



BlueBay
Asset Management

なぜ今の債券市場では アクティブ運用が必要なのか

MARK DOWDING
CHIEF INVESTMENT OFFICER
SEPTEMBER 2020



サマリー

この40年以上に及ぶベータ主導の債券投資からのリターンは、インフレ率と金利の低下によって説明ができます。そして、パッシブ運用はこの投資環境によく適していました。投資家は、シンプルで低コストの投資手段を通じて、良好なリターンを獲得することが出来たのです。しかし、多くの先進国で金利が0%近辺、もしくはそれ以下となる中、このベータに依拠した取引が今後も有効であるのか、再考する必要があるでしょう。

市場ダイナミクスにおけるこの変化は、アクティブ運用が報酬控除後のネット・パフォーマンスでベンチマークを上回れるのか、という懐疑的な見方が強い中で起こっています。パッシブ運用の擁護派は、規制のある公募市場では、投資家が得られる情報に大きな差は見られず、それ故に市場全般に対して継続的に超過リターンを獲得することは出来ない、との考えを持っているようです。また、長期的には平均回帰するような、投資スタイルや運用規模といった特定の要因から「アクティブ・パフォーマンス」は説明がつく、といった考えもあるようです。

こうした見方にも一理あると思いますが、どちらかと言えば、債券投資よりも株式投資に当てはまる議論であると考えています。債券市場に限って言えば、こうした考えには長期的にも短期的にも問題があると言えます。つまり、今日の市場においては、パッシブ運用は最適なアプローチではないだろうと考えているのです。

株式と債券のベンチマークの構造は大きく異なっており、クレジット・イベントの恐れがあることやインデックスの構成ルールを投資家が活用できることも考えると、アクティブ運用によってより良好なリターンを今後得られるのではないかと考えています。

ESG投資の台頭も、アクティブ運用の追い風となっています。ESGを重視する投資家が債券運用でパッシブ・アプローチを採用した場合、ベンチマーク提供者が作るルールとそれを活用しようとする債券の発行体に全てを委ねることになる可能性があります。

最終的には、パッシブ運用の盛り上がりによって、アクティブ運用に新たな時代がもたらされることになったのかもしれませんが。しかし今明らかなことは、ベータ・リターンのみを目的とした投資を考えた場合、一般的に考えて、資産クラスとしての債券には良い点がほとんどないであろうということです。この先はアクティブ運用が必要になると考えています。

ベータ・リターンのみを目的とした投資を考えた場合、一般的に考えて、資産クラスとしての債券には良い点がほとんどないでしょう。この先はアクティブ運用が必要になると考えています。



なぜ今の債券市場ではアクティブ運用が必要なのか

この40年以上に亘って、利回りが低下を続けたことから、債券はかなり良好なキャピタル・ゲインが得られる魅力的な資産クラスとなってきました。1996年末から算出されているICE BofAML Global Broad Market Indexの年率リターンは5.3%（米ドルヘッジ）となっており、一方でエマーシング外貨建て債のインデックスであるJP Morgan EMBI Global Diversified Indexの年率リターンは8.4%となっています（2020年8月末時点）。

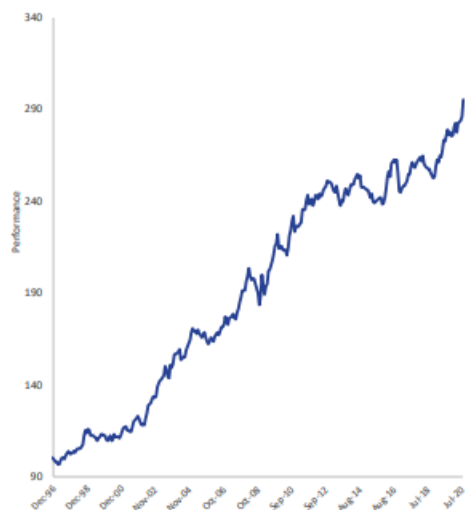
図1：1980年以降の米国10年国債利回りの推移



出所：Bloomberg, 2020年8月

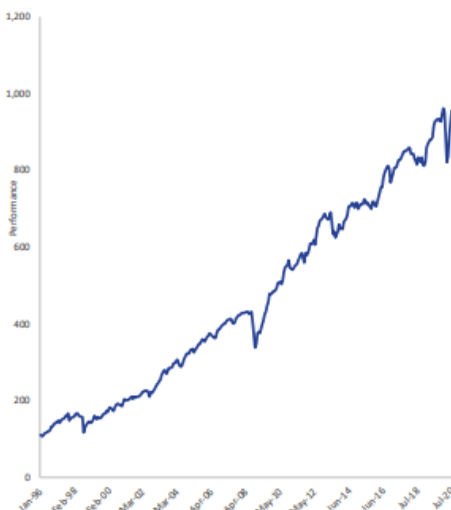
多くの先進国で金利が0%近辺、もしくはそれ以下となる中、このベータに依拠した取引が今後も有効であるのか、再考する必要があるでしょう。

