

# エマージング債市場アップデート

IMFの金融支援の命運を左右するパキスタン新政権

2024年2月9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

先週のマクロ市場は再び堅調な動きとなり、S&P500種指数及びユーロ・ストックス50種指数はそれぞれ1.4%及び1.3%上昇しました。エマージング（EM）株式は僅かにアンダーパフォームしたものの、週間で0.7%上昇しました。前週の非農業部門雇用者数の発表後から月曜日にかけて米国債利回りは上昇したものの、週後半に掛けては相対的に安定的に推移し、イールドカーブ上においても目立った動きは見られませんでした。米国債2年及び30年債利回りはそれぞれ12bps及び15bps上昇しました。米10年実質利回りは11bps上昇し、1.92%で週末を迎えました。

EMクレジット債市場は、ハイ・イールド（HY）債においてスプレッドが堅調な動きとなりました。トータル・リターンはほぼフラットとなりましたが、社債市場は相対的に堅調で、スプレッドは3bps縮小の0.14%上昇して週末を迎えました。ソブリン市場では、スプレッドが11bps縮小したHY債がけん引する形でスプレッドは4bps縮小し、トータル・リターンはほぼフラットとなりました。社債市場では、不動産セクターを除く全てのセクターでスプレッドが縮小しました。国別では、目立ったリターン格差が見られない中、ウクライナがトップ・パフォーマーとなった一方で、カタールが出遅れました。ソブリン市場では、エクアドルのパフォーマンスが際立ち、付加価値税（VAT）に関する前向きな発表を背景に債券価格は3-4ポイント上昇しました。ケニアも、2024年満期の債務返済に向けて一部資金を新規発行を通じて調達するという発表を受けて堅調に推移しました。その一方で、セネガルは大統領選挙の延期という政治の混乱を背景に弱含んだほか、アルゼンチンはオムニバス法案が委員会に差し戻され、先行きの不確実性が高まる中で、軟調に推移しました。

EM現地通貨建て債市場は、金利及び通貨はそれぞれ0.3%及び0.9%下落し、通貨がアンダーパフォームする中でマイナス・リターンとなりました。通貨市場では、チリ・ペソ（-2.9%）など相対的にベータ値の高い通貨が下落をけん引しました。アジア通貨は安全性やディフェンシブ性の高さからアウトパフォームしました。金利市場では、類似した流れとなり、アジア地域は0.1%上昇しました。ドミニカ共和国は、ディフェンシブ性の高さから最も堅調な動きとなり、0.8%上昇しました。南アフリカは、停電の影響や大統領選挙に関するリスクが意識され、1%下落しました。

## 個別国市場での出来事

**パキスタン**：2月8日に総選挙が実施され、イムラン・カーン氏が率いる政党である「パキスタン正義運動（PTI）」が最も多くの議席を獲得（無所属候補を含む）したものの、過半数を超えた政党はありませんでした。これは予想に反した結果であり、軍部は支持していません。そのため、軍部は「パキスタン人民党（PPP）」と「イスラム教徒連盟」（Nawaz）の暫定の連立を仲介しました。市場では、この連立政権が国際通貨基金（IMF）と協力し、金融の安定を確保するとの期待が高まっています。

## 今後の見通し

米経済が引き続き力強い成長を示し、インフレも低下傾向にある中で、市場はゴルディロックスな環境となっています。直近発表された消費者物価指数（CPI）からはサービスインフレの高止まりが確認され、雇用市場の相対的にタイトな状態が続く中で、このストーリーの妨げとなる可能性があります。市場では、米連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ指標として好む個人消費支出（PCE）コア物価指数にさらなる注目が集まると考えています。同指標は月末に発表され、CPIに対してより緩やかなインフレの結果を示してきました。現在のところ、市場の価格設定を見ると、米国では6月の利下げ開始と、年末までにおよそ3回半の利下げが実施される可能性が織り込まれており、年初時点の6回の利下げ予想から大幅に後退しています。

EM債券市場は、マクロ環境の短期的な逆風要因にも関わらず、引き続き堅調に推移しています。最も考えられる理由に、EM債券が提供する高水準のキャリーが挙げられます。クレジット市場の相対的なバリュエーションをみると、先進国に対してEM市場が非常に魅力的に見えます。一方で、現地通貨建て債市場では、積極的な緩和サイクルがイールドカーブに織り込まれているものの、名目金利は依然高く、魅力的なキャリーによるバッファーを提供しています。今後を見渡すと、米国債利回りが高位に留まる限り、EM市場では、通貨市場の安定性、もしくは、現地金利のイールドカーブに織り込まれている利下げの規模に影響が及ぶと考えられます。状況に合わせて、通貨と金利のどちらを選択して投資するのが良いのかが変わってくるでしょう。その一方で、クレジット市場では、デフォルト率が低下し、高水準のキャリーが投資家資金を惹き付ける中で、底堅い動きが続くと予想しています。

## 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