

新興国通貨の基礎知識～メキシコ

1. メキシコの概要（ファンダメンタルズ）

（ア）メキシコの規模等

メキシコ合衆国（以下、メキシコ）を中南米¹の国と思われている方もいるかと思いますが、地理的には北米に位置しており、約 197 万平方キロの面積（日本の約 5.2 倍）に人口 1 億 2,619 万人（ラテンアメリカではブラジルに次いで 2 位）が居住する大国です。経済規模を示す名目 GDP 総額は 1.2 兆米ドルで世界 15 位です。これは、オーストラリアやスペインと同程度の経済規模であり、ラテンアメリカではブラジルに次いで 2 位です。一人あたり名目 GDP は 9,807 米ドルで世界 69 位です。

メキシコは、1990 年代前半にはアジア太平洋経済協力（APEC）への参加や北米自由貿易協定（NAFTA）の発効（1994 年）、経済協力開発機構（OECD）への加盟を実現し、国際社会・経済への進出度合いも高まりました。NAFTA 発効以降は米国との経済関係が強まり、2018 年には輸入の約 46%、輸出の約 80%を米国が占めています。メキシコの産業を見ると、自動車関連産業は米国をはじめ、世界各国から投資を集める最重要産業となっています。また、カリブ海沿岸地域を中心に油田が多く、第二次世界大戦頃より国営石油会社の Pemex を中心とした産油国でもあります。

（イ）メキシコ経済の強み

メキシコ経済の強みとしてまず挙げられるのは、世界一の経済大国である米国の隣国であるという地理的な優位性です。米国と比較した場合に人件費をはじめとする事業コストが低いこと、マキラドーラ²に代表される輸出加工に関わる優遇策を政府が積極的に整備してきたことなどから、製造業を中心に米国を含め諸外国からの投資を呼び込んできました。特に 1994 年の NAFTA 締結後は米国経済との結びつきが強まり、自動車をはじめ製造業が成長し、外貨を獲得しています。そして、現在では 50 カ国との間で 13 本の自由貿易協定を締結しています。その結果、メキシコは北米、欧州、南米市場を含め、世界 GDP の 59%、世界貿易の 53%、12.7 億人の潜在的な消費者市場への特恵的アクセスを有しています。また、カリブ海沿岸地域を中心にして原油や天然ガスにも恵まれています。ちなみに、メキシコでは油田は国有財産となっており、油田経営は

¹ 最も使われている言語はスペイン語なので、ラテンアメリカという分類には含まれています。

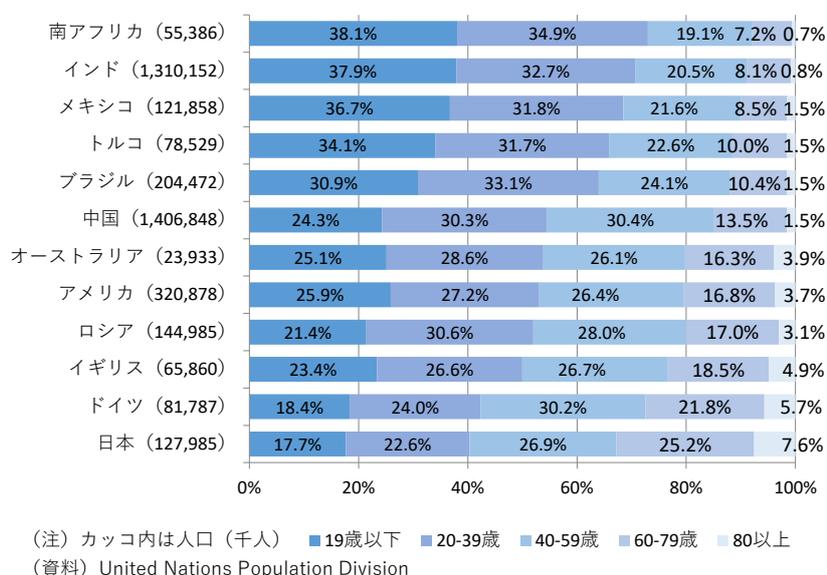
² メキシコがアメリカや日本の資本誘致を目的として、1965 年に設けた税制上の優遇措置。また、アメリカ国境沿いに設けた保税輸出加工区。

国営石油会社 Pemex に委ねています。ところが Pemex は国営企業ゆえの非効率な経営が続いており、原油生産は長期低落傾向です。

また、メキシコの成長を長期的な視点で考える場合、世界各国に比べて若年層の人口比率が高位であることは経済にとってプラス要因です（図 1）。総人口に占める勤労世代（生産に関わる人口）が高まる時期は、いわゆる人口ボーナスの時期です。この期間は、豊富な労働力が経済活動を活発にし、稼いだお金の多くを高齢者の福祉より、子どもの教育や新しいビジネスに回すことができるので³、高成長が続きやすいのです。

