

Special Report

金融市場調査部 為替アナリスト
石川 久美子

メキシコとブラジル、中南米通貨はどちらが有望か

KEY POINT

- メキシコペソは年初来で15%超も上昇した一方、ブラジルレアルは遅れをとっている
- メキシコに比べ、ブラジルは財政赤字の大きさや政治リスクなどが問題
- メキシコペソは引き続き上昇が見込めるが、米国との関係悪化はリスク要因となる

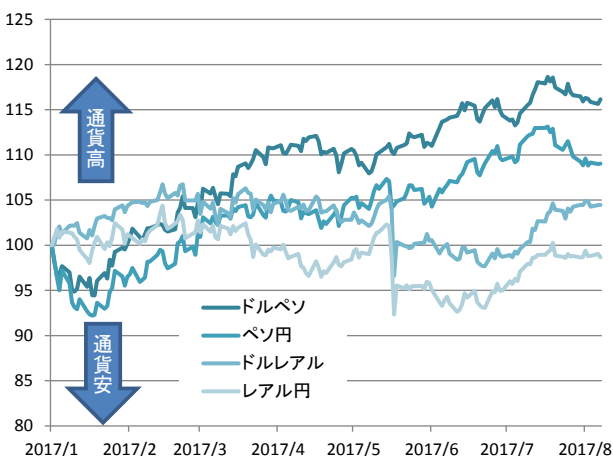
メキシコペソは年初来で15%超の上昇

米国は2015年12月から利上げサイクルに入り、バランスシートの縮小も視野に入るなど、金融引き締めの中にあります。また、ユーロ圏も近い将来に金融引き締めへ転換するとみられています。これらは本来、主要国株価には下押し要因、新興国通貨には下落要因です。しかし、市場では先進国のインフレが抑えられているなかで「金融引き締めは極めて緩やかなペースで行われる」とみられており、リスクオンムードは維持され、新興国・資源国通貨は上昇基調となっています。新興国の中でも特に目立っているのがメキシコペソの上昇でしょう(図表1)。米国でトランプ大統領が就任した後は対ドルで一時20%以上下落したものの、その後は大幅に上昇。年初来では15%以上値を上げています。一方、同じ中南米通貨であるブラジルレアルも新興国通貨高の波の中でドルや円に対して上昇していますが、年初来の値幅は対ドルで3%強と冴えない状態です。同じ新興国通貨でもなぜこれほど差がでてしまっているのか。それぞれの状況を比較しつつ、考えてみましょう。

① 金融政策から比較

メキシコは2015年12月以降、利上げサイクルに入っています。2014年6月に政策金利を3%と歴史的な低水準に引き下

図表1: メキシコペソとブラジルレアルの推移(年初来)

