

メキシコペソ相場見通し

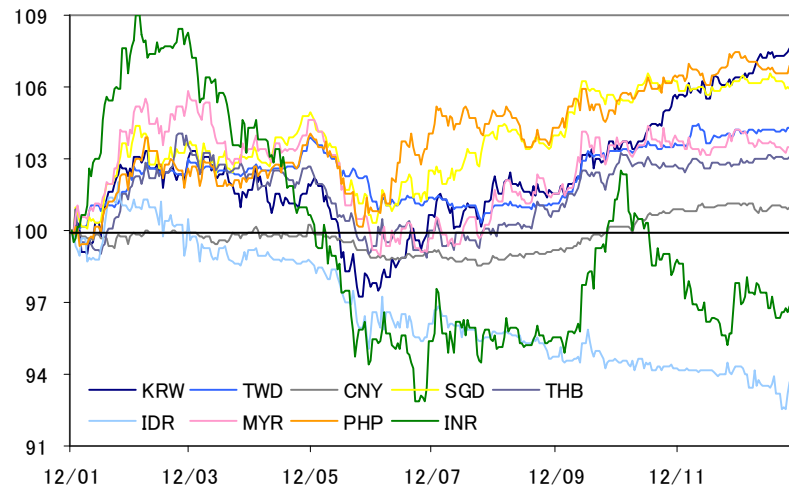
2013年2月

みずほコーポレート銀行
国際為替部

エマージング通貨～2012年を振り返って～

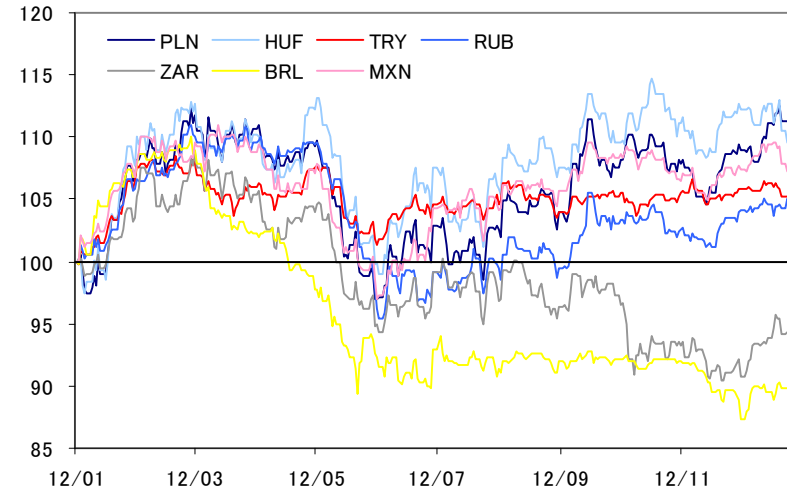
- 2012年のエマージング通貨は概ね底堅い値動き。
 - 世界的に景気減速が叫ばれた割には、年初来で上昇を維持している通貨が目立つ。
 - 先進国で低成長・低金利が続く中、相対的に高成長・高金利に新興国へ資金が向かい易い状況は継続。
 - 全般的に好調を維持しているEM通貨だが、芳しくない値動きの通貨も。
 - 経常赤字国かつ政治や経済に対して不透明感が強まった国という印象。

(2012年初=100) 2012年のアジア通貨(1月2日～12月31日)



(資料) Bloomberg

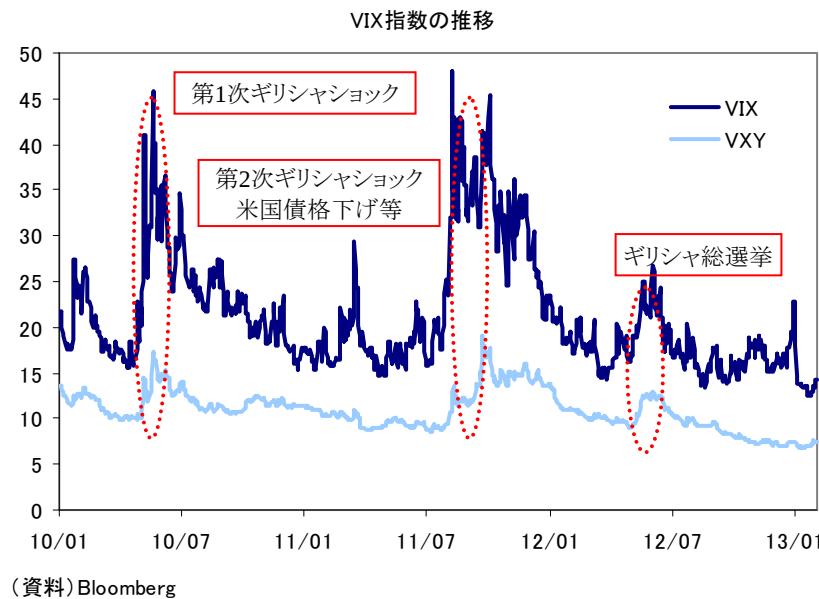
(12年初=100) 中東欧・アフリカ・ラテンアメリカ通貨(1月2日～12月31日)



(資料) Bloomberg

EM通貨の動向を決めるのはリスク許容度

- エマージング通貨の動向を決めるのは投資家(特に欧米)のリスク許容度。
 - 投資家が積極的にリスクを取るような市場環境であればEM通貨は上昇。
 - 投資家がリスク回避的な行動を取るような市場環境となればEM通貨は下落。
- 投資家がリスク志向が強まるときとはどのようなときか？
 - 世界経済の見通しに楽観的になるときであり、最近では欧州情勢への懸念が和らぐときなど。
 - 市場のリスク許容度を示す代表的な数値としてVIX指数(別名、恐怖指数)がある。



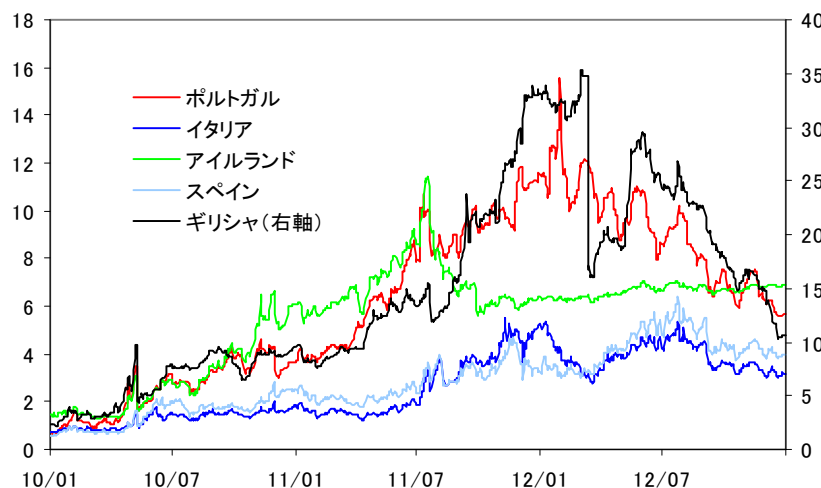
VIX指数はS&P500株価指数を対照とするオプション取引を基に算出される。

通常時は10～20の範囲内で動き、相場の先行きに不安が生じたときに大きく上昇する特徴がある。

欧州債務問題への懸念は燻り続ける

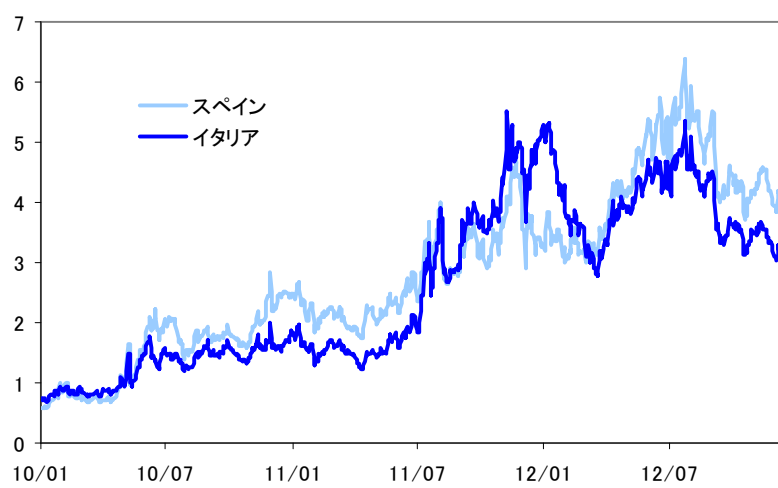
- 2010年以降、金融市場は欧州債務問題の行方に大きく揺さぶられてきた。
 - ギリシャ問題から始まり、2011年にはイタリアやスペインというユーロ圏の大国にも波及。
 - 9月にECBが新たな国債買い入れ策(OMT)を導入したことや第2.5次支援とも言うべきギリシャ向け支援を決定したことで、市場の不安は薄らいでいる。
 - 市場参加者が欧州債務問題に対して慣れきってしまった(飽きた)ことも危機感の欠如をもたらしている模様。
 - だが、2013年も断続的に問題事項が表面化してくる公算が大きく、投資家のリスク許容度は圧迫されるだろう。

