

下落基調の南米通貨とメキシコペソの動向

 経済調査部 上席研究員 森川 央
morikawa@iima.or.jp

1. 景気低迷と政情不安が押し下げ要因に

南米通貨が軟調になっている。年初来の動きを見ると、再びデフォルト（対外債務不履行）が現実味を帯びてきているアルゼンチンペソを筆頭に、街頭デモが発生し政治不安が浮上したチリペソや景気低迷が長期化しているブラジルリアルも、年初と比べると10%以上の下落率となっている。（図1）。

売り材料は国により濃淡があるものの、根本的な問題は景気低迷の長期化であろう。元々ラ米地域の成長率は途上国全体の成長率に後れをとっていたが、2014年からは格差が拡大している。2015年以降の平均成長率は0.4%、2019年の予想成長率も0.2%に過ぎず、途上国全体の予想成長率3.9%に大きく後れを取っている（図2、IMF, World Economic Outlook2019年9月）。チリで政府批判が高まりアルゼンチン、ボリビアで政権交代や政変にまで至った背景には、長期化する景気低迷があったと思われる。

以下では、ブラジル、アルゼンチン、メキシコの動向を解説していくことにしたい。

図1 主要ラ米通貨の対ドルレートの推移

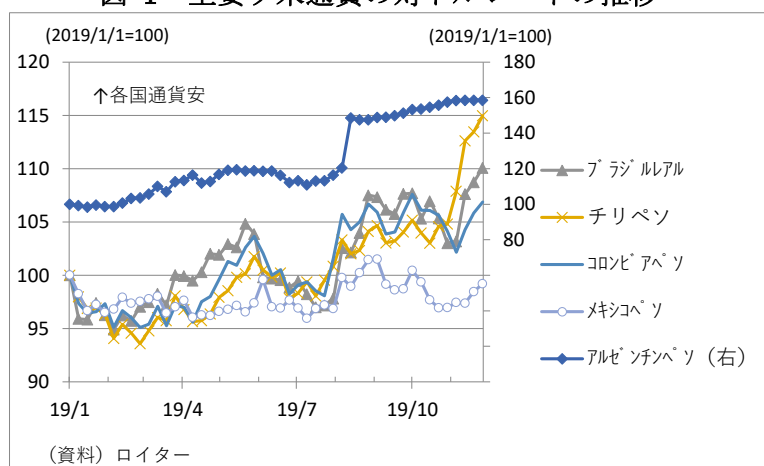
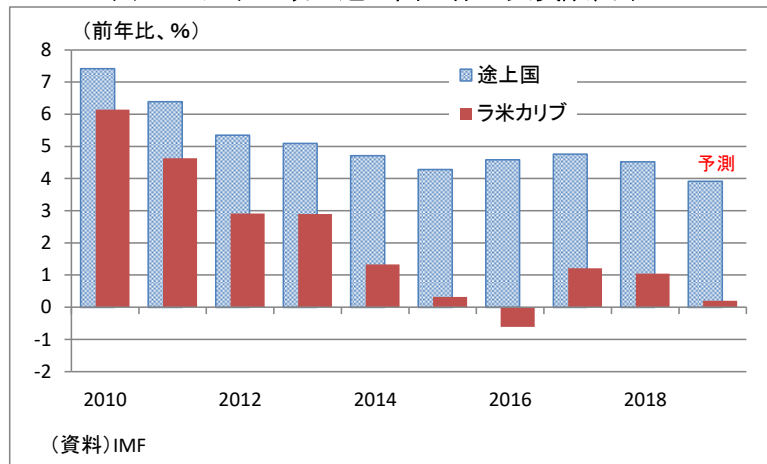


図 2 ラ米地域と途上国全体の実質成長率



2. ブラジルレアル～対米金利差縮小がレアル安の主因

ブラジル経済は2015年、2016年に2年連続のマイナス成長(前年比-3.6%と-3.3%)に陥った後回復しているが、回復力は弱く低成長が続いている。2017年から2019年にかけての平均成長率は1.0%に過ぎない。ただ一方で、低成長の長期化はインフレ率の低下をもたらした。2015年に前年比9.0%に上昇していた消費者物価上昇率は、2017年以降、平均同3.6%に低下している。

