

# 「逆イールド」下での「国債利回り+ $\alpha$ 」の確保

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12月19日

米国債券市場は金融引き締めを受けて利回り曲線が「逆イールド」となり、長短金利差を収益源とする機関投資家にとっては、難しい投資環境となっています。こうした中、日系外債は低い信用リスクと国債への利回り上乗せ(スプレッド)が期待できる投資商品として注目を集めると考えられます。

## 米国の「逆イールド」は当面続く

米国の債券市場では米連邦準備制度理事会(FRB)の利上げによって短期金利が上昇する一方、先行きの景気後退の可能性を織込んで長期金利が低下し、短期金利が長期金利を上回る「逆イールド」と呼ばれる状況が続いています。

右グラフ(図表1)は、直近の米国債の利回り曲線と、市場が織込む将来の利回り曲線です。FRBはインフレ抑制を重視して当面は短期金利を高止まりさせると見られる一方、中・長期金利は将来の景気後退と利下げの可能性をさらに織込むため、来年も「逆イールド」は続く予想となっています。

利回りの水準は、今後の利上げ幅によって変動すると想定されます。利回り曲線の形状は、FRBが景気浮揚に舵を切って利下げに動くことを市場が織り込む段階では、大きく変化しているものと考えられます。

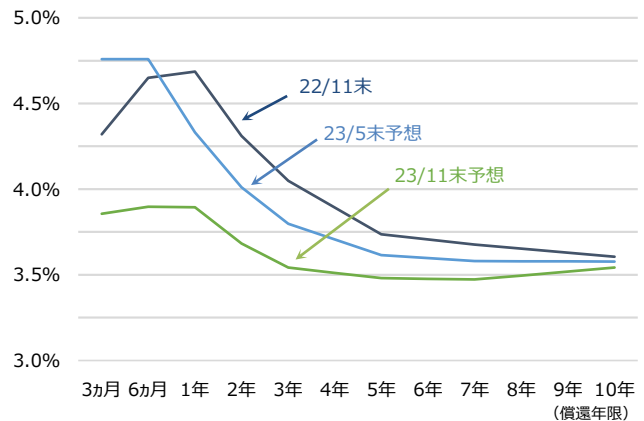
## 「逆イールド」下での投資資金の流入期待

短期金融市場で米ドル資金調達を行う機関投資家や、米国との短期金利差が主なコストとなる為替ヘッジを伴う投資家にとっては、米国の短期金利と投資対象の利回りの差が、主な投資収益の源泉となります。これらの投資家にとって短期金利が投資対象の利回りを上回る「逆イールド」は好ましくない投資環境であり、当面は「国債利回り+ $\alpha$ 」の利回りを求め、投資を行う必要がありそうです。

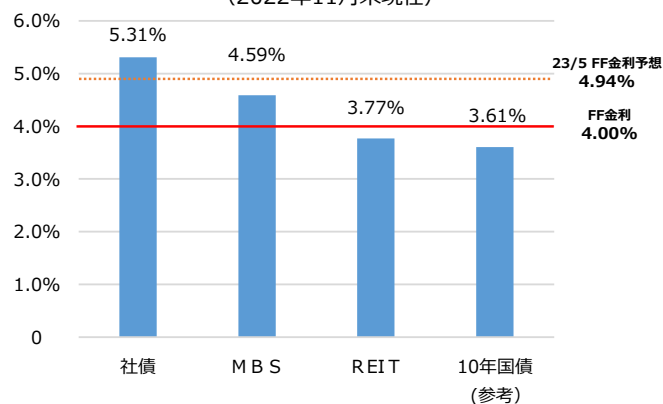
右グラフ(図表2)は、社債とともに利回り確保を意図した投資の対象となりやすい不動産担保証券(MBS)や、不動産投資信託(REIT)との利回り比較です。直近の社債利回り水準は相対的に高く、逆イールド的环境下においても、短期金利対比でプラスを維持できる見込みです。

