

JTG 証券 ストラテジー・レポート

メキシコ経済の現状と、 米ドル建て国債投資の効用

経済調査室
チーフ・インベストメント・
ストラテジスト

上田 祐介

1. 本レポートの目的

p.2

- 本レポートでは、メキシコ合衆国（以下、メキシコ）の概要および経済状況を概観しつつ、米ドル建てメキシコ国債の信用力評価について弊社の考え方を示す。

2. メキシコの概要

p.2

- メキシコは北米南部に位置する新興経済大国。名目 GDP は上位 26 か国中の約 1.5%を占める。国土面積は世界第 13 位、人口は世界第 10 位。
- シェインバウム現政権（2024/10～）はロペス・オブラドール前政権（2018/12～2024/9）に引き続き、経済成長よりも社会政策、地域開発に注力する方針。
- GDP における輸出入の割合は 45%を占めており、米国トランプ政権をめぐる、USMCA 協定や相互関税の動向に注意が必要。
- 中間財や資本財を輸入して国内で加工・組立を行い、最終財を輸出する、マキラドーラ産業が同国経済を支える。

3. メキシコの経済状況

p.6

- 2024 年の実質 GDP 成長率は+1.5%と、2023 年の+3.2%から減速した。第 4 四半期の成長率も前期比+0.48%と鈍化。
- 2025 年 3 月の政策金利は 9.0%、インフレ率は約 3.7%へ。
- 失業率は 2025 年 2 月には 2.65%と緩やかな改善傾向を見せる。最低賃金の引き上げが 2023,24 年に+20%、2025 年には+12%（いずれも年始に）で実施されている。
- 政府債務は増加傾向にあり、前政権の路線を引き継いでいるシェインバウム現政権においても債務が拡大しやすいといえる。
- 外貨準備高/対外債務比率は過去 5 年で 30%前後を推移（純債務国）。

4. メキシコペソ（ローカル通貨）の状況

p.9

- 米国とメキシコとの金利差縮小や財政政策、憲法改正への懸念により、為替はドル高ペソ安の傾向。
- メキシコの GDP のシェアは 1.5%あるが、メキシコレアルの取引額は 0.8%にすぎない。

5. メキシコのソブリン・クレジット評価

p.11

- メキシコの発行体格付けはおおむね BBB 格。
- メキシコ単独を見れば、同国の信用リスクが速やかに高まるシナリオは描きにくい状況。一方で、クレジット・スプレッドは大幅に拡大。
- 実質的な信用リスク見合いで米ドル建てメキシコ国債の投資妙味が高いと評価。

JTG 証券 ストラテジー・レポート

メキシコ経済の現状と、米ドル建て国債投資の効用

JTG 証券 チーフ・インベストメント・ストラテジスト 上田 祐介

1. 本レポートの目的

本レポートでは、メキシコ合衆国（以下、メキシコ）の概要および経済状況を概観しつつ、米ドル建てメキシコ国債の信用力評価について弊社の考え方を示す。

2. メキシコの概要

[ポイント]

- メキシコは北米南部に位置する新興経済大国。名目 GDP は上位 26 か国内で約 1.5%を占める。国土面積は世界第 13 位、人口は世界第 10 位。
- シェインバウム現政権（2024/10～）はロペス・オブラドール前政権（2018/12～2024/9）に引き続き、経済成長よりも社会政策、地域開発に注力する方針。
- GDP における輸出入の割合は 45%を占めており、米国トランプ政権をめぐる、USMCA 協定や相互関税の動向に注意が必要。
- 中間財や資本財を輸入して国内で加工・組立を行い、最終財を輸出する、マキラドール産業が同国経済を支える。

① 概要

メキシコは北アメリカ南部に位置する新興経済大国。名目 GDP は世界経済の約 1.5%を占める

国土面積は世界第 13 位

人口は世界第 10 位

メキシコは北米南部に位置する新興経済大国であり、2024 年の名目 GDP は約 1.3 兆ドルで、上位 26 か国内での構成比は約 1.5%であった。同年の実質 GDP 成長率は+1.5%で、前年の+3.2%より減速した。国土面積は約 196 万平方キロメートルで、世界第 13 位の広さを持つ。人口は 2023 年時点で 1 億 3,110 万人と推定され、世界第 10 位である。産業構造は鉱業、製造業、サービス業など多岐にわたる。同国は石油、金、銀、銅、亜鉛等の豊富な鉱物資源を有している一方で、自動車産業などを代表とした輸出向けの製造業を中心にアメリカへの輸出拠点として経済発展を推進してきた。また、サービス業も強力で経済の大部分を支えている。

図表 1 メキシコ合衆国の概要

面積	196万4,375平方キロメートル（日本の約5.2倍）
人口	1億3,110万人（2023年予測値） 出所：国家人口審議会（CONAPO）
首都	メキシコシティ
政体	立憲民主制による連邦共和国
言語	スペイン語
宗教	主にカトリック
元首	クラウディア・シェインバウム・パルド大統領 Claudia SHEINBAUM PARDO（2024年10月1日就任、任期6年）
1人当たりGDP	13,642米ドル（2023年） 出所：IMF（国際通貨基金）
通貨	ペソ

出所：JETRO、外務省サイトなどより、JTG 証券で作成

② 政策方針・実績

シェインバウム現政権(2024/10～)はロペス・オブラドール前政権(2018/12～2024/9)に引き続き、経済成長よりも社会政策、地域開発に注力する方針

米国トランプ大統領との関税交渉や、国内市場の強化をはじめとした国内政策に注力し、一定の評価を得る

植民地時代の歴史的背景を踏まえ、「主権尊重、内政不干渉、民族自決、紛争の平和的解決等」を外交の基本原則としている。特に、移民対策や人種、経済・貿易、薬物対策などを優先課題として取り組むとともに、地理的・経済的に密接な関係を有する米国との関係を重要視している。(この出所は主に外務省サイトなど。)

ロペス・オブラドール前政権(2018/12～2024/9)は「第4次変革」を掲げ、経済成長よりも社会政策、地域開発に焦点を当てた政策を中心に実施してきた。特に、低所得層の生活水準向上を目指し、「一般民衆のための政治」を推進したことで、広範な支持を得た。このような内政重視の姿勢は、最低賃金の引き上げや急速な社会インフラ整備等の内政に反映された一方で、旧宗主国であるスペインとの関係悪化を招く結果ともなった。また、NAFTA に替わる米国・メキシコ・カナダ協定(USMCA)が2020年7月に発効している。

