



ポリーナの視点：メキシコの変身術



ポリーナ・クルドヤフコ

エマージング債チームヘッド
RBCブルーベイ・アセット・
マネジメント

2024年5月

「メキシコ新政権が、エネルギー部門を始めとして、同国のファンダメンタルズ改善に向けた政策を行うだろうと前向きに考えています。」

アートは好きですか。自分のことを芸術通だとは思っていませんが、旅先で世界中のアートに触れるのを楽しんでいます。アートからその国の伝統や価値観、人材基盤について多くの情報を得ることができるからです。

メキシコシティはタイムアウト誌において文化面で世界最高の都市として選出されており、その素晴らしい芸術と豊かな歴史が一番の理由とされています。私は先月、大統領選挙前の国内の状況と経済回復の力強さについて理解を深め、メキシコ最大の国営石油会社の持続可能な債務ソリューションを議論するために、メキシコを訪れました。

今回はマイアミ経由でメキシコに向かいましたが、飛行時間わずか30分のメキシコシティ行きの3便の直行便すべてがオーバーブッキングだったことに驚きました。満席のレストランや大渋滞で賑わう活気あるメキシコシティを車で走っていると、隣国の米国経済の力強い成長が波及し同国でも樂觀さが広がっていると感じました。大統領選挙が6月初めに控え、政権交代に関する現地の人々の見方は、かなり前向きなものでした。しかし、同国最大の国営石油会社の債務持続可能性に関する問題は未解決のままです。これは投資家にとって重要な点であり、同国のリスク資産のリスク・プレミアムがさらに上昇する理由でもあります。この問題には解決策があるはずなのですが、新政権による迅速な行動が必要になると考えています。

ブルーベイでは、特定の領域におけるファンダメンタルズの改善がバリュエーションに十分に反映されていないとの見方からメキシコの外貨建て債及び現地通貨建て債共に前向きな見方を持っています。私たちは、メキシコ新政権が、エネルギー部門を始めとして、同国のファンダメンタルズ改善に向けた政策を行うだろうと前向きに考えており、実現されれば短中期的により多くの民間資本を惹きつけ、投資家にとってはアルファ獲得の機会が増えると考えています。

メキシコの変身術とはなんでしょうか？メキシコはパンデミック後に、インフレ抑制のために政策金利を3倍近い11.25%まで引き上げる必要がありながら、支出規律に重点を置いた現大統領の政策のもとに財政赤字を抑えるなど、多くの課題に直面してきました。しかし、コロナ後に同国は米中対立の激化を背景としたニアショアリングの恩恵もあり、米国に近い国として大きな恩恵を受けました。政府が過去3年で最低賃金を毎年20%引き上げ、同期間の送金額が50%増加したことは、消費者の強い需要をさらに後押ししました。

このことから、メキシコでは慎重で伝統的な金融・財政政策と力強い景気回復が組み合わさり、「ゴルドロック」のシナリオが描かれました。特に銀行セクターは、その恩恵を大きく受けていると考えています。実際に、過去4年間で収益を倍増させ、今後12ヶ月間でさらに50%の増収を目指している一部の地方銀行もあるそうです。さらに、メキシコの銀行業務の浸透率は比較的低く、住宅ローンなど一部ローン商品は固定金利が主流であることから、ここ最近の利上げの影響は銀行のポートフォリオでの不良債権の増加に現れていません。現地の年金基金であるAFORESは2桁ペースでの成長を続けており、運用資産はほぼ3,000億米ドル（GDPの20%）に達し、同年金システムは中南米最大規模となっています。資産の50%以上が現地通貨建て国債に投資されることから、政府の安定した資金基盤となっているほか、国内投資家向け商品は拡充され、多様化されています。さらに、貯蓄率の伸びも資産運用業界を支えており、一部の運用会社の運用資産はここ数年で倍増しました。

財政規律は選挙後も保たれるのでしょうか。金融相は今年には選挙イヤーのため財政赤字がGDP対比で5.7%となることを予想しているものの、来年は3%近い水準まで低下させることをコミットしています。この目標は挑戦的であるものの、政府は選挙運動費用やアンドレス・マヌエル・ロペス・オブラドール（AMLO）大統領による幾つかの投資プロジェクトの取り止めが1.5-2%の赤字縮小に寄与するとの試算から、財政赤字の縮小を予想しています。

大統領選挙はテール・イベントとなる傾向があるものの、メキシコの場合、いずれの候補者の勝利も市場にとってはポジティブに働く可能性があると考えています。現在優勢となっている国家再生運動（MORENA）のクラウディア・シエインバウム氏は、AMLOに近い政策を掲げているものの、持続可能性により重点を置き、近隣諸国に対してよりソフトな外交アプローチを示しています。野党候補のソチル・ガルベス氏は、自由化と市場友好的な改革に重きを置く強力なチームを率いていると見られています。

