



BlueBay  
Asset Management

# 市場見通しと投資テーマ

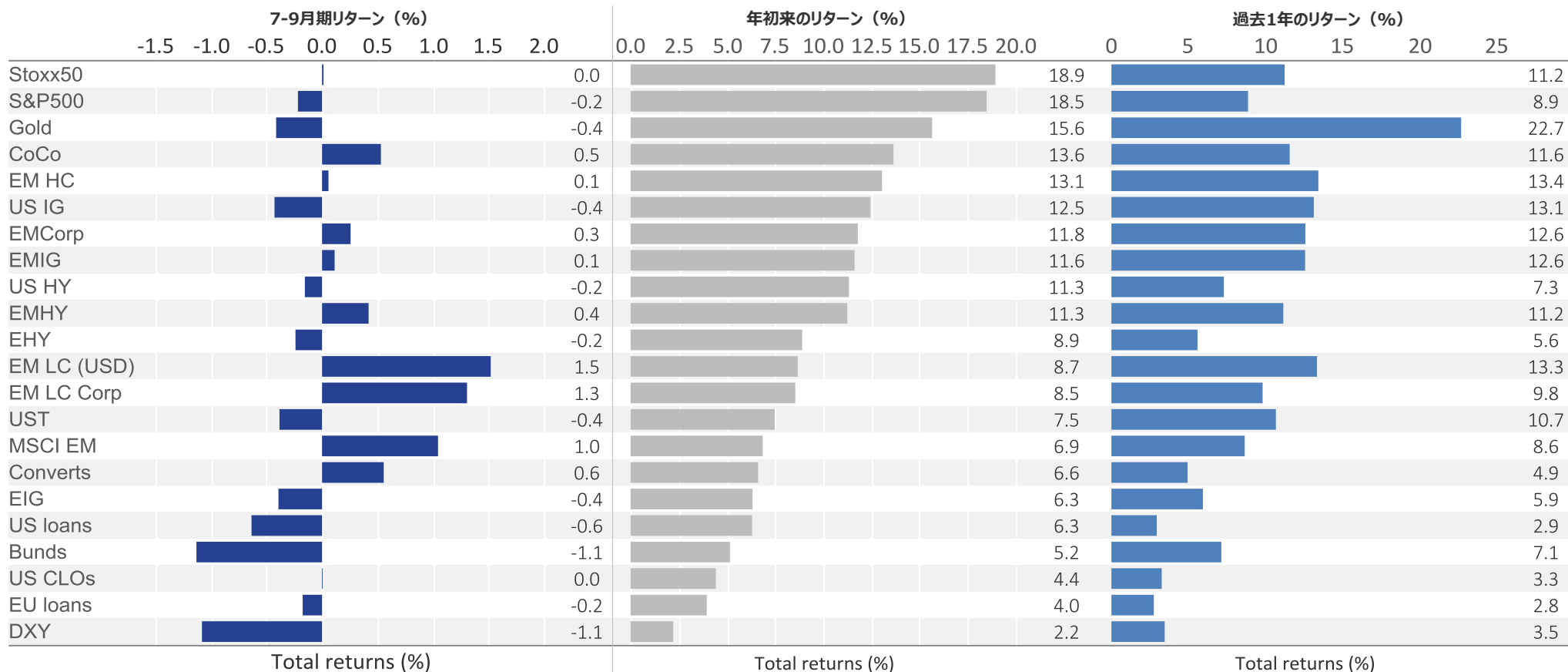
2019年10-12月期

デビッド・ライリー  
投資戦略ヘッド



Global Asset  
Management

# 各資産クラスのリターン



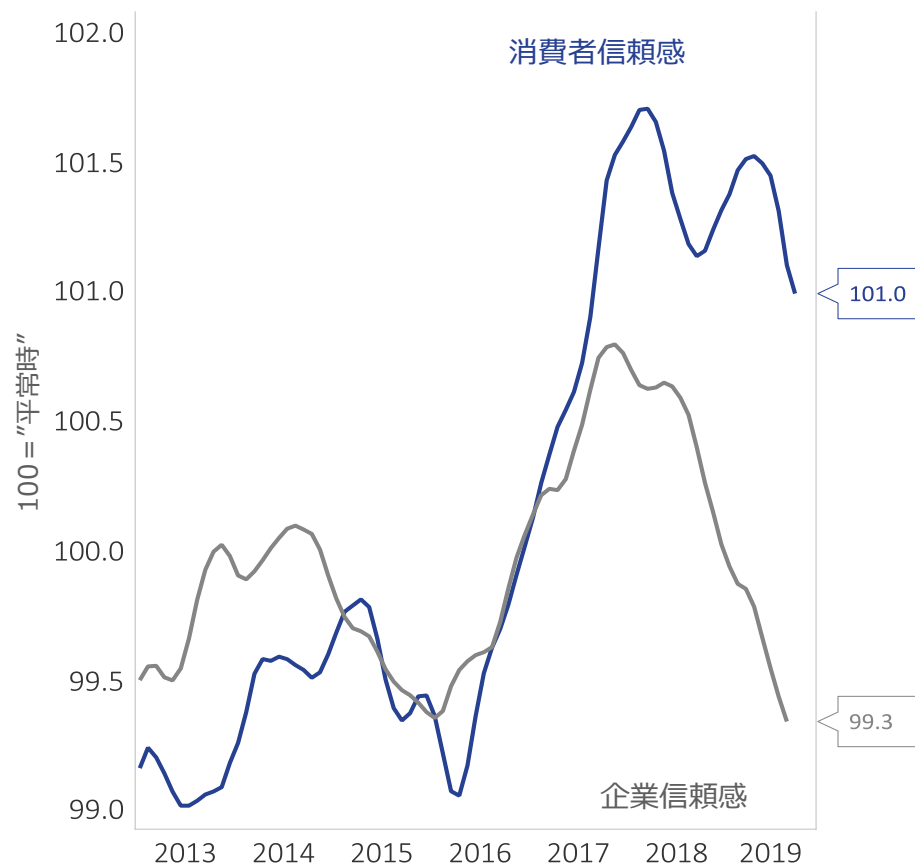
出所: Bank of America Merrill Lynch(BofAML); JP Morgan; ThomsonReuters; Macrobond; 2019年10月11日

使用した指数について: USHY (BofAML US High Yield Master II, H0A0); US IG (BofAML US Corporate Index, C0A0); UST (BofAML US Treasury & Agency index, G0A0); Bunds (BofAML German Government index, G0D0); EHY (BofAML European Currency High Yield index, HP00); EIG (BofAML Euro Corporate index, ER00); EMHY (JPM CEMBI Broad Non-investment grade index); EMIG (JPM CEMBI Broad Investment Grade index); EMHC (Emerging market sovereign hard currency, JPM EMBI Global index); EMLC (Emerging market local currency, JPM GBI-EM Diversified index, USD); EM LC Corp (BofAML Diversified Local Emerging Markets Non-sovereign index, USD returns); US Loans (JPM BB/B leveraged loan index); EU loans (JPM European Loan index); S&P500; Eurostoxx50; MSCI Emerging markets (USD); Convert (ThomsonReuters Global Focus Convertible index)

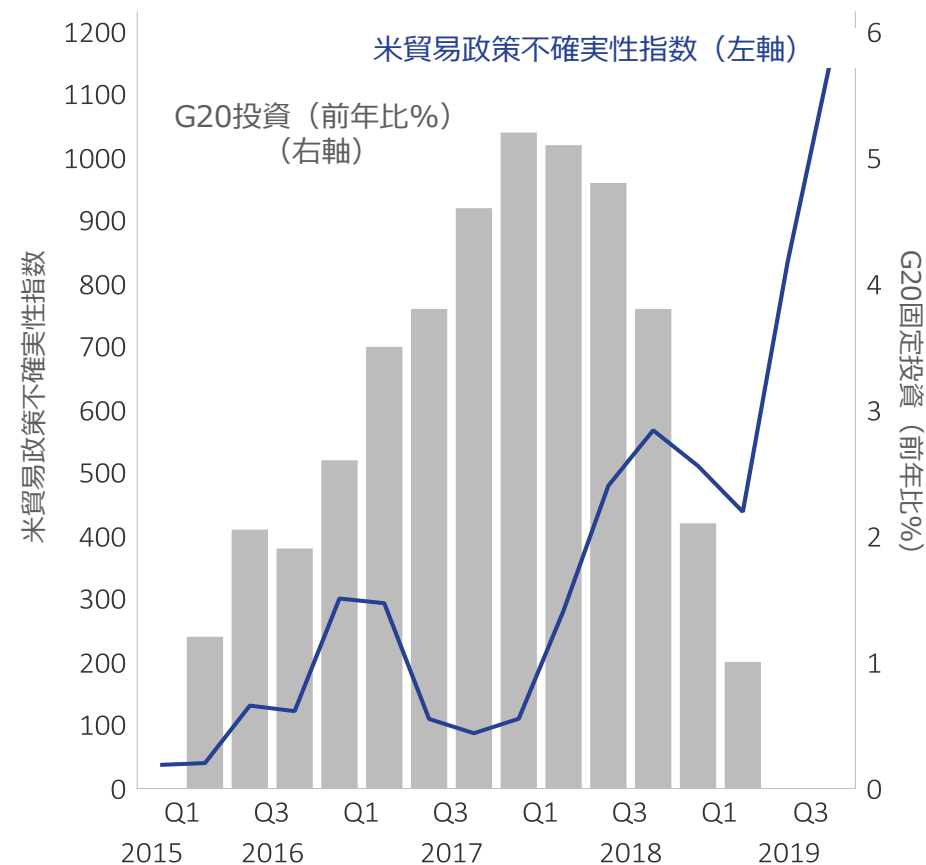
# 不確実性は高まり、投資は減少、ただし消費者信頼感は底堅い

- 貿易政策に関する不確実性が企業信頼感及び投資にダメージを与えていますが、サービス業と消費の成長は依然として堅調さを維持しています。

S&P500種構成企業の収益成長：実績 & 予想中央値<sup>1</sup>



貿易政策の不確実性及びグローバル投資の伸び<sup>2</sup>



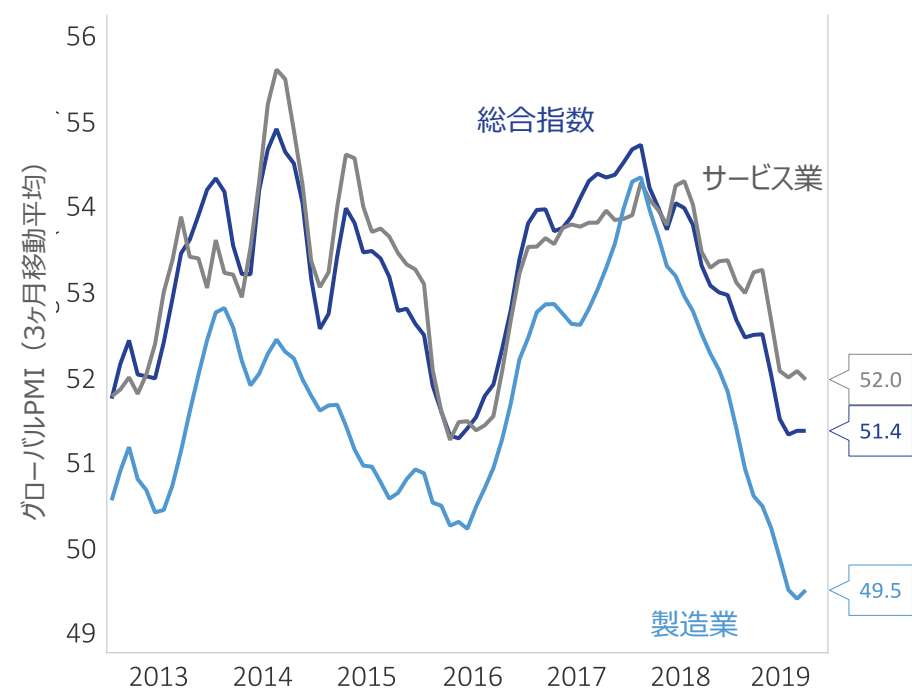
<sup>1</sup> 注記: OECD及び非加盟の主要6過酷の製造業景況指数及び消費者信頼感指数. 出所: OECD, 直近の月次データは2019年9月

<sup>2</sup> 出所: Economic Policy Uncertainty, 直近データは2019年9月. G20諸国の事業投資 (前年比%), 直近四半期は2019年1-3月期 出所: OECD中期経済見通し, 2019年9月

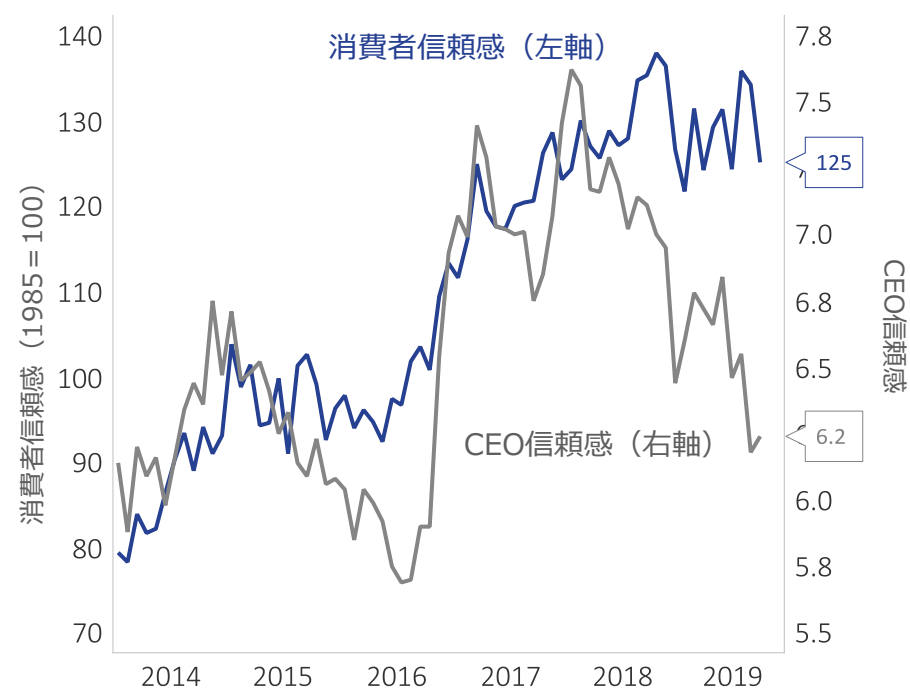
# サービス業及び消費者が支えるグローバル成長

- 貿易関税及び不確実性に伴う製造業のリセッションや中国経済の成長減速、自動車と半導体の需要減退が浮き彫りとなっています。
- ただし、家計消費やサービスセクターの伸びが、米国及びグローバル経済のリセッション入りを食い止める要因になるとみています。
- 主なダウンサイド・リスクは企業の縮小が解雇という形につながり、消費者信頼感や消費自体の妨げになることであるとみています。
- グローバル成長の安定に関する確たる証拠が確認されるまでは、成長に敏感なシクリカル資産と比較してディフェンシブな資産を選好します。

グローバル購買担当者景気指数 (PMI) <sup>1</sup>



米消費及びCEO信頼感<sup>2</sup>



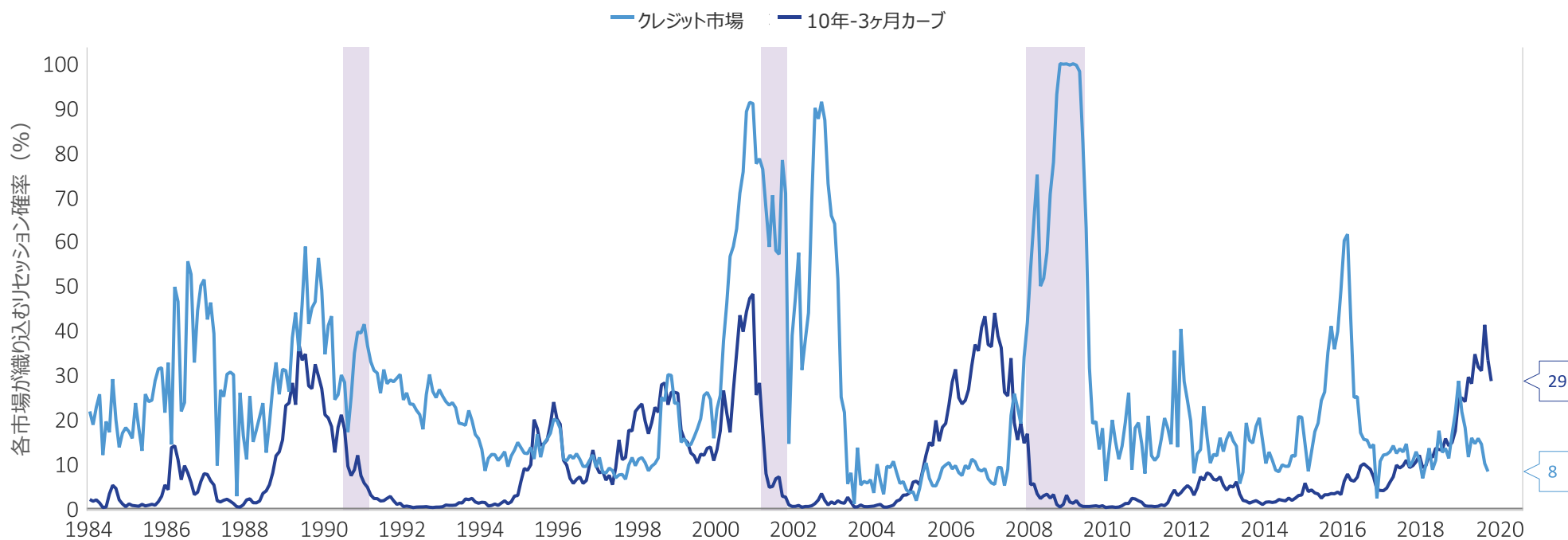
<sup>1</sup> 出所: JP Morgan Markit グローバル総合、製造業及びサービス業PMI, 3ヶ月移動平均; 直近の月次データは2019年9月

<sup>2</sup> 出所: 米コンファレンスボード、消費者信頼感指数; Chief Executive Magazineが算出した大手企業のCEOによる今後1年間の信頼感の伸び平均%; 直近のデータは2019年9月

# 長短金利は逆転も、クレジット市場は目先のリセッション・リスクを示唆せず

- 米国債市場における長短金利の逆転は、過去全ての米リセッションで前兆となってきましたが、そのタイミングについては投資家をミスリードする場合があります。
- 米10年-米3ヶ月国債の利回り逆転からリセッションまでの平均インターバルは19ヶ月ですが、その期間は30ヶ月から10ヶ月までとばらつきがあります。
- 社債スプレッド（米ハイ・イールド債のエネルギー銘柄を除く）は、リセッションの前兆とされるデフォルト率上昇をそれほど織り込んでいません。
- 米国債市場は、グローバルの成長懸念を反映しているとみています。