(%) 対独10年債スプレッドの推移 (PIIGS)



(資料) Bloomberg

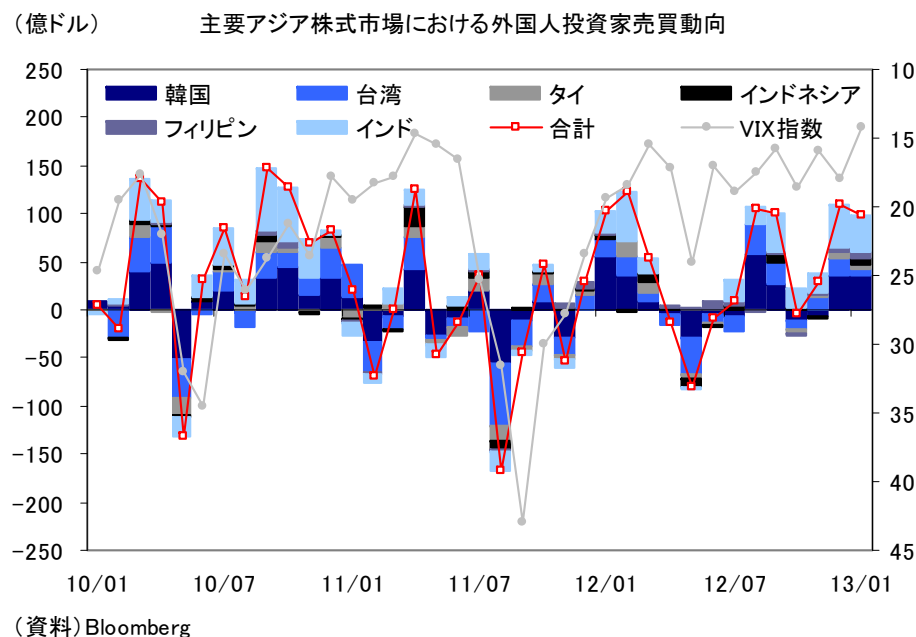
(%) 対独10年債スプレッドの推移



(資料) Bloomberg

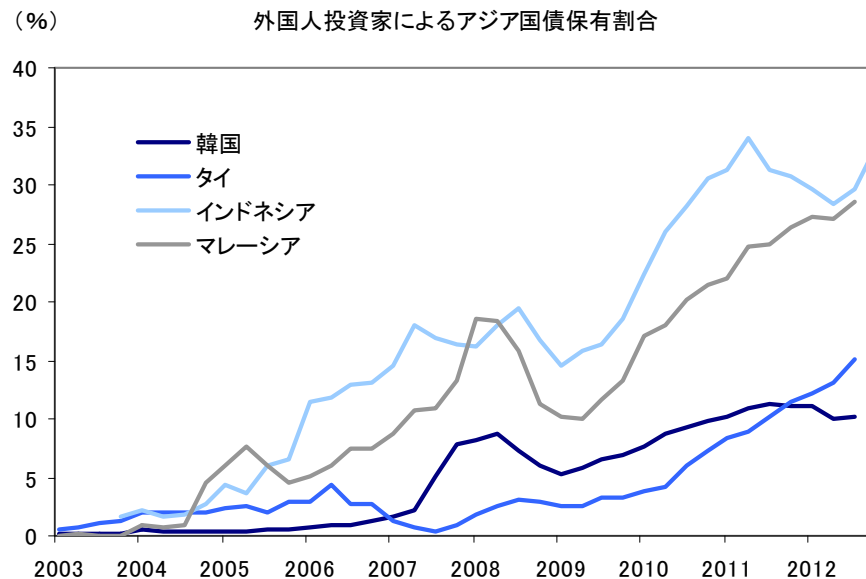
株式投資は不安定な流出入を繰り返す

- 2009～2010年はほぼ一貫して新興国への資金流入が続いた。
 - リーマンショック後、世界的に積極的な景気対策が採られて世界経済は急回復。
- 2011年半ば以降、景気対策の効果が剥落し、世界経済が減速し始めると新興国への株式投資フローは非常に不安定に。
- 2012年は世界経済の減速が懸念されていた割には、結局は新興国へのフローは底堅く。
 - 年後半に、欧州債務問題が落ち着いていたことが大きいと思われる。
- 2013年にかけても世界経済の行方は不透明なうえ、欧州債務問題がこのまま小康状態を続けるとも想定し難く、安定した資本フローは期待薄。



伸びる新興国債券への投資

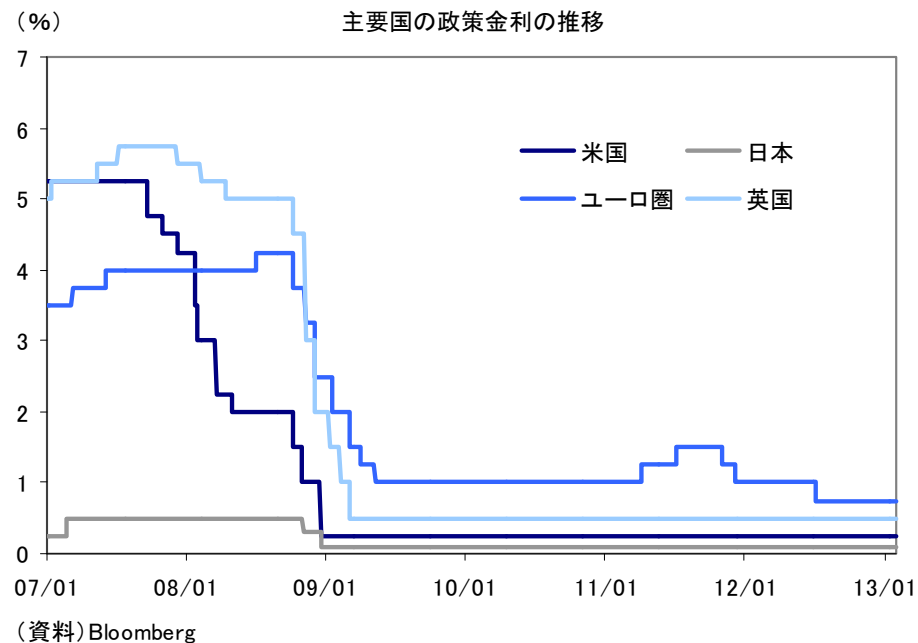
- 2000年台半ば頃から新興国債券への投資が増え始め、金融危機後に一段と加速。
 - 欧米諸国の政府は緊縮財政を進めており、中央銀行は金融緩和策を継続。
 - 低成長・低インフレ・低金利の環境下、投資家は少しでも高利回りを追及する投資家にとって新興国債券は魅力的だろう。
 - 新興国のファンダメンタルズが改善する一方、先進国のファンダメンタルズは悪化方向にあり、『先進国＝安全』、『新興国＝ハイリスク』とも言えなくなりつつある。



