

為替ヘッジ付き債券投資信託

1. 為替ヘッジ付き債券投資信託

低金利の環境下、確実に且つリーズナブルな利回りを確保していく運用の選択肢は非常に限られています。一番の選択肢は、個人向け国債10年変動型が挙げられますが、現在の利回りは最低保証の年率0.05%（半年ごとに見直し）になっており、100万円の投資額に対してわずか年税引前500円のリターンです。

なお、複数の証券会社では個人向け国債購入者（100万円以上）にはキャンペーンと銘打って現金プレゼントを行っており、1年間所有して売却すれば（1年分の利子は戻す必要がありますが）現金プレゼントだけで年率0.1%～0.3%の利回りになります。

今回この個人向け国債の代替投資商品として為替ヘッジ付き債券投資信託を取り上げ、検証していきます。投資対象は、米ドル建債券ですので、元の利率は円建て債券より高くなっています。また、為替ヘッジにはコストが掛かりますが、ヘッジをした米ドル債の利回り（円ベース）も通常は円建債券の利回りより高くなります。ただし、この為替ヘッジによって債券投資信託の基準価額が保証された訳ではなく、投資対象の債券の価格変動によって基準価額が変動する事は重要なポイントです。

通常、債券の価格は金利と反相関の関係にあり（金利が上がれば債券の価格は下落し、金利が下がれば債券の価格は上昇）、且つこのポイントが重要なのですが、債券の償還期限が長い程金利の変化に債券価格は敏感に反応します。市場金利の変動に対する債券価格の変動の特徴として、残存期間の長い長期債ほど変動幅が大きく、短期債ほど変動幅は小さくなります。

それでは、まず為替ヘッジ付きの債券投資信託の各商品について検証していきます。

2. 為替ヘッジ付き債券投資信託（1）

ファンド名・決算 運用会社	設定日 償還日 純資産	投資対象債券 平均デュレーション 平均格付け	販売手数料 信託報酬(実質コスト) 信託財産留保額	その他
ジャパン・ベターインカム・ファンド 年1回 SBI bonds・インベストメント・マネー ジメント(PIMCOとの合弁)	2016.06 2026.06 申込期間中	日系企業発行米ドル 建社債 4.5年 AA-	0 0.572% 0	モデルポートフォリオの為替ヘッジ後の利回り (2016年4月末現在) 2.61%(社債の最終利回り)-0.87%(為替ヘッ ジコスト)=1.74% 信託報酬後の利回り:1.17% 問題点: デュレーションも5年未満、販売手数料はゼロ、 信託報酬も低く特に問題点はなし
米国地方債ファンド 年2回 三井住友トラストAM	2016.04 2023.02 8百万円	米国地方債 6.3年 A+	1.08% 1.17% 0	モデルポートフォリオの為替ヘッジ後の利回り (2016年5月6日現在) 3.07%(地方債の最終利回り)-0.89%(為替ヘ ッジコスト)=2.17% 信託報酬後の利回り:1.00% 問題点: 販売手数料と1%以上の信託報酬
iシェアーズ 米国債7-10年ETF (為替ヘッジあり) 銘柄コード:1482 ブラックロック・ジャパン	上場日: 2016年5月	米国国債(償還期間7 年以上10年未満) 7.6年 AAA	株式売買手数料 0.14%	2005年12月末~2016年3月末における関連 指数のリターン・リスク特性 リターン(年率):3.9% リスク(年率):6.7% 2016年4月末時点実質的な利回り:年0.5% 問題点: 出来高が非常に少なく(1日:20株程度)、ピッ ト・オファーの価格差が大きい:流動性の欠如