図2：ICE BofAML Global Broad Market Indexの推移



出所：Bloomberg, 2020年8月

図3：JP Morgan EMBI Global Diversified Indexの推移



出所：Bloomberg, 2020年8月

インフレ率の低下と過去最低の金利によって、金利デフレによるベータがリターンを主導してきました。しかし、多くの先進国では金利が0%近辺もしくはそれ以下となる中、このベータに依拠した取引が今後も有効であるのか再考する必要があるでしょう。

並外れたリターンというトレンド

過去を振り返ると、債券のベンチマーク運用への信奉は、インデックスの魅力的なパフォーマンスと連動してきました。投資家の絶対リターンへの懸念の方が強い時であったかもしれませんが、利回りの低下に従って、市場と同水準（あるいはそれ以上）のリターンを得たいという願望は強まってきました。

このトレンドは、報酬控除後のネット・パフォーマンスでベンチマークを上回ることが、アクティブ運用で可能なのか、という懐疑的な見方が強まった時に見られました。こうした議論は、運用業界全体のリターンはゼロサムゲーム（各々の得失点の合計は全体ではゼロになる）であり、従って長期投資家は最もコストが低い運用を選択することがベストである、という考えの中で広まりました。その結果、この20年間は、最もコスト効率の良い方法でベンチマークを複製しようとするパッシブ運用戦略が大きな成長を見せました。

パッシブ運用の擁護派は、規制のある公募市場では、投資家が得られる情報に大きな差は見られず、それ故、市場全体に対して継続的に超過リターンを獲得することは出来ない、との考えを持っているようです。

また、長期的には平均回帰するような、投資スタイルや運用規模といった特定のファクターによって「アクティブ・パフォーマンス」は説明がつく、といった考えでもあるようです。その結果、アクティブ運用によって得られる可能性のあるパフォーマンスよりも、どのベンチマークにトラックするのかという選択の方が重要となりました。

こうした意見にも一理あります。多くの市場は効率的であり、運用報酬や取引コストがネット・リターンにマイナスに影響する可能性があります。しかし、この議論は債券よりも株式投資に当てはまると考えてます。債券市場に限って言えば、こうした考えには長期的にも短期的にも問題があると言えます。つまり、今日の市場においては、パッシブ運用は最適なアプローチではないだろうと考えています。

債券；構造的に非効率的な資産クラス

株式と債券の大きな違いは、資産クラスの構成にあります。一般的に、株式インデックスは数百銘柄で構成され、その中身が大きく変わることはありません。

対照的に、ブルームバーク・バークレイズ・グローバル総合インデックスといった債券インデックスは約3万銘柄で構成され、ベンチマークを複製することに困難が伴います。さらに、構成銘柄の平均年限が約7.5年となっていることからわかるように、継続的に新規発行銘柄が組み入れられています。

また別の観点から考えると、株式市場の投資家の圧倒的多数はリターンの最大化を目指していますが、このことは債券市場の投資家全てに当てはまることではないでしょう。ここ数年、中央銀行が債券の買い手となっている中で、このことがますます明白になっています。

債券投資家の行動様式は、キャッシュフローの点で、資産と負債をマッチさせようとする中にあります。



あるいは、一部セクターの投資家にだけ適用されるような格付や資本チャージなどを活用した規制裁定もあるかもしれません。このように株式とは違い、債券市場では必ずしもゼロサムゲームとはならないでしょう。

視界不良の中での投資機会

情報の非効率性も債券という資産クラスの中には存在します。

なぜ今の債券市場ではアクティブ運用が必要なのか

証券取引所において、定型的な売買が行われるわけではないので、価格の在処は明確ではありません。コール条項、優先劣後構造、コベナンツ、など価値評価が難しい複雑な要素を持つ債券も多くあります。こうした市場の構造によって、価格のアノミーが生まれ、アクティブ運用を通じて活用出来る機会が生まれる可能性があります。