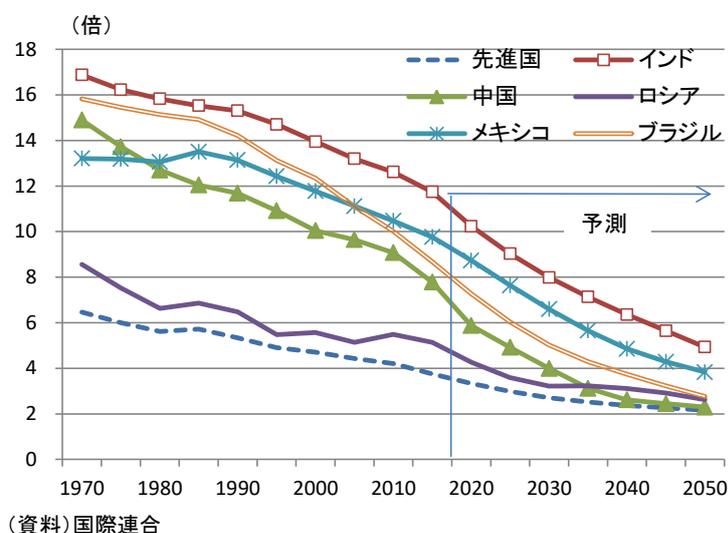
高齢化の現状と見通しを比較してみましょう。図 2 では先進国と新興国の支援比率を確認できます。支援比率とは、1 人の高齢者（65 歳以上）を何人の現役時代（15-64 歳）で支えているのかを示す指標です。ブラジル、ロシア、中国では、今後支援比率の低下が進み、2030 年代後半にはかなり先進国に接近してきます（2040 年：ブラジル 3.8 倍、ロシア 3.1 倍、中国 2.6 倍）。一方、メキシコの支援比率をみると、低下はしていきませんが 2040 年でも 4 倍を上回っています（インド 6.4 倍、メキシコ 4.9 倍）。新興国の中でも高齢化が進む時期が遅く、人口面で受ける経済への下押し圧力が少ないことは、今後のメキシコの強みとなります。

図 1 各国の人口構成比（2015 年時点）



³ (出典) コトバンク

図2 各国の支援比率



(ウ) メキシコ経済の弱点～米国との関係はデリケートなメキシコ

米国との近さはリスクにもなります。メキシコは中国を中心としたアジアから中間財を輸入し、最終財である資本財・消費財を米国に輸出する加工貿易構造です。米国側からみると、2018年の対メキシコ貿易赤字は、中国に次いで2位の807億円(占率9.2%)となっています(図3)。トランプ政権以前から、米国にはメキシコとの貿易赤字に不満がくすぶっていました。

2019年5月末には不法移民流入に対するメキシコ側の対策への不満から、トランプ大統領がメキシコ製品に追加関税を課すと発表し、懸念が広がりました。幸い、その後メキシコが協力する姿勢を示したことを受けて無期限に延期するという結末になりました。但し、必ずしも全面解決できたわけではありません。無期限停止の条件は、メキシコ政府が不法移民対策に努力することが含まれているからです。何らかの理由で不法移民が増えれば、合意が反故(ほご)にされるリスクもあります。米国との関係はデリケートな面があることは覚えておきましょう。

次に、メキシコの問題点としては、治安の悪さを挙げざるを得ません。世界経済フォーラムの「組織犯罪」ランキングによると、メキシコは141カ国中140位です。しかも2019年の殺人率⁴は24.8人(前年比+28.8%)と悪化が続いています。

