

米長期金利との連動が続くドル円相場

ワールド・ソブリンインカム(愛称 十二単衣)
追加型投信／内外／債券

2016年12月26日

【当レポートのポイント】

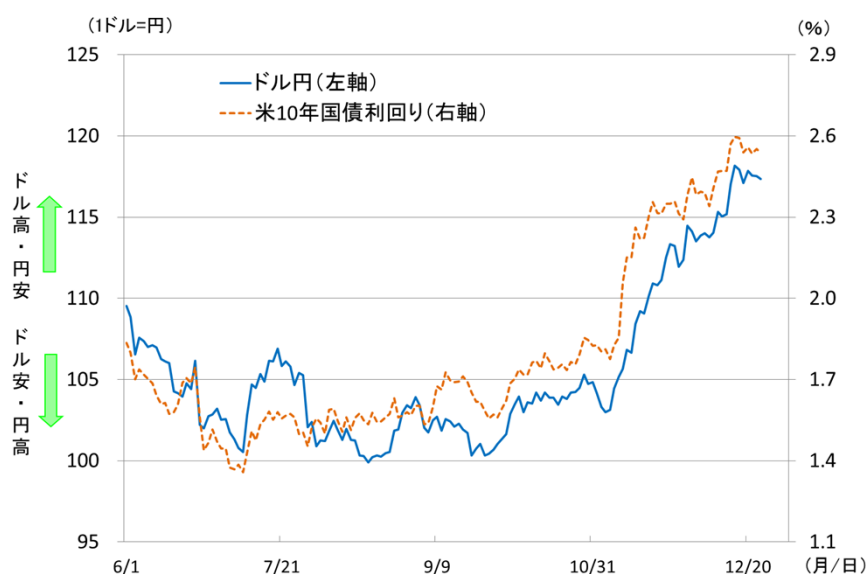
- 米大統領選挙以降、ドル円相場(ドルの対円レート)は米長期金利と概ね連動する展開が続いています。
- この間のドル円相場の急上昇は、日米の長期金利差拡大に伴い相対的なドルの投資妙味が高まったことに加え、投機筋の大幅なポジション変化や国内投資家による為替ヘッジ解消が大きく影響していると思われます。
- 今後のドル円相場は、引き続き米長期金利に連動しやすい展開が想定されます。短期的には、米長期金利の上昇一服がドル円相場の上値を抑制する要因になると見えています。

I. 米大統領選挙以降、ドル円相場は米長期金利とともに急上昇

米大統領選挙以降、ドル円相場(ドルの対円レート)は米長期金利と概ね連動する展開が続いています。米長期金利(10年国債利回り)は米大統領選挙でのトランプ氏勝利を受けて、11月9日には一時1.7%台前半に低下しましたが、その日のうちに2.0%台後半に急反発し、その後12月15日には一時2.6%台半ばをつけるなど、金利上昇基調が鮮明となりました。ドル円相場はこの米長期金利の上昇に連動し、11月9日に一時101円台前半に下落した後上昇に転じ、12月15日には118円台後半まで急伸することとなりました。その後は、米長期金利の上昇一服に伴い、ドル円相場も伸び悩む動きを見せています。

日銀の長短金利操作により国内の長期金利上昇が抑制されているため、米長期金利の上昇は日米長期金利差の拡大を通じて、相対的なドルの投資妙味を高めることになり、ドル円相場上昇の一因になったと思われます。

図表1 ドル円相場と米長期金利(10年国債利回り)
(2016年6月1日～2016年12月23日)



(出所) Bloomberg のデータより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>

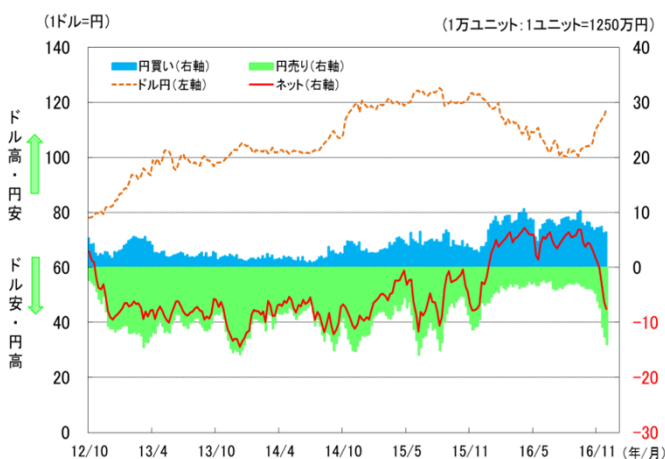
■ 本資料は、「ワールド・ソブリンインカム(愛称 十二単衣)」に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、ファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■ 本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■ 本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■ 投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断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。

