



2023年10月20日

お客様各位

レオス・キャピタルワークス株式会社

「ひふみらいと」運用責任者からのメッセージ

いつもひふみらいとをご愛顧いただき、誠にありがとうございます。

足もとで基準価額の下落が続いており、お客様にはご心配をおかけしていることをお詫び申し上げますとともに、運用責任者からのメッセージをお伝えいたします。

●基準価額が低調である原因

ひふみらいとは、「ひふみ投信マザーファンド」、「ひふみワールドファンド FOFs 用（適格機関投資家専用）」（以下、ひふみワールドファンド）、「ひふみグローバル債券マザーファンド」の3つを、それぞれ異なる割合で組み入れています。

2022年以降、各投資対象ファンドの寄与度は以下のようになっています。

ひふみらいと基準価額 騰落率	-13.94%
寄与度	
ひふみ投信マザーファンド	0.07%
ひふみワールドファンド	0.33%
ひふみグローバル債券マザーファンド	-13.53%
その他	-0.81%

（期間）2021/12/30～2023/10/19

（注）寄与度：各投資対象ファンドの騰落率と基本組入比率を掛け合わせて算出。その他は残差。

上記のように、この期間はひふみグローバル債券マザーファンドが足を引っ張る形で基準価額を押し下げました。したがって、本レポートでは特にひふみグローバル債券マザーファンドに焦点を当ててお伝えします。

●債券の本来の魅力や役割

債券の基本的な性質としては、株式に比べて値動きが小さく、また株式とは異なる方向に値動きするケースが多いため、ファンド全体のリスクを抑えることが期待できます。そのため、当ファンドは、あまり大きなリスクを取りたくないお客様や、はじめて投資の第一歩を踏み出すお客様に適した商品だと考えています。

また、当ファンドは信託期間が無期限なので実感しづらいですが、債券には満期があり、満期時点で発行体がデフォルト（債務不履行）していなければ額面金額が戻ってきて、なおかつ利息の支払いが受けられ



る「見通しの良さ」という、株式にはない魅力があります。さらに、景気が悪くなる時のほうが、逆にパフォーマンスが良くなるという債券の傾向も、お客様のポートフォリオをサポートしてくれます。

●債券のパフォーマンスが低調である原因

2022年、世界の国債価格は、手元でデータの取れる1987年以降最も下落した年になりました。また、株安と債券安が同時に起き、これは米国で見ると1994年以来28年ぶりの出来事でした。

2023年も世界の国債価格は下落しており、このままいくと初めて3年連続で下落することになります。

債券の価格が下がったということは、すなわち金利が上がったということです。

2022年3月から、米国の中央銀行に相当するFRB（連邦準備制度理事会）は、過去に例のないペースで政策金利を大きく引き上げてきました。背景には、約40年ぶりの高いインフレ率を抑える目的があります。類を見ない強硬な金融引き締めにより金利は大きく上昇、すなわち債券は大きく売られました。現在では利上げのピークは過ぎたものの、今度はその高水準の政策金利をいつまで維持するかということに焦点が移り、これが長引いて後ずれしている状況です。

日本においても、現状はまだマイナス金利など緩和的な金融政策が続いていますが、物価や賃金の動きに変化が見られています。そこに歴史的な円安なども相まって、日銀は早ければ今年度内、中心的な見方では来年度のどこかでは政策を正常化し、緩和的な政策を解除するのではないか、という予想が高まっています。結果的に、日本の長期金利も少しずつ上昇しています。

●ひふみグローバル債券マザーファンドの運用で取り組んだこと

米国を中心としたインフレの度合いが高まることや、政策金利の急ピッチでの引き上げと高い政策金利が長く維持される可能性があること、また日本でのYCC（イールドカーブコントロール）柔軟化やマイナス金利解除が予想されることに対し、ひふみグローバル債券マザーファンドではいくつかの対応を行ってきました。

例えば、残存期間の短い債券では、政策金利上昇の影響を受けやすくなるため、期間の長い20年や30年といった国債保有を行ないました。FRBが公表する経済見通しでは、将来的に景気が落ち着いた状態での政策金利は2.5%が妥当であるという見方です。他方で、足もとの政策金利は5.25~5.50%、20年金利は5.32%、30年金利は5.09%といった非常に高い水準です。