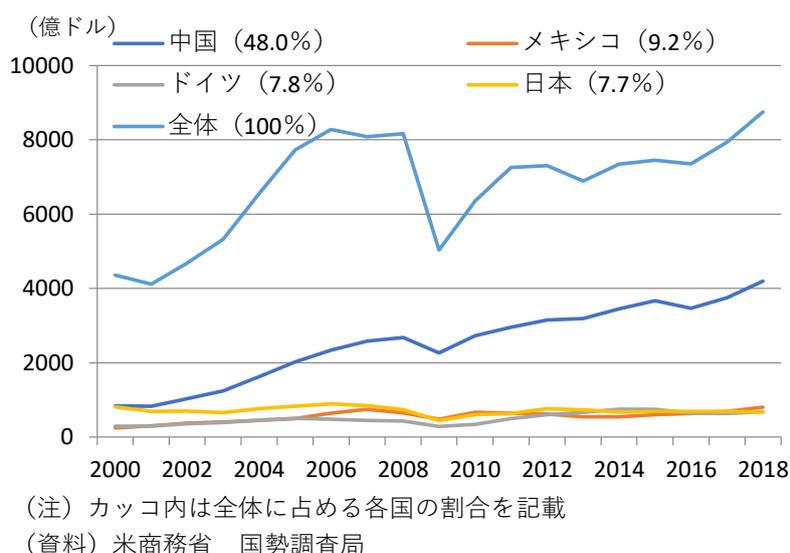
原因としてはまず、警察官が必要人員の半分程度しかおらず、人員が極端に不足していることが指摘されています。さらに、犯罪組織の分裂で組織間抗争の激化や犯罪地域の拡大が起きています。汚職も激しく、末端の地方自治体は、かなりの程度犯罪組織に

⁴ 殺人率は人口10万人あたりの殺人発生件数を表します。

取り込まれているとされています。

現オブラドール政権は国家警備隊を新設しましたが、効果が出ているとは言い難いでしょう。犯罪件数の増加や地下経済の拡大は、経済成長を妨げる要因になるため覚えておきましょう。

図3 米国の貿易赤字国別推移



2. メキシコペソの現状（制度的側面）

（ア）為替制度の変遷、取引規模～現在は変動相場制

メキシコの為替管理制度は、1994年までは固定相場制（管理フロート制）でしたが、後述するテキーラショックを機に変動相場制（完全自由フロート制）に移行し、現在まで続いています。変動相場制では、為替レートの決定は外国為替市場（マーケット）の需要と供給に委ねられ、自由に変動します。

表1では、各通貨の為替取引高を確認出来ます。ドル／メキシコペソの1日当たりの取引高は1,050億ドルであり、先進国通貨と比較すると取引高は少ないものの、新興国通貨の中では取引高は大きいことが分かります。

取引高の多寡は取引コスト⁵に反映されてきます。図4は各国通貨の銀行間取引にお

⁵ 取引コストは、取引高の多寡に加えて、通貨危機への耐性、政治リスクや取引相手となる現地銀行の信用力等、多角的な要素によって決定します。

ける対ドル売り気配と買い気配の差を中心レートで割った数値です。メキシコペソを確認すると、両気配の差が相対的に小さく取引コストが少ないことが分かります。

また、気配値の差は一定ではなく危機時には拡大します。図 5 を見ると、2000 年以降、気配値の差は大きく変化しておらず（2008 年のリーマンショック時も比較的穏やかな変化）、取引コストは比較的小さいということが読み取れます。

表 1 通貨ペア別為替取引高

4月の1日あたりの平均額、10億ドル、%

通貨ペア	2019	
	取引高	シェア
ドル／ユーロ	1,584	24.0
ドル／日本円	871	13.2
ドル／英ポンド	630	9.6
ドル／豪ドル	358	5.4
ドル／人民元	269	4.1
ドル／メキシコペソ	105	1.6
ドル／ブラジルレアル	66	1.0
ドル／ロシアルーブル	63	1.0
ドル／南アランド	62	0.9
ドル／トルコリラ	62	0.9