2. 為替ヘッジ付き債券投資信託（2）

ファンド名・決算 運用会社	設定日 償還日 純資産	投資対象債券 平均デュレーション 平均格付け	販売手数料 信託報酬(実質コスト) 信託財産留保額	その他
GSフォーカス・イールド・ボンド 年2回 ゴールドマン・サックスAM	2016.06 2026.11 9億円	米ドル建先進国・新興 国債券、モーゲージ 債券、投資適格社債、 ハイ・イールド社債 4.0年 A+	2.16% 0.98% 0	為替ヘッジ後の目標利回りを3%に設定し、 各種債券をポートフォリオの組み入れ資産と して配分 信託報酬後の利回り:2%前後 問題点: 販売手数料と1%前後の信託報酬
リビング・アース戦略ファンド 年2回 T&Dアセットマネジメント	2016.06 2026.06 申込期間中	CAT(Catastrophe= カタストロフィ/大災 害の略)ボンド:相対的 に高いクーポン収入 が期待できる一方で、 一定条件(マグニチュ ード等の災害規模や 被災地域の範囲等) 以上の大規模な自然 災害(台風・洪水・地 震等)が発生した場合 に、投資家が受け取 るクーポン収入や償 還元本の一部または 全部が毀損する可能 性がある債券の一種 2.0年 変動金利=短期金利 +上乗せ金利	2.16% 1.3% 0	問題点: 一購入・換金申込の受付期間を設け、原則と して隔週1回約定 一運用対象の債券の仕組みは非常に複雑 一販売手数料と1%以上の信託報酬

3. 為替ヘッジ付き米国優先リート・ファンド

ファンド名・決算 運用会社	設定日 償還日 純資産	投資対象証券 配当利回り	販売手数料 信託報酬(実質コスト) 信託財産留保額	その他
DIAM米国優先リートファンド 毎月 DIAM AM	2014.12 2019.12 9億円	優先リート証券 5.9%	3.24% 2.00% 0.3%	ファンド騰落率(2016年5月末現在) 1年:4.95% 問題点: 毎月分配型 販売手数料と2%の信託報酬
東京海上・US優先リートオープン 毎月 東京海上AM	2015.01 2024.12 24億円	優先リート証券 6.5%	3.24% 1.64% 0.3%	ファンド騰落率(2016年5月末現在) 1年:5.04% 問題点: 毎月分配型 販売手数料と1.6%の信託報酬