こうした情勢を受けて、中央銀行であるブラジル銀行は2016年10月から利下げを開始し(ピーク時の政策金利は14.25%)、2018年3月には政策金利(Selic rate)を6.5%まで引き下げた。その後16カ月間金利を据え置いていたが、インフレ率が引き続き低位で安定していること、米国が利下げに転じたことを受けて、2019年7月から利下げを再開した。利下げ幅は3回連続で0.5%と大幅であり、10月には金利は過去最低となる5.0%となった。そして12月(10-11日の予定)にも追加利下げが実施されるという見方が有力視されている。

急速な利下げはブラジルと米国の金利差の縮小という副産物を生むことになった。2010年以降をみると、両国の政策金利の差は最大14%(2015年7月~11月)になっていたが、足元では3.25%に縮小している(図3)。金利差縮小により、他の新興国通貨に対するブラジルレアルの優位性は失われたと見るべきだろう(図4)。その結果、ブラジルレアルの対ドルレートは、過去最安値となる1ドル=4.2レアル台に下落している。

図3 米伯金利差と対ドル為替レート

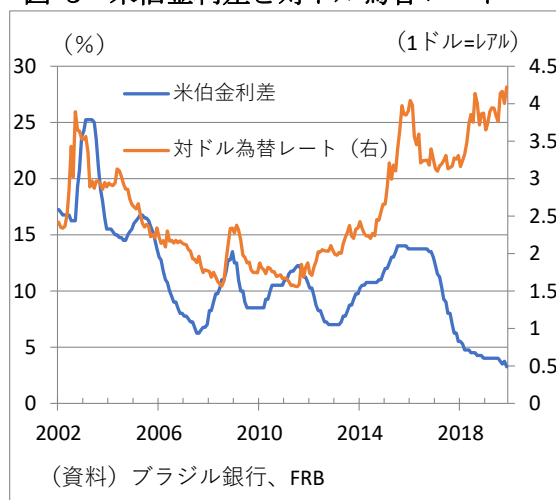
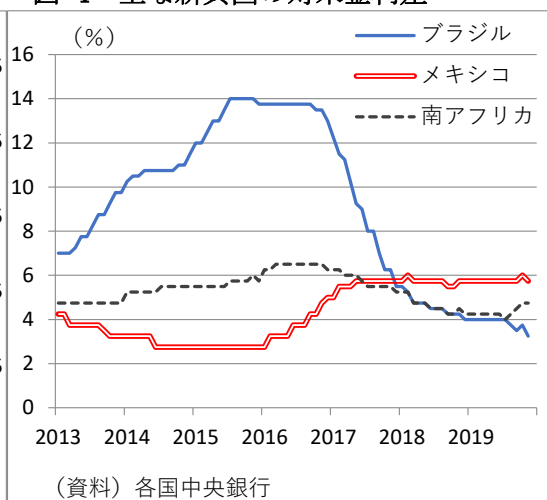


図4 主な新興国の対米金利差



急ピッチで下落してきたブラジルレアルだが、今後は下げ止まる材料も生まれてきている。

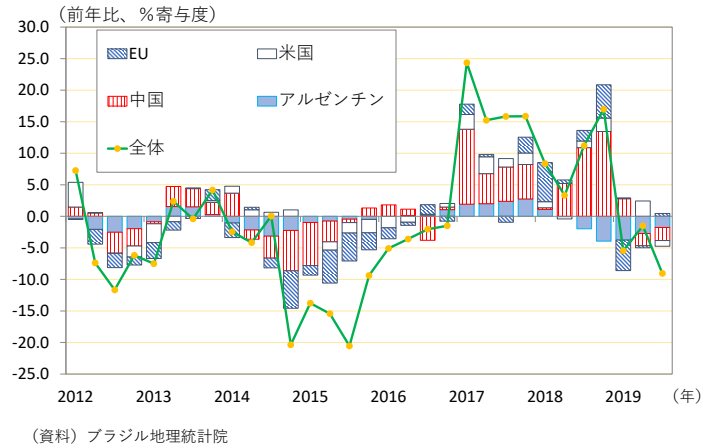
まず、利下げは終盤に近づいていると考えられる。インフレ率が3%台半ばであるので、仮に政策金利を4%以下に引き下げていくことになると、貯蓄預金の金利がインフレ率を下回りかねない。実質金利がマイナスとなれば預金者の不満が高まるので、4%台は事実上、金利の底になると思われる。

