

# 信用リスクと流動性リスク

日系外債オープン(為替ヘッジあり)  
追加型投信/海外/債券

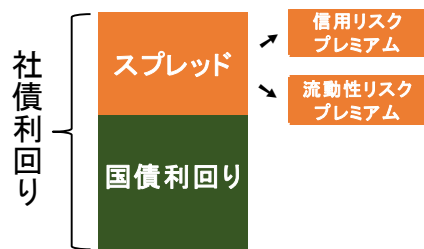
2022年9月21日

米ドル建社債のスプレッドは、これまで市場の流動性低下を主な要因として拡大した模様です。今後は米国の景気悪化から信用リスクの高まりが警戒されますが、市場の流動性回復がこれを補い、スプレッドは全般に横這いとなる見通しです。

## ・信用リスクプレミアムと流動性リスクプレミアム

一般に社債利回りは国債利回りより高く、その差をスプレッドとよび、社債特有のリスクを取ることによって投資家が得られるプレミアムとなります。このプレミアムには、①主に発行体企業の経営破綻等によって社債が債務不履行(デフォルト)となるリスク、即ち信用リスクに対する部分、②社債が国債よりも取引量が少ないことによる流動性リスクに対する部分があると考えられています(図表1)。もっとも、市場が織り込むデフォルト率や取引コスト等の把握は難しく、スプレッドの値を正確に分けることはできません。ただ、スプレッドの変動を、信用リスクと流動性リスク、それぞれの増減と捉えることは、社債市場を見通す上で有効な手段になると考えています。

(図表1)社債利回り

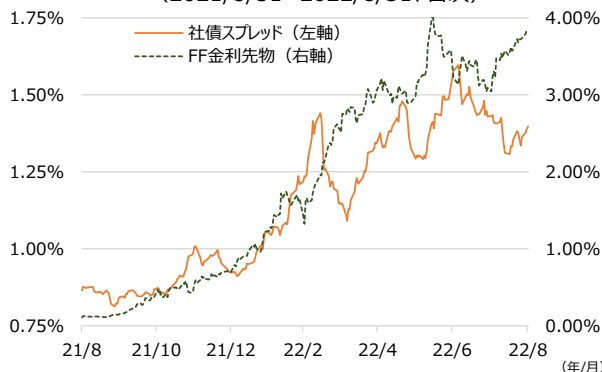


※各リスクプレミアムの増加はスプレッドを拡大させて利回り上昇要因(価格下落要因)となり、減少はスプレッドを縮小させて利回りの低下要因(価格上昇要因)となります。なお、図は社債利回りの概念をイメージにしたものです。

## ・これまでは流動性リスクプレミアムの増加

過去1年間の米ドル建社債のスプレッドは拡大傾向でした。これは信用リスクの高まりが要因ではなく、先行きの利上げを警戒した債券市場での流動性低下の影響であったと考えています(図表2)。足元までの実体経済は、インフレを懸念しつつも全般には底堅く、例えば企業の信用格付け動向を見ても総じて改善傾向になりました(図表3)。このことから、これまでのスプレッド拡大は主に流動性リスクプレミアムの増加が要因と捉えることができます。

(図表2)米ドル建社債のスプレッドとFF金利先物の推移  
(2021/8/31~2022/8/31、日次)



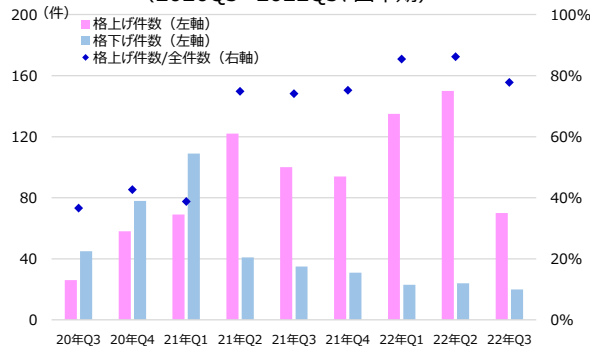
※社債スプレッド: Bloomberg US Corporate Bond Indexの Index OAS to Treasury  
FF金利先物: フェデラルファンド金利先物の直近限月から12番目の限月先物金利  
※FF金利先物とは、FF金利(米国の政策金利)を対象とする金利先物です。特定の限月の水準を見ることで、その時点の金利水準に対する市場認識を知ることが可能です。

