

PEMEX(メキシコ石油公社; MDY B1/S&P BBB)の
クレジット評価と社債投資戦略チーフ・インベストメント・
ストラテジスト

上田 祐介

ジュニア・マーケット・
ストラテジスト

ロペス ペニエル

[本レポートのサマリー]

本レポートでは、PEMEX の経営状況と政府支援に関する格付機関別のスタンスを確認し、社債相場の現状を踏まえた同社債券に対する投資戦略を提案する。

2. PEMEX の概要 p. 1

PEMEX はメキシコでエネルギー関連の上流から下流からまで の様々なバリュー・チェーンを一体で運営している巨大企業であり、政府が 100%の株式を保有する国営企業。

3. PEMEX の生産状況 p. 1

PEMEX が抱えていた2つの構造的な問題; (i)石油埋蔵量の枯渇と生産量の減少、(ii)精製設備の低稼働率による逆ザヤのガソリン輸入と資金流出要因、は相当解消

4. PEMEX の連結決算と財務動向 p. 5

PEMEX は、FY2015 ~ FY 2021 まで 7 期にわたり当期純損失を継続していたが、FY2022 には黒字に転じた。ただし、黒字転換の要因は、増産効果だけではなく、原油相場の上昇がより大きく寄与。FY2022 Q4 四半期では、営業赤字で EBITDA も急減。巨額の債務超過と高水準の有利子負債が継続しており、財務の改善には時間を要する状況。

5. PEMEX への強力な政策支援 p.9

AMLO 大統領と与党連合は、PEMEX に対する支援と、国家主導での再生を継続的に支援、2019-2022 の間にも多くの財務支援策を適用。AMLO 大統領は、2023 年中に発生する PEMEX の債務への支払いに対し「完全な支援」の提供を約束。

6. PEMEX の信用力評価の考え方 p.11

PEMEX の信用力評価は、以下の2つの観点から考える必要がある。

- (i) 同社の単独の経営指標・財務体質(ムーディーズが重視)と、
 - (ii) メキシコ政府や政策との強固な一体性(S&P が重視)との、
- 現政権の下で現在のような政府部門との一体性が継続する限り(2024 年末まで)、PEMEX の信用リスクは基本的に安定的に推移しやすい。

ただし、潜在的な長短2つのリスク要因については、一定程度の配慮必要。(i)短期の外部潜在リスク要因として米ドル市場における短期金融市場の混乱が顕在化すれば、社債スプレッドの拡大影響を受けやすい、(ii) 中長期の潜在リスク要因として、2024 年末の次回の選挙で政権が交代し、かつその後メキシコ政府の信用力が大幅に低下した場合には、PEMEX の信用リスクが高まる潜在リスクも

7. PEMEX 社債の投資評価 p.13

スプレッド・カーブの期間構造から、2027 年 9 月償還(利率 9.5%)の社債は、PEMEX の他の社債より比較優位が存在。入れ替え戦略の対象としても有効。

5バリューアセット アナリスト・レポート

PEMEX(メキシコ石油公社; MDY B1/S&P BBB)のクレジット評価と社債投資戦略

5バリューアセット チーフ・インベストメント・ストラテジスト 上田 祐介

1. 本レポートの目的

2023年2月27日、メキシコ石油公社(Petróleos Mexicanos、以下、PEMEX)では、2022年度(2022年12月期)の通期決算を公表した。本レポートでは、PEMEXの経営状況と政府支援に関する格付機関別のスタンスを確認し、社債相場の現状を踏まえた同社債券に対する投資戦略を提案する。

2. PEMEXの概要

[ポイント]

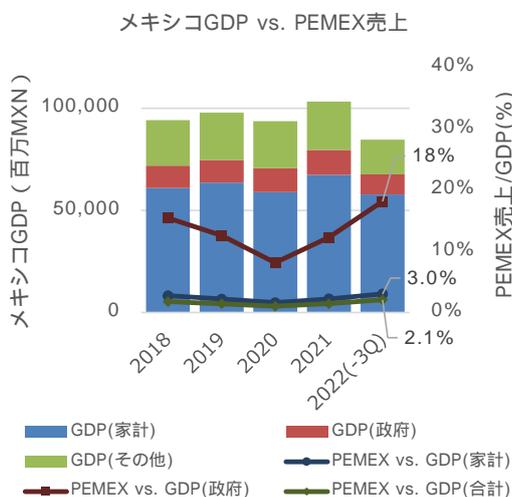
- PEMEXは、メキシコで、エネルギー関連の上流から下流までの様々なバリュー・チェーンを一体で運営している巨大企業であり、政府が100%の株式を保有する国営企業
- PEMEXは、年間売上高がメキシコGDPの約2.1%、政府支出総額の約18%の規模を占める。
 - 同社の経営施策はメキシコ政府の政策とある程度の一体性を伴って運営。

PEMEXは、メキシコで、エネルギー関連の上流から下流までの様々なバリュー・チェーンを一体で運営している巨大企業であり、政府が100%の株式を保有する国営企業

PEMEXは、メキシコ政府が100%の株式を保有する国営企業である。同社では、エネルギーに関連したさまざまな事業について、上流事業である探査・生産、中流事業である精製、工業製品への加工、下流事業であるエネルギー関連製品のマーケティング、物流まで、業界のバリュー・チェーン全体を通じて一体で運営しているメキシコ内の巨大企業である。PEMEXでは毎年大規模な探鉱および抽出プロジェクトを実施し、約6万バレル/日の石油、8万立方フィート/日以上天然ガスを生産している。同社は9つの製油所、83の石油化学コンビナート、10のガス処理コンプレックスを保有し、複数の石油精製製品を生産しており、さらには国内に10,000を超えるサービス・ステーションを保有している。

PEMEXのメキシコ経済におけるプレゼンスについて確認するため、以下の図表1にはPEMEXの年次売上高のメキシコGDPに占める割合を、図表2にはメキシコ内の原油生産に占めるPEMEXのシェア(FY2021 Q3時点)を示した。

図表1 PEMEXの年次売上高とメキシコのGDP比較



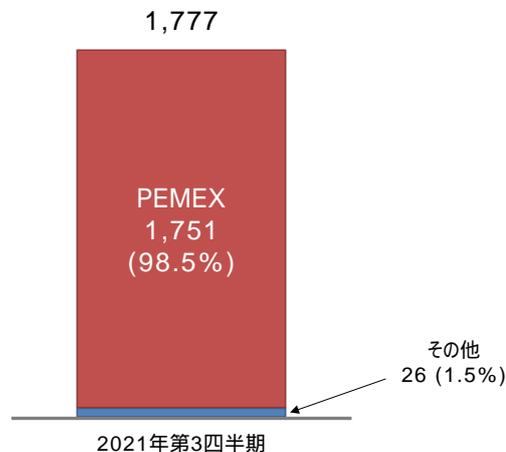
出所: Bllloomberg データより5バリュアセットで作成

PEMEX は、年間売上高がメキシコ GDP の約 2.1%、政府支出総額の約 18%の規模を占める巨大企業。同社の経営施策はメキシコ政府の政策とある程度の一体性を伴って運営