期間構造、信用力、ボラティリティ、流動性からのプレミアムを特定していくという分析を通じて、債券は非効率的な資産クラスであるという研究結果も出ています。投資家は、こうしたプレミアムを活用することで、理論的には超過リターンを得られる可能性があります。

資産クラス特有のベンチマークを選択することを通じて、ファクター投資的なアプローチを用いて、パッシブ運用でもこのリターンを再現することが出来るかもしれません。しかし、経済とクレジットのサイクル中に起こる、これらプレミアムのボラティリティそのものも、アクティブ運用を通じてリターンを生み出す投資機会となり得ます。

さらに、個別銘柄レベルでも、債券市場の非効率性について議論することが出来ます。

社債やその他のクレジット債に投資をする際は、魅力的な利回りを得ながら、償還日には額面が回収出来ることを期待しています。投資家が避けたいと思っている主たるリスクは、発行体が債務の返済を行えないことで、投資家のリターンは、デフォルトというイベントで左側にあるテイル・リスクに左右されます。

この点においては、信用力が悪化傾向にあり、こうした「クレジット・イベント」に陥る可能性の高い発行体への投資を避けるクレジット分析をアクティブ運用の投資家は実施することが出来ると言えます。

債券インデックスは、構成銘柄について厳格なルールを設けており、第三者である格付け機関に左右されることがよくあります。しかし、インデックスへの算入と除外は、こうした格付け機関の判断によって予想することが出来ます。格付け機関は正式に格付けを変更する前に市場にその意向を伝えています。ベンチマークをパッシブに追随する投資家の資金が大きければ大きいほど、インデックスでのリバランスが生じた時の価格の調整は大きくなり、アクティブ運用者にとっては、活用可能な市場の非効率性が生まれます。

信用力が悪化傾向にあり、こうした「クレジット・イベント」に陥る可能性の高い発行体への投資を避けるクレジット分析をアクティブ運用の投資家は実施することが出来ると言えます。

債券インデックス ; 構造的な問題点がある

株式市場では、株価が時と共に上昇するような個別企業の成功に報いるようにベンチマークが作られていることから、市場をトラックすることに合理性があります。一方で、債券のベンチマークは発行額が大きい銘柄の構成比率が高くなるように作られています。

そのため、国やセクターの構成に歪みが生じ、サクセス・ストーリーではなく、苦闘している銘柄を選んでいった表現も、あるいは可能かもしれません。

債券という資産クラスの中には、可能な限り低コストの資金を求める発行体と、出来るだけ高いリターンを得ることを目指す投資家とのやり取りがあります。それ故に発行体は、自己の利益のためにベンチマークへの知識を活用できると言えます。例えば、経済サイクルが理由で金利が超低水準にある時に（まさに今の環境ですが）、発行企業は年限を長くするといった行動を取ります。その結果、債券ベンチマークの構成は、金利やクレジットへの感応度という点で、時によってかなり変わり得ます。

発行体はインデックスの構成ルールに基づいて、どの債券がいつ買われるかを把握することが出来るため、パッシブ運用の投資家を利用することが出来ます。これにより、アクティブ運用が恩恵を受けられる市場の非効率性はさらに増すと言えます。

もっとはっきり言えば、発行体はインデックスの構成ルールに基づいて、どの債券がいつ買われるかを把握することが出来るため、パッシブ運用の投資家を利用することが出来ます。これにより、アクティブ運用が恩恵を受けられる市場の非効率性はさらに増すと言えます。



債券のパッシブ運用 ; 過去のリターンは素晴らしいものの、見通しは暗い

債券投資においては、パッシブ運用よりもアクティブ運用の方が有効であるとする理論的及び構造的な議論に加え、景気循環面や短期的な観点からもアクティブ・アプローチの方が魅力的であると考えています。

1. 数学的に単純化にしてしまうと、ベンチマークは償還までの間の今の利回りを超えるリターンを出すことはできません。例えば、グローバス総合インデックスの利回りが1%で、年限が8年だった場合、今後8年間で年率平均1%を超えるリターンを得ることはできません。そのため、過去の債券リターンは金利の低下によるキャピタル・ゲインからもたらされてきましたが、この「ごちそう」の後には「飢え」がやってくるでしょう。
2. この数年間、こうしたベンチマークの金利とクレジット・リスクは信用力が低く、年限の長い債券に次第に傾いてきていると見られます。

