



ウクライナの現状

2017年8月14日

エマージング債チームのシニア・ソブリン・ストラテジストであるティモシー・アッシュによるウクライナの国内情勢、外交政策、経済状況のアップデートと共に、投資家はウクライナの投資リスクをどのように管理したら良いか、といった考察をお伝えします。



ティモシー・アッシュ
シニア・ソブリン・ストラテジスト
エマージング市場

ウクライナの国内政治について

率直に言えば、ひどく混乱していますが、ウクライナでは残念ながらよくあることです。ペトロ・ポロシェンコ大統領が選挙戦において優位とみられますが、結論を出すには気が早いと共に議論の余地があるでしょう。しかし、ここ数ヶ月間で、二人のライバルをポロシェンコ大統領は排除しようと行動を起こしたようです。自助党(サモボームチ)の党首でリヴィウ市長のアンドリー・サドヴィー氏はゴミ問題が深刻化していることによる批判を浴び、ジョージア前大統領であるミヘイル・サアカシュヴィリ氏はウクライナ国籍を剥奪されました。このような事から、ウクライナの政治は非常に汚いものになり得るもので、上に立つ者は冷酷でなければならないことを再認識させられます。

大統領選挙の行方

ポロシェンコ氏は現職大統領であることが強みとなっていますが、世論調査においては元首相であるユーリヤ・ティモシェンコ氏の後を追う形となっています。しかし、世論調査はこの1件のみで、しかも両者は10%台前半の支持で、反対も非常に多くなっています。ティモシェンコ氏は、20年間に亘る政治家としてのキャリアがあり、その20年の間には二度の拘置も経験しましたが、彼女を政界から追い出すことは不可能であることを証明してきたと言えます。彼女のことを好きか嫌いかは別にして、政治及び選挙戦においては高い能力を発揮します。しかし、ウクライナ人は新顔を求めていると思われ、過去の大統領選挙においては左派の候補者が健闘してきました。例えば、2010年の選挙においてはセルヒー・ティヒプコ氏が挙げられ、1994年に遡れば、レオニード・クチャマ氏は元々ソビエト連邦共産党に入党していたものの、ウクライナ独立の立役者の一人となり、二期に亘って大統領を務めました。

ウクライナで最も有名な歌手であるオケアン・エリズィというロック・バンドのスヴャトスラウ・ヴァカルチュク氏もダークホースとして注目していますが、次々回の大統領選挙を狙っているかもしれません。しかし、彼にとってのチャンスそしてウクライナ人が彼を求めるのは今回だけかもしれません。政治的な戦いに向けた腹づもりがあるのか、隠された秘密を持っていないのかはわかりません。しかし、秘密をたくさん持っていることが、ウクライナの政治家が上手く立ち回る障壁には特になりません。自分の陣営に少数独裁の利益をもたらすことがより重要で、その際後ろ盾となるメディアを確保することも重要となります。

国内政治のリスクとして注視していること

今は夏休みの時期ですが、政治的な進捗は9月に入ると一気に加速すると思われれます。現職のヴォロディミル・フロイスマン首相とポロシェンコ大統領の間の緊張状態を注視しています。ポロシェンコ大統領はフロイスマン首相をライバル候補として見ており、自分の立場を脅かす存在として考えているとみています。フロイスマン首相に政治的な野心がないとは考えていません。過去に会った首相の中で、野心を持っていないと感じた首相はロシア語を話すミコラ・アザロフ氏たった一人で、それゆえヴィクトル・ヤヌコーヴィチ元大統領は彼を長きに亘って在職させ続けたのでしょう。ウクライナは大統領と首相が対立するという長きに亘る歴史があり、問題は憲法にあります。ヴィクトル・ユシチェンコ元大統領とティモシェンコ元首相の対立(その時期もポロシェンコ