これらの前向きなダイナミクスにも拘わらず、メキシコの債券資産はクレジットの質で示されているよりワイドなスプレッドで引き続き取引されています。同国のファンダメンタルズの前向きな基調はなぜバリュエーションに反映されていないのでしょうか。この一つの理由として、国営石油公社の債務持続可能性が未解決であることが考えられます。2023年末時点でEBITDAは200億であるのに対して、債務額は1,080億米ドル、フリーキャッシュフローはマイナスとなっており、複数回にわたり政府支援が実施されていますが、投資家は当社の債務持続可能性について深い懸念を抱えています。結果的に、資金調達へのアクセスが限られ、当社の資金調達コストはエマージング市場においても最高水準となっています。

「現地の年金基金であるAFORESは2桁ペースでの成長を続けており、運用資産はほぼ3,000億米ドル（GDPの20%）に達し、同年金システムは中南米最大規模となっています。」

この問題には解決策があると考えています。メキシコ国営企業には利益創出とエネルギー保証という二つの機能があります。現在、同社の上流部門は収益性が高い一方で、下流部門は、主に政府の価格政策により採算の取れない事業となっています。現在はキャッシュフローの創出能力が高い上流部門が、全ての債務支払いを負担する形となっています。我々は同社を上流及び下流部門の二つの組織に分割することを提言しています。（収益性に注力する）上流部門が、持続可能な債務の一部を引き受ける形とすれば、プラスのキャッシュフローを生みながら、環境面の目標達成に向けた投資やその分野に注力できると考えています。実現すれば、ソブリン債に対する上乘セスプレッドの水準がはるかにタイトなブラジルやコロンビアの国営エネルギー会社に対してクレジットの質が同等になると考えています。

同時に、エネルギー保証という役割を努める下流部門は、残りの政府保証が必要な債務を引き受けることができると考えています。格付け機関はすでに政府保証の必要性を織り込んでいるため、政府のクレジットの質が悪化することはないでしょう。これは準ソブリン企業の債務の全額保証を求めることは異なるため、政府がこの解決策について議会承認を得ることはより容易と考えています。取引先との多額の滞納、マイナスのキャッシュフロー、限られた資金調達環境を踏まえると、現状維持という選択肢は考えられません。また、これが実現すれば、同社の債務コストは3-4%縮小する可能性があり、銀行のバランスシートを軽くし、利益を生み出すE&P（探鉱・開発・生産）部門への支援が手厚くなるということも期待できます。

今回の出張で、我々の提案に対して政府当局や企業関係者から前向きなフィードバックがあったことはとても良かったと思います。実際、クラウディア・シェインバウム氏はブルームバーグのインタビューで、ペメックスの資金調達の解決策としてこの計画に言及していました。

メキシコの新政権はこの新体制を実現できるのでしょうか。迅速な措置がとられることが重要であり、今が行動を起こす時だと見えています。当然、メキシコには安全保障上の課題やメキシコ通貨の継続的な上昇がある段階で成長の弊害となること、恐らく最も重要なのは、米国の大統領選挙でトランプ氏が勝利することで貿易協定の再交渉が行われる可能性があることなど、他にも注視すべき問題があります。しかし、債務の持続可能性の問題は、上記の他のリスクとは異なり、政府がコントロールでき、迅速に対処できる問題であると考えています。

メキシコ国営企業の役員室には、メキシコで最も高い二つの山であるポポカテペトルとイスタシワトルの伝説を題材にした美しい絵画が飾ってありました。伝説によると、アステカ王国の王女イスタシワトルは、戦士ポポカテペトルが戦いから戻るのを待っていましたが、彼が死んだという偽の知らせを聞き、失意のなかで亡くなってしまいました。戦いから戻った戦士は、彼女の遺体を山に運び、冷たい雪が彼女を目覚めさせることを願いました。神々は戦士の悲しみを感じ、二人がいつも一緒にいられるようにと、二人を山に変えたという伝説です。

「債務の持続可能性の問題は、政府がコントロールでき、迅速に対処できる問題であると考えています。」



ペメックス役員室に飾ってあったメキシコの伝説を題材にした絵画

メキシコとペメックスは持続可能な解決策を見つけ出す共通の目標から、密接に関連し合っています。重要なのは、長く待ちすぎたり、「なんとかやり過ごす」といったシナリオに満足しないことです。メキシコ経済が新しく、より明るい方向に進むように道筋を描くチャンスは多く残されており、政策当局者はキャンバスを彩るようにメキシコ国民と市場を魅了する手段を多く持っていると考えています。

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
	ベンチマーク戦略	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、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay
Asset Management