**ワールド・ソブリンインカム(愛称 十二単衣)
追加型投信／内外／債券**
Ⅱ．投機筋の大幅なポジション変化と国内投資家の為替ヘッジ解消がドル円急伸の主役か

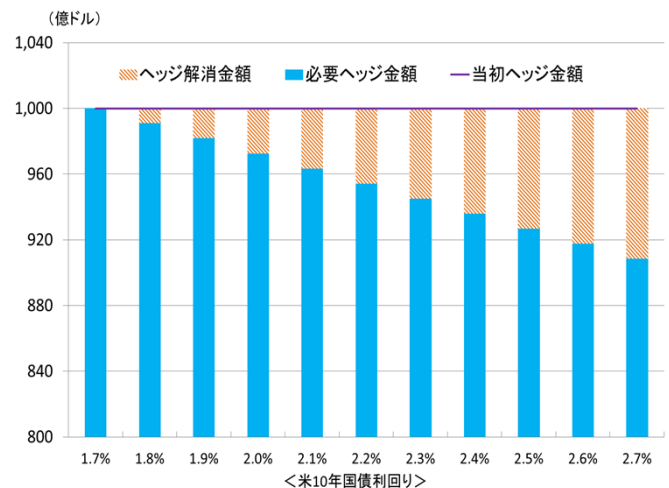
前述したように、米長期金利の上昇が相対的なドルの投資妙味を高め、ドル円上昇の一因になったと思われませんが、短期間でこのような急速な動きとなった背景には、需給面での巨額なドル買い・円売りが影響していると考えています。

一つめは、投機筋の円買いポジションの一部解消と円売りポジションの急増です。米シカゴ・マーカンタイル取引所の通貨先物における投機筋の円ポジション（IMM投機筋円ポジション）は、2016年初めにネットで円買い（円買いポジション>円売りポジション）に転じて以来、常に円買いポジションが円売りポジションを上回る状態が続いていました（図表2）。しかし、米大統領選挙後は円買いポジションの一部解消が進むと同時に、新規の円売りポジションが急増し、足元ではネットで大幅な円売りに転じています。短期間でこれだけ大幅なポジション変化が生じるのは珍しく、投機筋のドル円相場の見通しが大きく転換するとともに、需給面では強力なドル買い・円売り要因になったと思われまます。

二つめは、国内投資家による為替ヘッジの解消が急速に進行したと思われる点です。日銀のマイナス金利導入に伴う国内金利の急低下を受けて、国内投資家の多くは為替ヘッジ付きの外国債投資の残高を拡大させました。しかし、米大統領選挙後の米長期金利の急上昇に伴い、保有している外国債の価格が大幅に下落し、為替ヘッジの一部解消を余儀なくされたと思われまます。例えば、国内投資家が1,000億ドルの米10年国債を保有していた場合を想定すると、米長期金利（10年国債利回り）が1.7%から2.6%に上昇することに伴い、当初ヘッジ額の約8%に相当する80億ドル程度の為替ヘッジを解消する必要が生じます（図表3）。この計算は、あくまで米長期金利の変化と為替ヘッジ金額との関係を見るために、前提となる条件を単純化して算出したものであり、実際のヘッジ解消額を正確に推定するものではありません。ただ、国内投資家によるヘッジ付きの外国債投資の残高は、1,000億ドルを大幅に上回るとともに、今年に入り一段と増加したと推測されることを勘案すると、為替ヘッジ解消に伴うドル買い・円売りが大統領選挙以降のドル円急伸に大きく貢献したと思われまます。

