

# エマージング債市場アップデート

エクアドルの財政問題

2023年11月10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

先週のリスク市場を振り返ると、週初めはポジティブなトーンで推移したものの、週後半にかけて投資家心理は徐々に悪化しました。広範なマクロ環境で弱含みが見られ、米国債は週後半の米国債入札やパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長のややタカ派なコメントを受けて下落しました。この環境下でも、S&P500種指数は持ちこたえ、1.31%上昇して週末を迎えました。ユーロ・ストックス50種指数は0.5%上昇し、エマージング（EM）株式市場は横ばいと出遅れました。米国債イールドカーブは大きくベア・フラット化し、2年債利回りは22bps上昇した一方で、30年債利回りは横ばいとなりました。米10年実質利回りは15bps上昇し、2.32%で週末を迎えました。

EMクレジット市場では、ここ数週間にわたりソブリン市場に出遅れていた社債市場がアウトパフォーマンスしました。社債市場はスプレッドが10bps縮小し、0.1%上昇した一方で、ソブリン市場はスプレッドが7bps拡大し、0.6%下落しました。社債市場では、紙・パルプ以外のすべてのセクターでスプレッドが縮小しました。不動産セクターはスプレッドが再び30bps縮小し、これまでの低調なパフォーマンスからの回復基調が続きました。これは国別パフォーマンスにも表れており、スプレッドが21bps縮小した中国のアウトパフォーマンスにつながりました。カザフスタンやメキシコはそれぞれ4bps及び2bps拡大しました。ソブリン市場では、コンプレッションの流れが反転し、ハイ・イールド（HY）債のスプレッドが16bps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マンスしました。アフリカがスプレッド拡大を主導し、なかでも原油価格の下落やここ最近の機動的なトレードから利益確定の動きが見られたことが重石となったアンゴラが目立って弱含みました。国際通貨基金（IMF）がザンビアの債券保有者を代表する運営委員会と合意した債務再編条件について否定的なコメントをした影響が及んだガーナも弱含みました。エクアドルも、ノボア新大統領が投資家とのミーティングに参加し、期待を下回る内容となったことで大きく出遅れました。その一方で、アルゼンチンは週末に大統領選挙を控え、資金フローが限定的となったことから、上昇幅が大きくなりました。

EM現地通貨建て債市場は、通貨部分（-0.8%）が債券部分（+0.1%）をアンダーパフォーマンスしました。中南米通貨は、チリやメキシコがそれぞれ4.7%及び2.3%下落し、ここ最近のアウトパフォーマンスから幾らか調整が見られました。南アフリカ・ランドも2.8%下落し弱含みました。債券部分では、トルコが再び出遅れ、1.5%下落しました。通貨部分と対照的に、債券市場では中南米が最も底堅く推移した地域となりました。

## 個別国市場での出来事

**エクアドル：**財政の悪化傾向が続いています。今年のプライマリーバランスは赤字に転じ、財政バランスは昨年比で2%近く悪化しました。一方でノボア新大統領は、赤字を抑制するために、支出を削減するのではなく、民間企業へのインセンティブを充実させて収入を増やすアジェンダを発表しました。次回大統領選が2025年5月に控えるなか、支出抑制の意欲が見られないことで、市場では財政難が続くとの見方が広がっています。ここ最近ニューヨークで開催された投資家とのミーティングは期待を下回る内容となったことも、債券価格が引き続き軟調である理由となっています。

## 今後の見通し

今週発表された市場予想を下回る米消費者物価指数（CPI）はソフト・ランディングシナリオへの期待をさらに高め、リスク市場の底堅い上昇の支援材料となりました。FRBは年末まで政策を据え置くと考えられ、あらゆる点で利上げサイクルを終えたように見えるなか、市場の焦点は利下げ開始のタイミングに移っています。

上述したシナリオは、年末に近づく中でEM債券市場の力強い下支えになるとみています。クレジット市場では、感謝祭を控え流動性の低下が予想されるなか、早くて来週から新規発行が減少する可能性あると考えています。一方で、EM現地通貨建て債市場では、FRBが金融政策を据え置く可能性が高い中、米ドルは目新しい材料に乏しい状態です。ここ最近の上昇に関わらず、エントリー水準は相対的に割安に見えることから、年末にかけて通貨及び金利ともに底堅く推移することを予想しています。

## 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