## 米国債の利回り曲線<sup>1</sup>及びクレジット市場<sup>2</sup>が示唆する、今後12ヶ月間の米リセッション・リスク



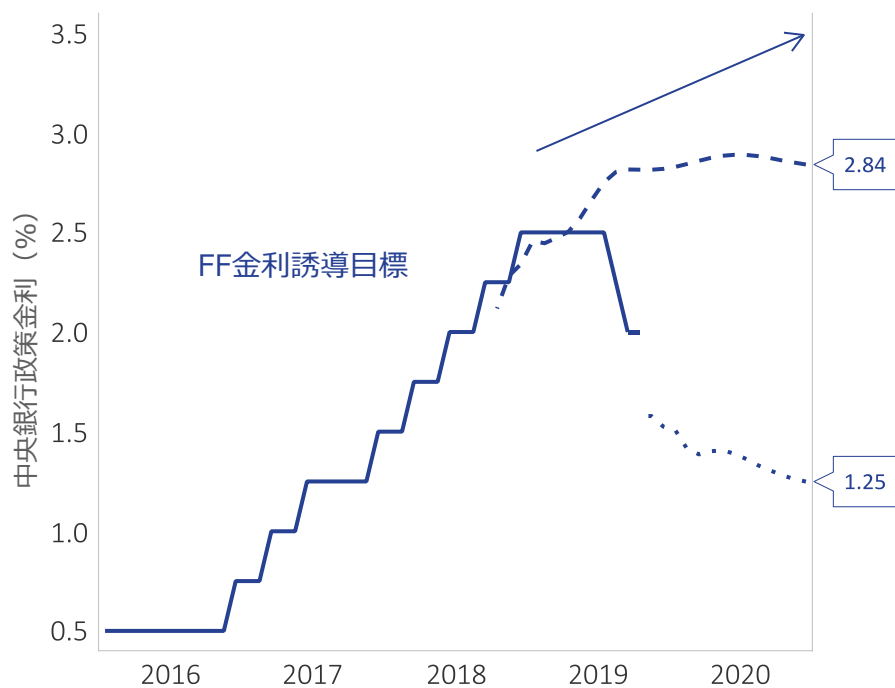
1 米10年国債と3ヶ月物T-Billの利回り格差が示唆する米リセッション入りの確率 出所: ニューヨーク連銀; ブルーベイ・アセット・マネジメント (以下ブルーベイ) の計算; 直近のデータは2019年10月8日  
 2 注記: クレジット市場が織り込む今後12ヶ月の米リセッション・リスクは、個々の企業のデフォルト・リスクを勘案したスプレッド水準に上乗せして投資家が要求するスプレッドから計算; 直近のデータは2019年9月



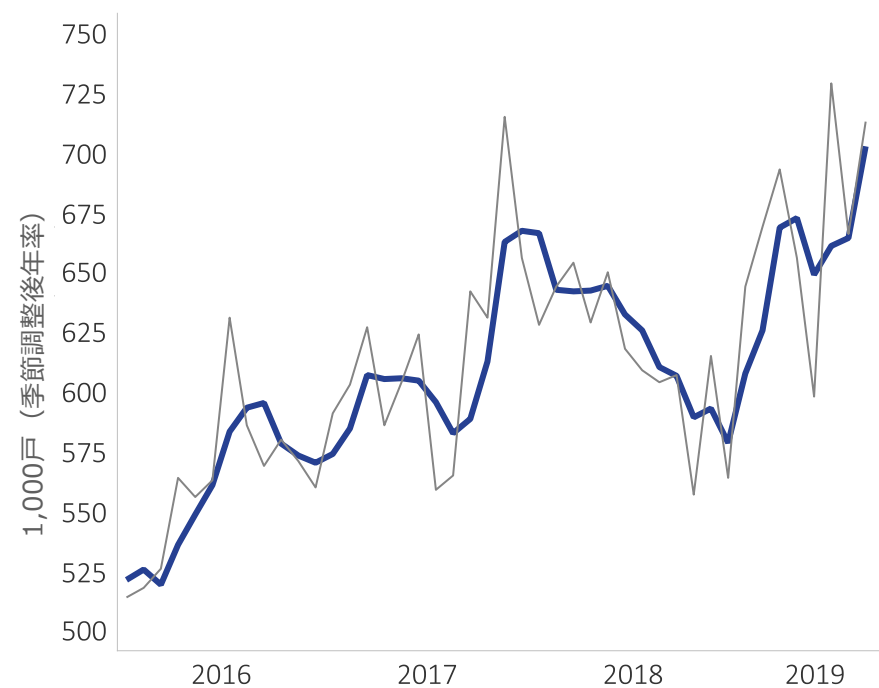
# FRBによる利下げは、グローバルな減速が米成長に及ぼす影響を和らげる

- 貿易関税や政策の不透明感、グローバル成長の鈍化が、米製造業セクター及び企業信頼感に影響を及ぼしています。
- FRBは、大幅な緩和スタンスを取ることによって、金融環境の緩和をもたらすとともに、金利に敏感な投資を促しています。
- 市場では、今後15ヶ月で更に100bpsの利下げが織り込まれています。
- 米経済は2%程度の成長ペースを維持するとみっていますが、企業による人件費削減のための解雇が増加し、消費者信頼感に波及した場合には弱含む可能性があります。

FRBの利下げ及び市場の利下げ見通し<sup>1</sup>



戸建て新築住宅売上<sup>2</sup>

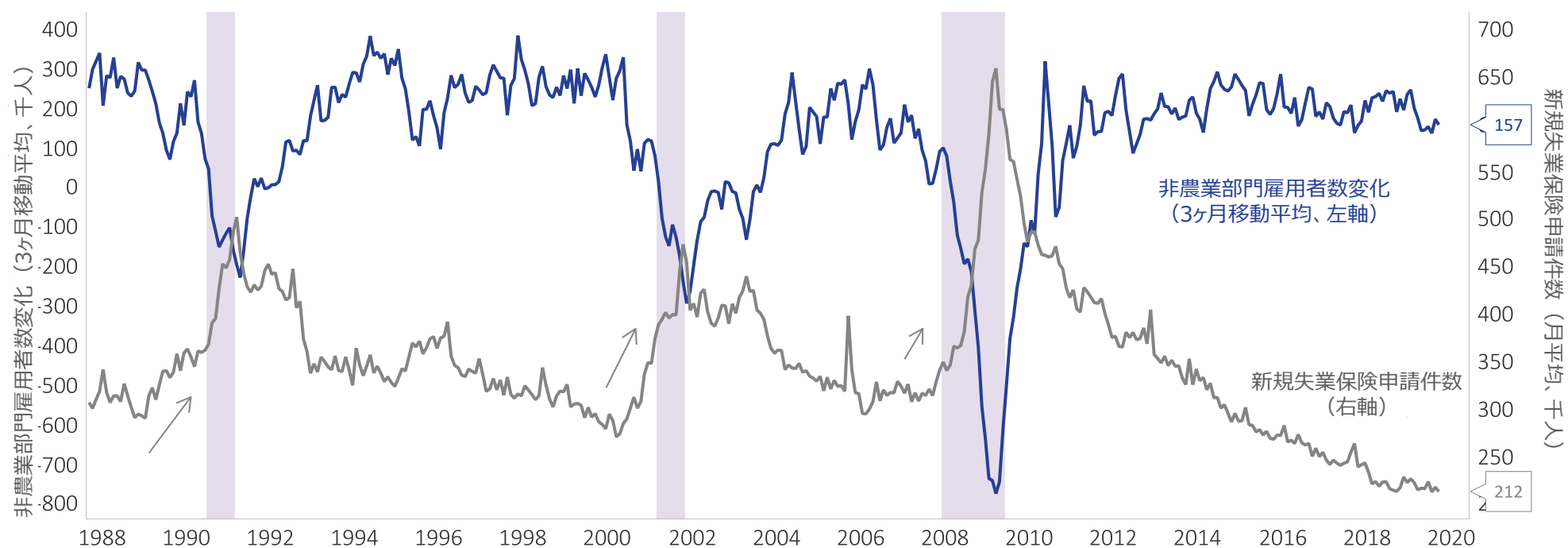


<sup>1</sup> 注記: 矢印は、2018年9月時点でのFOMC参加者によるドット・プロットの中央値（政策金利予測） その下の破線は、2018年10月時点の市場予測；さらに下の点線は、2019年9月19日時点で市場が織り込む政策金利予測  
 出所: 米連邦準備制度理事会（FRB）；Bloomberg；直近のデータは2019年10月4日  
<sup>2</sup> 出所: アメリカ合衆国国勢調査局, 直近のデータは2019年8月

# 労働市場が底堅い限り、米経済はリセッション入りを回避

- 家計消費は米国経済の約70%を占め、足下で消費は3%近辺での伸びを維持しています。
- 消費者信頼感及び消費は、雇用及び賃金増からの所得増によって下支えされています。
- (非農業部門雇用者数に見られる) 雇用の伸びは減速しているものの、10万人を安定的に上回っており、失業率も安定しています。
- 週次の新規失業保険申請件数は、変動が激しいものの、一般的にはリセッション入りの数ヶ月前に上昇する傾向があります。

米雇用の伸び及び新規失業保険申請件数<sup>1</sup>

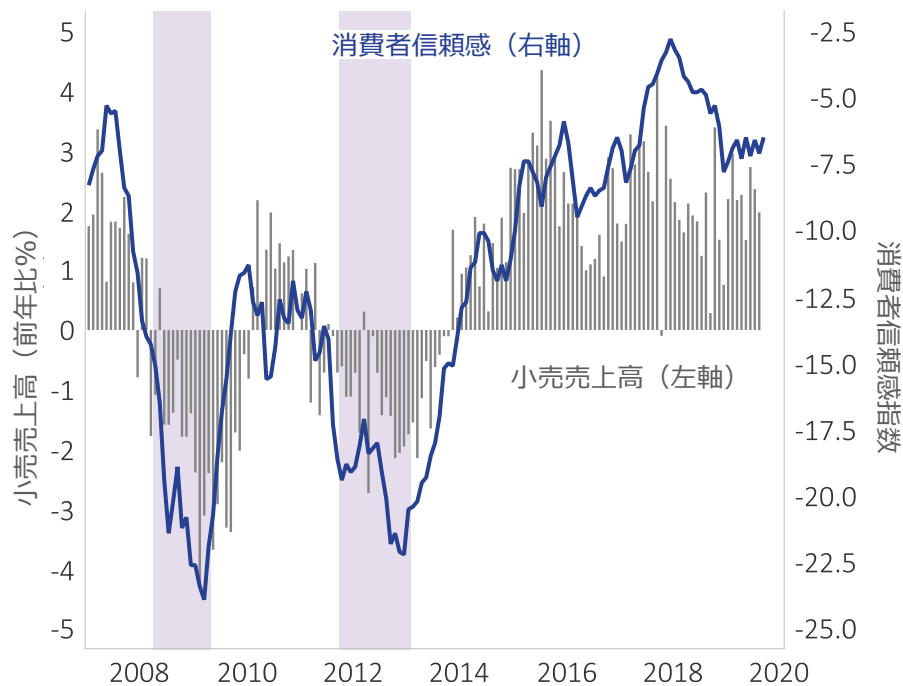


<sup>1</sup> 出所: アメリカ合衆国労働省労働統計局, 直近のデータは2019年9月

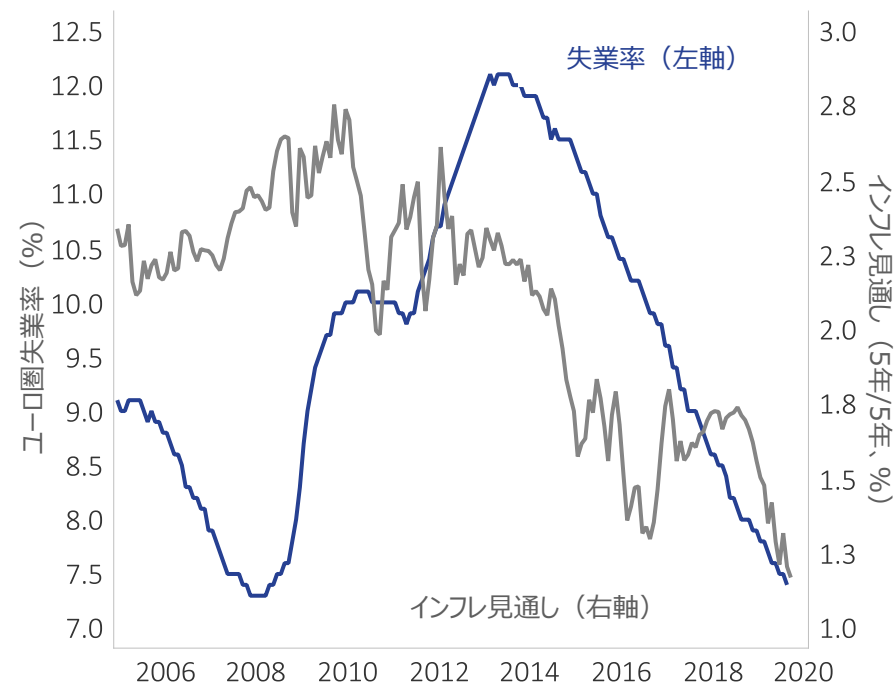
# 内需がユーロ圏経済の成長を支えるものの、ショックには脆弱

- ユーロ圏では内需が底堅さを維持しており、景気減速は主に純輸出の減少によるものと考えられます。
- ECBの政策パッケージは金融及び信用環境の緩和につながっており、通貨ユーロの上値を抑える要因となっています。
- インフレ率が、ECBがターゲットとする「2%を下回るものの、2%に近い水準」に近づく兆候は依然として見られず、市場のインフレ見通しは低下基調にあります。
- さらにユーロ圏は、米自動車関税や中国及びグローバル製造業の更なる減速、ブレグジットというリスク要因に晒されています。

消費者信頼感及び小売売上高<sup>1</sup>



失業率及びインフレ見通しの低下<sup>2</sup>



<sup>1</sup> 出所: ユーロスタット及び欧州委員会; 直近の月次データは2019年9月

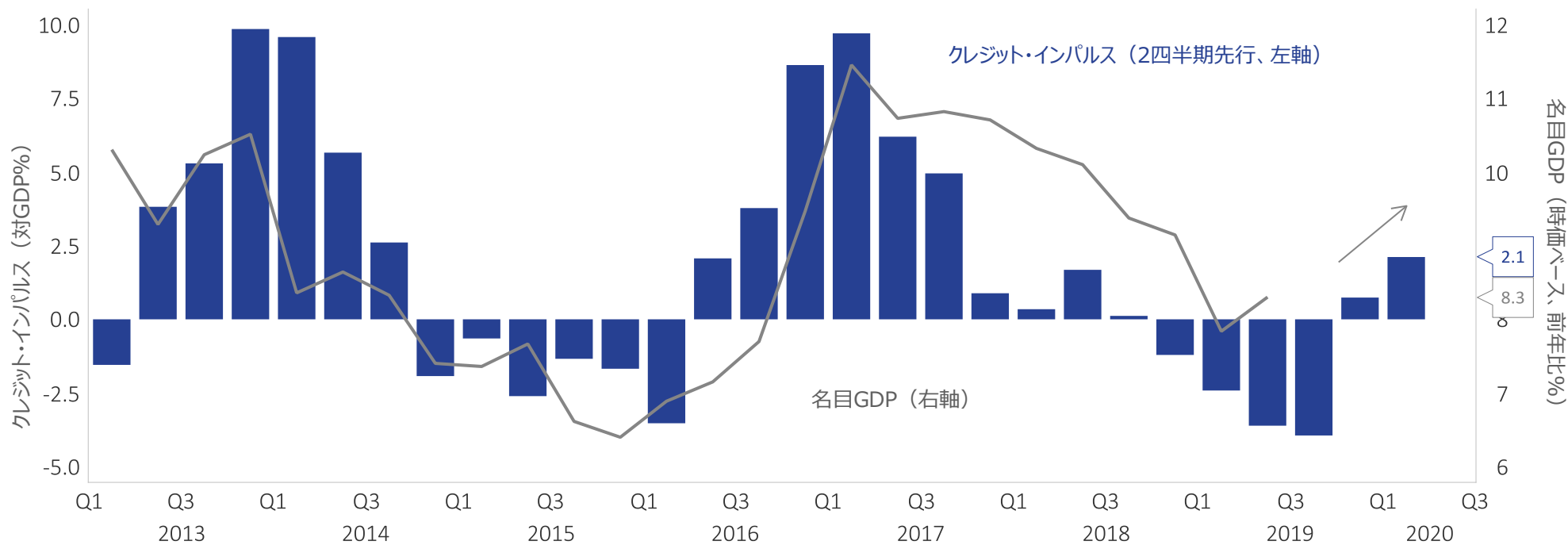
<sup>2</sup> 注記: 5年/5年のEURインフレスワップ金利から算出した、市場が織り込むインフレ見通し 出所: Bloomberg; 直近のデータは2019年10月11日  
ユーロスタットによる失業率; 直近の月次データは2019年8月



# 中国の成長減速は年末までには安定か

- 新規与信の純フロー（クレジット・インパルス）は足下でプラスに転じており、これは通常、2四半期ほどGDPに先行します。
- 与信の緩和は、依然としてレバレッジ解消及び金融安定を重視する中国政府によって抑制されています。
- バランスシート上の財政支援や公的資金で賄われたインフラ投資に加え、緩やかな金融緩和も見られています。
- 中国は、もはやグローバル事業の最初の買い手ではなくなっており、急速な中国の経済成長に過度に投資をしていた企業や国は、調整が必要となるでしょう。

クレジット・インパルス及び名目GDP成長率<sup>1</sup>

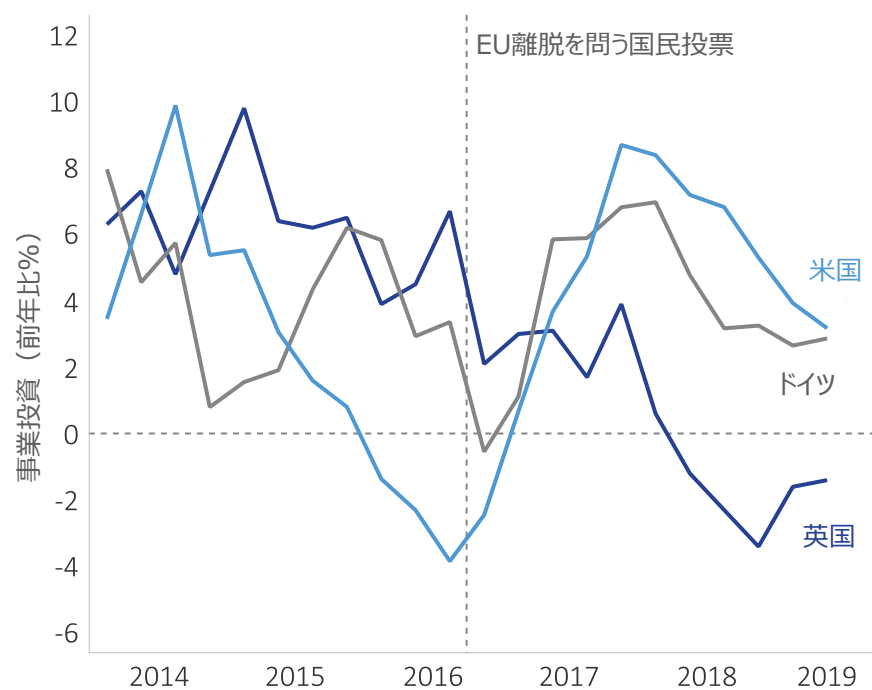


<sup>1</sup> 出所: ブルーベイによる推定のクレジット・インパルス (総与信残高の変化がGDPに占める割合) ; 直近の四半期データは2019年4-6月期 出所: 名目GDP, China National Bureau of Statistics;直近の四半期データは2019年4-6月期

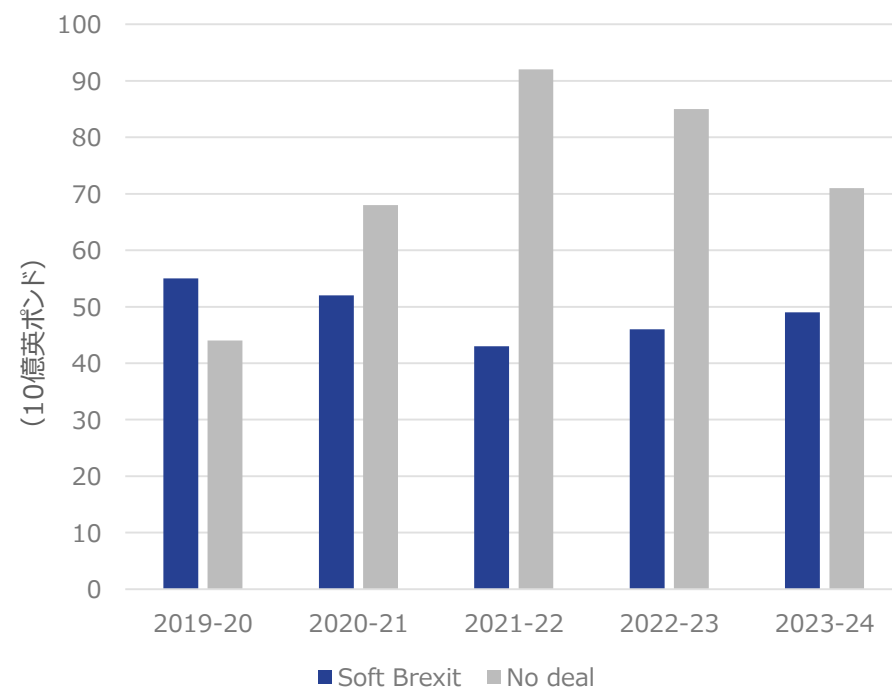
# ブレグジットの不透明感

- 英議会は、（ジョンソン首相が10月19日までに離脱案の議会承認を得るか、合意なし離脱の承認を得られなかった場合）2020年1月31日まで第50条を延長することを首相がEUに要請しなければならない法律を成立させています。
- EUと英国の交渉は事実上、可能な譲歩として北アイルランドのみの「バックストップ」で英国がEUの単一市場と関税同盟を離脱するかどうかということです。
- 合意が成立するか、しないか：英国資産の見通しは長引く経済と政治の不透明感によって暗雲が立ち込めています。
- 事業投資の落ち込みは将来の成長にとって悪い兆しで、いずれのシナリオにおいても財政は拡張するとみられます。