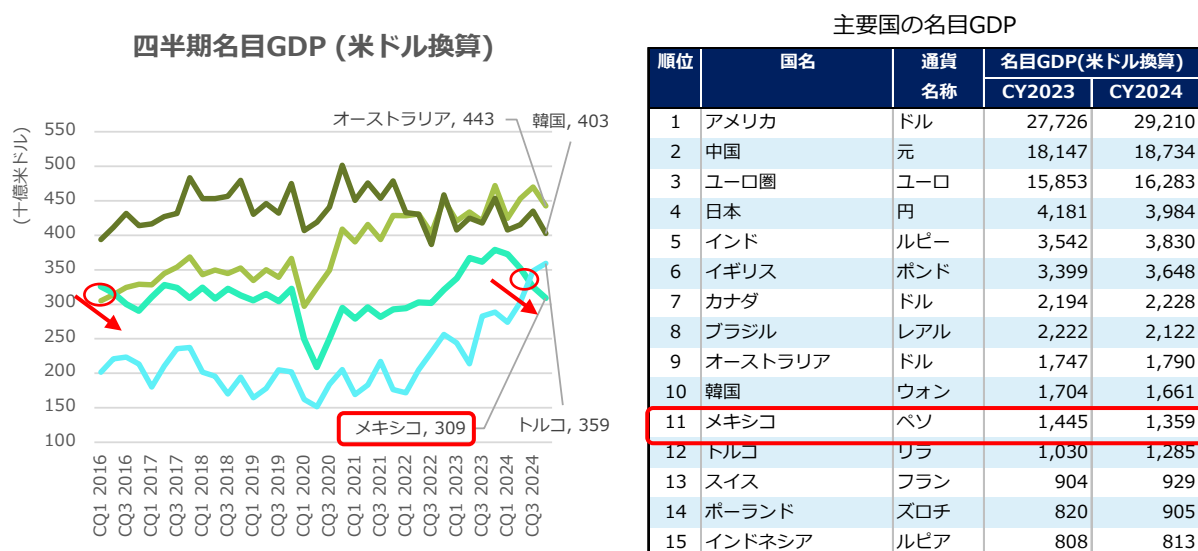
2024年10月に前政権の路線を引き継いだシェインバウム政権(初の女性大統領)が誕生した。総選挙においては与党が大勝し、憲法改正の可能性が現実味を帯びた結果、歴史的なペソ安に直面するなど、経済の先行きに対する不透明感が高まった。就任後は国内市場の強化をはじめとした国内政策に注力し、一定の評価を得ている。

③ 米州主要国におけるメキシコの相対地位

メキシコの経済規模は、トルコや韓国と同程度

メキシコは、トルコや韓国と並ぶ経済規模を持つ新興経済大国である。米ドル換算のGDPで比較すると(コロナ期を除いて)概ね安定したGDPを確保していたメキシコであったが、急速な伸びを見せた国々に上回られ、順位を落としている(2016年にはオーストラリア、2024年Q4にはトルコ)。2020年頃には、新型コロナウイルスの感染拡大により、自動車産業を中心に一時的な後退がみられたが、感染症収束後には元の水準まで回復した。

図表3 米州主要国のGDP推移/主要国のGDP



出所: Bloomberg データから JTG 証券で作成

④ 経済構造

メキシコは産業の高度化(サービス化)が進んだ準先進国

産業別 GDP 構成比:
第一次産業→3%、
第二次産業→32%、
第三次産業→65%

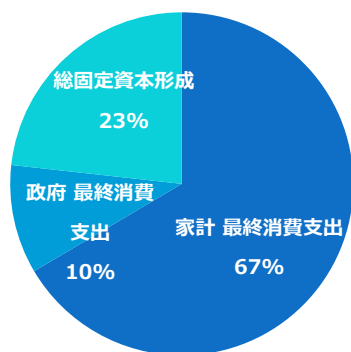
メキシコは、天然資源に頼っているいわゆるエマージング資源諸国とは異なり、産業の高度化(サービス化)が進んだ準先進国である。

産業別 GDP 構成比を見ると、第一次産業の構成比は合計で 3%程度である一方で、第二次産業が 32%(うち製造業が 22%)、国内のサービス業など第三次産業が 65%を占めている(図表 5)。近年では、経済の成熟化により、第三次産業の構成比が拡大している。

メキシコは、人的資源、天然資源が豊富であり、優位な立地を背景に、アメリカへの輸出を行いやすい環境が整っている。これまで、USMCA 協定など(旧 NAFTA を含む)を土台として米国市場をターゲットにした輸出向け自動車産業の進出が続き、同産業を起点に多くの製造業が進出、同国経済における製造業の発展をけん引してきた。

図表 4 メキシコの GDP コンポーネント

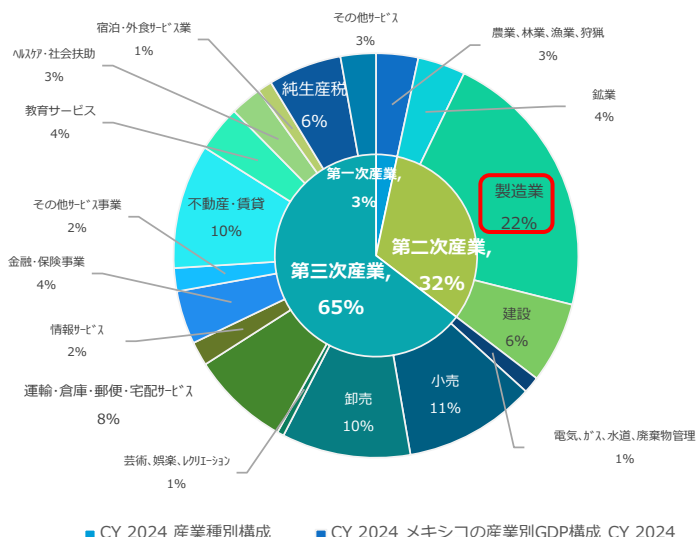
GDPコンポーネント CY2024



出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成

図表 5 メキシコ経済の産業別 GDP 構成比

メキシコの産業別GDP構成 CY 2024



出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成

⑤ 輸出入

中間財や資本財を輸入して国内で加工・組立を行い、最終財を輸出する、マキラドーラ産業が栄える

2024 年における名目 GDP1,359 百万米ドルに対して、約 620 百万米ドル規模(対 GDP は金額規模は約 45%)で輸出入を行っている。このような背景から、米国トランプ政権をめぐる、USMCA 協定や相互関税の動向に注意が必要である。¹

製造業の輸出が輸出全体の約 90%、中間財の輸入が輸入全体の約 75%を占めている。同国では依然として、中間財や資本財を輸入して国内で加工・組立を行い、最終財をアメリカ中心に各国へ輸出を行う貿易形態(マキラドーラ産業)が依然と栄えている。ただし、産業の土台となる資本財の国内生産は未だ充分ではなく、2024 年の貿易収支は前年に引き続き▲8,212 百万米ドルの赤字となっている。

図表 6 メキシコの主要品目別輸出・輸入(単位:百万米ドル、%)

メキシコ	2024年 メキシコの主要品目別輸出		
	業種	金額	構成比(%)
	石油	28,426	4.6%
	原油	21,785	3.5%
	農業	23,355	3.8%
	鉱産品	10,875	1.8%
	製造業	554,444	89.8%
	合計	617,100	100.0%

2024年 メキシコの主要品目別輸入		
業種	金額	構成比(%)
資本財	90,908	14.5%
中間財	472,828	75.6%
消費財	61,575	9.8%
石油	38,470	6.2%
合計(その他含む)	625,312	100.0%

