



ペメックス: 政府から少しずつ支援が発表される



グラハム・ストック
シニア・ソブリン・ストラテジスト
EMチーム

2024年11月

「私たちの提案は、ペメックスを国営企業のまま2つの会社に再編し、一方は上流、もう一方は下流部門を担うというものでした。」

メキシコ政府は現時点でメキシコ石油公社（ペメックス）の抜本的な解決策の提案を受け入れていませんが、今後どのように支援し続けるのか、解説します。

ポイント

- 今年年初に、当社はクラウディア・シェインバウム氏のチームにペメックスの再編計画を提案しました。
- 大統領就任後、新政権下で直近発表されたペメックスに関する政策は、画期的なものではありませんでしたが、いくつかの方策は効率性を高めることを目指したものとなっています。
- より包括的な改革がなければ、政府はペメックスに財政面の支援を継続しなければなりません。
- さらに、公的部門の借入需要において対GDP比2%の削減が計画されていることは、メキシコの財政規律に対する信用回復に役立つはずですが。
- 私たちは、ペメックスに対する政府の支援は揺るぎないものであると考えており、それに基づいたポジションを取っています。

クラウディア・シェインバウム大統領は先週、エネルギーチームと連携して、国営石油会社ペメックスとの関係を新政権がどのように管理しようとしているかについての最新情報を発表しました。6月の選挙でシェインバウム大統領が勝利する以前から、私たちはアドバイザーチームと連絡を取り合っており、同社の役割と財務状況について包括的で持続可能な再考を促してきました。私たちの提案は、ペメックスを国営企業のまま2つの会社に再編し、一方は下流、もう一方は上流部門を担うというものでした。この提案の主な理由は、不採算部門の非効率な精製事業と、より収益性が高く動的な探鉱・生産（E&P）事業との違いを明確にすることでした。政府からの前者に対する支援は正当化されなければならず、したがってメキシコは、エネルギーの安全保障、貧困地域での雇用のメリット、そしてその他の考えられる補助金の目的について、適切な公開討論を行うことができます。一方、上流部門の事業は、債券市場から再び資金調達するなど、より商業ベースで運営できる可能性があります。私たちは、政府、ペメックスの経営陣、その他の利害関係者とのエンゲージメントにおいて、このような解決策を引き続き提唱します。

先週の発表は、新境地を開くものではありませんでした。政府は、ガソリン・ディーゼル市場における精製事業の強化と自給率の達成などを含む、前政権の優先事項のいくつかを維持しました。ペメックスについての新しい構造、あるいは新たな戦略的方向性についての議論はありませんでした。機会を逸したことは明らかですが、引き続きこのテーマに関する新たな発想を求めていきたいと考えています。心強いことに、政府はペメックスのさらなる効率化に向けた複数の方策、例えば、年間500億メキシコ・ペソのコスト削減へのコミットメント、及び大幅な変化を伴う税制の簡素化¹等を発表しました。2025年以降、ペメックスは石油事業に30%、非関連ガス事業に11.63%の「一般」税のみを支払います。予算上の影響は2025年には中立であるはずですが、理論的にはペメックスの可視性を高めることとなります。というのも、この「Oil Right for Well-Being (オイル・ライツ・フォー・ウェルビーイング)」と呼ばれる新制度は、主に石油及びガス生産事業に適用されるからです。実際には、キャッシュフローの制約に基づいて、課税額が上下し続けるのではないかと推測されます。

政府は、トリオンおよびザマ油田の開発に伴い、現在も180万バレルの生産を目標としています。シェインバウム政権はまた、炭化水素、石油化学、肥料、太陽光/風力エネルギー、地熱、グリーン水素を含むセクターにおいて、民間セクターとの協力を引き続き受け入れる意向です。詳細は二次立法まで待たなければならないようですが、少なくともロペス・オブラドル前大統領や与党国民再生運動(MORENA)の多くが推進するエネルギー・ナショナリズムは強化されていません。

