

ブランディワイン米国債券戦略ファンド (為替ヘッジあり) / (為替ヘッジなし)

ファンドの運用責任者による足元の投資環境に対する見解

「ブランディワイン米国債券戦略ファンド」(以下、ファンドといいます。)を取り巻く米国の投資環境について、お客様からお問い合わせの多い論点についてファンドの運用責任者より回答いたします。

「ブランディワイン米国債券戦略ファンド」の運用責任者



ブランディワイン・グローバル社
ポートフォリオマネージャー

ジャック・マッキンタイア



ブランディワイン・グローバル社
ポートフォリオマネージャー

アムジート・サリーン

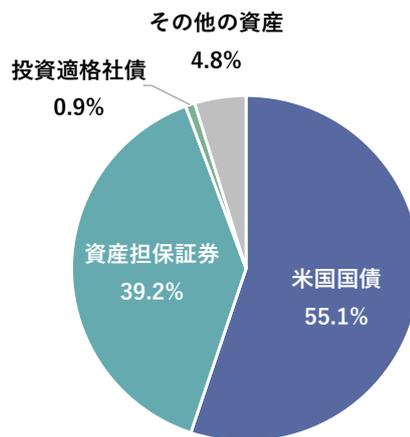
Q1 足元のポートフォリオの状況（債券種別配分/デュレーション）について教えてください。

ファンド設定来（2024年2月16日設定）、コロナ禍を経て堅調に推移する米国経済が減速に向かい、FRB（米連邦準備制度理事会）による利下げが織り込まれることで、米国国債利回りが低下する可能性を考慮しながら運用を行なってきました。

足元では、格付の高い米国国債と米国政府系住宅ローン担保証券を含む資産担保証券を中心とした資産配分となりました。なお、ファンドの投資対象資産の一つである投資適格社債は、国債に対するスプレッドが縮小している状態が続いており、バリュエーション（投資価値評価）の観点で投資妙味に欠けると判断し、2024年8月末時点で投資比率を1%未満となっています。

また、今後想定される金利低下局面で、最も恩恵を受けると見込んで超長期債を多く保有していたため、マザーファンドのデュレーションは10.2年（2024年8月末現在）と長期化しています。

マザーファンドの債券種別配分（純資産比）



- ・ 上記はすべて米ドル建て債券。
- ・ 資産担保証券は住宅ローン担保証券や商業用不動産ローン担保証券等を含みます。投資適格社債は格下げにより投機的格付となった銘柄も一部含む場合があります。

マザーファンドのポートフォリオ特性値

平均格付	AAA
平均最終利回り	4.5%
平均デュレーション	10.2年
組入銘柄数	26銘柄

- ・ ポートフォリオ特性値は、ファンドの組入債券等（現金を含む）の各特性値（最終利回り、デュレーション）を、その組入比率で加重平均したものを、現地通貨建。また格付の場合は、現金等を除く債券部分について、ランク毎に数値化したものを加重平均しています。
- ・ 平均格付とは、基準日時点で投資信託財産が保有している有価証券に係る信用格付を加重平均したものであり、当該投資信託受益証券に係る信用格付ではありません。
- ・ デュレーション：金利がある一定割合で変動した場合、債券価格がどの程度変化するかを示す指標。

2024年8月末現在

(出所) ブランディワイン・グローバル社のデータを基に野村アセットマネジメント作成

マザーファンドの満期配分

残存年数	純資産比
1年未満	0.0%
1年～3年	8.5%
3年～5年	0.0%
5年～7年	0.0%
7年～10年	6.3%
10年～20年	0.0%
20年超	80.5%
その他の資産	4.8%
合計	100.0%

上記はファンドが投資対象とする「ブランディワイン米国債券戦略マザーファンド」の実績です。過去の運用実績であり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

* 後述の【投資リスク】【当資料について】および【お申込みに際してのご留意事項】を必ずご覧ください。

Q2 FRBが0.50%の利下げを決定しましたが、この結果は想定の範囲内でしたか？

2024年9月18日に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）における0.50%の利下げについては、FRBは前回7月のFOMCで利下げの開始を見送ったものの、それ以降に発表された雇用およびインフレ関連の指標が低下していることを踏まえて、7月に実施すべきだった0.25%の利下げも合わせた利下げ幅にしたと考えられています。

