

【通貨ニュース】

メキシコペソを取り巻く状況について — 為替相場の動向と注目材料 —

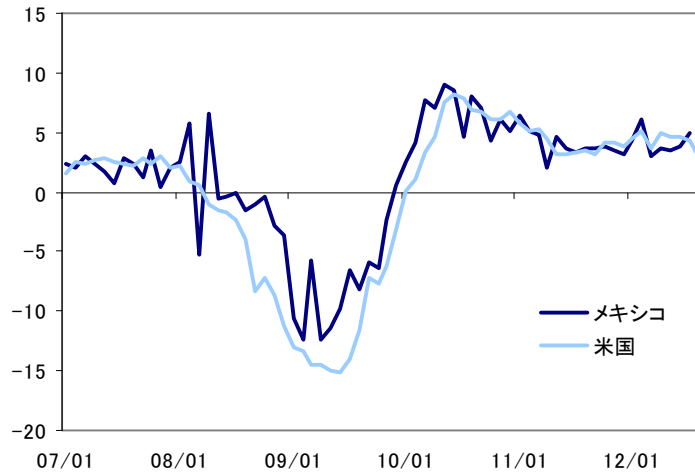
2012年10月15日

みずほコーポレート銀行
国際為替部

強い米国経済への依存

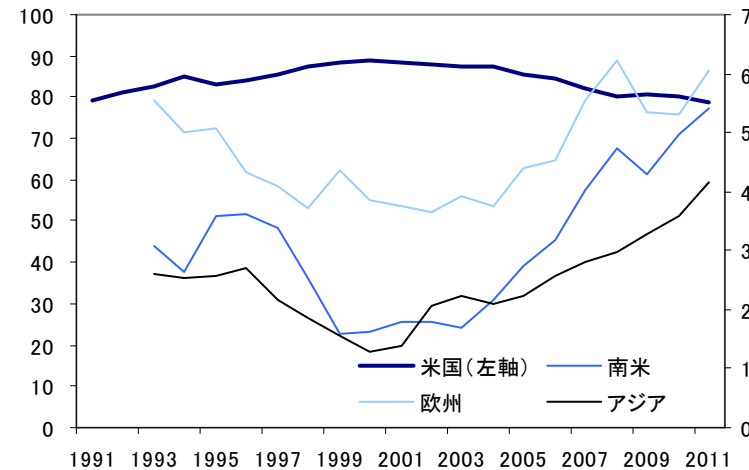
- 1994年1月に米国・カナダと北米自由貿易協定 (NAFTA) を発効以来、メキシコ経済と米経済の一体化が進んでいる。
- 輸出の約8割は米国向けで、その規模はGDPのおよそ1/4を占める。
 - 2000年代に入り南米や欧州、アジア向け輸出が伸びているが未だ規模は小さい。
- また、米国からのメキシコ海外労働者送金は、民間消費に大きな影響を及ぼす。

(前年比、%) メキシコ及び米国の鉱工業生産の推移



(資料) Bloomberg

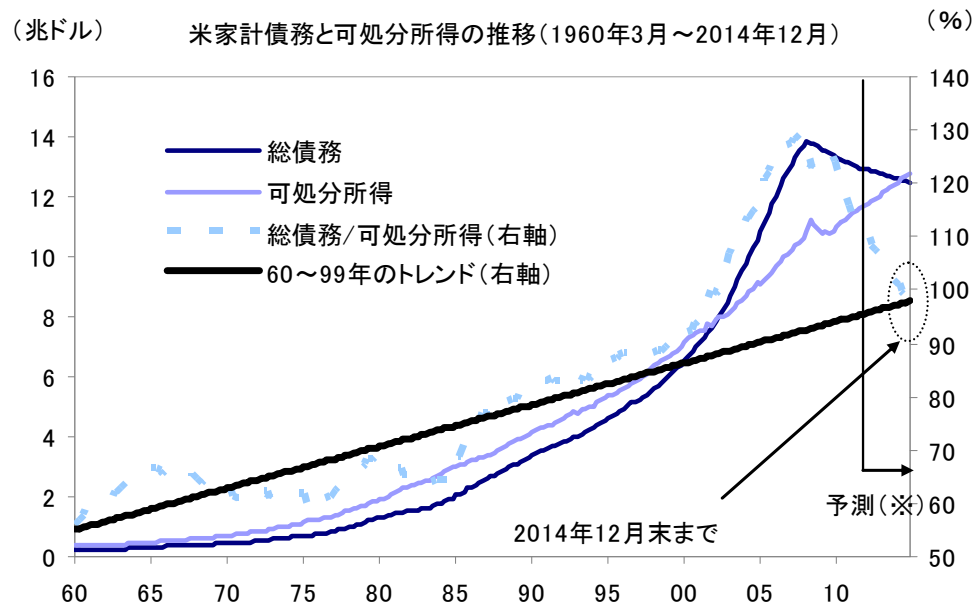
(%) メキシコの輸出額に占める各国・地域向けの割合 (%)



(資料) Datastream

米家計部門のバランスシート調整は道半ば

- 米経済の70%は家計部門の消費。家計部門の債務返済状況は？
 - 総債務/可処分所得比率では未だ過剰債務の感。
 - 現状のペースで行けば2014年末～2015年初には正常に戻る。
- 未だ旺盛な個人消費は期待し難いのが現状。

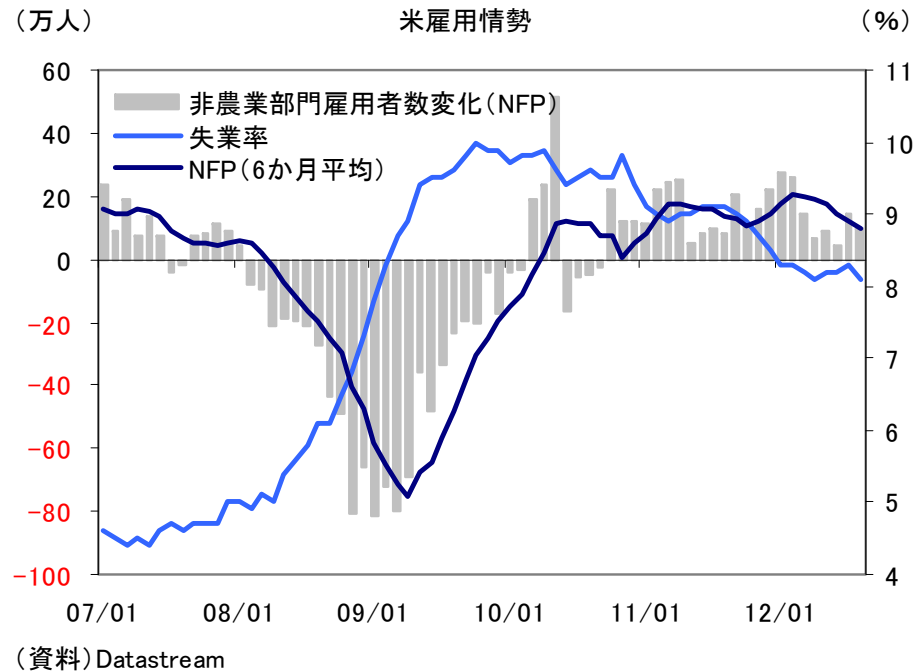


※総債務、可処分所得共に「10年Q3-11年Q3」の平均変化率が続いた場合の試算。

(資料)FRB

米雇用回復ペースは鈍い

- 昨年末からの雇用回復ペースを維持できず。
 - 春先までの雇用拡大は暖冬の影響で押し上げられた可能性。
 - 2008年後半から2009年に発生した異例に大規模なレイオフの揺り戻しに過ぎない？
- 景気回復は緩慢であり、失業率の低下には時間が掛かる見込み。



