



ひとりごちてみる

インフレさよなら、インフレ万歳

投資家にとって、インフレ見通しが最重要となっています。ブルーベイでは、特に米国のインフレ率は、多くの投資家や政策当局者の予想以上のペースで上昇し、持続性もあるとの見方から、米国債利回りにさらなる上昇圧力が掛かると考えています。景気後退からの回復とともに、インフレ率が低水準から緩やかに上昇するというリフレ環境において、リスク資産は一般的に力強いプラス・リターンになる傾向があります。しかし、インフレが平均を上回る水準から更に上昇傾向にある場合では、過去を振り返ると、リスク資産のリターンは長期平均を下回るパフォーマンスとなる傾向があります。

COVID-19危機への前例のない財政・金融政策に加えて、パンデミック前から現れていたトレンド、すなわち脱グローバル化、依存率（労働人口に対する非労働人口の割合）の上昇、資本よりも労働を重視するポピュリズムへのシフト、といったことは、2010年代の「低インフレ」時代の終焉が訪れていることを物語っているように思います。もしそうであるならば、周期的にやって来るデフレへの恐怖や、高い相関を持つ「リスク・オンとリスク・オフ」市場、絶えることのない量的緩和（QE）（QE-infinity）といったことに左右される投資環境から、資産市場がファンダメンタルズにより強く反応し、資産のリターンがもっとバラバラで、違いのある環境に投資風景が変わることになるであろうと考えています。

需要が供給を上回る景気回復

COVID-19パンデミックは、商品価格の急落に象徴されるように、総需要が供給以上に減少する中で、グローバル経済にデスインフレのショックをもたらしました。

ソーシャル・ディスタンスなどの制限の緩和と需要が回復するに連れ、パンデミックや、これに関連した制約の影響を最も大きく受けたモノやサービスの価格、そしてコモディティ価格に反発が見られています。

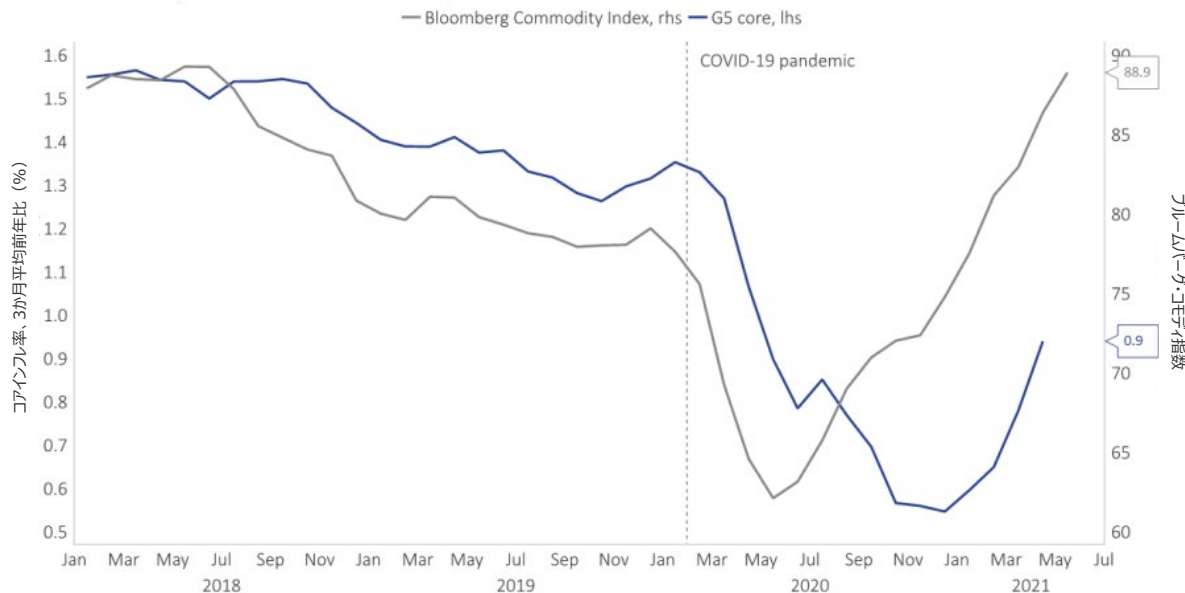
2021年6月7日



デビッド・ライリー
パートナー
チーフ・インベストメント・
ストラテジスト

この数か月の前年比インフレ率の上昇は前々から注目されていたものの、市場予想を上回るペースであることから、パンデミックがもたらした当初のデスインフレの影響を短期間で払拭するだけに止まらないインフレ率の上昇に至るのではないかと議論が投資家間で起きています。ブルーベイでは、継続している財政及び金融支援の規模の大きさと全面的な経済再開によって、コンセンサス予想や期待よりも急速な経済成長と持続的に高いインフレがもたらされると考えています。