雇用環境が徐々に悪化しているため、今後は賃金の上昇率が鈍化することで、米国CPI（消費者物価指数、前年同月比）のうち既に鈍化している財価格と同様、サービス価格についても低下すると見込んでいます。また、前年比でマイナスとなっているエネルギー価格もCPIの低下に寄与すると思われます。こうした環境下、今後は雇用関連の動向に注目が集まると考えられます。FRBが0.50%の利下げを決定したことは、これまで最も重視していたインフレに対する警戒から雇用へ関心がシフトしたことを示していると考えています。

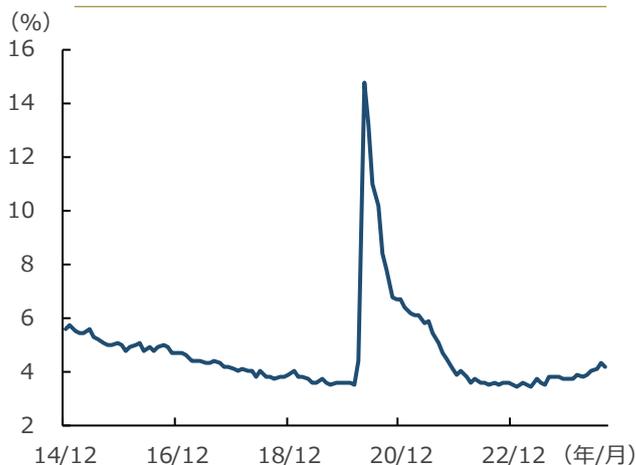
CPIが低下してきた一方で政策金利の引き下げが行われなかったことから、政策金利からCPIを差し引いた実質ベースの政策金利は高止まりしていました。米国の失業率が徐々に悪化の兆しを見せ始めている中、0.50%の利下げは特段のサプライズではなかったと考えています。

米国政策金利と米国CPIの推移



期間：2014年12月末～2024年9月末、月次
米国CPI（前年同月比）は2024年8月まで
使用データは、最終ページ「当資料で使用した指数等について」をご参照ください。
（出所）ブルームバーグのデータを基に野村アセットマネジメント作成

米国の失業率の推移



期間：2014年12月～2024年8月、月次
（出所）ブルームバーグのデータを基に野村アセットマネジメント作成

Q3

今般のFOMCを受けて、今後の見通しに変化はありましたか？また、ポートフォリオのポジション変更はありましたか？

これまで米国国債利回りが低下する可能性が高いと考えて、マザーファンドのポートフォリオのデュレーションを長期化していましたが、想定通り米国国債利回りが低下してきたため、景気見通しやバリュエーションなどを総合的に判断し、長期化していたデュレーションを徐々に縮小しています。

市場は、2025年末までにFFレートが3%を下回る水準まで低下することを既に織り込んでいると考えています。米国国債利回りが現在の水準から更に大きく低下するのは、米国景気が後退する可能性が大幅に高まった場合だと考えていますが、現時点では、そのような状況に陥ることはあまり想定していません。

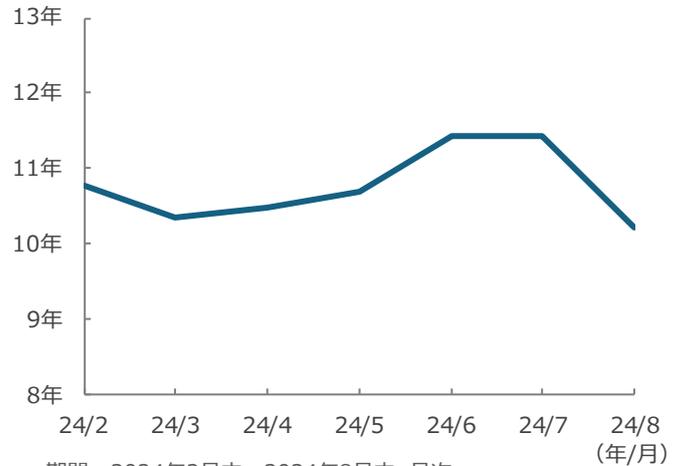
債券種別配分に関しては、ファンド設定来で米国政府系住宅ローン担保証券を含む資産担保証券を相応に保有していましたが、国債に対するスプレッド（利回り格差）が縮小しているため、徐々に投資比率を削減し、米国国債の投資比率を引き上げ始めています。なお、米国政府系住宅ローン担保証券の期限前償還は依然として非常に低水準であり、大幅な住宅ローンの借り換えが起こるのは、現在6%台となっている住宅ローン金利が5.50%を下回る場合だと考えています。