貿易(輸出-輸入)	-8,212 貿易赤字
-----------	-------------

出所:メキシコ開発商工サービス省資料より、JTG 証券で作成。

¹ JTG 証券, “GAISAI ラボ|グローバルマーケット情報”, 特集：トランプ政権の政策と相場影響

3. メキシコの経済状況

[ポイント]

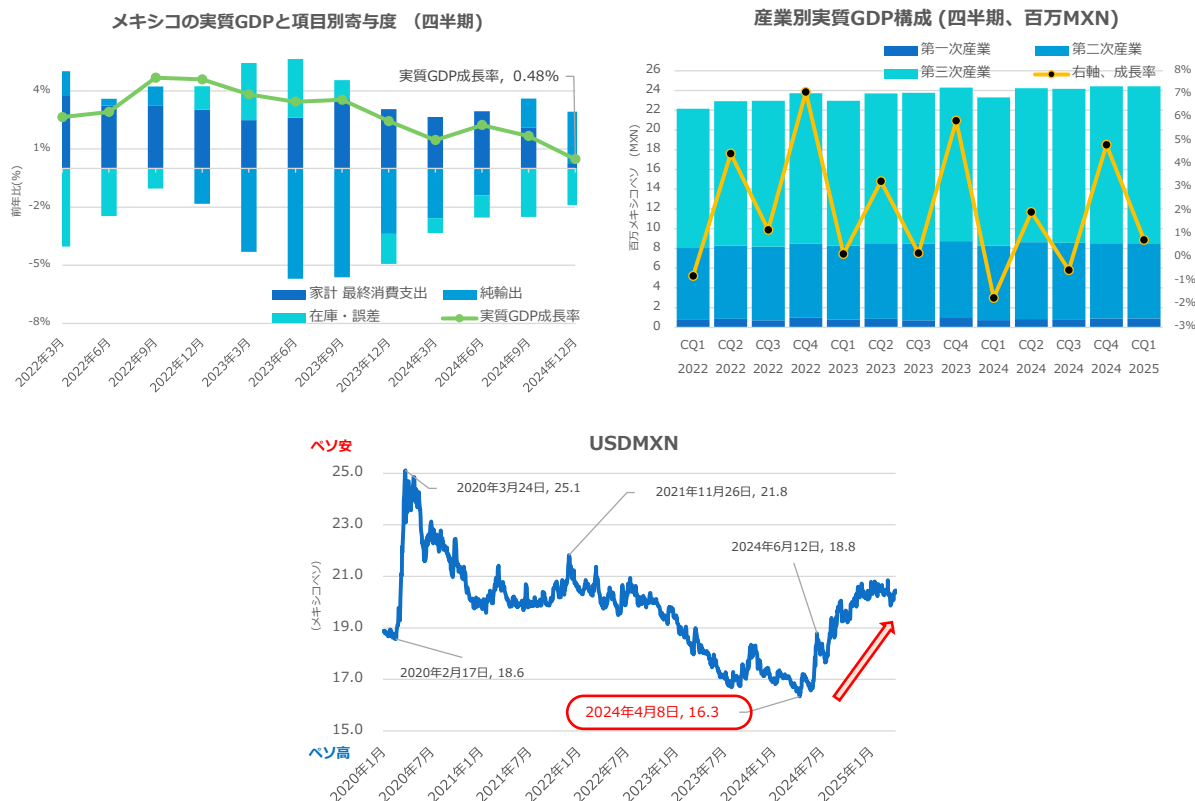
- 2024 年の実質 GDP 成長率は+1.5%と、2023 年の+3.2%から減速した。第 4 四半期の成長率も前期比+0.48%と鈍化。
- 2025 年 3 月の政策金利は 9.0%、インフレ率は約 3.7%へ。
- 失業率は 2025 年 2 月には 2.65%と緩やかな改善傾向を見せる。最低賃金の引き上げが 2023~24 年に+20%、2025 年には+12%(いずれも年始に)で実施されている。
- 政府社債は増加傾向にあり、前政権の路線を引き継いでいるシェインバウム現政権においても債務が拡大しやすいといえる。
- 外貨準備高/対外債務比率は過去 5 年で 30%前後を推移(純債務国)。

① GDP 推移

2024 年の実質 GDP 成長率は+1.5%と、2023 年の 3.2%から減速した。第 4 四半期の成長率は前期比+0.48%と鈍化

2024 年の、メキシコの実質 GDP 成長率は+1.5%と、2023 年の+3.2%から減速した。第 4 四半期の成長率は前期比+0.48%、第 3 四半期は同+1.67%となっており、四半期ベースでも鈍化が続いている。産業別実質 GDP の構成比は過去 3 年で大きな変化は見られなかった。メキシコ通貨ペソの為替は、2024 年 4 月 8 日に 1 米ドル=16.3 ペソとなり過去 5 年間の最高値を記録していた。しかし、その後の大統領選挙の結果を踏まえ、ペソ安が加速している。

図表 7 メキシコの実質/名目 GDP および為替



出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成

② 物価、政策金利、失業率

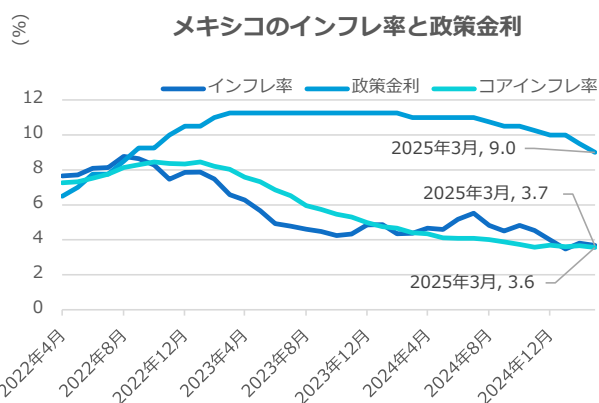
2025年3月のインフレ率は3.7%、政策金利は9.0%へ。景気後退により政策金利を引き下げたもののインフレ率が低水準を維持

最低賃金は2023、24年に20%、2025年に12%引き上げられた。それに伴い、実質賃金も上昇

インフレ率は2022年時点には8%台後半と高い水準にあったが、政策金利を段階的に引き上げたのち、2023年3月より1年ほど、11.25%の高水準を維持することで、2024年2月にはインフレ率を約4.6%へ抑えた。以降は、景気後退に伴い、政策金利を引き下げたもののインフレ率は低水準のままとされている(2025年3月時点で政策金利は9.0%、インフレ率は約3.7%)。

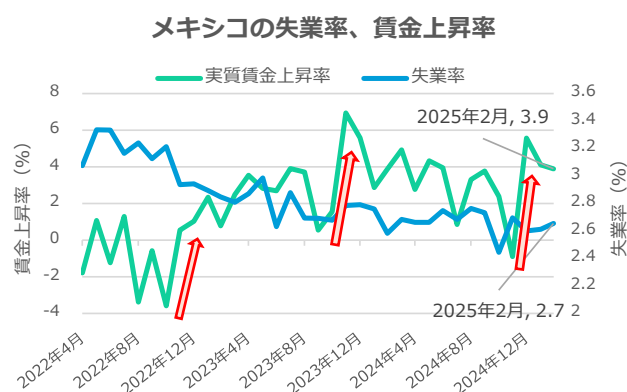
失業率は2022年5月の3.3%から2025年2月の2.65%と緩やかな改善傾向がみられ、国内の雇用環境は悪くない状況にある。一方、実質賃金の上昇率については、2022年まではコロナ影響による経済鈍化で実質賃金の減少が継続したあと、(一般)最低賃金の引き上げが2023年と2024年に各+20%、2025年には+12%(いずれも年始に)の水準で実施され、インフレ率を考慮しても一定の成果を生み出した。この段階的な最低賃金の引き上げは、最貧困層労働者の支援を目的に実施されており、2026年の引き上げ可能性も既に示唆されている。