## ・これからは信用リスクプレミアムの増加だが

先行きについては、金融引き締めを受けた景気悪化が予想されていることから、信用リスクプレミアムについても増加が見込まれます。ただ、景気悪化によるインフレ収束が見通せるようになれば、利上げ懸念が後退し、債券市場の流動性が回復することも想定できます。このため、スプレッドは、信用リスクプレミアムの増加を流動性リスクプレミアムの減少が相殺し、全般には横這いとなることを見込んでいます。

社債投資においては、発行体企業の信用力を慎重に評価することが重要です。ただ、信用力低下を過度に警戒することなく、金利動向等を見極めて動くことが、着実な投資収益の確保に繋がると考えています。

(図表3)米投資適格企業の信用格付けの推移  
(2020Q3~2022Q3、四半期)



※S&P Global Ratings, Moody's Investors Service, Fitch Ratingsによる米国の投資適格(BBB格以上)企業の信用格付け変更件数を累計して表示。22年Q3は8月まで。

(出所) 図表2・3のグラフは、Bloombergのデータを基に岡三アセットマネジメント作成

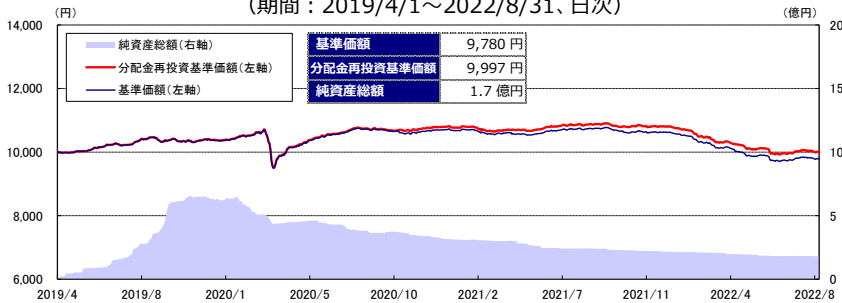
### <本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、ファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たり、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

日系外債オープン(為替ヘッジあり)  
追加型投信/海外/債券

運用状況 (作成基準日: 2022年8月31日)

設定来の基準価額の推移  
(期間: 2019/4/1~2022/8/31、日次)



2020/4/15	10 円
2020/10/15	70 円
2021/4/15	40 円
2021/10/15	50 円
2022/4/15	50 円
設定来合計	230 円

※基準価額は1万口当たり、作成基準日現在、信託報酬控除後です。  
※分配金再投資基準価額は、分配金(税引前)を分配時に再投資したものとみなして計算したものです。  
※グラフは過去の実績であり、将来の成果を示唆または保証するものではありません。

※分配金は1万口当たり、税引前です。運用状況等によっては分配金額が変わる場合、或いは分配金が支払われない場合があります。

公社債	92.8%
(内外国公社債)	(92.8%)
(内先物)	(0.0%)
短期金融商品その他	7.2%
マザーファンド組入比率	97.0%
組入銘柄数	17 銘柄

	1か月前	3か月前	6か月前	1年前	3年前	設定来
分配金再投資基準価額	▲0.38%	▲1.29%	▲4.42%	▲8.15%	▲4.42%	▲0.03%
参考指数	▲2.23%	▲2.62%	▲6.80%	▲11.26%	▲6.89%	▲3.50%

※騰落率は、1か月前、3か月前、6か月前、1年前、3年前の各月の月末および設定日との比較です。  
参考指数の騰落率は、当該日前営業日の現地終値を基に算出しております。  
※分配金再投資基準価額の設定来騰落率は、1万口当たりの当初設定元本との比較です。  
※参考指数は、FTSE Non-JPY WorldBIG Index Japan Issuers JPYです。  
※参考指数の騰落率は、Bloombergのデータを基に岡三アセットマネジメントが算出しております。  
※FTSE Non-JPY WorldBIG Index Japan Issuers JPYは、FTSE Fixed Income LLCにより運営されている債券インデックスです。同指数はFTSE Fixed Income LLCの知的財産であり、指数に関するすべての権利はFTSE Fixed Income LLCが有しています。