リスクが高まっているにもかかわらず、債券ベンチマークの利回りは過去最低水準となっており、これまで「リスク・フリーのリターン」をもたらしてきた資産クラスは、いまや「リターン・フリーのリスク」しか持っていないと言えるかもしれません。

過去に、ベンチマークをトラックしてきたパッシブ運用は、インデックスの魅力的なリターンを追従してきたと言うことが出来ます。しかし、パッシブ・アプローチでは、最大でもトラックするインデックスが提供するリターンしか得ることが出来ないでしょう。この点においては、ベンチマークの魅力が落ちていないほど低下している中にあるのは、今後はパッシブ・アプローチの弱みが露呈されることになると見ています。この40年間に亘って、債券のパッシブ運用は最も素晴らしい投資先であったでしょうが、この先の魅力はかなり低下していると考えています。

過去の債券リターンは金利の低下によるキャピタル・ゲインからもたらされてきましたが、「ごちそう」の後には「飢え」がやってくるでしょう。

表1 : インデックスの利回り

	1990	2000	2010	2020
Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index	8.79	4.74	2.72	0.82
Bloomberg Barclays EM Local Currency Government Index		6.71	6.08	3.72
Bloomberg Barclays EuroAgg Treasury Index		4.87	3.18	-0.39

出所 : Bloomberg, 2020年8月

ESGを重視する投資家にとってのアクティブ運用とパッシブ運用

この数年、環境・社会・ガバナンス (ESG) が弱い発行体への投資を避け、ESGを重視する発行体に資金を配分する投資戦略への関心が高まっています。これにより、特定のセクターが除外される、もしくはグリーン・ボンドといった一部の投資エリアにフォーカスしたESG関連のベンチマークも組成されています。

これらのベンチマークの有効性について考察することは控えますが、サステナブル投資というトレンドは続くことが予想されます。

そのため、長期的に堅固なESGパフォーマンスを見せる発行体と、そうではない発行体との需要の差が広がっていることが想定されます。さらに、ベンチマークの構成についてよく理解している利口な発行体 (及びそのアドバイザー銀行) が、債務の「グリーン化」を進めることで、借入コストを低下させる可能性もあるでしょう。

この点において、ESGを重視する投資家がパッシブ・アプローチを採用した場合、ベンチマーク提供者のルールや発行体の意のままになってしまうかもしれません。

これまで「リスク・フリーのリターン」をもたらしてきた資産クラスは、いまや「リターン・フリーのリスク」しか持っていないと言えるかもしれません。



アクティブ投資家は、より高いESGスコアを獲得するために発行体の行動を改善するように、促したり働きかけたりします。まさにESGの改善にリンクした投資を向上させるためです。

さらに、真にアクティブに運用されるESG戦略においては、ベンチマーク提供者よりもはるかにフォワード・ルッキングな姿勢でESG要件を適用でき、かなり優れたESG面での結果を得るという可能性を高めることができると考えています。例えば、エマージング市場のESGベンチマークを見ると、直感的に違和感があります。なぜなら、サウジアラビアがiShares JP Morgan ESG EM Bond ETFにおいて、非常に大きな構成国となっているといったようなことが見られるからです。

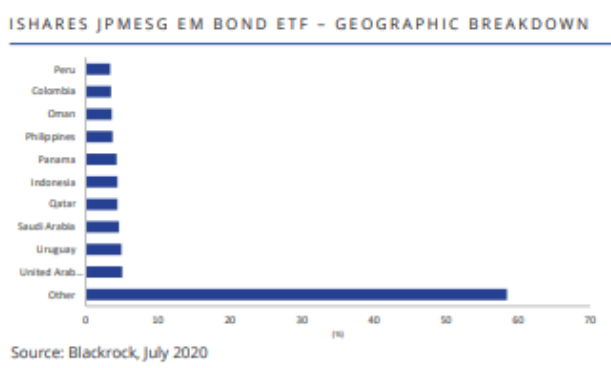
このことはESGエンゲージメントにも言えます。

アクティブ投資家は、より高いESGスコアを獲得するために発行体の行動を改善するように、促したり働きかけたりします。まさにESGの改善にリンクした投資を向上させるためです。

