

投機筋の通貨ポジションに大きな変化

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

2018年6月29日

【当レポートのポイント】

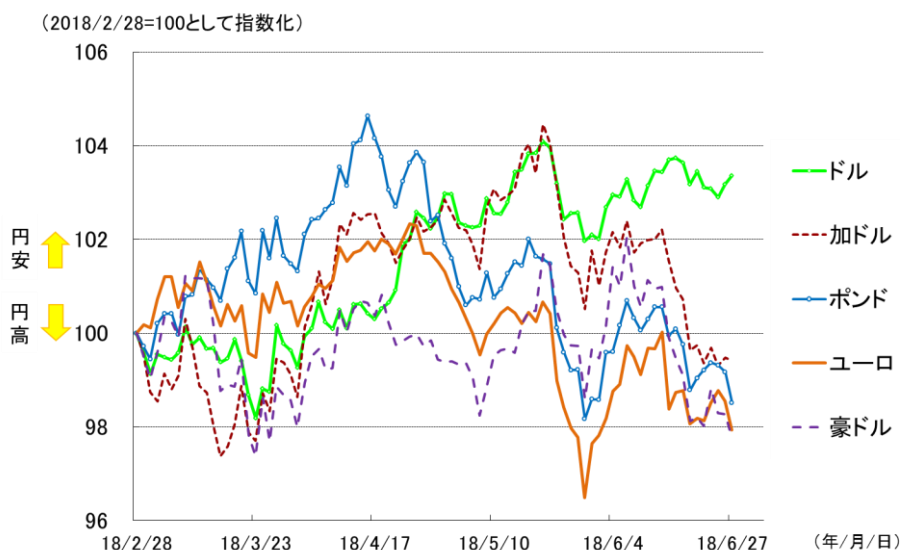
- 最近の為替市場では、イタリアの政局不安、貿易摩擦懸念、商品市況下落等を背景に、欧州通貨や資源国通貨が対円で下落する一方、ドルは対円で上値が重いながらも高値圏で推移しています。
- 一方、通貨先物市場においては、足元で投機筋の通貨ポジションが大きく変化しています。具体的には、6月12日～6月19日の1週間に、主要通貨に対するドル買いポジションが急増しました。
- このように短期間で大幅な変化が生じた後の動きとしては、以下の2つのケースに大別できます。
 - ① 投機筋のポジションの変化が、その後の為替相場の動きに先行するケース
 - ② 投機筋がポジションの解消を余儀なくされ、相場が反転するケース
- 現段階では、どちらのケースになるのか判別は難しいものの、①のドル高基調が一段と鮮明になるケースよりも②のドル高基調が反転するケースの方が、株式などのリスク資産をサポートする要因となり、全般的な円安が進行しやすいと考えています。

I. 欧州通貨や資源国通貨が対円で下落、ドルは対円で高値圏で推移

最近の為替市場では、イタリアの政局不安、貿易摩擦懸念、商品市況下落等を背景に、ユーロやポンドなどの欧州通貨、オーストラリアドルやカナダドルなどの資源国通貨が対円で下落する一方、ドルは対円で上値が重いながらも高値圏で推移しています（図表1）。この動きは、ドル高と円高※が同時進行する中で、ドル/円（ドルの対円レート）※は方向感の出にくい展開が続いていると言い換えることができます。

※当レポートにおいて、ドル高と表現する場合は、ドルが主要通貨に対し全般的に上昇していることを示唆しており、個別の通貨ペアで見ると必ずしもドルが上昇していないこともあります。一方、ドル/円のように個別の通貨ペアを指定する場合は、ドル/円の上昇は単純にドルが円に対して上昇していることを示唆しています。

図表1 主要通貨の対円レートの推移
(2018年2月28日～2018年6月27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