(資料)国際決済銀行

図 4 各通貨の売り気配／買い気配の差

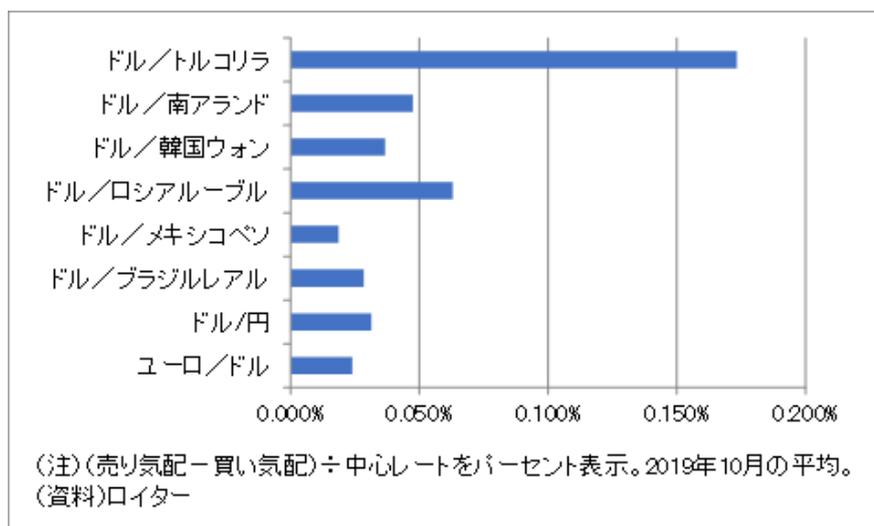
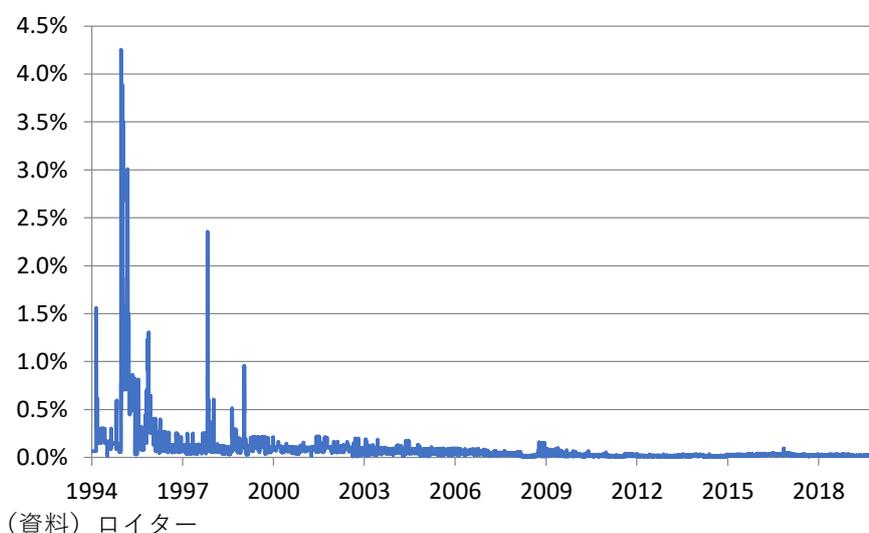


図5 メキシコペソの為替配値の開き



(イ) 中央銀行と金融政策

2018年12月に誕生した現ロペス・オブラドール政権の経済政策は反ネオリベリズム⁶を標ぼうしており、国民全員の福祉のために貧困層を最優先にするなど、分配重視の政策を進めようとしています。ただし、前政権から実施されているマクロ経済政策⁷、自由貿易政策は継続しており、財政の健全化（増税せずに政府債務も増やさない）や中央銀行の独立性の確保は支持しています。バラマキ政策を懸念する意見もありましたが、地域開発のための公共投資などの政策は対外面のリスク低下にも繋がるとしてIMFからも評価されています⁸。

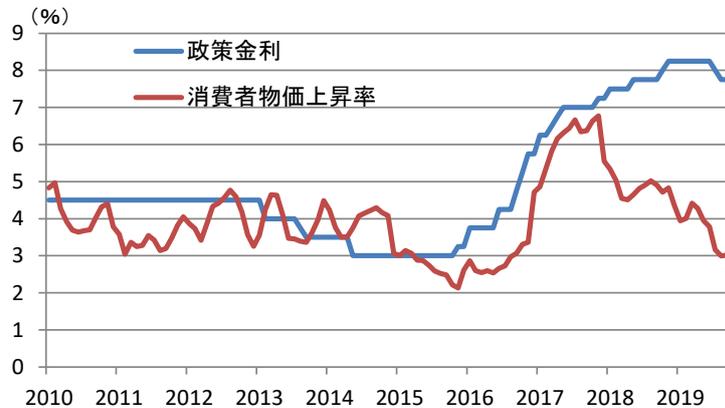
中央銀行であるメキシコ銀行は、2020年のインフレ目標を前年比+3.0%±1.0%と定めています。物価の安定を目的に政策金利は2018年には8.25%まで上昇しましたが、2020年3月現在では米国の金融緩和を受けて、6.5%まで引き下げられています(図6)。また、為替政策については緊急時以外の為替介入はしないという姿勢です。

⁶ ネオリベリズムとは、政府などによる規制の最小化と、自由競争を重んじる考え方です。規制や過度な社会保障・福祉・富の再分配は政府の肥大化をまねき、企業や個人の自由な経済活動を妨げると批判するものです。市場での自由競争により、富が拡大し、社会全体に行き渡るという考え方です。

⁷ 完全雇用や物価安定など、一国の経済を巨視的にみた場合の経済目標を達成するために行われる経済政策の総称です。

⁸ IMF 2019 EXTERNAL SECTOR REPORT より

図6 メキシコの政策金利と消費者物価上昇率の推移



(資料)メキシコ中央銀行、国立統計地理情報院統計

(ウ) 外貨準備と国際通貨基金 (IMF) の目安

通貨危機などの緊急時に対外レートを安定させるためには、政府や中央銀行が外貨準備を用意しておくことが大切になります。外貨準備は、通貨危機などで他国に対して外貨建債務の返済などが困難になった際、政府や中央銀行が為替介入に使用する原資として使用します。