図1:パンデミックはデスインフレをもたらした

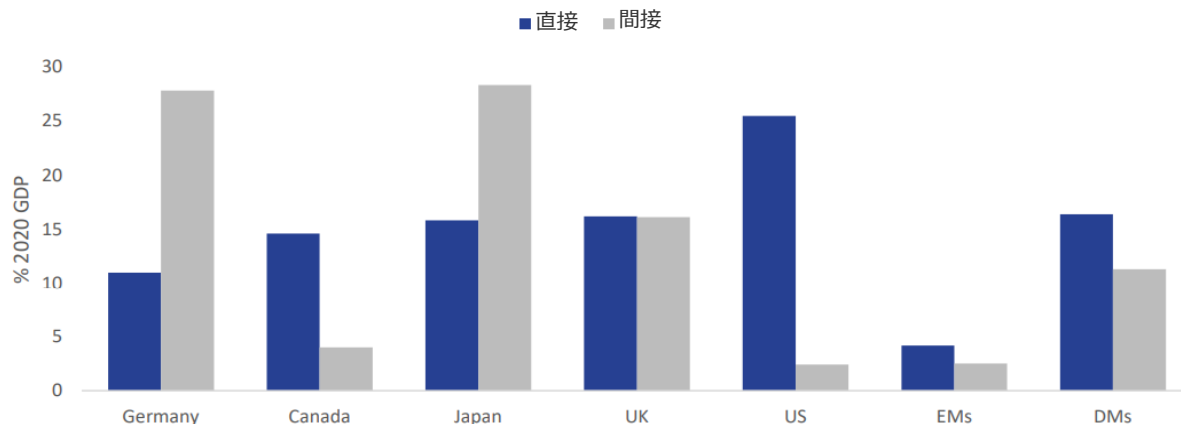


注：単純平均計算した米国、中国、欧州圏、日本、英国のコアインフレ率の推移。

出所：Macrobond, ブルームバーグ、国際通貨基金（IMF）World Economic Outlook, 直近のデータは2021年4月時点

COVID-19による医療危機と経済危機への対応として大規模な財政政策が実施されました。IMFが推計したグローバルで見た財政支援規模は、パンデミック発生後に16兆米ドルに達し、米国だけでも5兆米ドルの支援が行われています¹。COVID-19危機に対する直接的な財政支援規模では米国が突出していますが、欧州も年初のウイルス感染第3波とロックダウンに対して政府が経済支援を延長したため、今年の財政政策の規模は2020年と比較して拡大しています²。バイデン政権は、数年に亘る計画とは言え、約3兆米ドルの追加支出を提案している一方で、欧州では、7,500億ユーロの復興基金が、来年以降のより拡張的な財政政策の資金源となる予定です。