(資料) ADO

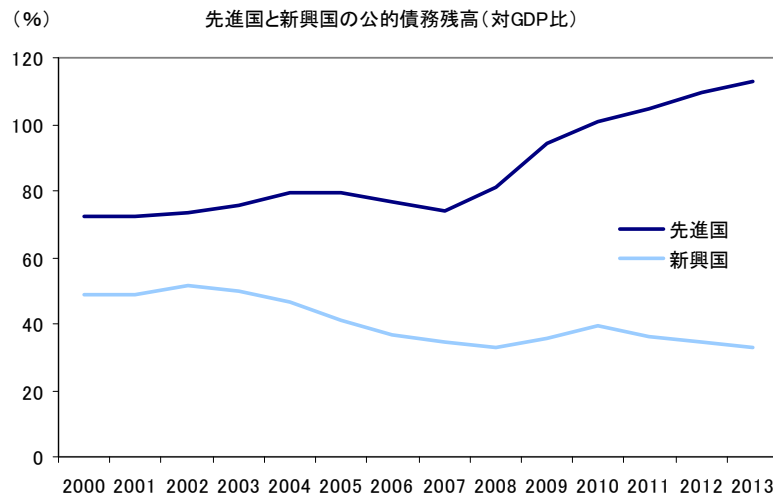
主要国の低金利政策は当面継続

- 主要国の政策金利はゼロ近傍での推移が長期間に亘って継続。
 - 米国は時間軸政策のベース変更も「2015年まで利上げしない」公算。
 - デフレ脱却に苦戦する日本はさらに利上げに程遠い。
 - 英国も状況は変わらず、ECBに至っては、更なる利下げを強いられそうな気配。

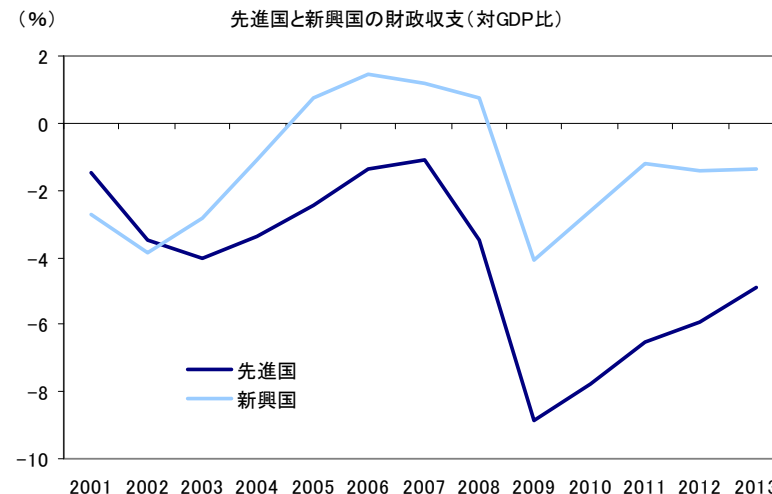


財政状況は先進国よりも良好

- エマージング諸国のファンダメンタルズは先進国よりも脆弱というのが過去の常識。
 - 1994年のメキシコ危機、1997年のアジア通貨危機とその後のロシア、ラテンアメリカへの危機伝播等、1990年代～2000年代初頭は危機が頻発。
- だが、十数年経ったいま、状況は劇的に変化している。
- 対名目GDP比でみた債務残高や財政収支の状況は、エマージング諸国の方が先進国よりも良好になっている。
- もちろん、エマージング諸国は内情は複雑であり、数字以上のリスクはあると思われるものの、そのリスクは大きく低下している。



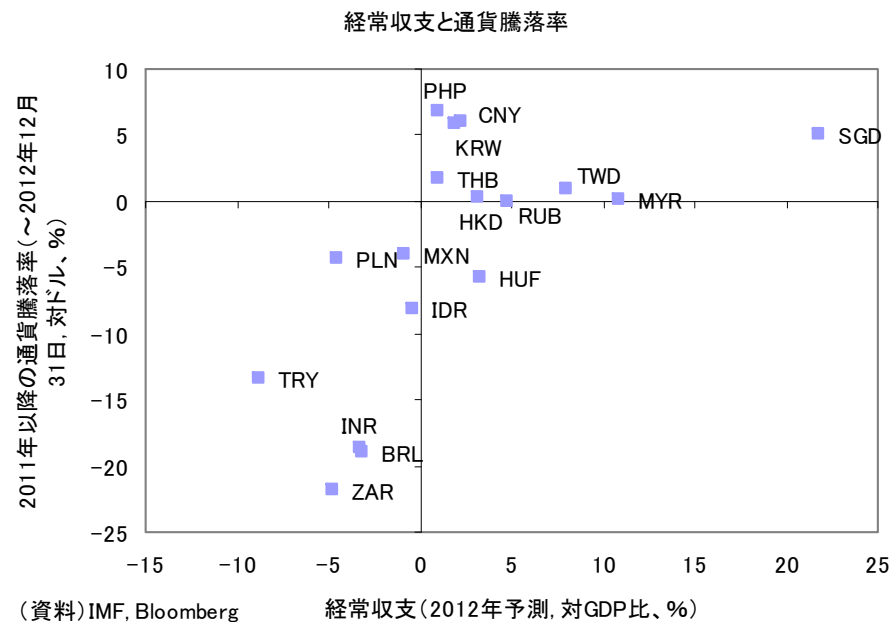
(資料)IMF



(資料)IMF

経常収支黒字 or 赤字が通貨の選別基準

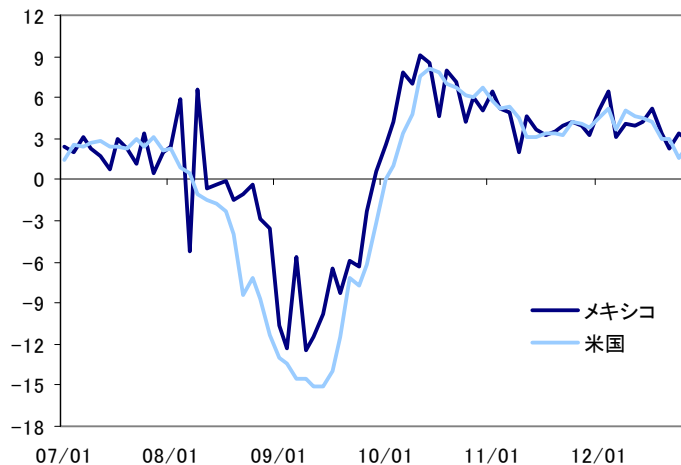
- 新興国の為替市場では経常収支赤字国の通貨の脆弱性が目立つ。
- それが、国内の経済成長に起因した経常収支赤字だとしても変わらない。
 - 世界経済の先行き不透明感が漂う中で、株式投資等の資本フローは出たり入ったりを繰り返す、非常に不安定な時間帯が継続。
 - 経常黒字国は、貿易取引等の経常フローは自国通貨買い超であり、通貨買い圧力がかかり易いことから底堅い値動きとなる。経常赤字国は経常フローのバックストップがないことから、資本フローが不安定な状況では下値不安が大きい。



強い米国経済への依存

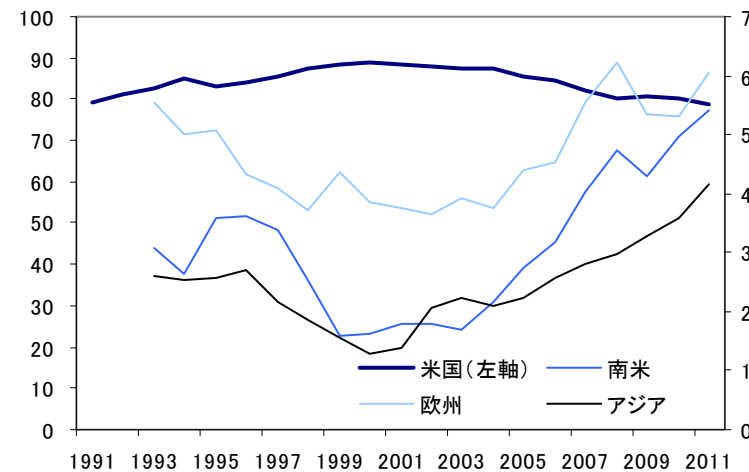
- 1994年1月に米国・カナダと北米自由貿易協定(NAFTA)を発効以来、メキシコ経済と米経済の一体化が進んでいる。
- 輸出の約8割は米国向けで、その規模はGDPのおよそ1/4を占める。
 - 2000年代に入り南米や欧州、アジア向け輸出が伸びているが未だ規模は小さい。
- また、米国からのメキシコ海外労働者送金は、民間消費に大きな影響を及ぼす。

(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

残った「坂」が米経済を下押し

- 米国「財政の崖」は期限ぎりぎりのタイミングで回避。
- ブッシュ減税に関し、世帯年収45万ドル以上の世帯に対しては失効。世帯年収45万ドル未満の世帯に対しては恒久化。
- 給与税減税は予想通り失効となり、2013年の米景気下押し圧力となる。
 - 富裕層に対する実質増税等を含めて、実質GDP成長率を1%程度押し下げる見込み。
- 強制歳出削減については2か月先送りし、債務上限引き上げと併せて2月中に議論。