「財政の崖」のすべては回避できない公算

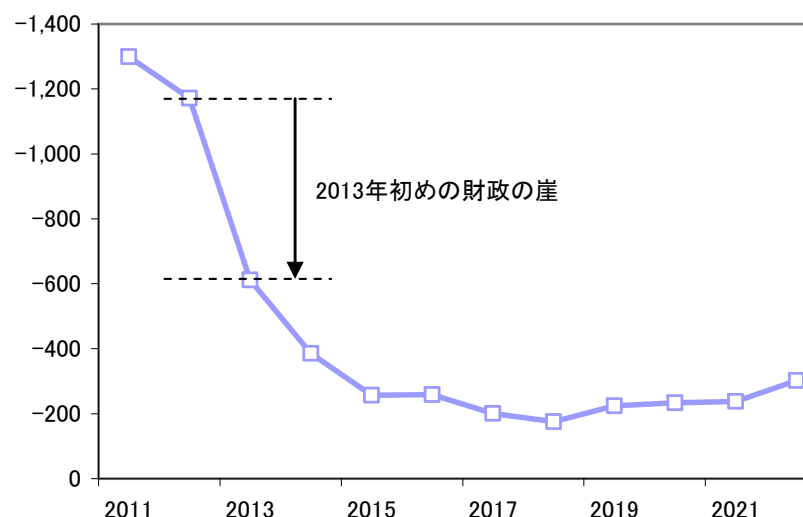
- ブッシュ減税や給与税減税等が2013年初めに同時失効。
- また、昨年夏に成立した財政管理法に基づく自動歳出削減なども予定される。
- 現行法に基づき財政削減が実施されれば、米経済に対して強い下押し圧力が掛かる。
- ブッシュ減税の失効や歳出一律削減は回避されそうではあるものの、「財政の崖」の一部は残る見込みであり、米経済に下押し圧力が掛かりそうである。

現行法の下で2013年に予定される財政政策の変更 (単位: 10億ドル)

歳入関連	
ブッシュ減税と代替ミニマム課税 (AMT) の軽減措置の失効	221
給与税減税の失効	95
その他の租税措置の失効	65
医療保険税増税	18
小計	399
歳出関連	
財政管理法に基づく自動歳出削減	65
緊急失業補償の失効	26
メディケア診療報酬削減凍結措置の失効	11
小計	103
その他	105
合計	607

(資料) 米議会予算局

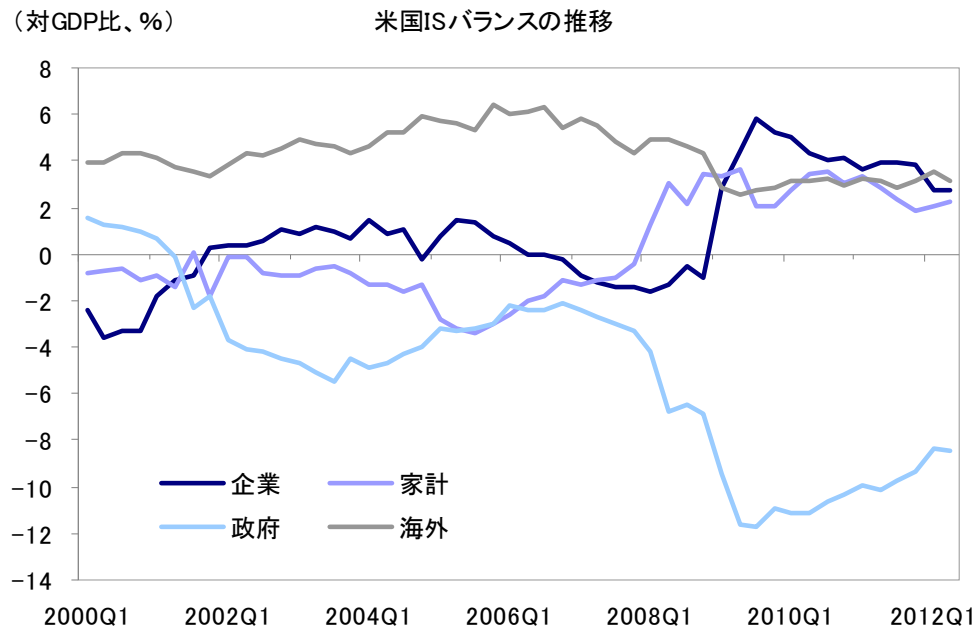
(10億ドル) 米財政赤字の見通し



(資料) 米議会予算局 (CBO)

政府以外に米経済を引っ張る存在はいない

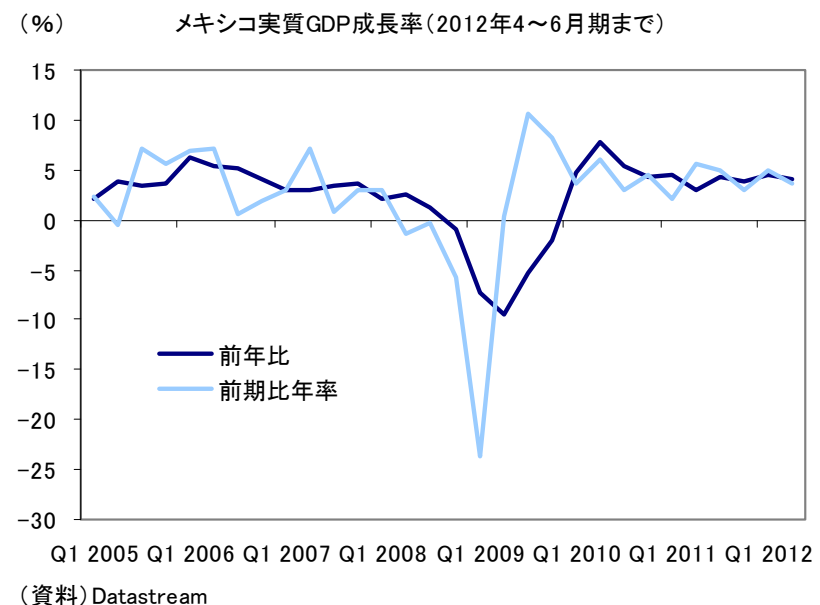
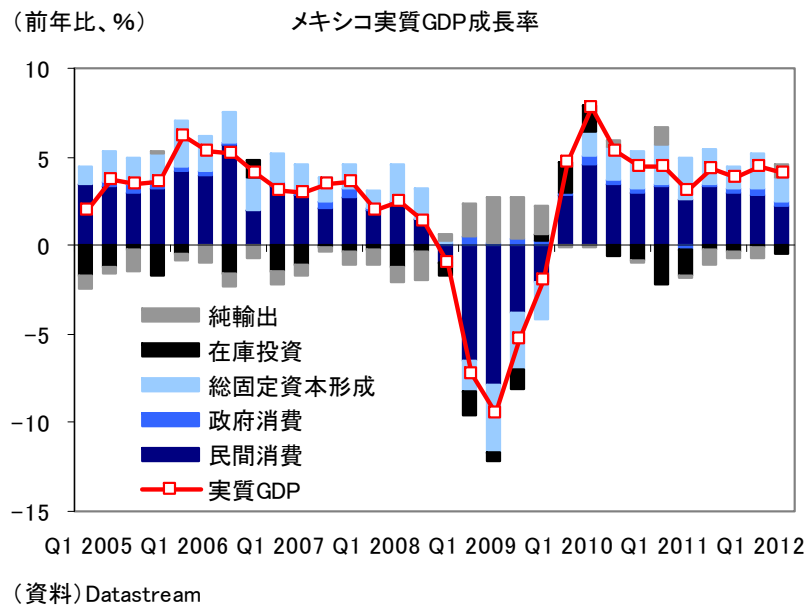
- 米経済において誰が消費・投資をするのか？
- それは現在では政府以外にいない。つまり、財政出動が必要とされる。
 - 民需(個人消費・設備投資・住宅投資)が加速するには雇用回復が必要。
 - 輸出先として期待される新興国経済も減速感。