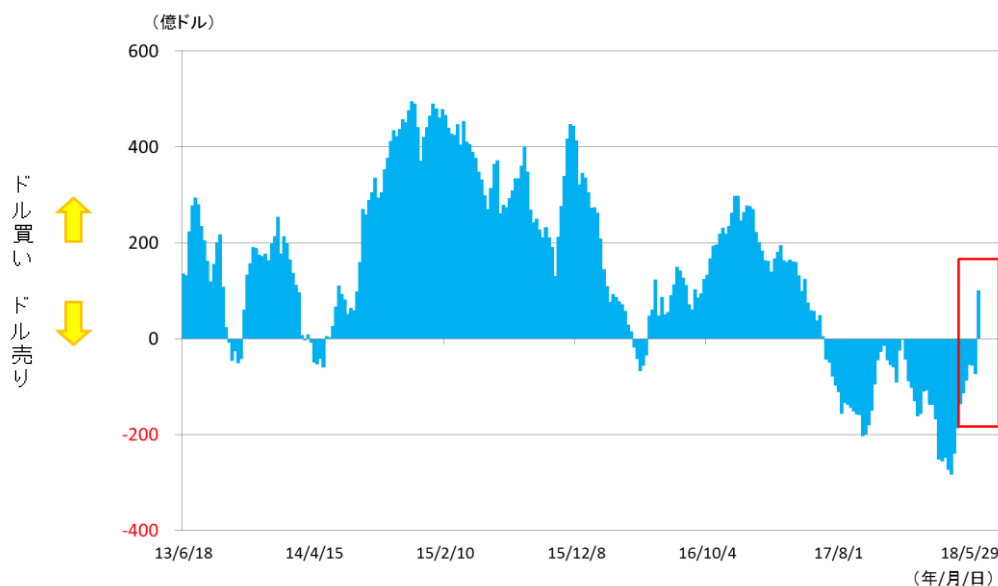
Ⅱ．通貨先物市場において、投機筋のドル買いポジションが急増

為替市場の全体的な流れや傾向を把握する手段の一つとして、シカゴ・マーカンタイル取引所の国際通貨市場で取引されている通貨先物（IMM通貨先物）の投資家別通貨ポジションが利用されています。特に、投機筋のポジション動向は、為替市場との連動性が高いため、多くの市場参加者が注目しています。各通貨のポジションは、ドルに対する「買い」、「売り」、その差額である「ネット」が各通貨の取引単位で発表されています。

この通貨先物市場において、足元で投機筋の通貨ポジションが大きく変化しています。具体的には、6月12日～6月19日の1週間に、主要通貨に対するドルの「ネット」ポジションが74億ドル相当の「売り超」から100億ドル相当の「買い超」に転換しました（図表2、3）。つまり、投機筋は1週間で差し引き174億ドル相当の「ドル買い」を行ったことになり、1週間の変化としては過去5年間で最大を記録しました。

この1週間は、米連邦公開市場委員会（FOMC）が利上げ継続に前向きな姿勢を示す一方、欧州中央銀行（ECB）理事会では来年夏まで政策金利を据え置くことが表明されました。また、米政権の通商面での強硬姿勢を背景に貿易摩擦への懸念が高まるとともに、中国の経済指標が市場予想を下回り景気減速懸念が高まったことなどを受けて、商品市況の下落が鮮明となりました。このように、ドル買い材料とユーロを筆頭にその他の通貨の売り材料が重なったことを受けて、投機筋のドル買いが急速に進展したと推測されます。

図表2 投機筋のドルポジション(ネット、主要8通貨合計)
(2013年6月18日～2018年6月19日、週次)



図表3 投機筋のドルポジション(ネット、通貨別、2018年6月19日時点)

	対円	対ユーロ	対ポンド	対スイスフラン	対豪ドル	対ニュージーランドドル	対加ドル	対メキシコペソ	合計
直近のドルポジション(ネット)	40	-52	16	40	32	11	11	3	100
過去5年間の最大値	172	304	84	55	69	13	73	27	
過去5年間の最小値	-86	-234	-60	-22	-61	-26	-61	-35	
前週比	46	77	25	-7	20	16	-1	-2	174

※ドルポジション(ネット): 主要8通貨のドルに対するネットポジションを、その時点の為替レートでドルベースの金額に換算
 ※億ドル未満は四捨五入しているため、合計と一致しない場合があります。