英国とドイツ及び米国における事業投資の推移<sup>1</sup>



異なるブレグジットのシナリオ下における政府借入金<sup>2</sup>



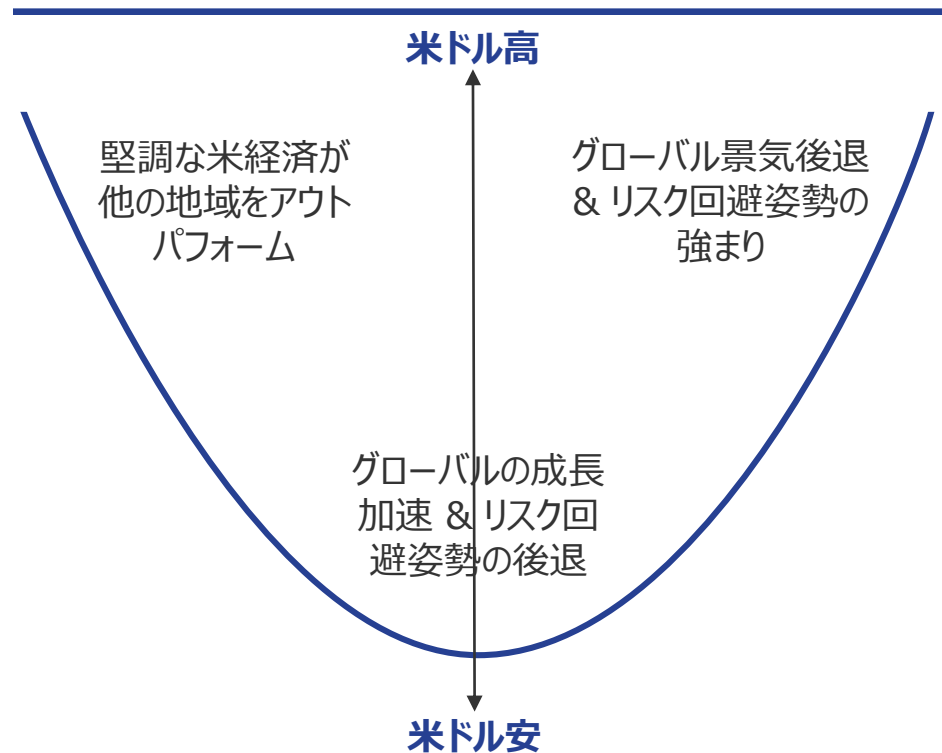
1 出所: Macrobond; 直近の四半期データは2019年4-6月期

2 出所: Institute for Fiscal Studies, 2019年10月; 青線は、現状の財政政策に基づくOBR (英予算責任局) 予測値。ソフト・ブレグジット及び合意なき離脱のシナリオは、IMF及びOBRの予想に基づく。

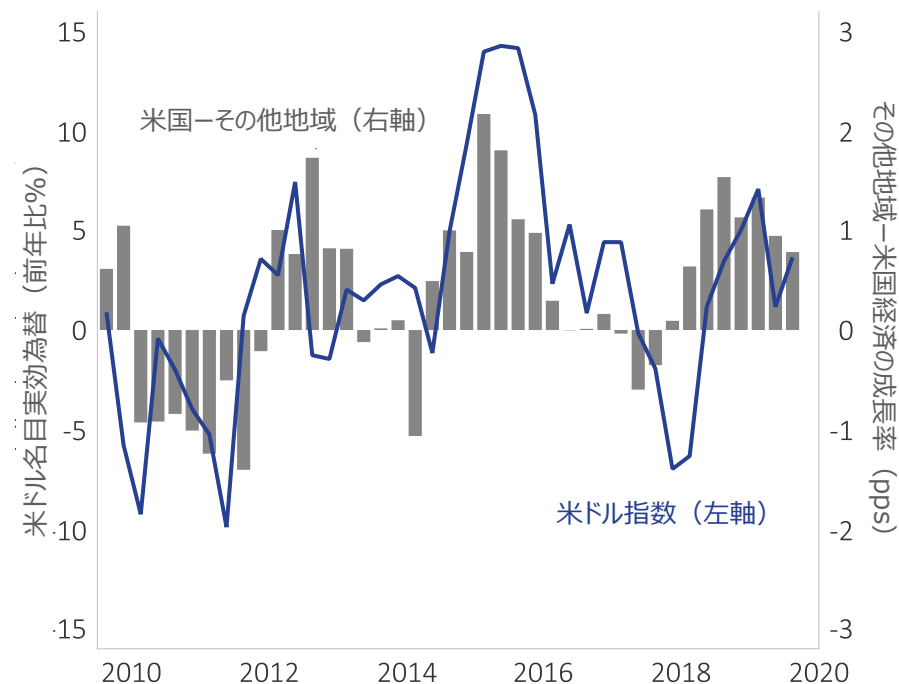
# グローバルのリセッション懸念ー米経済のアウトパフォームが米ドルを下支え

- 米経済が堅調な成長を続け、他の地域をアウトパフォームしている状況で、FRBが利上げを行っている場合、米ドル高につながります (例. 2018年)。
- グローバル経済が足並みを揃え、成長を加速させ (米国に近づいている) 場合、米ドル安につながりやすいと言えます (例. 2016年から17年)。
- グローバル経済がリセッション入りし、投資家のリスク回避姿勢が強まった場合、米国資産及び米ドルの安全プレミアムによって、米ドル高になりやすいと言えます。
- 現状、米経済のアウトパフォーマンス及びグローバル経済のリセッション懸念は、米ドル高へと導いているようです。

米ドルスマイル<sup>1</sup>



米国対他地域の成長及び米ドルの推移<sup>2</sup>

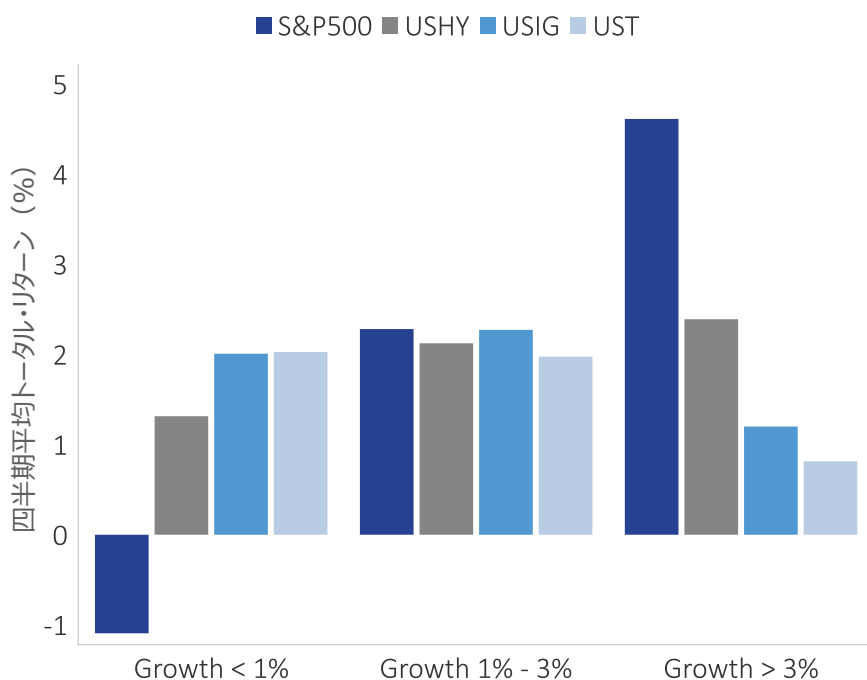


<sup>1</sup> 「米ドルスマイル理論」は、モルガン・スタンレーで為替ストラテジスト及びエコノミストを務めていたStephen Jen氏に帰属。<sup>2</sup> 注記: 米ドルの名目実効為替(出所: FRB); ここで言う「その他地域」は米国を除く先進国経済を指す (出所: 11 : ダラス連邦準備銀行); 直近の四半期データは2019年7-9月期

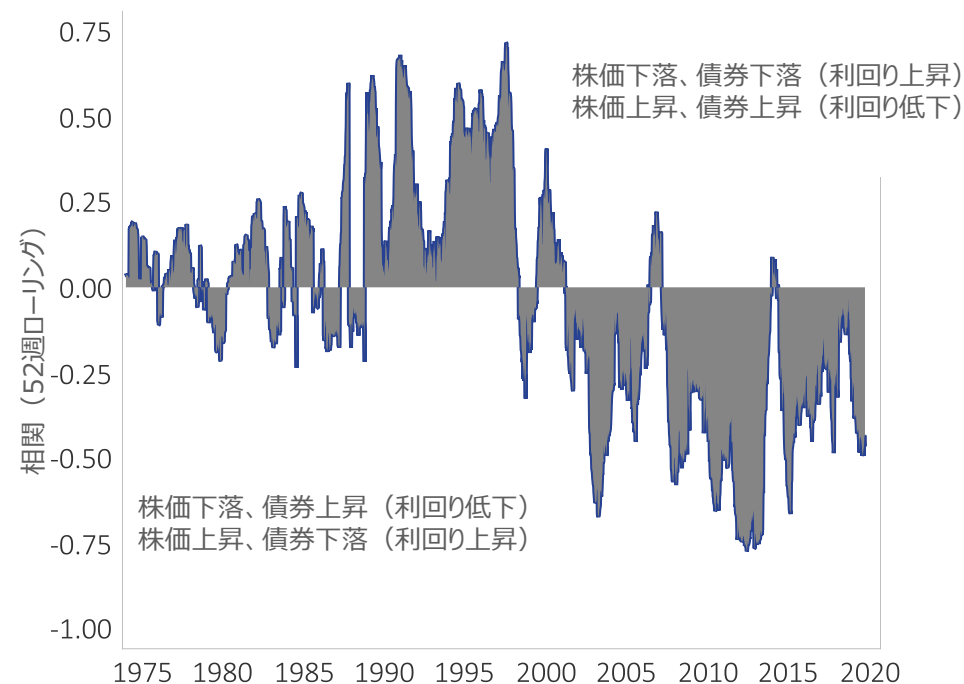
# インカムのためのクレジット債、分散のためのコア債券

- 利回りが非常に低いなかでも、コア債券及び高格付け債券によって、投資家はポートフォリオの株式リスクを分散させています。
- コア債券のアクティブ運用における投資機会は、期間プレミアムや相対価値、さらにグローバル市場に目を向けることによって見出すことができます。
- 海外からの債券投資におけるリターンは、為替ヘッジによっても高めることが出来る場合があります。
- クレジット債は通常、デフォルト率及び金利が低位に安定した、可もなく不可もない成長が見られる環境において、良好なパフォーマンスを発揮します。

異なる成長期における米国資産のリターン<sup>1</sup>



株式と債券のリターンの相関<sup>2</sup>



<sup>1</sup> 注記: 平均四半期トータル・リターンに使用した指数; USHY (BofAML US High Yield Master II, H0A0); US IG (BofAML US Corporate Index, C0A0); S&P500価格指数

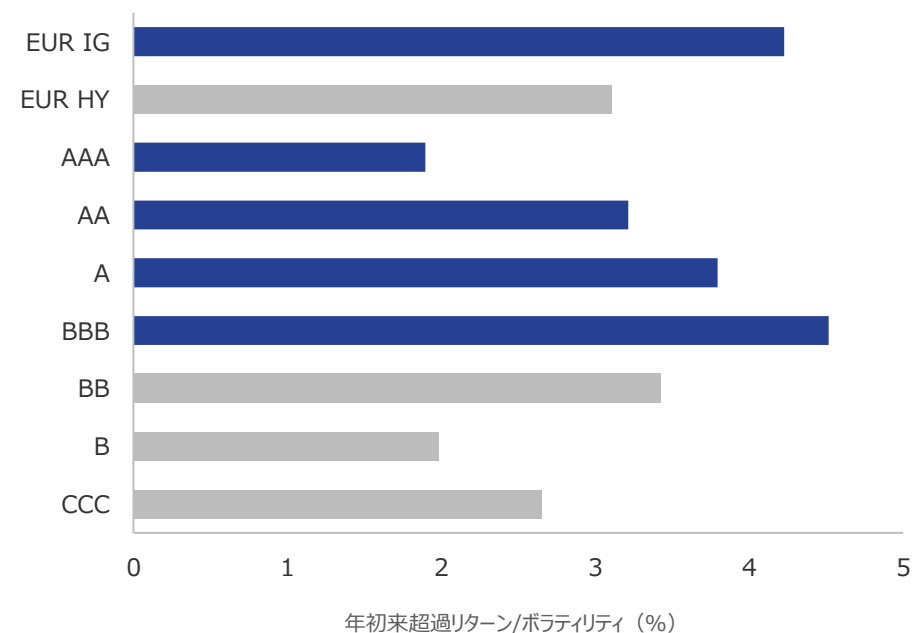
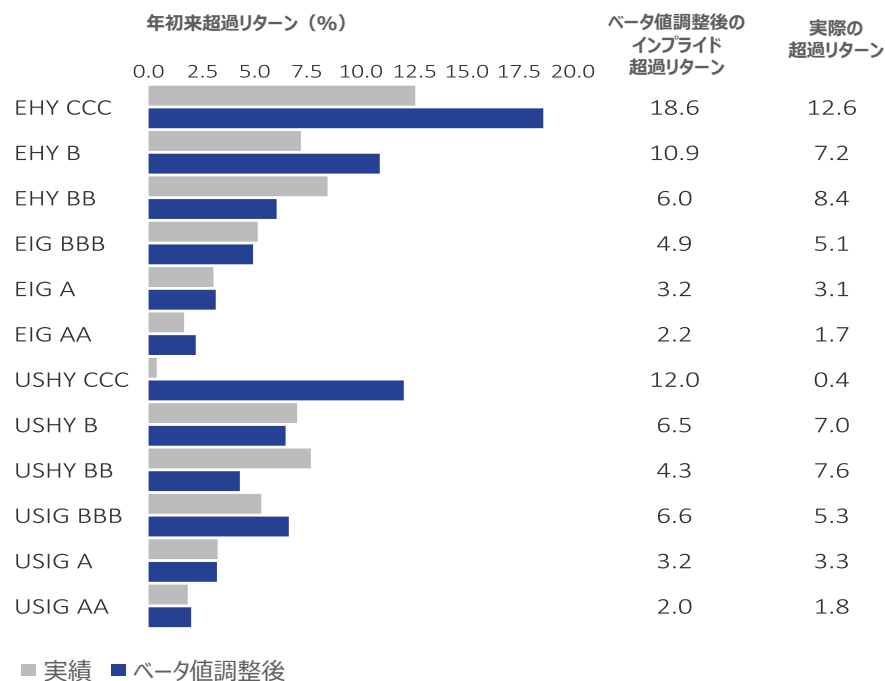
<sup>2</sup> 注記: 52週ローリングベースのS&P500種価格指数及び米10年国債先物の相関; 直近のデータは2019年10月11日

# 高格付け & ディフェンシブな銘柄を選好

- ・ グローバルな成長懸念や政治的不確実性に象徴される投資環境下においては、高格付けクレジット債がアウトパフォームする傾向が見られます。
- ・ 欧州IGは、主要国債及び株式からの投資資金のローテーションや、ECBによる買入期待による恩恵を受けるとみています。
- ・ 資本構造の下部に位置する銘柄にも投資妙味があるとみており、中でも投資適格の企業及び銀行が発行するハイブリッド債や劣後債を選好しています。
- ・ **仮に**、グローバル及び欧州の成長懸念が後退すれば、低格付け及びシクリカル銘柄がアウトパフォームする余地が生まれるとみています。

年初来のベータ調整後リターン（実績及び予想値）<sup>1</sup>

年初来のボラティリティ調整後超過リターン (%)<sup>2</sup>



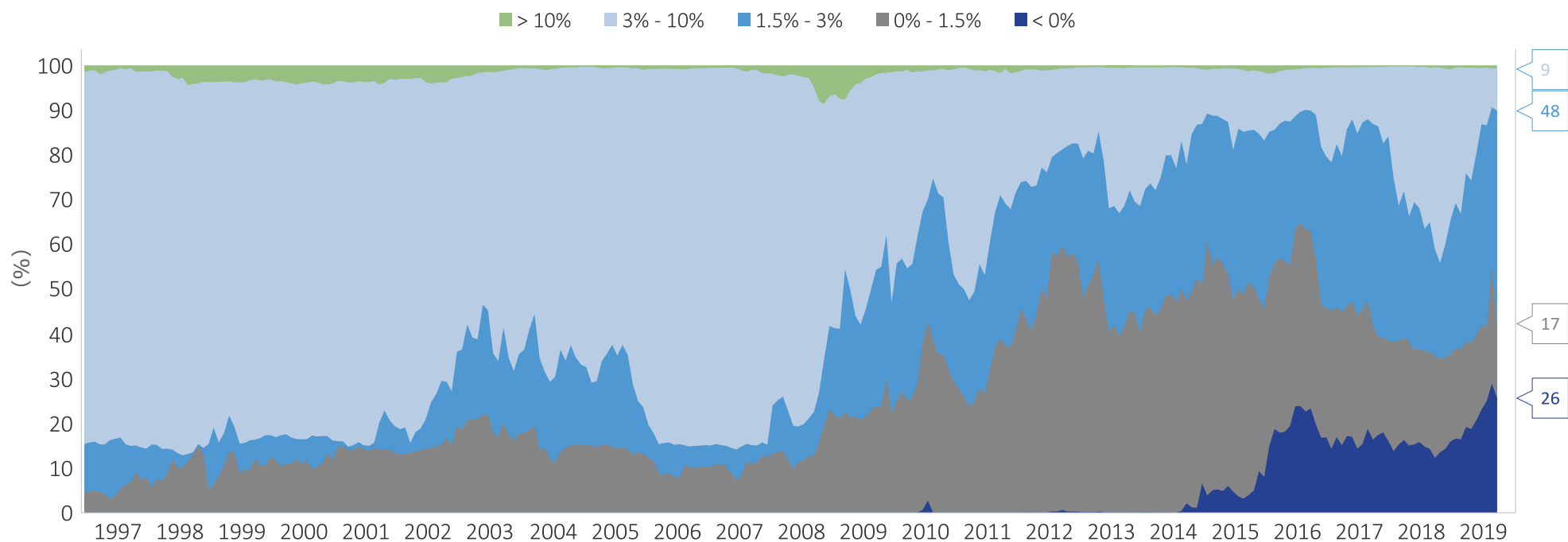
<sup>1</sup> 注記: 各指数の格付け別のベータ値調整後超過リターンは、指数全体のスプレッドに対する各格付けカテゴリーのスプレッドに、指数のリターンを掛けたもの 直近のデータは2019年10月11日

<sup>2</sup> 注記: 年初来 (YTD)超過リターンを、BofAMLの欧州投資適格及びハイ・イールド指数の格付け別の年率ボラティリティで除したもの 直近のデータは2019年10月11日