(資料)FRB ※定義上、企業+家計+政府+統計上の不突合≒海外。

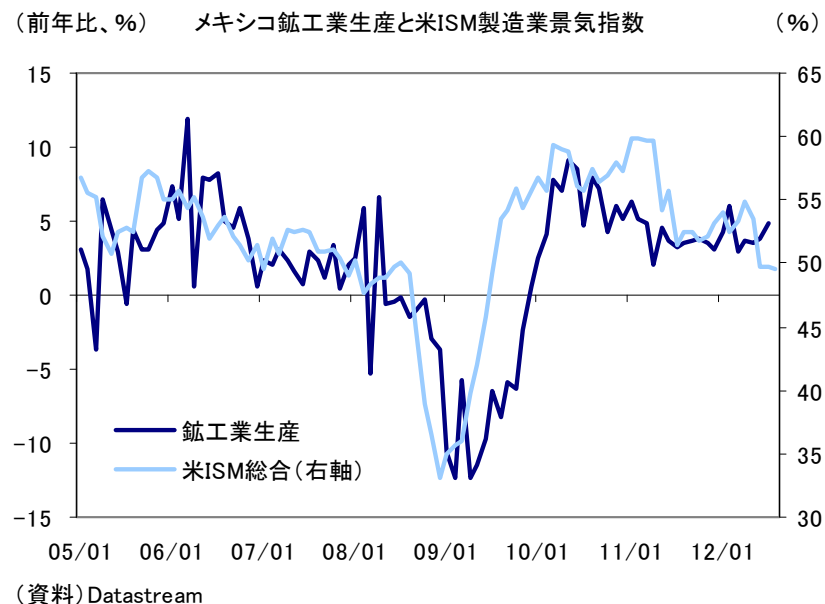
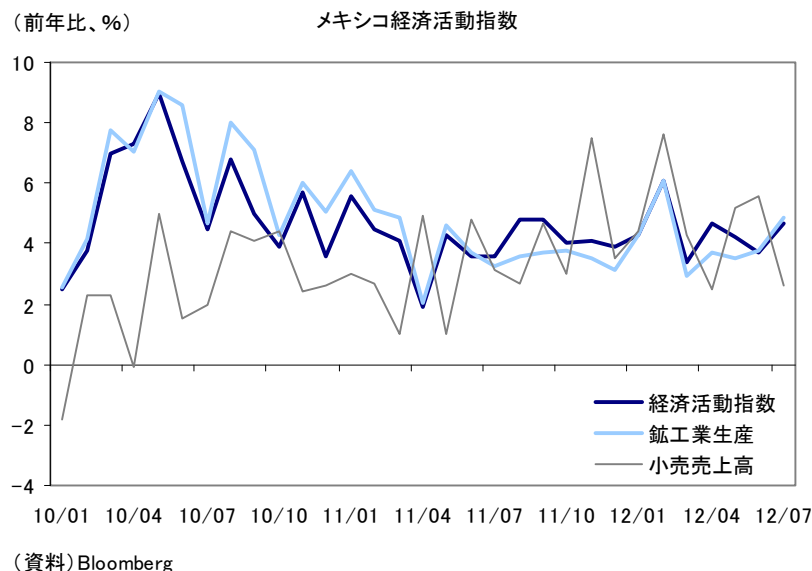
メキシコ経済は予想以上の成長だが...

- 2012年4～6月期の実質GDPは前年比4.1%増。
- 引き続き底堅い個人消費や民間投資の盛り上がりによって予想以上の成長。
- 前期比では0.9%増と成長ペースはやや鈍化。
- 先行きについては、米経済の先行きを踏まえると、成長ペースは鈍化するだろう。



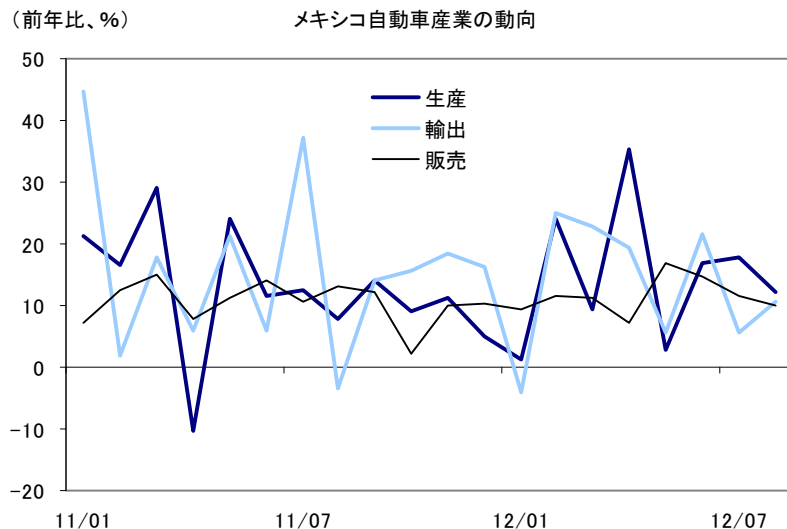
短期的に下振れリスクが高まっている・・・

- メキシコ月次GDP(経済活動指数、IGAE)は、7月に前年比4.7%増まで戻したものの、警戒していた通り、米景気回復の足取りは重い・・・
- 来年初に米国で「財政の崖」を控え、先行き不透明感から米国の経済活動は停滞感が強まる恐れが大きい。

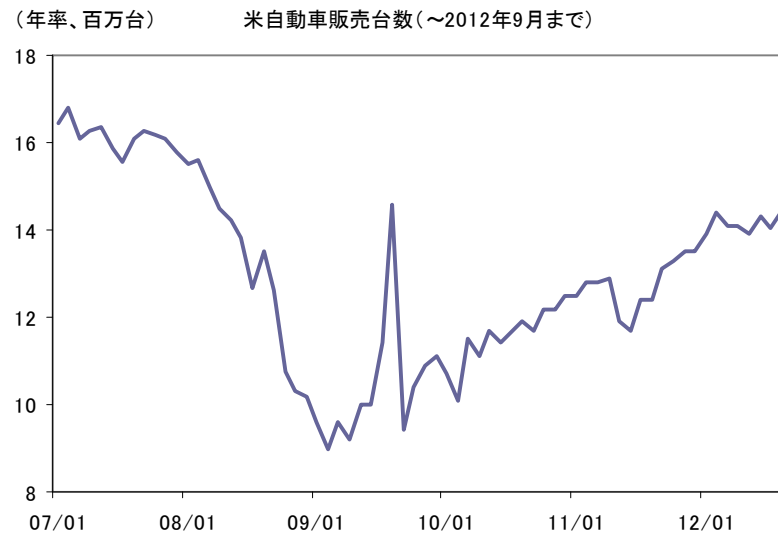


自動車産業は底堅い動き

- メキシコで生産される自動車の多くが米国向け輸出。
- 生産および輸出の伸び悩みが一時みられたものの、足許では再び増勢。
 - 米自動車ローン金利の低下が自動車購入を押し上げている模様。
- 先行きには不安。
 - 今後も米金利は低水準で推移するとみられ、自動車販売をサポートしよう。
 - 一方で、「財政の崖」で米経済が減速する場合には、米自動車販売の勢いは伸び悩むだろう。



