

# メキシコ：行き詰まりは投資チャンス

2018年3月14日



ポリナ・クルドヤフコ

パートナー  
エマーシング債チーム(コ・ヘッド)  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

## メキシコ・シティの様子



メキシコの政策当局の高官と会うのはいつも楽しみです。投資家には、彼らの語る見通しは音楽を奏でているかのように聞こえるのです。米国の一流大学（イエール、ハーバード、MIT）を卒業し、家柄もよく、メキシコが抱える問題やその解決策について熟知しています。数週間前にメキシコを訪れた際には、アレハンドロ・ディアス・デ・レオン中央銀行総裁、大統領の首席アドバイザーであるカルロス・ペレス・ヴェルディア・カナルス、ホセ・アントニオ・ゴンサレス・アナジャ財務公債相など、多くの高官とミーティングをしました。彼らがどれだけ高い労働意欲を持って働いているのかを紹介すると、大統領首席アドバイザーは、通常午前1時よりも早く仕事を終わることはない、と話していました。

これらのミーティングを通じて我々は信頼と期待を持ちました。しかし、ここで疑問となるのは、こうしたリーダーシップと豊富な人的資源を持ちながら、メキシコはエマーシング国としてのレッテルをなぜ貼られ続けているのかということです。

メキシコ資産のパフォーマンスはまちまちとなっています。現地通貨建て債は年初来で7%超上昇し、堅調に推移している一方、外貨建て債のスプレッドはほぼ横ばいとなっています（2018/3/13時点）。しかし少し長い目で見てみると、この5年間でメキシコ・ペソの価値は半分となり、スプレッドは2倍となっています。つまり、メキシコ資産には多くの悪いニュースが織り込まれていると考えています。そうしたものとして、例えば商品価格の下落、トランプ氏の大統領就任、NAFTA再交渉、これらほどの影響ではないものの今年控えている大統領選挙などが挙げられるでしょう。ブルーベイではメキシコ資産が下落した時は、投資チャンスであると捉えています。

メキシコ中央銀行は模範的な独立性を保っており、政府も財政規律を強く意識していますが、メキシコはひとつ重要な要素を欠いています。それは経済成長です。この20年間、メキシコの

平均成長率は 2.5%にしか達していません。国内の専門家は、今年の経済成長率を 1.5%から 2.0%と予想しており、2008 年の金融危機以降での最低水準に近い成長です。メキシコの経済規模は世界第 13 位となっており、GDP は 1 兆米ドルを超えています。人口は 1 億 2,300 万人ですが、世界で 15 番目の最貧国で、貧困ライン以下の人口比率は 46%です。労働人口の 57%にあたる 3,000 万人が非公式経済に就業しています。犯罪発生率はシリアに次ぐ世界第 2 位の高さです。2017 年には、過去最高となる殺人率となり、2 万 3000 人が殺されました（国際戦略研究所による）。何が問題なのでしょう。

その答えの一部は過去にありそうです。カルロス・サリナス大統領（当時）が 1994 年に北米自由貿易協定（NAFTA）にサインした時、大規模な民営化プログラムを打ち出しました。しかし、準独占的なモデルを適用した、ロシアのエリツィン政権スタイルの民営化は新興財閥を生んだものの競争力は高まりませんでした。カルロス・スリム氏（世界で最も裕福な人物の 1 人で、資産は 700 億米ドルに上ります）は 1990 年にテレフォノス・デ・メヒコ（テルメックス）の将来の利益を政府に支払うという形で同社を買収して、メキシコの電話市場全体を入手しました。経済開発協力機構（OECD）の試算によれば、2005 年から 2009 年にかけてのメキシコ経済の通信セクターにおける割高な料金とインフラ投資不足による経済的な損失額は 1,300 億米ドルに上るとされています。フォーブスが発表する世界で最も裕福な人物上位にあるメキシコの実業家 11 名は、メキシコの GDP の 13%に相当する 1,300 億米ドルの資産を有しますが、いずれの人物も旧国営企業のオーナーです。現在の大統領であるペニャ・ニエト氏は、2013 年にこうした準独占企業体制を打ち砕こうという改革に乗りだしました。その改革は概ね成功しましたが、これが堅調な経済成長に結びつくまでには何年もの時間を要するとみられます。こうした努力にもかかわらず、ペニャ・ニエト大統領に対する批判の中心が汚職問題であることは皮肉なことです。メキシコの実業家が経済や政治の決定に及ぼす影響を過小評価してはならないと考えています。メキシコはプーチン政権下のロシアとは違い、新興財閥は国によって「任命」されているわけではなく、政策決定の一端を担っています。独立した司法システムも、メキシコの経済成長にとっては必要となる要素でしょう。