**図表2 IMM投機筋の円ポジションとドル円
(2012年10月2日～2016年12月20日)**


(出所) Bloomberg のデータより岡三アセットマネジメント作成

**図表3 米長期金利(10年国債利回り)の変化と
為替ヘッジ金額との関係**


※上図に使用したデータは、米長期金利（10年国債利回り）の変化と為替ヘッジ金額との関係を見るために、前提となる条件を単純化して算出したものであり、実際の為替ヘッジ解消額を正確に推定するものではありません。

(出所) Bloomberg のデータより岡三アセットマネジメント作成

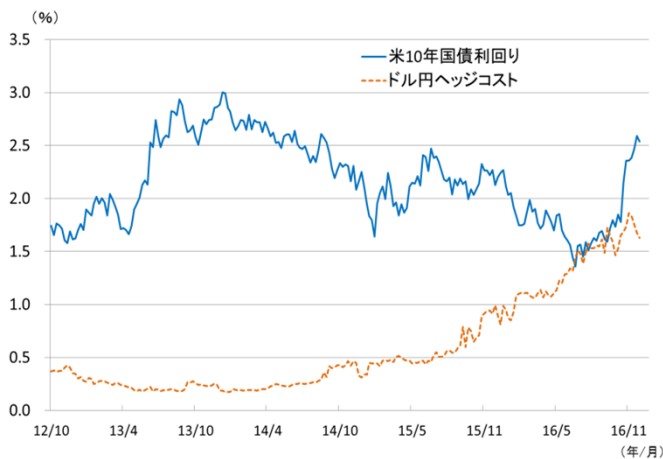
<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、「ワールド・ソブリンインカム（愛称 十二単衣）」に関する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っては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、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。

**ワールド・ソブリンインカム(愛称 十二単衣)
追加型投信／内外／債券**
Ⅲ. ドル円相場は、引き続き米長期金利に連動しやすい展開を想定

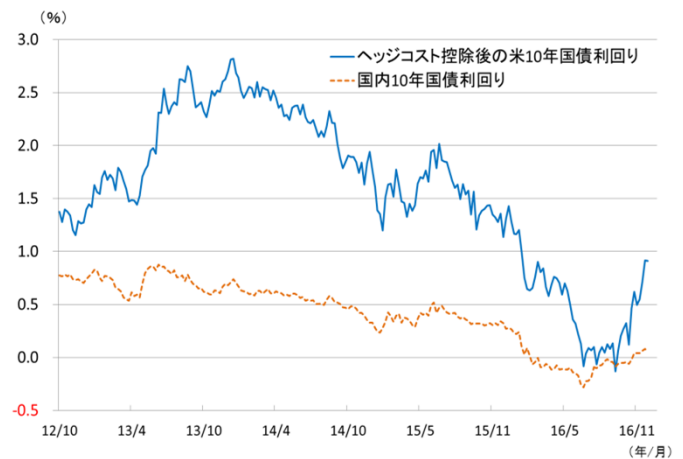
今後のドル円相場は、引き続き米長期金利に連動しやすい展開が想定されます。米長期金利が一段と上昇する展開となれば、国内投資家による為替ヘッジ解消がドル買い・円売り要因として働くと思われる一方、米長期金利が低下に転じる展開となれば、逆に国内投資家の為替ヘッジ積み増しによりドル売り・円買いが進行しやすいと見ています。

米長期金利に関しては、米景気の拡大期待や米連邦準備制度理事会（FRB）による利上げペースの加速観測等を背景に、金利上昇圧力が残る展開を想定しています。ただ、足元の米長期金利上昇は米新政権に対する期待や思惑が先行している面が強く、米新政権の政策が明らかになるにつれ金利先高観が和らぎ、金利低下が進行しやすい環境に転じる可能性もあると考えています。また、米長期金利の急上昇と足元の対ドルでの為替ヘッジコスト低下を受けて、新規のヘッジ付き米国債の投資妙味が高まりつつあり、米長期金利の上昇を抑制する要因として働きやすいと思われます（図表4、5）。このため、短期的には、米長期金利の上昇一服がドル円相場の上値を抑制する要因になると見ています。