図2: Covid – 19に対する財政支援



注：直接的な財政支援に、追加支出と見込み予算が含まれます。間接的な財政支援は、ローンや株式、信用保証などが含まれます。

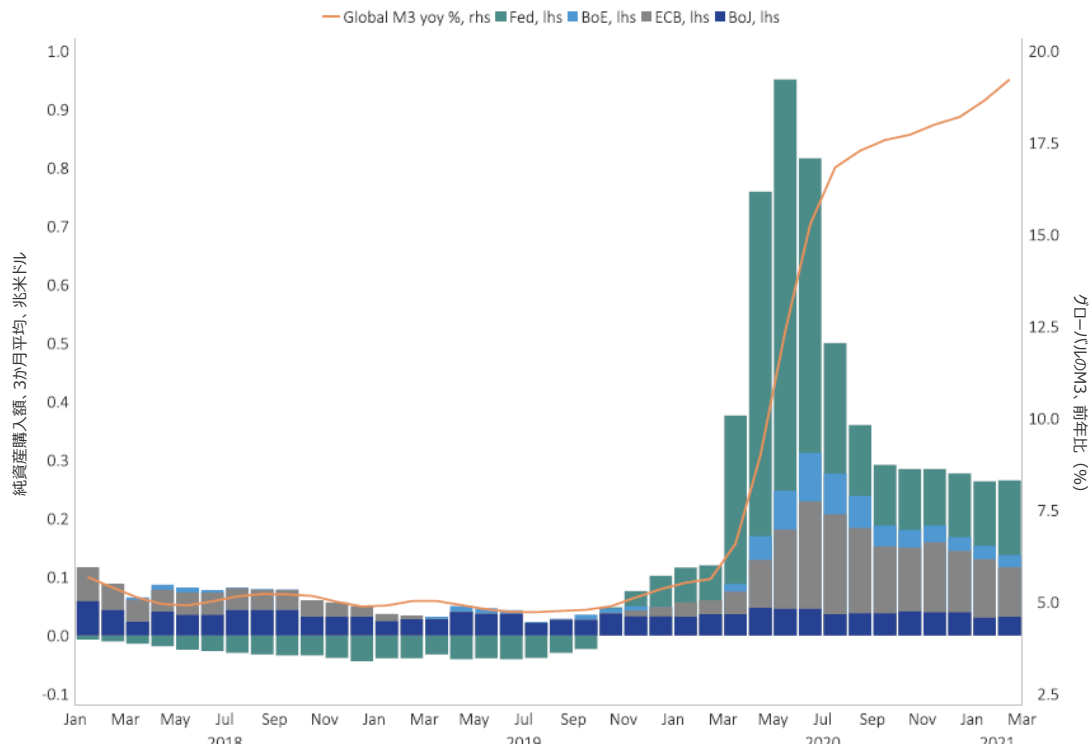
出所：IMF Fiscal Monitor, 2021年4月

1:IMF Fiscal Monitor, 2021年4月

2:ユーロ圏:2021年度財政支援は予想を上回る規模、UBS Economics, 2021年5月21日

Covid-19による医療及び経済危機に対する前例のないの財政対応は、超低水準の政策金利や中央銀行による大規模な資産購入によって支えられています（2020年3月以降の買入額は約6兆米ドルに上る）³。グローバルで見られるマネーサプライの急増は、多すぎるマネーが少なすぎる投資先を追いかける状況を作り出しはならず、民間部門のマネー保有量の増加と一致しています。企業は潤沢な現金を保有し、家計の銀行預金の水準はパンデミック前をはるかに超えています（中央銀行の準備金残高の増加と対になっています）。パンデミック及びロックダウンがもたらした家計の「余剰預金」は、米国では1.5兆米ドル、ユーロ圏では3,500億ユーロ、英国では1,500億ポンドと推定されています。金融資産を含む支出に余剰預金がどのようなペースで充てられるかは不確かですが、今後数年間に亘って需要を押し上げる重要な要因となるでしょう。

図3:G4中央銀行の購入資産及びグローバルで見たマネーサプライの推移



注：日本銀行（BoJ）及び欧州中央銀行（ECB）、米連邦準備制度理事会（FRB）の月次資産購入額。グローバルのM3はマネーサプライを測定、前年比の増加率を示している。

出所：Macrobond, 主要中央銀行, OECD, ブルーベ이의推計, 直近のデータは2021年4月時点

パンデミック及び財政政策による対応の結果、平時にはあり得ない規模で政府債務の増加が発生しました。中央銀行による利下げや量的緩和（QE）、そして広範な名目および実質（インフレ調整後）の債券利回りの低下により、債務返済コストは歴史的な低水準となっています。QEによって、中央銀行の国債保有比率が増え、政府の借入コストは低下しますが、政府債務の実効デフレーションを短くして、短期金利の上昇に対する政府債務の返済コストの感応度を高めてしまうことになります⁴。緊縮財政に対する政治的な意欲が低い中、中央銀行の独立性は、金利を長期間に亘り低水準に留め、インフレを通じて公的債務の実質的負担の軽減を望むポピュリストで、より介入的な政府によって損なわれる可能性があります。金融政策に対する実質的な「財政支配」は、インフレ期待を高めると見えています。

投資家や中央銀行がインフレ圧力を精査する上で、さらに複雑にさせているのが労働市場の状況です。米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は、パンデミック前と比較して800万人以上の雇用が減少していることから、経済は完全回復の状態から程遠く、インフレ圧力は弱いと強調しています。しかし、パンデミック時に政府が介入を強めたほか、供給のミスマッチなどにより、ヘッドラインの失業率が示すよりも労働市場は逼迫している可能性があります。これまでの不況時よりも失業率の上昇に反して賃金はより耐性を持っており、「完全雇用」に達する前でも賃金圧力が高まる可能性があります。