次に、米国のトランプ大統領が、南米通貨に対して不満をこぼし始めた。トランプ大統領の過去の発言は不規則で、必ずしも行動につながるわけではない。だが、再選を目指すトランプ大統領が支持固めのために、対ドルで下落している通貨をけん制してくる可能性は今後高くなるだろう。

ただし、期待できるのはブラジルレアルの下げ止まりまでで、その後のレアルの持続的上昇は期待しにくい。ブラジル経済の急回復は望みにくく、低成長が今後も続くと思われるからである。特に懸念されるのは輸出の減少である。輸出は2019年に入り急減しており、7-9月期は前年比-9.0%になっている。

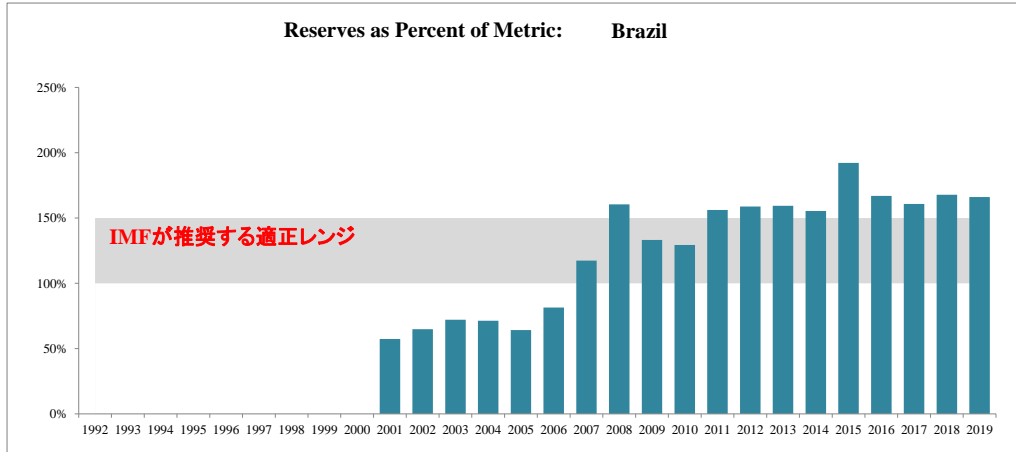
世界経済の鈍化に伴い資源需要も減退しており、ブラジルの輸出にとって逆風が吹いているためだ。今後は輸出減により設備投資の減少も懸念される。低金利とレアル安が景気の支援材料になるとはいえ、成長率を大きく引き上げるには力不足だろう。低成長が続くという前提でレアル高を予想することは難しいのである。

図 5 ブラジルの地域別輸出



なお、ブラジルの外貨準備高は IMF が算出している適正水準の 166%と、推奨レンジを上回っている。通貨安は起こりえても、通貨危機からは程遠い位置にいると考えてい

図 6 ブラジルの適正外貨準備高に対する外貨準備高の比率 (2019/11/7 更新版)