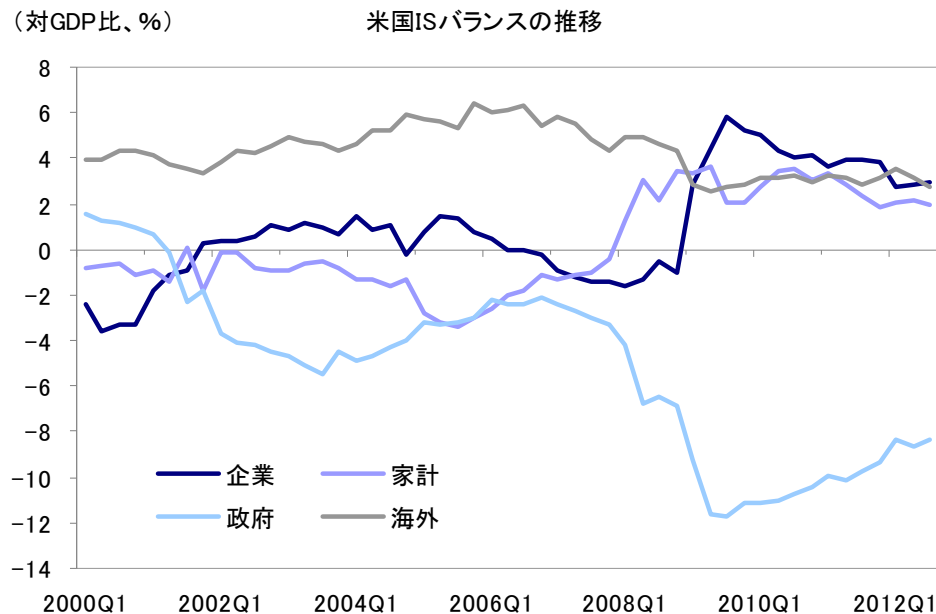
現行法の下で2013年に予定される財政政策の変更 (単位: 10億ドル)

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

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。

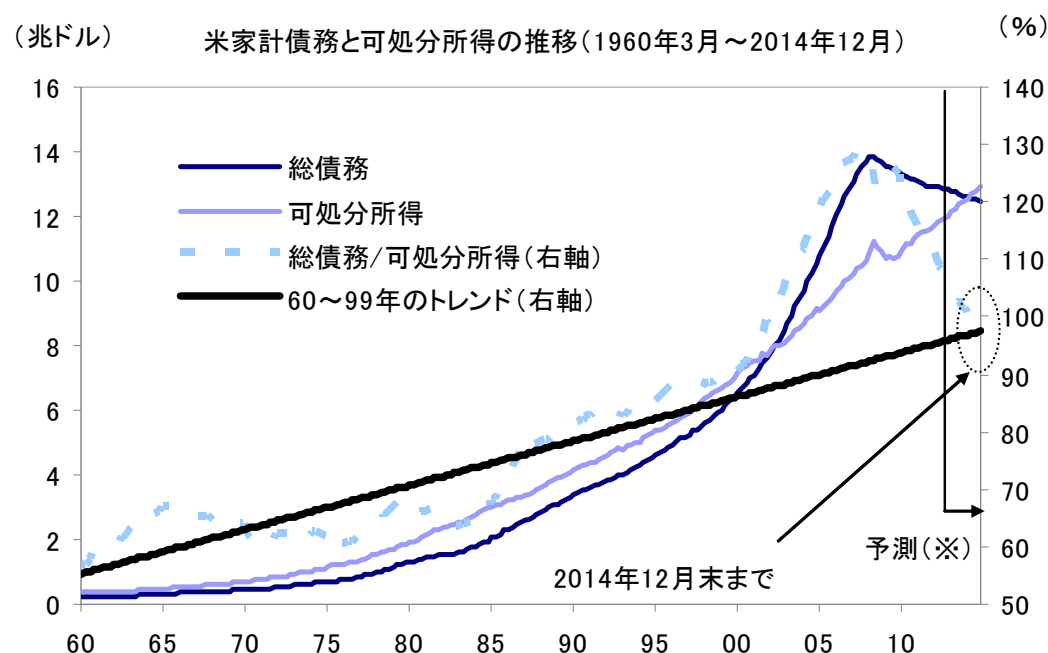


(資料) FRB, BEA

※定義上、企業+家計+政府+統計上の不突合三海外。

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。

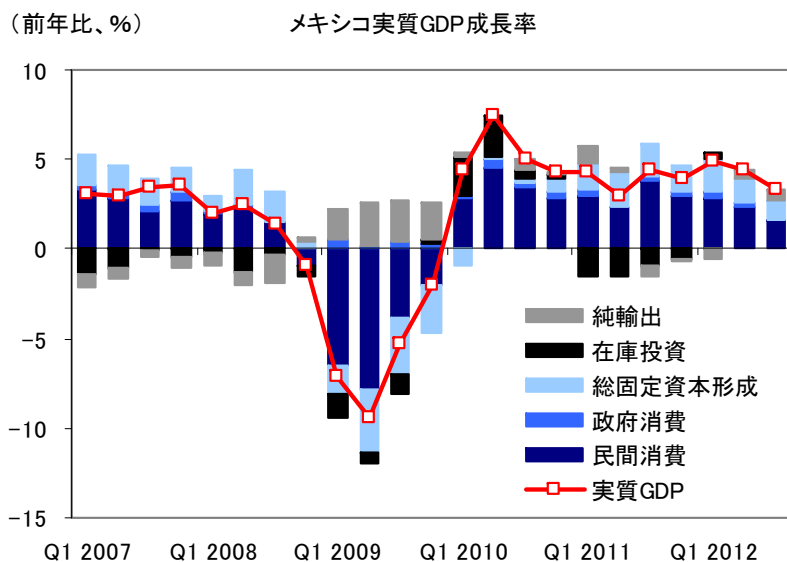


※総債務、可処分所得共に「10年Q3-11年Q3」の平均変化率が続いた場合の試算。

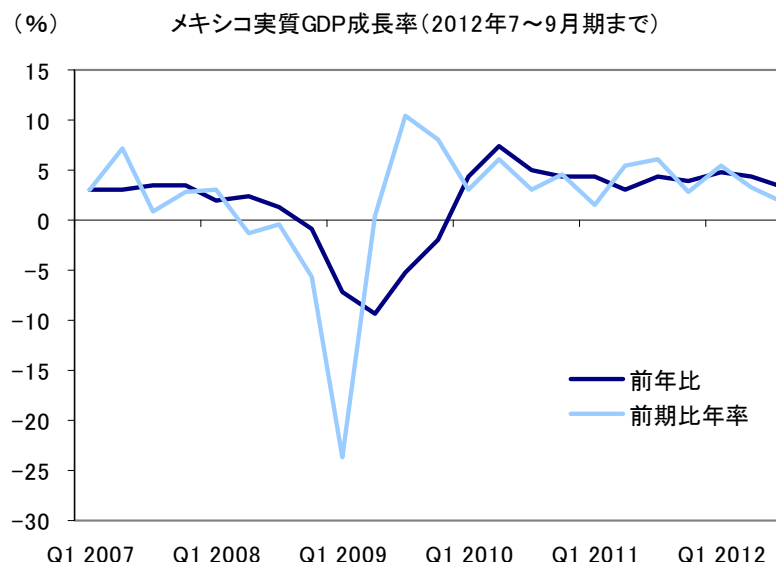
(資料) FRB

個人消費に息切れ感がみられるメキシコ

- 2012年7～9月期の実質GDPは前年比3.3%増。
 - 個人消費は緩やかな拡大を維持したものの減速が継続。
 - 景気減速に伴い在庫尾低資本形成が鈍化したほか、輸出も伸び悩んだ。
- 米経済は底堅い成長を維持しているが、財政緊縮の影響で成長ペースは鈍化する可能性が高く、メキシコ経済も2013年の成長ペースは鈍化するだろう。



