

# エマージング債市場アップデート

## 政治と債務に苦しむパキスタン

2023年3月17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、先進国市場の銀行がストレスに直面し、不透明感の高まりや混乱が波及することへの懸念から、市場全体でボラティリティが上昇しました。S&P500種指数は1.4%上昇した一方で、クレディ・スイスを巡る懸念がリターンの重石となる中、ユーロ・ストックス50種指数は3.9%下落しました。エマージング（EM）株式市場は0.4%の下落となり、相対的に堅調なパフォーマンスとなりました。主要金利市場では、ここ最近見られていたフラットニングの動きが反転し、国債利回りは先週も低下しました。米5年及び30年債利回りはそれぞれ75bps及び9bps低下しました。米10年実質利回りは10bps低下し、1.3%となりました。

EMクレジット市場では、社債市場のスプレッドは34bps拡大し、トータル・リターンはフラットとなった一方、ソブリン市場のスプレッドは36bps拡大し、トータル・リターンは0.2%の下落となりました。社債市場では、スプレッドが25bps拡大した投資適格（IG）債に対してハイ・イールド（HY）債は47bpsの拡大となる中、IG債がHY債をアウトパフォームしました。スプレッドは全セクターにおいて拡大が見られたものの、消費セクター（+46bps）が最も弱含んだ一方で、紙・パルプセクター（+19bps）が最も堅調なパフォーマンスとなりました。国別で見ると、コロンビアがアンダーパフォームし（+59bps）、年初来での出遅れも顕著になっています。ソブリン市場では、スプレッドが8bps拡大したIG債に対してHY債は79bpsの拡大となる中、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、スプレッドが110bps拡大し、最も出遅れました。その一方で、アジア及び中東は最も良好なパフォーマンスとなりました。市場ボラティリティが高まる中、高格付け国が安全な逃避先として選好されました。国別で見ると、先週のアウトパフォームからの利益確定や流動性が低い市場のなかで上場投資信託（ETF）の売りによる影響から、エルサルバドルのスプレッドが最も大きく拡大しました。トルコは、世論調査で引き続き野党が支持を拡大していることが確認される中で堅調な動きとなりました。

EM現地通貨建て債市場では、金利部分が0.5%上昇し、通貨部分が0.8%の下落となる中、トータル・リターンは0.3%のマイナス・リターンとなりました。市場ボラティリティが高まる局面においても、主要金利の低下を背景に金利部分は非常に安定していました。しかし、5月の総選挙に向けてボラティリティの上昇が予想されるトルコは例外となり、金利部分の弱含みにより、5.6%の下落と大きくアンダーパフォームしました。中国経済の順調な回復基調を示す経済指標が下支えとなる中、アジア地域の通貨は最も良好なパフォーマンスとなりました。

## 個別国市場での出来事

**パキスタン**：カーン前首相の支持者と与党の連立政権の間で対立が激化する中、前首相の自宅前で衝突が起きました。結局、同氏の逮捕には至りませんでした。一方で、同国が必要としている国際通貨基金（IMF）のプログラムは中途半端な状態となっています。主な課題の一つは、主要な二国間での金融支援を確保する必要があることです。また今後半年ほどで選挙が実施されることも不透明感が増す要因として挙げられます。債券価格は、不透明感を背景に30円台半ばから前半まで急落しました（およそ5ポイント）。

## 今後の見通し

過去4週間は、特定の米地方銀行の破綻にとどまらず、大手銀行クレディ・スイスの救済劇など、先進国市場において銀行の構造に亀裂が生じ始め、市場の完全な転換点となりました。クレディ・スイスが発行したAT1債の無価値化は、銀行セクターの混乱や主要金利の変動から既にバリュエアットリスク（VaR）のショックに苦しめられていた市場にさらなる痛みを与えました。

現在までのところ、当局は本格的な銀行危機を回避するために十分な措置を講じてきたものの、今回の出来事の余波で、米国及び欧州の両地域で銀行の融資基準がさらに厳格化する可能性が高いと考えています。これによる影響は消費者に直撃するでしょう。経済への影響がより多くの場面で見られる中、過去9ヶ月間に亘る利上げの影響がようやく表れ始めているようです。ここでの問題は、利上げがもたらす痛みが認識され始める中、中央銀行がどのように対応するかということです。

EM市場は、先進国市場のストレスに直面する中でも相対的に堅調に推移しています。多くの中央銀行が2021年初期から利上げを開始し、引き締めサイクルで先行している点が重要な要因です。EM市場の銀行システムはよく規制されており、十分な資本を持っているほか、預金者の層が幅広いことから、金利上昇による影響を上手く対処できると考えています。これらに加えて、引き続き中国の経済再開のテーマなどが、EM市場の相対的な底堅さを下支えしていると見ています。従って、足元の市場の弱含みは、とりわけここ最近の出来事が米国のターミナル・レートの低下をもたらすことになれば、一部のEM資産の魅力的な投資機会として認識していきます。

## 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