メキシコの2022年Q1~Q3の累計GDPが84,640(10億ペソ)、うち政府支出分が9,724(10億ペソ)、家計消費分が57,844(10億ペソ)であるのに対し、PEMEXの同年Q3までの累計売上高は1,764(10億ペソ)と、それぞれに対し2.1%、18%、3.0%に達している(図表1)。また、PEMEXはメキシコ内の原油生産の98%以上のシェアを占めている(図表2)。その他、メキシコ内におけるガソリンの小売販売はPEMEXの専売となっている。

このように、メキシコの経済・産業構造の中で、その巨大な規模の面からも極めて重要な存在であり、同社の経営施策はメキシコ政府の政策とある程度の一体性を伴って運営されざるを得ない存在となっている。

図表2 メキシコの原油生産量に占めるPEMEXの割合(単位:1000バレル/日)



(注) 2021年第3四半期以降、公表なし
出所: PEMEX, "Preliminary Results at September 30, 2021"より5バリュアセットで作成

3. PEMEX の生産状況

[ポイント]

- PEMEX が抱えていた2つの構造的な問題
 - (i)石油埋蔵量の枯渇と生産量の減少、
 - (ii)精製設備の低稼働率に起因した逆ザヤのガソリン輸入と資金流出
- これらの問題は、現大統領就任後の石油事業への積極支援策によりいずれも解消に向け進展。探査により埋蔵量は増加、エネルギー資源の FY2022 における生産量は前年比+5%、石油製品の生産量は前年比+39.3%、とそれぞれ増加。

PEMEX が抱えていた2つの構造的な問題 (i)石油埋蔵量の枯渇と生産量の減少、 (ii)精製設備の稼働率が逆ザヤのガソリン輸入が資金流出要因に

これらの問題は、現大統領就任後の石油事業への積極支援策によりいずれも解消に向け進展

ここでは、PEMEX の生産状況について確認する。PEMEX では、エネルギー生産(特に石油)と製品販売のバリュー・チェーンにおいて、過去から2つの構造的な問題が指摘されていた。(i)一つ目は、石油埋蔵量の枯渇により生産量も急速に減少しつつあった問題、(ii)もう一つは、老朽化した国内精製設備の稼働率が上がらず海外に原油を輸出して割高なガソリンを輸入し安価に国内で販売しなければならない、という逆ザヤ問題、であった。しかし、これら2つの経営課題は現政権・現経営陣の下で、いずれも解決に向かいつつある。

(i). メキシコの原油生産状況

過去(2018年頃)の予想では、メキシコの原油埋蔵量は減少に向かっており、生産量もこれに伴い減少を続けるとの見通しが PEMEX により示されていた。しかし、その後、現政権が進める PEMEX の石油事業の再建策の下で、新たな探査が進み埋蔵量も増加、さらに新たな油井の稼働もあり、同社の石油等の算出量は FY2020 対比で+5%以上増加した(図表 3、4)。FY2018 頃の予想生産量と比べても生産実績は上方修正されて増産に転じている。

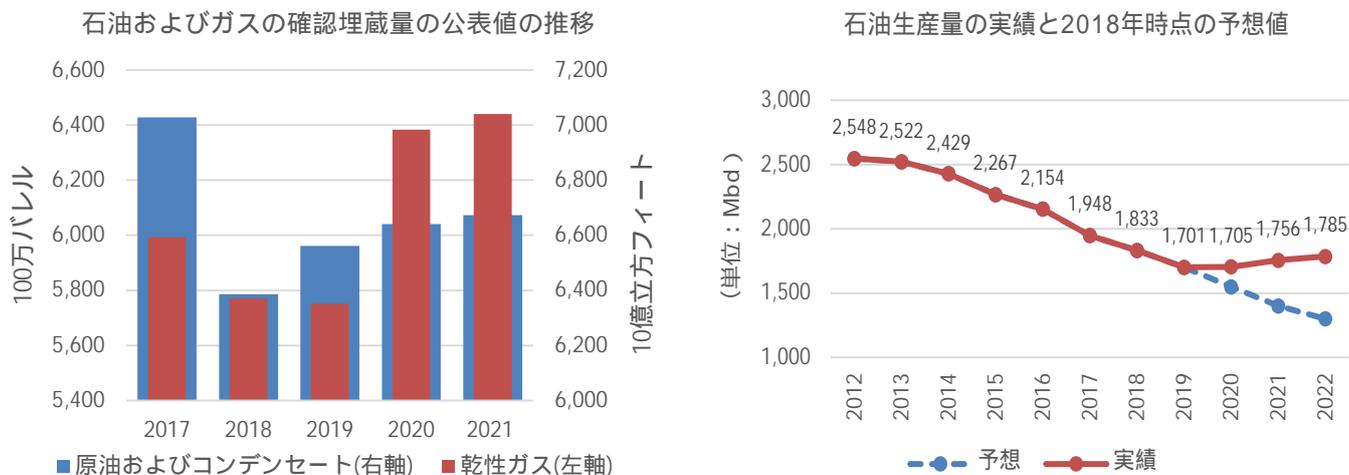
図表 3 PEMEX の年次連結損益計算書のサマリー

	2020 公表値		2021 公表値	2022 公表値	増加率	
	2019	2020	2021	2022	2020	2022
上流事業						
炭化水素総量 (Mboed)	2,405	2,396	2,453	2,515		5.0%
総原油生産量 (Mbd)	1,720	1,725	1,769	1,796		4.1%
PEMEX 生産量	1,703	1,706	1,748	1,776		4.1%
原油、コンデンセート	1,684	1,686	1,736	1,764		4.6%
その他のコンデンセート (Mbd)	20	20	13	11		
事業パートナー生産量	17	19	21	20		
天然ガス生産量 (MMcfd)	4,894	4,852	4,746	4,768		-1.7%
PEMEX 生産量	4,816	4,762	4,671	4,693		-1.4%
事業パートナー生産量	78	90	76	75		-16.9%
下流事業						
乾性ガス生産量 (MMcfd) ⁽⁴⁾	2,304	2,237	2,070	2,258		1.0%
液化天然ガス (Mbd)	221	207	171	161		-22.5%
石油製品 (Mbd) ⁽⁵⁾	612	591	714	824		39.3%
石油化学製品 (Mt)	1,632	1,381	1,364	1,305		-5.5%