現大統領はティモシェンコ元首相と複雑な関係にありました)、ポロシェンコ大統領とアルセニー・ヤツェニューク前首相との対立などが挙げられます。

フロイスマン首相の話に戻りますが、第二のヤツェニューク前首相の道を自ら辿っているように見えます。IMFによる金融支援の延長における要件となっている年金改革を今年実施することができなければ、辞任することを約束しています。フロイスマン首相は自分の首を絞めているかもしれず、年金改革法案の一回目の審議は7月に議会が休会となる前に通すことができましたが、次の二回の審議を通すことは引き続き難しいかもしれず、フロイスマン首相にとっては解任もしくは辞任のリスクが高いかもしれません。ポロシェンコ大統領にとっての唯一の問題は、反フロイスマンに移行した場合、誰をその代わりとして首相に任命するかです。ポロシェンコ大統領が選んだ人物を首相とするために、議会を牛耳る権力者とういった取引をする必要があるかです。そのため、ポロシェンコ大統領にとっては、フロイスマン首相を留任させることのほうがリスクは小さい選択肢であるかもしれませんが、首相の権限をいくらか弱めたいと思っていることは確かでしょう。誰が上司かを知らしめるために、絞首台までの道は歩かせ、最後の最後で救いの手を差し伸べるかもしれません。しかし、この場合も大規模な内閣改造が要求されるでしょう。

最近、興味深いと思った政治的な陰謀は、脱税の捜査が現職の財務相であるアレクサンダー・ダニリュク氏に対して行われたことです。改革派としてIMFからの信任が厚いダニリュク氏に対する政治的な確執が浮き彫りになったとみています。恐れられている国税局と果敢に戦ったことでダニリュク氏は勢いを得て、IMFを含む海外の支援者にとって重要人物として浮上しました。国税は再び彼の前に現れましたが、何も間違ったことはしていないと主張しています。ダニリュク氏を取り巻く状況については9月に入ったら注視する必要があると考えています。抵抗勢力は彼の立場に目をつけているとみています。ダニリュク氏に対抗する政策方針は、経済成長促進と反IMFでしょう。選挙に勝つためのメッセージとして、財政拡大と2016年に議会予算委員長であるユツァニナ氏が提案した減税策が発せられるでしょうが、この減税案はIMFから厳しい批判を受けました。しかし、最大政党はウクライナに必要なのは低い税率と経済成長促進の政策方針であると主張し、反汚職を謳う政治家は隅に追いやられるかもしれません。こうなつた場合は非常に残念で、それはウクライナ人が一般のヨーロッパの国のように法制度が守られ、法の上に立つものがないというユーロマイダン(2013年から2014年にかけての反政府活動)の精神に真っ向から反することになるためです。

ウクライナ国立銀行の新総裁の現状

ウクライナ国立銀行の新総裁について聞かれたときのベスト・アンサーはどういったものでしょうか。バレリア・ホンタレバ前総裁が辞任をしてからおそらく4ヶ月が経っていますが、未だにポロシェンコ大統領が次の総裁を指名していないことは驚きです。しかし、これはウクライナ国立銀行が重要な機関ではない、ということではありません。総裁と中央銀行は重要です。確実に比較的安定した手腕の総裁の下でしょうが、大統領がウクライナ国立銀行をどのように動かすのかは、まだ見当が付きません。

臆目な解釈をすれば、大統領は現在アバール銀行のCEOを務める、代表的な改革派のヴォロディミル・ラフレンチュク氏の手が空くのを待っているのかもしれません。これはおそらく9月になるとみられます。しかし、これはインターンシップではなく、中央銀行総裁のポジションであり、市場が宙に浮いた状態になっているのは望ましいことではありません。少なくとも、ラフレンチュク氏の準備ができていのであれば、ポロシェンコ大統領が選好する候補者であることを発表すべきです。早期の選挙、内閣改造、改革への意欲が低い候補者の出現などといった政治状況により、ラフレンチュク氏の指名がないということが懸念及びリスクです。皮肉屋の識者であれば、ポロシェンコ大統領は、ラフレンチュク氏のような独立性を重視する人物を指名するつもりはなく、ただ単に、影響力を行使するためにウクライナ国立銀行のポジションを活用する機会がないかを探るための時間稼ぎをしているに過ぎないと言いかもしれません。

