

PRAEVIDENTIA WEEKLY (2月14日)

メキシコペソ：サンライズの前にサブマリン<sup>1</sup>

<要約>

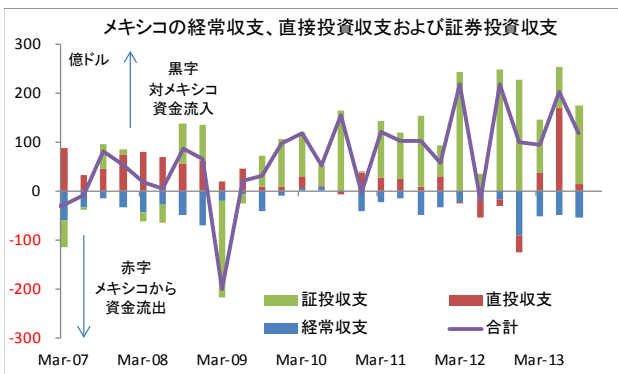
メキシコペソは相対的なファンダメンタルズの良さ、良好な人口動態やペニャ・ニエト大統領の改革意欲もあって上昇が期待され、日本も含め海外からの投資額が膨らんだ。もっとも、昨年初来あるいは今年入り後でも、南アランドやロシアルーブルほどには下落していないが上昇もしておらず、トルコリラと同程度の下落率で冴えないパフォーマンスに留まっている。当社はメキシコペソの低パフォーマンスは当面続くとみており、本当に実力が発揮され他の新興国通貨をアウトパフォームするのは、現在のペニャ・ニエト政権の改革が実際の数字に結びついてくる来年以降になるとみている。このため今年は、来年以降の上昇に備え、辛抱強く押し目買い機会を模索する期間となろう。

膨らんだ期待と投資

2012年12月に守旧派政党の候補として就任したイケメンのペニャ・ニエト大統領が改革路線を推進し始めると、世界の投資家の間でメキシコの潜在力への期待感が一気に高まり、日本でも売出債や投信でメキシコペソ建てが増加、同国の経常赤字ファイナンスの一助となった。特に昨年中、日本の外貨建て売出債発行（海外主体による本邦個人投資家を対象に販売された債券）において、メキシコペソ建てが2,942億円と、1位の豪ドル建て（4,040億円）には及ばなかったものの、ブラジルレアル建て（2,491億円）を抑え2位に浮上、昨年末の投信残高では豪ドル（3.2兆円）やブラジルレアル（1.5兆円）には遠く及ばないものの前年比+44%増の2,625億円に達した。

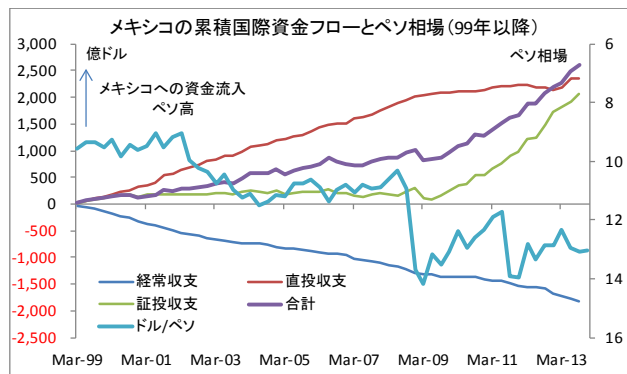
これまで指摘されてきたメキシコの好条件としては、①景気回復しつつある米国との経済的繋がり、②米国等海外に住むメキシコ人からの送金（経常移転収支黒字）に支えられた、相対的に小さな経常赤字（13年末時点でGDP比-1.8%）、およびそれを補って余りある対メキシコ純証券投資流入（図表1、2）、③比較的良好な人口動態、④技術的進歩による原油、シェールガス、シェールオイルの埋蔵量の更なる拡大、⑤低インフレ（足許は前年比+4.48%と中銀のインフレ目標上限である+4.0%を超過しているが、政府の増税などによる影響が大きくコアインフレは高くない）、などがあり、これらに加えて、⑥これまで成長を阻害してきた各種構造問題の改革を打ち出したペニャ・ニエト大統領による改革推進、という政治的要因が加わったかたちだ。2月5日は格付け機関 Moody's がメキシコの外貨建て長期債務格付けを A3 へ引上げ、初のシングル A 格となった点もプラスだ。