最近の企業信頼感の減退は、トランプ大統領の挑戦的な公約に関係しています。NAFTA の再交渉によって、メキシコは行き詰まっています。米国はメキシコの輸出相手国として 83%を占め、1994 年の NAFTA 導入以来その金額は 6 倍に膨らみました。商品によって地域間依存は 50%から 75%の幅がありますが、NAFTA の崩壊は誰も明らかな勝者となることなく、複雑さだけをもたらすものと思われれます。NAFTA のアドバイザー・チームは、NAFTA の崩壊によってメキシコが受ける影響は甚大ではあるものの、消化できるものであると話していました。NAFTA が廃止された場合、輸出関税は一桁台前半となり、メキシコ経済には 90 億米ドルの打撃になると試算されています。さらに米国が新たに導入する輸出関税はより厳しいものになる可能性があります。最近議論の中心となっているのは、5 年ごとの合意を求めるサンセット条項や紛争解決のメカニズムに関するものになっています。メキシコが今取る最善策は議論を主導しないことです。そのため想像に難くないように、企業活動と投資は手控えられています。

経済成長がみられない別の理由に、投資適格を失う可能性があるとの懸念や 1994 年のテキサス危機による過去の痛い思い出から支出を増やすことへの恐怖心があるかもしれません。GDP に対する債務比率は 47%まで上昇しましたが、まだ警告を発するような水準ではありません。政策当局と大統領候補者は、支出を増やすことやそのことに触れることを恐れているようにみえます。中央銀行は更なる通貨下落リスクを心配し、非常にタカ派なスタンスを取っています。その結果、メキシコの実質金利はエマージング諸国のなかでも非常に高い水準と

なっており、メキシコ・ペソは資金調達のための通貨からキャリー通貨へと変わってきているとみています。銀行セクターは、経済の仲介機能としての役割を上手く果たしておらず、GDP に対するローン比率は 20%にしか達していません。エネルギー改革によって海外資本は惹きつけられたものの、国有の大企業であるメキシコ石油公社（ペメックス）は、組織再編を欠いており、財務負担が重くのしかかっていることから（売上の 70%は国のものとなります）、生産量はこの 5 年間で 25%下落しました。安全保障も何年間にも亘って大きな問題となっていますが、安全保障に割り当てられる予算は GDP の 1%に過ぎず、これはブラジルやコロンビアと比較しても 3 分の 1 の割合です。

大統領選挙に向けて主力 3 候補のキャンペーン・チームにも会いました。選挙前のキャンペーンにおいて、アンドレス・マヌエル・ロペス・オブラドール（AMLO）氏、リカルド・アナヤ氏、ホセ・アントニオ・ミード氏の各陣営は慎重な財政運営と為替レートの安定を焦点にしながら、汚職及び安全保障についても注力していくという議論が中心になりました。現地の投資家は、世論調査でリードしている左派候補である AMLO 氏の当選の可能性について警戒しています。AMLO 氏が勝利した場合、短期的にボラティリティが高まることが予想されます。現地の年金基金のほとんどは米ドル建て資産を最大限ロングしています。そのミーティングのひとつで言われたことは「強気相場においてアンダーパフォームしてもクビになることはないが、下落相場において元本毀損を防ぐことが出来なければ職を失う」というものでした。

ブルーベイでは、メキシコの行き詰まり状態に対して投資を行うことで上昇を狙うことは出来ると考えています。メキシコは何年間にもわたって困難に直面し、多くの場合明白な解決策はないように思われました。しかし、メキシコ政府機関と政策当局の強さと信用力は、数多くの外的及び内的ショックに対する耐性を見せてきました。NAFTA 交渉の話題は投資家心理の重石となっていますが、合意内容の細かい解釈に焦点が充てられているということは、メキシコ経済に大きな変化をもたらすものにはならないことを意味していると捉えています。2018 年はメキシコにとって移行の 1 年になるとみられています。メキシコは、政府機関の磐石さだけでなく、実業家たちの牙城でもあることから、新大統領がメキシコ経済の方向性を大幅に変えることは難しいかもしれません。しかし、懸念材料はすでにメキシコ資産に織り込まれていると考えています。循環的なものか構造的なものかを問わず、もし経済成長やこれまで挙げてきたリスク要因にポジティブ・サプライズがみられたら、メキシコ資産に対して多くの資金流入がみられるかもしれません。

7 月に誰が勝利しようとも、アイビーリーグで教育を受けた働き者の政策当局者がそこにいることに変わりはありません。そのため、大統領選挙が終われば、メキシコは行き詰まった状態から回復によりやく向かうかもしれません。そうなれば、優秀な実務者たちは今とは違う問題の解決策について朝早くから悩んでいることになるかもしれません。

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となります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

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をご覧ください。

#### ■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、契約資産を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等の書面の内容を十分にお読み下さい。

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（2018年3月14日）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、当社による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