(注) 過年度決算から次年度公表時にかけての遡及修正は反映していない。

出所: PEMEX 開示資料より5バリューアセットで作成

図表4 PEMEX の開示埋蔵量、当初生産計画からの生産実績推移

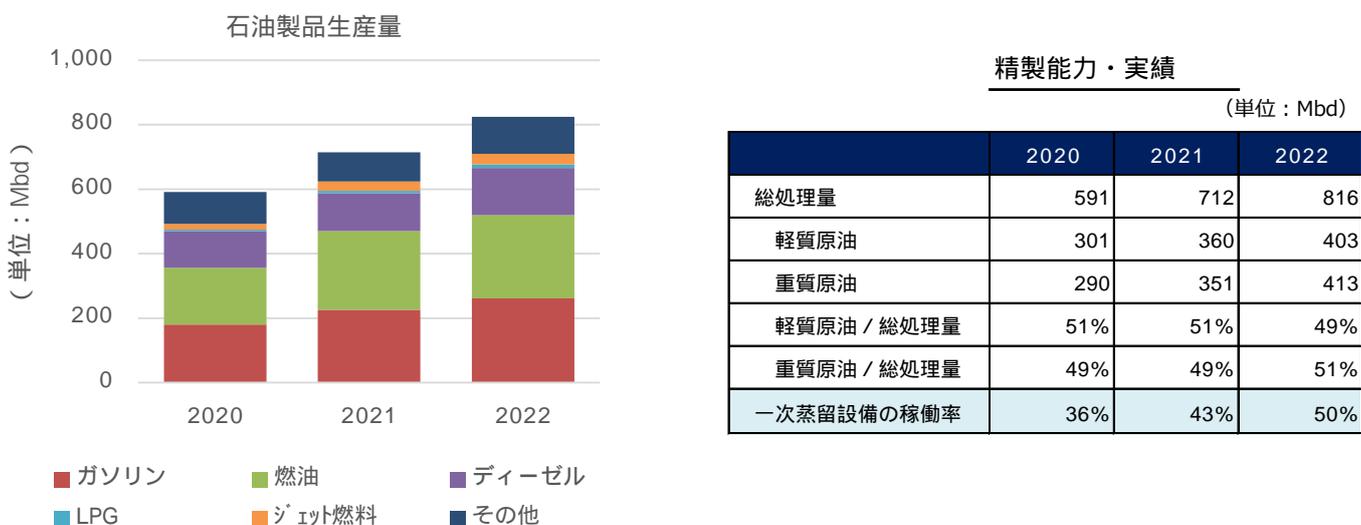


出所：PEMEX 開示資料より5バリューアセットで作成

(ii). メキシコのガソリン生産を含む精製状況

過去には、PEMEX の蒸留設備の稼働率が低く、原油を輸出して海外で精製し割高なガソリンを輸入して専売事業者である PEMEX が安価に国内供給をしなければならなかったことが同社の資金流出の一因であった。しかし、現政権下のイニシアチブで国内精製設備の補修などが進み、さらに 2021 年 5 月にはロイヤル・ダッチ・シェルが米国テキサス州ディアパークで PEMEX と共同所有していた製油所の同社持分約 50% を PEMEX に売却し、PEMEX が同製油所の 100% の権益を取得した。この結果、2022 年の蒸留設備稼働率は 50% まで上昇、ガソリンなどの石油製品生産量も大幅に増加した(図表 5)。この結果、メキシコのガソリン輸入量も実質 0 まで低下した(自社設備からの輸入を実質 0 とみなした場合)。

図表5 PEMEX の開示精製量/稼働率の推移



(注) 過年度決算から次年度公表時にかけての遡及修正は反映していない。

出所：PEMEX 開示資料より5バリューアセットで作成

4. PEMEX の連結決算と財務動向

[ポイント]

- PEMEX は、FY2015～FY 2021 まで 7 期にわたり当期純損失を継続していたが、FY2022 には黒字に転じていた。
- 黒字転換の要因には、増産効果だけではなく、原油相場の上昇がより大きく寄与。
- 原油価格のピークアウト後の FY2022 Q4 には、EBITDA の水準も、過去 8 四半期で最低水準まで低下していた。また、FY2022 下半期累計でも当期純損失と、再び赤字決算に転じていた。抜本的な利益構造の改善には時間がかかる状況。

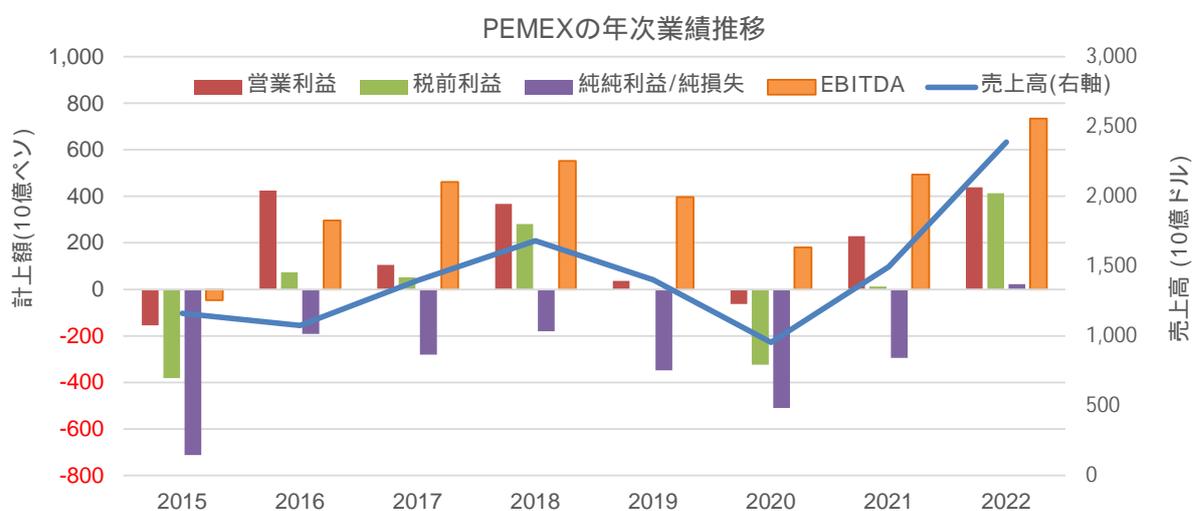
ここでは、PEMEX の決算が示す傾向について確認する。

.PEMEX の損益動向

以下の図表 6 には PEMEX の連結損益計算書主要科目の年次推移を、図表 7 には同四半期推移を、それぞれ抜粋した。

図表 6 PEMEX の年次連結損益計算書のサマリー

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
売上高	1,162	1,074	1,397	1,681	1,402	954	1,496	2,387
営業利益	-154	424	105	367	37	-63	229	439
営業利益/売上高	-13%	40%	7%	22%	3%	-7%	15%	18%
金融コスト	-74	-85	-101	-110	-128	-131	-161	-156
為替差損益	-155	-254	23	24	87	-129	-46	130
税前利益	-381	73	52	281	-4	-323	13	413
税前利益/売上高	-33%	7%	4%	17%	0%	-34%	1%	17%
税金 (DUC含む)	-332	-265	-333	-462	-344	-186	-307	-390
税金/売上高	29%	25%	24%	27%	25%	19%	21%	16%
純純利益/純損失	-713	-191	-281	-180	-348	-509	-295	23
EBITDA	-47	297	462	552	397	180	493	734