3:ブルーベイが推定する2020年3月から2021年4月までのBoJ、英国中央銀行（BoE）、ECB、FRBによる資産購入額。

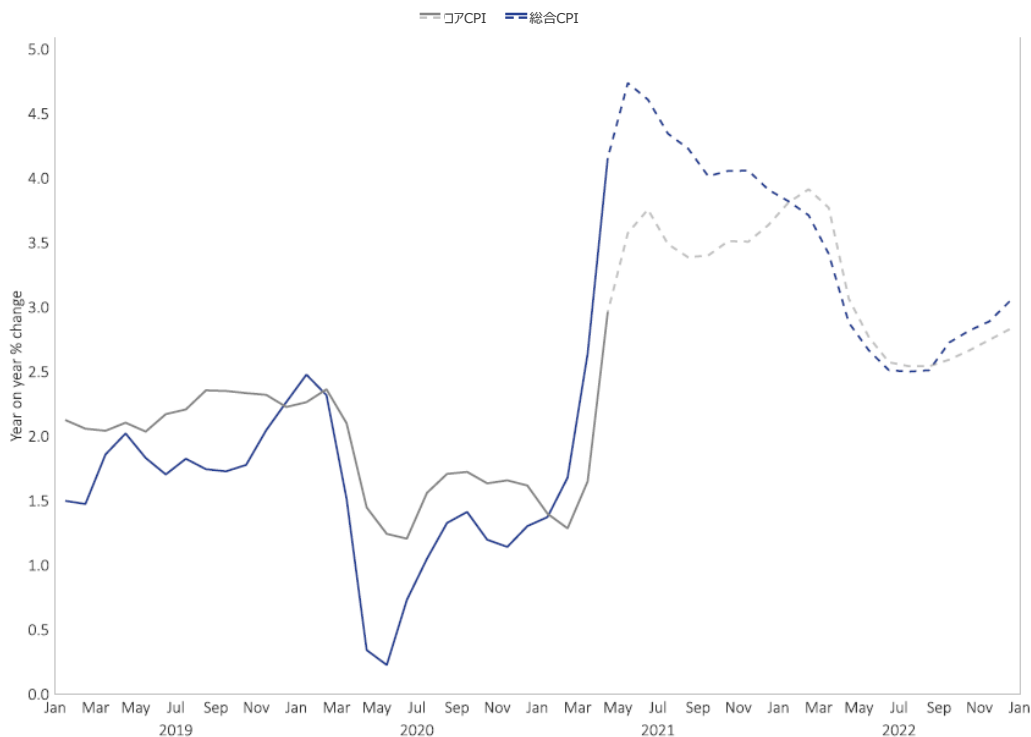
4:政府の利払いについて、QEは事実上、政府が民間セクターに支払う長期固定金利を中央銀行に預ける商業銀行の預金（中央銀行の国債購入に相当する）の変動金利と交換することを意味する。政策金利が上昇すると、国債の固定金利と比較して預金金利の支払いが増加し、その差が政府に支払われる中央銀行の利益の減少に反映されます。

より高水準かつ粘着性の強いインフレ

短期的にインフレ率の上昇に直面しているのは米国のみではありません。欧州においても、2021年はインフレ率が急上昇するとみられており、総合インフレ率はユーロ圏及びドイツでそれぞれ、2.5%及び4%近辺で今年11月頃にピークを付けると予想されています。その主因は、昨年比で見たベース効果と、一時的な付加価値税（VAT）減税の期限切れであるとみられますが、直近発表された市場予想を上回る購買担当者景気指数（PMI）は、4-6月期の経済回復が市場予想を上回る可能性のみならず、米国及び世界中における価格上昇の特徴である、供給面での制約によって価格圧力が高まる可能性があることを示唆していると考えられます。また、供給が完全に回復し、パンデミック後の働き方や余暇の過ごし方の変化によって生まれた、より恒久的な需要パターンの変化に対応するには、想定以上の時間が掛かる可能性もあります。

ブルーベイの米消費者物価インフレ予想では、供給面での制約や経済活動再開による効果が落ち着く今年後半に掛けて、月次のインフレ率が減速に向かうことが示されています。しかしその後2022年を通じて、ゼロ金利や財政刺激策、余剰預金の引き出しなどが相まって需要が供給を上回る状態となり、インフレ率は再び上昇に向かうとみています。具体的には、前年比コア消費者物価指数（CPI）が、2022年を通じて2.5%から3%近辺で推移すると予想しています。このような水準は、インフレ率が目標を上回る状態を当面は容認するというFRBのガイダンスと概ね一致します。