IMFプログラム

秋が戦いの時となります。年金改革がどれだけ早く進み、7月1日に発表されるはずだったガソリン価格の引き上げが、冬場のヒーターの使用が始まる10月までに実施されるかに注目が集まります。これらに遅れが生じれば生じるほど、2018年の予算案について議論が生まれ(どちらにしろ9月にはこれが始まりますが)、12月にかけては、農地改革の問題に再び目が向けられます。いずれにおいても、次のIMFの見直しにおいて、迅速な承認が得られる可能性は低いとみており、2018年になってからの可能性もあると考えています。問題の一端は、ウクライナが現状IMFからの現金を必要としていないことです。8月1日時点で国庫単一勘定(Treasury Single

Account)の黒字は441億ウクライナ・グリブナ(約17億米ドル)で、これは昨年の4倍の水準となっており、2017年上半期の財政黒字は290億ウクライナ・グリブナとなっています。これは、ウクライナ国立銀行の利益が移管されたことと、国営石油会社ナフトガスからの配当金の受取が助けとなりました。ナフトガスについては、数年前まで巨額の赤字を生んでいたことを考えると、非常に大きな進展です。一年前は、財政赤字が351億ウクライナ・グリブナだったことを踏まえると、歳入は前年比49%の成長を遂げており、前年比22%増の歳出を十分に埋め合わせています。しかし、財政状況は出来過ぎのように見えます。それ故に、このことを背景にポロシェンコ大統領が早期選挙に乗り出す可能性があるのではないかと疑っています。使えるキャッシュがあり、経済成長、マクロ経済の安定性、年金の増額、選挙に関するポジティブなメッセージを訴えることができます。そして選挙は、やや長期的に困難な、IMFが要求する構造改革を停滞させるでしょう。構造改革で求められているのは、ウクライナの支配層から、「タダで牢獄から抜け出す」というカードを取り上げる汚職の一掃や、地方の支配層に不人気の農地改革などが挙げられます。農地改革については、普通のウクライナ人に説明した場合、さほど不人気ではないとみられます。

ウクライナにとって脅威となるのは、2011年から2013年の二の舞となることです。良好な財政及び金融状況によって、IMFの言いつけを守らず、構造改革に遅れが生じ、結果的にはこれがウクライナを悩ませることになりました。そして、こうした2013年にかけての状況がユーロマイダンを引き起こす原因となりました。現段階では、この可能性を否定することはできず、IMFプログラムの助けを借りずに、ユーロボンド市場で利回り7%以下での借り入れを実施し、これにより、早期選挙キャンペーンが実施可能となるキャッシュを政府が手に入れることになるかもしれません。歴史は繰り返していますが、第二のヤヌコビッチ元大統領にポロシェンコ大統領になりたいかどうかには疑問が残ります。しかし、ポロシェンコ大統領はヤヌコビッチ元大統領が率いるウクライナ地域党のメンバーでした。

経済状況について

経済省による2017年前半の実質GDP予想は+2.5%とされており、これはウクライナ国立銀行が発表した前年比+2.7%の生産指数と近い数字です。年初の東側での封鎖を考えると、これは堅固な数字だと考えています。ベースが低いことが助けとなっていることは確かですが、農業セクターでの回復が下支えとなっています。これは優れた競争力と長期的に前向きな見通しを反映しており、土地を活用する支配層がなぜ農地改革を遅らせているかわかります。彼らにとっては農地代が低いという現状が心地よいのです。

実質GDPが回復する一方で、経常赤字は再び膨らんでおり、2017年前半にはGDPの3.4%に相当する16億米ドルに達しています(前期は、GDPの2.4%に相当する9.46億米ドルでした)。しかし、ウクライナに対する投資家心理の改善から、これを埋め合わせ資金調達は簡単に行えると思われれます。ウクライナ国立銀行の外貨準備高は増加し、6月には180億米ドルに達し(5か月分の輸入をカバー)、年初来でIMFなどの国際金融機関からの支出はほぼありませんでした。外貨準備高は前年比40億米ドル増となっており、ユーロマイダン以前の2013年12月以来の高水準となっています。こうした状況を反映し、ウクライナ・グリブナは年初来で約5%上昇していますが、これは実質ベースでは13%程度の上昇となり、経常赤字、経済成長、競争力への圧力になると考えています。

