

# 景気後退に向かう米国、FRBは政策転換へ

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

2023年3月31日

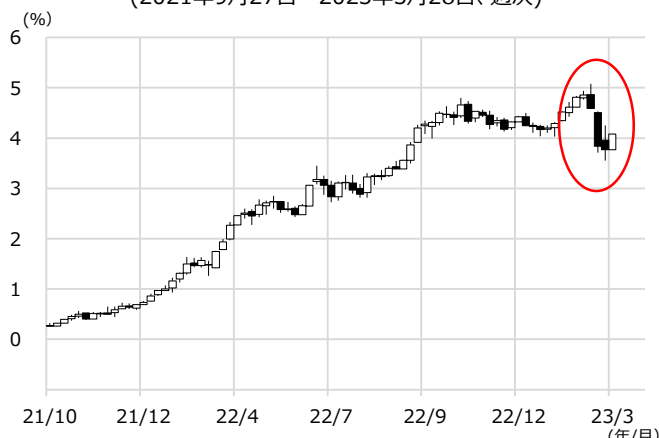
- ▶ 米国の地銀2行の破綻を契機に金融システム不安が台頭、米国の2年国債利回りが急低下
- ▶ 米銀の融資基準は今後一段と厳格化へ、経済活動、雇用、インフレの下押し圧力に
- ▶ 米連邦準備制度理事会(FRB)は景気後退リスクの高まりを認識、インフレ抑制最優先の政策は転換へ

## 1. 米国の2年国債利回りが急低下

米国の地銀2行の破綻を契機に欧米の金融システム不安が台頭する中、米国の政策金利見通しとの連動性が高い2年国債利回りは、3月上旬の5.0%台から2週間余りで一時3.5%台に急低下(価格は急上昇)する場面が見られました(図表1)。安全資産としての買い需要が急増したことに加え、米連邦準備制度理事会(FRB)が利上げに積極的なタカ派姿勢を転換するとの観測が高まったためです。

この間に開催された米連邦公開市場委員会(FOMC)では、0.25%の利上げが決定される一方、声明文では「最近の動向(地銀2行の破綻=銀行ショック)は家計と企業の信用状況を引き締め、経済活動や雇用、インフレに影響を及ぼす公算が大きい」と明示されました。また、会合後の記者会見でパウエルFRB議長が、「利上げの一時停止を検討した」と発言しており、金融システム不安とそれに伴う景気への悪影響に対して強い警戒感を持っていることがわかります。

【図表1】米国の2年国債利回り  
(2021年9月27日～2023年3月28日、週次)



(出所) Bloombergのデータを基に岡三アセットマネジメント作成

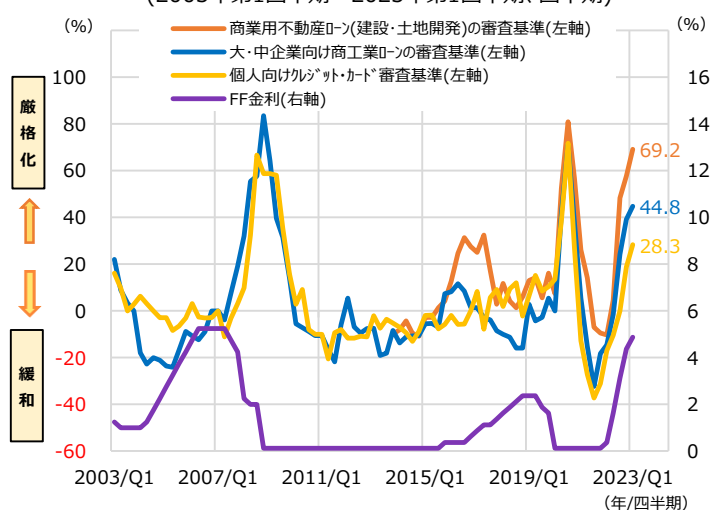
## 2. 米銀の融資基準は今後一段と厳格化へ

FRBが公表している米銀の貸し出し態度指数を見ると、融資基準の厳格化が急速に進行しています(図表2)。FRBによる急速かつ大幅な金融引き締めに伴う景況感悪化や貸出利ザヤ縮小を受けて、銀行は貸倒引当金を積み増すとともに、融資基準の厳格化を余儀なくされています。

このような環境下、米国の地銀であるシリコンバレー銀行とシグネチャー銀行が破綻したことを受けて、3月15日までの1週間で中小銀行から約1,200億ドルの預金が流出しました。預金の大量流出に伴い、中小銀行を中心に融資基準が一段と厳格化されるとの見方が強まっています。

特に商業用不動産ローンは、過去10年で中小銀行の融資残高が2.4倍以上に増加し、シェアも約70%に達しています。FOMCの声明文に示されたように、今後は家計と企業の信用状況の悪化が、経済活動、雇用、インフレの下押し圧力になると予想されます。