図表 8 メキシコの物価と政策金利



出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成

図表 9 メキシコの失業率と実質賃金上昇率



出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成

③ 政府債務、外貨準備高

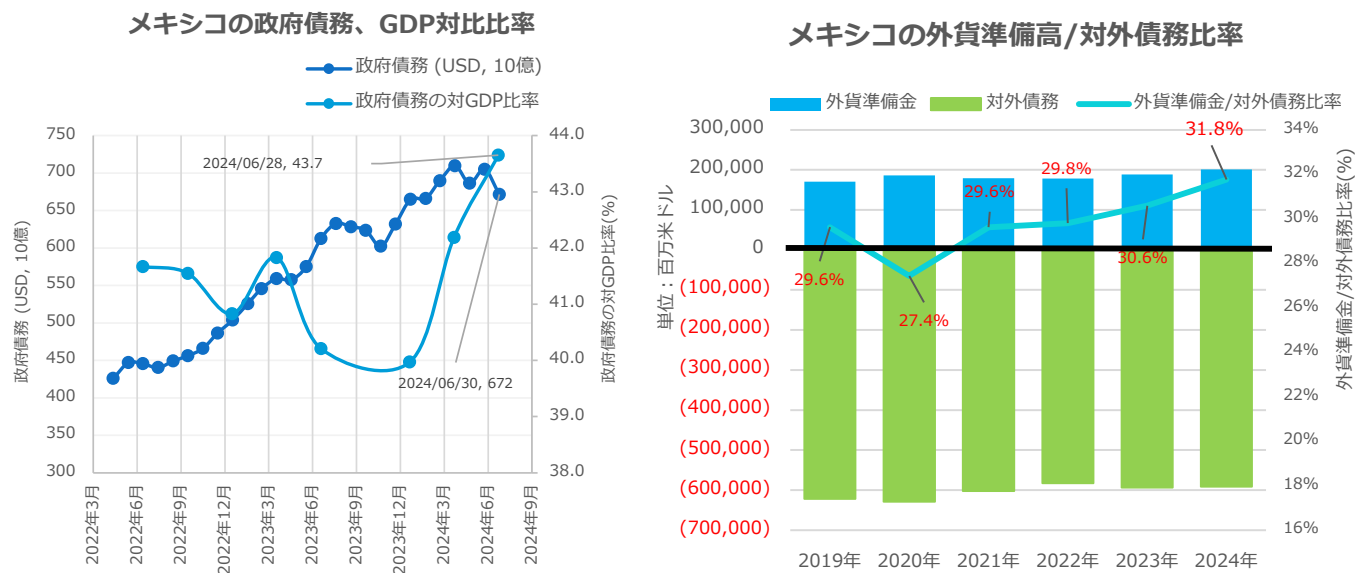
政府債務は増加傾向にあり、今後も債務が拡大しやすいといえる

外貨準備高/対外債務比率は過去5年で30%前後を推移

メキシコの政府債務は(図表 10 左)増加を継続しており、GDP 対比では、2023年に減少がみられたものの2024年度以降で急激に増加した。2024年予算は財政収支均衡から逸脱した予算案が提出され、2024年6月に実施された総選挙を視野に、福祉政策の拡充や、大規模インフラ事業の完遂に資金が充てられた。その後、10月に新就任したクラウディア・シェインバウム大統領は総選挙において社会福祉政策の継続と拡充を掲げ、貧困層の支持を集めて当選を果たしていた。今後も予算の肥大化に伴い、債務が拡大しやすいといえる。

外貨準備高は対外債務に対して不足しており、外貨準備高/対外債務比率は過去5年で30%前後を推移している純債務国である。問題ある水準ではないが、当面は外貨準備を上回る対外債務の解消は困難といえる。

図表 10 政府債務、GDP 対比比率



出所：(左図)Bloomberg データより、JTG 証券で作成、(右図)メキシコ中央銀行データより、JTG 証券で作成

4. メキシコペソ（ローカル通貨）の状況

[ポイント]

- 米国とメキシコとの金利差縮小や財政政策、憲法改正への懸念により、為替はドル高ペソ安の傾向。
- メキシコの GDP のシェアは 1.5%あるが、メキシコレアルの取引額は 0.8%にすぎない。

経常収支は、2024 年は▲5,986 百万米ドルの赤字

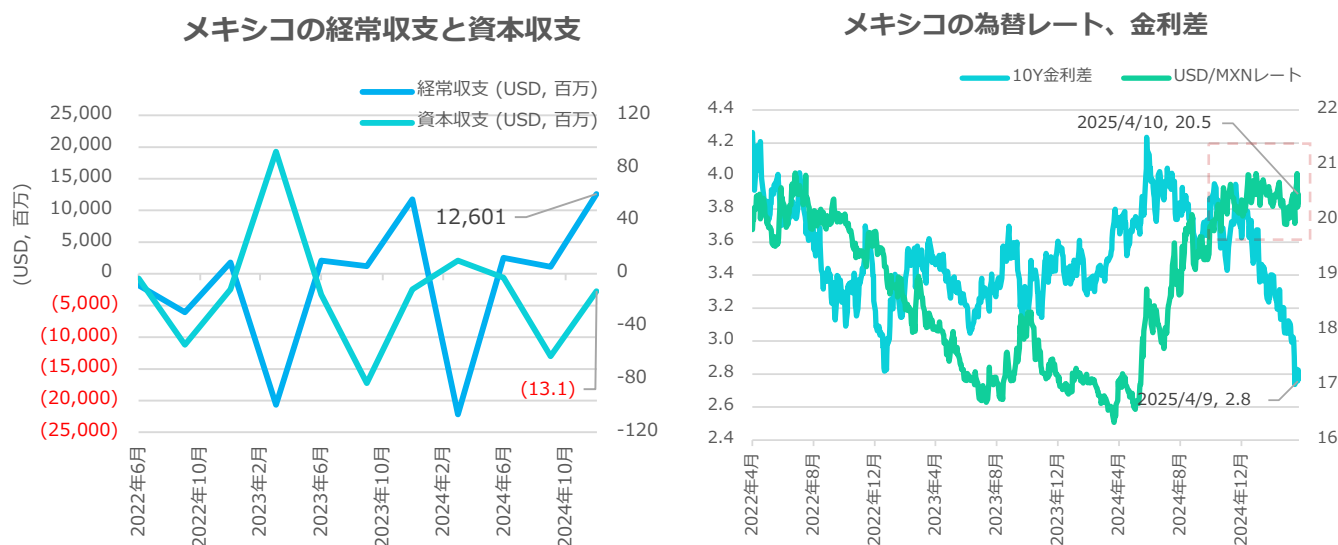
米国とメキシコとの金利差縮小や財政政策への懸念により、為替はドル高ペソ安の傾向

① 経常収支と為替レート

メキシコの経常収支は、2024 年は▲5,986 百万米ドルと、2023 年の▲5,611 百万米ドルに引き続き赤字が継続。3 月、4 月頃の赤字が年間の収支に大きな影響を与えた。国際的な政治状況や気候変動など外部要因に左右されやすいことから年間を通して収支が安定しない。自動車部品の輸出を成長基盤としてきたために、トランプ前政権時の USMCA における原産地規定（最低時給制限）の影響が徐々に出了こともあり、2024 年の資本収支は▲68 百万米ドルとなった。