同様に、ESGを軽視する発行体についてはショート・ポジションを取ることも可能であることは、サステイナブル投資戦略において、ESG要素を重要視する投資家により優れた結果をもたらすことを追求する好例と言えるでしょう。

ESGのパッシブ・アプローチ；アクティブ運用を開始する機会

- ESGにおいては、パッシブ投資が人気を得ています。2018年に設定されたJPM ESG EMHC indexをトラックするiShares ETF 及びL&Gインデックス・ファンドは2年に満たない期間で20億米ドル超の資金を集めました。
- しかし、インデックス提供者のESG評価は、完全に第三者機関のESGスコア（Sustainalytics & RepRisk）を採用しており、疑問の残る結果になっていることがあります。例えば、サウジアラビアは極めて大きい構成国となっています。
- こうした欠点があるものの、エマージング債への投資をしたいと考えるESG投資家にとっては、比較の問題ですが、ESGを全く考慮しないエマージング外貨建て債ファンドよりは改良されていると捉えています。



- ESG戦略が不足するエマージング債運用において、より洗練されたESGエマージング債戦略を提供する機会がアクティブ・マネジャーにはあると言えます。

債券のパッシブ運用 ; アクティブ運用よりも大幅に安いのか

債券のパッシブ運用の優位性を語る上で、主たる議論のひとつは、コストが安いことです。今後数年に亘って、非常に低いリターンしか得られないことが想定される中で、アクティブ運用の報酬の高さはかなりの弱点となります。

しかし、この考え方にもいくつかの抜け穴があると考えています。

一つ目に、アクティブ運用によって得られる超過収益は、市場の利回りとは関係がありません。このことを理解するには、下記の青枠で囲っているように、超過収益がどのようにもたらされるのかという点を把握する必要があります。

アクティブ運用において超過収益を生み出すには、2つの要件があります。

1. その戦略が投資対象とするユニバースの中に、一定程度の**ボラティリティ**があること
2. このボラティリティを活用出来るだけの**スキル**を運用者が持っていること

先行きが非常に不透明な環境において、債券市場にボラティリティはもう存在しなくなったと考えるのは危険でしょう。資産クラスに対する知見を基に、ボラティリティを活用出来るスキルを持つ運用者が、高い超過リターンを出し続ける余地を持っていると言えるでしょう。

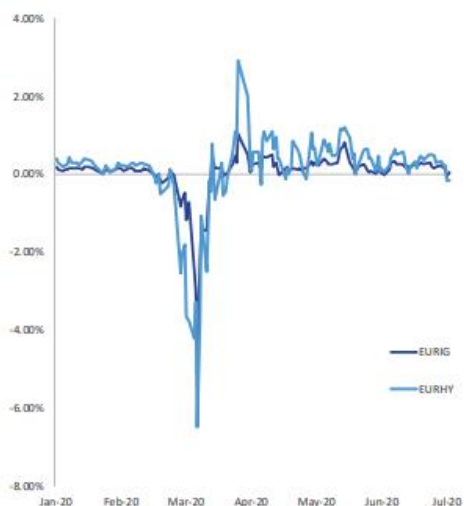
二つ目に、アクティブ運用と比較してパッシブ運用のコスト（報酬）が低いという議論は、10年前と比較して、アクティブ運用戦略の報酬水準がかなり低下したことを考えると、それほど妥当ではなくなってきたと考えています。

同時に、2020年3月のように非常にボラティリティが高まった際には、NAVに対してパッシブ運用のETFがかなり割り引かれた水準で取引されていました。このことを踏まえると、アクティブ運用の手数料は低下を続ける一方で、パッシブ運用に付帯するコストは増幅していると言えるかもしれません。



