

# エマージング債市場アップデート

## ウクライナの債務再編リスク

2023年4月7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

先週もリスク市場ではグローバルマクロ市場の動きに注目が集まり、特に米国金利においてボラティリティが上昇しました。株式市場は底堅く推移し、S&P500種指数及びユーロ・ストックス50指数はそれぞれ1.3%及び0.6%上昇しました。エマージング（EM）株式市場は0.1%と小幅に下落し、市場全体をアンダーパフォームしました。主要金利市場では、米5年及び31年債利回りはそれぞれ31bps及び18bps低下と、全体的に利回りは再び低下し、国債利回りカーブはブル・スティープ化しました。米国10年実質利回りは9bps低下の1.05%で週末を終えました（祝日のため7日の値）。

EMクレジット市場では、社債市場のスプレッドは7bps拡大し、トータル・リターンは1.1%の上昇となった一方、ソブリン市場のスプレッドは8bps拡大し、トータル・リターンは1%の上昇となりました。社債市場では、投資適格（IG）債及びハイ・イールド（HY）債のスプレッドはそれぞれ5bps及び4bps拡大し、ほぼ同様の結果となりました。遠洋集団（シノーオーシャン・グループ）の支払いに関するニュースが市場に打撃をもたらし、不動産セクターが最も弱含みました。原油価格の堅調な動きを背景に、運輸や石油・ガスセクターはトップパフォーマーとなりました。ソブリン市場では、スプレッドが5bps拡大した投資適格（IG）債に対してハイ・イールド（HY）債は20bps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。リスクオフの流れから、全ての地域でスプレッドは拡大したものの、アフリカが最も弱含みました。チュニジアは、サイド大統領が国際通貨基金（IMF）との間の交渉に対して懸念を示し、市場がネガティブに反応したことから、大幅に下落しました。トルコは、初めてグリーンボンドを起債したものの、起債がここ数ヶ月続いたことで、アンダーパフォームしました。

EM現地通貨建て債市場は、クレジット市場に対して相対的に良好なパフォーマンスとなり、通貨及び金利部分はそれぞれ0.1%及び0.3%上昇しました。5月の総選挙が近づく中、ここ数週間に亘りトルコ資産には投資家のネガティブな見方が反映されており、現地金利は月初来で12%以上下落しています。一方で、財政計画が注目される中で、ブラジルは堅調に推移したほか、トップパフォーマーはコロンビアで、議会に提出された改革案の詳細が好感されました。

## 個別国市場での出来事

**ウクライナ**：IMFはウクライナの債務持続性に関する分析結果を発表しました。債務再編が将来的に必要な可能性が高いことや、設定された債務残高の目標値は、2033年までに対GDP比の債務残高が60-65%程度になるように変更されたこと（前回の基本的なシナリオでは78%）が要点として挙げられます。ロシアの侵攻がストレスの原因となっているウクライナの極端な情勢を考慮すると、債券を保有する公的債権者は民間債権者とともに、債務救済を行う可能性があるとみています。キャッシュフローの救済も、特に2024年から2027年の間に必要になるとみられており、公的及び民間債権者の両方に救済が要求される可能性が高いとみています。ウクライナ国債の現物債価格は、ここ最近20ポイント前後で取引されており、今後債務再編となる可能性が高いとの投資家の見方を反映しているようです。

## 今後の見通し

ここ最近発表された経済指標の中で最も重要視されたのは、先週の米国雇用統計と今週の米国消費者物価指数（CPI）でした。雇用統計は雇用市場の力強さが維持されていることを示す結果となったものの、CPIは、前月比0.1%上昇と0.2%上昇の市場予想を下回りました。家賃上昇の減速や需要の落ちつきが見られ、米連邦準備制度理事会（FRB）がこれまで行ってきた積極的な利上げがインフレ圧力に実質的な影響を与え始めていることが示されました。FRBのコメントでは、これまでの利上げの影響が経済全体に波及するまでの時間を見越して、今後開催される会合のどこかで利上げの一時停止を検討することが示唆されました。

EM市場へのインプリケーションを想定するのはやや困難ですが、興味深い話題として、中国において企業及び家計向け融資が増加し、信用市場が改善傾向にあります。米国は急速な金融引き締めにより成長の減速が見られるものの、新型コロナ後の経済再開の恩恵を他国より遅れて受ける中国では、経済成長率の改善が今年の重要なテーマとなっています。全ての条件が同じであれば、EM市場、特に名目利回りの高さやインフレ低下という付加的な強みを持つ現地通貨建て債市場では、アウトパフォームが期待できると考えています。足元の環境では、クレジット市場は現地通貨建て債市場と比較して外部要因の影響を受けやすいと考えています。しかし、グローバル債券市場でデフォルト率上昇への懸念が広がる中、ソブリン市場全体で見られる現物債価格の低さや歴史的な利回りの高さがその懸念に対する緩和要因となることを強調したいと思います。

## 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%
					成報報酬 (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