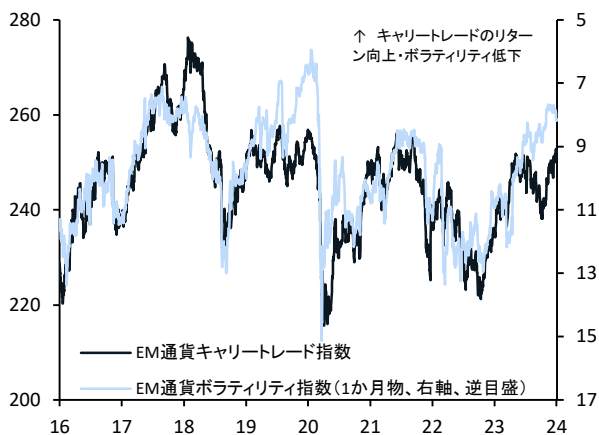
図表 1: 2023 年通年のスポットリターン(対ドル、%)


出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

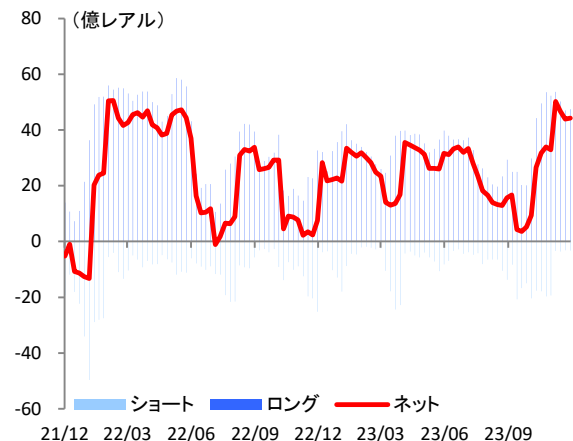
図表 2: インプライドイールドとキャリーリターン


出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

※特殊要因の多かった EMEA 通貨は除外した

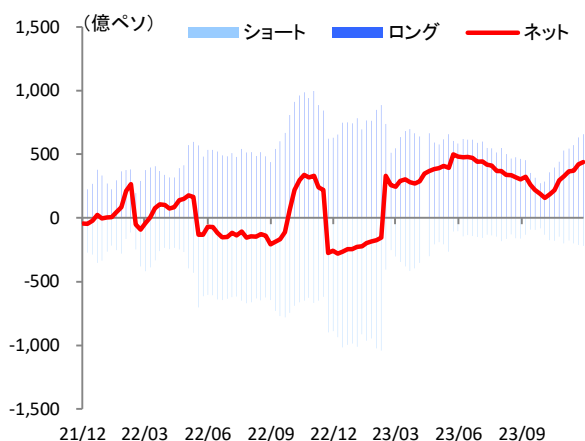
図表 3: EM 通貨のボラティリティ指数とキャリートレード指数


出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: IMM 通貨先物の BRL ポジション (Non-Commercial)


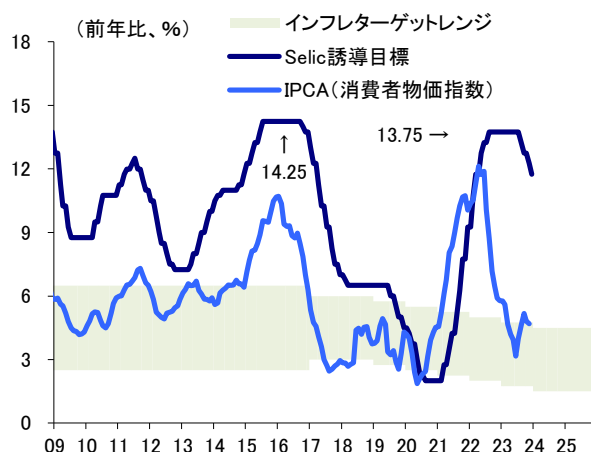
出所: CFTC、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 5: IMM 通貨先物の MXN ポジション (Non-Commercial)