図4：米インフレ見通し

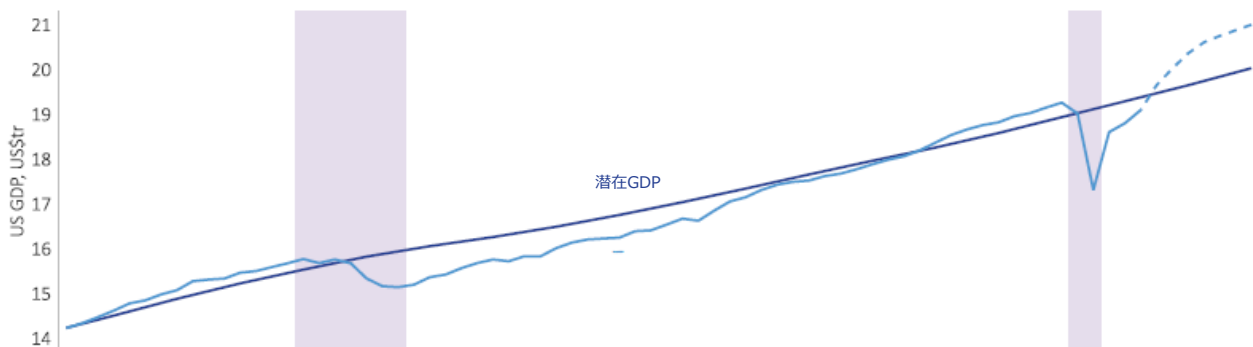


出所: Macrobond; ブルーベイの予想（点線）；直近の実績データは2021年4月時点

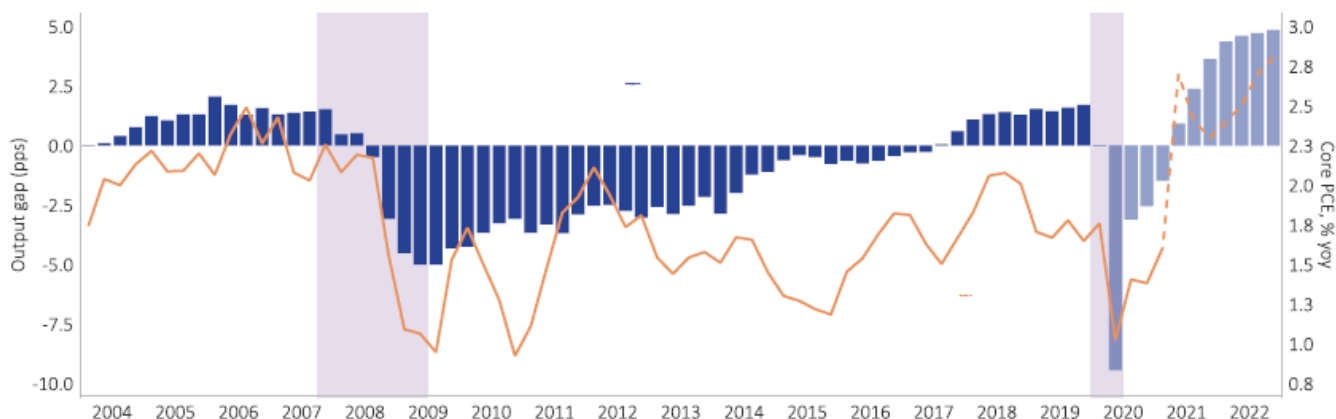
ブルーベイでは、経済活動再開やベース効果の影響が薄れたとしても、予想よりも力強い景気回復において総需要が供給を上回ることで、需給ギャップが中央銀行の想定よりも早く解消に向かい、インフレ圧力は高止まりするとみています。ブルーベイの米国及び欧州経済見通しはFRB及びECBの見通しと比較して楽観的で、とりわけ米国経済に関しては、今年後半に長期潜在成長率を上回る成長を続け、2022年にはトレンドを上回る成長を見せると予想しています。プラスの需給ギャップは物価上昇につながり、米経常赤字の拡大をもたらすとみています。

図5: 米国の需給ギャップ及びPCEインフレ予想

潜在及び実績実質GDP



需給ギャップ&PCEインフレ



注: 潜在GDPはCBOの予測; 実質GDPはブルーベ이의予想; 網掛け部分は米リセッション期
出所: CBO, Macrobond; ブルーベ이의予想; 直近の実績データは2021年1-3月期

一方、ユーロ圏経済は米国経済と比較してより多くの余地を残しており、比較的楽観的な2023年後半までのブルーベいの経済見通しに基づいても需給ギャップは完全に解消されないとみられ、インフレを削ぐ要因になるとみています。

一時的かどうかは期待インフレの問題

大半のエコノミスト及びより重要なことに、多くの中央銀行高官は、ここ最近のインフレ率の上昇を一時的なものであるとみなしているようです。その要因としては、ベース効果、コモディティ価格の上昇、経済活動再開の一時的な効果が挙げられています。一部の市場参加者のコメントに反して、金利及び債券市場ではそのようなインフレ上昇が一時的であるとの見方を試す動きはこれまでのところ見られていません。しかし、それではどの程度の水準までインフレ率が上昇し、どの程度の期間そのような状態が続けば、もはや一時的であるとみなされなくなるのでしょうか。その答えは、インフレ期待の進展にあるとみています。仮に、経済活動再開や供給面での制約が価格に与える影響が最終的に一時的に留まったとしても、ブルーベイが予想する通りに高インフレが続けば、期待インフレ率は高止まりし、2022年及びその先まで政策金利が現状の水準に留まるとの中央銀行及び市場参加者の見方を試すことになるとみています。