米国政府系住宅ローン担保証券の米国国債に対するスプレッドの推移



期間：2014年12月末～2024年8月末、月次
使用データは、最終ページ「当資料で使用した指数等について」をご参照ください。
(出所) ブルームバーグのデータを基に野村アセットマネジメント作成

マザーファンドの平均デュレーションの推移



期間：2024年2月末～2024年8月末、月次
マザーファンド：「ブランディワイン米国債券戦略マザーファンド」
(出所) ブランディワイン・グローバル社のデータを基に野村アセットマネジメント作成

Q4 今後、どのようなマーケットを想定しているか教えてください。

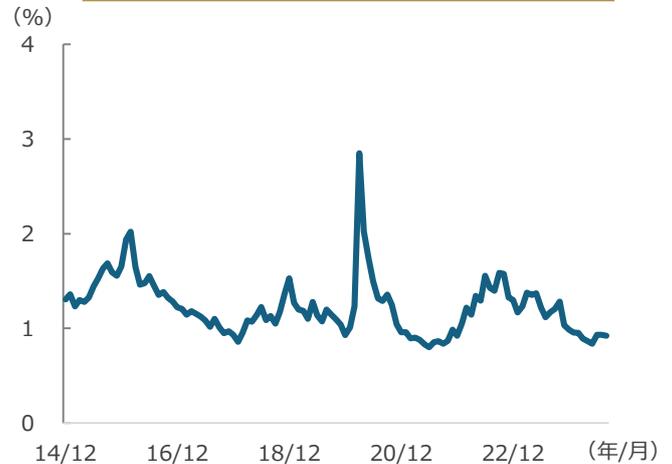
今後は、雇用関連の経済指標を中心に景気の先行きに市場の注目が集まると考えています。雇用関連の経済指標が悪化する場合は、FRBによる積極的な金融緩和が意識されて米国国債利回りが低下する一方、雇用の悪化が限定的であればFRBによる利下げへの期待が後退し、米国国債利回りが上昇する可能性もあると想定されます。

ブランディワイン・グローバル社では現在の経済状況を鑑みると、米国10年国債利回りのフェアバリューは3.5%程度と考えています。そのため、この水準まで米国10年国債利回りが低下すれば、ポートフォリオのデュレーションをさらに短くすることも検討します。一方、米国10年国債利回りが一時的に4%付近まで上昇する場合は、その後の利回り低下を見据えて、再度デュレーションを長期化する可能性があります。

米ドル建て投資適格社債に関しては、国債に対するスプレッドが縮小している状況が続いており、バリュエーションの観点から現時点では投資比率を低位に留めております。しかし、今後景気が市場の想定以上に悪化する場合や、11月の米国大統領選挙を巡り不透明感が高まる場合は、国債に対するスプレッドが拡大する可能性もあると考えています。そのような場合は、バリュエーションの割高感が解消されるため、投資比率の引き上げも検討します。

なお、ブランディワイン運用戦略では、過去にも債券種別配分は柔軟に変更してきました。例えば、コロナ禍で経済活動が停止し、投資適格社債の国債に対するスプレッドが拡大した局面では、米国国債を中心としたポートフォリオを変更し、積極的に投資適格社債の投資比率を引き上げました。

米ドル建て投資適格社債の 米国国債に対するスプレッドの推移



期間：2014年12月末～2024年8月末、月次
使用データは、最終ページ「当資料で使用した指数等について」をご参照ください。
(出所) ブルームバーグのデータを基に野村アセットマネジメント作成

ブランディワイン運用戦略の 債券種別配分の推移



期間：2014年12月末～2024年8月末、月次
・ 上記はすべて米ドル建て債券。政府関連債は地方債や国営企業・政府系機関の債券を含みます。資産担保証券は住宅ローン担保証券や商業用不動産ローン担保証券等を含みます。投資適格社債は格下げにより投機的格付となった銘柄も一部含む場合があります。
使用データは、最終ページ「当資料で使用した指数等について」をご参照ください。
(出所) ブランディワイン・グローバル社のデータを基に野村アセットマネジメント作成