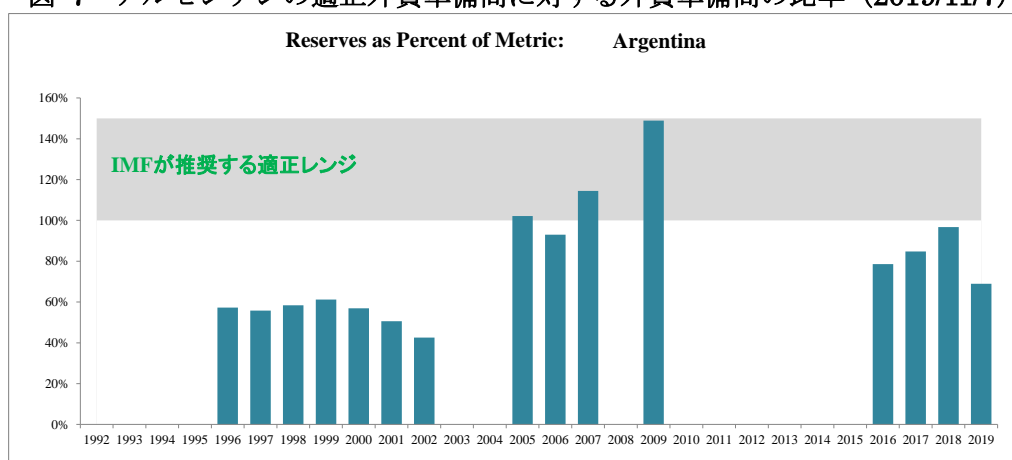
3. 新政権への不安で下落が続くアルゼンチンペソ

低金利で通貨安になっているブラジルとは異なり、アルゼンチンペソは金利を引き上げても資金流出が止まらない状況である。政府・中央銀行はペソ買い介入、ドル買い制限を課して、ペソ安に対抗しているが、なかなかペソ安を止められていない。原因は外貨枯渇への不安があるうえ、アルゼンチン政府、金融当局の経済運営への不信がぬぐえないからであろう。

アルゼンチンの外貨準備高は IMF が算出している適正水準の 69% である（図 7）。

そして 432.6 億ドルの外貨準備高（2019 年 10 月）に対し、元利払いなどで今後 1 年間に支払うべき外貨は 486.3 億ドルに達している¹。つまり、外国や国際機関からの支援がない限り、近い将来に外貨が枯渇する可能性が高いのである。

図 7 アルゼンチンの適正外貨準備高に対する外貨準備高の比率（2019/11/7）



（資料）IMF

フェルナンデス政権は 12 月 10 日に発足する。新政権は早速、IMF との協議に入り必要な外貨を確保する必要があるが、交渉は難航が予想される。IMF は融資の条件として財政赤字の縮小とインフレの早期解決のため、マクリ前政権に緊縮政策を求めてきたのだが、フェルナンデス氏は緊縮政策に反対する世論の支持を得て大統領に当選した。就任早々、公約を撤回することは考えにくい。

一方、既に 319 億 SDR（438 億ドル相当）を貸し付けている IMF も無条件に貸付を増加させるわけにはいかない。アルゼンチン向けは既に、IMF が全加盟国に貸し付けている 744 億 SDR の 42.9% に上っているからである。

アルゼンチンについては 2020 年、再びデフォルト（債務不履行）に陥るリスクがあり、アルゼンチンペソの為替レートが現状レベルで下げ止まる保証はないといえよう。

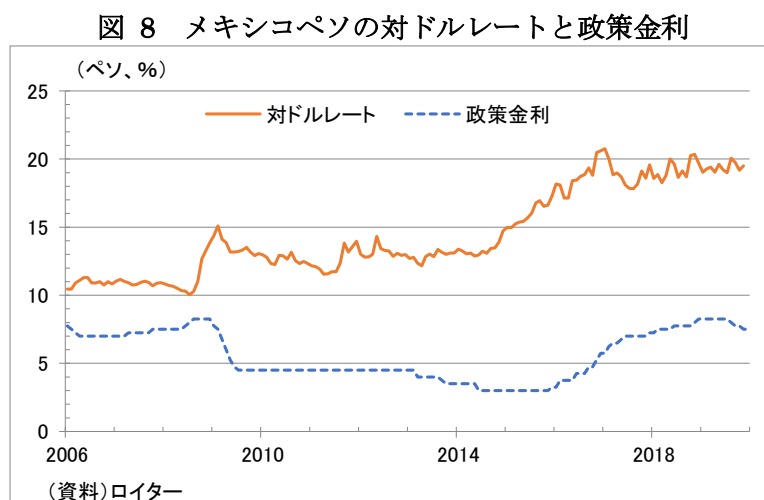
¹ <http://data.imf.org/?sk=2DFB3380-3603-4D2C-90BE-A04D8BBCE237>

4. 小康状態だが下落波及が懸念されるメキシコペソ

メキシコは上述の南米2カ国とは異なり、為替レートは年初並みの水準を維持している（図1）。但し長期的に見ると、1ドル=19メキシコペソ台という水準は史上最安値に近い水準である。メキシコペソが史上最安値を更新し下落していくと、インフレ心理を煽ることが懸念される。そのため、最近までメキシコ銀行（中央銀行）は比較的高い金利水準を維持していた。