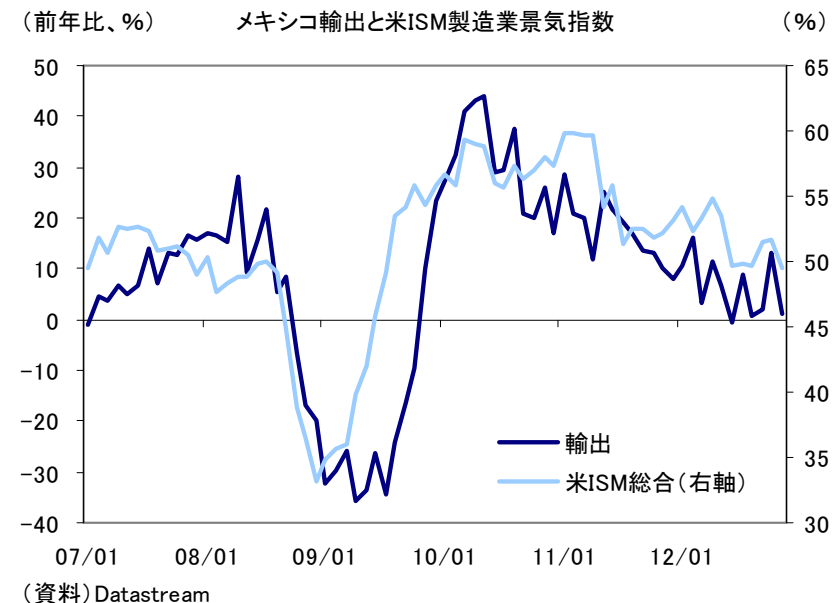
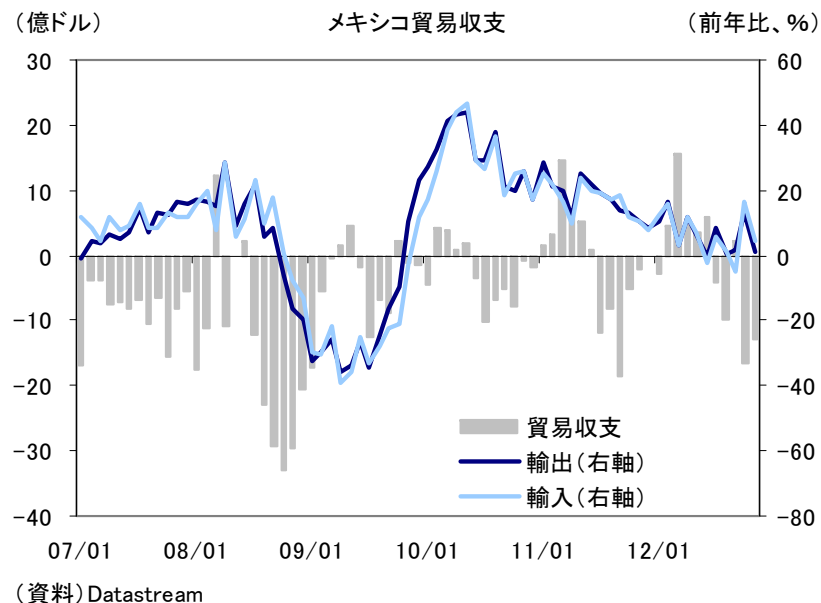
(資料) Datastream



(資料) Datastream

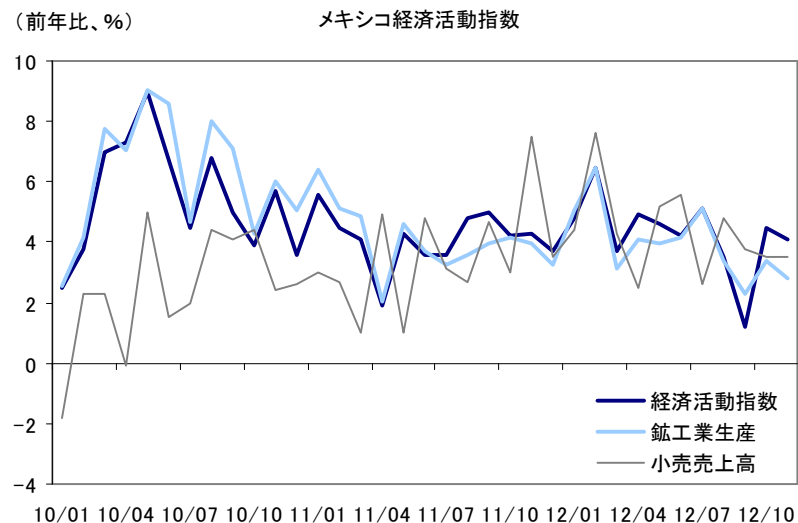
輸出は緩やかな伸びに留まる

- 輸出は底堅い成長を続けているものの、伸びが加速していく画は描き難い。
- 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。

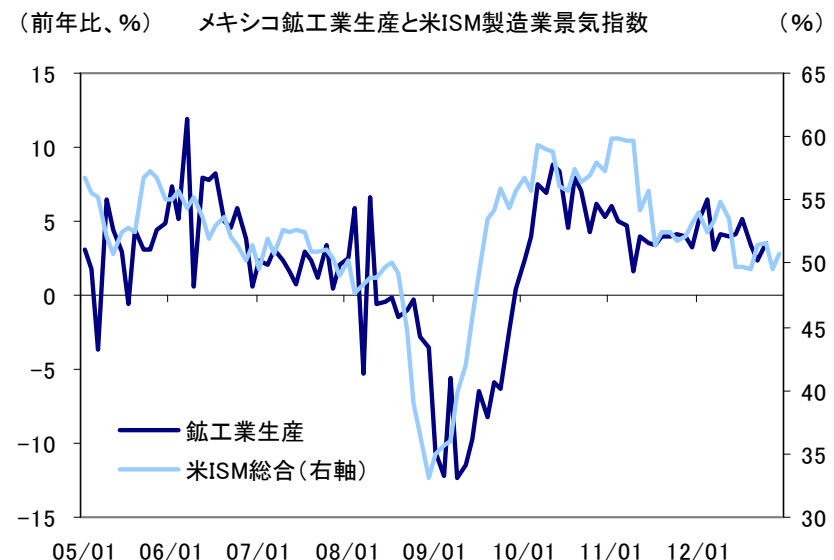


生産活動は停滞しつつある

- メキシコ月次GDP(経済活動指数、IGAE)は、7月から9月にかけて3か月連続で減速。
- 10月は反動もあって反発したものの、生産は勢いに欠く状況。
- 鉱工業生産の先行性が注目される米ISM製造業景気指数の動きをみると、10~12月期にかけては伸び悩んだとみられる。
- 米国の「財政の崖」は回避されたものの、給与税減税措置等は失効しており、米国の経済活動は停滞感が強まる恐れが大きい。
- 米国の経済活動の停滞がメキシコの実業活動に対する重石となりそうである。