Q5 FRBが継続的に利下げをする見込みの中、改めてブランディワイン運用戦略の魅力を教えてください。

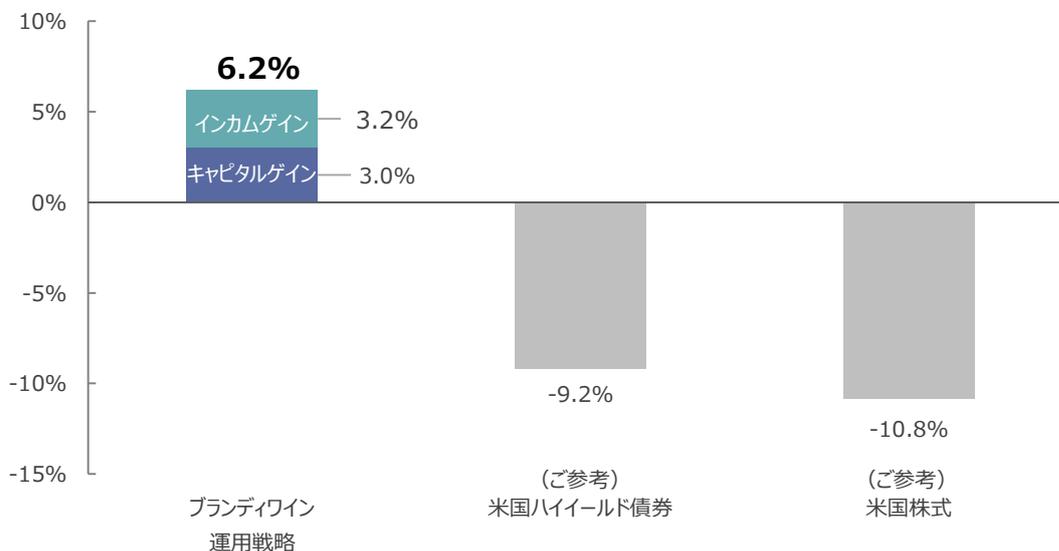
過去にFRBが継続的な利下げを行なった2007年9月から2008年12月、および2019年7月から2020年3月は米国経済が悪化し、米国株式や米国ハイイールド債券といったリスク資産のリターンは大幅なマイナスとなりました。

今回の利下げ局面において、米国経済はソフトランディング（軟着陸）する可能性があり、市場もある程度落ち着いているため、過去の利下げ局面と比べてリスク資産の調整は小幅に留まることも想定されます。しかし、市場の想定以上に雇用環境などが悪化すると景気後退リスクがより意識され、リスク資産が想定以上に下落する可能性もあります。

下記のグラフの通り、前回FRBによる利下げが行なわれた2019年7月から2020年3月までのブランディワイン運用戦略のパフォーマンスを振り返ると、インカムゲインに加えて金利低下などによるキャピタルゲインを獲得できたことから、リターンはプラスとなりました。一方、この期間における米国株式の騰落率は-10.8%、また、信用リスクが相対的に高い米国ハイイールド債券の騰落率が-9.2%となりました。

ブランディワイン運用戦略の特徴は、景気サイクルや投資対象資産のバリュエーションを分析し、ポートフォリオの債券種別配分やデュレーションを調整することです。景気が減速したり、市場のボラティリティが高まったりする局面において、当戦略を米国株式などのリスク資産と組み合わせて保有する場合は債券らしい分散投資効果が期待されることから、運用資産全体のバランスを重視する投資家を中心にグローバルにご支持をいただいています。