# 利回りの枯渇

- 足下では、約15兆米ドルの債券利回りがマイナスとなっており（うち1兆米ドル近くが社債）、欧州国債市場では70%近くの債券利回りがマイナスです。
- グローバル債券市場において、3%以上の利回りを提供している債券はわずか10%程度で、そのほとんどが米投資適格債やグローバルハイ・イールド債、エマージング債です。
- ブルーベイでは、資本構造のより下部に位置する、投資適格の企業及び銀行のハイブリッド債や劣後債に着目しています。
- また一部の厳選したエマージング外貨建て債も、ポートフォリオにインカム及び分散（個別リスク）を提供するツールであると考えます。

利回り水準で分類したグローバル債券市場<sup>1</sup>



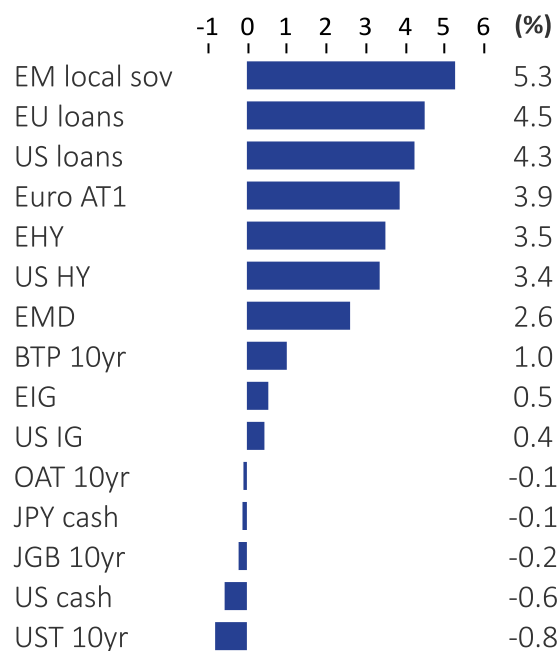
<sup>1</sup> 注記: 額面総額50.2兆米ドルのICE BofAML Global Fixed Income Markets Index (GFIM)に基づく; 直近の月次データは2019年9月



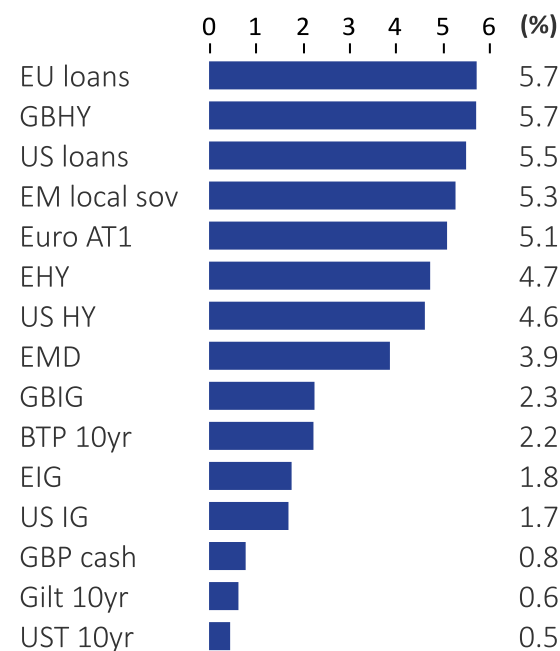
# 為替ヘッジ後の利回り比較

- ハイ・イールド債やエマージング債（為替ヘッジなしの現地通貨建て債含む）、CoCo債（偶発転換社債）は、依然として魅力的な利回りを提供していると考えています。

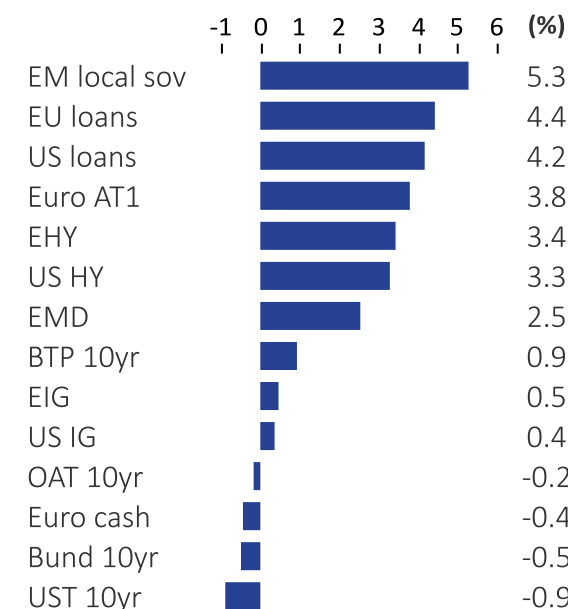
## 円ヘッジ後利回り



## 英ポンドヘッジ後利回り

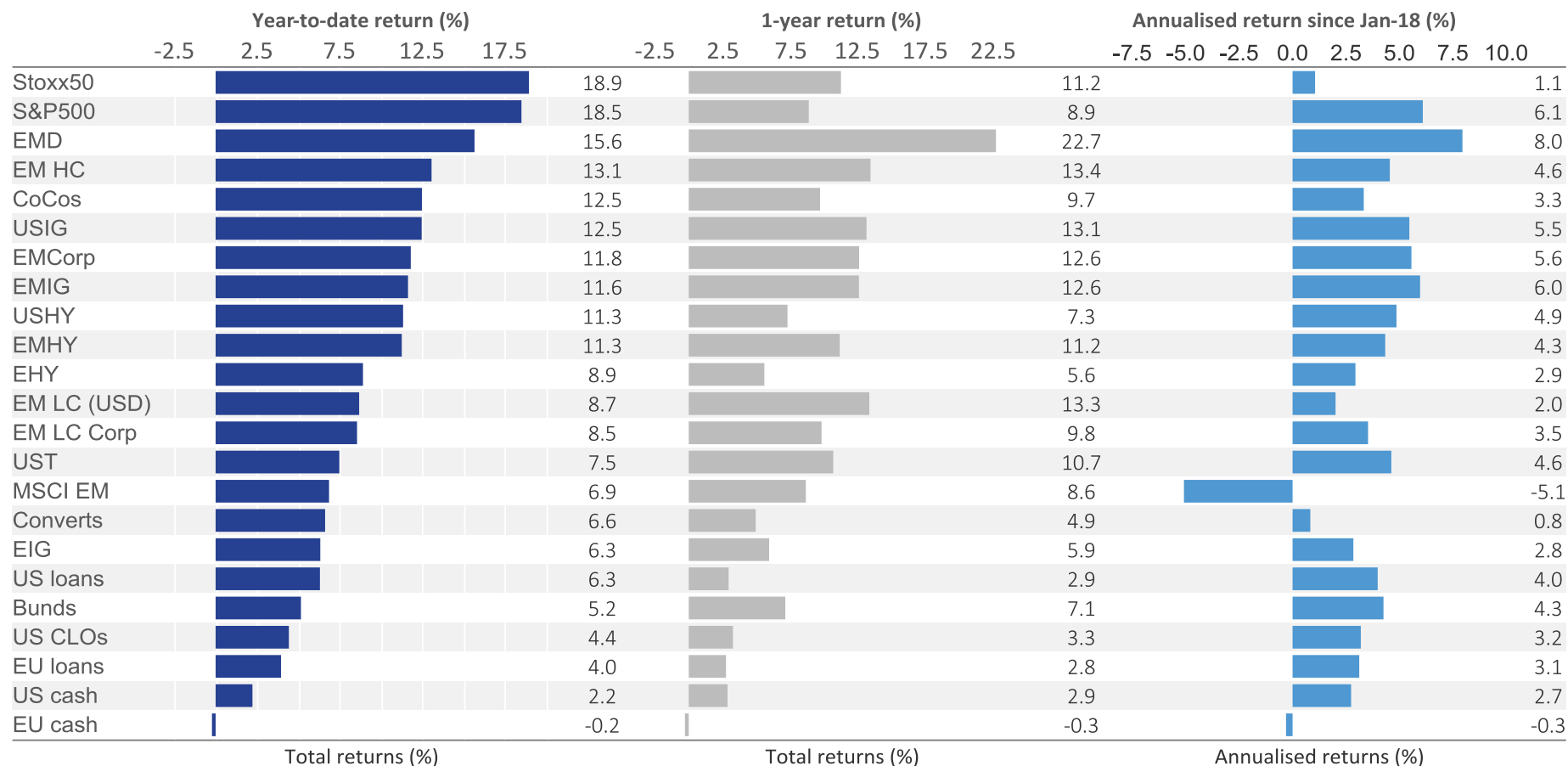


## ユーロヘッジ後利回り



# トータル・リターン

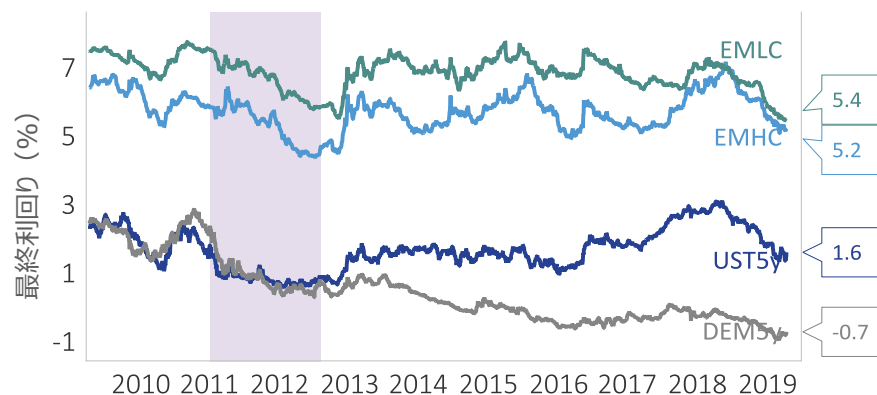
一部資産クラスのリターン: 年初来、1年、2018年以降の年率トータル・リターン



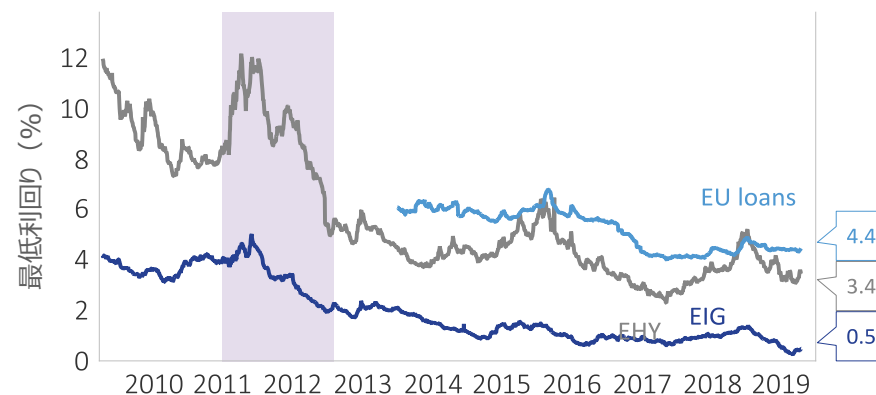
注記: 使用した指数について CoCo (BofAML Contingent Capital Index); USHY (BofAML US High Yield Master II, H0A0); US IG (BofAML US Corporate Index, C0A0); UST (BofAML US Treasury & Agency index, G0A0); Bunds (BofAML German Government index, G0D0); EHY (BofAML European Currency High Yield index, HP00); EIG (BofAML Euro Corporate index, ER00); EMHY (JPM CEMBI Broad Non-investment grade index); EMIG (JPM CEMBI Broad Investment Grade index); EMD (Emerging market sovereign hard currency, JPM EMBI Global index); EMLC (Emerging market local currency, JPM GBI-EM Diversified index, USD); EM LC Corp (BofAML Diversified Local Emerging Markets Non-sovereign index, USD returns); US Loans (JPM BB/B Leveraged loan index); EU loans (JPM European Loan index); S&P500; Eurostoxx50; MSCI Emerging markets (USD); Convert (ThomsonReuters Global Focus Convertible index). 直近のデータは2019年10月11日

# 市場サマリー：主要債券指数で見た債券利回り

## 国債, 最終利回り (%)



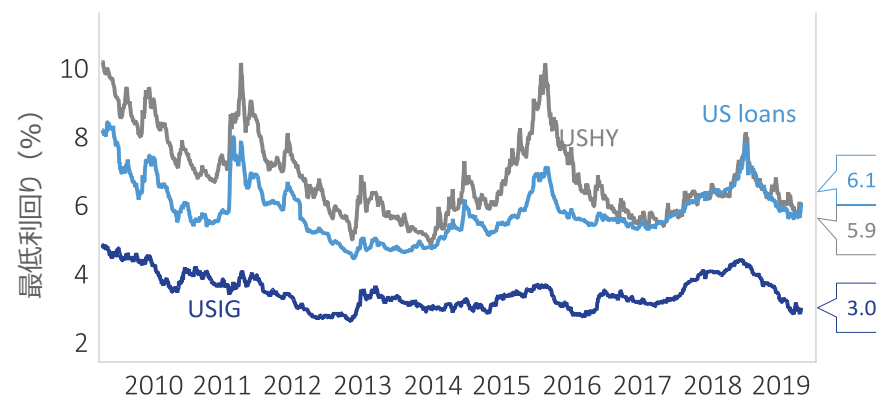
## 欧州社債, 最低利回り (%)



## エマージング社債, 最低利回り (%)



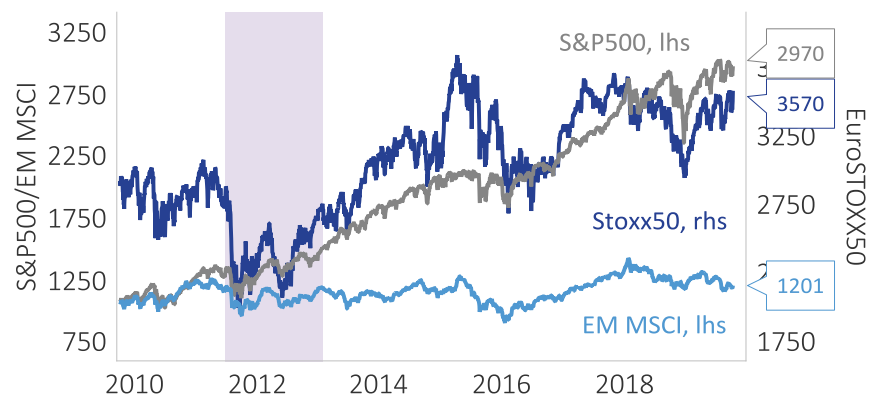
## 米国社債, 最低利回り (%)



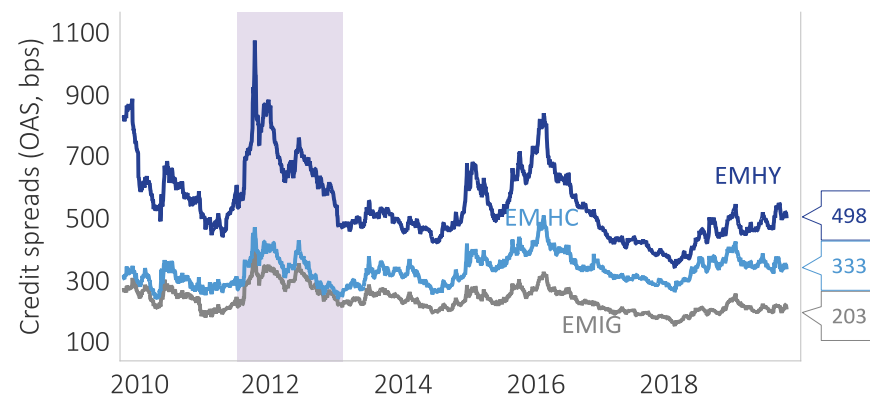
注記: 使用した指数について USHY (BofAML US High Yield Master II, H0A0); US IG (BofAML US Corporate Index, C0A0); UST (BofAML US Treasury & Agency index, G0A0); EHY (BofAML European Currency High Yield index, HP00); EIG (BofAML Euro Corporate index, ER00); EMHY (JPM CEMBI Broad Non-investment grade index); EMIG (JPM CEMBI Broad Investment Grade index); DEM5yr (German government 5-year bond yield); UST5yr (US Treasury 5-year bond yield); EMHC (Emerging market sovereign hard currency, JPM EMBI Global index); EMLC (Emerging market local currency, JPM GBI-EM Diversified index); US Loans (JPM BB/B leveraged loan index, yield to 3yr); EU loans (JPM European Loan index, yield to 3yr). 色で網掛けされた期間は、米国及びユーロ圏の景気後退期を示す 出所: BofAML; JP Morgan; Macrobond; 直近のデータは2019年10月11日

# 市場サマリー：主要債券指数で見た株価及び債券スプレッド

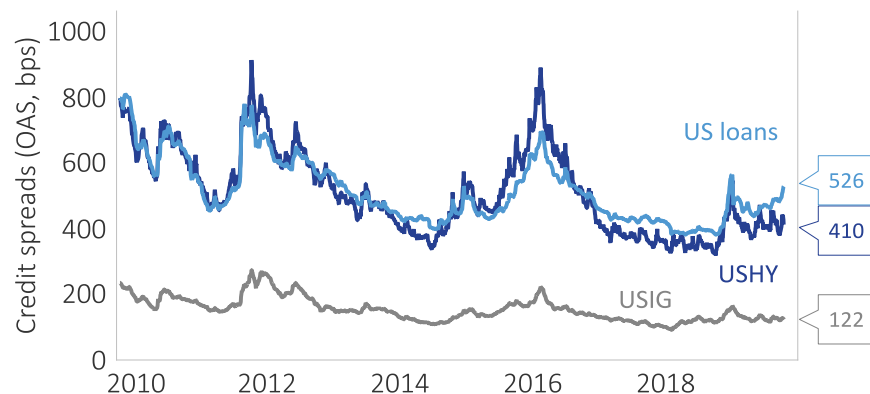
## 主な株式指数



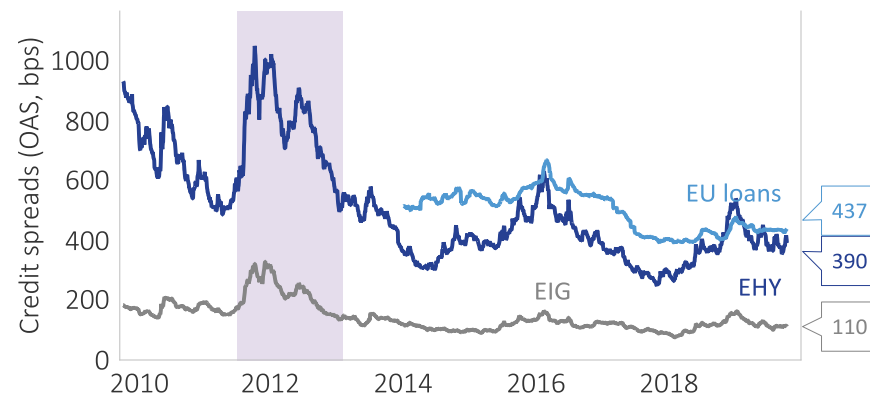
## エマージング社債, スプレッド (bps)



## 米国社債, スプレッド (bps)



## 欧州社債, スプレッド (bps)



注記: 使用した指数について USHY (BofAML US High Yield Master II, H0A0); US IG (BofAML US Corporate Index, C0A0); UST (BofAML US Treasury & Agency index, G0A0); EHY (BofAML European Currency High Yield index, HP00); EIG (BofAML Euro Corporate index, ER00); EMHY (JPM CEMBI Broad Non-investment grade index); EMIG (JPM CEMBI Broad Investment Grade index); EMHC (Emerging market sovereign hard currency, JPM EMBI Global index); EMLC (Emerging market local currency, JPM GBI-EM Diversified index); US Loans (JPM BB/B leveraged loan index, spread to 3yr); EU loans (JPM European Loan index, spread to 3yr); S&P500 price index; Eurostoxx50 price index; MSCI Emerging markets (local currency) price index. 色で網掛けされた期間は、米国及びユーロ圏の景気後退期を示す 出所: BofAML; JP Morgan; Macrobond; 直近のデータは2019年10月11日