図表1：メキシコの経常・直投および証投収支



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表2：メキシコを巡る累積資金フローとペソ相場



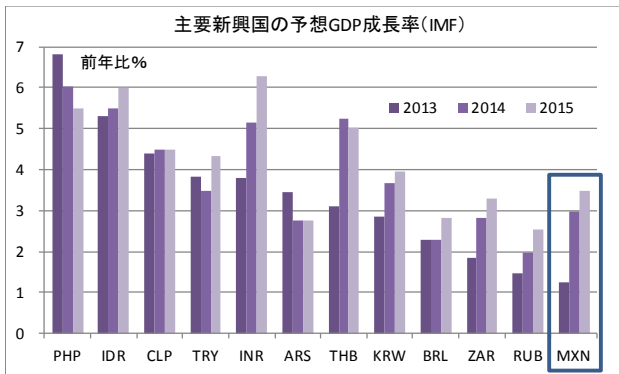
<sup>1</sup> (テキーラ) サンライズ、サブマリンはいずれもメキシコ産のスピリッツであるテキーラを用いたカクテルの一種。

### 数ある構造問題

もっとも、これらの利点にも拘らず通貨ペソが対ドルで上昇せず、株価ボルサ指数も軟調で米株価を大幅にアンダーパフォームしているのにはそれなりの理由がある。①GDP成長率が相対的に低い（2013年は+1.3%：図表3）、②消費大国アメリカの隣という絶好の立地条件、かつ資源産出国でありながら、貿易黒字が定着しておらず、対米黒字も縮小傾向にある（図表4）、③産油量の減少傾向（図表5）、④成長ポテンシャルの高さと好立地にも拘らず、対内直接投資が最近頭打ち傾向となっている（図表1、2）、⑤対内証券投資流入は大きい、そのうち債券投資が占める比率が大きく、昨年以降の世界的な債券から株式への資金シフトの中で、メキシコへの債券投資資金も世界的なパイ縮小の中で細るリスクが高い（図表6）、⑥他の新興国と比べて相対的に金利が低い、などである。

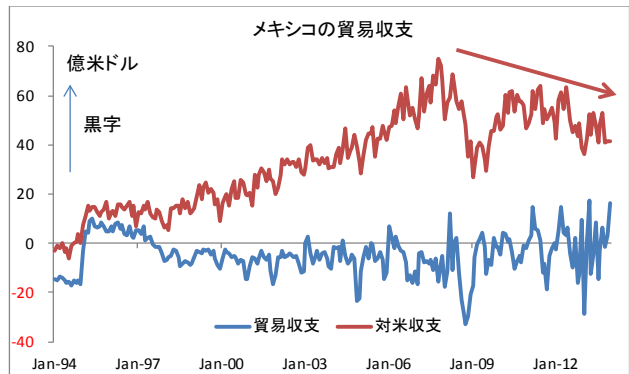
これらのうち①～④に共通して影響している要因として、石油開発・生産における国家独占による非効率性が指摘されており、ペニャ・ニエト大統領はまさにこのエネルギー改革に取り組んでいる状況だ。実際、昨年12月にはメキシコ上下両院でエネルギー改革法案が通過、必要な憲法改正の承認も得て成立した模様だ。これにより外資系企業による対メキシコ直接投資が増加し、産油量が増加すれば、貿易収支改善や成長率押し上げも期待でき、多くの問題を一気に解決に向かわせることとなる。もっとも、同法案を受けて実際に対内直接投資が増加するには、外資系企業を含む民間企業が参入する際の契約形態等に関する規定が関連法令で明確化される必要があり、それには少なくとも今年4月の国会審議までは時間がかかる模様だ。このため、今年中に著しい投資増加が起こるかは微妙で、実際、同法案成立後のペソ上昇はごく一時的・限定的なものに留まっている。