ブランディワイン運用戦略の
期間騰落率とその内訳



期間：2019年6月末～2020年3月末、月次

使用データは、最終ページ「当資料で使用した指数等について」をご参照ください。

(出所) ブランディワイン・グローバル社、ブルームバーグのデータを基に野村アセットマネジメント作成

- 1 **米ドル建ての公社債（国債、社債、モーゲージ証券等）（以下「米ドル建て公社債」といいます。）を実質的な主要投資対象※とし、安定した収益の確保と信託財産の成長を目標に運用を行ないます。**
※各ファンドは「ブランディワイン米国債券戦略マザーファンド」をマザーファンドとするファミリーファンド方式で運用します。「実質的な主要投資対象」とは、マザーファンドを通じて投資する、主要な投資対象という意味です。
- 2 **ポートフォリオの構築にあたっては、トップダウンのマクロ分析および定量モデル等を活用したバリュエーション分析に基づき、ポートフォリオのデュレーションおよび債券種別の配分を決定します。**
- 3 **マザーファンドの運用にあたっては、ブランディワイン・グローバル・インベストメント・マネジメント・エルエルシーに、運用の指図に関する権限の一部を委託します。**
- 4 **「ブランディワイン米国債券戦略ファンド（為替ヘッジあり）」は原則として為替ヘッジを行ない、「ブランディワイン米国債券戦略ファンド（為替ヘッジなし）」は原則として為替ヘッジを行ないません。「為替ヘッジあり」「為替ヘッジなし」間でスイッチングができます。**
* 販売会社によっては、スイッチングのお取扱いを行わない場合があります。
- 5 **原則、毎年1月および7月の28日（休業日の場合は翌営業日）に分配を行ないます。分配金額は、分配対象額の範囲内で、原則として基準価額水準等を勘案し、委託会社が決定します。**

分配金は投資信託説明書（交付目論見書）記載の「分配の方針」に基づいて委託会社が決定しますが、委託会社の判断により分配を行なわない場合もあります。また、将来の分配金の支払いおよびその金額について示唆、保証するものではありません。

資金動向、市況動向等によっては、上記のような運用ができない場合があります。

当ファンドの投資リスク

ファンドのリスクは下記に限定されません。

各ファンドは、債券等を実質的な投資対象としますので、金利変動等による組入債券の価格下落や、組入債券の発行体の倒産や財務状況の悪化等の影響により、基準価額が下落することがあります。また、外貨建資産に投資しますので、為替の変動により基準価額が下落することがあります。

したがって、投資家の皆様の投資元金は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失が生じることがあります。なお、投資信託は預貯金と異なります。

※詳しくは投資信託説明書（交付目論見書）の「投資リスク」をご覧ください。

《基準価額の変動要因》 基準価額の変動要因は下記に限定されるものではありません。

◆債券価格変動リスク

債券（公社債等）は、市場金利や信用度の変動により価格が変動します。ファンドは実質的に債券に投資を行ないますので、これらの影響を受けます。特にファンドの実質的な投資対象に含まれるモーゲージ証券等の価格は、期限前償還（元本の一部が満期前に償還されること）の影響も受けます。期限前償還によるモーゲージ証券等の価格変動は、各証券の種類や特性によって様々であり、一様ではありません。

◆期限前償還リスク

ファンドが実質的に投資するモーゲージ証券等は、一般的に担保となっているローン債権等がいつでも繰上げ返済され得るため、期限前償還が発生します。また、一般的に金利が低下すると、ローン債権等の借り換えの発生が増加するため、期限前償還も増加する傾向があります。

期限前償還によってファンドが実質的に受取る償還金を再投資する場合の利回り水準は、一般的に期限前償還が生じなければ得られた利回りよりも低くなると考えられます。

ファンドがこれらの証券に元本を上回る価格で実質的に投資した場合、期限前償還により、当該証券の元本超過額を限度として損失が生じる場合があります。

◆為替変動リスク

「為替ヘッジなし」は、実質組入外貨建資産について、原則として為替ヘッジを行ないませんので、為替変動の影響を受けます。「為替ヘッジあり」は、実質組入外貨建資産について、原則として為替ヘッジにより為替変動リスクの低減を図ることを基本としますが、為替変動リスクを完全に排除できるわけではありません。また、円金利がヘッジ対象通貨の金利より低い場合、その金利差相当分のヘッジコストがかかるため、基準価額の変動要因となります。

お申込みメモ

● 信託期間	2034年1月30日まで（2024年2月16日設定）	
● 決算日および収益分配	年2回の毎決算時（原則、毎年1月および7月の28日（休業日の場合は翌営業日））に、分配の方針に基づき分配します。	
ご購入時	● ご購入価額	ご購入申込日の翌営業日の基準価額
	● ご購入代金	販売会社の定める期日までにお支払いください。
	● ご購入単位	ご購入単位は販売会社によって異なります。詳しくは、販売会社にお問い合わせください。
ご換金時	● ご換金価額	ご換金申込日の翌営業日の基準価額
	● ご換金代金	原則、ご換金申込日から起算して6営業日目から販売会社でお支払いします。
	● ご換金制限	大口換金には制限を設ける場合があります。
その他	● スイッチング	「為替ヘッジあり」「為替ヘッジなし」間でスイッチングが可能です。 * 販売会社によっては、スイッチングのお取扱いを行わない場合があります。
	● お申込不可日	販売会社の営業日であっても、お申込日当日が以下のいずれかの休業日に該当する場合には、原則、ご購入、ご換金、スイッチングの各お申込みができません。 ・ニューヨークの銀行 ・ニューヨーク証券取引所