BlueBay  
Asset Management

# 投資テーマ



Global Asset  
Management



# 投資テーマ： 枠組みの変化

- **ベータよりもアルファ:** ポピュリズムや地政学、政治的不確実性の高まり、さらに先端技術による歪みは、資産価格のパフォーマンスのボラティリティ上昇やばらつき拡大につながっており、パッシブと比較してアクティブな投資戦略の魅力を高めています。グローバリゼーションは、米国や中国、欧州におけるナショナリズムや保護主義によって苦境に立たされています。経済政策策定を担う主たる機関としての中央銀行の時代は終焉を迎えようとしているかもしれません。「従来型の」量的緩和（すなわち大規模な資産買入）は、銀行や資産価格に恩恵を与えていると見られています。成長を持続させ、政府を支援するよう、中央銀行に対する政治的圧力は高まっています。過去数年間に亘る低成長・低インフレ環境ののち、最近では現代貨幣理論（MMT）や、ヘリコプター・マネーのような（実質的に中央銀行が政府に財政的な援助をするという）非従来型の政策提案が人気を集め始めています。このような政治及び政策的体制の変化は、アルファの投資機会を拡大させています。
- **割安なエマージング市場:** エマージング資産は、2018年に大幅な調整に見舞われました。米ドル高によって、対外的な脆弱性が懸念されるトルコやアルゼンチンといった国が大きく売られ、それがその他のエマージング市場にも波及しました。この下落は、リスク要因及びボラティリティ、リターンを熟知していないエマージングの専門家でない投資家（クロスオーバーやリテール）のポジションによって助長されました。エマージング外貨建て債ソブリン債及び社債はFRBのハト派への転換と、同格付けの先進国の債券と比較して魅力的な価格水準によって恩恵を受けています。投資家は、2018年にEM資産を特徴付けた資産価格の変動やドロウダウンに照らして、慎重な姿勢を維持しています。しかしながらFRBは利下げモードにあるとみられ、米ドルもレンジ内の動きとなっているなか、投資家のポジションは以前と比較して混み合いません。相対価値はより魅力的で、ファンダメンタルズも改善傾向にあります（企業のデフォルト率の低下、対外収支の改善など）。EM資産にアクセスし、国ごとの個別要因に基づく投資機会を捉えるとともに、ダウンサイド・リスクを抑えるために、ブルーベイではベンチマークにとらわれない、絶対リターン的なアプローチが最も効率的であると考えています。
- **欧州銀行システムの回復:** 欧州銀行セクターのレバレッジ解消及び回復は、複数年に亘る構造的な投資機会であり、ダイレクト・レンディングやディストレスト債、銀行資本債などを通じてアクセスすることが可能であると考えています。銀行からの融資供給は、とりわけ中小事業からの与信需要の伸びに追いついておらず、代替的な貸し手にとっての機会が拡大しています。欧州の銀行は、非コア及び不良債権資産の削減を続けており、ディストレスト戦略による投資機会の増大につながっています。また、監督当局による取り締まりの強化や流動性バッファーの拡大は、銀行の信用ファンダメンタルズ改善を促しており、絶え間なく進化する規制上の枠組みや投資家層は、とりわけ欧州銀行資本債のアクティブ運用者にとっての超過収益の獲得機会を創出しています。
- **クレジット・サイクルの長期化:** ブルーベイでは、米国のビジネス及びクレジット・サイクルが中後期にあるとみており、少なくとも今後数年は続くと考えています。今サイクル下においては、スプレッドが最もタイトな水準が既に過ぎ去った可能性もありますが、無リスク金利が低水準にあることを踏まえれば、スプレッドは依然として魅力的な水準にあるとみており、銘柄固有リスクの高まりはアルファ創出の機会を拡大すると予想しています。欧州のクレジット・サイクルは米国に遅行しており、拡大/再レバレッジ期にようやく最近突入したのみで、デフォルト率も低位に留まっています。EM社債（除くアジアHY）は、依然として社債投資家に友好的な「修復期」にあるとみています。地域及びセクター横断的に異なるクレジット・サイクルを活用することが出来る戦略が、信用リスク・プレミアムを享受し、超過リターンを創出するために最も有効であると考えています。
- **コア債券戦略よりもオルタナティブ戦略:** コア債券は、インカム面での魅力をほとんど失っている一方で、伝統的な債券指数において金利デフレーションが伸びていることで、投資家はこれまで以上にリスクに晒されることとなっています。絶対リターン及びアンコンストレインド型の債券運用戦略は、株式からの分散を提供し、低成長及び低金利環境下においてプラス・リターンを提供する上で、ベンチマーク型の戦略と比べて、好位置にあると考えています。債券投資家にとって重要なリターンの源泉は、デフレーションよりもむしろ（信用や流動性、アルファといった）リスク・プレミアムになるとみており、投資家は既にベンチマーク追従型の戦略から、マルチ・アセット及びマルチ・インカムを含むアンコンストレインド型オルタナティブ戦略へと投資資金をシフトさせ始めていると考えています。



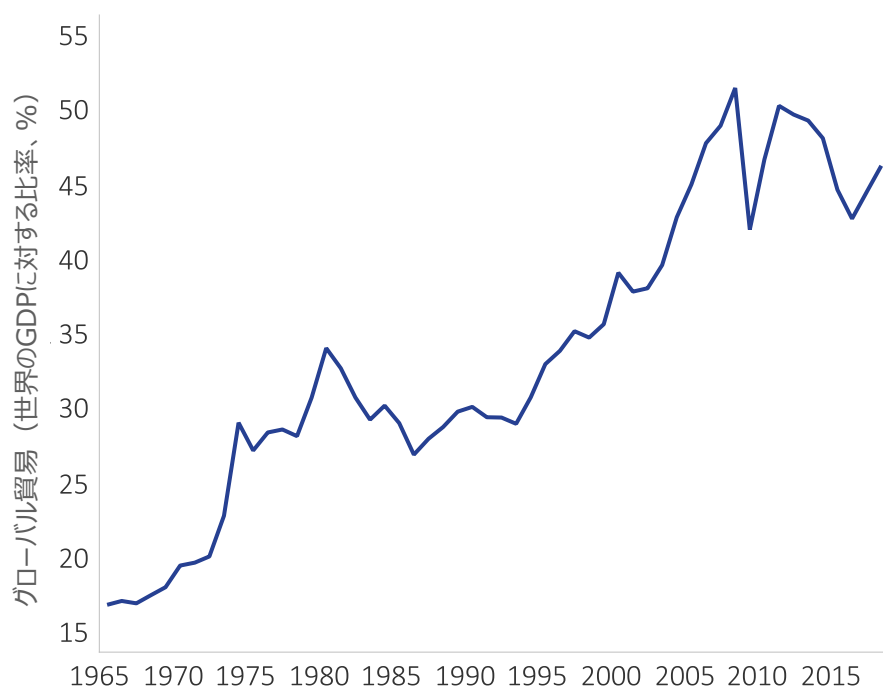
# テーマ: ベータよりもアルファ

背景	投資における影響	適したブルーベイの投資戦略
<ul style="list-style-type: none"> <li>ポピュリストの政治と経済、テクノロジーの発展により、これまでに構築されたビジネスや社会モデルが脅かされています。</li> <li>グローバル化に向けての歩みは終わろうとしており、地域、国、セクター間の相関は低下することが予想されます。</li> <li>経済及び政治のトレンド差の広がり、新たなグローバル・パワーの出現によって地政学的リスクが高まっています。</li> <li>中央銀行に支えられた、より積極的な財政政策が取られるという新たな投資環境に突入しています。</li> <li>コア債券は、ノー・リターン・リスク資産となっています。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>グローバル化にポピュリストが対抗する中で、「グローバル・ベータ」は後退し、グローバル戦略における分散がより恩恵をもたらすとみられます。</li> <li>「ロック・スター」のような中央銀行総裁が消え、ポピュリスト的な財務大臣の出現が、ボラティリティとインフレ・リスクを高めることになるとみえています。</li> <li>デレギュレーションではなく信用力、流動性、アルファといったリスク・プレミアムが債券とクレジット市場のリターンの主な源泉になるとみえています。</li> <li>予想できるインカム、流動性、信用リスクに対して効果的にトレード・オフできる戦略を投資家は求めると考えられます。</li> <li>伝統的な債券やベンチマークによる制約を受ける戦略よりも、グローバル、アンコンストレインド、絶対リターン型のオルタナ商品のほうが分散によるメリットを提供できると考えています。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略</b> 金利、通貨、エマージング諸国及び先進国のソブリン・クレジットに投資を行うアンコンストレインド型の戦略</li> <li><b>投資適格絶対リターン戦略</b> 金利及びクレジット・サイクルを通じて安定的なプラス・リターンを獲得することを目標とするグローバル・ダイバーシファイド型の戦略</li> <li><b>イベント・ドリブン・クレジット戦略</b> 流動性のあるストレス債、ディストレスト債、スペシャル・シチュエーションの投資機会をグローバル・ローン及びハイ・イールド債市場のなかで探っていく戦略</li> <li><b>トータル・リターン・クレジット戦略</b> ハイ・イールド債、転換社債、ローン、エマージング債の中からベストな投資アイデアを採用して運用を行う戦略</li> <li><b>レバレッジド・ファイナンス・トータル・リターン戦略</b> エマージング市場など地域とクレジットのアロケーションをダイナミックに行う戦略で、ローン、ストラクチャード・クレジット債、投資適格およびハイ・イールド社債に主に投資</li> <li><b>グローバル・ハイ・イールドESG戦略</b> グローバル・ハイ・イールド債の運用における銘柄選択で、明確かつ積極的にESGを考慮した投資プロセスを持つ戦略</li> </ul>

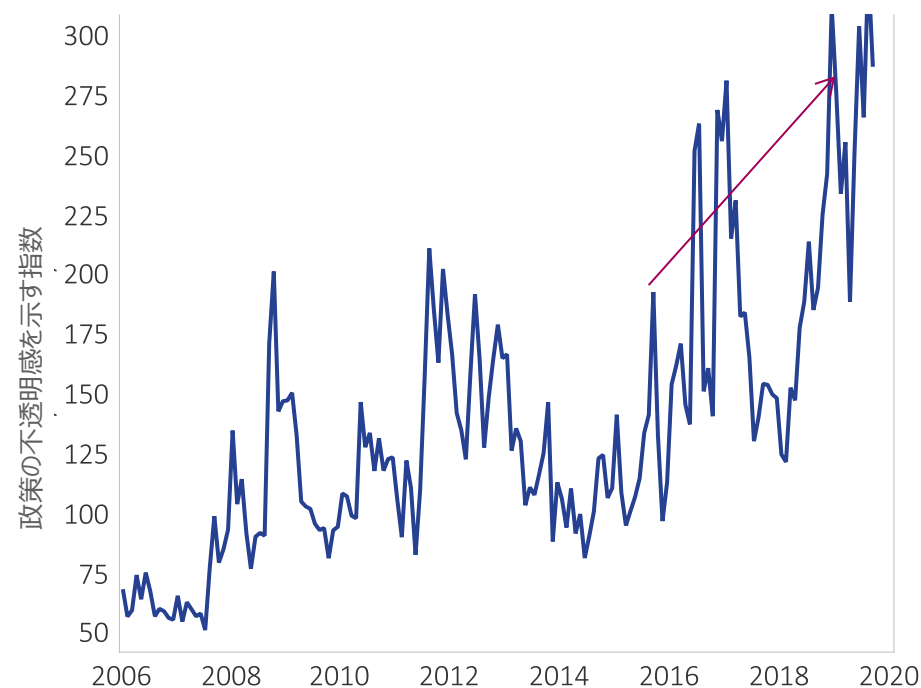
# 時代は変わる

- グローバリゼーションや経済の一体化は、ポピュリスト政治やナショナリズムが台頭する中で苦しむこととなりました。
- 政治及び政策の不透明感が高まるなかで、ESGの要素を投資プロセスに組入れることは合理的な対応であると考えています。
- 地域、国、セクター間の経済と資産間パフォーマンスの相関は低下してきています。
- グローバルな投資戦略での分散によるメリットが増していると考えています。

グローバリゼーションの前進は終わりを迎えた<sup>1</sup>



政治と政策の不透明感の高まり<sup>2</sup>

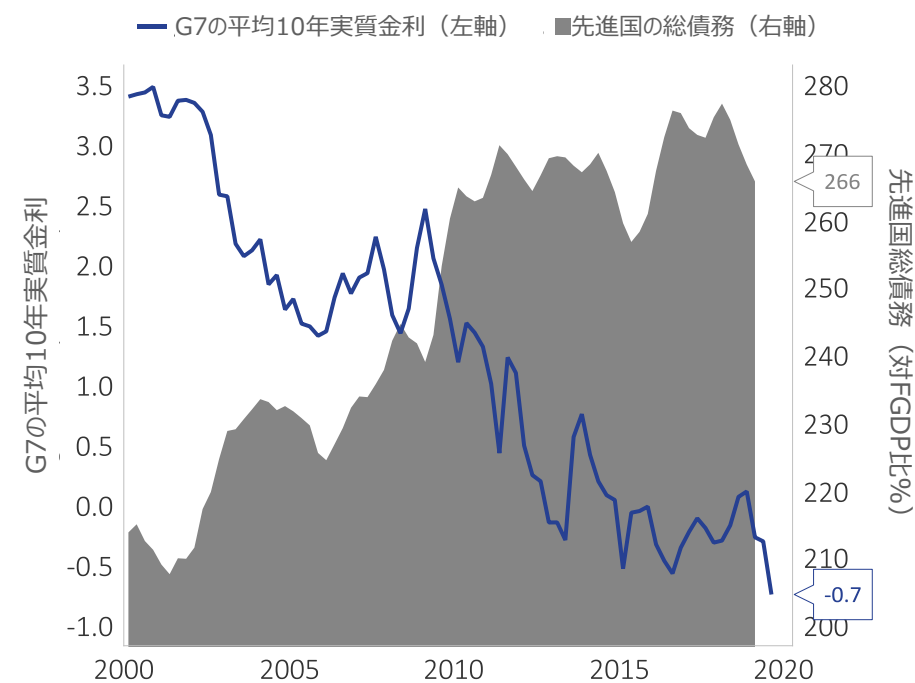


<sup>1</sup> 出所: World Bank; 直近の年次データは2017年; <sup>2</sup> 注記: Global Economic Policy Uncertainty Index with Current Price GDP weights; 出所: Bloomberg; 直近の月次データは2019年9月

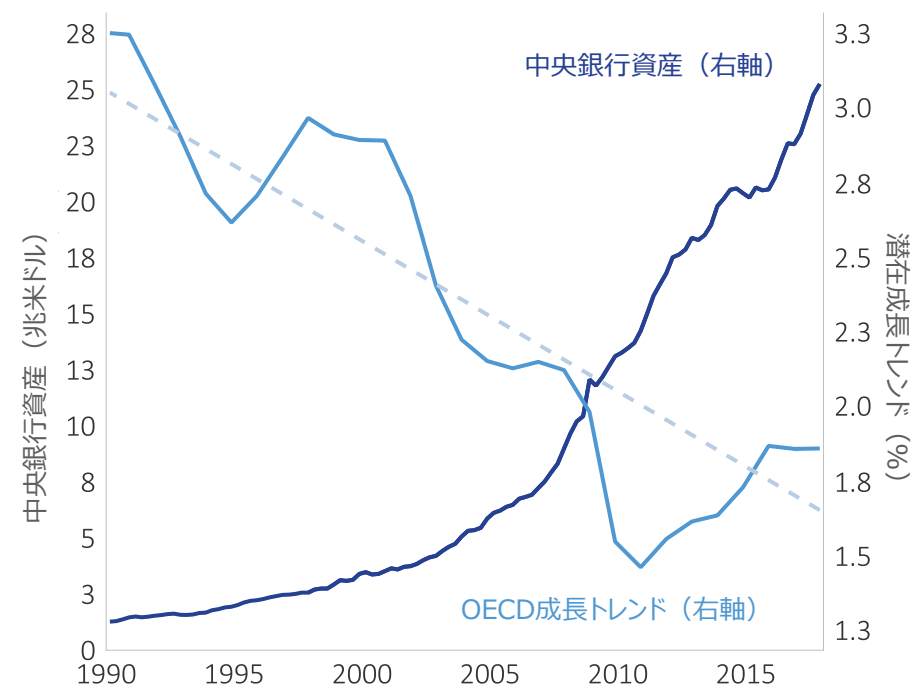
# 成長減速及び債務増大に、QEという名の麻醉薬

- QEが成長及びインフレ、さらに超低金利に与えるプラスの影響は減少しつつあり、金融政策はほぼ「尽きた」状態（monetary exhaustion）にあります。
- QEは、グローバル経済の成長減速及び過剰な債務水準に対する麻醉薬と化しており、世界はプラスの実質利回りに耐えられなくなっています。
- 高い実質金利の国及び企業の債務は、低成長下において持続不可能となるか、利回りへの需要によって消滅する可能性があります。つまり、債務が持続可能かどうかを見極めることで、リスク調整後のリターンが大きくなるとみられます。
- 中央銀行の流動性は、将来的に政府を財政的に支援することになるとみられ、これがまさに現代貨幣理論（MMT）及びヘリコプター・マネーです。

## 債務の増大及び実質金利の低下<sup>1</sup>



## 無限のQE及び潜在成長率の低下<sup>2</sup>



<sup>1</sup> 平均10年実質金利はインフレ連動債から計算、直近の測定値は2019年7-9月期; BISによる先進国の対GDP比総債務%直近の四半期データは2019年1-3月期(4四半期移動平均)  
<sup>2</sup> 出所: OECDの推定潜在成長率; グローバル中央銀行資産はブルーベイの計算に基づく; 直近のデータは2019年1-3月期

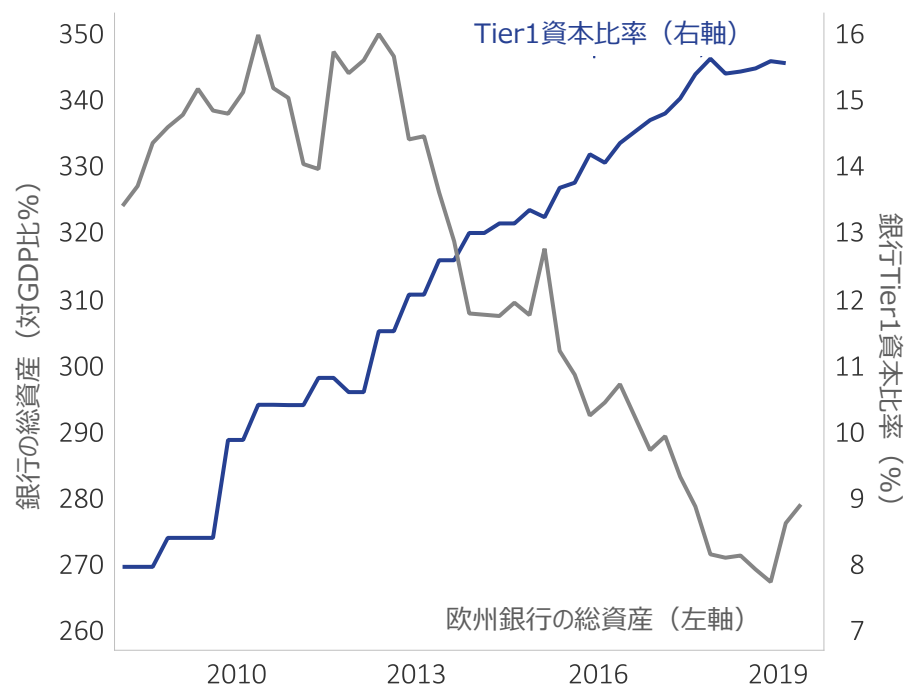
# テーマ：欧州銀行システムの回復

背景	投資における影響	適したブルーベイの投資戦略
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 欧州銀行システムは、グローバル及び欧州の金融危機の痛手から復活しつつあります。</li> <li>• 監視の強化、銀行セクターを整理しようという政治的な意思、資本増強及び流動性のバッファー、コアな事業に注力しようという銀行経営陣の姿勢、といったことから、欧州銀行の見通しは改善しているとみています。</li> <li>• ECBはマイナス金利による銀行への副作用を認識しています。預金金利の階層化やTLTRO-IIIは銀行にとってポジティブ材料となるでしょう。</li> <li>• 融資の資本コストの上昇によって、特に中小企業への銀行からの貸し出しは、制約を受けています。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 銀行の非中核資産やディストレスト資産の処理が進んでいます。</li> <li>• 規制要件の変化に対応するために、複雑な銀行の資本性商品の発行が増えています。</li> <li>• 欧州銀行のシステミック・リスクは後退する一方、信用力の差は広がっています。</li> <li>• 欧州銀行の仲介機能の低下は明白なトレンドとなっており、公的及び民間の金融会社が銀行の代替として、貸手となる領域が生まれています。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>イベント・ドリブン・クレジット戦略</b> 流動性のあるストレス及びディストレスト債、スペシャル・シチュエーションへの投資機会を活用する戦略</li> <li>• <b>金融ハイブリッド債戦略</b> 比較的新しく複雑な資産クラスである銀行の偶発転換社債（Coco債）に主に投資をする戦略</li> <li>• <b>プライベート・デット戦略</b> 欧州の中小企業向けにシニア及び劣後ローンを提供する戦略</li> <li>• <b>レバレッジド・ファイナンス・トータル・リターン戦略</b> エマージング市場など地域とクレジットのアロケーションをダイナミックに行う戦略で、ローン、ストラクチャード・クレジット債、投資適格およびハイ・イールド社債に主に投資</li> </ul>