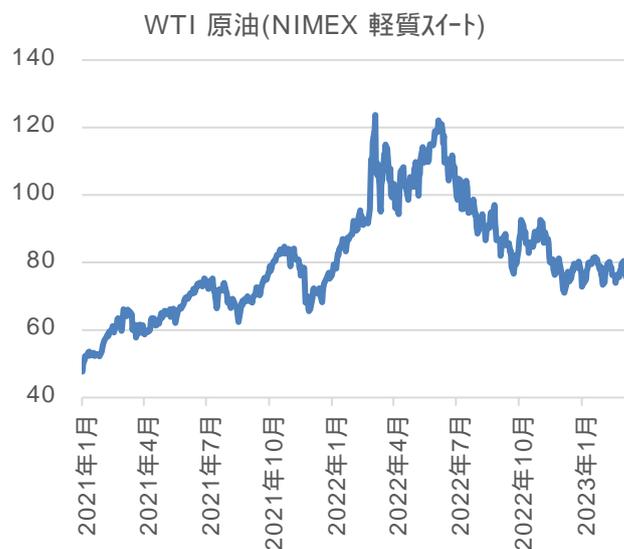
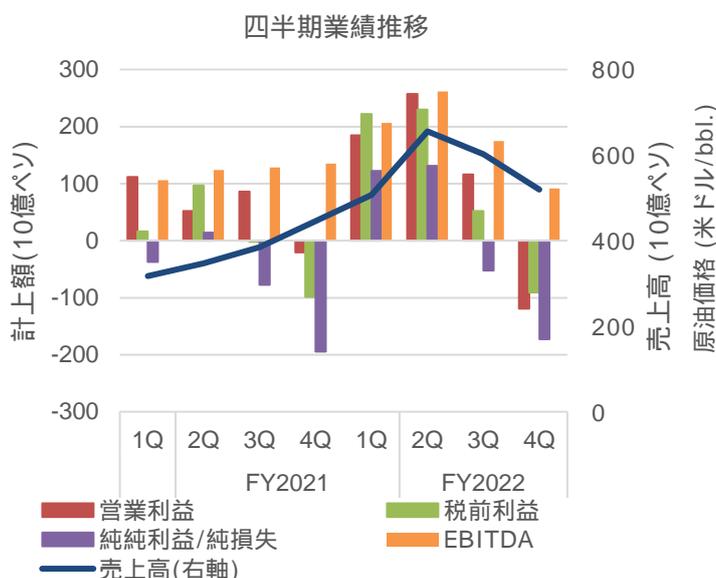
出所: PEMEX 開示資料より5バリュースセットで作成

PEMEXのFY2022の業績は、年次で見れば大幅な増収増益。しかし増産効果だけでなく、原油相場の上昇がより大きく寄与。FY2022 Q4には相場下落を受け、EBITDAの水準も過去8四半期で最低水準まで低下

PEMEXの業績を年次推移でみるとFY2015～FY2021まで7期にわたり当期純損失を継続していたが、FY2022には黒字に転じていた。FY2022 通年のPEMEX決算では売上高、営業利益、EBITDAのいずれも大幅な増収増益となり、過去8期で最高水準に達していた(図表6)。一方で、四半期推移でみると、FY2022 Q1～Q3において売上高は前年比で約1.6～1.9倍程度まで増えていたが、これは原油の拡大による増産効果(約+15%)も寄与していたものの、原油相場(WTI平均スポット価格+51%、Q1～Q3平均で比較)に連動した要因の寄与はより大きい。この結果、増産にも関わらず、原油価格のピークアウト後のFY2022 Q4には、営業利益は赤字化、EBITDAの水準も過去8四半期で最低水準まで低下した。また、FY2022 下半期通期も当期純損失と、再び赤字決算に転じていた。(図表7)。

図表7 PEMEXの四半期連結損益計算書のサマリー

	FY2021				FY2022			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
売上高	318	347	385	446	507	655	602	519
営業利益	111	52	86	-21	184	257	116	-119
営業利益/売上高	35%	15%	22%	-5%	36%	39%	19%	-23%
金融コスト	-37	-35	-41	-49	-24	-47	-55	-29
為替差損益	-57	80	-47	-22	62	20	-9	58
税前利益	16	96	-2	-98	222	230	52	-91
税前利益/売上高	5%	28%	0%	-22%	44%	35%	9%	-18%
税金(DUC含む)	-54	-82	-75	-96	-100	-99	-104	-82
税金/売上高	17%	24%	20%	22%	20%	15%	17%	16%
純利益/損失	-37	14	-77	-195	122	131	-52	-173
EBITDA	106	124	128	135	206	262	174	91



出所: PEMEX 開示資料より5バリュースセットで作成

.PEMEX の財務動向と CF の状況

[ポイント]

- PEMEX では、長年にわたる赤字決算の影響もあり、巨額の債務超過が継続。累積損失は減少に向かいつつあるが、解消には程遠い状況。
- ネット有利子負債は徐々に減少してはいるものの、依然として巨額。特に、短期の金融債務の構成比が増えつつある点には注意を要する。
- FY2022 のネット有利子負債/EBITDA 倍率は、FY2022 に 2.8 倍まで改善したが、現状の原油相場が続けば FY2023 に再度 4 倍以上に戻る可能性も。

以下の図表 8 には PEMEX の貸借対照表、財務比率、キャッシュフローの状況に関する年次推移を抜粋した。同図表が示す傾向を以下に列挙する。

[バランスシートの傾向]

- 長年にわたる赤字決算の影響もあり、PEMEX では巨額の債務超過が継続。累積損失は減少に向かいつつあるが、解消には程遠い状況
- ネット有利子負債は徐々に減少してはいるものの、依然として巨額。特に、短期の金融債務の構成比が増えつつある点には注意を要する。
- 現預金の保有額は短期金融負債の 2 割以下に留まる。
- FY2022 の EBITDA(自力の返済能力) はようやく短期金融負債残高を超えたが、原油価格が低下している中、FY2023 の EBITDA が落ち込む可能性があり、要観察。FY2022 のネット有利子負債/EBITDA 倍率は、FY2022 に 2.8 倍まで改善したが、現状の原油相場が続けば FY2023 に再度 4 倍以上に戻る可能性もある。

[キャッシュフローの傾向]

- 増産のドライバーとなる投資額は増加傾向にあり、フリーCF はマイナスを継続。設備投資の増加により投資 CF と設備の資産計上額も増加傾向。
- 一方、FY2022 通年では財務 CF(新規の借入/起債)への依存度が圧縮
- 今後の償却費の増加により、FY2023 にもさらなる営業費用の増加が見込まれる。EBITDA と営業利益の差異は拡大する可能性も。

ここまで示した通り、PEMEX の損益や EBITDA の水準は大幅に改善していたが、過去からの累積で生じた債務超過状況や巨額のネット有利子負債の残高が速やかに解消する状況にはない。同社の財務運営においては、既存債務の借換え等により円滑な資金運営を行いながら、時間をかけて財務体質を改善していく必要がある。

ただし、PEMEX には、政府による強力な財務や制度上の支援が行われており、現政権下において資金が不足する事態は、生じにくい状況にある。次のセクションで、PEMEX に対する同種の支援内容について確認する。

図表 8 PEMEX の年次連結損益計算書のサマリー

PEMEXの貸借対照表

(単位：10億ペソ)