優先リートとは

➢同一発行体の場合、普通リートより高い利回り

～優先リートの利回りが高い理由

①配当額は普通リートよりは高い一方、固定されており、業績好調時でも配当額の増加が見込めない

②発行から一定期間経過後、発行者が額面で償還する権利を持つ証券が多い

③原則、議決権がないため経営参加権はない

➢額面に対して配当額が固定されており、原則変動しない

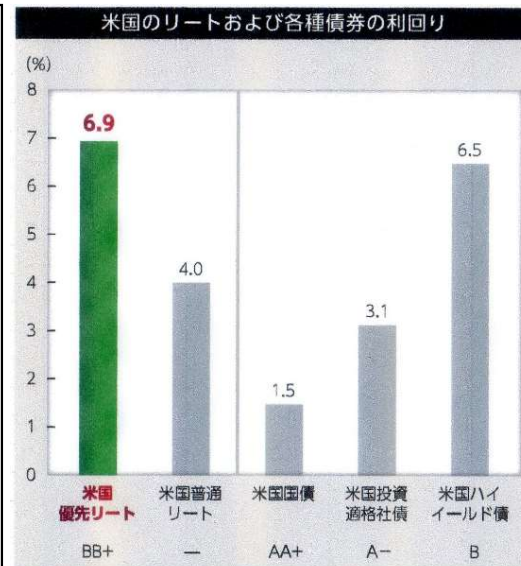
➢普通リートより値動きが小さくなる傾向がある

⇒結果として上昇局面では上昇が期待できない

➢発行から5年で償還されるのが一般的で、償還金を再投資できないと投信の運用成績が低下するリスクもある

➢優先リートに対する配当は、普通リートに対する配当より優先して支払われる

➢発行体が清算される際、残余財産の分配は普通リートに優先して支払われる



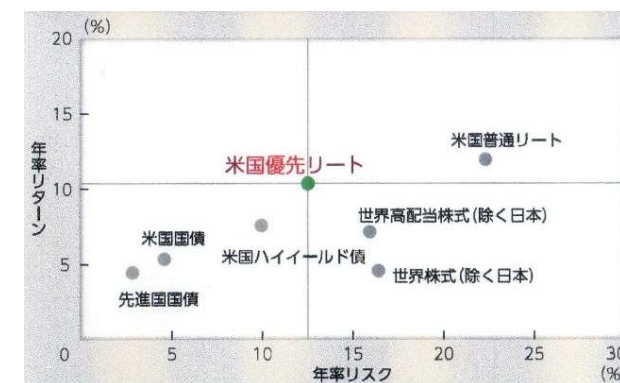
出所:DIAM AM
2014年9月末時点

4. 為替ヘッジ付き米国普通リート及び優先リート投資信託比較

出所: モーニングスター
2016年5月末時点

ファンド名	フィデリティ・USリートA(H有)	DIAM 米国優先リートF<H有>	東京海上・US優先リートオープン(H有)
純資産	14,327 百万円	844 百万円	2,373 百万円
ヘッジ	有	有	有
インデックスファンド	インデックス以外	インデックス以外	インデックス以外
信託報酬等(税込)	1.61%	1.88%	1.65%
償還日	無期限	2019年12月20日	2024年12月10日
運用年数	12年	1年	1年
トータルリターン1年	10.36%	4.95%	5.04%
シャープレシオ1年	0.62	0.89	1.32
標準偏差1年	16.60	5.48	3.78

- ▶ 為替ヘッジ付きで、ヘッジ・コストは現在約1%ですので、上記のトータルリターン及び標準偏差の数値は米ドルベースとほぼ同じと判断できます。
- ▶ 米国優先リート投信は、運用期間が長くないので、残念ながら上記の数値は1年だけの比較です。
- ▶ 米ドルベースでの普通リートのトータルリターンは優先リートの約2倍ですが、標準偏差の値が大きく、シャープレシオでは優先リートが普通リートを上回っています。



	シャープレシオ	年率リターン	年率リスク
1 先進国国債	1.57	4.4%	2.8%
2 米国国債	1.17	5.3%	4.6%
3 米国優先リート	0.83	10.4%	12.5%
4 米国ハイイールド債	0.76	7.6%	10.0%
5 米国普通リート	0.53	11.9%	22.3%
6 世界高配当株式(除く日本)	0.45	7.2%	15.9%
7 世界株式(除く日本)	0.28	4.6%	16.4%