【図表2】米銀の貸し出し態度指数  
(2003年第1四半期～2023年第1四半期、四半期)



※貸し出し態度指数：銀行の融資基準が厳格化した割合  
※FFレート：米国の政策金利、誘導目標水準の中間値  
2023年第1四半期は、3月28日現在の値  
※商業用不動産ローンの審査基準のデータは2013年第4四半期から表示

(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

3. FRBは景気後退リスクを認識、金融政策を転換へ

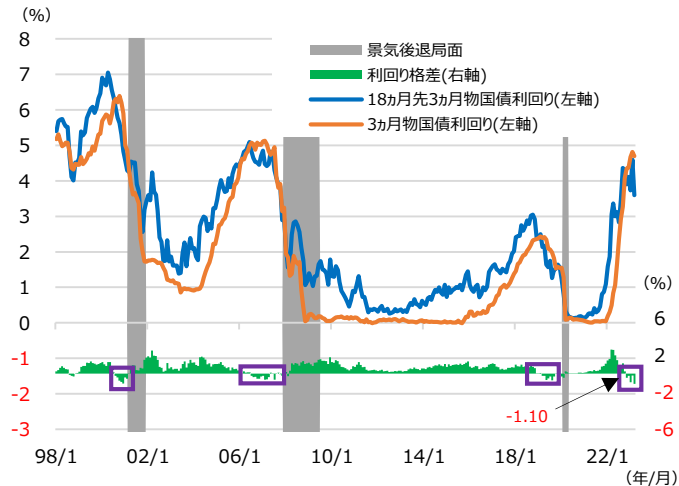
パウエルFRB議長は昨年3月、景気後退の予測力が高い指標として、債券市場における利回り曲線の短期部分の逆転(3ヵ月物国債利回り> 18ヵ月後の3ヵ月国債利回り)を挙げました。同指標は昨年11月にマイナスに転じ(逆転した)後、足元の金融システム不安の高まりを受けて、今後の景気悪化と大幅利下げを織り込む形で、マイナス幅が拡大しています(図表3)。このため、FRB内部でも景気後退リスクの高まりが認識されているはずで

す。FRBはこれまで、インフレ抑制を最優先し、急速かつ大幅な金融引き締めを実行してきました。しかし、今回の銀行ショックは、金融引き締めの行き過ぎを示すシグナルとの指摘もあり、今後は「入手する情報を注意深く監視し、その金融政策への含意を判断」するスタンスに変化したと思われます。つまり、利上げ打ち止め～利下げが視野に入り始めたと考え

ています。一方、今回は欧米の金融当局が迅速かつ適切な対策を講じていることから、当面は金融システム不安が一段と深刻化する可能性は低いと判断しています。

【図表3】米FRBの注目する景気後退の兆候

(1998年1月～2023年3月、月次)



※2023年3月は28日の値  
※利回り格差：18ヵ月先3ヵ月物国債利回り-3ヵ月物国債利回り

(出所) Bloombergのデータを基に岡三アセットマネジメント作成

4. 当面の市場見通しと運用方針

<債券>

投資国の債券市場では、欧米の金融システム不安が残る中、各国の経済指標やクレジット市場の動向を睨んで、上下に振れやすい展開が続くと見えています。ただ、今後は米国を中心に銀行の融資基準の厳格化を通じて、経済活動、雇用、インフレに下押し圧力がかかると判断しており、徐々に利回り低下を試す動きが優勢になると考えています。一方、各中央銀行の金融政策スタンスには温度差があるため、投資国間のパフォーマンス格差が拡大する可能性が高いと見えています。

債券のポートフォリオに関しては、引き続き、各国の景気・物価動向、クレジット市場の動向、金融・財政政策、通貨の強弱などを勘案して国別配分やデュレーションを機動的に調整する方針です。

<為替>

為替市場では、ドルを筆頭に海外金利の先高観測が後退したことを受けて、円高への警戒感が残る相場展開を想定しています。一方、足元の金融市場の混乱を受けて、日銀による長短金利操作(YCC、イールドカーブ・コントロール)の修正や撤廃に対する警戒感が薄らいでいることや、銀行破綻や大手金融機関に対する信用不安に対し、欧米の金融当局が迅速かつ適切な対応策を講じていることから、当面の円高余地は限定的と判断しています。

為替に関しては、当面、円高への警戒感が残るものの、円高余地は限定的と判断しており、タイミングを見て外貨の投資比率を引き上げる方針です。また、今後も、為替市場の変動率や各通貨の投資環境の違いに留意し、通貨配分を適宜調整する方針です。