消費者及び事業調査、さらに市場に織り込まれた期待インフレ率は、特に来年に掛けて上向き傾向にあります。中期的にはそれほどではありませんが、米国の期待インフレ率は上昇傾向に傾いており、期待インフレが言われているほど低位に留められていないことを示唆しているとともに、FRBが新たに取り入れた平均インフレ目標のアプローチにおいて、よりハト派かつ「インフレに寛容」になっていることを示唆しています。インフレ・スワップのオプション市場に織り込まれた、今後5年間で米消費者物価指数(CPI)平均が3%を上回る確率は40%近くで、専門家を対象とした調査ではインフレ見通しが上振れる可能性の方が大きいとされています。

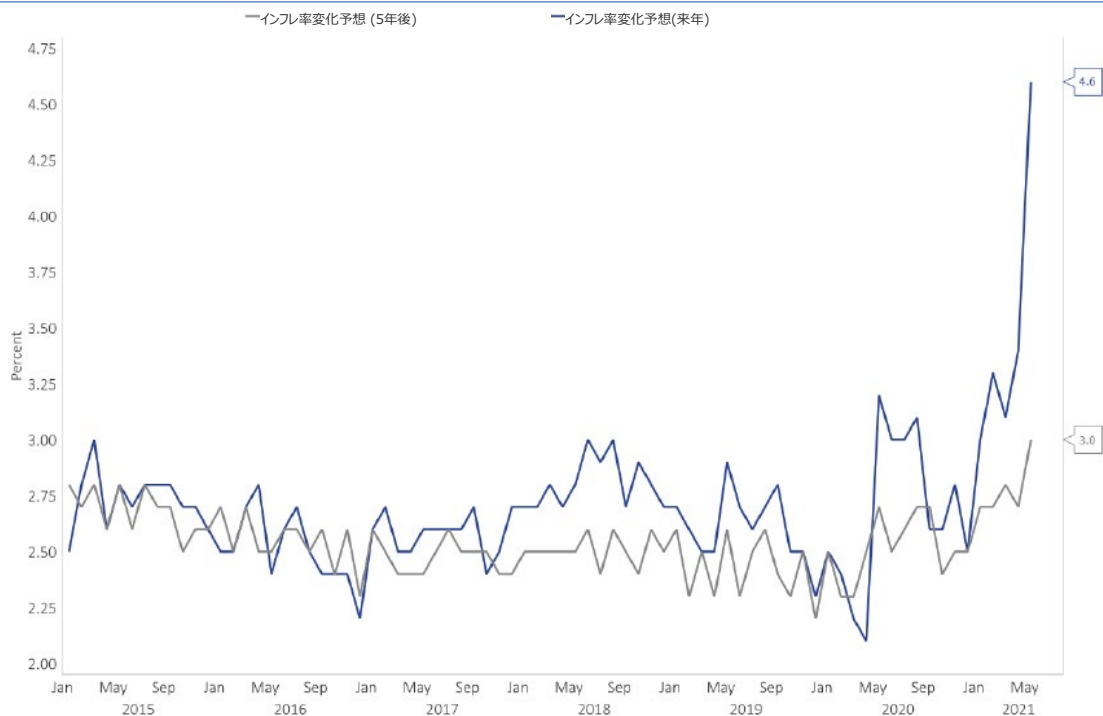
図6: オプション市場に織り込まれた今後5年間の米インフレ予想



注: 今後5年間の米CPI平均が3%を上回る確率は、米インフレ・スワップのオプション価格から算出
出所: ミネアポリス連銀, 2021年5月28日

中央銀行は、インフレ目標に対するコミットメントの信頼性を極めて重要視します。1970年代から1980年代初頭に掛けての恒常的なインフレの主たる要因は、金融政策における信頼性の欠如であったとも言えるでしょう。原油価格の上昇による一時的なインフレへのショックは、将来のインフレ期待の上昇を加速させ、賃金上昇とのスパイラルを招き、1980年代初めのリセッション及びポール・ボルカー氏が議長を務めていたFRBによる引き締め策によってようやく落ち着きました。市場や企業、労働者らが、FRBは高インフレの継続を阻止するであろうとの信頼を維持する限り、インフレ率が恒常的に2桁となる状況が再来する可能性は極めて低いとみています。