ウクライナ・グリブナは上昇がみられていますが、インフレ率の上昇は引き続き問題となっており、2016年6月に6.9%という最低水準を記録して以降、今年6月には15.6%まで上昇しています。ベース効果の低さ、やや収穫が落ち込んでいることによる食品価格の上昇、国内需要の高まりが価格の上昇につながっています。年金の引き上げと秋には公共料金の引き上げの可能性もあることから、インフレ率は高い状況が続くことが予想されています。これにより、中央銀行には利下げを実施することが難しくなっており、政策金利は12.5%を維持しています。インフレ率の上昇及び通貨の上昇ということを勘案すると、ウクライナがなぜ大規模かつ大胆な構造改革を実施し、競争力を高める必要があるか、ということが明らかになります。現在は2014年から2016年の景気の落ち込みによってベースが低いことによる恩恵を享受している状況ですが、このベースの低さによる効果はすぐに失われるため、今後1、2年間は再びマクロ経済面でのショックに見舞われる可能性があるかとみています。

当面の間はマクロ経済はまずまずの状況にあるとみられるため、この安定性もまたポロシェンコ大統領が早期の選挙に乗り出す可能性の裏づけとなりそうです。

構造改革について

エネルギー・セクター、銀行、ウクライナ国立銀行など一部の分野における改革には順調な進捗がみられています。年金改革の計画も好感できるものですが、議会が秋にどのような姿勢を見せるかに注目しています。医療改革を取り巻く状況も悪くありませんが、実施が待たれる状況です。既述のとおり、ウクライナ国立銀行とナフトガス、インフレ率の上昇と実質GDPが収入面での下支えとなって財政状況は良好となっています。政府は、民営化計画についても発表しましたが、残された資産にどれだけの価値が残されているかは確かではありません。但し、1,000万ヘクタールの国有地は国庫の資金源になる可能性があります。

より大きな疑問は、反汚職政策に関してです。捜査機関を創設することで進展はみられるものの、汚職に関して個人個人の責任を問ひ、マイクロ・レベルでの行動を変えることは、かなり先延ばしにされてきています。様々な点で、政府及び実際のシステムや政治家は、IMFなどの国際金融機関 (IFI) に言われたことをしている (もしくはしているふりをしている) ようですが、実際のコミットメントは何も示していません。これは、多くのウクライナの支配層が責任を問われ、収監される可能性がある実体を示しているということかもしれません。今のアプローチの仕方が機能するとは思いませんが、汚職を統制することは、長期的な経済成長にとって非常に重要な点になるでしょう。そのため、ウクライナでは、支配層の独占といった状況から、すべての国民にとって有効に機能する市場経済に移行していく必要があると考えています。南アフリカのように、事実の認識と再確認というプロセスをとり、汚職が発覚した際には超過税を課す、という方法が迅速かつ効率的に進むと思いますが、南アフリカでも何年間もその効力がみられていないのが残念な点です。

東ウクライナでの衝突激化の可能性

残念なことに今年に入って再び衝突は増加しており、犠牲者も出ています。前年と比較して、停戦違反は二倍となっており、200,000件を超える衝突が起り、死亡した人は59名となり、330名以上の負傷者が出ていると報告されています。年初来、ウクライナ兵の死傷者は900名近くになるといわれており、これもまた去年の二倍近くの水準です。こうしたことから分かるように、状況は冷戦状態ではなく、かなり過熱した状態であり、特に「境界」地域での対立は激化しています。しかし、2014年月中旬から2015年にかけての軍事的な対立と比較すると、その激しさはいくらか落ち着いているとみられ、ドネツクのイロバイスクやデベルツェボでの地上戦において、ウクライナ及びロシアの双方は、現在の水準の衝突度合いをどのように減らすのかを学ばないといけないと思います。ウクライナの経済状況は、東側での状況から一線を画する形で、改善していることは既述のとおりです。