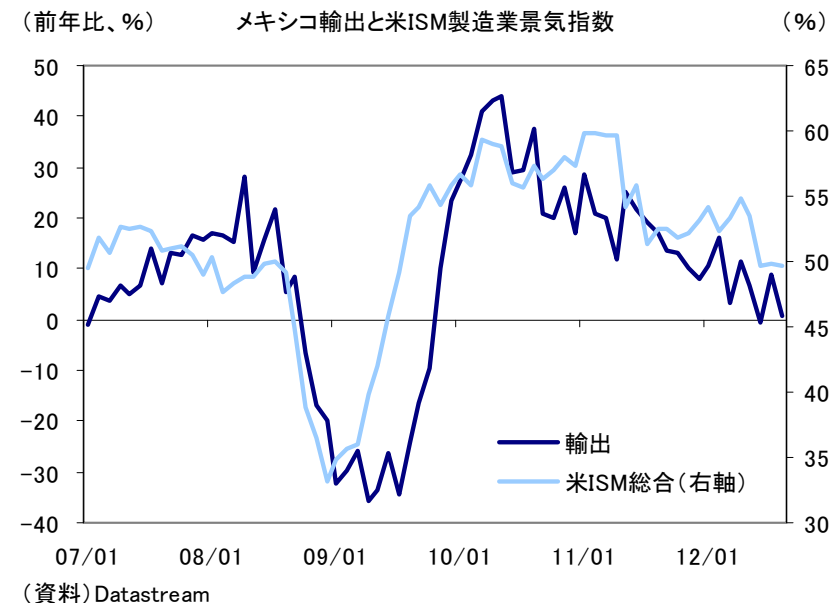
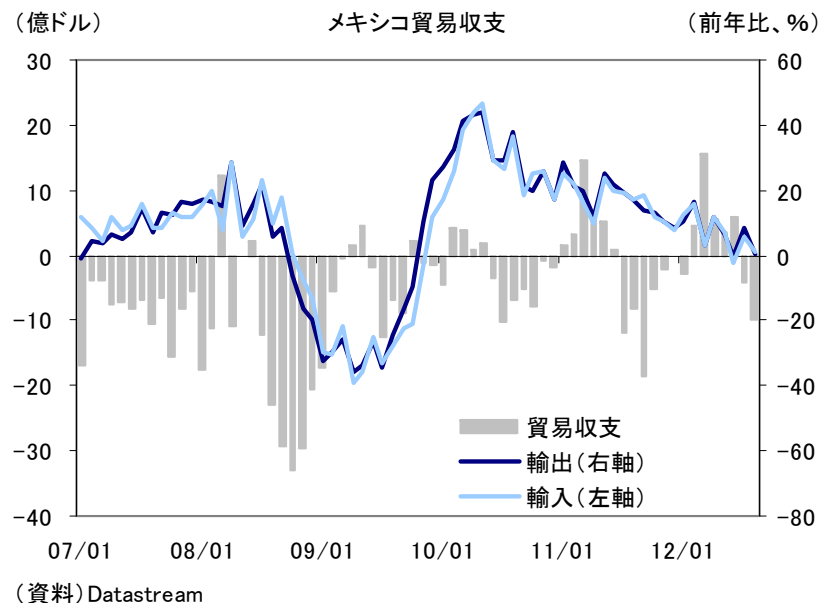
(資料) Bloomberg



(資料) Bloomberg

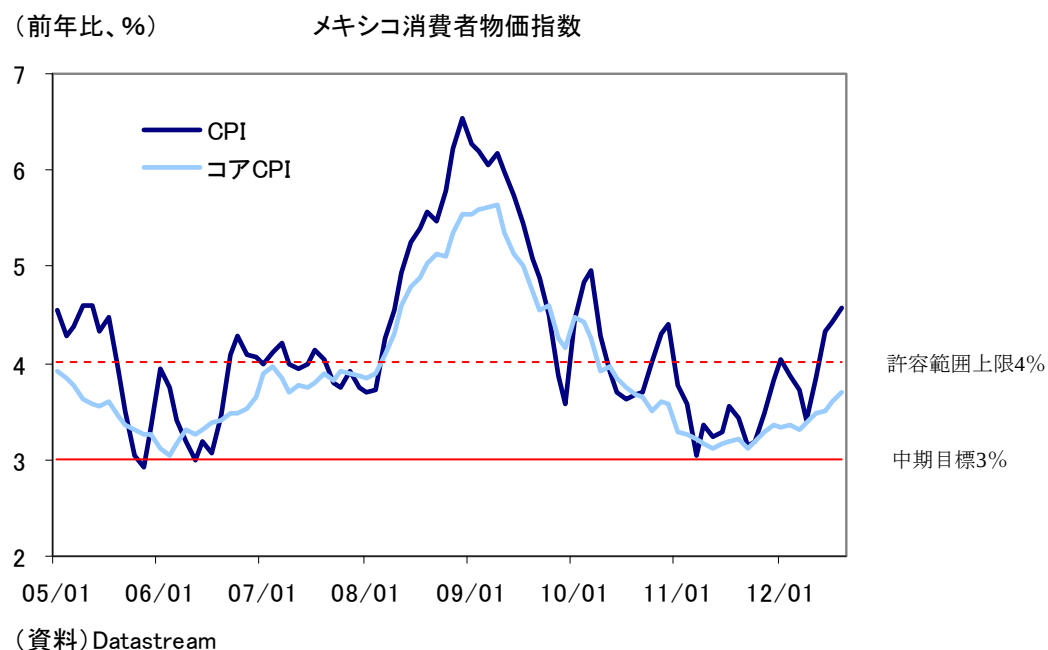
輸出は緩やかな増勢を維持しよう

- 2012年に入って加速した輸出は伸び悩む展開。
- 自動車輸出等が増加したが、原油価格の下落により石油関連輸出が伸び悩み。
- 米労働市場の回復ペース鈍化に鑑みれば、自動車輸出の先行きには不安も。
- 世界経済の減速に伴い、原油価格の上昇は見込み難い。



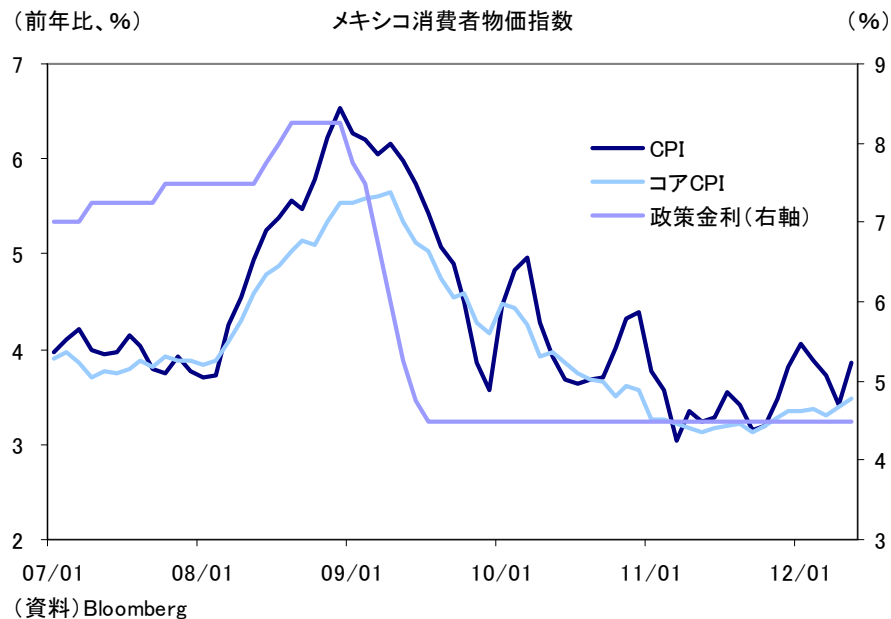
インフレ率は抑制された状況が続く

- 2013年にかけてインフレ率は、中期的なインフレターゲットである3.0%（許容範囲±1.0%）の範囲内での伸び率に留まる公算。
 - メキシコ経済の減速に伴い、需要サイドからのインフレ圧力は弱まる見込み。
- 気候変動の影響に左右され易い農業製品や原油価格高騰などは警戒される。



