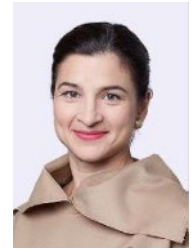


メキシコ：AMLOの壁に突き当たる

2019年1月31日

昨年12月に大統領に就任したロペスオブラドル氏は、既に政策実現に対する意欲を見せています。ただし彼が掲げる政策は執行力に乏しい場合があるほか、短絡的になりがちで、ビジネスマンや投資家の間では混乱や警戒感が広がっています。投資適格の信用力を維持する国として一定の評価はしているものの、AMLO氏が築き始めている「壁」には今後も注視する必要がありますでしょう。



ポリナ・クルドヤフォ
パートナー
エマーシング債チーム
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

これまでに、硬いブロック塀に頭をぶつけたような感覚を覚えたことはありますか。私にとっては、コミュニケーションや常識の欠如というフラストレーションがそれに該当します。

そして現在、メキシコのビジネスマンや投資家が陥っている状況はまさにその感覚であると想像します。先週メキシコシティでのミーティングの際の以下の発言がその状況を如実に表していると言えるでしょう。「新大統領は、投資家のことをよく理解している。ただし彼が気に掛けていることが他に存在するだけだ。」

ここ最近の報道で話題となっているのは、トランプ米大統領によるメキシコと米国間の国境の壁についてですが、メキシコの新大統領も自国内にコミュニケーションの壁を築き始めているようです。

ブルーベイでは、足元でメキシコの外貨建て国債及び社債については慎重にみています。投資適格の債券としてはスプレッドがワイドな水準にあるとみているものの、長期的かつ構造的な解決策の欠如が、目先のスプレッド縮小を妨げる要因となる可能性があるかとみています。現地通貨建て債については投資妙味があるとみているものの、投資家のポジションがやや集中していることや、メキシコの現地市場には海外投資家の参加率が高いことを注視しています。

AMLO 氏の影響力

ロペスオブラドル（AMLO）新大統領は昨年12月に就任したばかりですが、今回メキシコを訪問して即座に、これまでの訪問とのあからさまな対比を実感しました。以前訪問した際には、政策担当者が実際に投資家との面会の場に現れました。今回、面会が可能であったのは中央銀行のみで、その官僚陣の顔ぶれに大幅な変更はありませんでした。メキシコ石油公社（ペメックス）は我々との面会をあからさまに拒否し、財務省に至っては、面会のために包囲攻撃が必要な要塞のように頑なでした。

最も注目に値するのは、全ての正式なミーティングの場で、「実質的な中央集権」の証拠が

見られたことでしょう。これまでで初めて、メキシコの法的権力と行政権力に統一感が見られました。答えを知っている人物は一人しかいません。大統領自身です。

AMLO 氏がメキシコ国民に対して誠実であることを否定することは出来ません。彼はエコノミークラスを利用し、大統領官邸に住むことなく、日々3時間の睡眠で、毎朝7時に会見の場を設けています。当然のことながら、同氏の支持率は66%という高水準です。AMLO 氏は大統領選の際に掲げたマニフェスト達成に精を出していますが、これらの政策は必ずしも投資家の求めるものと一致していません。

政策実現に向けた心意気は賞賛に値するものの、時としてその執行力は乏しく、解決策は短絡的になりがちです。例を挙げれば、AMLO 氏は燃料泥棒を防ぐため、燃料のパイプラインを一時的に閉鎖することでペメックスにおける汚職を撲滅することを目指しましたが、結果としてメキシコ全土で燃料不足が発生し、燃料を輸送するために85百万米ドルを費やし、571台のタンクローリーの購入を余儀なくされました。最終的に輸送コストは14倍にまで跳ね上がりました。

また、既に着工していた新空港の建設計画を撤回し、60-70億米ドルものサンク・コストが発生したという出来事もありました。この報道を受け、メキシコ・ペソは、トランプ氏が大統領に選出された2016年以降の日次での下落幅を記録しました。AMLO 氏はその後すぐに、彼の政権が同プロジェクトにおける事業利益を保護する姿勢を強調することで、市場の懸念払拭に追われる結果となりました。

さらに、メキシコの銀行セクターも痛手を被りました。AMLO 氏率いる左派政党である国家再生運動(MORENA)が、銀行による一部手数料徴収禁止を検討していると発表すると、銀行セクターの株価が昨年末に掛けて30%以上下落する展開となりました。MORENAによるこのような動き自体は、不当であるとは言いきれないかもしれませんが、実際、メキシコの銀行はあまりにも長きに亘り利益を享受してきたと言えるからです。ただし極左的な経済政策を拡大していくという警戒感が市場の動揺を招く結果となりました。

ペメックスに対する姿勢

そして、メキシコ政府にとっての目下最大の課題は、苦境に陥るペメックスへの対応でしょう。メキシコにとっての「聖なる牛」は、救済に値するのでしょうか。

100年前、メキシコは米国に次ぐ世界第二の産油国でした。ただし1938年の外資系企業による収用が、メキシコと米国との間に外交的危機を招きました。それ以降、ペメックスはメキシコの政府予算において年間税収の60%以上を提供するようになり、大半が非公式経済であることに起因するメキシコ国内からの乏しい税収入を補う役割を果たしてきました。しかしながら、過去15年間の間に、産油量は3.8百万バレルから1.7百万バレルへと、約半分に落ち込みました。結果として、ペメックスはメキシコにとっての資産から負債へと様変わりしました。今では約1,000億米ドル超の債務を抱え、エマージング市場において最も高債務の企業の一つとなりました。