しかし、これらすべてを踏まえ、ミンスク合意があったものの、2014年月中旬から2015年にかけてみられた緊張状態に戻ってしまう可能性がどれほどか、という疑問が残るは当然です。確かに、地上戦においてはこの可能性は比較的高く、両陣営では何万人もの兵士が控えており、多くの兵器もそのまま残されています。入れ替えは順次行われているだけどころか、兵力は増強されています。こうした背景から、より攻撃的な姿勢を取るには両側ともそれほど時間はかかりません。しかし、これには政治的な決定が必要とされます。

ルガンスク人民共和国やドネツク人民共和国による大規模な軍事行動は、ロシア政府からの合意及び承認がない限り実施されないということが広く理解されています。そして、ロシア政府はより大規模な攻撃にはまだ移りたくないと考えているとみられます。これは攻撃によって、より多くの犠牲者が生まれることを理解しているためと考えます。ウクライナの兵士の装備は強化され、北大西洋条約機構 (NATO) からの支援で訓練を積んできているためです。さらに、多くの犠牲者ができることは、ロシアで迫っている選挙においてプラス材料とはならないでしょう。兵士の妻や母親で構成される団体は存在感を増しており、政治的な影響力をもちます。ロシア政府では、西側諸国からの経済制裁のリスクに対応しなくてはならず、特に米政権との関係が重要となります。

つい最近まで、トランプ政権はロシアの利益を受け入れ、その政策に理解を示すものと思われていました。そのため、ロシア政府からは経済制裁の軟化姿勢を示すトランプ政権との友好関係を壊すリスクを犯してまで、ウクライナへの過度な侵攻を実施する意はみられませんでした。しかし、既述の通り、2017年は暴力が急増しています。このロシア側の政策は失敗に終わったとみられ、米国議会は経済制裁を法制化しました。そのため、ロシア政府の一部の政治家からは、ウクライナに対する軟化姿勢を維持する理由はほとんどないと主張もみられます。しかし、繰り返しとなりますが、ウクライナでの衝突の激化はロシア側の犠牲者を増やすリスクを孕んでおり、これは選挙の年には好ましくないことです。但し、境界沿いの特定の場所でかなり制御された形での衝突の再発が起こる可能性はあります。しかし、ロシア政府はこれが欧州、米国、ウクライナの国内政治にどのように影響するかを同時に見極めるでしょう。ロシア政府側からすると、キエフで親口である

ウクライナ政府が出来るという希望があるようであり、例えば、地域党連合、現在は野党党として再編された政党やその他多くのグループによる連立政権が立ち上がることを期待しているようです。2017年後半もしくは2018年に実施されるかもしれない早期の選挙はロシア政府にとっては待つ価値のあるものでしょう。

しかし、プーチン大統領のウクライナに対する戦略的な目的が変更されていないことは重要な点であると考えています。それは、ウクライナを再び戦略的な傘下に置き、「影響が及ぶ範囲」とすることです。このことは、ロシアの利益を重視するウクライナ政府が存在する、ということを示唆します。少なくとも今の世論調査をみると、ウクライナのいずれの政治家も、このことを政策として打ち出すとは考えにくいです。しかし、ロシア政府が期待する時間軸（それがどの程度のものかは誰にもわかりませんが）のなかで、こうしたことが実現可能であると考えるのであれば、全勢力を挙げた軍事介入のリスクは後退する可能性が高いでしょう。