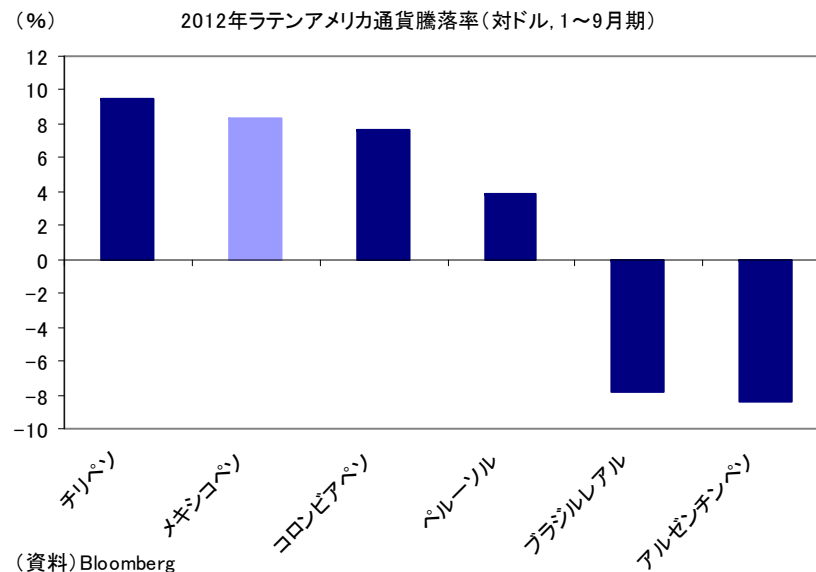
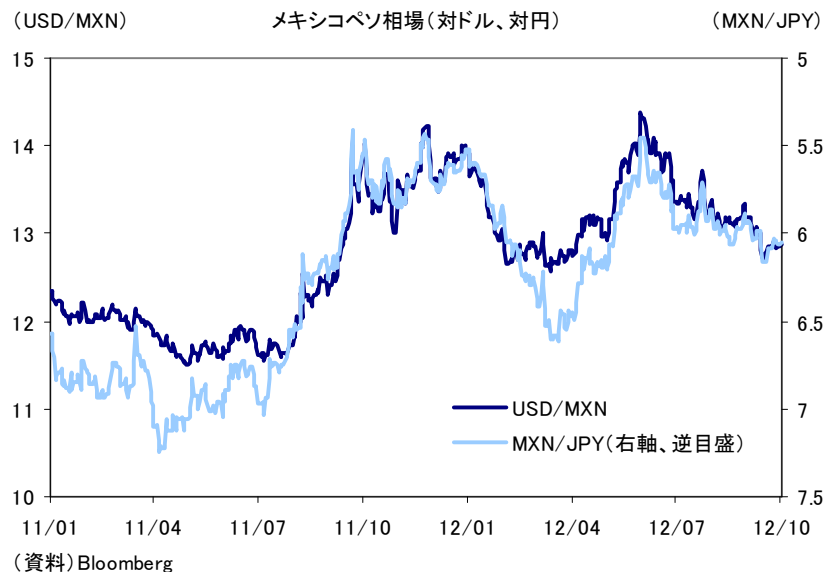
中立的な金融政策スタンス

- 米景気の先行き不透明感が高まるなど、世界経済の見通しは悪化している。
- メキシコは景気減速に伴い、インフレは抑制された状況が続く見込み。
 - 景気の腰折れは回避すると予想されるが、成長ペースは緩やか。
- エネルギー価格の高騰等には注意を要するものの、金利据え置きが続く公算が大きい。



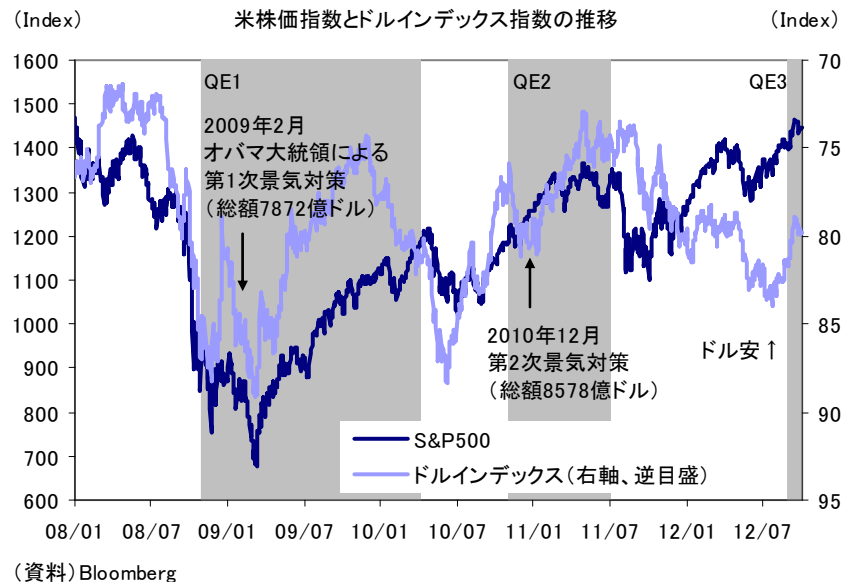
2012年のペソ相場～揉み合い推移～

- 2012年入り後にペソは大きく反発。
 - 米労働市場の改善等に見られる米景気回復期待や、欧州債務問題の小康状態となる中、投資家のマインドが安定に向かったことが大きい。また、2011年半ば以降の下落の反動も考えられる。
- 4月以降ペソは上げ幅をすべて吐き出す展開に。
 - 米経済に息切れ感や、ギリシャのユーロ離脱懸念やスペインの金融不安等、欧州債務問題が再燃。メキシコ大統領選挙の動向も影響。
- その後は欧州の危機対応や米追加金融緩和等を好感し、ペソが再び強含みの流れ。



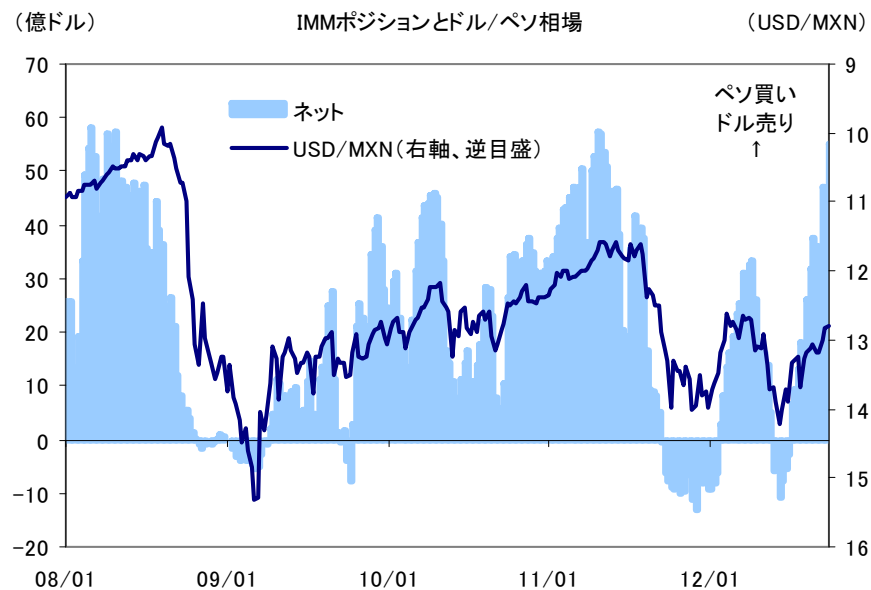
QE3の影響について

- 9月12～13日開催のFOMCにおいてQE3を決定。
 - それに先立ってQE3を織り込む格好で株高・ドル安が進行。その持続性は？
 - QE1、QE2のときは世界的に財政出動等によって景気が良好だった。
 - 現状は、米国で「財政の崖」を控えるなど、世界的に景気の見通しは厳しい。
 - オープンエンド型を採用したことによって、米経済が悪化したとしても追加緩和期待が高まり、短期的にはドル安地合いになり易い。
 - しかし、世界経済の減速が続くならば、ペソ買いの持続性には疑問。