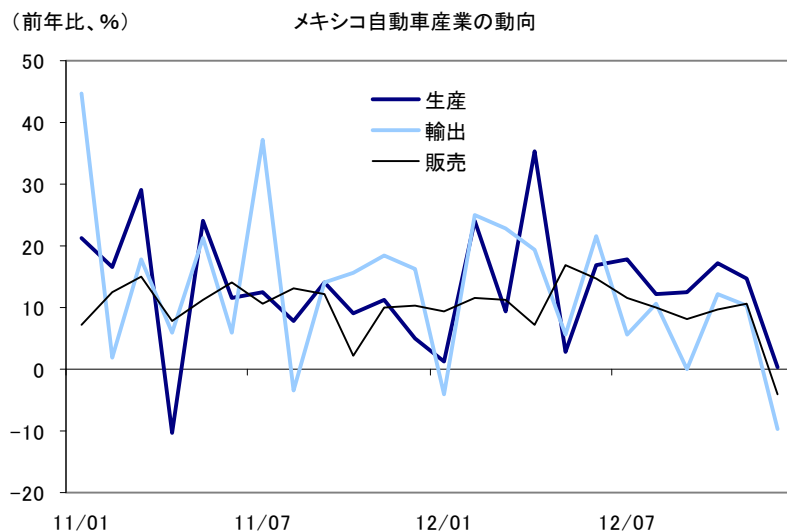
(資料) Bloomberg



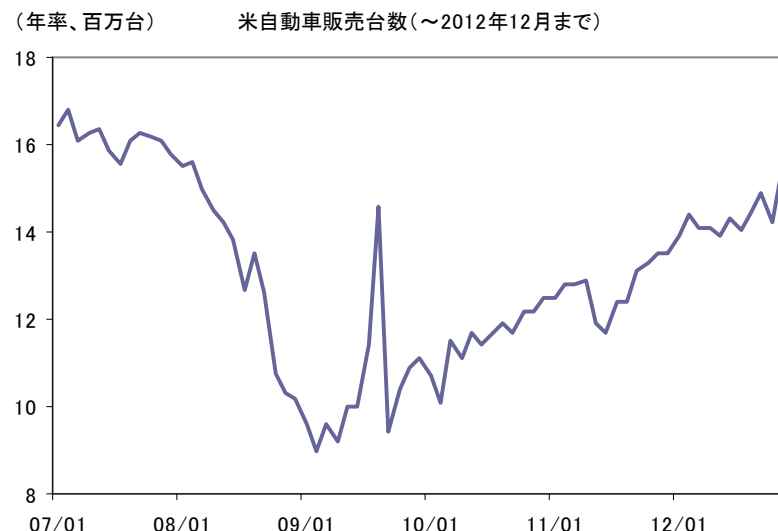
(資料) Datastream

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。



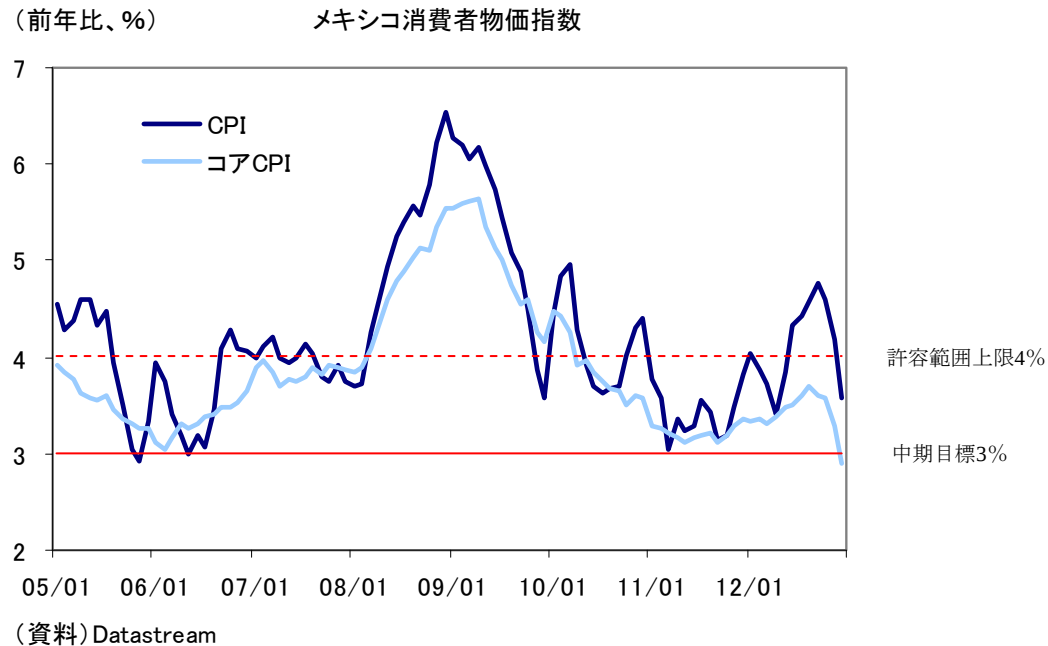
(資料) Bloomberg



(資料) Bloomberg

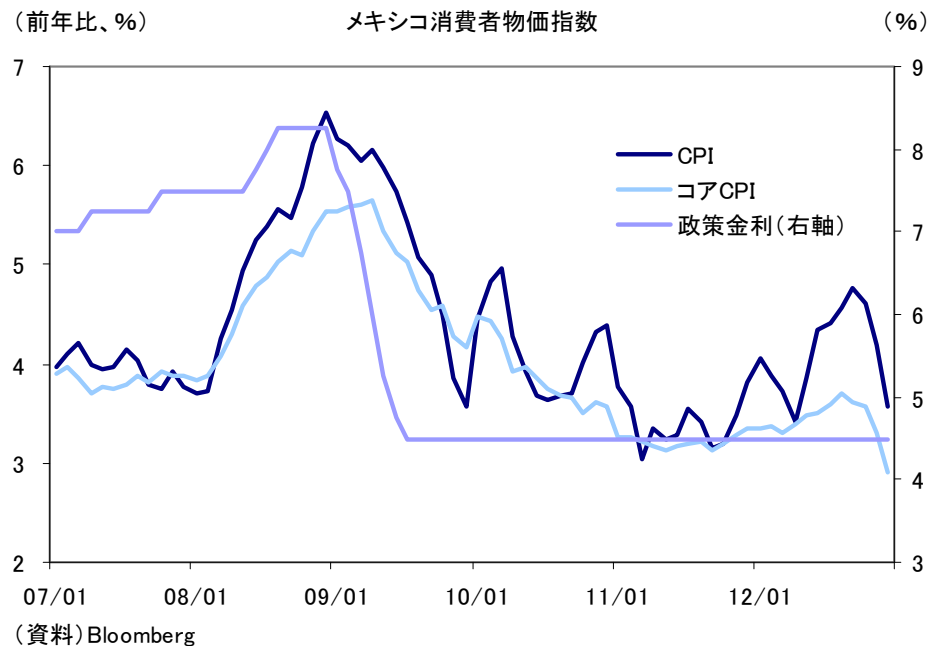
インフレは落ち着きを取り戻した

- インフレ率は、鳥インフルエンザの蔓延等の影響で中期的なインフレターゲットである3.0%（許容範囲±1.0%）の範囲を超えて推移していたが、足許ではそうした影響も剥落し、落ち着きを取り戻している。
 - 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。



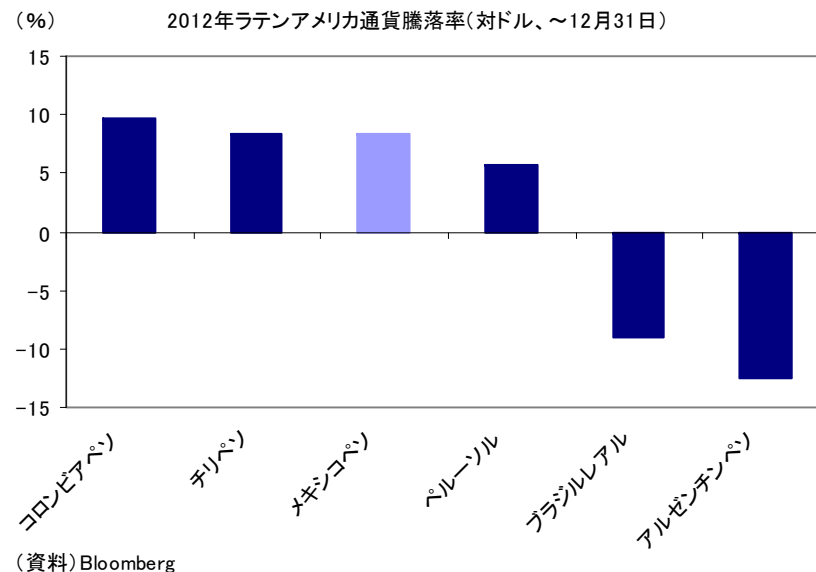
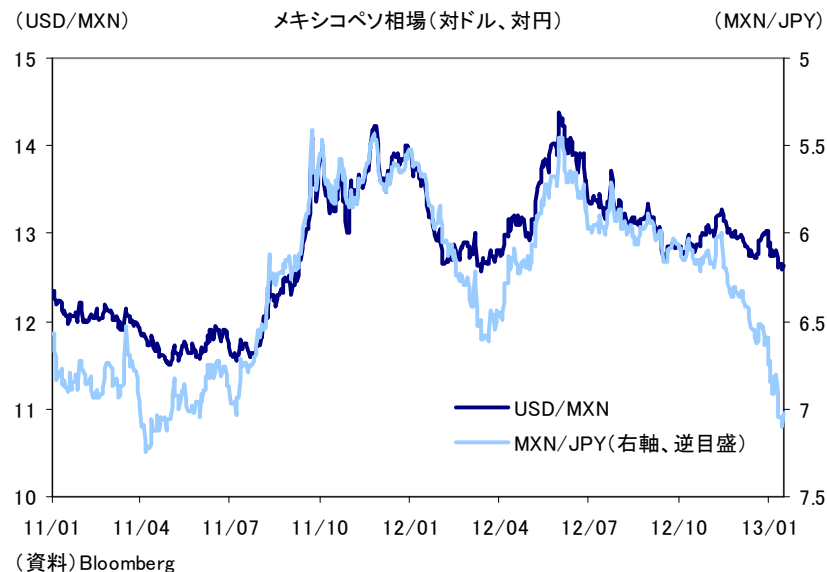
浮上した利下げの可能性