(出所) Bloomberg 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．今後の見通しと注目点

投機筋の通貨ポジションが短期間で大幅な変化が生じた後の動きとしては、以下の2つのケースに大別できます。

- ①投機筋のポジションの変化が、その後の為替相場の動きに先行するケース
- ②投機筋がポジションの解消を余儀なくされ、相場が反転するケース

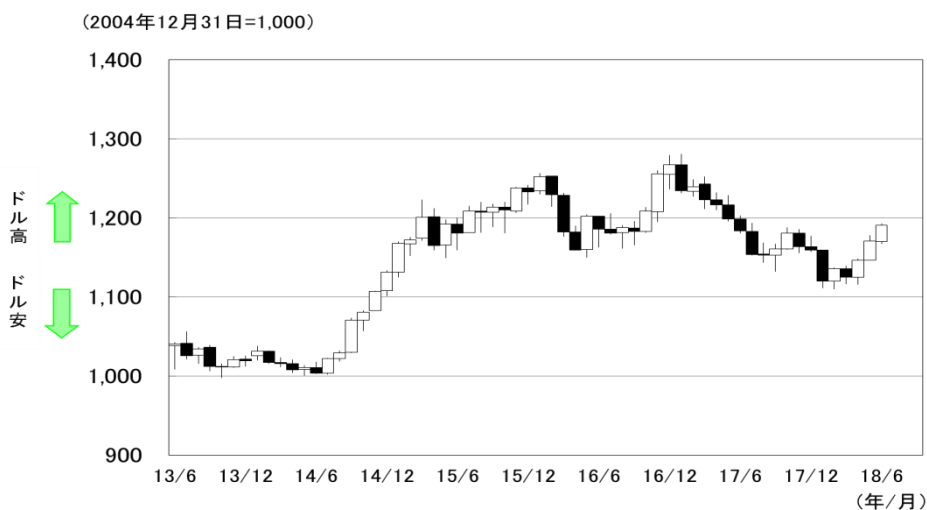
また、どのような局面でこのような動きが生じたのか判断材料として重要と考えられます。ドルの総合的な価値を示す「ブルームバーグ ドル・スポット指数」を見ると、2017年1月以降のドルの下落トレンドが反転した後の比較的早い段階で起きた「ドル買い」と捉えるのであれば、①の可能性が高いと判断できます(図表4)。一方、足元で3ヵ月近く上昇した後の比較的遅い段階で起きた「ドル買い」と捉えるのであれば、②の可能性が高いとの判断もできます。

現段階では、どちらのケースになるのか判断は難しいものの、今後2～3週間のドル相場の動向を見極めることにより、中期的な方向性を判断できると考えています。具体的には、ドル相場が主要通貨に対し全般的に堅調に推移しているのであれば、①の可能性が高まりその後もドル高基調が継続すると予想されます。一方、ドル相場が主要通貨に対し全般的に下落する場合は、投機筋がポジションの解消を余儀なくされ、過去3ヵ月のドル高基調は一旦終了したと判断することができると考えられます。

また、足元のドル高が、新興国からの資金流出懸念の高まりなどでリスク回避的な円高圧力につながっていることを勘案すると、①のドル高基調が一段と鮮明になるケースよりも、②のドル高基調が反転するケースの方が、株式などのリスク資産をサポートする要因となり、全般的(個別の通貨に対してではなく、主要通貨全般に対してという意味)な円安が進行しやすいと考えています。

今後の為替市場の注目点としては、米政権の政策運営が挙げられます。米政権の通商面での強硬姿勢に対しては、米国の議会や企業からの反発が強まりつつあり、今後は米政権が現実的な妥協点を探る方向にシフトする可能性が高いと予想されます。この場合は、リスク回避的な円高圧力が後退し、主要通貨全般に対し円安が進行する展開が想定されます。

図表4 ブルームバーグ ドル・スポット指数(月足)の推移
(2013年6月～2018年6月、直近は6月27日まで)



(出所)Bloomberg データより 岡三アセットマネジメント作成

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	○		○	
明和證券株式会社	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。