今後も社債市場には、利回り確保を意識した投資資金の流入が期待できると考えられます。

(図表1) 米国債市場が想定する利回り曲線推移  
(2022年11月末現在)



(図表2) 米国の各種投資商品の利回り水準  
(2022年11月末現在)



※FF金利: フェデラルファンド金利誘導目標上限  
23/5 FF金利予想: フェデラルファンド金利先物(23年5月限)の最終利回り(ミッド)  
※社債: Bloomberg US Corporate Bond IndexのYield to Worst、  
MBS: Bloomberg US Mortgage Backed Securities IndexのYield to Worst、  
REIT: FTSE NAREIT All Equity REITS Total Return Indexの  
当年度予想配当利回り

(図表1~2の出所) 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

景気後退が警戒される中での安定した利回り確保

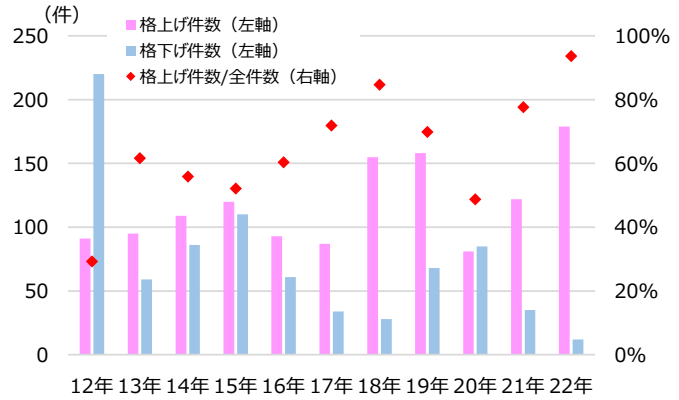
社債投資における「国債利回り+ $\alpha$ 」の“ $\alpha$ ”(アルファ)は、主に信用リスクや流動性リスクを負うことに対して投資家が受け取る報酬(プレミアム)と見られています。

そして、先行きの景気後退が警戒される中では、特に信用リスクを慎重に見極めて「国債利回り+ $\alpha$ 」の確保を図ることが重要と考えられます。

右グラフ(図表3)は主要格付機関5社の日本企業に対する格付けの変動推移ですが、足元の格下げの減少と格上げの増加によって、格付変動した全件数の9割以上が格上げとなるなど、信用力評価の改善傾向が強まっています。また、**社債を発行する日本の主要企業の多くは、一般的に健全な財務体質を維持し、信用リスクの観点から、総じて安心感のある発行体**と見られています。

当ファンドが投資する日本の主要企業発行の債券については、景気後退が警戒される中でも、安定した「国債利回り+ $\alpha$ 」の確保が期待できる投資対象として、今後注目を集めると考えています。

(図表3) 日本企業の信用格付け変動推移  
(2012年~2022年、年次)



※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)による日本企業の信用格付け変更件数を累計して表示  
※2022年は12月9日時点のデータ