- 1月18日の金融政策決定会合では、先行き成長率及びインフレ率が一段と低下する場合、政策金利を引き下げることが望ましいとの見方を示した。
- こうした状況下、金利スワップ市場では利下げを織り込む動きもみられつつある。
- だが、21日にメキシコ中銀のカルステンズ総裁は、「まだ利下げすべき時期ではない」との認識を示しており、今すぐに利下げに踏み切る可能性は小さい。



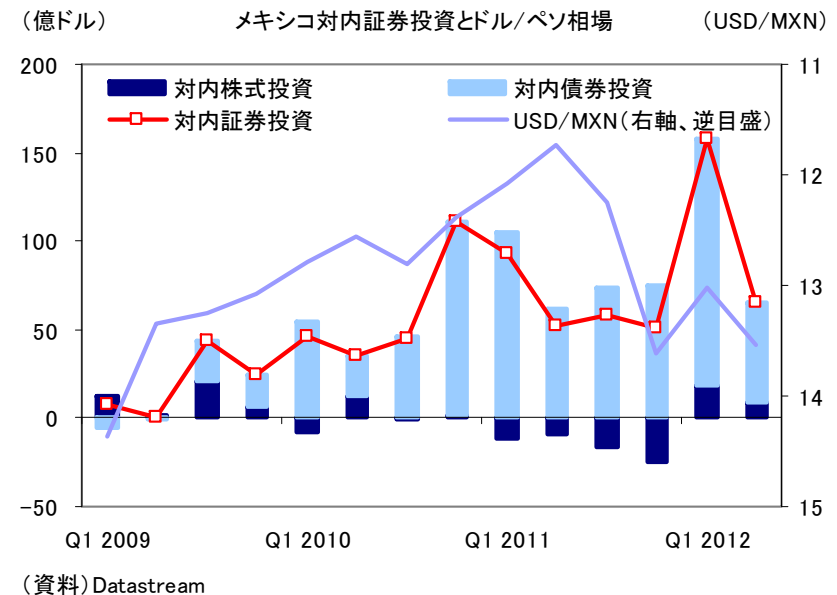
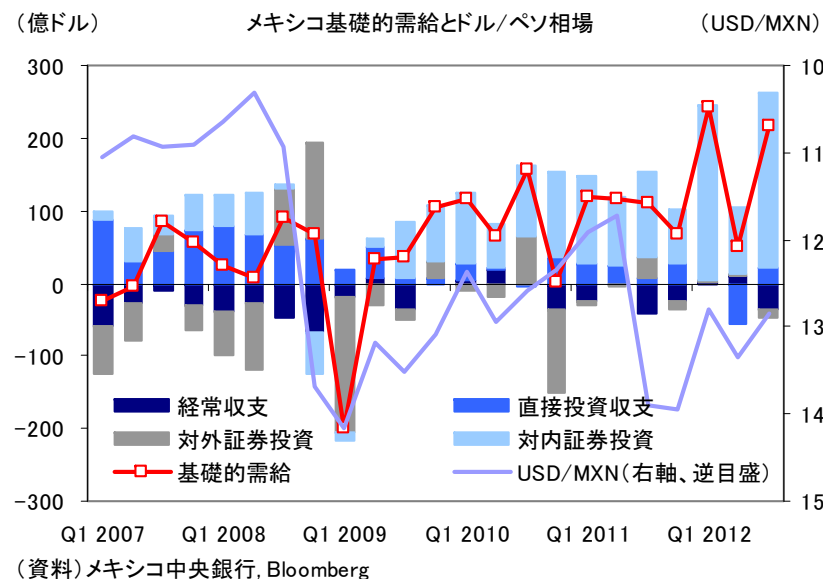
2012年のペソ相場～年央に緩むも底堅く～

- 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。



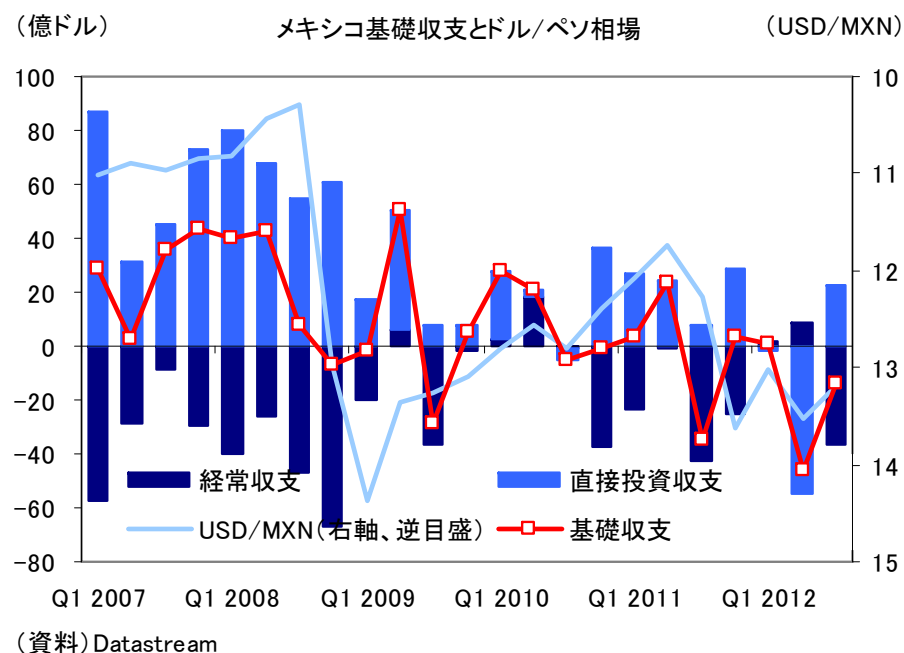
国際収支統計にみられるペソ相場の需給

- 国際収支統計にみられる基礎的需給は旺盛なペソ買い需要を示唆。
 - 基礎的需給：経常収支+直接投資収支+証券投資収支。
- 2009年以降の世界経済回復局面では、債券投資を中心とした対内証券投資フローがペソ相場を押し上げてきた。
- だが、2011年半ばからの世界経済の減速局面で投資家のリスク回避姿勢が急激に強まり、基礎的需給とペソ相場の関係は大きく崩れたものの、その後は再び相関性は高まりつつある。
- 相対的に高金利であるメキシコ債券への投資は継続する公算が大きく、ペソ相場を下支えしよう。



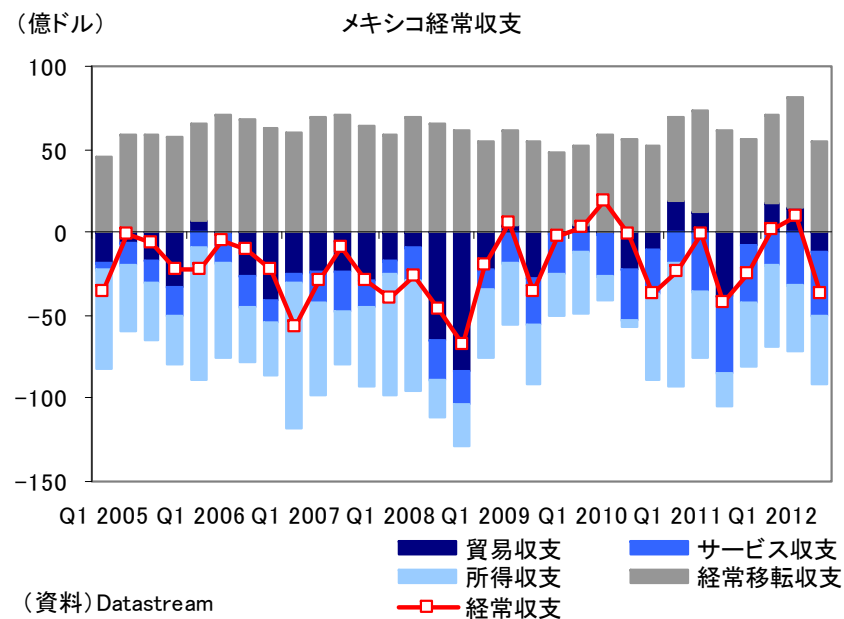
基礎収支が示唆するペソ相場の脆弱性

- 世界経済の先行き不透明感が漂う中、資本フローは不安定化しており、相対的に貿易フローや直接投資といった実需のフローの影響力が増しているとみられる。
- 実需フローをみるうえで基礎収支(経常収支+直接投資)を参照するとペソ売り需要が優勢。
- 米国向け自動車生産拠点としてなどの魅力などからメキシコへの直接投資は続きそうだが、世界経済の先行き不透明感などから直接投資は盛り上がりには欠け、ペソ買い圧力を抑制している。