為替は 2024 年の総選挙の結果を踏まえて、債務の拡大の可能性を懸念した市場参加者の思惑を反映し、急激なペソ安が進んだ(2025 年 4 月 10 日時点で 20.5 ペソ/ドル)。総選挙において、与党連合が憲法改正案成立に必要な約 3 分の 2 の議席を獲得したことがきっかけとなった。今後については、米国とメキシコとの金利差縮小や財政政策への懸念により、為替はファンダメンタル的にはドル高ペソ安の傾向が支持されやすい。一方で、製造業復権を目指すトランプ政権の下では政治的にドル安・ペソ高政策を推すような、外交交渉をかけやすい。この結果、足元で続いているような金利差に連動しにくいボックス圏相場が形成されやすいと、弊社では考えている。(Appendix. 参照)

図表 11 経常収支と為替レート



出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成

② メキシコレアルの通貨決済シェア

以下では、米州主要国の GDP シェアと通貨決済シェアを比較した。

メキシコの GDP のシェアは 1.5%あるが、メキシコレアルの取引額は 0.8%にすぎない

通貨決済シェア(図表 12 右上)の青で塗りつぶした 7 つの通貨は「ISDA が定める 7 つの基軸通貨」に属する国である。通貨別の GDP のシェア(同左下)を見ると、GDP の約 60%を先進国が占めており、通貨決済シェア(同右下)は 80%以上を先進国通貨が占めている。一方、グローバル・サウスなどが属するその他のローカル通貨(人民元を除く)国の GDP シェアは 14.4%だが、通貨の取引額のシェアは 6.7%とかなり小さい。メキシコに関して、GDP は 1.5%あるが、通貨の取引額は 0.8%にとどまっている。

為替相場の変動リスク、通貨の切り下げ等の投資リスクを考慮すると、メキシコレアル建ての債券よりも米ドル建ての債券のほうがリスク当たりリターンの投資効率が良いと言えよう。

図表 12 米州主要国の GDP シェアと通貨決済シェア

主要国の名目GDP

順位	国名	通貨 名称	名目GDP(米ドル換算)		上位26国中 構成比	(注)
			CY2023	CY2024		
1	アメリカ	ドル	27,726	29,210	31.2%	*
2	中国	元	18,147	18,734	20.0%	
3	ユーロ圏	ユーロ	15,853	16,283	17.4%	
4	日本	円	4,181	3,984	4.3%	
5	インド	ルピー	3,542	3,830	4.1%	
6	イギリス	ポンド	3,399	3,648	3.9%	
7	カナダ	ドル	2,194	2,228	2.4%	
8	ブラジル	レアル	2,222	2,122	2.3%	
9	オーストラリア	ドル	1,747	1,790	1.9%	
10	韓国	ウォン	1,704	1,661	1.8%	
11	メキシコ	ペソ	1,445	1,359	1.5%	
12	トルコ	リラ	1,030	1,285	1.4%	
13	スイス	フラン	904	929	1.0%	
14	ポーランド	ズロチ	820	905	1.0%	
15	インドネシア	ルピア	808	813	0.9%	

通貨区分

ISDA（国際スワップ・デリバティブ協会）が定める7つの基軸通貨	62.0%
中国（外貨との兌換が自由にできない人民元経済圏）	20.0%
その他の先進国通貨	3.6%
その他のローカル通貨	14.4%

通貨決済店頭取扱金額

順位	通貨決済 店頭取扱金額 (10億米ドル/ 1日当たり)	2022	
		金額	シェア(%)*
1	米ドル(USD)	6,639	44.2
2	ユーロ/米ドル(EUR)	2,292	15.3
3	米ドル/円(JPY)	1,253	8.3
4	英ポンド(GBP)	968	6.4
5	中国元(CNY)	526	3.5
6	オーストラリア ドル(AUD)	479	3.2
7	カナダ ドル(CAD)	466	3.1
8	スイス フラン(CHF)	390	2.6
9	香港 ドル(HKD)	194	1.3
10	シンガポール ドル(SGD)	182	1.2
11	スウェーデン クローナ(SEK)	168	1.1
15	インド ルピー(INR)	122	0.8
16	メキシコ ペソ(MXN)	114	0.8
18	南アフリカ ランド(ZAR)	73	0.5
19	ブラジル レアル(BRL)	66	0.4
27	トルコ リラ(TRY)	27	0.2

通貨区分

ISDA（国際スワップ・デリバティブ協会）が定める7つの基軸通貨	83.2%
外貨との兌換が自由にできない人民元	3.5%
その他の先進国通貨	6.6%
その他のローカル通貨	6.7%

(左表) 出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成、(注) *は CY2024Q4 の値に弊社推計値を使用。
(右表) 出所: BIS データから JTG 証券で作成、(注) 一般に為替の取引シェアは往復(合計 200%)で示すが、ここでは見やすくするために合計 100%に換算して表示している。

5. メキシコのソブリン・クレジット評価

[ポイント]

- メキシコの発行体格付けはおおむね BBB 格。
- メキシコ単独を見れば、同国の信用リスクが速やかに高まるシナリオは描きにくい状況。一方で、クレジット・スプレッドは大幅に拡大。
- 実質的な信用リスク見合いで米ドル建てメキシコ国債の投資妙味が高いと評価。

① 信用格付

メキシコの発行体格付けはおおむね BBB 格

ムーディーズは格付け見通しをネガティブに修正(2024年11月)

メキシコの発行体格付けは各格付機関ともおおむね BBB 格であり、国として投資適格級の格付けを付与されている。ただし、国の格付けは企業の格付けとは見方が異なる。ソブリン債と事業債で累積デフォルト率の傾向を比較(図表 14)すると、BBB 格のソブリン債と事業債で累積デフォルト率の傾向を比較(図表 14)すると、BBB 格のソブリン債の累積デフォルト率は、いずれの期間においても、事業債よりも高く、長期になるほどその差は広がっていることがわかる。例えば、期間 10 年の場合には累積デフォルト率が事業債で 2.9%に対して、ソブリン債は 5.2%と倍近い開きがある。ただし、実際のデフォルト事例を見た場合、同国規模の国家が、戦争以外の理由でデフォルトした事例はかなり限定されていた。また、アメリカの USMCA を通じてアメリカの産業との一体性が高いこと、アメリカが国境をまたいだ治安の悪化を望まないことなどから、アメリカからの潜在的な経済支援も期待できるだろう。こうした観点でメキシコは、現状でデフォルトに至るリスクを想定しにくい状況にある。