ウクライナにおける米国の軍事支援

ウクライナの和平交渉における米国の新代表であるカート・ボルカー氏は、先月BBCのインタビューで、引き続き、この問題は米国で目を向けられていることを示唆し、ロシアによって事態が深刻化したという見方に対するリスクを抑えようとしたと思われれます。行間を読むと、ボルカー氏自身は、ウクライナへの軍事支援について前向きであると捉えられます。オバマ前大統領及びスーザン・ライス氏を除くオバマ政権時代の高官であるジョン・ケリー氏やジョー・バイデン氏、議会の過半数、トランプ政権の高官、といったワシントンの高官の多くが、ウクライナへの軍事支援に賛同しているとみられます。一方、トランプ大統領、ティラーソン米国務長官、スティーブ・バノン氏は、ロシアを怒らせたくなく、またロシア政府と何らかの取引を行いたいということが伺え、反対寄りの姿勢を示しています。しかし、米政権の一部はこの問題を引き続き温めることで活用し、米国がウクライナを軍事支援するかもしれないというわずかな脅威によって、ウクライナに対するロシア政府の懐柔姿勢を促すことにつなげていく狙いがあるかもしれません。

しかしこれは、議会がロシアへの制裁を法制化したことにより、プーチン大統領がトランプ大統領を見限ったかどうかにかかっており、米国の圧力に対してさらなる圧力をかけていく可能性があります。これを見極めることに関しては、プーチン大統領がワイルドに過ごした休暇から戻ってくるのを待つしかなさそうです。

ブルーベイのウクライナに対する投資方針

ウクライナのように様々なパーツが組み合わさった国への投資に対しては、機動的な投資を行うことが重要であると考えています。ウクライナは比較的高利回りで、時には魅力的なリスク調整リターンを提供しますが、事態はすぐに変化します。直近では、投資妙味があると判断し、投資を行いました。その判断に至ったプラス材料としては、マクロ経済環境は少なくとも今年中は安定していると思われることが背景にあります。財政赤字は大きく減り、外貨準備は積み上がり、IMFからの融資を必要としていません。外貨準備の増加と、ウクライナ・グリブナの上昇により、経常赤字は当面の間は管理可能であると思われれます。

プラスの経済成長は二年目に突入し、ベースが低かったことは事実ではあるものの、東部での衝突や貿易及びエネルギー供給に影響するロシアとの難しい関係という逆風の中で、強い耐性を示しています。銀行、エネルギー、金融及び為替、中央銀行といった分野では大規模な構造改革が実施され、年金、医療、農地改革が期待されます。西側諸国からのウクライナへの支援は磐石で、2015年には250億米ドルの支援が合意されました。国内の政治的な混乱を考えた場合、IMFによる金融支援（EEF）が継続されるかどうか、反汚職改革の実施に対する後ろ向きの姿勢は、懸念材料として考えています。こうした改革はウクライナの長期的な成長を決定づけます。この2、3年でみられた進捗から、ウクライナでは構造改革は実施可能であるものの、政治的な支配層がコミットメントを見せることが必要であることが分かりました。今後1、2年間でマクロ・リスクの解消に向けた動きをみせなければ、下り坂となるかもしれず、この状況は注視していきます。しかし、ロシア政府はおそらく米国と欧州での政治的な進展に注力し、西側諸国からの制裁が軟化することを期待する状況で、さらに2018年3月には選挙が控えているなかで、ウクライナに対して今は一歩引いたスタンスを取っていると思われれます。プーチン大統領はウクライナでのリスクについて語りたがらないかもしれません。

最後となりますが、ティモシー・アッシュはウクライナの分析を30年間以上に亘って行ってきており、その世界ではよく知られた存在でもあります。英国、米国、イタリア、スイスといった西側諸国の政府に対して、ウクライナやロシアに対する政策への助言も行ってきました。また、ロシアやウクライナに関する情報を国際的なメディアにも提供しています。王立国際問題研究所（Chatham House）が近く出版することになるウクライナの構造改革についての本の一部を現在執筆中です。

■手数料等

当社の提供する投資一任業務に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下となります。

エマーゼンソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマーゼンソブリン債戦略：年率1.05%（税抜き）、ハイ・イールド債／ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）、投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）、転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）、オルタナティブ戦略：年率2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）、マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）、ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等については、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。

これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2017年8月14日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上