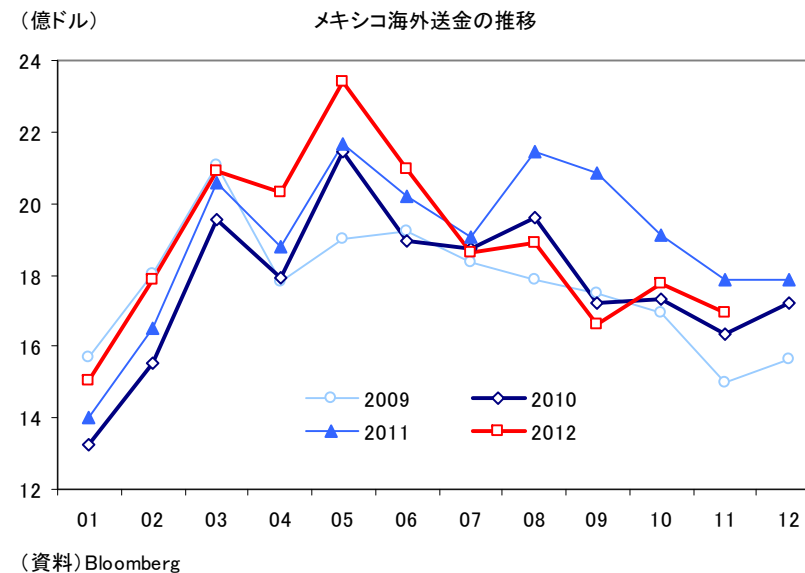
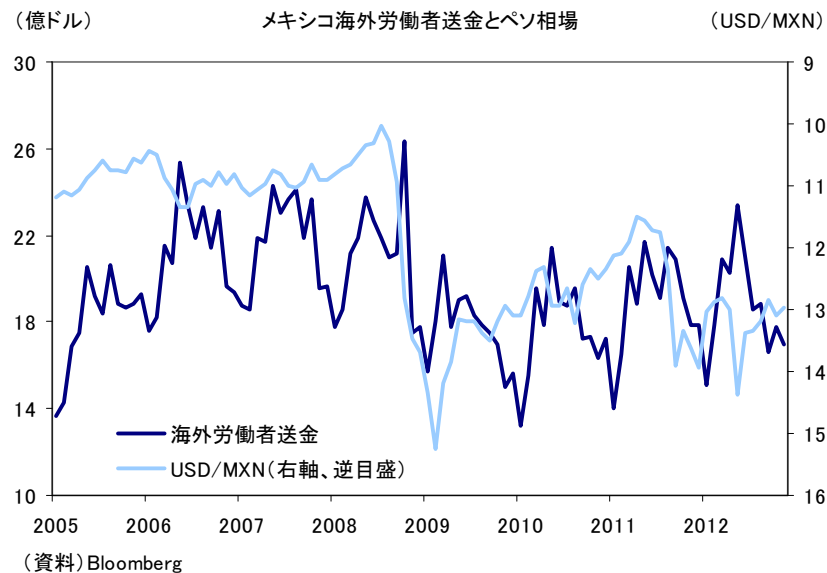
経常収支は再び赤字化

- 2012年は経常収支が2期連続で黒字となったが、貿易収支の悪化を受けて再び赤字へ。
 - 2012年前半の黒字化は米国向け自動車の輸出等が伸びた影響による。
- 内外景気格差を考えると、経常収支は赤字が続く可能性が高い。
- 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んでいることも響いている。



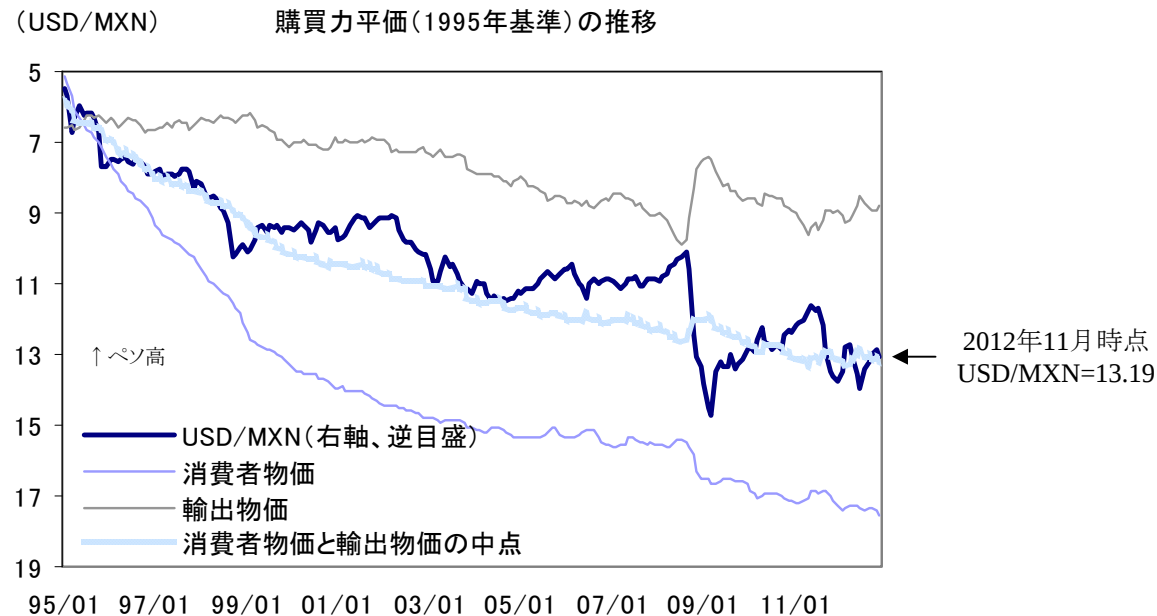
海外労働者送金は前年比マイナスへ

- メキシコ海外労働者からの送金は前年比マイナスへ。
- 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。
- メキシコ経済が好調で移民がメキシコに戻っているという側面も。
- 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。



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の中間近辺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

- 欧米の財政問題への懸念は残るが、中期的には緩やかな上昇を予想。
 - － 欧州情勢の落ち着きや世界経済回復への期待感を背景に、目先は底堅い値動きが継続する公算。
 - － だが、米国は「財政の崖」からの転落は免れたものの、依然として先送りとなっている歳出削減や債務上限等の財政問題を抱えており、先行き不透明感は根強い。
 - － また、欧州債務問題も2013年を通して何事も無く過ぎるとは考え難く、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だろう。
 - － 一方で、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ことから、ペソは基調的には上昇するとみられる。

	2013年 1月(実績)	2～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2014年 1～3月期
USD/MXN	12.5556 ～ 12.9146 (12.6237)	12.20 ～ 13.20 (12.60)	12.30 ～ 13.50 (13.00)	12.50 ～ 13.80 (12.80)	12.00 ～ 13.30 (12.60)	11.90 ～ 13.20 (12.50)
USD/JPY	86.52 ～ 91.26 (93.12)	87 ～ 96 (94)	88 ～ 97 (95)	88 ～ 97 (95)	88 ～ 98 (96)	88 ～ 98 (96)
MXN/JPY	6.703 ～ 7.223 (7.377)	6.70 ～ 7.70 (7.46)	6.60 ～ 7.60 (7.31)	6.60 ～ 7.60 (7.42)	6.90 ～ 7.90 (7.62)	7.00 ～ 8.00 (7.68)

(注) 1. 実績の欄は1月31日までで、カッコ内は2月4日の18時20分頃。

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。