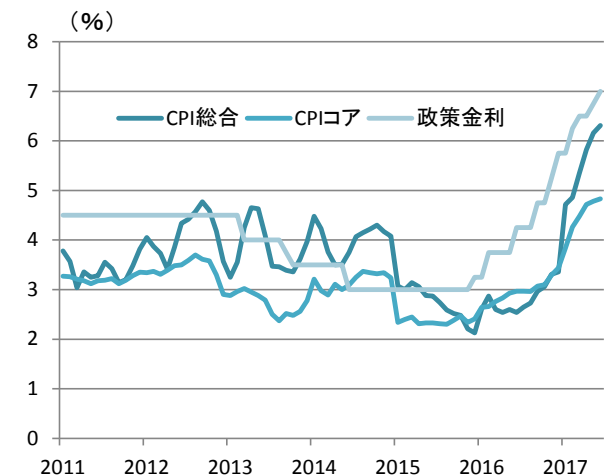


出所: Bloomberg、ソニーFH ※年始の値を100として指数化

げましたが、その後はインフレ懸念から利上げを開始。2017年6月には7%まで引き上げられました(図表2)。声明文では利上げ終了の示唆があった一方、利上げを主張する委員が2名いるなど議論が割れています。ただ、市場は年末までの利上げを現時点で50%以上と予想している模様です。足下の金融市場が「ゴルディロックス」と言われるほど楽観的なムードが広がっていることもあり、金利先高感があるメキシコペソは選好されやすい傾向にあります。ただし、メキシコの場合、実質金利が上がっておらず、また、インフレを抑制できていないことが国益を損なう懸念にも繋がるため、利上げそのものが必ずしもペソ買い材料にならないこともあります。このまま利上げせざるを得ない状況が続く、同国株価にマイナスの影響を及ぼすほどになった場合は、利上げ→株安→ペソ安に転じることもなり得るため、潮目の変化には要注意でしょう。一方、中銀が示唆したように利上げ終了フェーズに入り、全ての委員が金利据え置きに賛成するほど物価が安定した場合、リスクオン時には一段と選好される要素が増すとみられます。

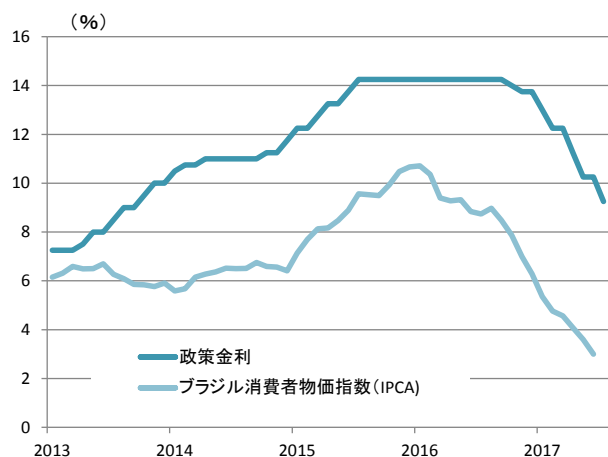
ブラジルはどうでしょうか。ブラジルは2016年1月をピーク(前年比+10.71%)にインフレが鈍化しており、6月消費者物価指数は前年比+3.0%となっています(図表3)。これに伴い

図表2: メキシコの政策金利と消費者物価指数



出所: メキシコ国立地理統計情報院、メキシコ中銀、Bloomberg

図表 3: ブラジルの政策金利と消費者物価指数



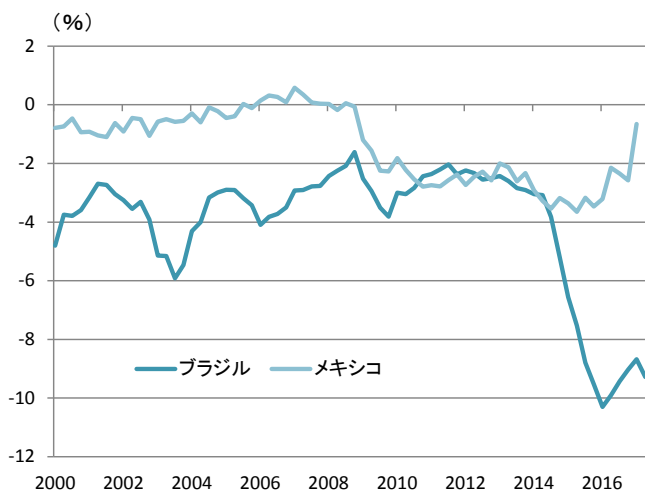
出所: ブラジル地理院、ブラジル中銀

ブラジル中銀は 2016 年 10 月以降、利下げサイクルに入りました。利下げの幅が金融政策委員会 (COPOM) のたびに話題になるものの、利下げ自体はほぼ織り込まれているため、利下げ発表時のブラジルレアルの下落幅は限定的です。もっとも、ブラジル株はこの利下げを好感して堅調な推移となっており、間接的にブラジルレアルの上昇要因になっています。ブラジル中銀の緩和サイクルはまだ終わっておらず、今後も利下げがブラジル経済、ひいてはブラジルレアルの下支え要因になるでしょう。