ところが高金利を長期間続けたせいもあり、メキシコ経済の成長率は2019年に入り急低下してしまった。2019年1-9月累計の成長率は前年比0.0%、ゼロ成長である²。おりからインフレ率も低下してきたので、メキシコ銀行も景気テコ入れのために2019年8月から利下げを開始した。

ただし利下げ幅は0.25%刻みで金利水準も7.5%（12/4現在）と高い。メキシコ銀行が慎重に利下げを進めている理由は、南米通貨の下落が波及してくることを警戒しているためと考えられる。



ここでメキシコ銀行はジレンマに直面しているようである。景気回復を促すために急ピッチで利下げを実施すれば、ブラジルのように通貨安を演出してしまうことになりかねない。とはいえ慎重になりすぎれば、当面は高金利でペソ下落を予防できるものの景気回復を遅らせてしまい、最終的には景気悪化がペソ安を招いてしまう可能性も考えられる。

また NAFTA（北米自由貿易協定）の改訂版ともいうべき USMCA（米国・メキシコ・カナダ協定）の米加議会の批准問題も残っている。両国の議会内には、修正を求める有力議員もいて、早期批准を危ぶむ見方もある。USMCA が宙に浮いてしまうと、一番ダメージを受けるのはメキシコと思われ、その際は新たなペソ安要因になるだろう。

情勢を整理すると、経済政策のかじ取りは難しく、USMCA 批准というリスク要因もくすぶる。米国製造業の景況も悪化してきており、メキシコへの波及が懸念される。こ

² 2019年に成長率が鈍化した理由については、国際金融トピックス「メキシコ経済減速の原因を探る～今年上半期の振り返りと今後の見通し～」で詳しく分析しているので、参照されたい。

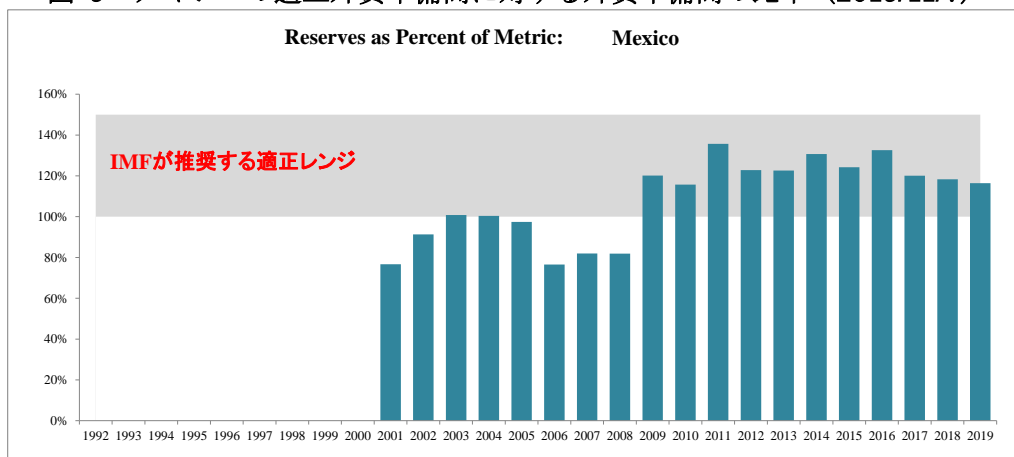
<https://www.iima.or.jp/docs/international/2019/if2019.12.pdf>

のような状況では、ペソの下落リスクが上昇リスクを上回っていると考えた方がよさそうである。

もっとも、メキシコの外貨準備高はIMFが推奨する水準の116%になっている(図9)。更にIMFと締結しているクレジットライン(610億ドル相当)を加算すると、適正水準の156%になりIMFが推奨するレンジの上限をやや上回る。

ブラジルと同様、メキシコも通貨危機を心配する必要はないだろう。

図9 メキシコの適正外貨準備高に対する外貨準備高の比率(2019/11/7)



(資料) IMF

以上

Copyright 2019 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)
 All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.
 Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan
 Telephone: 81-3-3510-0887, Facsimile: 81-3-3273-8051
 〒103-0027 東京都中央区日本橋本 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階
 電話: 03-3510-0887 (代) ファックス: 03-3273-8051
 e-mail: admin@iima.or.jp
 URL: <https://www.iima.or.jp>

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います。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。