課税関係	個人の場合、原則として分配時の普通分配金ならびに換金時（スイッチングを含む）および償還時の譲渡益に対して課税されます。ファンドはNISA（少額投資非課税制度）の対象ではありません。なお、税法が改正された場合などには、内容が変更になる場合があります。詳しくは販売会社にお問い合わせください。
------	--

※お申込みの際には投資信託説明書（交付目論見書）でご確認ください。

当ファンドに係る費用

（2024年10月現在）

● ご購入時手数料	ご購入価額に 2.2%（税抜2.0%）以内 で販売会社が独自に定める率を乗じて得た額 詳しくは、販売会社にお問い合わせください。 <スイッチング時> 販売会社が独自に定める率を乗じて得た額 * 販売会社によっては、スイッチングのお取扱いを行わない場合があります。
● 運用管理費用（信託報酬）	ファンドの保有期間中に、期間に応じてかかります。 純資産総額に 年1.298%（税抜年1.18%） の率を乗じて得た額
● その他の費用・手数料	ファンドの保有期間中に、その都度かかります。 （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ができません。） ・ 組入有価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料 ・ 外貨建資産の保管等に要する費用 ・ 監査法人等に支払うファンドの監査に係る費用 ・ ファンドに関する租税 等
● 信託財産留保額（ご換金時、スイッチングを含む）	ありません。

上記の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

※詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）の「ファンドの費用・税金」をご覧ください。

当資料について

当資料は、ファンドのご紹介を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料中の記載内容、数値、図表等については、当資料作成時のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。

お申込みに際してのご留意事項

- ファンドは、元金が保証されているものではありません。● ファンドに生じた利益および損失は、すべて受益者に帰属します。● 投資信託は金融機関の預金と異なり、元本は保証されていません。● 投資信託は預金保険の対象ではありません。また、登録金融機関が取り扱う投資信託は、投資者保護基金制度が適用されません。
- お申込みにあたっては、販売会社よりお渡りする投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認ください。

当資料で使用した指数等について

- ・ ブランディアイン運用戦略：ファンドと同様の運用体制、運用方針を持つ運用戦略「U.S. Fixed Income」のコンポジットデータ（費用控除前）
- ・ 米国政策金利：FOMC（米連邦公開市場委員会）金利誘導目標。年0～0.1%等、幅で設定される場合がありますが、グラフ上はブルームバーグのデータ（レンジの上限値）を使用しています。・ 米国政府系住宅ローン担保証券：ブルームバーグ米国MBSインデックス ・ モドル建て投資適格社債：ブルームバーグ米国投資適格社債インデックス
- ・ 米国ハイイールド債券：ブルームバーグ米国ハイイールド社債インデックス ・ 米国株式：S&P500株価指数（配当込み）
- 「Bloomberg®」は、Bloomberg Finance L.P.および、同インデックスの管理者であるBloomberg Index Services Limitedをはじめとする関連会社（以下、総称して「ブルームバーグ」）の商標およびサービスマークです。ブルームバーグまたはブルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグ・インデックスに対する一切の独占的権利を有しています。
- S&P500株価指数（配当込み）は、スタンダード&プアーズファイナンシャルサービシーズエルエルシーの所有する登録商標です。

ファンドの基準価額等についてのお問い合わせ先：野村アセットマネジメント株式会社

● サポートダイヤル ☎ 0120-753104 <受付時間> 営業日の午前9時～午後5時

● ホームページ

<https://www.nomura-am.co.jp/>



お申込み・投資信託説明書（交付目論見書）のご請求は

三菱UFJモルガン・スタンレー証券

商号：三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2336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

設定・運用は

NOMURA
野村アセットマネジメント

商号：野村アセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第373号
加入協会：一般社団法人投資信託協会／
一般社団法人日本投資顧問業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会