

# エマージング債市場アップデート

トルコは5月に総選挙実施へ

2023年3月10日

## アンソニー・ケトル

エマージング債チーム（社債）  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー



## グローバル市場の動き

先週は、シリコンバレー銀行の危機を受けて株式市場は急落しました。S&P500種指数及びユーロ・ストックス50種指数はそれぞれ4.6%及び1.5%下落しました。金融セクターへの打撃が最も大きくなる中、ラッセル2000指数は8.1%下落し、大幅にアンダーパフォームしました。エマージング（EM）株式市場も3.3%下落しました。主要金利市場では、利回りが急低下し、ここ最近見られていたフラットニングの動きが反転しました。米5年債利回り及び米30年債利回りはそれぞれ28bps及び17bps低下しました。米国実質10年債利回りは3bps低下し、1.4%で取引を終えました。

EMクレジット市場では、社債市場のスプレッドは20bps拡大し、トータル・リターンは0.4%の上昇となった一方、ソブリン市場のスプレッドは22bps拡大し、トータル・リターンは0.3%の上昇となりました。社債市場では、スプレッドが17bps拡大した投資適格（IG）債に対してハイ・イールド（HY）債は23bpsの拡大する中、IG債がHY債をアウトパフォームしました。消費セクターはスプレッドが30bps以上拡大し、最も弱含んだ一方で、唯一スプレッドが縮小した（4bps）輸送セクターが最も堅調に推移しました。地域別で見ると、全体的に弱含んだものの、高格付け銘柄の比率が高いアジア地域はスプレッドの拡大が抑えられ、アウトパフォームした一方で、中南米や中東、北アフリカ地域が最も弱含みました。ソブリン市場では、スプレッドが38bps拡大したHY債に対してIG債は13bpsの拡大となったことから、IG債がHY債をアウトパフォームしました。サハラ以南のアフリカ地域は、最もベータ値の高い地域であることから、スプレッドは60bps以上拡大し、最も大きな打撃を受けました。エジプトは、スクーク債の発行後に下押し圧力がかかり、100bps以上拡大しました。アルゼンチンも130bps以上拡大し、弱含みました。一方、トルコでは、世論調査で野党が得票率を伸ばしていることを受けて、選挙前に大幅なアンダーウェイトとしていたポジションを解消しようとする投資家の動きが見られる中、同国はアウトパフォームしました。

EM現地通貨建て債市場では、金利部分が0.7%上昇し、通貨部分が0.2%下落となる中、トータル・リターンは0.5%のプラス・リターンとなりました。トルコは、5月に総選挙を控えボラティリティが高まる中で最も軟調なパフォーマンスとなりました。またメキシコ・ペソは、ここ最近の堅調な動きに調整が見られ、アンダーパフォームしました。先週出遅れていたポーランドは、通貨及び金利の両方でトップパーフォーマーとなりました。

## 個別国市場での出来事

**トルコ：**野党（6つの党による連合）は共和人民党（CHP）の党首であるケマル・クルチダルオール氏を同党の大統領候補として選出しました。5月14日に実施される次回の大統領及び議会選挙で競うこととなります。ここ最近では野党が次回の選挙で勝利できる可能性があるとの見方が強まっており、そうなれば金融政策の正常化やより信頼性の高い政策フレームワークが採用される可能性があります。これは、経済の根本的な軌道を大きく改善することになるでしょう。このことから、市場では投資家がここ数週間に亘り、アンダーウエイトのポジションを急速に解消する動きが見られています。

## 今後の見通し

過去4週間で、市場のシナリオはソフト・ランディングからノー・ランディングに変わり、足元ではハード・ランディングする可能性が高いとの見方に変わっています。市場のパニックの発端となったのは、シリコンバレー銀行及びシルバークラウド銀行、シグネチャー銀行の破綻でした。この危機に対して米財務省及び米連邦準備制度理事会（FRB）、米連邦預金保険公社（FDIC）は非常に有効な措置を打ち出しました。銀行ターム・ファンディング・プログラム（BTFP）を打ち出し、無保険預金者の保護やその他の銀行が抱える潜在的な流動性の問題を先回りして対処する姿勢を示しました。これは、質の高い適格担保を活用して最長1年の融資を行うもので、担保はパー価格で評価されます。銀行が流動性を高めるために資産を売却することで、多額の時価評価損が計上されるのを回避し、このメカニズムを通じて銀行に流動性を提供するというものです。米国の小規模な地銀から大型銀行に預金の流出は続いているものの、この対策により流動性は改善しました。その一方、クレディ・スイスの財政健全性を巡る懸念が混乱を招く中、欧州銀行にも下落圧力が強まりました。

金融セクターにストレスがかかる中、中央銀行の引き締め加速への見通しが大きく後退したことから、グローバルに、特に利回りカーブの短期ゾーンを中心に、主要金利は低下しました。コメント執筆時点では、米国債利回りのカーブはFRBが年内に最大4回の利下げを実施することを示唆しており、ほんの数週間前に予想されていた6%のターミナルレートからはかけ離れた水準で推移しています。足元では、多くのファンドでバリュアットリスク（VaR）の制限が発動しており、質への逃避だけでなく、ポジションを縮小する動きも見られています。

EM債券市場では、主要金利の大幅な低下によりパフォーマンスへの影響は抑えられているものの、スプレッドは大幅に拡大しており、HY資産のスプレッド拡大幅がIG資産を上回るディコンプレッションの動きが見られています。EM現地通貨建て債市場では、成長懸念が高まる中、通貨に下押し圧力が加かっている一方で、主要金利低下の追い風を受けて金利部分は相対的に持ちこたえています。今後は、米国の小規模銀行や欧州銀行の財政の健全性を巡る不透明感などを受けて、市場全体に混乱が波及する可能性があるなど、不確実感が高まっていることに注意をしなければなりません。その一方で、十分な資本を持つ銀行システムや米国で打ち出された強固な緊急対策などの緩和要因があることも強調したいと思います。EM市場は、当面の間、これらマクロ要因による影響を受けると見ているものの、先週、金融セクターへのストレスが強まった結果として、米欧の両地域でターミナルレートが低下する可能性が高い中、中期的にはその恩恵を受けられる可能性があると考えています。

## 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。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	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