	2020	2021	2022
資産合計	1,928	2,052	2,174
流動資産	330	458	529
現金および現金同等物	40	77	64
固定資産	1,599	1,594	1,645
油井、パイプライン、不動産、プラントおよび設備	1,276	1,275	1,365
負債合計	4,333	4,222	4,015
短期債務	772	923	920
短期金融債務	391	492	466
長期債務	3,561	3,299	3,095
長期金融債務	1,868	1,757	1,626
資本合計	-2,405	-2,170	-1,841
負債および資本合計	1,928	2,052	2,174

PEMEXの財務指標

ネット有利子負債 (a)	2,219	2,173	2,027
EBITDA (b)	180	493	734
ネット有利子負債/EBITDA倍率 (= (a) / (b))	12.3	4.4	2.8
自己資本比率	-124.7%	-105.7%	-84.7%
有利子負債に占める短期負債比率	17.3%	21.9%	22.3%

PEMEXのキャッシュフローの状況	2020	2021	2022
営業キャッシュフロー	65	189	362
投資キャッシュフロー	-141	-262	-379
フリーキャッシュフロー	-76	-73	-18
財務キャッシュフロー	47	99	10
現金および現金同等物(期末)	40	77	64

出所：PEMEX 開示資料より5バリュアセットで作成

5. PEMEX への強力な政策支援

[ポイント]

- AMLO 大統領と与党連合は、PEMEX に対する支援と、国家主導での再生を継続的に支援、2019-2022 の間にも多くの財務支援策を適用。
- 現与党は、2021年6月6日に実施された中間選挙において、憲法改正を可能とする 2/3 には達しなかったものの、与党連合としては過半数を十分に上回る議席を確保。次の大統領及び議会選挙の結果が出る 2024年12月までは現在の政策スタンスは維持されやすい。
- 2023年1月末の会見で AMLO 大統領は、2023年中に発生する PEMEX の債務への支払いに対し「完全な支援」の提供を約束。

PEMEX の信用力を考える上では、特に現政権による PEMEX への強力な支援体制を考慮する必要がある。以下で、これまでの政策スタンスを概観する。

2018年12月に就任したアンドレス・マニエル・ロペス・オブラドール（以下、AMLO）現メキシコ大統領は、前職のペニャ・ニエト政権時とはエネルギー政策を大きく変更、石油分野の民間開放政策を転換し、メキシコ政府の直接介入による石油産業の再生を重要な政策目標とした。2018年12月に国家炭化水素生産計画を公表、タバスコ州ドス・ボカス新石油精製所の建設を進め、PEMEX の財務体質改善のために 2019年2月と7月の2度、大規模な公的資金注入を実施、2018年に日量 166 万バレル程度まで落ち込んでいた石油生産量の大幅な回復を目指してきた。

AMLO 大統領が率いる与党である国家再生運動(MORENA)は、2021年6月6日に実施された中間選挙において、憲法改正を可能とする 2/3 には達しなかったものの、与党連合としては過半数を十分に上回る議席を確保した。この直前の5月24日には、シェルから米国テキサス州ディアパークの製油所の持分譲渡を受け、2023年のガソリン国内需要のほぼ全量を自国企業の設備で生産できる体制となっている。こうした状況から、PEMEX のメキシコ政府による強力な支援と関与による国内石油事業の立て直し方針が、現政権下において見直される可能性は極めて低い状況にあり、次の大統領及び議会選挙の結果が出る 2024年12月までは、現在の政策スタンスは維持されやすい。

こうした、PEMEX を国内経済政策の柱の一つとして重視する政策を推進する上では、過去から財務上の懸念を抱えてきた、PEMEX に対する財務支援(資金調達支援)は不可欠であった。以下の図表 9 には、メキシコ政府による PEMEX への強力な財務支援事例を示した。同図表が示す通り、現 AMLO 政権は、PEMEX に対し強力な財務支援を継続的に提供してきた。2023年1月末の会見で AMLO 大統領は、2023年中に発生する PEMEX の債務への支払いに対し「完全な支援」を提供するとともに、「PEMEX の債務をメキシコの政府債務に移転する」ことで、PEMEX の財務問題を解消する可能性についても、直接言及¹していた。このように、メキシコ政府と PEMEX の政策的一体性と、政府による PEMEX の資金調達における財務面での強力な支援関係に変化はない。

AMLO 大統領と与党連合は、PEMEX に対する支援と、国家主導での再生を支援

次の大統領及び議会選挙の結果が出る 2024年12月までは現在の政策スタンスは維持されやすい

2019-2022 の間にも多くの財務支援策を適用

AMLO 大統領は、2023年中に発生する PEMEX の債務への支払いに対し「完全な支援」の提供を約束

¹ [“Mexico giving 'complete support' to Pemex, has plan for 2023 debt payments”](#), 2023/1/28, Reuters

図表9 PEMEX に対するメキシコ政府主導による財務支援例

財務 支援 関連	2019/2	2019年2月、アンドレス・マヌエル・ロペス・オブラドール大統領は、Pemex に対する最初の支援(業務合理化のための52億ドル(1,000億ペソ))の拠出を発表	(メキシコ競争力研究所 IMCO、2021/12/06 当社抄訳)
	2019/7	AMLO大統領は、メキシコ石油公社 (PEMEX) への公的資金の注入と減税支援を発表。財務公債相、エネルギー相などで構成するPEMEX運営審議会が「事業計画2019～2023」を満場一致で承認したことを受けたもの。事業計画2019～2023では、浅水および地上の油田の探査への投資を倍増させる原資として、2019年には政令を公布、PEMEXが国庫に納付する石油生産にかかる税金を300億ペソ(約1,710億円、1ペソ=約5.7円)削減。また、炭化水素資源収入法を改正し、共有利益税の税率を同時点の65%から2021年までに54%に引き下げ(減税効果は2年で1,280億ペソ)。さらに国庫から公的資金を資本注入する。2020～2022年の累計で1,410億ペソ。総支援額は2,990億ペソ。	PEMEX Business Plan 2019-2023
	2021/3	メキシコ連邦政府は2021年3月、現政権で国債となるPemexの債務償却費として64億1200万ドルを支払うことを発表。	(メキシコ競争力研究所 IMCO、2021/12/06 当社抄訳)
	2021	メキシコ連邦政府は、PEMEXの財務支援のために、既存の債務の返済期限延長するための債券売却計画を35億ドル(約735億ペソ)規模で実行した。財務省と公的信用省によって発表されたこのオペレーションは、ペメックスのドル債(2024～2030年満期)保有者に対し、新たな10年債と現金の組み合わせで交換するオプションを提供し、さらに2044年から2060年までに満期を迎える債券を買い戻す内容となっていた。同様に、額面以下の特定のペメックス社債を買い戻すことで返済負担を減らすことも含まれていた。	
DUC 関連	2019/12	2019年12月: 2020会計年度に割り当てで販売された石油からの収入に対して Pemex に請求される共有ユーティリティ (DUC) に対する権利を65%から58%に削減(定期支払い負担が減少)。	(財務: 公的信用省 (SHCP: Secretariat of Finance and Public Credit) メキシコ、2020/09/07 当社抄訳)
	2020/12	2020年12月: 所得法が再度修正され、Pemexの共有効用(DUC)に対する権利が54%に引き下げ。	
	2020/9	2020年9月: 共有ユーティリティ(DUC)に対する権利を40%に引き下げる提案を議会に送付、翌年の時点でもこの率を維持。	

