

# エマージング債市場アップデート

メキシコ中央銀行は政策金利を据え置く

2023年9月29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、政策金利が長期にわたって高水準に留まるとの見方が米国債利回りの上昇圧力となり、その影響が広範に波及するなか、リスク資産は苦戦する展開となりました。S&P500種指数及びユーロ・ストックス50種指数はそれぞれ0.7%及び0.8%下落しました。エマージング（EM）株式市場は、マクロ環境の影響を受けて1.2%下落とアンダーパフォームしました。米国債利回りカーブはベア・スティープ化し、2年債利回りは7bps低下した一方で、30年債利回りは17bps上昇しました。米10年実質金利は前週比18bps上昇と15年来の高値となる2.23%で週末を迎えました。

EMクレジット債市場では、社債市場のスプレッドはほぼフラットとなり、トータル・リターンは0.4%下落した一方で、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1.2%下落しました。社債市場では、セクター全体で目立ったテーマは見られなかったものの、不動産セクターのスプレッドは55bps縮小し、大幅に拡大した水準から反転が見られました。その一方で、運輸セクターのスプレッドは11bps拡大し、大きくアンダーパフォームしました。不動産セクターの上昇により、先週は中国がトップパフォーマーとなりました。マイナス・リターンが最も大きくなったのは、スプレッドが23bps拡大したコロンビアでした。ソブリン市場では、ディコンプレッションの流れが続き、ハイ・イールド（HY）債のスプレッドは14bps拡大し、1bpsの拡大に留まった投資適格（IG）債をアンダーパフォームしました。ソブリン債市場では、ボリビアが最も大きく弱含み、政治における緊張の高まりや外貨準備高減少への警戒感の高まりから8ポイントの調整しました。エルサルバドルも、上場投資信託や機関投資家の売却により弱含んだものの、ここ最近の堅調さを踏まえれば、利益確定の動きはある程度予想されていました。全体として、高格付けや需給環境の改善を背景にソブリン市場ではアジアが最も底堅く推移しました。

EM現地通貨建て債市場では、投資家心理が引き続き弱含むなか、通貨及び金利はともに軟調に推移しました。大きな打撃を受けた通貨部分は0.9%の下落となり、金利はそれを小幅に上回ったものの、0.4%の下落とマイナス・リターンとなりました。南米は全体に対して最も大きく弱含み、コロンビア通貨及び金利はそれぞれ2.5%及び1.2%下落しました。ペルーがそれに続き、トータルで3%下落しました。リスクオフのセンチメントが広がるなか、安全資産への需要や需給環境の改善によりアジア地域はアウトパフォームしました。

## 個別国市場での出来事

**メキシコ**：中央銀行は政策金利を11.25%に据え置きました。直近の経済指標からはインフレの減速基調が確認できるものの、インフレのアップサイドリスクを強調しました。

**エジプト**：選挙委員会が12月10-12日にかけて大統領選挙を実施することを発表しました。これにより、国際通貨基金（IMF）の第1回及び第2回の合同プログラムレビューにおいて支援実施の条件となっている為替レートの切り下げは選挙後に実施される可能性が高いとみています。その他のニュースとして、同国の2023年4-6月期の経常収支は、輸入縮小や在庫増が寄与するなか、2022年同期の35億米ドルの赤字から大幅に改善し、黒字となりました。

## 今後の見通し

米実質金利は足元で2.43%と、7月の低水準からおよそ100bps上昇し、15年来の高水準をつけています。これは明らかにリスク市場にとって逆風となっており、ボラティリティが軒並み上昇しているほか、特に金利市場では様々な取引停止が発動され、リスク回避が最優先となっています。火曜日のJOLTS求人数は、8月末時点の調査であり、採用率及び解雇率などの項目はヘッドラインの数字より大幅に弱い結果であったにも関わらず、市場はネガティブに反応しました。調査サンプルの規模から市場がさらに重視する指標として今週金曜日に雇用者数の発表が控えています。その他に、米政府の資金調達期限を延長するつなぎ予算案が11月17日までに期限切れとなる状況において、ケビン・マッカーシー下院議長が直近解任されたことに注目が集まっています。現状では下院の新議長を任命し、新たなパッケージを承認する時間はほとんど残されていないようにみえます。

米実質金利の急激な上昇は余儀ないキャリートレードの解消につながっており、とりわけ現地通貨建て債券市場の痛手となるなど、EM債券市場に大きな影響をもたらしています。同時に、米国長期名目利回りの上昇は、クレジット市場の時価評価における大きなマイナス要因となっています。このような時を市場の底と断定するのは困難であり、マクロ経済の動きがモメンタム主導で、システムティックな取引の巻き戻しが起きている場合はなおさらです。しかし、ファンダメンタルズとバリュエーションを同時に注目し、明らかに売られすぎにみえるEM市場の特定資産のエントリー・ポイントを見つけ出すことができると考えています。現在は、クレジット市場、特にソブリン市場においてこれらの特性がみられています。現地通貨建て債市場も同様で、バリュエーションの調整幅はファンダメンタルズで説明できないほど大きくなっていますが、エントリーポイントを特定するためには、主要金利の安定性が重要な条件になってくると考えています。

## ディスクレーマー

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