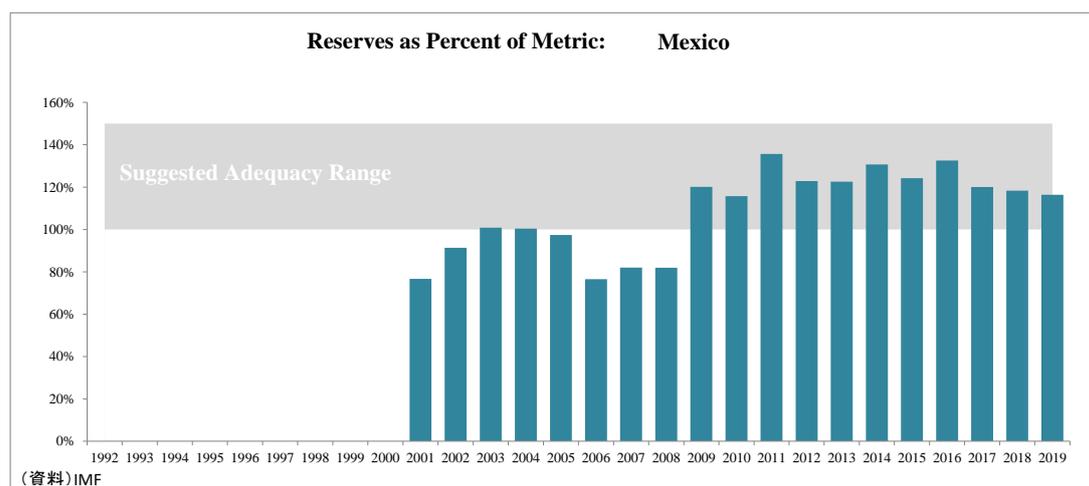
外貨準備高が十分であるかの判断材料としては、IMF が公表している *Assessing Reserve Adequacy Metric (ARAM)* が有用です。ARAM は、①輸出、②マネーサプライ、③短期対外債務、④その他負債（債券、証券）に、ウェイトを掛け外貨流出リスクを算出し、リスクを防ぐために必要な外貨準備高の計算をしています。この目安を上回る外貨準備があれば安全だと判断できます（IMF は 100～150% を適正な範囲としています）。

図7は、2019年11月時点のメキシコの ARAM データです。メキシコの最新の数値では 116% と外貨準備高が適正水準であることが分かります。同じ新興国でも、トルコは 81%、南アフリカは 68%、アルゼンチンは 69% であり、メキシコの対外支払い能力が高いことが分かります。

しかし注意点もあります。メキシコはペソ建て国債の外国人保有率が高いことです。危機時は外国人投資家の換金売りが起こりやすいことに加え、メキシコペソは新興国通貨の中でトップクラスの取引量を誇り、また規制も少ないことから、新興国通貨に不安が高まった場合に、すぐには換金できない他国への投資の分まで売られやすい——いわゆるヘッジ売り（クロスヘッジ）です——という弱みがあります。

そのため、メキシコ政府は約 1,800 億ドルの外貨準備高とは別に、IMF と 610 億ドル相当のクレジットライン（Flexible Credit Line：FCL）を契約し、安全性を高めています。つまり、メキシコは通貨危機等の際には自国で用意している外貨準備高以上の対外支払い能力を持っていることになります。

図 7 メキシコ外貨準備高の適正水準に対する比率



3. メキシコペソ相場の長期推移

(ア) 90年代以降のメキシコペソ相場

今後の為替レートを予測するためには、過去の出来事が為替レートに与えた影響を振り返ることが有効です。図 8 はメキシコが変動相場制へと移行した 1994 年以降の為替レートの推移です。

ここでは、メキシコの為替制度が変動相場制に変更となった原因でもあるテキーラショック、メキシコペソの対円レートが大幅に変化した要因となる 1997 年から 1998 年にかけて発生したアジア通貨危機、2000 年から 2002 年に起きた IT バブル、2007～2008 年の世界金融危機のさなかに起きたリーマンショック、2014 年から 2016 年頃の原油価格の下落までを簡単に振り返ってみましょう。なお、テキーラショック、リーマンショックについては後述します。

まずは 1997 年から 1998 年にかけて発生したアジア通貨危機です。アジア通貨危機ではタイを中心にアジア各国の通貨が急落しました。通貨危機が国際市場で発生すると一般的に投資家のマインドは大きく冷え込み、積極的にリスクを求めにくくなり、「リスクオフ（リスク回避）」を行うようになります。このような状況では、ハイリスク・ハイリターンの新興国通貨への投資が回避されるので、メキシコペソにも通貨安の圧力