**図表4 米長期金利(10年国債利回り)と
ドル円ヘッジコスト
(2012年10月5日～2016年12月23日)**


※ドル円ヘッジコストは、ドル円のスポットレートと3ヵ月物フォワードレートより、年率換算して表示。

(出所) Bloomberg のデータより岡三アセットマネジメント作成

**図表5 ヘッジコスト控除後の米長期金利(10年国債利回り)と
国内長期金利(10年国債利回り)
(2012年10月5日～2016年12月23日)**


※ヘッジコスト控除後の米10年国債利回りは、米10年国債利回りから図表4で使用したドル円ヘッジコスト(年率換算)を差し引いた数値。※国内長期金利(10年国債利回り)は、2016年12月22日まで。

(出所) Bloomberg のデータより岡三アセットマネジメント作成

以上

(作成：債券運用部)

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、「ワールド・ソブリンインカム(愛称 十二単衣)」に関する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もありません。■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あたっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、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。



ワールド・ソブリンインカム(愛称 十二単衣)
追加型投信／内外／債券

ワールド・ソブリンインカム(愛称 十二単衣)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、主要先進各国の国債等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」、「為替変動リスク」があります。その他の変動要因としては「信用リスク」、「カントリーリスク」があります。

※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。
- 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。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり小さかった場合も同様です。
- 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、購入・換金申込みの受付を中止することや、すでに受付けた購入・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：購入価額×購入口数×上限2.16%(税抜2.0%)
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：換金申込受付日の翌営業日の基準価額×0.1%

<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1.134%(税抜1.05%)
- その他費用・手数料
 - 監査費用：純資産総額×年率0.0054%(税抜0.005%)
- 有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資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。

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。なお、販売会社には取次証券会社が含まれております。)

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
(金融商品取引業者)					
岡三証券株式会社	関東財務局長(金商)第53号	○	○		○
岡三オンライン証券株式会社	関東財務局長(金商)第52号	○	○	○	
岡三にいがた証券株式会社	関東財務局長(金商)第169号	○			
あおぞら証券株式会社	関東財務局長(金商)第1764号	○			○
阿波証券株式会社	四国財務局長(金商)第1号	○			
株式会社SBI証券	関東財務局長(金商)第44号	○		○	○
共和証券株式会社	関東財務局長(金商)第64号	○	○		
寿証券株式会社	東海財務局長(金商)第7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	○			
株式会社証券ジャパン	関東財務局長(金商)第170号	○			
上光証券株式会社	北海道財務局長(金商)第1号	○			
高木証券株式会社	近畿財務局長(金商)第20号	○			
ばんせい証券株式会社	関東財務局長(金商)第148号	○			
二浪証券株式会社	四国財務局長(金商)第6号	○			
益茂証券株式会社	北陸財務局長(金商)第12号	○		○	
明和証券株式会社	関東財務局長(金商)第185号	○			
相生証券株式会社	近畿財務局長(金商)第1号	○			
愛媛証券株式会社	四国財務局長(金商)第2号	○			
香川証券株式会社	四国財務局長(金商)第3号	○			
三京証券株式会社	関東財務局長(金商)第2444号	○			
三晃証券株式会社	関東財務局長(金商)第72号	○			
野畑証券株式会社	東海財務局長(金商)第18号	○			○
武甲証券株式会社	関東財務局長(金商)第154号	○			
(登録金融機関)					
株式会社関西アーバン銀行	近畿財務局長(登金)第16号	○		○	
株式会社紀陽銀行	近畿財務局長(登金)第8号	○			
近畿産業信用組合	近畿財務局長(登金)第270号	○			
株式会社静岡中央銀行	東海財務局長(登金)第15号	○			
株式会社島根銀行	中国財務局長(登金)第8号	○			
株式会社ジャパンネット銀行	関東財務局長(登金)第624号	○		○	
株式会社第三銀行	東海財務局長(登金)第16号	○			
株式会社大正銀行	近畿財務局長(登金)第19号	○			

(注) 販売会社によっては、現在、新規のお申込みを受け付けていない場合があります。

<本資料に関するお問合わせ先>

カスタマーサービス部 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)