※なお、上記の運用方針は、あくまで現在の投資環境下で想定したものであり、投資環境に大きな変化があった場合は、運用方針を変更することがありますのでご了承ください。

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

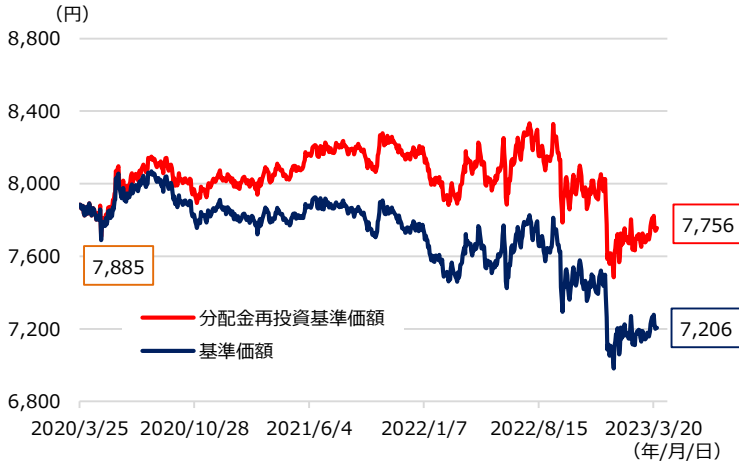
■本資料は情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、ファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

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

当ファンドの運用状況 (2023年3月27日時点)

基準価額の推移(過去3年間)

(2020年3月25日~2023年3月27日、日次)



※基準価額は1万口当たり、信託報酬控除後です。  
分配金再投資基準価額は、2020年3月25日の基準価額(7,885円)を起点として当該期間中に支払われた分配金(税引前)を考慮し、計算しています。  
※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。

ファンドの状況

基準価額	7,206 円
純資産総額	515 億円
マザーファンド組入比率	99.6%

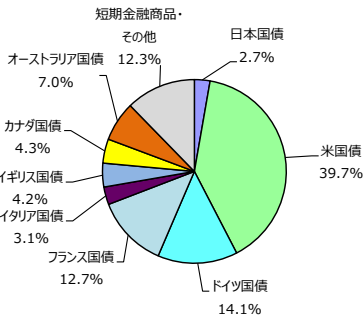
分配金実績

設定来累計	7,407 円
-------	---------

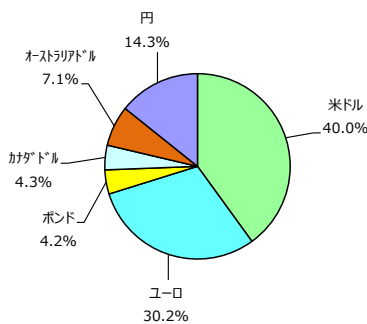
※分配金は1万口当たり(税引前)です。

マザーファンドの状況 (2023年3月27日時点)

ポートフォリオの内訳



通貨別投資比率



※小数点第2位を四捨五入しているため、合計が100%にならない場合があります。  
※通貨別投資比率は、作成基準日における純資産総額に対する各通貨残高の比率です。  
また、基準日に未決済の為替取引を含んでいます。

ポートフォリオの特性

保有債券の平均最終利回り	3.00%
保有債券の平均直接利回り	2.78%
ファンド全体のデュレーション	7.80年

※デュレーションとは、投資元本の平均回収年限のことを言い、対象債券のクーポンが同じであれば残存期間が長いほどデュレーションは長くなります。また、金利変動に伴う債券価格の変動性を示す指標として用いられ、一般的にこの値が大きい程、金利変動に伴う債券価格の変動リスクが大きくなります。

(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】**

- 投資者の皆様の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に帰属します。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。
- 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ある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。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2.2%（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：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1.155%（税抜1.05%）
- その他費用・手数料
  - 監査費用：純資産総額×年率0.0055%（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。なお、販売会社には取次証券会社が含まれる場合があります。

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
<b>(金融商品取引業者)</b>					
岡三証券株式会社	関東財務局長(金商)第53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	○			
auカブコム証券株式会社	関東財務局長(金商)第61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	○	○		
東海東京証券株式会社	東海財務局長(金商)第140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	○			
北洋証券株式会社	北海道財務局長(金商)第1号	○			
益茂証券株式会社	北陸財務局長(金商)第12号	○			
松井証券株式会社	関東財務局長(金商)第164号	○		○	
明和証券株式会社	関東財務局長(金商)第185号	○			
楽天証券株式会社	関東財務局長(金商)第195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	○			
三晃証券株式会社	関東財務局長(金商)第72号	○			
JIA証券株式会社	関東財務局長(金商)第2444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	○			
<b>(登録金融機関)</b>					
株式会社関西みらい銀行	近畿財務局長(登金)第7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	○			
株式会社三十三銀行	東海財務局長(登金)第16号	○			
株式会社静岡中央銀行	東海財務局長(登金)第15号	○			
株式会社徳島大正銀行	四国財務局長(登金)第10号	○			
PayPay銀行株式会社	関東財務局長(登金)第624号	○		○	

※岡三証券株式会社は、一般社団法人日本暗号資産取引業協会にも加入しております。

(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)