

# エマージング債市場アップデート

国営電力エスコムへの救済策

2023年2月24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

先週のリスク市場は、マクロ環境の悪化に伴い軟調に推移しました。S&P500種指数及びユーロ・ストックス50種指数はそれぞれ2.7%及び2.3%下落となった一方、エマージング（EM）株式市場も2.8%の下落となりました。主要金利市場では、米5年債利回り及び30年債利回りがそれぞれ20bps及び6bps上昇し、ベア・フラット化しながら利回り曲線の全年限において再び上昇が見られました。米国実質10年債利回りは11bps上昇し、1.56%で取引を終えました。

EMクレジット市場では、社債市場のスプレッドは3bps縮小し、トータル・リターンは0.5%の下落となった一方、ソブリン市場のスプレッドは9bps縮小し、トータル・リターンは0.1%の下落となりました。社債市場では、スプレッドが4bps縮小した投資適格（IG）債に対してハイ・イールド（HY）債は1bpsの縮小となったことから、HY債がIG債をアンダーパフォームしました。また消費セクターのアウトパフォーマンスが目立った一方で、運輸セクターは大きくアンダーパフォームしました。国別で見ると、コロンビアのスプレッドは年初来で40bpsの拡大と、足元でブラジルと同程度の拡大幅となっています。ペルーは11bps縮小と、先週は堅調に推移し、年初来でフラットとなっています。ソブリン市場では、スプレッドが12bps縮小したHY債が7bpsの縮小に留まったIG債をアウトパフォームし、社債市場とは反対の動きが見られました。サハラ以南のアフリカ諸国は堅調なパフォーマンスとなったものの、先週は全地域でスプレッドが縮小しました。国別で見ると、国内投資家の買い意欲が再び強まる中でポジティブな資金フローが見られたアルゼンチンは、スプレッドが128bps縮小し、最も大きく縮小しました。先週末に選挙を控えていたナイジェリアのスプレッドも50bps縮小と、堅調に推移しました。初めてのスクーク債の発行を背景に出遅れたエジプトなど、週でみてほぼフラットとなった国もありました。

EM現地通貨建て債市場では、投資家心理の悪化が続き、通貨部分が主な足かせとなりました。銅価格に下落圧力がかったほか、中国経済の再開への楽観的な見方が一巡する中でチリが大きくアンダーパフォームしました。国家予算の発表を受けて南アフリカ・ランドも軟調なパフォーマンスとなりました。その一方で、直近の新規発行を受けてドミニカ共和国ペソは先週も堅調に推移しました。

## 個別国市場での出来事

**南アフリカ：**政府は、国営電力会社であるエスコム・ホールディングスに対する詳細な救済計画を含む2023年度の予算案を発表しました。パッケージには2500億ランドの債務救済が含まれており、特定の要件に抵触すると資本化される劣後ローンが発行される形式がとられる予定です。これによってソプリンの借り入れ要件は厳しくなり、大半が国内の短期国債市場における資金調達になるとみられるものの、外貨建て債務の資金調達ギャップも大きくなると考えられます。全体として、この発表はポジティブに受け止められたものの、ソプリン及びエスコムの両者にとって長い道のりになると考えられています。

## 今後の見通し

直近の経済指標でグローバル経済活動の再加速や物価指標においてインフレ鈍化のモメンタムが後退した可能性が指摘される中、米国、そしてグローバルに国債利回りが上昇基調となっています。その結果として、米連邦準備制度理事会（FRB）は利上げ幅を25bpsに留めると考えられているものの、ターミナルレートが上昇する可能性を示唆しています。これまでの引き締め策の効果を経済により広く行き渡らせるために重要ではあるものの、当然ながらターミナルレートの上昇を織り込む動きは、リスク資産が回避できない逆風要因となるでしょう。

経済指標は、年初と比較すると成長の観点から見てより前向きなものになっており、これはEM資産にとって興味深いジレンマを生んでいます。米国におけるターミナルレートの上昇は、前年と同様にEM市場にネガティブに働くともみえています。一方で、底堅い成長がとりわけ様々な地域で一斉に再加速するのであれば、中国経済の再開などを考えると、EM市場にとってポジティブな材料になると見えています。米国のターミナルレートの上昇はEM中央銀行の利下げ余地を狭めることとなります。これにより、EM金利から高水準のキャリーが狙える特定のEM通貨へと、相対的な選好度にある程度の変化が起きると考えています。クレジット市場では、金利上昇により特定のEM地域においてマージンの悪化が見られる一方で、中国経済再開のテーマがより重要となる地域もあります。足元の環境は、マクロ環境が不透明である中、差別化を図れる一方で、明確なテーマが存在していないともみえています。時として確実に市場に影響を及ぼすであろうマクロテーマがより明確になるまで、ボラティリティの上昇局面においては、EM資産の強みであるキャリーによるバッファが、重要なプロテクションになると考えています。

## 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