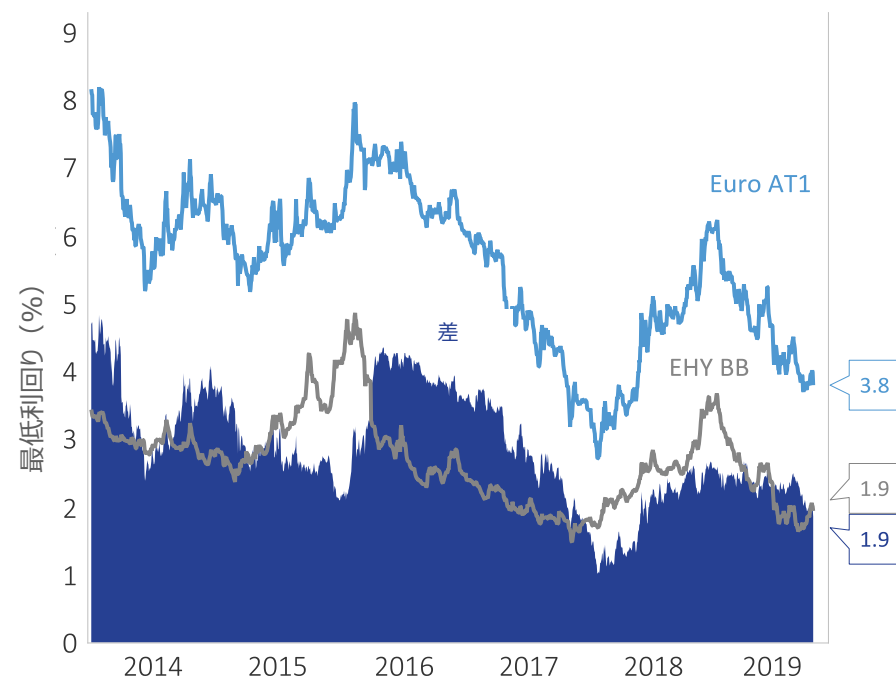
# 銀行CoCo債 – 短期的なリスク、中期的な投資機会

- 偶発転換社債（CoCo債）/AT1債は成熟してきている資産クラス（BofAML Global CoCo indexの市場規模は約1,800億米ドル）で、投資家層も拡大しています。
- ファンダメンタルズの改善と引き続き魅力的な価格水準が、将来の欧州銀行債のアウトパフォーマンスの下支えになると考えています。
- 銘柄選択と資本構造の差（AT1、下位Tier2、シニア債）がアルファ創出機会を提供しているとみています。
- CoCo債は、同等の格付けを有する欧州ハイ・イールド債と比較して、大幅な上乗せスプレッドを提供します。

欧州銀行のファンダメンタルズは改善傾向にある<sup>1</sup>



AT1債とBB格の欧州ハイ・イールド債の最低利回り<sup>2</sup>



<sup>1</sup> 出所: ECB 及び EBA; 直近のデータは2019年1-3月期 注記:ユーロ圏の国内銀行及び単体銀行のTier1資本比率及び不良債権比率

<sup>2</sup> 出所: AT1債-JP Morgan Euro Coko AT1の最低利回り; 欧州HY債-BofAML Euro High Yield 'BB'-rated Indexの最低利回り; 直近のデータは2019年10月11日

# 日本化が進む

- 欧州の日本化（Japanisation）は回避できるかもしれませんが。日本よりも、人口構成は良く、国内債務は少なく、潜在成長率は高くなっています。
- 日本のバブル崩壊後の失われた10年から学んだことは、債券やクレジット債が株式をアウトパフォームしたことです。
- 異次元の金融政策（QEやマイナス金利）によって、銀行の収益性は低下し、株式のパフォーマンスも落ち込みました。
- 一方で、銀行のファンダメンタルズは改善しており、銀行債はシニア債、劣後債ともにリスク・プレミアムが低下しています。

欧州銀行の株価と銀行シニア債のスプレッドの推移





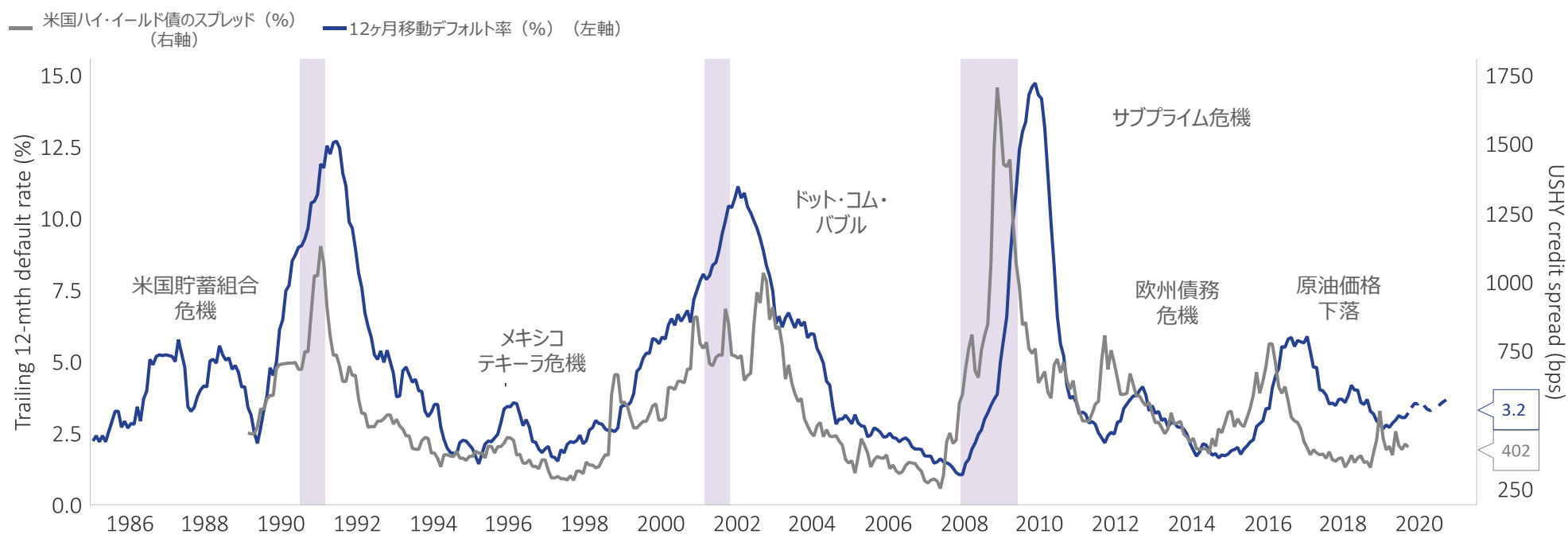
# テーマ: クレジット・サイクルの長期化

背景	投資における影響	適したブルーベイの投資戦略
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 緩やかな経済成長と企業業績、銀行の貸し出し基準の緩和などによって、デフォルト率は低い状況が続くことが予想されます。</li> <li>• 高利回りの社債は、コア国債よりも短いデュレーションでインカムを得ることが出来ます。</li> <li>• クレジット・サイクルの長期化と低いデフォルト率を保つために十分な経済成長は、社債に魅力的なリスク・リターンを提供していると考えています。</li> <li>• 技術革新や貿易政策の混乱により、銘柄固有及びセクター特有のリスクは高まっています。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 中央銀行の緩和策と、主要金利が（さらに）長期間、さらに低水準となり得る中で、利回りへの需要とクレジット債への資金流入は促されています。</li> <li>• クレジット・サイクルが長期化しているなか、セクターごとの差異、相対価値、イベント・ドリブン、ディストレストの投資機会が最も魅力的であると考えています。</li> <li>• 欧州、米国、エマージング市場はクレジット・サイクル上の異なる地点に位置し、グローバル・クレジットやマルチ・クレジット型の戦略に多くのアルファ獲得機会があると考えています。</li> <li>• アクティブ運用者にとって、個別リスクの高まりはショート及びロングの双方からのアルファ創出機会を生み出しません。</li> <li>• 通常、レバレッジド・ローンや転換社債といったデュレーションの短い資産クラスは、金利が上昇し、経済成長が加速するリフレ環境において良好なリターンをもたらしません。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>投資適格絶対リターン戦略</b> 金利及びクレジット・サイクルを通じて安定的なプラス・リターンを獲得することを目標とするグローバル・ダイバーシファイド型の戦略</li> <li>• <b>クレジット・アルファ・ロング・ショート戦略</b> 主に投資適格の社債及び国債、金利への投資を通じて、差別化、非対称性、ボラティリティを活用する戦略</li> <li>• <b>トータル・リターン・クレジット戦略</b> ハイ・イールド債、転換社債、ローン、エマージング債の中からベストな投資アイデアを採用して運用を行う戦略</li> <li>• <b>イベント・ドリブン・クレジット戦略</b> 流動性のあるストレス及びディストレスト債、スペシャル・シチュエーションへの投資機会を活用する戦略</li> <li>• <b>グローバル・ハイ・インカム・ローン戦略</b> 金利上昇に対するクッションを持つグローバルなシニア・ローンに投資する戦略</li> <li>• <b>レバレッジド・ファイナンス・トータル・リターン戦略</b> エマージング市場など地域とクレジットのアロケーションをダイナミックに行う戦略で、ローン、ストラクチャード・クレジット債、投資適格およびハイ・イールド社債に主に投資</li> </ul>

# クレジット・サイクルの変遷

- クレジット・サイクルは経済サイクルと正相関となりますが、デフォルトやクレジット債のスプレッドは原油価格の下落といったショックにも反応します。
- クレジット市場ではクレジット・サイクルの終わりやリセッションの6～9ヶ月前にそれを想定した動きが見られ、デフォルト率のピークは1年～1年半後に起きています。
- グローバル・ハイ・イールド債のデフォルト率は低く、ブルーベイ及びMoody'sでは、今後1年間のデフォルト率がわずかな上昇に留まると予想しています。
- ブルーベイでは、現在はクレジット・サイクルの中後期にあり、サイクルの終わりに備えたポジションを取るには時期尚早であると考えています。

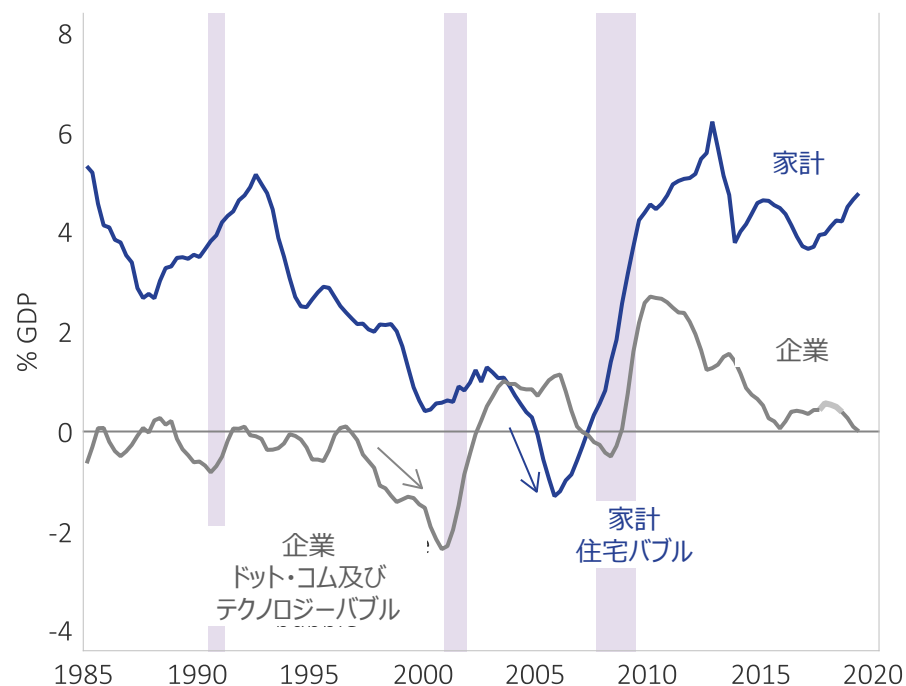
## 米国ハイ・イールド債のスプレッドと年間デフォルト率



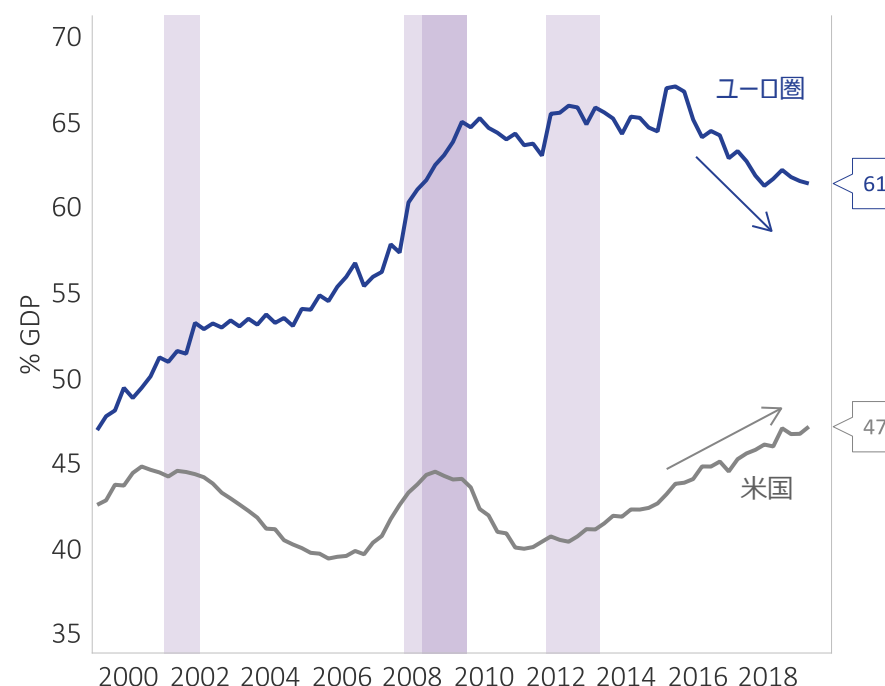
# クレジット・サイクルの長期化

- 米国の家計は既にバランスシートを修復し、比較的高い貯蓄率を保っています（純貸出はプラス）。
- 米国企業のレバレッジ上昇は、株の買戻しを行うために債券による割安な資金調達コストを利用した、QEがもたらしたトレードであり、余剰生産能力を積み上げ、赤字負債のための資金調達ではないとみています。欧州では、企業が負債を全体的に削減しています。
- 民間セクターにおいて目立った財務不均衡が見られないことは、緩やかなペースでの、長期化された景気拡大及びクレジット・サイクルと整合的です。
- グローバルな投資戦略は、地域及びセクターによるクレジット・サイクルの差を有用する上で最も適した戦略であると考えています。

米民間セクターの財務バランス (セクター別の純貸出)<sup>1</sup>



企業のレバレッジ - ユーロ圏は低下、米国では上昇基調<sup>2</sup>



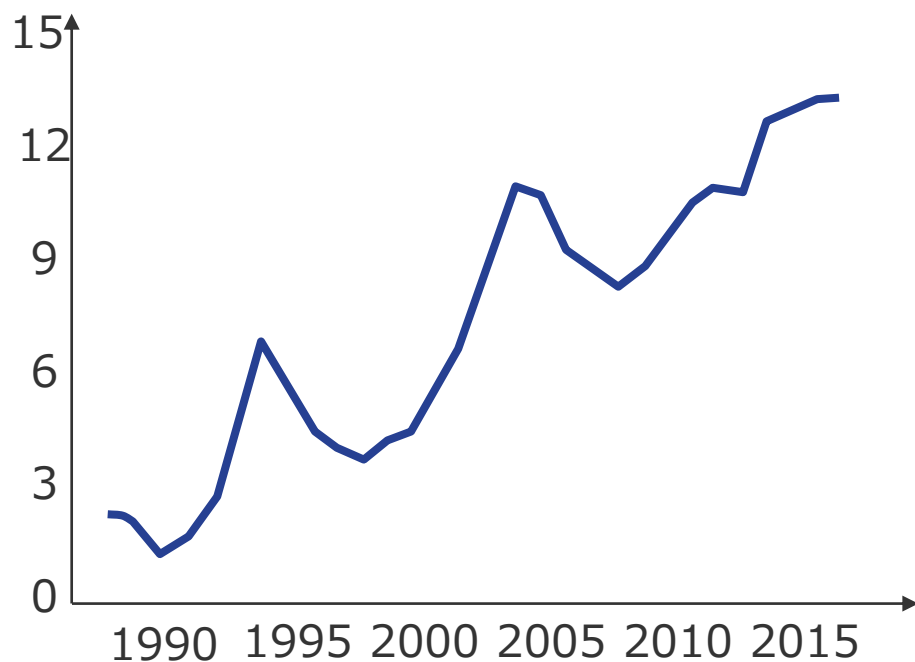
<sup>1</sup> 出所: Macrobond 及びブルーベイの計算; 直近の四半期データは2019年4-6月期 (4四半期移動平均)

<sup>2</sup> 注記: 網掛け部分はユーロ圏及び米国の景気後退期を示す; ユーロ圏及び米国の非金融社債 (対GDP比) 出所: フランス銀行; Macrobond; 直近の四半期データは2019年1-3月期

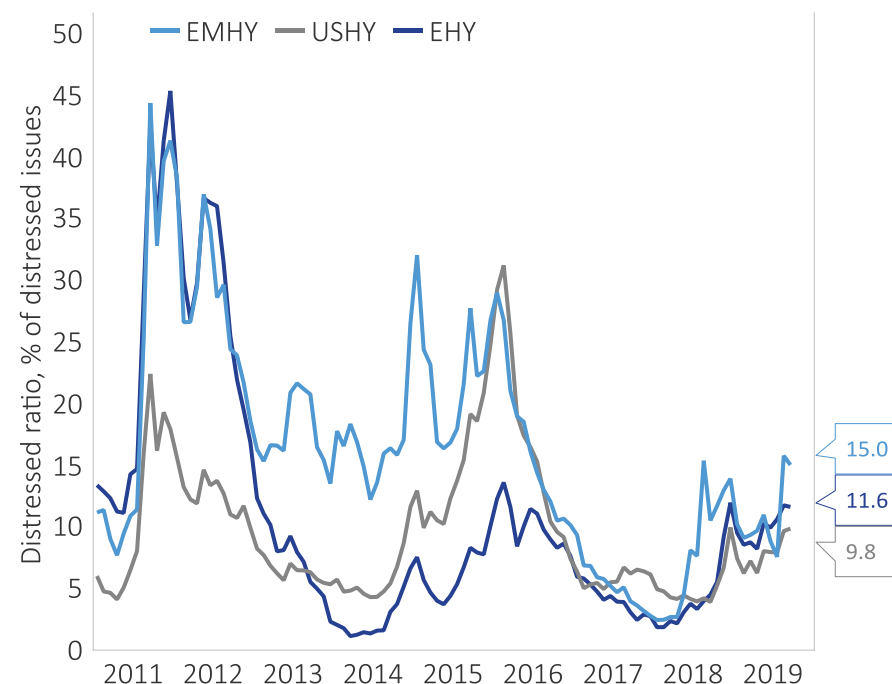
# ゾンビの盛衰

- ゾンビ企業（経常利益によって債務コストを賄うことが出来ない企業）の増加は、低金利による財務圧力の低下に直接的に起因するとみられます。
- ゾンビ企業は、たとえQEによる手助けがあったとしても、恒久的に低成長（実質及び名目）が続く環境下において生き延びることが困難になるでしょう。
- ハイ・イールド債市場に占めるディストレスト債の比率は高まっています。「敗者」を避け、リターンをもたらす個別要因を最大限に活用するための銘柄選択がより重要となります
- ブルーベイでは、金利デフレーションよりも信用リスク、ベータよりもアルファを選好しています（伝統的な債券及びクレジット戦略よりもオルタナティブ戦略を選好）。

