

メキシコ：芝生をより青くする

2022年8月23日

ポリーナ・クルドヤフコ

パートナー、エマージング債チームヘッド、シニア・ポートフォリオ・マネジャー



あなたには思い入れのある場所がありますか？ 私にとっては、メキシコがそのような場所です。この国には素晴らしい歴史や印象的なアート、音楽、そして知的資本があるほか、これまでのキャリアで出会った最も優秀な経営者や政策立案者もいます。

最近、メキシコ・シティを訪れ、投資の観点から、沢山の星が連なっているという見通しが強化されました。コモディティ価格の上昇を背景とした経常赤字の改善、伝統的な金融政策、コモディティ価格の下支えとデレバレッジの注力による企業のバランスシートの改善等が挙げられます。しかし、メキシコ最大の石油・ガスの準ソブリン企業であるメキシコ石油公社（ペメックス）の債券を見ると、利回りは二桁に近い水準で取引されており、絶対利回りとソブリンに対する相対スプレッドは 2002 年以来的の最も高い水準にあります。これは市場のボラティリティや投資家がリスクの評価を誤っているだけなのでしょうか、それとも過去 20 年で最大の利回りの調整となった他の要因があるのでしょうか。

マクロ経済や地政学的な不確実性が広がるなか、投資家はエマージング（EM）企業やソブリンの借り手に明確なガイダンスとより高い透明性を要求しています。これを提供する準備ができていない企業やソブリンは、より高い借り入れコストやマーケットでの資金調達制限される結果を生む可能性が高いです。ペメックスは一つの例ですが、例外ではありません。コモディティ価格の上昇や政府からの暗黙の支援、デレバレッジに注力するとの明確な指針が、企業の収益性の大幅な改善につながったにも関わらず、資金調達コストの継続的な上昇に見られるように、マーケットは同社のストーリーに対して慎重な姿勢を維持しています。市場の価格にはこの改善が反映されていません。なぜでしょうか？

その答えは、投資家の最重要課題である ESG（Environmental, Social, Governance）の三文字にあります。情報開示と ESG の基本的原則の遵守が欠如していることで、多くの投資家は同国最大の準ソブリン企業への投資を諦めているのです。20 年間に亘り同企業を分析してきましたが、食い違いの理由を理解するために、企業及び政策立案者と投資家の両者に会い、この節目にエンゲージメントを増やすことが重要であると考えました。どの企業も ESG の枠組みの中で一定の課題に直面していますが、ペメックスの場合、ESG の原則の遵守が欠如しているというよりは、情報開示の欠如がハードルになっていると見ています。経営陣の積極的な取り組みに勇気づけられましたが、最終的にはどのような成果がもたらされるかにかかっているでしょう。

良いニュースは、債券保有者として、我々は単独ではないということです。銀行セクターの同社への最大の融資先も、融資を継続するための重要な条件として ESG コンプライアンスを掲げています。国内の年金基金も同様に、透明性の欠如を懸念しており、同社に行動をもってエンゲージメントを促しています。今回は、すべての債権者の利害が一致しています。決死の状況には、決死の措置が必要です。ペメックスの場合、今こそ ESG に取り組むべき時でしょう。直面する課題というのは、解決が難しいことが通例ですが、今回のケースは、投資家の信頼と支持を取り戻すために、同社が比較的簡単に取り組める低い位置にぶら下がっている果実がたくさんあると考えています。例えば、国連グローバル・コンパクトの原則の遵守に署名することや年次サステナビリティ・レポートを英語で、そして短いタイムラグで発行することなどの基本的な取り組みが含まれます。

経験から、「水を撒いたところの芝生のほうがより青々と茂る」と言われるように、投資家は ESG における進展が見えるクレジットを好むことが分かっています。実際に、情報開示に関する規制の監視が強化され、エンゲージメントの成果に対する証明への要求が高まるにつれて、最初のスクリーニングにおいて、ESG 指標で遅れをとっている発行体がポートフォリオへ組み入れられることがますます困難になるリスクがあります。

企業側への報酬は、投資家の要求に応えることで、資金調達コストが大幅に削減されることでしょう。国内資産残高の推移を見ると、国内年金基金の運用資産額は GDP の 20% 相当から 2030 年までに 50% に増加することが予定されています。これは年金受給額を年間約 2% ポイント増加させるという規制の変更を背景としており、これは年間約 400 億米ドルに相当します。

企業だけでなく、国全体が関わる問題です。世界的な混乱のなかにあります。相対的に見れば、メキシコは他の国々と比べてかなり優位な立場にあります。十分な国内資本があることは前向きな進展ですが、コストの観点からも適切なポジションにあることも重要なポイントです。メキシコの人件費は米国の約半分、石油価格は米国の 4 分の 1 であることから、ポートフォリオ投資家だけでなく、外国直接投資 (FDI) においても魅力的な投資先となる可能性があります。

とはいえ、ニアショアリングのトレンドに関するポジティブなニュースがあるにもかかわらず、投資家は同国への FDI をコミットすることに対して慎重な姿勢を維持しています。Apple のような世界的大企業が中国から生産拠点を分散させようとする時、メキシコよりもベトナムやインドが好まれるようです。なぜでしょうか？それは、現大統領が採用した反外国人投資家の姿勢が影響しており、例えば、メキシコが石油生産を拡大するために切実に必要とされている権益譲渡 (ファーム・アウト) に、外国人投資家の参加が容認されていないことがあります。これは、メキシコのデフォルトした債券を保有するポートフォリオ投資家も同様の経験をしています。他の EM 国の平均回収率は 1 ドル当たり 40 セント近い水準にあるのに対して、メキシコ企業のリストラの実施による回収率は歴史的に最も低い 1 桁台となっています。

メキシコは、ポートフォリオ投資家や直接投資家の双方にとって魅力的なリターン機会を提供する可能性がある一方で、これらの投資家がさらに関与するために、まずコーポレート・ガバナンスや透明性、環境リスクなどの重要なテーマについて説明を要求する (必要とする?) と見えています。

メキシコは私にとって特別な国ですが、投資先として同様の地位を得るためには、「自国の芝生をより青くする」努力をする必要があります。アクション・プランの多くは比較的簡単に達成できるため、政策立案者や経営層の双方が我々の助言を受け入れ、ESG の状況における改善の兆しを共有し始めることを期待しています。





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となります。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。

ロング・オンリー戦略

(年率、税抜き)

| 投資対象 | 投資適格債 | マーキング債 | レバレッジ・ファイナンス | 転換社債 |
|-------------|-------|--------|--------------|-------|
| 運用管理報酬 (上限) | 0.40% | 0.70% | 0.70% | 0.65% |

オルタナティブ戦略

(年率、税抜き)

| 運用戦略 | トータル・リターン | 絶対リターン |
|---------------|---------------|---------------|
| 運用管理報酬 (料率範囲) | 0.50% - 1.10% | 0.90% - 1.35% |
| 成功報酬 (料率範囲) | 0.00% - 20.0% | 0.00% - 20.0% |

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、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