図7: 米消費者物価インフレ率予想



出所: ミシガン大学による消費者調査, 直近の月次データは2021年5月

しかし、仮に中央銀行が、政治的な圧力、回復の力強さや賃金及び価格圧力の高まりに対する過小評価などを背景に、インフレ上昇への対応をためらい、それが遅れた場合、インフレ及び期待インフレは急加速し、成長にリスクとなり兼ねない、より大胆な金融政策対応を余儀なくされることでしょう。

ビハインド・ザ・カーブ

FRBは、平均インフレ目標を採用することによって、インフレ上昇の許容幅を拡大させました。インフレ率が過去、FRBの目標である2%を下回ってきた期間は過ぎ去ったこととはならず、インフレのオーバーシュートを容認することで相殺されます。ECBは、インフレ目標の対称性を強化するとみられ、今年後半に戦略的見直しを完了する際に、インフレ目標を「2%近辺」から2%へと引き上げる可能性もあります。複数年に亘る、インフレが目標を下回る「ローレーション」期を経て、主要中央銀行は経済が「過熱気味」となることを容認し、インフレが目標に達するもしくはそれを上回るまでは現状の緩和策縮小を待つ方針に転換しているようです。

インフレ上昇に対して、もし主要中銀が「ビハインド・ザ・カーブ（後手に回る）」状態に陥れば、投資家はそれに伴うインフレリスク及び政策金利見通しの不確実性の高まりを踏まえて、長期債に相応の追加利回りを求めることになり（いわゆるターム・プレミアム）、国債利回り曲線はスティーブ化するでしょう。中央銀行、とりわけ、巨額の財政刺激策やペントアップ需要を追い風とした米経済回復の力強さを踏まえると、FRBが直面する危険は、ひとたび政策引き締めを開始すれば、目標を上回っているインフレ率を押し下げられるために、利上げを早急かつ大胆に行わなければならないことでしょう。能動的ではなく受動的な政策対応、つまりインフレ期待の上昇ではなく実際のインフレの上昇への対応を行う政策においては、好景気のあとにその崩壊が訪れるリスクを高めてしまうと考えられます。

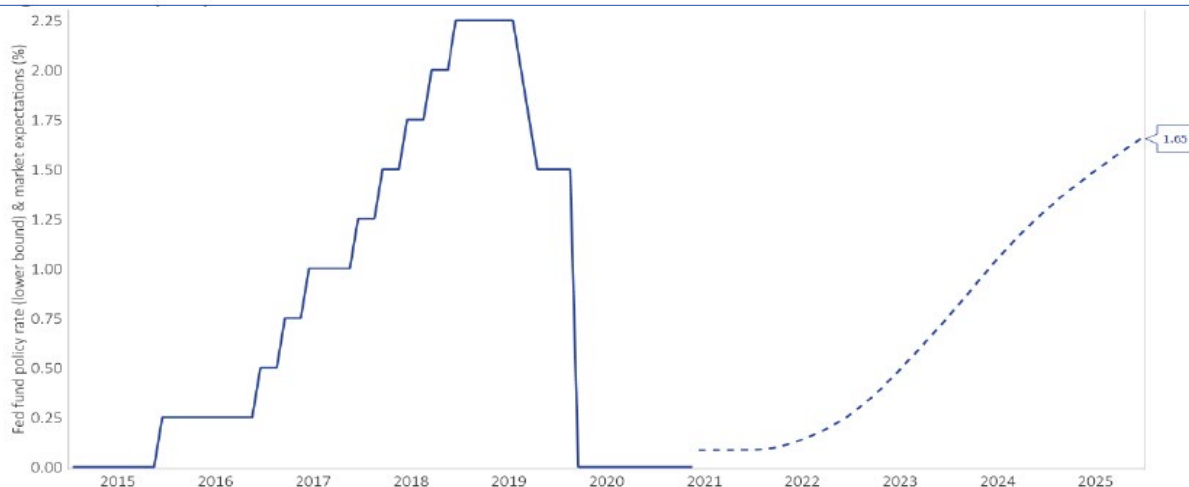
米国債利回りの上昇を予想

米10年国債利回りは今年に入って約70bps上昇していますが、その3分の2は市場の期待インフレ率の上昇に起因するもので、実際に期待インフレ率は数年来の高水準に達しています。期待インフレ率の上昇は、米国（及びグローバル）成長見通しの上方修正も反映した動きであると言えるでしょう。その背景には、昨年末のバイデン大統領誕生、さらに今年1月初めのジョージア州での上院決選投票における民主党候補者の勝利によって、民主党が上院の主導権を握ったことによって、巨額の追加財政支出に対する期待感が高まったことが挙げられます。