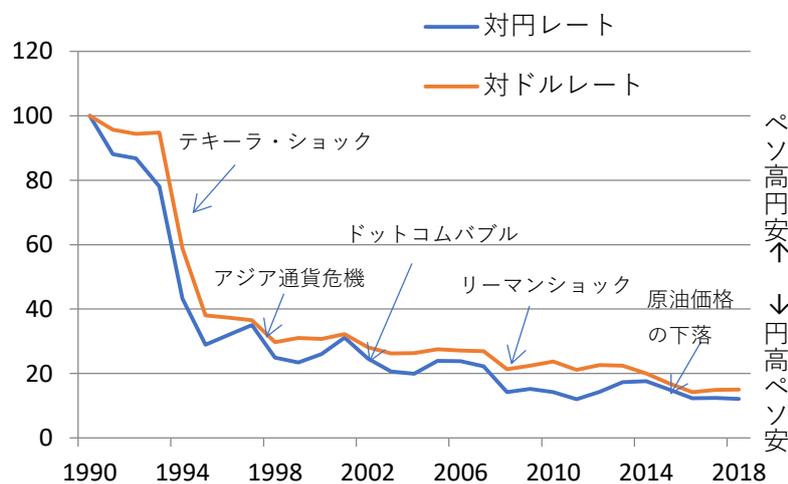
がかかりました。

次に、米国で発生した IT バブルについて確認したいと思います。IT バブルは米国を中心に起こったインターネット関連企業の株価の異常な上昇であり、商業的可能性を過大評価しすぎていたことが原因で 2001 年にはバブルが弾けました。これにより多くの IT 関連ベンチャーが倒産しました。経済大国である米国でのバブルの崩壊により、投資家はリスクオフとなり、安全資産である日本円には上げ圧力が、相対的に投資リスクが高いメキシコペソには下げ圧力がかかりました。

二つのケースから分かることは、新興国通貨は高い潜在的な経済成長率を背景に大きな利益を期待できる一方、リスクオフ時には急激な下落が起こるということです。

最近の動きを見てみます。2014 年から 2016 年にかけてのメキシコペソ安は、原油価格の低下による影響を大きく受けたケースです（図 9）。メキシコは世界で第 11 位、ラテンアメリカでは第 2 位の石油生産国です⁹。原油関連の収入は政府歳入の約 3 割を占めており、国家財政にとっても重要でした。そのため原油価格の下落は財政面からの景気下押し圧力になりかねないと考えられて、メキシコペソの下落に繋がったのです。

図 8 メキシコペソの為替レート推移



(注) 1990年末時点レートを100として指数化

(資料) 国際決済銀行

⁹ 2018年ブリティッシュ・ペトロリアム統計より

図9 原油価格の推移（1 ガロンあたり価格（米ドル））



（資料）米国エネルギー省

（イ）テキーラショック

ここでは、メキシコペソ・レートに大きな影響を与えた 1994 から 1995 年にかけて発生した通貨危機（メキシコペソ暴落）について記載します。

当時を振り返ると、1992 年末に米国・カナダ・メキシコの間で NAFTA が成立し、メキシコには海外から多額の資金が流入し、高い経済成長が期待されていました。

しかし、1994 年 3 月に大統領候補の暗殺や先住民による武装反乱が発生します。するとメキシコへの投資リスクが顕在化し、資金流入が急減しました。これに対しメキシコ政府は、資金流入を促すために金利を引き上げますが、これは国内経済には引き締め効果をもたらします。一方、景気回復局面に入っていた米国では 1992～1994 年の間、断続的に利上げを実施しており、メキシコに投資されていた資金が米国へと還流し始めました。メキシコ政府は為替介入で対抗しましたが、次第に経常収支の赤字幅が増大し、固定相場制（管理フロート制）の持続可能性に対する懸念が高まりました。

切羽詰まったメキシコ政府は、1994 年 12 月 20 日に 15% の為替レートの切下げを発表しましたが、メキシコペソの切下げ圧力は止まることを知らず、22 日には完全変動相場制に追い込まれました。その後、変動相場制のもと、市場の切下げ圧力により、約 1 ヶ月後には 65% のメキシコペソの急落となりました。この間、外貨準備は 1993 年 12 月末の 263 億米ドルから 1995 年 1 月末には 35 億米ドルに急減しました。その結果、メキシコ国債の償還問題（債務不履行）が金融市場で危惧される事態となったのです。