保有債券の平均利回り	4.87%
保有債券の平均格付け	A
ファンド全体のデュレーション	3.63年

※マザーファンドのポートフォリオ特性: 当ファンドが投資する「日系外債マザーファンドⅡ」のポートフォリオ特性値  
※期限前償還日が設定されている銘柄に関しては、次回の期限前償還日までの期間で算出しています。  
変動利付債に関しては、デュレーションは次回利払い日までの期間、利回りは現在のクーポン、償還日を基準に算出しています。なお、クーポンを後決める債券はBloombergのデータを基準に算出しています。  
格付けは、S&P Global Ratings、Moody's Investors Service、Fitch Ratings、格付投資情報センター(R&I)、日本格付研究所(JCR)の各発行体格付けのうち、上位のもの(格付け機関が独自に行う公開情報に基づく格付けを含む)を採用しています。ただし、劣後債等の資本性を有する債券については、当該債券に付された劣後格付け等の中から、上位のものを採用し集計しています。

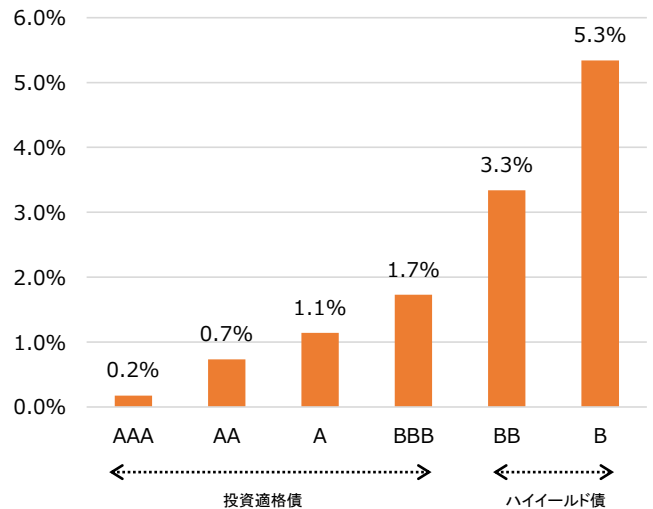
<参考> 投資適格債とハイイールド債

投資適格債(BBB格以上)のスプレッドは低水準で、いまひとつ投資妙味に欠けると感じるかも知れません。一方、ハイイールド債(BB格以下)は、スプレッド水準に投資妙味がありそうですが、その分信用リスクが高いと見られています。現状では、市場が織込む信用リスクを正確には把握できませんが、例えば格付け機関が実績を集計した期間5年での累積デフォルト率※は、BB格では4.5%~6.5%程度となっています。一方、投資適格債の同値はBBB格では1.0%~1.5%程度で、BB格対比で見ると信用リスクが低く、リスクプレミアムとしては信用リスクよりも流動性リスクの占める割合がより大きいと考えられます。

今後の社債市場が、信用リスクが増加し流動性リスクが減少する局面に入るならば、相対的に投資適格債が優位となることが想定されます。

※累積デフォルト率: 各格付け(例えばBB格)であった債券が、計測期間中(例えば5年間)にデフォルトした比率。主要格付け機関がそれぞれ分析レポートとして定期的に公表している。

米国の債券市場の信用格付け別スプレッド水準  
(2022/8/31現在)



※AAA~BBB: Bloomberg US Aggregate Bond Indexの各OAS to Treasury  
BB~B: Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index各OAS to Treasury

(出所) Bloombergのデータを基に岡三アセットマネジメント作成

(作成: 運用本部)

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、ファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たり、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

**日系外債オープン(為替ヘッジあり)  
追加型投信／海外／債券**
**日系外債オープン(為替ヘッジあり)に関する留意事項**
**【岡三アセットマネジメントについて】**

商号：岡三アセットマネジメント株式会社

岡三アセットマネジメント株式会社は、金融商品取引業者として投資運用業、投資助言・代理業および第二種金融商品取引業を営んでいます。登録番号は、関東財務局長（金商）第370号で、一般社団法人投資信託協会および一般社団法人日本投資顧問業協会に加入しています。