過去最大に積み上がった投機筋のペソ買い

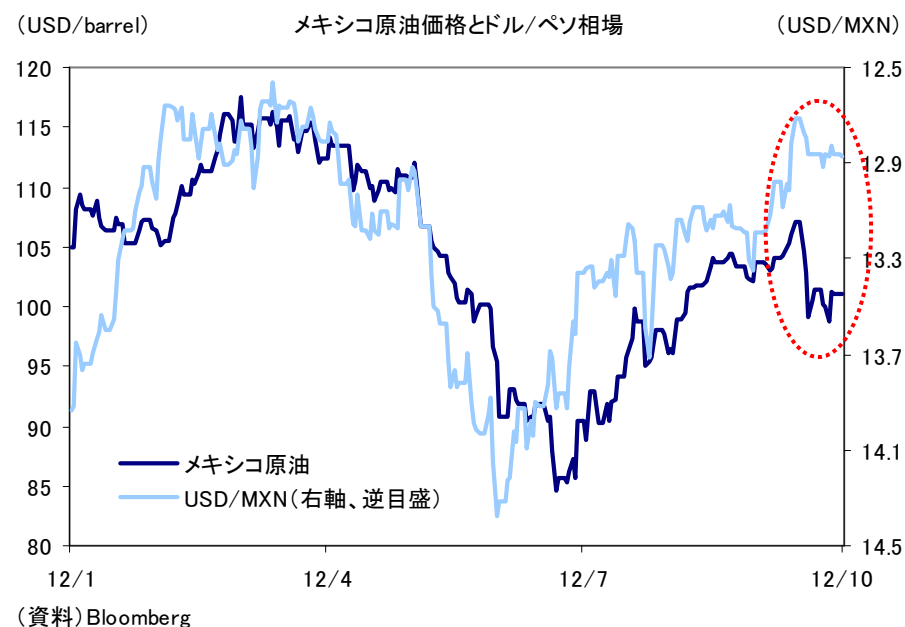
- IMMポジションを見ると、投機筋はペソ買いポジションは過去最大。
 - 米国のQE3を筆頭に、先進諸国が相次いで追加緩和を決める中、投機筋はペソ買いポジションを積み上げた。
 - 金融相場の状況においてペソは買い進められているものの、世界経済が回復へと向かわなければ徐々に巻き戻し(ペソ売り・ドル買い)の流れとなるだろう。
 - 短期的には過去最大に積み上がったポジションに調整が入る展開を警戒。



(資料) Datastream

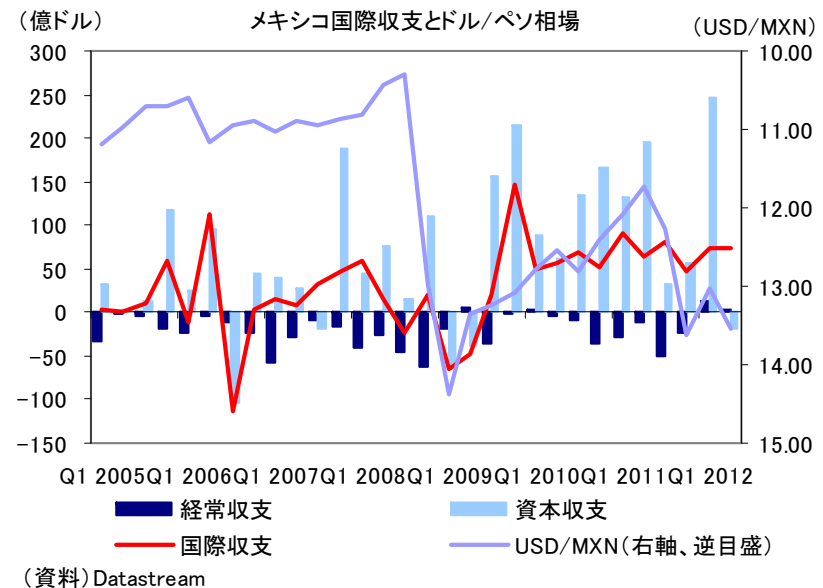
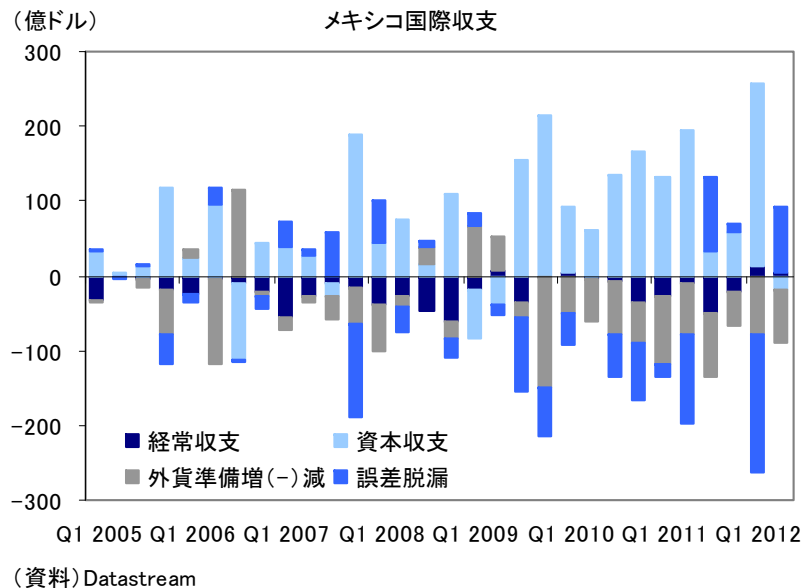
原油価格がメキシコにもたらす影響

- メキシコペソは原油価格との相関が強い。
 - 原油価格の上昇は輸出の増加に繋がる。
 - 原油関連収入が政府の重要な財政収入源になっているほか、外貨準備の積み上げにおいても不可欠な役割を担う。
 - 主要国の緩和的な金融環境が原油相場の下値を支える可能性があるものの、世界経済の減速に伴い原油価格の上値は重くなるだろう。
 - 過去の原油とペソ相場の関係を踏まえると、足許ではペソ高方向に上振れしており、調整が警戒される。



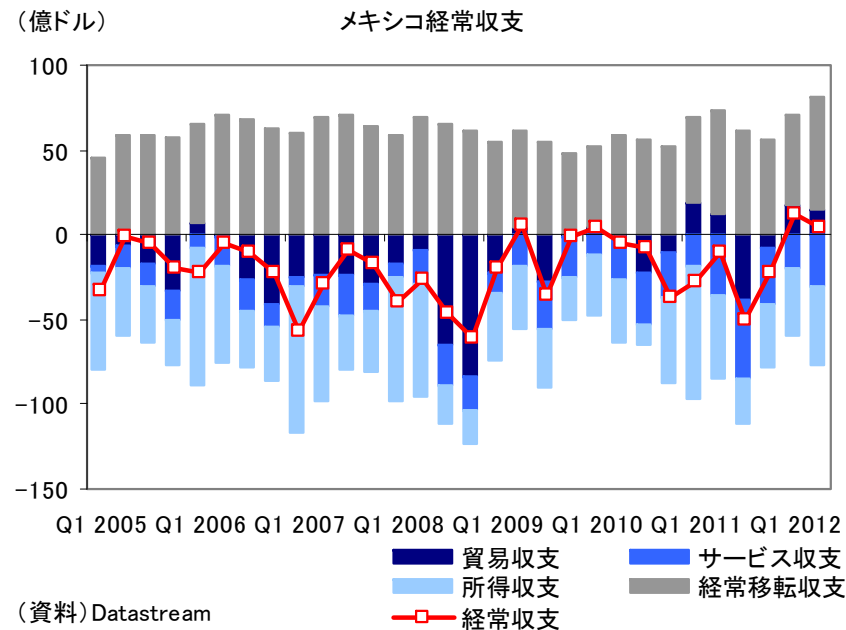
国際収支は流入超が続く

- 国際収支は、経常収支の赤字を上回る旺盛な資本流入を背景に黒字基調。
- 2010年以降は、特に資本収支の黒字が大きくなっている。
- 資本収支の黒字が通貨高圧力をもたらすが、経常収支赤字のため、金融市場が不安定なときなどには、通貨は脆弱になる。
- 誤差脱漏が大きいいため分析に限界があるが、恐らく投機的な動きと思われる。