最終的には、米国や IMF 等から総額で 500 億米ドルを超える緊急支援がなされ、危機は収束に向かいました。ただし他の新興国（南米諸国、東南アジア諸国、欧州の一部）

への波及は止まらず、通貨不安に陥った国は 10 ヶ国に上りました（日本での 1995 年の 1 米ドル=80 円という超円高の原因の 1 つでもあります）。

メキシコが震源地となったので、一連の危機はテキーラショックとも呼ばれるようになりました。テキーラショックは、短期資本の引き上げが外貨不足を招いただけでなく、景気後退を通して銀行の資産内容の悪化を生み、疑心暗鬼に陥った銀行が銀行間取引に消極的になり銀行システム不安も生むという、大規模な金融危機に至ったのです。

（ウ）リーマンショック（2008 年）時のメキシコペソ

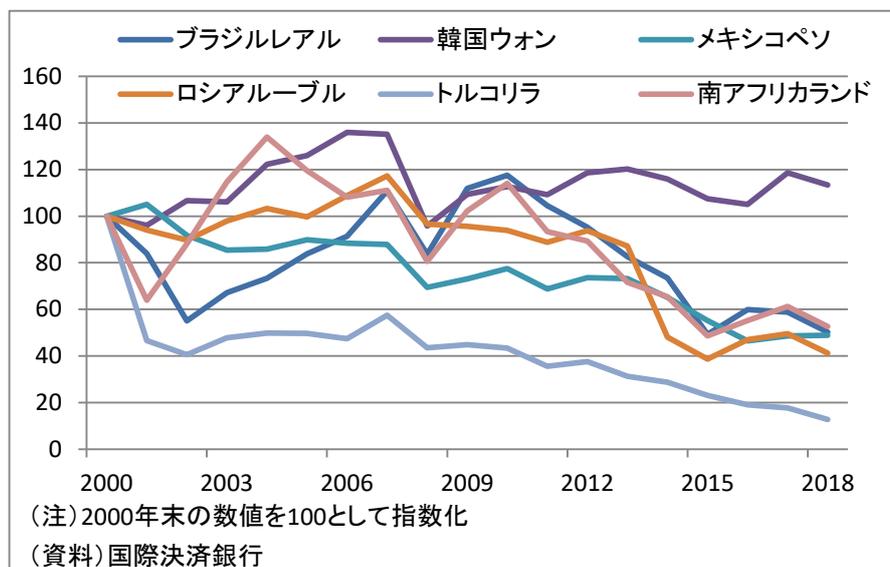
ここでは 2007 年から 2008 年にかけて起こった世界金融危機と、そのさなかに発生したリーマンショックがメキシコペソに与えた影響を確認します。

結論から述べると、メキシコペソの対ドル為替レートはいわゆるリーマンショック前後で約 21% 切り下がりました（2007 年末：1 ドル=10.92 ペソ、2008 年末：1 ドル=13.8 ペソ）。これは世界的な不況を受けて、グローバルマーケット全体がリスクオフとなったことが原因です。ちなみにこの時期は、相対的に安全資産と考えられる先進国通貨である円が超円高となった時期です。ドル円レートは、2007 年末 1 ドル=112.0 円から 2008 年末 1 ドル=90.6 円となっていました。

しかし、ペソ下落はメキシコペソ固有の問題ではなく世界的現象の一部でした。他通貨と比べると、メキシコの為替レートの下落率は大きくはありません（図 10）。

もちろん、リーマンショックはメキシコに対米輸出の激減、出稼ぎ移民の家族送金の落ち込み、原油価格暴落による石油輸出収入の減少などを引き起こし、メキシコ経済に大きな打撃を与えました。しかし、外貨準備を見てみると当該期間では純増しており、対外支払い面の不安はなく、メキシコが通貨危機となり、更なる混乱を招くような構図にはなっていないことが読み取れます。当時、国内に大きな経済的不均衡が見当たらなかったせいで、メキシコはショックをよくしのいだと言えるのではないのでしょうか。

図10 新興国通貨の対ドルレート推移



4. メキシコペソ取引における注意点

(ア) 一般的な注意事項

メキシコ経済は今後も、地理的な優位性や人口動態から高成長を続けると考えられます。また、メキシコペソは相対的に高金利の通貨であり、インフレ率も比較的安定しているため、有望な投資対象としてこれからも期待できそうです。しかし、高金利の国は同時に、高リスクを抱えている傾向があります。これまで見てきたように、メキシコ経済は対外関係（特に米国）や世界経済の影響を受けやすく、為替相場に影響を及ぼす場合があります。