② 財政の状況から比較

メキシコの財政収支は赤字で、その額は 2015 年 4-6 月期には対 GDP 比 3.65% に達していましたが、2016 年ごろから緊縮財政が進み、2017 年 1-3 月期には対 GDP 比 0.66% まで縮小しました (図表 4)。こうした財政の改善と NAFTA 再交渉に対する楽観ムードが相まって、格付け会社 S&P はメキシコの格付け見通しを引き上げています。経済状況も比較的良好で、トランプ氏が大統領に当選した直後に急低下した消費者信頼感指数も、その後反発して大統領選以前の

図表 4: メキシコとブラジルの財政赤字 (対 GDP 比)



出所: Bloomberg、ブラジル中銀

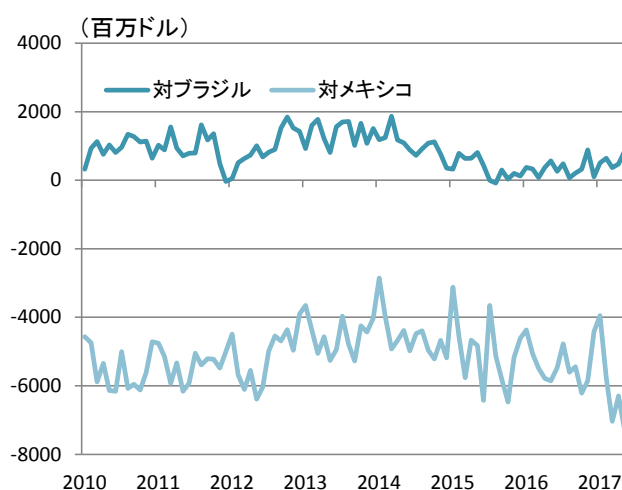
水準まで持ち直しています。失業率も低下傾向で、2008 年以來の 3% 台前半まで改善しました。

一方のブラジルはもともと赤字体質でしたが、2014 年後半以降にさらに悪化し、財政赤字は 2016 年 1-3 月期には対 GDP 比で 10.3% に達しました。テメル大統領は財政収支改善を目指して財政改革を試みっていますが、進捗は芳しくありません。最も改革が必要なのが、関連予算が歳出の 4 割を占めている年金改革ですが、テメル大統領自身に収賄疑惑が浮上して議会在紛糾しています。この点が改善しない限り、ブラジルの財政悪化は止められず、ブラジル経済やレアルにとってはマイナス要因になりそうです。なお、ブラジルの GDP は 2015 年から丸 2 年にわたってマイナス成長でしたが、2017 年 1-3 月期にようやく前期比 +1.0% まで回復しています。

③ 対米関係から比較

ドナルド・トランプ氏が米国の大統領に当選した 2016 年 11 月 9 日、新興国通貨は軒並み下落しました。その後しばらくもみ合ったあと、ブラジルレアルを含む多くの通貨はトランプ大統領のもたらす景気刺激策に対する期待を背景とするリスクオンムードのなかで徐々に上昇に転じました。しかし、その中でメキシコペソはしばらく低迷。ブラジルレアルが 2016 年 12 月に入ると上昇に転じたのに対し、メキシコペソが対ドルで上昇し始めたのは 2017 年 1 月下旬に入ってからでした。メキシコペソが他の通貨に対して後れを取ったのは、①トランプ氏が対メキシコでの貿易赤字などを盾に取り (図表 5)、北米自由協定 (NAFTA) を米国に有利なように再交渉すると喧伝していた点、そして②メキシコからの移民を制限するために同国との国境の壁を作ることを公約とするなど、反メキシコの立場を前面に押し出したことで、メキシコ経済の先行きに対する悲観的な見方が広がった点が背景にあると考えられます。しかし、トランプ米大統領の対メキシコ政策については国内の批判も多く、なかなか進展がみられない様子か

図表 5: 米国の対メキシコ、対ブラジルの貿易収支



出所: 米国国勢調査局

ら、2017年1月下旬以降はメキシコ経済に対する楽観ムードが戻ってきました。NAFTA 再交渉開始の目途が立たないこと(当時)もメキシコ経済にプラスと受け止められた上、「再交渉の内容が常識的な範囲に収まる」との見方が徐々に広がったこともメキシコペソには追い風となりました。