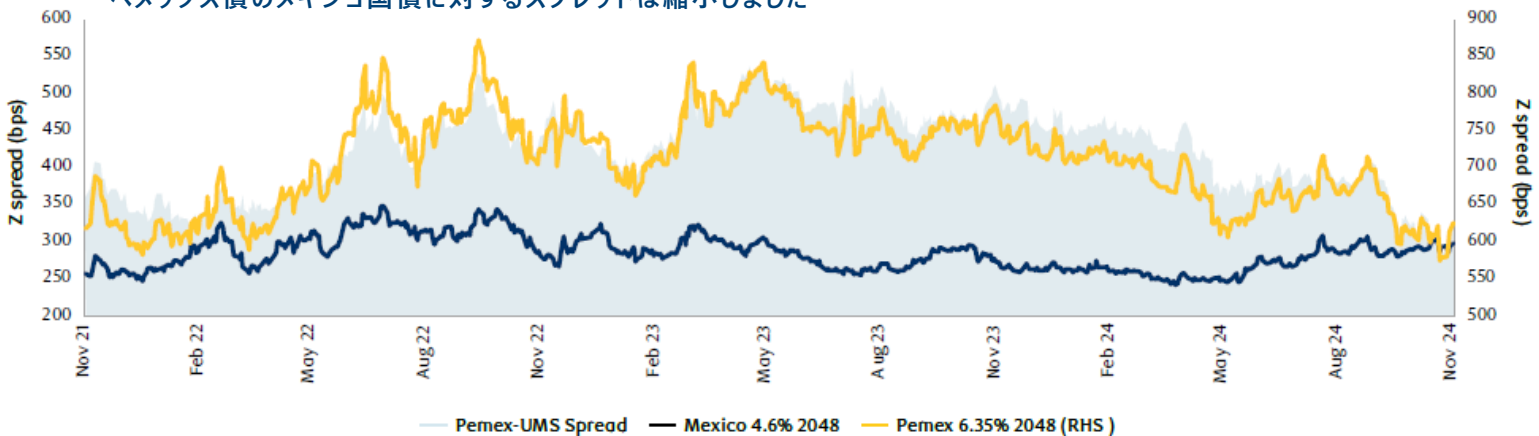
私たちが提案したようなペメックスの包括的な構造改革、またはペメックス債の新規発行を容易にするための明示的な政府保証がない場合、政府は引き続き同社に財政面の支援を提供しなければなりません。2025年に約90億米ドルのペメックス債が満期を迎える中、少なくとも60億米ドルがこの目的のために2025年の予算で確保されることを予測しています。

実際、予算案は11月15日に議会に提出され、ペメックスへの1360億メキシコ・ペソの項目が含まれており、これは現在の為替レート²では約67億米ドルに相当しますが、1米ドル18.7メキシコ・ペソ³という保守的な公式の算定では73億米ドルに相当します。

2025年予算案のもう一つの重要なパラメータは、公的部門の借入需要が今年対GDP比5.9%から来年は3.9%へと2%削減されるという計画です。この財務健全化への動きは歓迎され、財政規律に対するメキシコの信用回復の助けにいくらかなるはずですが、2025年の実質GDP成長率が2-3%という想定は楽観的すぎると思われます。米国経済の減速、貿易、移民、安全保障をめぐる米国との関係悪化の可能性、司法改革の結果をめぐる国内の不確実性などによる逆風が重なって、成長予測を大きく引き下げ、財政赤字をいくらか増加させる可能性があります。

私たちは、ペメックスに対する暗黙の政府支援は揺るぎないものであり、アドホックな予算支援、より明示的な債務保証への移行、あるいは、より持続可能な基盤を築く構造改革のいずれかの形で持続するとの見方を長年にわたって維持してきました。メキシコ政府が、特にMORENA政権下で、エネルギーセクターの国内トップ企業に背を向けることはないと考えています。政党名はまさに「国民再生運動」を意味します。その結果、私たちが選好する取引の1つは、ペメックス債とメキシコ国債のスプレッド縮小を見込むポジションを選好しています。これは、ここ数カ月間で両者間のスプレッドが縮小したことからわかるように、うまく機能しています。

ペメックス債のメキシコ国債に対するスプレッドは縮小しました



出所：RBC GAM、JPモルガン、2024年11月時点

¹ 2024年11月13日、大統領による週次記者会見。

² メキシコ政府は債務返済充当分としてペメックスに67億米ドルを振り分け(BNN Bloomberg)([Link](#))

³ メキシコ政府はペメックスの税負担を引き下げ(SP Global)([Link](#))

ディスクレーム

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ヘッジ戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay
Asset Management