たとえ金利が高くても、メキシコペソの下落率がそれ以上であれば、円ベースの収益はマイナスになる可能性があります。高金利やメキシコペソ安との理由から、安易にメキシコペソ取引を始めるのではなく、「なぜ高金利なのか」「今後メキシコペソが高くなる可能性はあるのか」等、長期的な視点から国際市場におけるメキシコ経済の位置づけをきちんと捉え、できるだけ多くの情報を事前に収集しておくことが重要でしょう。

そして、やや技術的になりますが、時差の大きな地域の通貨を取引する際には時刻による流動性の違いも念頭に置いておく必要があります。メキシコペソの場合、主に北米市場で取引されることから、取引が活発に行われるのは米時間の日中であり、日本では夜から早朝にかけてです。日本時間の昼間は取引量が少なく、大きな事件やニュースがあった場合には相場が大きく変動する、いわゆる「値が飛ぶ」ことがあることにも注意しておきましょう。

(イ) 新型コロナウイルス感染拡大の影響

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大により、世界各国の経済活動は停滞し、金融市場も混乱しています。

メキシコも医療体制は十分とは言えません。人口 1 千人当りの病床数は 1.6 床（2009 年世界保健機構調べ）と、世界 113 カ国中 87 位となっています。これはブラジルの 2.4 床や世界平均の 3.6 床と比べても低い数値です。今後、患者数が増加すると「医療崩壊」を起こし、甚大な被害が発生する恐れがあります。

メキシコ政府は 2020 年 3 月 24 日、国内の新型コロナウイルスの感染状況が第 2 フェーズへと移行したと発表し、教育機関の 4 月 19 日までの閉鎖や 100 人以上が集まるイベント中止等の措置を講じました。また、中央銀行は、2019 年 8 月から合計 6 回利下げを実施し、政策金利を 6.50%に引き下げています（2020 年 3 月）。しかし、景気悪化を食い止めるのは容易ではなさそうで、2020 年の実質 GDP 成長率は、2009 年の -5.0%以来となるマイナス成長に陥る可能性が高いと思われます。ペソ相場の波乱も、当分続くと見ておいたほうがいいでしょう。

5. メキシコに関連する経済情報

メキシコの政治・経済に関する情報は、一般紙的な新聞の経済面や国際面を開いても掲載されていることはあまりありません。掲載されている場合は、既に為替レートに影響を与えるような現象が起こっているときでしょう。これは紙面に限りがある以上致し方ないことで、どうしても新興国のニュースは後追いになってしまいがちです。

しかし、メキシコペソに投資する場合は後追いでは困るでしょう。ニュースを待つのではなく、積極的に集めにいく必要があります。インターネットでの情報収集は非常に有益ですので、ここでは、メキシコに関連する情報を提供してくれるサイトを紹介いたします。尚、以下の情報源の名称、URL 等は当レポート発行時点のものです。予めご了承ください。

① JETRO（日本貿易振興機構）

主に輸出入や、海外進出を考えている企業向けの情報を扱っていますが、国のあらましや政治・経済情勢、為替制度なども取り扱っています。また、「ビジネス短信」ではメキシコに関するタイムリーな政治・経済に関するニュースを確認できます。

https://www.jetro.go.jp/world/cs_america/mx/

② 経済レポートドットコム（keizai report.com）

銀行や証券会社など金融機関が発行している経済レポートのまとめサイトです。このサイトを利用すれば、国内の各社が出しているメキシコ関連のレポートを一覧し、アクセスすることが可能です。登録すれば、毎週レポートを定期的にメルマガとして届けてくれるサービスもあります。

<http://www3.keizaireport.com/report.php/-/node=123/>

③ 在メキシコ日本国大使館 HP

メキシコの現地情報を発信しています。現地在住の邦人向けの情報が多いですが、投資家の情報収集にも有効です。

https://www.mx.emb-japan.go.jp/itprtop_ja/index.html

④ IMF（英語）

メキシコの経済統計、情報だけでなく、IMF スタッフらによる分析も掲載してあります。最初は、どこに何があるのか確認するのが大変ですが、慣れれば「宝の山」と言っても過言ではありません。

<https://www.imf.org/en/Countries/MEX>

⑤ メキシコ銀行（英語）

メキシコの中央銀行である、メキシコ銀行の HP です。政策金利やインフレ動向を示す消費者物価上昇率等の各種統計や金融政策についても確認できます。

<https://www.banxico.org.mx/indexEn.html>

以上

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 研究員 戸松 篤志

(2020年4月14日記)

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、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、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく願い申し上げます。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、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。また、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ください。当資料の数値、見解等は、特に断りのない限り、当資料作成日現在のものです。