一方、ブラジルレアルはトランプ政権の影響が非常に小さく、米国発のリスクオン・オフに多少振られる程度となっています。これは、ブラジルの対米貿易依存度がメキシコに比べると非常に低いためです。米国の対メキシコ貿易収支が大きな赤字に傾いている一方、対ブラジル貿易収支は黒字のため、ブラジルはトランプ米大統領から「口撃」を受ける心配がありません。これはブラジル経済にとってはプラスと言えるでしょう。

④ 国内政治の状況から比較

メキシコのペニャ・ニエト大統領は2012年12月の就任以降、順調な政権運営を見せていましたが、2017年に入ってトランプ米大統領に対して「弱腰だ」とされて支持率が低下。国内の治安問題に加えて年明け後のガソリン値上げなどもあって、現在でも支持率は20%を割り込むなど低迷しています。2018年には大統領選が行われる予定ですが、現状、ペニャ・ニエト大統領が所属する与党・制度改革党(PRI)の支持率は3位。NAFTAの再交渉は大統領選に絡まないよう年内合意を目指す方向で動いており、ここで成果を出して支持率を上げる構えです。目論見通りいかず、一段と支持率が下がることとなれば、政治的な先行き不透明感がメキシコペソの重しとなってくる可能性があります。ただ、6月4日に行われたメキシコ州知事選ではPRIが勝利したこともあって、現時点では2018年の大統領選に対する悲観論は落ち着いています。これが再び話題になるのはNAFTA再交渉の進捗次第ということになりそうです。

一方、ブラジルではテメル大統領の支持率が5月以降に急

図表 6: 分野ごとの両国通貨への影響

	メキシコ	ブラジル
①金融政策	○ 利上げサイクル終了が近づいている可能性も。	○ 利下げが株価を押し上げるなら間接的にレアル高要因に。
②財政政策	◎ 財政赤字は縮小傾向。S&Pも見直し引き上げ。	× 財政緊縮が政治的混乱でなかなか進まず。
③対米関係	△ NAFTA再交渉に楽観論が広がっているが、関係悪化リスクは残る。	◎ 米国は対ブラジルで貿易黒字。大きな問題は生じない見通し。
④国内政治	△ ペニャ・ニエト大統領の支持率低下は問題。	× テメル大統領の収賄疑惑は引き続き問題視される公算。議会審議にマイナスの影響。

出所:ソニーFH

激に低下しています。7月27日の世論調査では5%(民間調査会社Ibope調べ)と、過去31年間で最低となりました。きっかけはテメル大統領は食肉加工会社幹部から便宜を図る見返りに50万レアルの賄賂を受け取ったとされる疑惑。これを裁判にかけるかどうかについては、8月2日に下院本会議で否決され、とりあえずは政権崩壊を回避した格好です。しかし、この支持率低迷と疑惑が払しょくできないなかで、年金改革法案の審議は難航するものと考えられます。また、来年の大統領選に向けて出馬に関心を示していたルラ元大統領は収賄とマネーロンダリング疑惑で7月12日に有罪判決を受けましたが、控訴の方針です。仮に大統領選出馬→当選となれば、足下の財政赤字縮小のための構造改革に反対する可能性が高く、これは海外投資家からのブラジルの信用を落とすことになりかねません。ルラ元大統領の大統領選出馬の可能性が上がるだけでも、ブラジルレアルには下押し要因となるでしょう。

リスクオン時は当面メキシコペソの方が有望か

それぞれの状況を勘案すると、基本的には財政改善が進み、対米関係もある程度落ち着きを見せ、政治面でもブラジルと比較すればまだ良好な状態にあるといえるメキシコペソの方が上昇する可能性が高いと考えられます(図表6)。ただし、本当にNAFTAの再交渉が無難にまとまるかはまだわかりません。8月16日から再交渉はスタートします。この中でメキシコと米国の通商関係に悪化の兆しが見られれば、メキシコペソの大きなリスクとなり得る点は意識しておく必要があるでしょう。また、メキシコの利上げが同国経済の圧迫要因として市場が受け止め始めた場合もまた、ペソの重しとなりそうです。