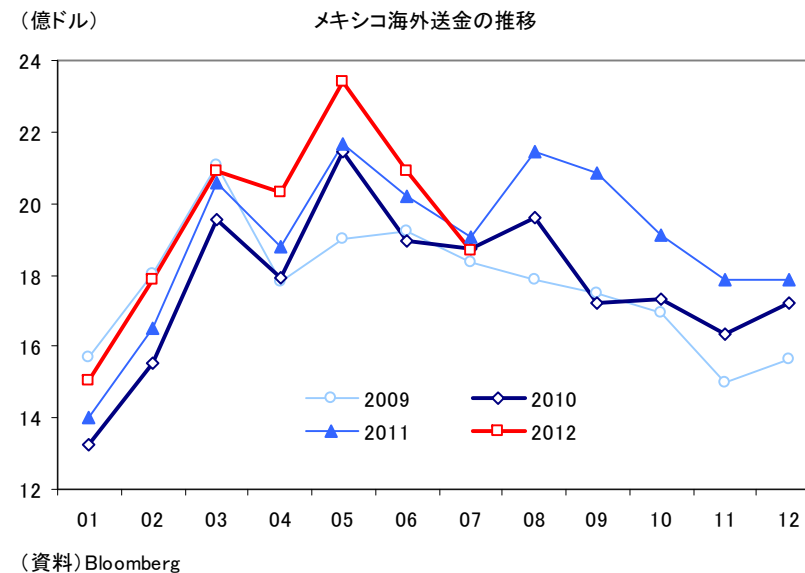
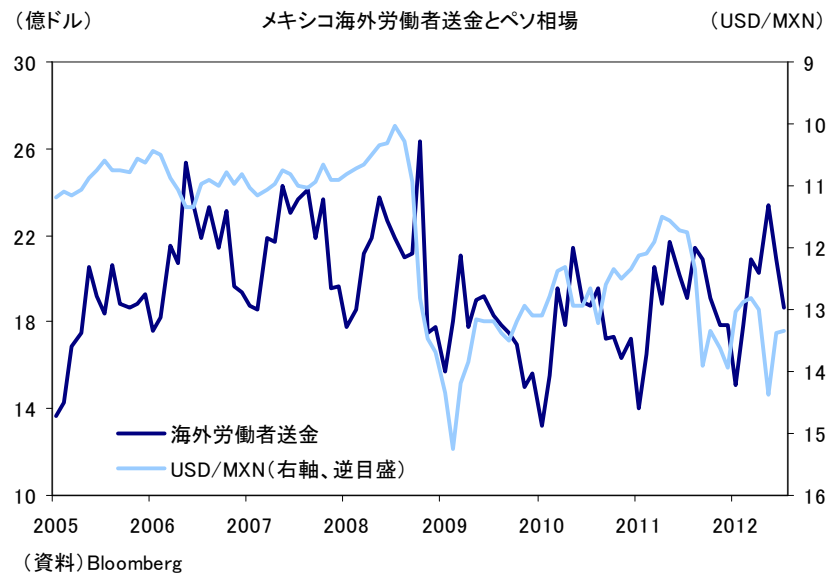
経常収支は再び赤字化する可能性が高い

- 2012年は経常収支が2期連続で黒字。
 - 米国向け自動車の輸出等が伸びた影響による。
- しかしながら、米国向け輸出は今後鈍化が予想されることから、貿易収支は再び赤字に向かうと思われる。
- サービス収支や所得収支の赤字を海外労働者送金を中心とした経常移転収支の黒字で補う状況は不変で、送金受取額が伸び悩めば経常赤字が拡大する可能性もある。



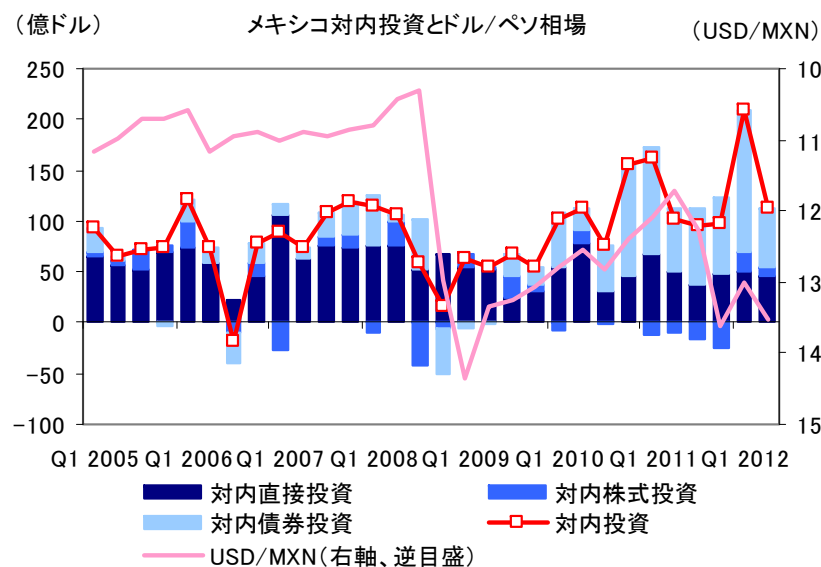
海外労働者送金は回復が続く

- メキシコ海外労働者からの送金は前年比プラス傾向が続く。
- 海外労働者送金は家計の消費を支える重要な役割を担う。
- 米国の雇用回復の遅れはメキシコ海外労働者の雇用を圧迫することから、米雇用改善ペースの鈍化は懸念事項。
- 海外労働者送金は年後半にかけて伸び悩む傾向にあり、ペソ買い圧力を弱める。

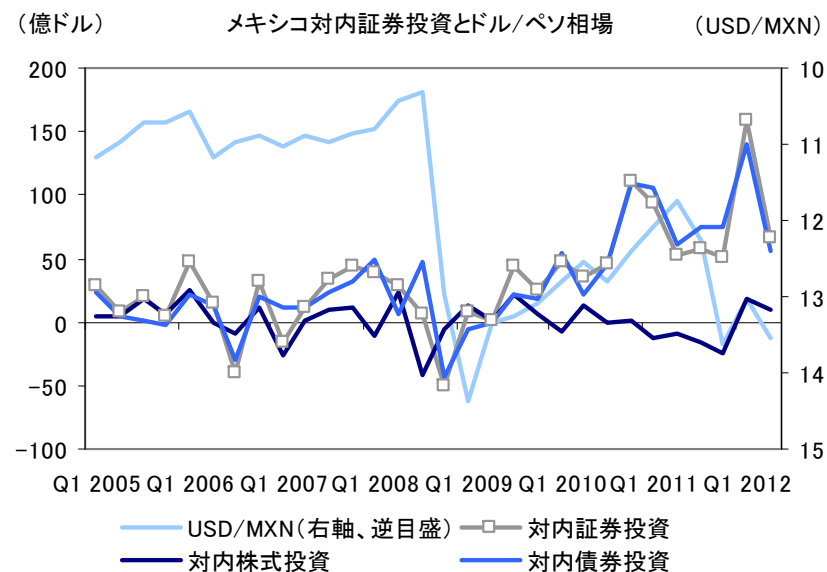


対内投資がメキシコペソを支える

- 対内投資は底堅く、引き続きペソをサポートしよう。
 - リーマンショック後、米国からの対内直接投資が縮小に向かい、対内投資のメインドライバーは直接投資から債券投資へ。
 - 先進国を中心に緩和的な金融環境の中で、相対的に高金利であるメキシコ債券は魅力的。
 - 世界経済の情勢を見渡すと、株式投資が盛り上がるとは考え難い。
 - 対内直接投資に関しても、世界経済の減速が見込まれる中で伸び悩みが続く。