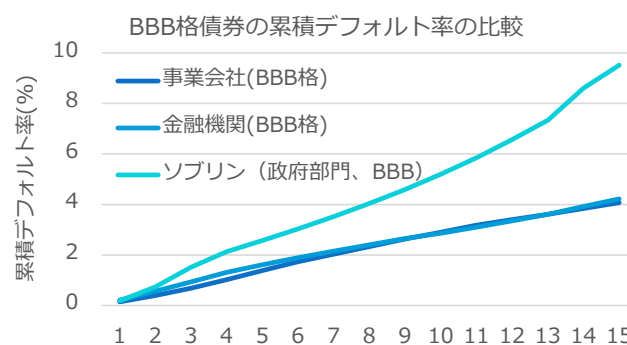
信用格付けについて、最近ではシェインバウム新政権の誕生を受け、2024 年 11 月にムーディーズは大統領の権限を拡大しうる司法改革の可能性の高まりと債務の拡大を理由に格付け見通しをネガティブに修正している。加えて、ムーディーズはペメックスに起因する偶発債務が政府のバランスシートに影響を与える可能性が高まっていることを指摘していた。

図表 13 メキシコの信用格付

発行体	メキシコ合衆国	
	発行体格付	直近変更日付
ムーディーズ 自国通貨建発行体格付	Baa2	2024/11/14
ムーディーズ 外貨建発行体格付	Baa2	2022/07/08
ムーディーズ 格付見通し	ネガティブ	2024/11/14
S&P 自国通貨建長期債務発行体格付	BBB+	2020/03/26
S&P 外国通貨建長期債務発行体格付	BBB	2020/03/26
S&P 格付見通し	安定的	2022/07/06
フィッチ 自国通貨建長期発行体デフォルト格付	BBB-	2020/04/15
フィッチ 外貨建長期発行体デフォルト格付	BBB-	2020/04/15
フィッチ 格付アウトルック	安定的	2020/04/15

出所: Bloomberg データより、JTJG 証券で作成
注: 格付については巻末の無登録格付に関する説明書をご参照下さい。2025/4/4 時点

図表 14 S&P ソブリン格付の特性



出所: "Default, Transition, and Recovery: 2023 Annual Global Corporate Default And Rating Transition Study", 28 Mar, 2024, S&P
"Default, Transition, and Recovery: 2023 Annual Global Financial Services Default And Rating Transition Study", 24 Jun, 2024, S&P
"Default, Transition, and Recovery: 2023 Annual Global Sovereign Default And Rating Transition Study", 27 Mar, 2024, S&P

メキシコの経済状況は必ずしも好調ではなく、特に米トランプ政権による USMCA 協定や、他の外交交渉(ディール)の影響により、大きく変わりやすい不安定な状況だ。しかし、実利を重視するトランプ政権では、足元で自動車産業に関する課税問題で、USMCA 域内の部品などへの課税を延期する等、米国自動車産業に対し実務的な配慮を見せる事例も増えつつある。ただ、これまでの外交交渉を見る限り、シェインバウム政権は表立って米国と対立を深める可能性は低く、ソフトな対応を続けている(図表 16)。

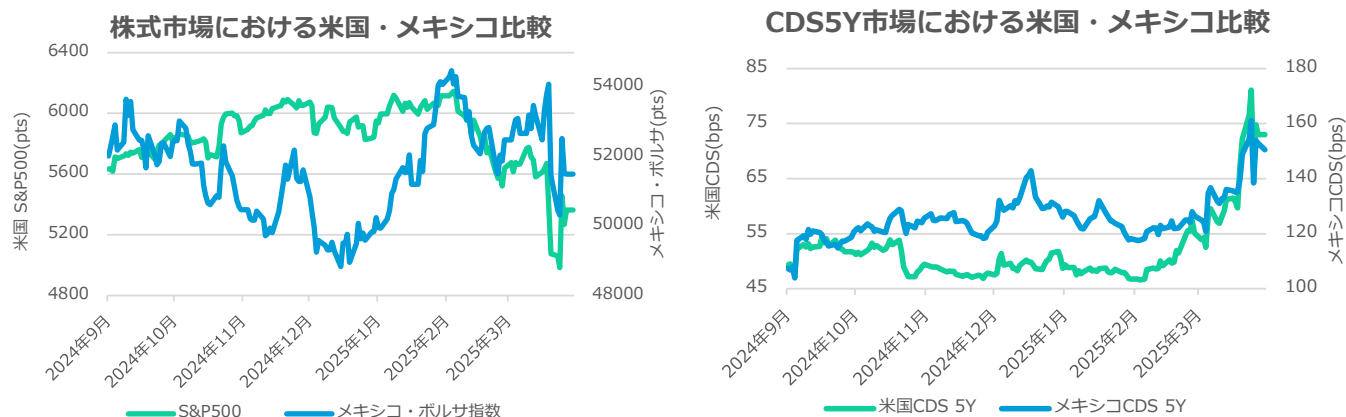
メキシコ単独を見れば、同国の信用リスクが速やかに高まるシナリオは描きにくい状況
一方で、クレジット・スプレッドは大幅に拡大

実質的な信用リスク見合いで米ドル建てメキシコ国債の投資妙味が高いと評価

この結果、メキシコ単独を見れば、同国の信用リスクが速やかに高まるシナリオは描きにくい状況だと、弊社は考える。国際的な自由貿易(WTO)体制が維持されにくくなっているも、USMCA の枠組み維持を前提にメキシコ-米国間の経済関係は大きくは変わりにくい。こうした状況は、同時にメキシコ財政及びメキシコの外貨調達の実態を意味する。財政が悪化しても、メキシコ政府名義であれば資本市場からの米ドルの調達に困難をきたすような政治的状況は考えにくい、と弊社は見る。

アメリカ-メキシコの貿易や関税による悪影響を懸念して、同国の米ドル建て債のクレジット・スプレッド水準は 2024 年の 55~60bps に対して、足元では 150bps 程度まで上昇していた。弊社では、実質的な信用リスク見合いで米ドル建てメキシコ国債の投資妙味が高いと評価する。

図表 15 株式市場/CDS5Y 市場における米国・メキシコ比較



出所: Bloomberg データより、JTG 証券で作成

図表 16 アメリカ・トランプ政権とメキシコ・シェインバウム政権の外交状況の推移

時期	日付	出来事	出所
2025年2月	2月1日	トランプ大統領がメキシコ輸入品への25%関税を発表	The Gardian
	2月2日	シェインバウム大統領がトランプの中傷を否定し、米国の銃器流入を非難	The Gardian
	2月3日	関税30日間延期に合意。メキシコは1万人の国家警備隊を展開へ	CNBC
2025年3月	3月4日	米国が25%関税を正式発動	WhiteHouse
	3月6日	USMCA準拠品目への関税免除(メキシコ輸出の約50%)を発表	AmericasQuarterly
	3月9日	シェインバウム大統領が報復関税を行わず、対話を優先する姿勢を表明	Reuters
2025年4月2～9日	4月2日	報復関税合戦には参加せず、経済強化の包括的対策を示す	Reuters
	4月7日	報復による国内物価上昇を懸念し、応酬回避を再度表明	Reuters
	4月9日	鉄鋼・アルミ・自動車などに新関税、USMCA準拠品目の免除は恒久化	WhiteHouse
2025年4月10日以降	4月10日	ブラジルとの貿易関係強化により米国依存脱却を模索	AP News
	4月11日	トランプが水利条約違反を理由に関税を示唆、メキシコは協調姿勢を表明	Reuters
	4月15日	北部州と協議を開始し、国内需要と対米義務の両立を目指す	Reuters