出所: 各資料より5パリュアセットで作成

6. PEMEX の信用力評価の考え方

[ポイント]

- PEMEXの信用力評価は、以下の2つの観点から考える必要がある。
 - (i) 同社の単独の経営指標・財務体質(ムーディーズが重視)、
 - (ii) メキシコ政府や政策との強固な一体性(S&Pが重視)、
- 現政権の下で現在のような政府部門との一体性が継続する限り(2024年末まで)、PEMEXの信用リスクは基本的に安定的に推移しやすい
- 潜在的な長短2つのリスク要因については、一定程度の配慮をしておく必要がある。短期の外部潜在リスク要因(米ドル市場における短期金融市場の混乱)が顕在化すれば、社債スプレッドの拡大影響を受けやすいこと。中長期の潜在リスク要因は、政権交代に起因した政治リスク。(i)2024年末の次回の選挙で政権が交代し、かつ(ii)その後メキシコ政府の信用力が大幅に低下した場合には、PEMEXの信用リスクが高まる潜在リスクも(これらが、同時に実現した場合のみ)

PEMEXの信用力評価は、

- (i) 同社の単独の経営指標・財務体質(ムーディーズが重視)と、
- (ii) メキシコ政府や政策との強固な一体性(S&Pが重視)の、2つの観点から考える必要がある。

両格付機関の間で、信用格付評価は完全に分かれた状態

現政権の下で現在のような政府部門との一体性が継続する限り(2024年末まで)、PEMEXの信用リスクは基本的に安定的に推移しやすい

短期の外部潜在リスク要因(米ドル市場における短期金融市場の混乱)が顕在化すれば、社債スプレッドの拡大影響を受けやすい

PEMEXの債券の信用力や投資価値を考える上で、企業単独ではなく、政府や政策との関係を考慮しなければ、同社の信用力に対する適切な評価を行うことはできない。

PEMEXの社債への投資評価にあたっては、(i) 同社の単独の経営指標・財務体質と、(ii) メキシコ政府や政策との強固な一体性の、2つの観点から考える必要がある。前者から見ればPEMEXには脆弱性がある一方、後者から見ればメキシコ政府からの強いサポートが期待できる。

信用力の考え方は、信用格付機関においても全く異なるスタンスが採られている。ムーディーズでは、PEMEX単体の財務状況を重視し、同社の財務構造が示す短期の資金流動性の不安定性から、PEMEXの信用格付けを2020年~2022年にかけて投資適格(Baa3)から5ノッチ引き下げ投機級格(B1)までの格下げを実施している。一方で、PEMEXの資金調達には、同国のAMLO大統領が進めるエネルギー政策の中で、同国政府のイニシアチブによる直接的な支援が行われており、S&Pではこうした政策面での一体性を強く評価、2020年3月に投資適格内でBBB+格からBBB格に格下げした後は、格付け見通しも「安定的」として同格付けを維持している。(なお、ここでの格付は外貨建て債務発行体格付を参照)

では、PEMEX社債への投資評価をどのように考え、どのような投資戦略が有効となるだろうか。基本的に現政権の下で現在のような政府部門との一体性が継続する限り(2024年末まで)、PEMEXの信用リスクは基本的に安定的に推移しやすい。しかし、潜在的な長短2つのリスク要因については、一定程度の配慮をしておく必要があるだろう。

1つ目は短期的な市場リスク要因となる。米ドル市場における短期金融市場の混乱の可能性だ。シリコンバレー銀行の破綻に端を発した、米国国内銀行の流動性懸念やこれから実施されるFDICなどによる各米国国内銀行への臨時の検査などは、米ドルの短期市場に一時的なストレスを与えやすい。PEMEXは短期の米ドル建て債務を多く抱えているため、一時的にでも米ドルの短期マネー市場に混乱が生じた場合には、社債スプレッド拡大などの影響を受けやすい可能性がある。

中長期の潜在リスク要因は、政権交代に起因した政治リスク

(i)2024 年末の次回の選挙で政権が交代し、かつ(ii)その後にメキシコ経済自体に大きな落ち込みが生じメキシコ政府の信用力が大幅に低下した場合には、PEMEX の信用リスクが高まる可能性も(これらが、同時に実現した場合のみ)

2つ目は、より中長期の潜在リスク要因、すなわち政権交代に起因した政治リスクとなる。現 AMLO 政権は、電力産業法の改正や炭化水素法の改正などを通じて、PEMEX や電力庁 (CFE) を民間企業よりも優遇する政策を推進しており、外国企業などとの間でも多くの訴訟が起こされている。AMLO 大統領は ESG 政策などでも、自国の産業や経済を重視し、国際協調とは一線を画した政策スタンスを維持している。

もし 2024 年末に次回の選挙結果を受け、過去のように国際協調的なスタンスをとる政党に政権が交代するような事態があれば、現在の外資系企業よりも PEMEX を偏重した政策に一定程度の見直しが行われる可能性が存在し得る。ただし、メキシコで 2023 年 3 月 2 日に、国家選挙庁 (INE) の機構や選挙制度の改正を伴う法改正を施行しており、与党側に有利な選挙制度になっている、との指摘も見られており、そもそも現政権が維持される可能性も十分に存在する。また、仮に政権が交代したとしても、メキシコ経済の中で極めて重要な地位を占める PEMEX に対し、財務支援を抑制するインセンティブは低い。

しかし、より長いスパン(10 年程度)で考えた場合に、もし仮にメキシコ経済自体に大きな落ち込みが生じメキシコ政府の信用力が低下した場合には、PEMEX の財務負担を継続できない状況も、潜在的には存在し得る。PEMEX の債務はメキシコ政府により保証されているわけではなく、この場合には、メキシコ政府が PEMEX よりも自国政府の信用を維持すると考えられるためだ。PEMEX 自体は巨額の債務超過企業であり、メキシコ政府からの財務支援がなくなれば、自力での資金調達を継続することは難しい。

ただし、これはあくまで(i) メキシコの次回以降の選挙で政策スタンスの全く異なる政権に交代し、かつ(ii)その後にメキシコ政府の信用力が大幅に低下した場合に、限定される。

7. PEMEX 社債の投資評価

[ポイント]

- PEMEXのスプレッド/利回りの期間構造は、以下を織り込んでいる可能性がある。
- (i) 残存1~7年までのスプレッド・カーブは非常に傾きが急で、ロールダウン(利回りの低下による価格上昇)効果を期待できる。
- (ii) 残存7年から35年超にかけてのスプレッド・カーブについては、ほぼフラットな水準。主に政治リスクを織り込んだ水準とも考えられる。
- 2027年9月償還(利率9.5%)の社債は、ストレス下でも、短期化に伴うロールダウンにより時価変動リスクを抑制しやすく、また高いクーポンレートにより資金の早期回収を見込みやすい。同社債投資にはPEMEXの他の社債より比較優位が存在。