ゾンビ企業のシェア<sup>1</sup>



「ディストレスト債」の増大<sup>2</sup>



<sup>1</sup> 注記: Worldscopeデータベースにおける全ての非金融企業に占める、ゾンビ企業の単純平均 出所: The rise of zombie firms: causes and consequences, BIS 2018年9月

<sup>2</sup> 注記: ディストレスト債の比率は、スプレッドが1000bps以上の銘柄（債券）の割合; 出所: BofAML; 直近の月次データは2019年9月

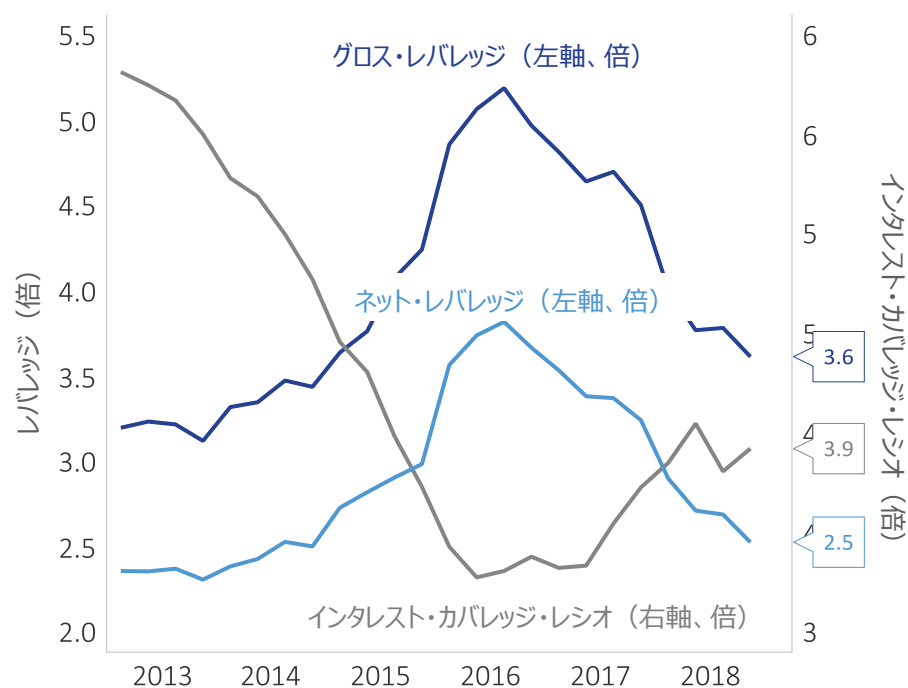
# テーマ: 割安なエマージング市場

背景	投資における影響	適した投資戦略
<ul style="list-style-type: none"> <li>エマージング市場は、中長期的に高い潜在成長を持ち、グローバル経済や市場でのシェアは上昇基調にあります</li> <li>国ごとに経済及び政治状況が異なることから、グローバル・ポートフォリオにおける分散効果が期待できます。</li> <li>グローバルな投資家は、過去の投資配分と比較して、エマージング資産をアンダーウェイトしている状況にあります。</li> <li>エマージング資産の価格水準は先進国資産の価格水準と比較して割安であるとみています。</li> <li>FRBのハト派への転換や中国の景気刺激策は、グローバル及びエマージングの経済成長にとって、ポジティブな要因と言えます。</li> <li>直近のIMFの予想では、エマージング国と先進国の経済成長の差は広まることが示されています。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>グローバル経済の回復がみられる局面においては、一般的にエマージング資産が先進国資産をアウトパフォームする傾向がみられます。</li> <li>商品価格や企業収益の回復は、企業のレバレッジ低下及び低いデフォルト率を下支えする要因となります。</li> <li>エマージング現地通貨建て国債及び社債の実質及び名目金利は、先進国の債券よりも高くなっています。</li> <li>エマージング市場における経済、政治、ファンダメンタルズの差の広がり、多くのアルファ創出機会をもたらしてくれます。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>エマージング総合債券戦略</b> エマージング市場の外貨建て国債及び社債に投資を行う戦略</li> <li><b>エマージング債アンコンストレインド戦略</b> エマージングの外貨建て国債及び社債、現地通貨建て債への投資を行うアンコンストレインド型の戦略</li> <li><b>エマージング社債アルファ戦略</b> エマージング社債のロング及びショート・ポジションを取り、相対価値、イベント・ドリブン、ディストレスト債を活用する戦略</li> <li><b>グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略</b> 金利、通貨、エマージング諸国及び先進国のソブリン・クレジットに投資を行うアンコンストレインド型の戦略</li> </ul>

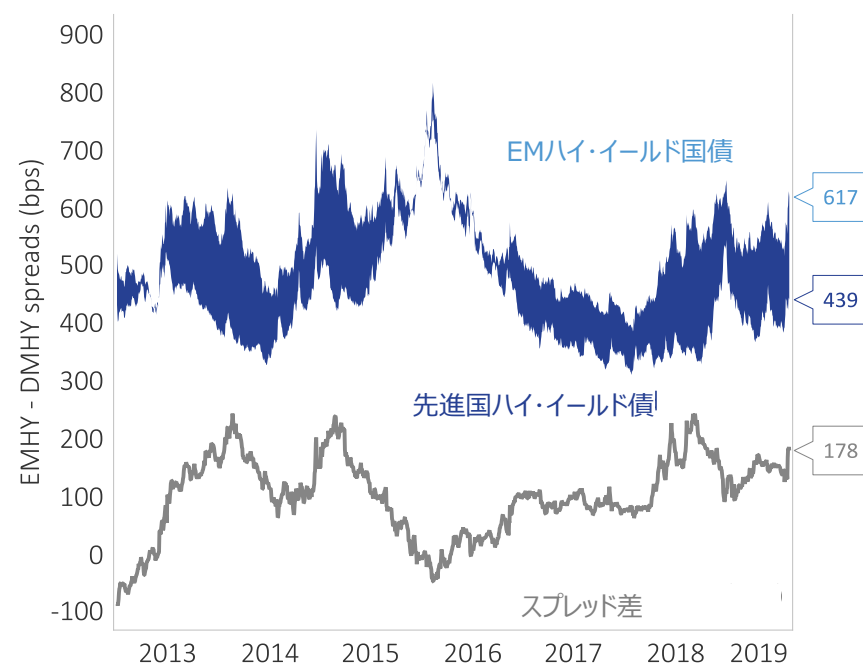
# エマージング市場 – 回復の道りをたどる

- エマージング経済は、米金利上昇と中国主導のグローバル経済成長の鈍化という嵐の中にあつた2018年から回復基調にあります。
- 通貨及びクレジット債は、外貨の金融環境の引き締めとグローバルな経済成長鈍化に対して調整をしました。
- ソブリンと社債のファンダメンタルズは改善しています。負債は減り、外貨による資金調達必要性も低下しました。
- エマージング社債とソブリン債のスプレッドは魅力的な水準にあると考えています。

エマージングハイ・イールド企業の信用ファンダメンタルズ<sup>1</sup>



先進国のハイ・イールド債とエマージングハイ・イールド国債のスプレッド差<sup>2</sup>



<sup>1</sup> 出所: BofAML; 直近の四半期データは2018年10-12月期

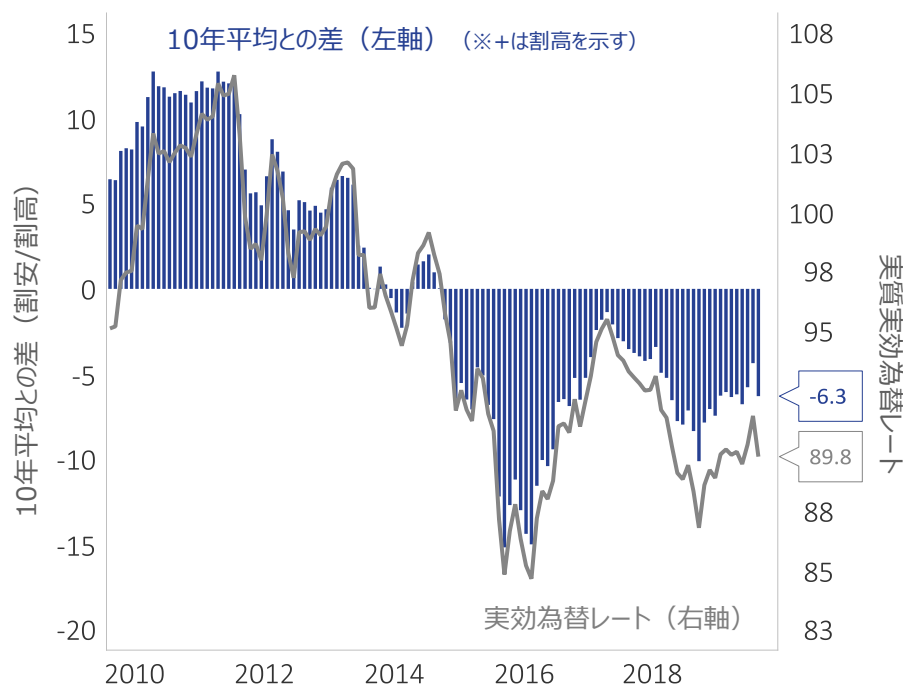
<sup>2</sup> 出所: Macrobond; JP Morgan EMBI Global Diversified noninvestment grade (EMHY) stripped spread; BoAML Developed Markets High Yield Constrained Index spread (DMHY); 直近のデータは2019年10月11日



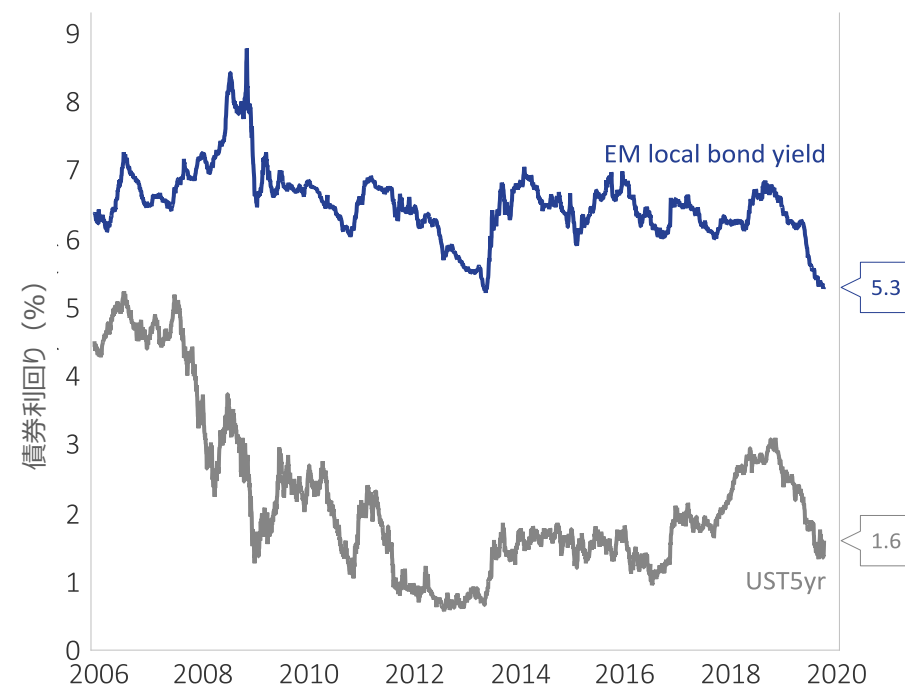
# EM現地通貨建て債市場 – 割安だがボラティリティは高い

- 多くのエマージング通貨は、過去の水準や、ファンダメンタルズ面からみたフェアバリューよりも割安な水準にあるとみています。
- 一部の国の実質金利は、先進国と比較して高い水準にあります。
- FRBがハト派姿勢に転換したことや米ドルがレンジ内の動きとなっていることで、エマージング現地通貨建て債市場への参入機会は開かれているとみられます。
- 高いボラティリティと資産クラスの個別リスクが市場を特徴づけ、投資家に投資機会とリスクの両方をもたらしています。

エマージング通貨の平均実質実効為替レート<sup>1</sup>



エマージング実質利回り (インフレ調整後)及び米国債利回り<sup>2</sup>



1 注記: エマージング通貨の実質 (インフレ調整後) 実効為替レート及び同レートの10年移動平均からの乖離; 出所: BIS及びブルーベイの計算; 直近の月次データは2019年8月

2 注記: JP Morgan GBI-EM Global debt index (デュレーション5年)の現地利回り及び米5年国債利回り; 直近のデータは2019年10月11日

# 参照インデックスの詳細

## **BofAML US High Yield Index**

The BofAML US High Yield Index tracks the performance of US dollar denominated below investment grade corporate debt publicly issued in the US domestic market. Qualifying securities must have a below investment grade rating (based on an average of Moody's, S&P and Fitch), at least 18 months to final maturity at the time of issuance, at least one year remaining term to final maturity as of the rebalancing date, a fixed coupon schedule and a minimum amount outstanding of USD100 million. In addition, qualifying securities must have risk exposure to countries that are members of the FX-G10, Western Europe or territories of the US and Western Europe. The FX-G10 includes all Euro members, the US, Japan, the UK, Canada, Australia, New Zealand, Switzerland, Norway and Sweden. Original issue zero coupon bonds, 144a securities (both with and without registration rights), and pay-in-kind securities (including toggle notes) are included in the index. Callable perpetual securities are included provided they are at least one year from the first call date. Fixed-to-floating rate securities are included provided they are callable within the fixed rate period and are at least one year from the last call prior to the date the bond transitions from a fixed to a floating rate security. Contingent capital securities ("cocos") are excluded, but capital securities where conversion can be mandated by a regulatory authority, but which have no specified trigger, are included. Other hybrid capital securities, such as those legacy issues that potentially convert into preference shares, those with both cumulative and non-cumulative coupon deferral provisions, and those with alternative coupon satisfaction mechanisms, are also included in the index. Securities issued or marketed primarily to retail investors, equity-linked securities, securities in legal default, hybrid securitized corporates, eurodollar bonds (USD securities not issued in the US domestic market), taxable and tax-exempt US municipal securities and DRD-eligible securities are excluded from the index. Index constituents are capitalization-weighted based on their current amount outstanding times the market price plus accrued interest. Accrued interest is calculated assuming next-day settlement. Cash flows from bond payments that are received during the month are retained in the index until the end of the month and then are removed as part of the rebalancing. Cash does not earn any reinvestment income while it is held in the index.

## **BofAML European Currency High Yield Constrained Excluding Subordinated Financials Index**

The index contains all securities in the BofA Merrill Lynch European Currency High Yield Index excluding subordinated securities of financial issuers, but caps issuer exposure at 3%. Index constituents are capitalization-weighted, based on their current amount outstanding, provided the total allocation to an individual issuer does not exceed 3%. Issuers that exceed the limit are reduced to 3% and the face value of each of their bonds is adjusted on a pro-rata basis. Similarly, the face values of bonds of all other issuers that fall below the 3% cap are increased on a pro-rata basis. In the event there are fewer than 34 issuers in the Index, each is equally weighted and the face values of their respective bonds are increased or decreased on a pro-rata basis.

## **BofAML US Corporate Index**

The BofA Merrill Lynch US Corporate Index tracks the performance of US dollar denominated investment grade corporate debt publicly issued in the US domestic market. Qualifying securities must have an investment grade rating (based on an average of Moody's, S&P and Fitch), at least 18 months to final maturity at the time of issuance, at least one year remaining term to final maturity as of the rebalancing date, a fixed coupon schedule and a minimum amount outstanding of USD250 million. Original issue zero coupon bonds, 144a securities (with and without registration rights), and pay-in-kind securities (including toggle notes) are included in the index. Callable perpetual securities are included provided they are at least one year from the first call date. Fixed-to-floating rate securities are included provided they are callable within the fixed rate period and are at least one year from the last call prior to the date the bond transitions from a fixed to a floating rate security. Contingent capital securities ("cocos") are excluded, but capital securities where conversion can be mandated by a regulatory authority, but which have no specified trigger, are included. Other hybrid capital securities, such as those legacy issues that potentially convert into preference shares, those with both cumulative and non-cumulative coupon deferral provisions, and those with alternative coupon satisfaction mechanisms, are also included in the index. Equity-linked securities, securities in legal default, hybrid securitized corporates, eurodollar bonds (USD securities not issued in the US domestic market).

## 参照インデックスの詳細

### **BofAML Contigent Capital Index HR USD**

The BofA Merrill Lynch Contigent Capital Index tracks the performance of investment grade and below investment grade contingent capital debt publicly issued in the major domestic and eurobond markets. Qualifying securities must have a capital-dependent conversion feature and must be rated by either Moody's, S&P or Fitch. In addition, qualifying securities must have at least one month remaining term to final maturity and at least 18 months to maturity at point of issuance. Eurodollar bonds (USD bonds not issued in the US domestic market) and 144a securities (both with and without registration rights) qualify for inclusion in the Index. Floating rate notes, original issue zero coupon bonds and pay-in-kind securities, including toggle notes, also qualify for inclusion. Callable perpetual securities qualify provided they are at least one month from the first call date. Securitized, DRD-eligible and legally defaulted securities are excluded from the index. Capital securities where conversion can be mandated by a regulatory authority, but which have no specified trigger, are excluded. For investment grade debt, qualifying currencies and their respective minimum size requirements (in local currency terms) are: AUD 100 million; CAD 100 million; EUR 250 million; JPY 20 billion; GBP 100 million; and USD 250 million. For below investment grade debt, qualifying currencies and their respective minimum size requirements (in local currency terms) are CAD 100 million, EUR 100 million (euro equivalent for legacy currency securities), GBP 50 million, or USD 100 million. Index constituents are capitalization-weighted based on their current amount outstanding times the market price plus accrued interest. Accrued interest is calculated assuming next-day settlement. Cash flows from bond payments that are received during the month are retained in the index until the end of the month and then are removed as part of the rebalancing. Cash does not earn any reinvestment income while it is held in the index. Information concerning constituent bond prices, timing and conventions is provided in the BofA Merrill Lynch Bond Index Guide, which can be accessed on Bloomberg (IND2[go], 4[go]), or by sending a request to mlindex@ml.com. The index is rebalanced on the last calendar day of the month, based on information available up to and including the third business day before the last business day of the month. No changes are made to constituent holdings other than on month end rebalancing dates.

### **BofAML European Corporate Bond Index**

The BofA Merrill Lynch Euro Corporate Index tracks the performance of EUR denominated investment grade corporate debt publicly issued in the eurobond or Euro member domestic markets. Qualifying securities must have an investment grade rating (based on an average of Moody's, S&P and Fitch) and at least 18 months to final maturity at the time of issuance. In addition, qualifying securities must have at least one year remaining term to final maturity, a fixed coupon schedule and a minimum amount outstanding of EUR 250 million. Original issue zero coupon securities and pay-in-kind securities, including toggle notes, qualify for inclusion in the Index. Callable perpetual securities qualify provided they are at least one year from the first call date. Fixed-to-floating rate securities also qualify provided they are callable within the fixed rate period and are at least one year from the last call prior to the date the bond transitions from a fixed to a floating rate security. Contingent capital securities ("cocos") are excluded, but capital securities where conversion can be mandated by a regulatory authority, but which have no specified trigger, are included. Other hybrid capital securities, such as those legacy issues that potentially convert into preference shares, those with both cumulative and non-cumulative coupon deferral provisions, and those with alternative coupon satisfaction mechanisms, are also included in the index. Euro legacy currency, equity-linked and securities in legal default are excluded from the Index. Securities issued or marketed primarily to retail investors do not qualify for inclusion in the index. Index constituents are capitalization-weighted based on their current amount outstanding times the market price plus accrued interest. Accrued interest is calculated assuming next-day settlement. Cash flows from bond payments that are received during the month are retained in the index until the end of the month and then are removed as part of the rebalancing. Cash does not earn any reinvestment income while it is held in the index.