※シャープレシオは投資効率を示すものです。無リスク資産レートを0%として計算しています。

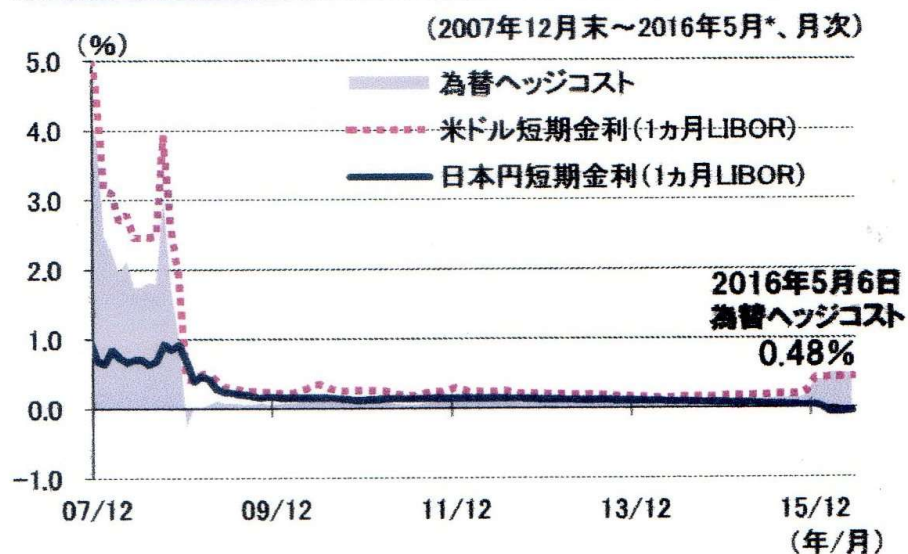
出所: DIAM AM 6
2014年9月末時点

5. 為替ヘッジコスト

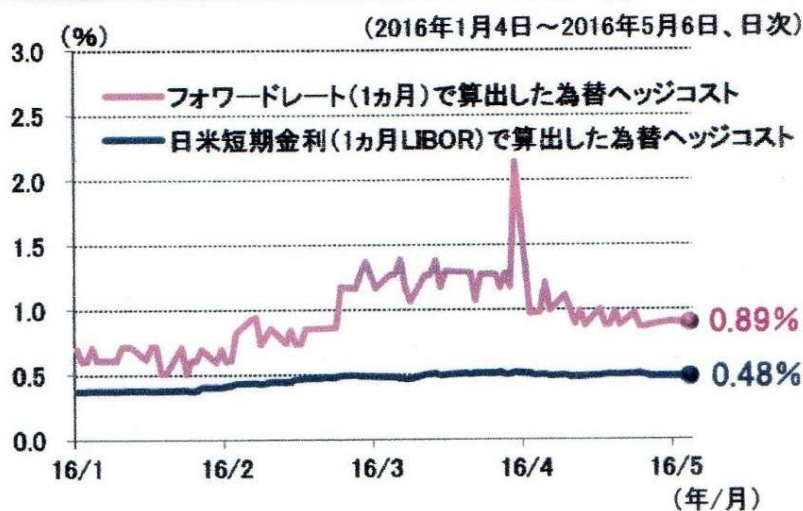
- ▶外貨建て債券に投資する場合、為替ヘッジは通常1~3ヶ月程度の短期の為替先物予約を通じて行われ、期日を迎える都度その為替予約が更新(ロール)されていきます。
- ▶ヘッジ付き外債で一般的に用いられるインデックスである、シティ・グループ世界国債インデックス(ヘッジ付き)のリターンも1か月ごとの為替予約によるヘッジを前提としています。
- ▶ヘッジのコストは理論的には「外貨建金利と自国通貨建短期金利の差」となり、ヘッジ付きの外債のリターンは
(外貨建債券のリーターン)-(外貨建短期金利-自国通貨建短期金利)
 と表すことができます。

出所:三井住友トラストAM

為替ヘッジコスト (対米ドル) の推移 (理論値ベース)



足もとの為替ヘッジコスト (対米ドル) の推移 (理論値と実勢値の比較)



- ▶足もと対米ドルの為替ヘッジコストの実勢値と理論値に差が生じる状況が続いています。
- ▶その背景としては、①日米の今後の金融政策の方向性の差異⇒特に2016年4月の実勢値2%強は、6月におけるFRBの金利引き上げ観測浮上による②国内債券の利回り大幅低下による国内機関投資家のヘッジ付き米国国債運用ニーズ、が挙げられます。

6. まとめ

▶個人向け国債の代替投資商品としては、以下の投資信託が挙げられます。

①為替ヘッジ付き米国優先リート投資信託

対象運用資産としての米国優先リートは安定的且つ高い配当利回りを提供し、値動きは安定していますし、現在の為替ヘッジコストを考慮しても為替ヘッジ後年率利回りは約5%前後が期待できます。

ただし、現在設定されている為替ヘッジ付き米国優先リート投資信託は全て販売手数料が3%及び信託報酬が約2%となっており、コスト高です。今後コストが低い為替ヘッジ付き米国優先リート投資信託の登場が待たれます。なお、現在ネット証券では為替ヘッジ付き米国優先リート投信は取り扱っていません。

②ジャパン・ベターインカム・ファンド

対象運用資産としての日系企業発行米ドル建社債の平均デュレーション:4.5年なので金利変化による債券価格変動はある程度許容範囲
米ドル建社債の平均利回りは2.6%で為替ヘッジコスト及び信託報酬後年率約1%強の利回りが期待できる
販売手数料がゼロで信託報酬も0.572%と低く設定されている

▶注意点

為替ヘッジコストの実勢値が2016年4月に2%以上に跳ね上がりましたが、米国の利上げ観測が遠のいた状況下、現在は0.8%前後で推移しています。為替ヘッジコストは重要なポイントですので、今後の動向には注意が必要です。

▶なお、この資料は情報の提供を目的として作成したものであり、投資勧誘や特定投資信託への投資を推奨するものではありません。
投資に関する最終決定はご自身の判断でなさるようお願い致します。