**【投資リスク】**

- 投資者の皆様は投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた利益および損失は、すべて投資者の皆様へ帰属します。ファンドは、主に米ドルを中心とした先進国通貨建ての債券等の値動きのある有価証券等に投資しますので、組入れた有価証券等の価格の下落等の影響により、基準価額が下落し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資しますので、為替相場の変動により損失を被ることがあります。
- ファンドの主な基準価額の変動要因としては、「金利変動リスク」、「信用リスク」、「流動性リスク」、「為替変動リスク」があります。「為替ヘッジあり」は、実質組入外貨建資産について、原則として為替ヘッジを行い、為替変動リスクの低減を目指しますが、為替ヘッジの対象となる外貨建資産は市況動向により変動することから、為替変動リスクを完全にヘッジすることはできません。
- 劣後債への投資には「弁済の劣後」、「繰上償還延期」、「利息の繰り延べまたは停止」、「制度変更等によって不利益を被る」等の可能性があり、リスクは普通社債への投資と比較して相対的に大きいものとなります。

※基準価額の変動要因は上記のリスクに限定されるものではありません。

**【その他の留意点】**

- ファンドのお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- ファンドは、大量の解約が発生し短期間で解約資金を手当てする必要が生じた場合や主たる取引市場において市場環境が急変した場合等に、一時的に組入資産の流動性が低下し、市場実勢から期待できる価格で取引できないリスク、取引量が限られてしまうリスクがあります。これにより、基準価額にマイナスの影響を及ぼす可能性や、換金申込の受付が中止となる可能性、換金代金の支払が遅延する可能性があります。
- 分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。
- ファンドは、ファミリーファンド方式で運用を行います。ファンドが投資対象とするマザーファンドを他のペーパーファンドが投資対象としている場合に、当該他のペーパーファンドにおいて追加設定および一部解約等がなされた場合には、その結果として、マザーファンドにおいても売買等が生じ、ファンドの基準価額に影響を受けることがあります。
- 取引所における取引の停止、外国為替取引の停止、決済機能の停止、その他やむを得ない事情があるときは、換金申込みの受付を中止することや、すでに受付けた換金申込みの受付を取消することがあります。
- 詳しくは、「投資信託説明書（交付目論見書）」の「投資リスク」をご参照ください。

**【お客様にご負担いただく費用】**

<お客様が直接的に負担する費用>

- 購入時
  - 購入時手数料：購入金額（購入価額×購入口数） × 上限1.1%（税抜1.0%）  
詳しくは販売会社にご確認ください。
- 換金時
  - 換金手数料：ありません。
  - 信託財産留保額：ありません。

<お客様が信託財産で間接的に負担する費用>

- 保有期間中
  - 運用管理費用（信託報酬）  
：純資産総額×年率0.693%（税抜0.63%）
- その他費用・手数料
  - 監査費用：純資産総額×年率0.0132%（税抜0.012%）
- 有価証券等の売買に係る売買委託手数料、信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用等を信託財産でご負担いただきます。なお、マザーファンドの当該費用につきましては、間接的にご負担いただきます。（監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。）
- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を示すことはできません。
- 詳しくは、「投資信託説明書（交付目論見書）」の「手続・手数料等」をご参照ください。

日系外債オープン(為替ヘッジあり)  
追加型投信／海外／債券

2022年9月21日現在

### 販売会社

受益権の募集の取扱い、投資信託説明書(交付目論見書)、投資信託説明書(請求目論見書)及び運用報告書の交付の取扱い、解約請求の受付、買取請求の受付・実行、収益分配金、償還金及び解約金の支払事務等を行います。

商号	登録番号	加入協会			
		日本証券業協会	一般社団法人 日本投資 顧問業協会	一般社団法人 金融先物 取引業協会	一般社団法人 第二種金融商品 取引業協会
<b>(金融商品取引業者)</b>					
株式会社SBI証券	関東財務局長(金商)第44号	○		○	○
三縁証券株式会社	東海財務局長(金商)第22号	○			
静岡東海証券株式会社	東海財務局長(金商)第8号	○			
株式会社しん証券さかもと	北陸財務局長(金商)第5号	○			
頭川証券株式会社	北陸財務局長(金商)第8号	○			
大熊本証券株式会社	九州財務局長(金商)第1号	○			
長野証券株式会社	関東財務局長(金商)第125号	○			
楽天証券株式会社	関東財務局長(金商)第195号	○	○	○	○
<b>(登録金融機関)</b>					
株式会社富山銀行	北陸財務局長(登金)第1号	○			
株式会社長崎銀行	福岡財務支局長(登金)第11号	○			
株式会社長野銀行	関東財務局長(登金)第63号	○			

<本資料に関するお問合わせ先>

フリーダイヤル **0120-048-214** (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)