### **BofAML German Government Index (G0D0)**

The BofA Merrill Lynch German Government Index tracks the performance of EUR denominated sovereign debt publicly issued by the German government in the German domestic or eurobond market. Qualifying securities must have at least 18 months to maturity at point of issuance, at least one year remaining term to final maturity, a fixed coupon schedule and a minimum amount outstanding of EUR 1 billion.

### **BofAML Diversified Local Emerging Markets Non-Sovereign Index (LOCL)**

The BofA Merrill Lynch Diversified Local Emerging Markets Non-Sovereign Index tracks the performance of local currency emerging markets non-sovereign debt publicly issued in the international markets. The index includes corporate and quasi-government debt, but excludes sovereign, central bank and supranational debt. Individual securities of qualifying issuers must be denominated in a qualifying emerging market currency, must settle on Euroclear, must have at least 18 months to maturity at the time of issuance and at least one month remaining term to final maturity as of the rebalancing date, a fixed coupon and a readily available, transparent price source. The inception date of the index is December 31, 2012.

## 参照インデックスの詳細

### **BofAML High Yield US Emerging Markets Corporate Plus Index (EMUH)**

The BofA Merrill Lynch High Yield US Emerging Markets Corporate Plus Index tracks the performance of US dollar denominated below investment grade emerging markets corporate debt publicly issued in the US domestic or Eurobond market. Qualifying securities must have a below investment grade rating (based on an average of Moody's, S&P and Fitch). In addition, qualifying securities must have at least one year remaining term to final maturity, at least 18 months to final maturity at point of issuance, a fixed coupon schedule and a minimum amount outstanding of USD100 million.

### **BofAML US Treasury & Agency Index (GOA0)**

The BofA Merrill Lynch US Treasury & Agency Index tracks the performance of US dollar denominated US Treasury and non-subordinated US agency debt issued in the US domestic market. Qualifying securities must have an investment grade rating (based on an average of Moody's, S&P and Fitch). In addition, qualifying securities must have at least one year remaining term to final maturity, at least 18 months to maturity at time of issuance, a fixed coupon schedule and a minimum amount outstanding of USD1 billion for sovereigns and USD250 million for agencies. "Global" securities (debt issued simultaneously in the eurobond and US domestic markets) and 144a securities qualify for inclusion in the Index.

### **Thomson Reuters Global Focus Convertible Bond Index**

The index is derived from the Global Convertible Index (defining the liquid CB universe using size and liquidity criteria). Focus Indices select larger balanced CBs which meet monthly price and premium tests. The Thomson Reuters Global Focus Convertible Bond Index (USD) has no restrictions on credit rating, excludes mandatory CBs, and is unhedged.

### **S&P 500 Index**

Standard and Poor's 500 Index is a capitalization-weighted index of 500 stocks. The index is designed to measure performance of the broad domestic economy through changes in the aggregate market value of 500 stocks representing all major industries. The index was developed with a base level of 10 for the 1941-43 base period.

### **MSCI All Country World Equity Index**

MSCI ACWI captures large and mid cap representation across 23 Developed Markets (DM) and 23 Emerging Markets (EM) countries. With 2,480 constituents, the index covers approximately 85% of the global investable equity opportunity set. The index is based on the MSCI Global Investable Market Indexes (GIMI) Methodology—a comprehensive and consistent approach to index construction that allows for meaningful global views and cross regional comparisons across all market capitalization size, sector and style segments and combinations. This methodology aims to provide exhaustive coverage of the relevant investment opportunity set with a strong emphasis on index liquidity, investability and replicability. The index is reviewed quarterly—in February, May, August and November—with the objective of reflecting change in the underlying equity markets in a timely manner, while limiting undue index turnover. During the May and November semi-annual index reviews, the index is rebalanced and the large and mid capitalization cutoff points are recalculated.

### **MSCI Emerging Markets Index**

The MSCI EM (Emerging Markets) Index is a free-float weighted equity index that captures large and mid-cap representation across Emerging Markets (EM) countries. The index covers approximately 85% of the free-float adjusted market capitalization in each country.

### **Euro Stoxx50**

Euro Stoxx 50 index is Europe's leading blue-chip index for the Eurozone. The index covers the stocks of 50 blue-chip sector leaders from twelve Eurozone countries.

# 参照インデックスの詳細

## **JP Morgan EMBI Global Index**

The Emerging Market Bond Index Global Diversified (EMBI Global Diversified) is a uniquely weighted USD-denominated emerging markets sovereign index. It has a distinct distribution scheme which allows a more even distribution of weights among the countries in the index. The EMBI Global Diversified has the same instrument composition as the market-cap-weighted EMBI Global. The EMBI Global Diversified has become the most widely followed benchmark in its class. (AUM USD242bn as of December 2014). The index was launched in July 1999 with daily historical index levels and statistics back filled to Dec 1993.

## **JP Morgan Corporate Emerging Market Bond Diversified Index USD unhedged**

The JP Morgan Corporate Emerging Market Bond Diversified Index USD unhedged is a market capitalization weighted, liquid global benchmark for US-dollar corporate emerging market bonds representing Asia, Latin America, Europe and the Middle East/Africa. The index defines emerging market countries with a combination of World-Bank-defined per capita income brackets and relevant OECD status. These two criteria allow it to include a broader list of countries that international investors may consider as part of the emerging markets universe. The CEMBI Diversified is geared toward managers who face limitations on the amount of portfolio exposure they can take to individual issuers/countries. The CEMBI Diversified results in well-distributed, more balanced weightings for countries included in the index. The benchmark data is sourced from the index provider.

## **JP Morgan EMBI Global Diversified Index**

This index currently includes USD denominated Brady bonds, Eurobonds and traded loans issued by sovereign and quasi-sovereign entities. It is a market-capitalization-weighted index and provides a more evenly distributed weighting among the countries. It defines emerging markets countries with a combination of World-Bank-defined per capita income brackets and each country's debt-restructuring history. This allows the index to include a number of higher rated countries that international investors have nevertheless considered part of the emerging markets universe.

## **JP Morgan Government Bond Emerging Market Global Diversified Index (GBI-EM Global Diversified)**

The Government Bond Emerging Market Index (GBI-EM) series, launched in June 2005, the first comprehensive global emerging markets index of local government bond debt. The GBI-EM Global Diversified version is the most popular amongst the six versions largely due to its diversification weighting scheme and country coverage. It is the most widely used, with USD191bn in assets-under-management benchmarked as of December 2014.

## **JP Morgan Corporate Emerging Market Broad Diversified High Yield Index (CEMBI BD HY)**

JP Morgan Corporate Emerging Market Broad Diversified High Yield Index (CEMBI BD HY) is a subset of the JP Morgan Corporate Emerging Market Broad Diversified Index (CEMBI BD) which focuses on the Emerging Market Corporate High Yield

## **JP Morgan Corporate EMBI Diversified HY**

The index is a market capitalization weighted, liquid global benchmark for US-dollar corporate emerging market bonds representing Asia, Latin America, Europe and the Middle East/Africa. The corporate bonds within the index must be rated high yield by either rating agencies S&P or Moody's. The index defines emerging market countries with a combination of World-Bank-defined per capita income brackets and relevant OECD status. These two criteria allow it to include a broader list of countries that international investors may consider as part of the emerging markets universe. The CEMBI Diversified is geared toward managers who face limitations on the amount of portfolio exposure they can take to individual issuers/countries. The CEMBI Diversified results in well-distributed, more balanced weightings for countries included in the index. The benchmark data is sourced from the index provider.

## 参照インデックスの詳細

### **JP Morgan Leveraged Loan Index (LILI)**

The J.P. Morgan Leveraged Loan Index is designed to mirror the investable universe of USD institutional leveraged loans, including US and international borrowers. Loans must be USD200mn or greater at issue and have a current amount outstanding of USD100mn or greater to be included in the index. Only institutional term loans and fully funded delayed draw term loans are eligible for inclusion in the index. Revolvers, Term Loan A's, Mezzanine loans, Letters of Credit, Bridge loans, and Second and Third lien term loans are excluded.

### **JP Morgan European Leveraged Loan Index (JELI)**

The J.P. Morgan European Leveraged Loan Index is designed to mirror the investable universe of the institutional European currency leveraged loan market, including only those loans which are Euro or Sterling denominated. Loans must have a current amount outstanding of 50mn or greater in local currency to be included in the index. Only institutional term loans, including second- and third-lien loans, and fully funded delayed draw term loans are eligible for inclusion in the index. Revolvers, Term Loan A's, Mezzanine loans, Letters of Credit, and Bridge loans are excluded.

### **JP Morgan CEMBI Diversified (CEMBI Div)**

The JP Morgan CEMBI Diversified is an index of US-dollar denominated debt instruments issued by corporate entities in emerging market countries. Eligible securities must have at least 37 months to maturity and new securities must have at least 5 years to maturity to enter the index. The legal jurisdiction of securities must be a G7 country; Euroclearable or settled through another institution outside issuing country. The minimum face value of bonds is USD500mn.

### **JP Morgan CEMBI Diversified High Grade index (EM IG)**

A rating sub-index of the CEMBI diversified whereby debt instruments must have an investment grade rating from two of three rating agencies amongst Moody's, S&P and Fitch. If rated by only two agencies instead of three, the lower of the two ratings must be investment grade.

### **JP Morgan CEMBI Diversified High Yield index (EM HY)**

A rating sub-index of the CEMBI diversified whereby debt instruments must have a sub-investment grade ('high yield') rating from two of three rating agencies amongst Moody's, S&P and Fitch. If rated by only two agencies instead of three, the lower of the two ratings must be sub-investment grade.

### **JP Morgan GBI-EM Global Diversified index (EM LC)**

The GBI-EM Global Diversified index consists of regularly traded, liquid fixed-rate, domestic currency bonds issued by emerging market governments to which international investors can gain exposure.



# ディスクレーム

当資料は、英国において、英国金融行為規制機構（FCA）に承認され、その規制を受けるブルーベイ・アセット・マネジメント・エルエルピー（以下、「ブルーベイ」といいます）が、これを提供します。ブルーベイは、米国証券取引委員会（SEC）にも登録されており、米国商品先物取引委員会（CFTC）から承認された全米先物協会（NFA）の会員です。また、米国においては、SECおよびNFAに登録されたブルーベイ・アセット・マネジメント・ユーエスエー・エルエルシーが、当資料を提供することができます。日本においては、関東財務局に登録されたブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッドが提供します。スイスにおいては、BNP Paribas Securities Services, Paris, succursale de Zurich, Selnaustrasse 16, 8002 Zurich, Switzerlandを代表者兼支払代理人とするブルーベイ・アセット・マネジメント・アーゲーが提供します。代表者の登記事業所を運用実績の所在地とします。スイスの代表者の登記事業所を管轄する裁判所を、スイスにおける持分の販売に関連する申し立てに係る管轄裁判所とします。目論見書、主要投資家情報書類（KIID）、定款ならびに年次報告書および半期報告書は、スイスにおける代表者から無料で入手可能です。ドイツにおいては、オルタナティブ投資ファンド運用会社規制（AIFMD：Directive 2011/61/EU）に準じて運用を行っています。オーストラリアにおいては、ブルーベイは、オーストラリア法とは異なる英国法に基づきFCAの規制を受けているため、金融サービスに関して、会社法に基づくオーストラリアの金融サービス免許を保有する義務を免除されています。カナダにおいては、ブルーベイは、証券法に基づく登録をしておらず、適用州証券法に基づく国際ディーラー免除の適用を受けて、適用証券法の定義による「承認済みカナダ顧客」として適格のカナダ居住者に対して、特定のディーラー業務を行うことを認められています。上記の登録および会員資格は、特定されたブルーベイの事業主体のいずれについても、免許の付与または登録の受理を行う各規制当局が、それらを認可または承認したものととして、解釈されるべきではありません。ブルーベイが知る限り、および信じる限りにおいて、当資料は作成日時点において真実かつ正確です。ブルーベイは、当資料に記載された情報に関して、明示的または暗黙的に一切の保証または表明を行うものではなく、その正確性、完全性または特定目的への適合性につき、全ての保証をここに否認します。当資料は、（FCAの定義による）「プロフェッショナル顧客」および「適格カウンターパーティ」、または米国においては、（1933年証券法の定義による）「適格投資家」もしくは（1940年投資会社法の定義による）「適格購入者」による利用のみを目的としており、その他のいかなる区分の顧客も当資料に依存するべきではありません。

当資料は、いかなる証券もしくは投資商品についても、いかなる法域においても、その売却の提案または購入の提案の勧誘を行うものではなく、情報提供のみを目的としています。ブルーベイの戦略は、目論見書及びサブスクリプションに関連する書類（以下、「募集資料」）に従って運用され、募集資料に記載された情報以外について何ら保証するものではありません。当資料は一般的な情報の伝達を目的としており、ブルーベイの運用に関する完全な記述ではありません。本資料と募集資料の情報が一致しない場合は、募集資料の情報が優先されます。ブルーベイの戦略にお申込みいただく前に、KIID又は目論見書の内容を十分にお読みください。またその内容について、専任のアドバイザーと独立性のあるレビューを実施し、投資のメリットやリスク、法務、信用、税務及び会計に関わる全ての取引の側面に鑑み、独自の判断を下されることを強くお勧めします。

過去の実績は将来の成果を示唆・保証するものではありません。

運用においては価格変動等の影響によって元本超過損が生じる可能性があります。当資料に記載されているいかなる目標について、その全部または一部が達成されることを表明するものではありません。為替レートの変化は投資価値に大きな影響を及ぼす可能性があります。デリバティブへの投資ではレバレッジが高くなる可能性があり、原投資の価格における比較的小さな動きが、銘柄の価格に大きく作用し、結果として価格の変動性が高くなります。ブルーベイの戦略には、その他のリスク要因や利益相反のおそれが含まれることがあります。

ブルーベイの戦略にお申し込みされるお客様は、投資に伴うリスクに耐えうる状況であり、投資される戦略への適合性を満たしている必要があります。また、戦略の投資目的が達成されることを保証するものではありません。ブルーベイの戦略は投機的な

側面を有する可能性があり、多大なリスクを伴うことがあります。レバレッジをかけたり、その他の投機的な手法による投資によって損失が拡大するリスクが高まる可能性があります。お客様は投資する資金の全額又はその多くを失う可能性があることをご理解頂く必要があります。本項で論じている投資及び戦略はすべてのお客様に適切なものであるとは限りません。何らかの疑念が生じた場合は、専任のアドバイザーに相談することをお勧めします。ブルーベイの戦略にお申込みいただく前に、目論見書又は募集資料の内容を十分にお読みください。

ブルーベイの戦略における投資は流動性が低いものもあり、流通市場が十分でなく、今後も発展しないかもしれません。ブルーベイのファンドの持分譲渡には制限があります。また、運用報酬や運用に関連する費用は運用による収益によって相殺されます。戦略で投資する銘柄の中には、複雑な税の処理を要するものがあり、重要な税に関する情報の提供に時間がかかることがあります。戦略における個別の投資に関する定期的なプライシング又は評価の情報を投資家へ提供することは要求されません。

パフォーマンス（グロス値）には分配金及び収益の再投資分が反映されていますが、手数料や費用等は含まれていません。パフォーマンスのリターン（以下、「リターン」）は、手数料や費用等の支払いにより減額されます。例えば、5年を超える期間で年率10%のリターンを獲得した場合、0.60%の運用報酬と0.20%のパフォーマンス報酬を合わせた分が差し引かれ、年率リターンは9.32%となります（これらの例示は報酬によるリターンへの影響を示したものであり、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません）。また、一般的に適用される運用報酬や運用に関連する費用は、ポートフォリオの運用による収益によって相殺されます。適用される手数料や費用等については、各戦略の募集資料又は目論見書を参照してください。

パフォーマンス（ネット値）には分配金及び収益の再投資分が反映され、手数料や費用等も含まれています。適用される手数料や費用等については、各戦略の募集資料又は目論見書を参照してください。

特に明記されていない限り、パフォーマンスのデータは未監査で、運用報酬やその他の費用等も含まれたネットでのパフォーマンスです。前述した通り、投資の価値は大幅に変動する可能性があり、投資額を回収できる保証はありません。投資家の運用資産の実際のパフォーマンス及びかかる費用等は、投資タイミング、売却又は償還によって変化するため、本資料に記載されているパフォーマンスに関する情報とは異なります。すべての投資には元本毀損を含むリスクが伴い、戦略の投資目的が達成されることを保証するものではありません。ブルーベイの戦略の詳細については、目論見書又は募集資料をご確認ください。

ブルーベイの事前の書面による同意なく、いかなる方法であれ、直接又は間接を問わず、当資料の全部又は一部を複製、再配布、譲渡又は公開することはできません。米国においては、SECに登録された投資顧問会社であるRBCグローバル・アセット・マネジメント（U.S.）インク（RBC GAM-US）が当資料を提供することができます。アジアにおいては、香港の証券先物委員会に登録されているRBCインベスト・マネジメント（アジア）リミテッドが当資料を提供することができます。RBCグローバル・アセット・マネジメント（RBC GAM）は、ロイヤル・バンク・オブ・カナダ（RBC）の資産運用部門です。また、RBCグループには、ブルーベイ、RBC GAM-US、RBCインベストメント・マネジメント（Asia）リミテッド並びにRBCグローバル・アセット・マネジメント・インクなどの独立した関連会社が含まれます。著作権はブルーベイに帰属します。ブルーベイはRBCの100%子会社であり、RBCおよびRBCのその他の関連会社の関係会社または関連会社とみなすことができます。®はRBCの登録商標であることを示します。RBC GAMはRBCの登録商標です。ブルーベイ・アセット・マネジメント・エルエルピーは、77 Grosvenor Street, London W1K 3JRを登記事業所とし、イングランドおよびウェールズに登録番号OC370085で登録されたパートナーシップです。無断で転載、複製等を禁じます。

Copyright 2019 © BlueBay. All rights reserved.



# ディスクレームー

会社名	: 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	: 投資運用業、投資助言・代理業、第二種金融商品取引業の登録を受けた金融商品取引業者です。
登録番号	: 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号
加入協会	: 当社は一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会の会員です。また当社が対象事業者となっている認定投資者保護団体はございません。 <苦情・紛争連絡先> 特定非営利活動法人証券・金融商品あっせん相談センター 電話 0120-64-5005（フリーダイヤル）
手数料等	: 当社の提供する投資一任業に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。 エマージングプリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマージング短期総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマージング債アンブレイク戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバルプリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20% / レバレッジド・ファイナンス・トータル・リターン戦略：年率 0.75%（税抜） 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（ダイレクト・レンディング戦略については、管理報酬その他管理事務に関する費用等が投資先外国籍リミテッド・パートナーシップにおいて）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くか、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。
投資リスク	: <b>ダイレクト・レンディングを除く戦略</b> ：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。 <b>ダイレクト・レンディング戦略</b> ：投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、外国籍リミテッド・パートナーシップへのリミテッド・パートナーシップ契約の締結を通じて、実質的に投資先企業への貸付債権および社債、転換社債等の債務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。これら債券証券等の資産には、主に以下のリスクがあり、市場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券等の発行会社または貸付債権の借入人の財務状況の悪化等による有価証券等もしくは貸付債権の価格の下落または貸付債権の回収不能等により、投資先外国籍リミテッド・パートナーシップの価値が下落し、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、信用取引や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。 <b>価格変動リスク</b> ：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク <b>為替変動リスク</b> ：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク <b>信用リスク</b> ：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 <b>流動性リスク</b> ：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 <b>カントリーリスク</b> ：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。

## 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、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。