出所: 各種ソースより、JTG 証券で作成

以上

Appendix. ローカル通貨建て債券と米ドル建て債券の累積リターン

以下の追加図表 1 には、一定の評価基準日を置き、メキシコペソ(MXN)建て債と米ドル建て債の直近(2025/4/18)までの累積リターンの理論値を計算した。また追加図表 2 には、円貨から見た両債券の累積リターンの推移を示した。基準日とどこに置くかで、累積リターンの多寡は変わることになる。

現在は、アメリカのトランプ大統領が、他のほぼ全ての国に対し、関税を武器に米国への雇用や富の移転を求める経済的圧力を強めている。これが米国に比べエマージング国の経済が弱くインフレが進みやすい(スタグフレーション化)状況を作れば、ローカル通貨建て債券は、ローカル通貨安(米ドル高)によってアンダーパフォームしやすくなる。一方、ドル安を誘導する外交圧力が優り、ローカル通貨高(米ドル安)につながれば、ローカル通貨建て債券はアウトパフォームしやすくなる。

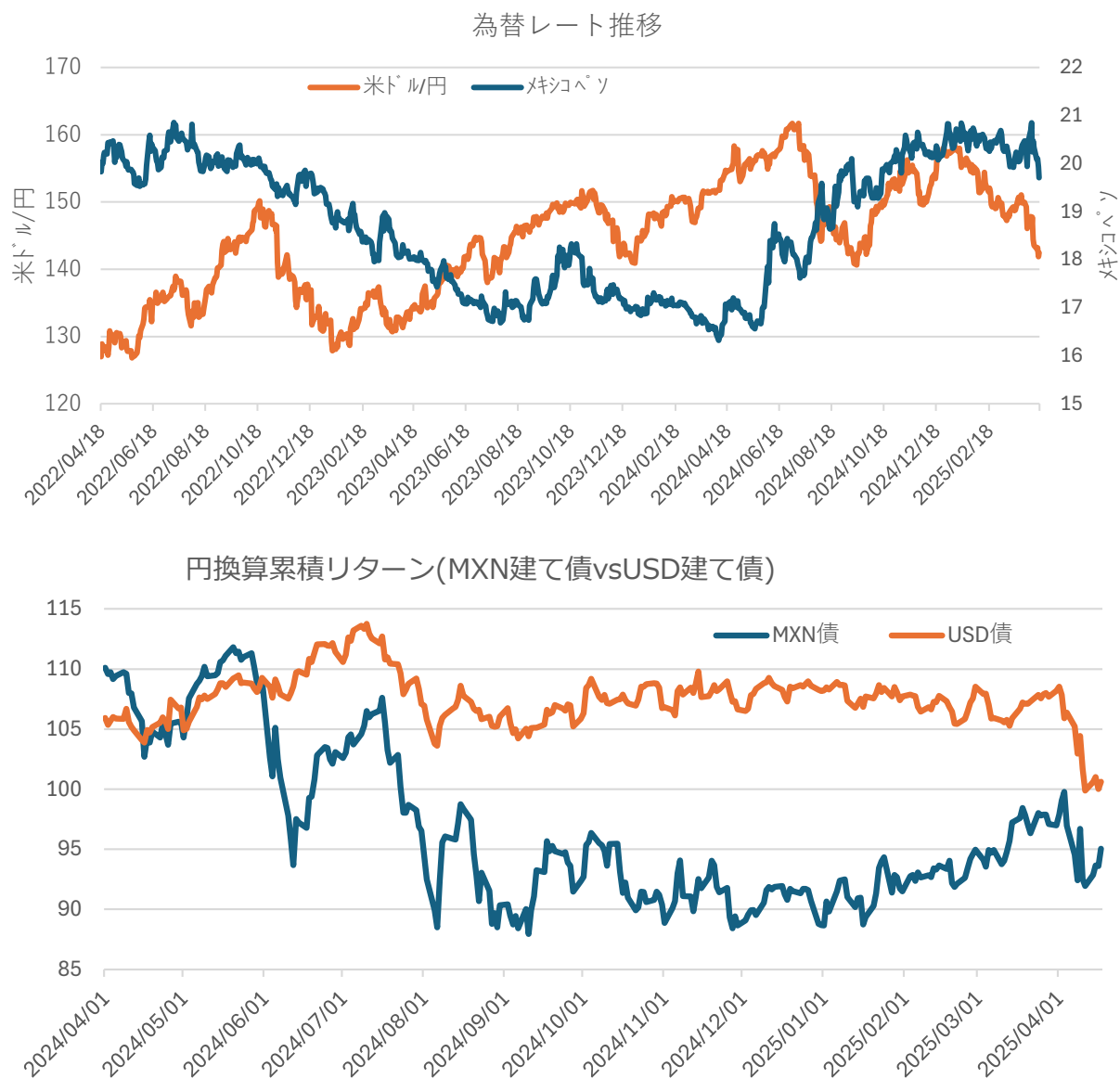
ただし、不安定性はローカル通貨の方が大きいため、円貨から見た累積リターンを見ても、米ドル建て債(ローカル通貨建て債)の方が変動リスクが相対的に小さい(大きい)傾向が観測できる(図表 2、下段)。

追加図表 1 米ドル建てとメキシコペソ建ての 2034 年満期メキシコ国債の時価リターン比較

			債券#1	債券#2
	債券属性	債券名称	メキシコ国債	メキシコ国債(国際)
		通貨	MXN	USD
		満期日	2034/11/23	2034/02/12
		クーポン	7.75	3.5
評価基準日	2023/11/24	評価時点 利回り(%,現地通貨)	9.603	6.104
		評価時点 残存期間(年)	11.0	10.2
		評価時点 割引債券換算価値 (a)	36.5	54.6
		(現地通貨)		
		米ドル/メキシコペソ	17.11	-
		(米ドル換算値) (b)	2.1	54.6
		日本円/メキシコペソ	8.73	-
		日本円/米ドル	-	149.44
		(円換算値) (c)	318.6	8,156.0
直近日	2025/4/17	評価時点 利回り(%,現地通貨)	9.484	6.448
		評価時点 残存期間(年)	9.6	8.8
		評価時点 割引債券換算価値 (a)'	41.9	57.6
		(現地通貨)		
		米ドル/メキシコペソ	19.7	-
		(米ドル換算値) (b) '	2.1	57.6
		日本円/メキシコペソ	7.23	-
		日本円/米ドル	-	142.4
		(円換算値) (c)'	302.8	8,206.1
現地通貨累積リターン = (a)' / (a) -1			14.9%	5.6%
現地通貨年換算リターン			10.4%	4.0%
米ドル換算累積リターン = (b)' / (b) -1			-0.2%	5.6%
米ドル換算・年換算リターン			-0.2%	4.0%
日本円換算累積リターン = (c)' / (c) -1			-4.9%	0.6%
日本円換算・年換算リターン			-3.6%	0.4%