図表3：主要新興国の予想 GDP 成長率



(出所) プレビデントティア・ストラテジー作成

図表4：メキシコ貿易収支

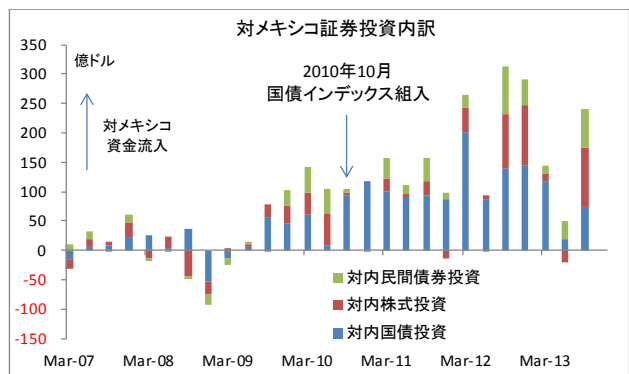


図表5：メキシコの産油量



(出所) プレビデントティア・ストラテジー作成

図表6：対メキシコ証券投資の内訳



### ペソのアウトパフォームに向けた注目点

これらの構造要因のため、これまでの市場の期待にも拘らず、メキシコペソは対ドルで当面低調なパフォーマンスを続ける可能性が高いとみている。当面は他の新興国通貨の動揺継続の悪影響も受け、逆に動揺が後退すると他の新興国通貨と共に上昇しようが、これまでの下落が小さかっただけに、反発も小さいとみられ、他通貨をアウトパフォームする可能性はあまり高くない。もっとも、2015年以降に向けてはこれまでの改革の成果が数字に表れてくる可能性が高く、そうした兆候を捉えるために注目すべき経済指標は何かを探る。

① GDP 成長率が本当に 3%台へ急加速するか

図表 3 で示されている通り、IMF および市場では、2013 年の低成長 (+1.3%) の後、今年は 3%台への急回復が予想されているが、本当に実現するのが注目される。

② 米景気の回復と共にメキシコの貿易収支が改善するか

前項の GDP 成長率加速の一因として、リーマンショック以降縮小傾向にある対米貿易黒字が拡大し、メキシコ全体の貿易収支の黒字化が定着するかも注目される。1995 年以降の四半期の前期比年率 GDP 成長率について米国の成長率に対するメキシコのベータ値（米国が 1%成長した際にメキシコが何%成長するか）を推計すると意外にも 0.9 と 1.0 に達していない点は米国の成長以上には成長できない限界が示唆されるが、そうした状況が今後変わるのかが注目される。

③ 対内直投が増加し、産油量が増加するか

ペニャ・ニエト大統領が推進するエネルギー改革が成果を生むかという意味でも最大の焦点で、法改正により国家独占体制が崩れ外資系企業による参入、対メキシコ直接投資が増加し、産油量が増加すると、メキシコの成長率、貿易収支、経常赤字ファイナンス構造のいずれも改善し、ペソ高圧力となる。

④ メキシコ株価が上昇基調となり、対メキシコ株式投資流入が継続するか

前述の通り、メキシコの経常赤字は証券投資流入によりファイナンスされているが（図表 1）、2010 年以降は主に国際的に利用されている債券ベンチマークへのメキシコの組み入れを受けて世界の機関投資家がメキシコ国債を購入したことが、国債投資資金流入増加に繋がった（図表 6）。この意味で、通常証券投資は不安定なファイナンスチャネルではあるものの、構造的な資金流入と言え安定的だった。もっとも今後については、世界的な債券から株式への資金シフトにより、世界の機関投資家の債券投資資金が縮小するとみられ、その場合にはその代替として株式市場に安定的に資金が流入するかが重要となる。

今年是对ドルで横ばい見通し

これらの要因を考慮し、当社は市場のペソ高予想に反し、対ドルでメキシコペソが 13.5 ペソ程度で横ばいが続くともみている（下表を参照）。ペニャ・ニエト大統領の構造改革の成果が今年中は経済統計に明確に現れてこないというのが前提であり、この前提が大きく崩れるようであればペソ見通しを上方修正することとしたい。他方、対円では、当社は年末にかけて円高を予想していることから、ペソ/円相場は現在の 7.7 円程度から 7.0 円程度へ下落する見通しとなっている。但し 2015 年には Fed の FF 金利引上げ開始により本格的なドル高円安局面を予想していることから、今年ドル、ペソ共に対円で押し目買いの好機を探る年となろう。

当社のメキシコペソ予想

通貨ペア	直近	14年3月末	14年6月末	14年9月末	14年12月末
<b>ドル/円</b>	101.9	<b>108</b>	<b>103</b>	<b>98</b>	<b>95</b>
(市場予想)		104	106	108	110
<b>ドル/メキシコペソ</b>	13.25	13.50	13.50	13.50	13.50
(市場予想)		13.18	12.95	12.83	12.75
<b>ペソ/円</b>	7.69	<b>8.00</b>	<b>7.63</b>	<b>7.26</b>	<b>7.04</b>
(市場予想)		7.89	8.19	8.42	8.63

(出所) プレビデンティア・ストラテジー

**ディスクレイマー**

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいますようお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。

当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社  
金融商品取引業者（投資助言・代理業）関東財務局長（金商）第 2733 号  
一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641