一方、ブラジルは現状、良いところを見つけるのが難しい状況になります。ただし、その分「最悪期を脱するサイン」には大きくレアル高が進む形で反応する公算です。最も可能性があると思われるのは、年金改革が進むことでしょう。これによって財政改善期待が持てれば、ブラジルレアルは大きく上昇すると考えられます。ただ、テメル大統領の収賄疑惑が簡単に晴れない以上、財政再建計画を推し進めるのは簡単なことではありません。当面はメキシコペソに遅れを取る状態が継続しそうです。

石川 久美子



尾河 真樹 (おがわ まき)

執行役員 兼 金融市場調査部長 チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン証券などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析、および個人投資家向け情報提供を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。著書に『為替がわかればビジネスが変わる(2014年日経BP社)』、『富裕層に学ぶ外貨投資術(2015年日経新聞出版社)』、『(新版)本当にわかる為替相場(2016年日本実業出版社)』などがある。



菅野 雅明 (かんの まさあき)

シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などの役職を歴任。日本経済研究センター主任研究員(日本銀行より出向)を経て、1999年JPモルガン証券入社、チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクターとして日本の金融経済分析・予測を担当。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員、財務省「関税・外国為替等審議会」専門委員、内閣府「経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会、金融・資本市場ワーキンググループ」メンバー、内閣官房「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」メンバー、厚生労働省「年金積立金の管理運用に係る法人のガバナンスの在り方検討作業班」専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」、日経QUICK「QUICKエコノミスト情報」、東洋経済「経済を見る眼」「論点」、NTT出版「危機の日本経済」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」レギュラーコメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)

金融市場調査部 エコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



石川 久美子 (いしかわ くみこ)

金融市場調査部 為替アナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から研究員として、外国為替相場について調査・分析、レポートや書籍、ブログ、Twitterなどの執筆、セミナー講師、テレビやラジオなどのコメンテーターとして活動。2016年11月より現職。外国為替市場の調査・分析業務を担当。

本レポートについてのご注意

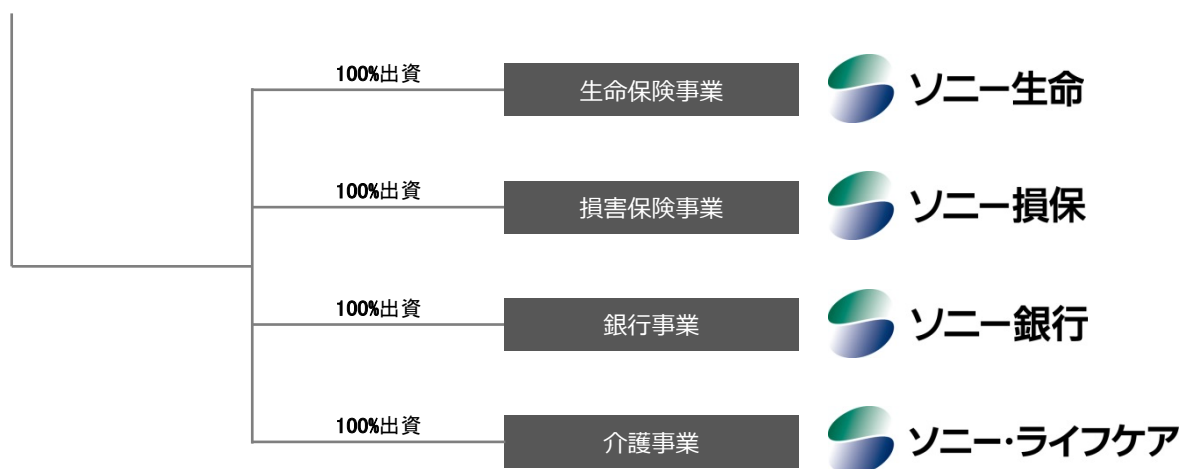
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルホールディングス株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものではありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社がかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものではありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルホールディングス

東証第一部上場(銘柄コード8729)



- ソニーフィナンシャルホールディングスは、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社で、東京証券取引所第一部に上場(銘柄コード8729)しています。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客様さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、業績、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<http://www.sonyfh.co.jp>