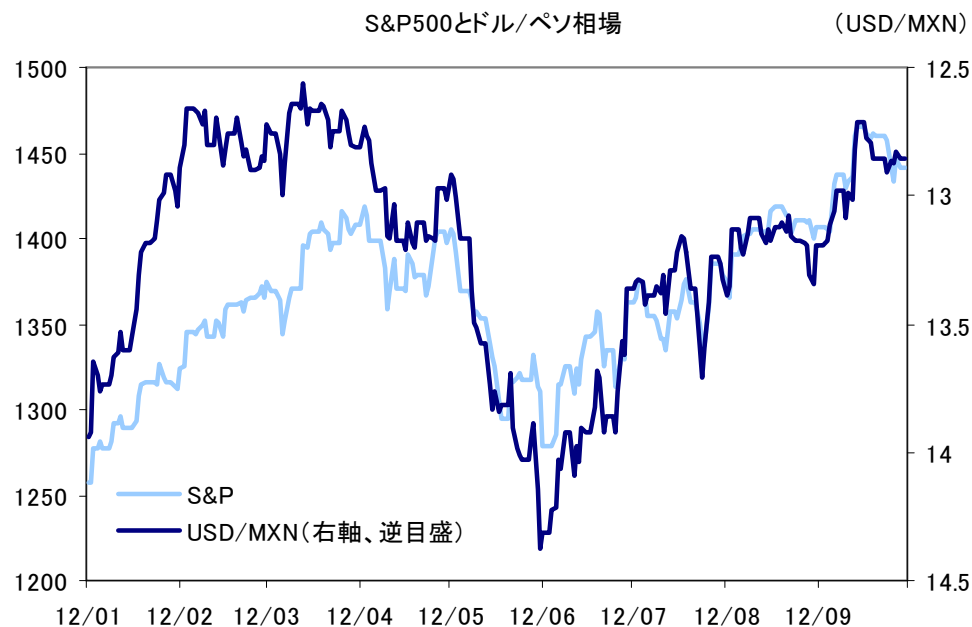
(資料) Datastream



(資料) Datastream

株価とメキシコペソ相場

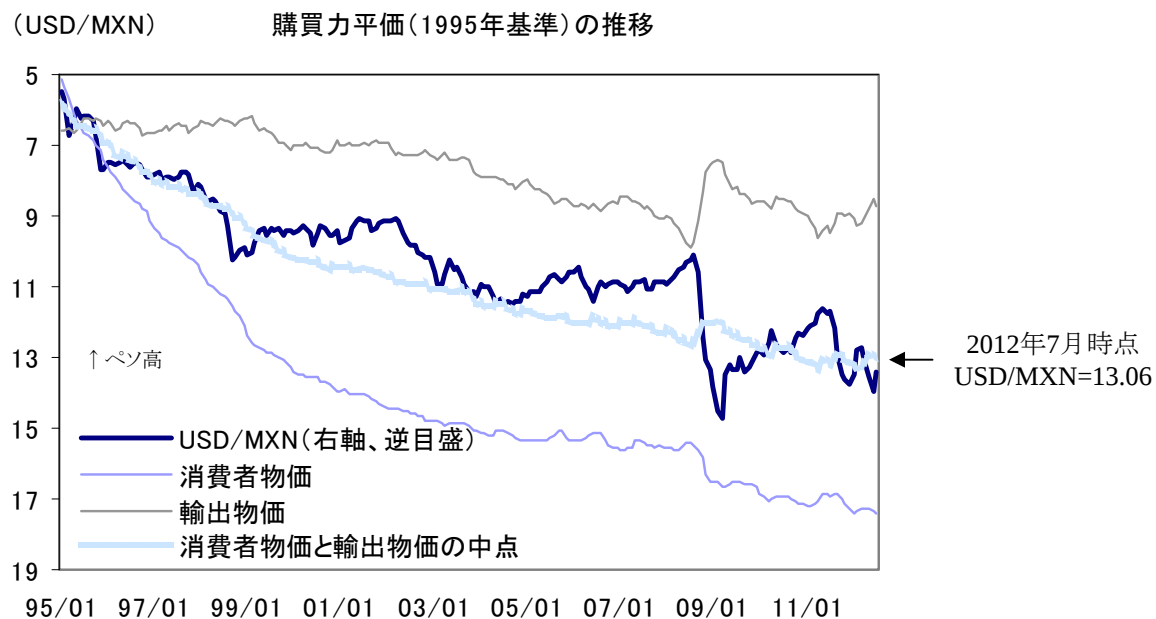
- 米株価との関係では、概ね違和感のない水準。
 - 投資家のリスク許容度を推し量る上でも注目されるS&P500種株価指数とドル/ペソ相場の相関は高い。
 - 足許においては、株価水準と比べてドル/ペソ相場は違和感のない水準。
 - 米量的緩和第3段(QE3)が実施されたことで、株価は短期的に底堅い展開が見込まれる。
 - しかし、世界経済の先行きを考えると上値は重そうであり、下振れリスクが警戒される。



(資料) Bloomberg

購買力平価にみるドル/メキシコペソ相場

- 1994年に発生したメキシコ通貨危機を受けて変動相場制に移行した1995年のドル/ペソ相場を基準とした購買力平価(PPP)を参照すると、消費者物価と輸出物価ベースのPPPの間で推移してきた印象。
- 現状のペソ相場はちょうど消費者物価と輸出物価ベースPPPの中間付近の水準で推移しており、過去の値動きからみると割高・割安感といったものは感じられない。
- 長期的なトレンドはペソ安を示しており、世界経済の減速や欧州債務問題の先行き等を考えると、過去のトレンドを大きく上抜けてペソ買いが進むような状況ではないだろう。



(資料) Datastream

(注) 変動相場制に移行した1995年を基準年とした。

メキシコペソ相場の今後の見通し

- 2013年前半にかけて弱含みで推移し、その後は緩やかな上昇を予想。
 - 先進国が低金利政策を採用する中、メキシコは相対的に高金利で、金融市場が落ち着いている状況においては資金流入が期待される。
 - また、メキシコ経済は予想以上の堅調さを見せ、2012年は2011年並みの成長が予想される。
 - しかしながら、2013年にかけては米経済の減速に影響を受ける公算が大きい。
 - 短期的にはQE3の影響でペソの下値は硬そうだが、景気回復が確認できなければ徐々に弱含みに。
 - 欧州債務問題への懸念から金融市場が不安定化する局面では、引き続きペソ売り圧力が掛かる。
 - 米国における「財政の崖」はメキシコ経済及びペソ相場にとって大きなダウンサイドリスク。
 - 年末～年明けにかけて米国の財政問題に緊張感が高まる展開には警戒したい。

	2012年 1～9月(実績)	10～12月期	2013年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
USD/MXN	12.5500 ～ 14.5997 (12.8585)	12.60 ～ 13.80 (13.30)	12.80 ～ 14.20 (13.50)	12.40 ～ 14.00 (13.20)	12.20 ～ 13.80 (13.00)	12.00 ～ 13.60 (12.80)
USD/JPY	76.03 ～ 84.18 (77.96)	76 ～ 82 (78)	78 ～ 84 (80)	77 ～ 83 (78)	78 ～ 84 (79)	78 ～ 85 (80)
MXN/JPY	5.332 ～ 6.651 (6.061)	5.55 ～ 6.30 (5.86)	5.60 ～ 6.50 (5.93)	5.60 ～ 6.65 (5.91)	5.70 ～ 6.80 (6.08)	5.80 ～ 6.90 (6.25)

(注) 1. 実績の欄は9月28日までで、カッコ内は9月28日のクローズ時。

2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。

3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

(国際為替部 多田出 健太)

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、完全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。

当資料は投資判断の参考となる情報の提供を目的として作成したものであり、特定の投資戦略を勧誘するものではありません。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コーポレート銀行に属し、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。