

利回り曲線の平坦化が進行した米国債券市場

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

2017年12月22日

【当レポートのポイント】

- 米国債券市場では、今年に入り利回り曲線の平坦化の動きが鮮明に
- 米連邦準備制度理事会(FRB)による利上げ継続、日欧の超低金利環境の継続、低インフレの長期化観測、米国の年金基金による超長期債への旺盛な需要等が背景
- 利回り曲線の平坦化に伴い、将来の景気後退への懸念が台頭
- 今後も、FRBによる利上げ継続を受けて中短期債の利回り上昇を想定
一方、長期債や超長期債は利回り上昇が抑制される展開に

I. 米国債券市場では、今年に入り利回り曲線の平坦化の動きが鮮明に

米国債券市場では、今年に入り政策金利との連動性の高い1年国債や2年国債の利回りが大幅上昇となる中、10年国債利回りはレンジ内で上下する展開となり、足元では昨年末とほぼ同水準で推移しています(図表1)。一方、30年国債利回りは0.2%以上の利回り低下となるなど、償還までの残存期間が10年超の超長期債の利回りは総じて低下傾向となりました。

この結果、債券の利回りと償還までの残存期間の関係を図示した利回り曲線(=イールドカーブ)は、昨年末と比較して大幅に平坦化しました(図表2)。これは、主に以下の4点が背景にあると考えています。

- ①米連邦準備制度理事会(FRB)が今年3回の利上げを実施するとともに、今後も利上げを継続する姿勢を示していること
- ②日欧の超低金利環境が継続し、相対的に利回り水準の高い米国の長期債や超長期債への投資ニーズが強いこと
- ③米国経済が好調に推移している一方、物価の伸び悩みが鮮明となり、低インフレの長期化観測が高まりつつあること
- ④米国の年金基金は、総合的な資産負債管理の観点から超長期ゾーンの社債への投資ニーズが強く、このことが米国債の超長期ゾーンの利回り低下要因として働いていること

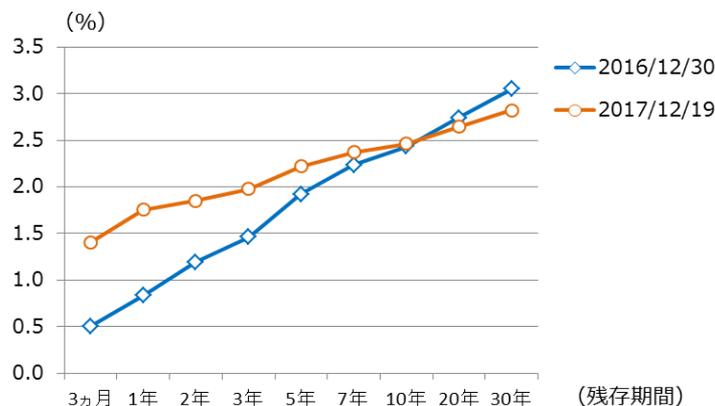
※ただ、足元では急速な利回り曲線平坦化に対する反動から、長期債や超長期債の利回りが急上昇する動きが見られています。

【図表1】米国債の残存年限別の利回り変化
(2016年12月30日 → 2017年12月19日)

(単位: %)

	2016/12/30	2017/12/19	変化幅
3ヵ月	0.50	1.41	0.90
1年	0.83	1.75	0.92
2年	1.19	1.85	0.65
3年	1.46	1.98	0.52
5年	1.92	2.22	0.30
7年	2.24	2.37	0.14
10年	2.43	2.46	0.03
20年	2.74	2.64	-0.10
30年	3.05	2.82	-0.23
10年-3ヵ月	1.93	1.06	-0.87
10年-2年	1.24	0.62	-0.62
30年-5年	1.13	0.60	-0.52

【図表2】米国債の利回り曲線
(2016年12月30日、2017年12月19日)



※利回りはパーイールド(複利ベースの利付債の最終利回り)を使用し、小数点以下第3位を四捨五入して表示
(出所) The Yield Book 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 . 利回り曲線の平坦化に伴い、将来の景気後退への懸念が台頭

米国の過去の景気循環と長短金利差の関係をみると、直近2回の景気後退局面入りの前には、短期債の利回りが長期債の利回りを上回る状態（＝利回り曲線の逆イールド化）となっていることが分かります（図表3）。これは、景気過熱を警戒し中央銀行が政策金利の引き上げを継続することで、政策金利との連動性の高い短期債の利回りが上昇する一方、将来の景気後退を懸念し長期債の利回りが上昇しにくくなったり、低下に転じることにより生じると考えられます。その後、政策金利引き上げによる悪影響が徐々に経済全体に波及することにより、景気後退につながっていくと思われます。このため、今年に入ってからの利回り曲線平坦化の動きを、将来の景気後退を示唆するサインとして懸念する見方が台頭しつつあります。

一方、FRBのイエレン議長は、「歴史的に、利回り曲線の平坦化と景気後退には強い相関がある」と認めながらも、「相関は因果関係ではない」と指摘し、最近の利回り曲線の平坦化が必ずしも将来の景気後退につながる訳ではないとの見方を示しました。また、FRBはインフレ率の伸び悩みを警戒しつつも、株高や社債と国債の利回り差縮小などを背景に金融環境が一段と緩和的となっていることを注視しており、今後も着実に利上げを継続する可能性が高いと見ています。

図表3 米国の景気循環と長短金利差
(1992年12月～2017年12月)



※米実質GDP成長率:各四半期のデータ(前期比年率、4四半期平均)を月次ベースで表示、直近データは2017年第3四半期
 ※景気後退期:全米経済研究所(NBER)による判定
 ※長短金利差:米10年国債利回りー米3ヵ月国債利回り、月次ベースで表示
 直近データは2017年12月19日
 (出所)NBER、Bloomberg のデータより岡三アセットマネジメント作成

図表4 米30年国債利回りの推移
(1980年第4四半期～2017年第4四半期)



※2017年第4四半期は2017年12月19日までのデータを表示
 (出所)Bloomberg のデータより岡三アセットマネジメント作成

Ⅲ . 今後の見通し

FRBによる利上げ継続を受けて中短期債の利回り上昇を想定する一方、長期債や超長期債は利回り上昇が抑制される展開が続くと見ています。図表4は、米国の30年国債利回りの長期チャートですが緩やかながら利回りの低下基調が続いていることが見てとれます。今後、30年国債の利回りがこの低下基調を脱するには、インフレ見通しの大幅な上方修正、日欧の中央銀行が現在の緩和的な金融政策から明確に転換する、などの投資環境の大きな変化が必要になると考えています。言い換えれば、それまでは米国の30年国債利回りの上昇余地は限定的と判断しています。

以上

(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、「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**
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があ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	○			
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>

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)