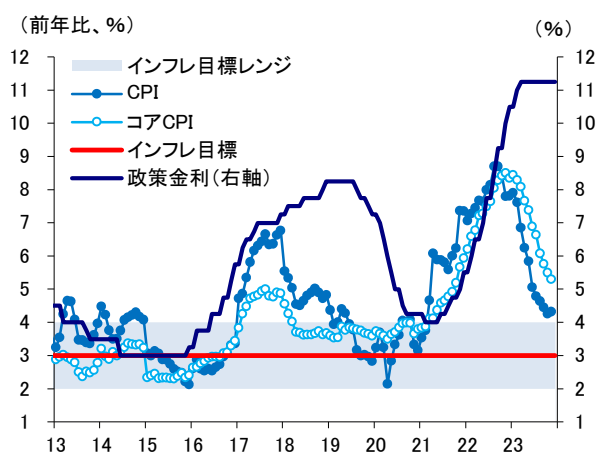
出所: CFTC、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: ブラジルの政策金利とインフレ率 (IPCA)



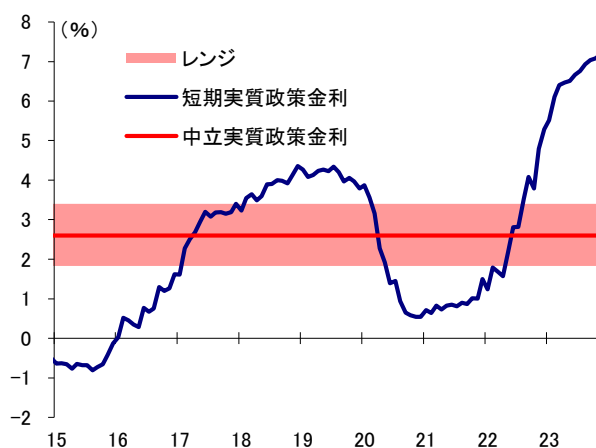
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 7: メキシコの政策金利とインフレ率



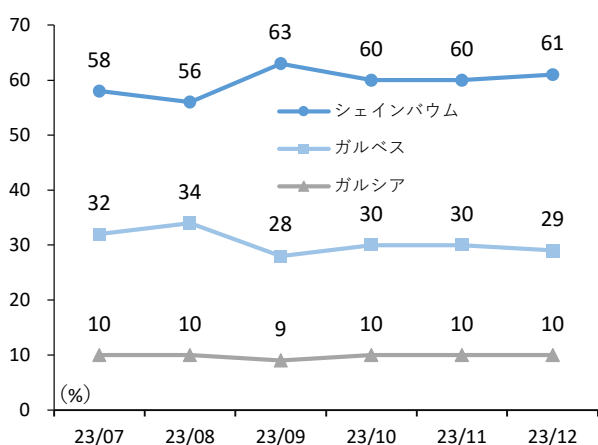
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 8: Banxico の想定する中立実質政策金利



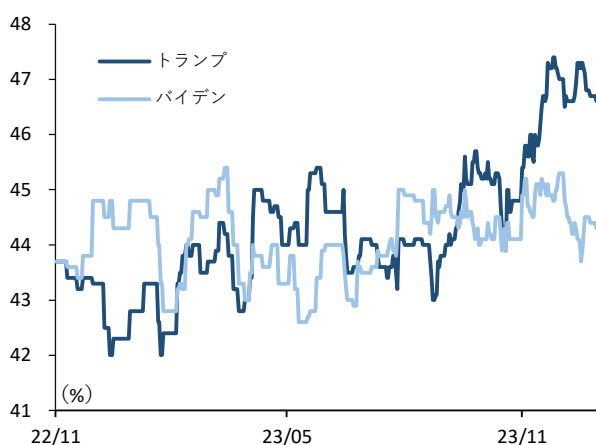
出所: マクロボンド、みずほ銀行

図表 9: メキシコ大統領選挙候補者の支持率



出所: ORACULUS、みずほ銀行

図表 10: 2024 米大統領選挙の支持率



出所: Real Clear Politics、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。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。