以下の図表10には、PEMEX社債のスプレッドと利回りの期間構造を示した。同図表が示す傾向のうち、以下の2点に着目したい。

- 残存1~7年までのスプレッド・カーブは非常に傾きが急であり、短期の200bps程度から7年債の750bps程度まで、残存期間に応じて大きく異なる水準をとっていることが分かる。これは、社債市場がPEMEXの短期的な信用力には不安を感じていない一方で、7年以降の将来について政治的安定性に関する不安要素を織り込んだ社債の価格形成となっていることがうかがえる。
- 残存7年から35年超にかけてのスプレッド・カーブについては、ほぼフラットな水準となっている。このことは、より長い年限をとってもその期間に応じたリスク・プレミアムは得られにくいこと、もしPEMEXの信用力に一定のストレスがかかった場合には、中長期のスプレッド・カーブは平行して上昇しやすいこと、を示唆していると考えられる。

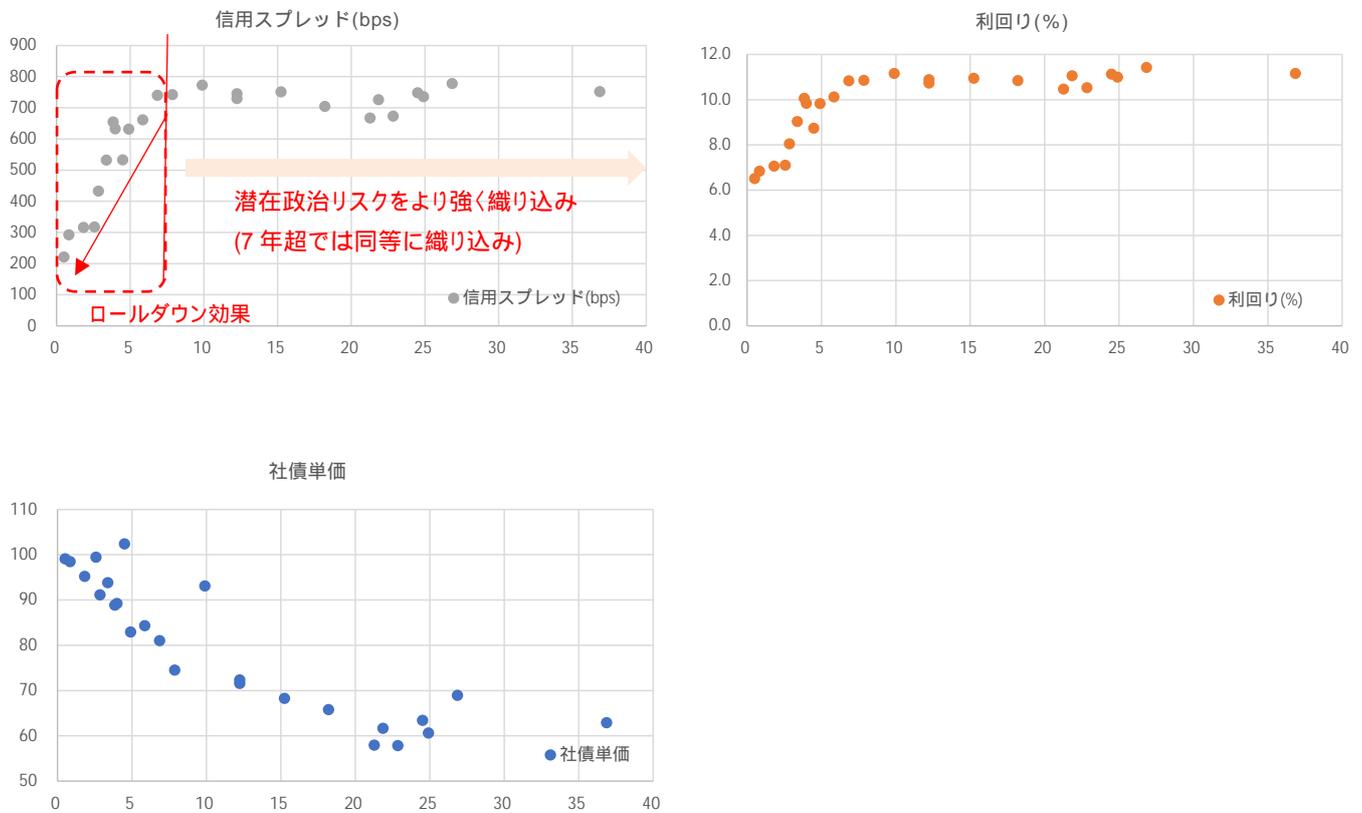
前者のポイントから、5-7年程度で一定の直利によりインカム収入を確定できる債券については、ロールダウン(利回りの低下による価格上昇)効果を期待できるため、絶対的な利回りが長期債よりも若干低くても、クレジット投資の期間損益では同等のパフォーマンスを示しやすい、と考えられる。

一方で、後者の傾向から、デュレーションの長期化は、例えば次回選挙などにおける政権交代が生じた場合などに信用スプレッドの全般的な拡大に起因した価格変動リスクを高めやすい半面で、期間の長期化によるリスク・プレミアムを十分に享受しているとは言えない。

図表11には、PEMEXの既発米ドル建て社債のうち、相対的にクーポンレートが高く、直利が大きい社債を列挙した。先の2つの傾向を考えた場合、例えば、2027年9月償還(利率9.5%)の社債では、PEMEXのスプレッド・カーブ全体に拡大ストレスがかかるような場合でも、短期化に伴うロールダウンにより潜在的な政治リスクに起因した時価変動リスクを抑制しやすく、また高いクーポンレートにより資金の早期回収を見込みやすい。以上の観点から、既存社債の中では同年限に近い高クーポン社債に、相対的な社債投資の比較優位が存在しう。異なる年限からの入れ替えも有効な投資戦略となりえるだろう。

以上

図表 10 PEMEX 社債の спреッド・カーブ(2023年3月22時点)



出所: Bloomberg データより5バリューアセットで作成

図表 11 PEMEX 社債の価格・利回り例 (2023年3月22日時点)

満期	2050/01/23	2047/09/21	2035/06/15	2031/01/28	2027/09/15	2025/10/16	2025/01/15
満期までの期間	26.85	24.51	12.24	7.86	4.49	2.58	1.83
社債単価	68.9	63.4	71.6	74.5	102.4	99.4	95.2
利回り(%)	11.4	11.1	10.9	10.9	8.7	7.1	7.1
信用スプレッド(bps)	778.0	748.5	745.0	742.2	533.4	318.2	316.3
クーポン	7.69	6.8	6.6	6.0	9.5	6.9	4.3
直利	11.2%	10.6%	9.3%	8.0%	9.3%	6.9%	4.5%

出所: Bloomberg データより5バリューアセットで作成

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義をお客様に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、誠実義務、利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