出所: Bloomberg データより JTG 証券で作成

追加図表 2 米ドル建て/メキシコペソ建ての 2034 年満期メキシコ国債の、円貨上の累積リターン比較



出所: Bloomberg データより JTG 証券で作成

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

■ムーディーズ・レーティングスについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：ムーディーズ・レーティングス(以下「ムーディーズ」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号) 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(https://ratings.moodyys.com/japan/ratings-news/))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ)にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について ムーディーズ・レーティングスの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。 ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。	■S&P グローバル・レーティングについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング(以下「S&P」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング株式会社(金融庁長官(格付)第5号) 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.spglobal.com/ratings/jp/index/)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付情報」(https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered/)に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について S&P グローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。 信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。 S&P グローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P グローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。	■フィッチ・レーティングスについて 格付会社の呼称について 格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号) 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.fitchratings.com/ja/)の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」(https://www.fitchratings.com/ja/regulatory/)の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。 フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。 信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明についてはフィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。
--	---	---

この情報は、2024 年 6 月 25 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

Disclaimer

本資料は、Jトラストグローバル証券(以下、JTG 証券)が本資料を受領されるお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨・取引・勧誘・申込みを目的としたものではありません。

開示事項

本資料の作成及び配布は JTG 証券が行っております。

JTG 証券では調査部門の活動(リサーチ・レポート作成、リサーチ情報の伝達を含む)に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業界によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

JTG 証券はリサーチ部門・他部門間の活動及び/又は情報の伝達、並びにリサーチ・レポート作成に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業界によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

JTG 証券では、所属するアナリスト及びその家族が、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の株式も保有することを禁じられています。また、本リサーチ・レポートが公開される前後 3 か月間に、本リサーチに関連する金融商品を個人的に取引することも禁じています。

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリスト(以下、同アナリスト)は、本レポートに記載した見通し・評価・分析等の内容が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に対する同アナリスト個人の見解に一致していることを証明いたします。また、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、いかなる報酬も一切受領しておらず、受領する予定もないことを合わせて証明いたします。

免責事項

本資料内で JTG 証券が言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本資料の作成者は、インサイダー情報の入手・使用を禁じられています。

本資料に含まれる情報は、弊社が正確かつ信頼できると考える情報に基づき、正確性と信頼性を担保することを目標として作成していますが、その正確性、信頼性が客観的に検証しておりません。本資料内で JTG 証券以外の外部サイトのインターネット・アドレスを参照していることがございますが、リンク先の内容・正確性について JTG 証券は一切責任を負いません。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。

JTG 証券は本資料に掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる保証を表明しておりません。また、JTG 証券は、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している場合があり、又は今後発行する場合があります。

本資料に示したすべての内容は、本資料発行時点において JTG 証券が入手可能な範囲で最新の評価や判断を示しておりますが、本資料に含まれる情報は金融市場や経済環境の変化等のために最新の内容ではない可能性があることをご認識ください。JTG 証券では、本資料内に示した見解は予告なしに変更することがあります。また、JTG 証券は本資料内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。

本資料で直接的又は間接的に言及・例示・評価・推奨している有価証券や金融商品は、市場価格の変動や発行体の財務状況の変化、経済環境の変化や経営判断、同証券や発行体に関わる外部評価の変化、金利や為替などの市況変動などの影響など、様々な要因により投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料の作成にあたり、JTG 証券では本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮しておりません。このため、本資料で言及されている有価証券や金融商品、市場見通し、投資戦略などは全てのお客様にとって適切なものであるとは限りません。お客様の投資に当たっては、ご自身の判断により投資評価や投資戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・取引を行う際には、専門家やファイナンシャル・アドバイザーにご相談ください。

お客様による最終的な投資判断は必ずお客様自身によりなされなければならず、投資によって生じたいかなる結果につきましても、一切の責任はお客様にあります。JTG 証券は、本資料を直接的にまたは間接的に入手したお客様が、本資料を参照した結果として生じたいかなる事象（直接・間接の損失、逸失利益及び損害、その他の状況）についても一切の法的責任を負いません。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。法律・制度・税金・会計等につきましては、お客様ご自身の責任と判断で専門家にご相談ください。

本資料に過去の投資パフォーマンスや過去データに基づく分析が示されていたとしても、これらは将来の投資パフォーマンスを確定的に予測したり、保証するものではありません。特に記載のない限り、本資料に含まれる将来予想は、アナリストが適切と判断した材料に基づく本資料公表時点におけるアナリストの予想であり、実現値とは異なることがあります。JTG 証券では、将来の投資パフォーマンスやリスクについての参考情報や見通しを示すことがあります。いかなる観点でも、これを保証するものではありません。

本資料の作成アナリストによる投資・保有禁止に関わらず、JTG 証券及び社員は、本資料で言及された有価証券等や関連するエクスポージャーを、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有する可能性があります。また、本資料で示された投資判断に反する取引を行うことがあります。本資料のご活用にあたりましては、お客様と JTG 証券並びにその社員との間で、利益相反が起これらうることにご留意ください。

本資料は、日本国内に限定して配付致します。

間接的に海外で入手されるような事態が生じた場合があったとしても、JTG 証券では諸外国の法制度や規制に対応する責任を負いません。

Copyright JTG 証券 Co. Ltd. All rights reserved.

本資料は JTG 証券の著作物であり、著作権法により保護されております。

JTG 証券の書面による事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

東京都渋谷区恵比寿 4-20-3

恵比寿ガーデンプレイスタワー7 階

Jトラストグローバル証券株式会社 経済調査室

ご投資にあたって

本資料に記載の内容を参考にしてお取引をされる場合、商品毎に以下の手数料等をご負担いただきます。

【上場株式等】

店舗における国内の金融商品取引所に上場する株式(売買単位未満を除く)の場合は約定代金に対して最大 1.1524%(税込)(但し約定代金の 1.1524%(税込)に相当する額が 3,300 円(税込)に満たない場合は 3,300 円(税込)の委託手数料をご負担いただきます。

【投資信託】

投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等をご負担いただきます

【債券等】

債券等を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます。また、外貨建ての債券の場合、円貨と外貨を交換する際には外国為替市場の動向を踏まえて当社が決定した為替レートによるものとします。

投資リスクについて

各商品等には、株式相場、為替相場、金利水準、不動産相場、商品相場等の価格の変動等及び有価証券の発行者の信用状況(財務・経営状況含む)の悪化等、それらに関する外部評価の変化等により損失が生じるおそれ(元本欠損リスク)があります。

商品毎に手数料及びリスク等は異なりますので、当該商品の目論見書または契約締結前交付書面をよくお読みください。

Jトラストグローバル証券株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 35 号
貸金業者登録番号 東京都知事(1)第 31946 号
加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会