



# エマージング債市場アップデート

さらなる格下げが危ぶまれるパナマ

2024年4月5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、力強い米雇用統計を背景にインフレ加速への懸念が高まる中、リスク資産は弱含む展開となりました。S&P500種指数及びユーロ・ストックス50種指数はそれぞれ1%及び1.4%下落しました。エマージング（EM）株式市場はこの基調に反して、0.5%上昇しました。米国債イールドカーブはベア・スティープ化し、2年債及び30年債利回りがそれぞれ13bps及び21bps上昇しました。米10年実質利回りは15bps上昇して2.03%で週末を迎えました。

EMクレジット市場では、社債及びソブリン債市場のスプレッドはそれぞれ8bps及び11bps縮小し、ともに全体で0.3%下落しました。社債市場では、工業や金属・鉱業セクターがアウトパフォームした一方、中国不動産市場を巡る懸念が長引く中で不動産セクターが出遅れました。ソブリン市場では、財政状況に前向きな進展が見られたアルゼンチンや、大統領選挙に対する前向きな期待からベネズエラがアウトパフォームしました。一方で、エジプトやウクライナはここ最近の力強い上昇から利益確定の動きが見られる中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、金利部分が小幅なマイナスとなったものの、通貨がリターンを押し上げ、全体で0.3%のプラス・リターンとなりました。通貨部分では、低ボラティリティの環境やポジティブな季節的要因を背景にチリ・ペソやコロンビア・ペソ、ハンガリー・フォリント、南アフリカ・ランドなどの相対的にベータ値の高い通貨がトップ・パフォーマーとなりました。金利部分では、中央銀行政策決定会合の議事要旨が発表され、理事会がタカ派寄りの姿勢を強めたことを受けて、メキシコがアンダーパフォームしました。

## 個別国市場での出来事

**パナマ：**格付け機関フィッチは同国の長期外貨建て発行体デフォルト格付け（IDR）を引き下げました。市場に驚きを与えたのは、格下げ自体よりも、その発表タイミングでした。フィッチが総選挙を待たずに格付けに踏み切る構えを見せる中、ムーディーズによる格下げへの圧力が高まっており、実際に実施された場合には3大格付け会社による格付けで見て投資適格の地位を失うことになるため、パナマは強制的な売却に晒されるリスクが高まっています。

**ザンビアの債務再編交渉：**債券保有者は債務に対する21.6%のヘアカットを受け入れる代わりに、経済状況によっては満期と支払いが前倒しされるという条件で合意に至りました。この債務再編では、標準的な仕組みの債券Aと、特定の経済指標を参照して支払い額が決定される変動型の債券Bの2銘柄が起債される予定となっています。

## 今後の見通し

市場のテーマは前週から大きな変わりはなく、力強い雇用統計を背景に米国例外主義という考えがさらに広がる中で、2024年の利下げに対する期待が縮小し、ターミナル・レートの見通しが引き上げられる展開となっています。

米国債利回りの上昇はEM債券のパフォーマンスの逆風となっており、現地通貨建て債指数は米ドル高が足かせとなる中で、年初来リターンが1.5%のマイナスとなっているなど、明らかな影響を及ぼしています。クレジット市場は相対的に持ち堪えており、デフォルト率の低下や高水準のキャリーが指数リターンに大きく寄与する中で年初来リターンはプラスとなっています。今後を見渡すと、現地通貨建て債に関しては、EM全体で見られるディスインフレ基調が下支えになると考えています。しかし、米経済の強さやFRBの利下げサイクルを巡る不確実性がこのシナリオをやや複雑化させています。クレジット市場では、相当程度のキャリー・リターンが見込まれるなか、依然高水準にある利回りやデフォルト率が緩やかに推移するとの見通しは、ボラティリティによる影響を幾らか打ち消すと考えています。さらに、様々なイベント・ドリブンのストーリーからアップサイドがもたらされる可能性もあると見ています。

## 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