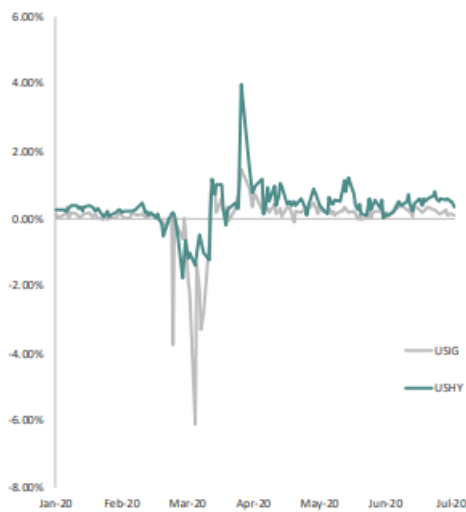
図4, 5 : ETFのプレミアム及びディスカウント

欧州投資適格債及びハイ・イールド債



出所 : Morningstar Direct 2020年7月
日次の平均プレミアム・ディスカウントに基づく

米国投資適格債及びハイ・イールド債



出所 : Morningstar Direct 2020年7月
日次の平均プレミアム・ディスカウントに基づく

洗練された大手投資家は、パッシブ運用で支払う運用報酬と同水準の固定運用報酬に加え、実現された超過リターンに対してパフォーマンス報酬をアクティブ運用に支払うという報酬体系を受け入れるケースが多くあります。こうした報酬体系は、最終投資家と運用者の利益を合致させながら、投資家には投資環境がどちらの方向に向かっても最善の結果を提供出来るだろうと考えています。



債券パッシブ運用の終わりの始まり

このトピックについての考えを纏めるに際して、時計の針をまずは戻してみます。債券のパッシブ運用はかなり前から存在しており、20年や30年前にはパッシブ運用が有効であるという支援材料がありました。例えば；

- 債券の利回りは比較的高く、キャッシュを保有するよりもかなり高いリターンを得ることが出来ました。
- アクティブ運用は比較的高い報酬を取っていた一方、「コア」プロダクトを運用するアクティブ・マネジャーはベンチマークを明らかに追従しており、高い報酬を取りながらパッシブ運用と同水準の結果しかもたらしていないケースが多くありました。
- ベンチマークへの組み入れルールを利用して、格付けに対するレバレッジを最適化しようという金融アドバイザーや企業が存在する以前は、インデックスの構成は比較的安定していました。

しかし、債券市場を取り巻く環境は変化しました。利回りは過去にない低水準となっており、資産クラスの将来の期待リターンは抑制されています。借り手となる政府や企業は、債券ベンチマークの抜け道を利用して、債務管理を行っています。

そうしたことから、発行体とアクティブ運用者がベンチマークの構成ルールの硬直性を利用しようとするなかで、パッシブ運用の過去の成功と成長が、逆に転落の種を蒔くことになっていると考えています。さらに、超低利回りの中で、問題を抱えるベンチマークを追従する魅力は低下しています。

最終投資家にとってESG要素の重要性が増している中、パッシブ・アプローチは良くて後ろ向きな追従で、悪ければ発行体に利用されてしまうということもあるかもしれません。さらに、アクティブ運用とパッシブ運用の報酬差は縮まっており、超過リターンが得られない場合にはパッシブ運用よりも高い報酬を求めないケースも増えています。

債券のアクティブ運用を擁護する構造的な（長期的な）論点だけではなく、短期的な論点も存在しています。この20年間に亘って、パッシブ運用は重要な役割を果たしてきましたが、今後は状況が変わると考える理由は数多くあります。最終的には、パッシブ運用の盛り上がりによって、アクティブ運用に新たな時代がもたらされることになったのかもしれませんが。しかし今明らかなのは、ベータ・リターンのみを目的とした投資を考えた場合、一般的に考えて、資産クラスとしての債券には良い点がほとんどないであろうということです。この先はアクティブ運用が必要になると考えています。





マーク・ダウディング

パートナー、CIO、シニア・ポートフォリオ・マネジャー

25年以上に亘るマクロ債券投資の経験を持ち、2010年8月よりブルーベイにてシニア・ポートフォリオ・マネジャーを務めています。それ以前はドイチエ・アセット・マネジメントで欧州債券チームのヘッドを務めていました。ドイチエAM以前は、Invescoにて欧州債券チームのヘッドを務めました。1993年にMorgan Grenfellの債券チームのポートフォリオ・マネジャーとしてキャリアをスタートさせ、マルチ・アセット・ファンドのアセット・アロケーションにも携わりました。ブルーベイにおいてもマルチ・アセット・ディシジョン・グループにおいて重要な役割を果たしています。堅調なリターンを得るためには、独自のリサーチによって知見を得ることが重要であるとの考えのもと、政策当局や世論形成者との対話を大事にしています。ウォーリック大学経済学部卒業。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号
 一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

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、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、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、当社の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。

■手数料等
 当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。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。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	イマージング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータルリターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただき、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■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あり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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。