前政権はペメックスを「効率性及び投資の構造的問題」とし、民間企業が再び同社を運営し、新たな事業分野における税負担を引き下げること、より市場に根ざした企業に発展させるよう取り組んできました。

これとは対照的に、AMLO 新政権はペメックスをより政府に近づけたい意向を示していますが、依然として企業としてはレバレッジ過剰となっているペメックスの、（メキシコの GDP の 1%に相当する）100-150 億米ドル相当の年間資金コストを誰が支払うことになるのかは明らかになっていません。

短期的には、ペメックスは投資適格級を失い、さらにスプレッドが拡大する可能性があります。しかし、政府はこれを避けようと賢明になっており、短期的な支援策の準備をしています。一方、長期的には効率的な経営を欠いていること、政治主導及び国有の企業であるなかで、不透明感は強いと考えています。

明るい材料

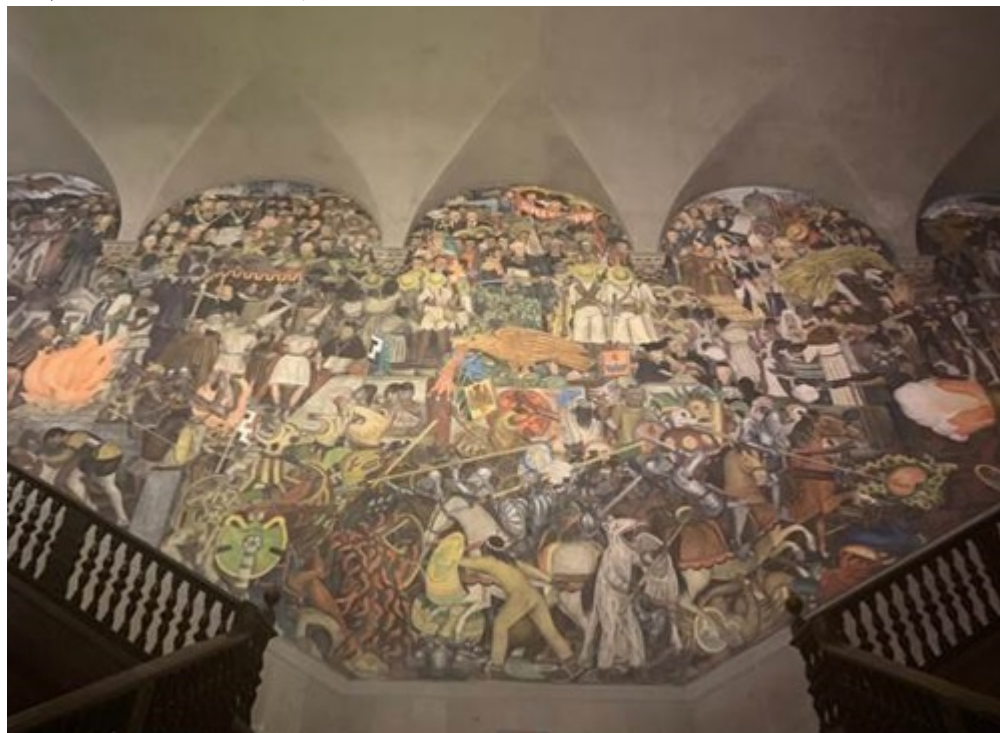
ただし、明るい材料ももちろんあります。メキシコは 1994 年のいわゆる「テキーラ・ショック」以降、堅固な財政スタンスを維持してきました。また、伝統的かつ独立性が維持された中央銀行が存在することでも知られています。低レバレッジ（対 GDP 負債比率は 45%）であることや、海外直接投資に支えられ経常赤字が小幅に留まっていること、さらに底堅い財政関連指標を踏まえ、（2002 年以降維持している）同国の投資適格の信用力は今のところ安定的であるとみています。

しかしながら、現状の短期的な政策が構造的な悪化に関連した疑念を深めることとなれば、AMLO 政権の任期中にメキシコが投資適格のステータスを失うリスクが高まる可能性は排除できません。メキシコに対して楽観的な見方を持っている投資家は、主に外的要因をその根拠としています。貿易摩擦によって、メキシコにとって非常に重要である米国市場に中国製品の参入障壁が高まり、メキシコの競争力が高まるとの見方や、米連邦準備制度理事会（FRB）の政策ミックスがよりハト派寄りになるなどの要因です。

歴史の新たな 1 ページ

財務省でのミーティングを終え、国立宮殿を離れる際、メキシコの最も有名なアーティストの一人であるディエゴ・リベラ（フリーダ・カーロの夫）による美しい壁画作品の前で足を止めました。リベラ自身は過激派の共産主義者で、様々な迫害に反発したメキシコの一般庶民を描いてきました。壁の前に立ってみると、現政権との類似性を感じざるを得ませんでした。AMLO 氏は、メキシコの歴史の新たな 1 ページを描こうとしています。政権が掲げるロゴを引用すると、「第四の体制転換」であるとのこと。その中身は、次第に明らかになることでしょう。

ディエゴ・リベラの壁画



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手数料や費用等は、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。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が、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング債アンコンストレイント戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

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（ダイレクト・レンディング戦略については、管理報酬その他管理事務に関する費用等が投資先外国籍リミテッド・パートナーシップにおいて）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ござい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、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