(出所) Bloombergのデータを基に岡三アセットマネジメント作成

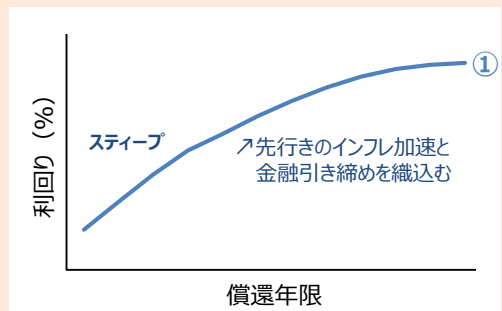
利回り曲線(イールドカーブ)…景気循環によって形状変化

イールドカーブとは、債券の利回り水準と償還年限の関係を示すグラフです。

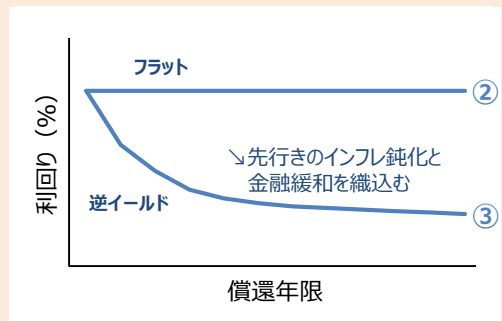
通常は長期債利回り(長期金利)の方が短期債利回り(短期金利)より高く、イールドカーブは右肩上がりの形状となります(順イールド)。特に景気回復期から拡大の初期には、政策金利引き下げによって短期金利が低下する一方、先行きのインフレ加速と金融引き締めが見込まれることなどから、より長期の金利が高水準となり、イールドカーブが急傾斜化(スティープ化)しやすと考えられます(右図①)。

一方、景気が拡大の後半から後退へ向かう場合には、イールドカーブは平坦化(フラット化)し(右図②)、さらに景気過熱を受けた金融引き締めの最終局面では、政策金利の引き上げに伴い、短期金利が上昇するものの、先行きのインフレ鈍化と金融緩和を見越して長期金利が低下することなどにより、イールドカーブが逆イールド化すると考えられています(右図③)。

景気回復・拡大初期



景気拡大後期・景気後退期



<本資料に関してご留意いただきたい事項>

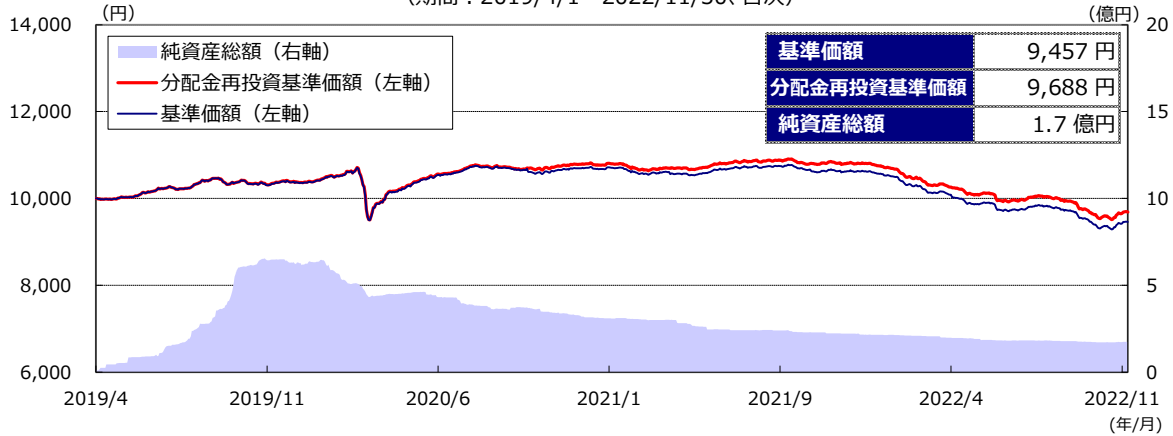
■本資料は情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、ファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たり、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

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11月30日)

設定来の基準価額の推移

(期間：2019/4/1～2022/11/30、日次)



※基準価額は1万円当たり、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。

ポートフォリオ構成比率	
公社債	90.5%
(内外国公社債)	(90.5%)
(内先物)	(0.0%)
短期金融商品その他	9.5%
マザーファンド組入比率	94.3%
組入銘柄数	18 銘柄

騰落率	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	0.91%	▲3.10%	▲4.35%	▲10.27%	▲6.89%	▲3.12%
参考指数	1.74%	▲2.66%	▲5.21%	▲12.49%	▲8.61%	▲6.06%

※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、1万円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。

最近5期の分配金の推移	
2020/10/15	70 円
2021/4/15	40 円
2021/10/15	50 円
2022/4/15	50 円
2022/10/17	20 円
設定来合計	250 円

※分配金は1万円当たり、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。

マザーファンドのポートフォリオ特性	
保有債券の平均利回り	6.12%
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	3.95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。

(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場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ベビーファンドが投資対象としている場合に、当該他のベビ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けます。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けます。（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。

**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)**