<p>ムーディーズ・インベスターズ・サービスについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス(以下「ムーディーズ」と称します。)</p> <p>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)</p> <p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。</p>	<p>S&P グローバル・レーティングについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング(以下「S&P」と称します。)</p> <p>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング株式会社(金融庁長官(格付)第5号)</p> <p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.spglobal.com/ratings/jp/index)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付情報」(https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered)に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について S&P グローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものではなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。</p> <p>信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。</p> <p>S&P グローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合のみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P グローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デュデリジエンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。</p>	<p>フィッチ・レーティングスについて 格付会社の呼称について 格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。)</p> <p>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号)</p> <p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.fitchratings.com/ja)の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」(https://www.fitchratings.com/ja/regulatory)の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。</p> <p>フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明についてはフィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。</p>
---	--	---

この情報は、2022年8月10日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

Disclaimer

本資料は、5VA が本資料を受領されるお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨・取引・勧誘・申込みを目的としたものではありません。

開示事項

本資料の作成及び配布は5バリューアセット株式会社（以下、5VA）が行っております。

5VA では調査部門の活動（リサーチレポート作成、リサーチ情報の伝達を含む）に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA はリサーチ部門・他部門間の活動及び/又は情報の伝達、並びにリサーチレポート作成に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA では、所属するアナリスト及びその家族が、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の株式も保有することを禁じられています。また、本リサーチレポートが公開される前後3か月間に、本リサーチに関連する金融商品を個人的に取引することも禁じています。

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリスト（以下、同アナリスト）は、本レポートに記載した見通し・評価・分析等の内容が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に対する同アナリスト個人の見解に一致していることを証明いたします。また、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、いかなる報酬も一切受領しておらず、受領する予定もないことを合わせて証明いたします。

免責事項

本資料内で5VA が言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本資料の作成者は、インサイダー情報の入手・使用を禁じられています。

本資料に含まれる情報は、弊社が正確かつ信頼できると考える情報に基づき、正確性と信頼性を担保することを目標として作成していますが、その正確性、信頼性を客観的に検証しておりません。本資料内で5VA 以外の外部サイトのインターネット・アドレスを参照していることがございますが、リンク先の内容・正確性について5VA は一切責任を負いません。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。

5VA は本資料に掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる保証も表明しておりません。また、5VA は、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している場合があり、又は今後発行する場合があります。

本資料に示したすべての内容は、本資料発行時点において5VA が入手可能な範囲で最新の評価や判断を示しておりますが、本資料に含まれる情報は金融市場や経済環境の変化等のために最新の内容ではない可能性があることをご認識ください。5VA では、本資料内に示した見解は予告なしに変更することがあります。また、5VA は本資料内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。

本資料で直接的又は間接的に言及・例示・評価・推奨している有価証券や金融商品は、市場価格の変動や発行体の財務状況の変化、経済環境の変化や経営判断、同証券や発行体に関わる外部評価の変化、金利や為替などの市況変動などの影響など、様々な要因により投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料の作成にあたり、5VA では本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮しておりません。このため、本資料で言及されている有価証券や金融商品、市場見通し、投資戦略などは全てのお客様にとって適切なものであるとは限りません。お客様の投資に当たっては、ご自身の判断により投資評価や投資戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・取引を行う際には、専門家やファイナンシャル・アドバイザーにご相談ください。

お客様による最終的な投資判断は必ずお客様自身によりなされなければならず、投資によって生じたいかなる結果につきましても、一切の責任はお客様にあります。5VA は、本資料を直接的にまたは間接的に入手したお客様が、本資料を参照した結果として生じたいかなる事象(直接・間接の損失、逸失利益及び損害、その他の状況) についても一切の法的責任を負いません。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。法律・制度・税金・会計等につきましては、お客様ご自身の責任と判断で専門家にご相談ください。

本資料に過去の投資パフォーマンスや過去データに基づく分析が示されていたとしても、これらは将来の投資パフォーマンスを確定的に予測したり、保証するものではありません。特に記載のない限り、本資料に含まれる将来予想は、アナリストが適切と判断した材料に基づく本資料公表時点におけるアナリストの予想であり、実現値とは異なることがあります。5VA では、将来の投資パフォーマンスやリスクについての参考情報や見通しを示すことがありますが、いかなる観点でも、これを保証するものではありません。

本資料の作成アナリストによる投資・保有禁止に関わらず、5VA 及び社員は、本資料で言及された有価証券等や関連するエクスポージャーを、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有する可能性があります。また、本資料で示された投資判断に反する取引を行うことがあります。本資料のご活用にあたりましては、お客様と5VA 並びにその社員との間で、利益相反が起こりうることに留意ください。

本資料は、日本国内に限定して配付致します。間接的に海外で入手されるような事態が生じた場合があったとしても、5VA では諸外国の法制度や規制に対応する責任を負いません。

Copyright 5VA Co., Ltd. All rights reserved.

本資料は5VAの著作物であり、著作権法により保護されております。

5VAの書面による事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

〒100-0005 東京都千代田区丸の内1丁目4-1

丸の内永楽ビルディング 20階

5バリューアセット株式会社 調査部

(金融商品仲介業者 近畿財務局第437号)

この書面は金融商品仲介業者（以下、弊社）が所属金融商品取引業者等の委託を受けて行う金融商品仲介業に関し、広告又は広告類似配布物をお客様にお渡しする場合に一緒にお渡しする書面です。お取引前に下記内容をご理解くださいますよう、お願い申し上げます。

広告等補完書面（金融商品取引法 66 条の 10（広告等の規制）に基づく表示

金融商品仲介業者の商号 **5 バリュースセット株式会社**

登録番号：近畿財務局長（金仲）第 437 号

楽天証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 195 号

加入する協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

東海東京証券株式会社 金融商品取引業者 東海財務局長（金商）第 140 号

加入する協会：日本証券業協会一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本 STO 協会

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 165 号

加入する協会：日本証券業協会一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人日本暗号資産取引業協会、一般社団法人投資顧問業協会

【手数料等について】

商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（例えば、国内の金融商品取引所に上場する株式（売買単位未満株式を除く。）の場合は約定代金に対して所属金融商品取引業者等ごとに異なる割合の売買委託手数料、投資信託の場合は所属金融商品取引業者等および銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等）をご負担いただく場合があります（手数料等の具体的上限額および計算方法の概要は所属金融商品取引業者等ごとに異なるため本書面では表示することができません。）。債券を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます（購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。）。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、または異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて所属金融商品取引業者等ごとに決定した為替レートによるものとします。

【リスクについて】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況（財務・経営状況含む。）の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ（元本欠損リスク）、または元本を超過する損失を生ずるおそれ（元本超過損リスク）があります。

なお、信用取引またはデリバティブ取引等（以下「デリバティブ取引等」といいます。）を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額（以下「委託保証金等の額」といいます。）を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ（元本超過損リスク）があります。

上記の手数料等およびリスク等は、お客様が金融商品取引契約を結ぶ所属金融商品取引業者等（上記記載）の取扱商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。

(202204 159) (2016年5月) 0390900204