仮に、10年後からさらに先の10年間、もしくは、20年後からさらに先の10年間の政策金利が2.5%近辺であるならば、今の20年金利や30年金利には、妥当な水準より余計に高い金利が織り込まれていることとなります。

つまり、政策金利が引き上げられても、超長期の金利は上がりにくい（価格が下がりにくい）ことや、反対に利下げが行なわれたときには超長期の金利も低下していく（価格が上がっていく）ことが期待できます。



これは、日本の国債においても同様と考えられます。

その他にも、**変動利付債**という、**金利上昇時に有利になる債券を組み入れたこと**や、社債の**スプレッド**が広がった（割安になった）タイミングでは**利回りの高い社債を組み入れて、為替ヘッジをしてもプラスのリターンを得やすい効果**を狙うことなどを行ないました。

さらに、日本では金融政策決定会合が開催される前に、**先物を売り建てておくこと**によって、実際に YCC の柔軟化が行なわれたり、金利が上昇したりする局面では、**損失を限定させる**ことも行ないました。

●最後に、当ファンドを長期保有していただく意味

債券の利回りは、過去 40 年ほどに渡り、ずっと低下トレンドを辿ってきました。特に 2010 年代からコロナ禍前半においては、**ほとんど金利が無い**といえる状況となりました。

しかし、ここへきてその**トレンドが変わり、ようやく金利のある状況**になっています。つまりさまざまな**債券において、投資をする価値や魅力が高まっています**。

金利上昇がピークを迎えて落ち着き始めれば、その高い利回りに投資家の目は向くでしょう。

株式と比べても、**債券利回りの魅力は高まっています**。米国の国債が 5% 近い利回りで買える水準です。

もちろん**為替**のリスクがありますし、そのリスク回避のために**為替ヘッジを行なって、ヘッジコストの負担も増えている**わけですが、こうした**短期金利の高止まりや高水準のヘッジコストが、永遠に続くわけではありません**。

歴史的な円安水準を鑑みても、**為替ヘッジをして投資をする意味はある**と考えています。

こうした足もとのコストをもうしばらく我慢できれば、**今の利回りの高い債券は将来価値があるもの**になると考えられます。

場合によっては、**米国などで景気後退**が起きたり、**インフレが早いペースで鈍化**したりした場合には、今の利回りはさらに魅力的になります。

当社では、国内外の国債や社債のプロフェッショナルによって**銘柄選別**することはもちろん、**株式のファンドマネージャーとも協働して議論**し、**経済やマーケットに対してより深い考察や将来見通し**を得ることに努めています。

世界の潮流が変わり、マーケットの変動性が高まる時代にこそ、こうした**アクティブで柔軟なアプローチが必要**だと考えます。

レオス運用チームの総力を結集した当ファンドは、**長期的にお客様の資産形成に資するもの**と信じています。これからも当ファンドを厳しくも温かく見守っていただけますと幸いです。引き続き、どうぞよろしくお願ひいたします。



【ひふみグローバル債券マザーファンド：ファンドマネージャー福室のコメント(直近の下落に関して)】
米ドル債主導で世界的に金利が上昇し、債券価格が低下しています。現在の米国債長期金利の上昇の第一の要因は、財政赤字の増加による国債発行量の増加で、それに見合った買い手が見つかりづらく、需給バランスが崩れてしまっています。第二に、5%超への急速な短期金利利上げにもかかわらず、実態経済が強いことです。景気が良いときは、通常であれば税収も多くなり財政赤字は縮小しますが、現在はコロナや戦争への拠出もあり、むしろ赤字幅は拡大しています。

一方で、ここ数年の最大の懸念であったインフレ率は下落基調にあり、今回の長期金利の上昇もインフレ要因以外の部分(実質金利は10年金利で2.5%程度まで上昇)によるものになっています。

日本国債の金利も上昇していますが、依然として低金利であり、インフレ率を超える収益を期待できる状況ではありません。我々は日本国債に関してはリスクベースで30%程度ヘッジしていますが、米国債に関しては現状のプライシング、特にインフレ率からの上乗せ幅が十分(現状2.5%程度)ある点に魅力を感じています。これは2007年以来の高水準であり保有する価値が十分あると考えています。

レオス・キャピタルワークス株式会社
ファンドマネージャー
橋本 裕一