成長及びインフレがFRBの予想を上回る中、FRBは今年9月にも月額1,200億米ドルの債券買入プログラムの縮小を2022年1月に開始すること、さらに純資産購入を2022年10-12月期までに終了することを発表する可能性があるとも見ています。FRBは、2013年5月の「テーパー・タントラム（いわゆるバーナンキ・ショック）」の繰返しを避けるよう、緩和策縮小の発表には細心の注意を払うとみられますが、幾らかのボラティリティ上昇や米国債利回りの上昇は覚悟する必要があるとみられます。

足元では、2023年1-3月期にゼロ金利からの最初の利上げがあり、その後1年間にわずか50bpsずつの利上げがあり、2025年末でも政策金利が1.75%程度に留まっているというシナリオが織り込まれています。ただし、インフレが持続的に目標を上回って初めて対応するという、能動的よりも受動的な姿勢をとっていることにより、ひとたびFRBが利上げを開始すれば、利上げペースは速くなり、到達点は足元に織り込まれているよりも大幅に高い水準となることが予想されます。

図8: 市場に織り込まれた米政策金利見直し

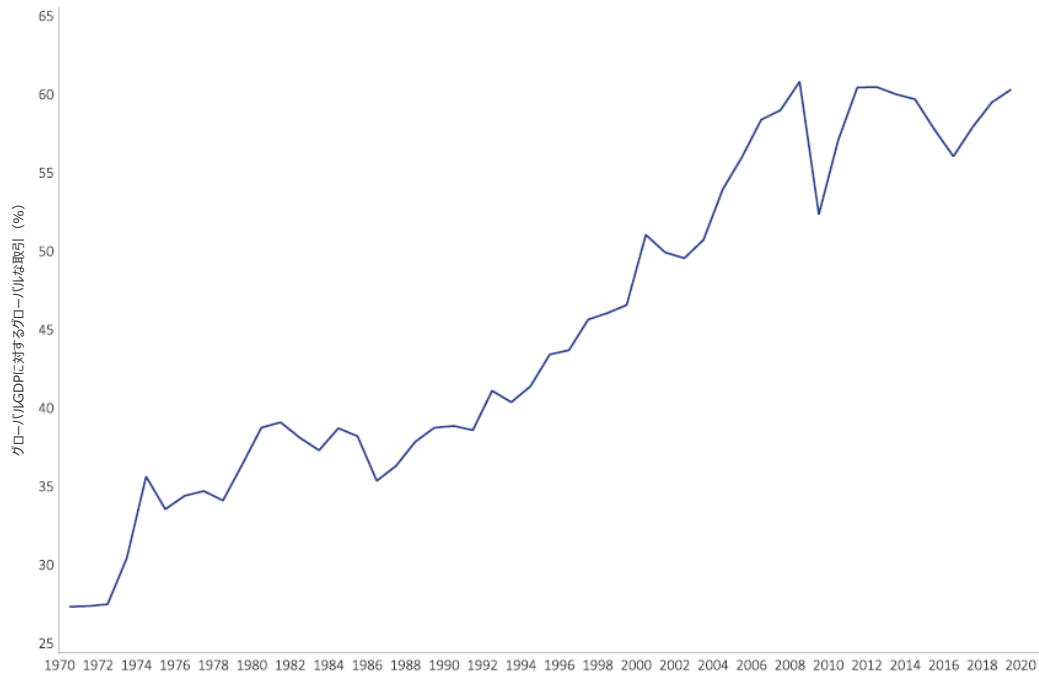


ブルーベイでは、名目及び実質米国債利回りが、フォワード市場で織り込まれているよりも高い水準に上昇するとみており、ポートフォリオでは金利デュレーションを短期化することが賢明であると考えているほか、短期クレジット債や変動金利ローン、CLO、高利回りクレジット債、エマージング短期債などを選好しています。

インフレの構造的要因

中国及びエマージング国がグローバル経済における台頭によって、多大な労働力が市場に供給された結果、国内経済の状況に対するインフレの感応度は低下しました。つまり、国内での「フィリップス曲線」がフラット化しました。しかしブルーベイでは、長期的なデスインフレ圧力としてのグローバリゼーションはピークを越えたとみています。また、新型コロナウイルスのパンデミックは、自由なグローバリゼーションに対する政治的及び政策的な抵抗を強める役割を果たしたと言えるでしょう。さらに、地政学的な緊張が各国政府による生産の「国内回帰」奨励を促す要因となっている中で、今回のパンデミックは、マイクロチップやワクチンなどの極めて重要な製品のグローバルなサプライチェーンにおける脆弱性を表面化させました。

図9: グローバリゼーションのピーク



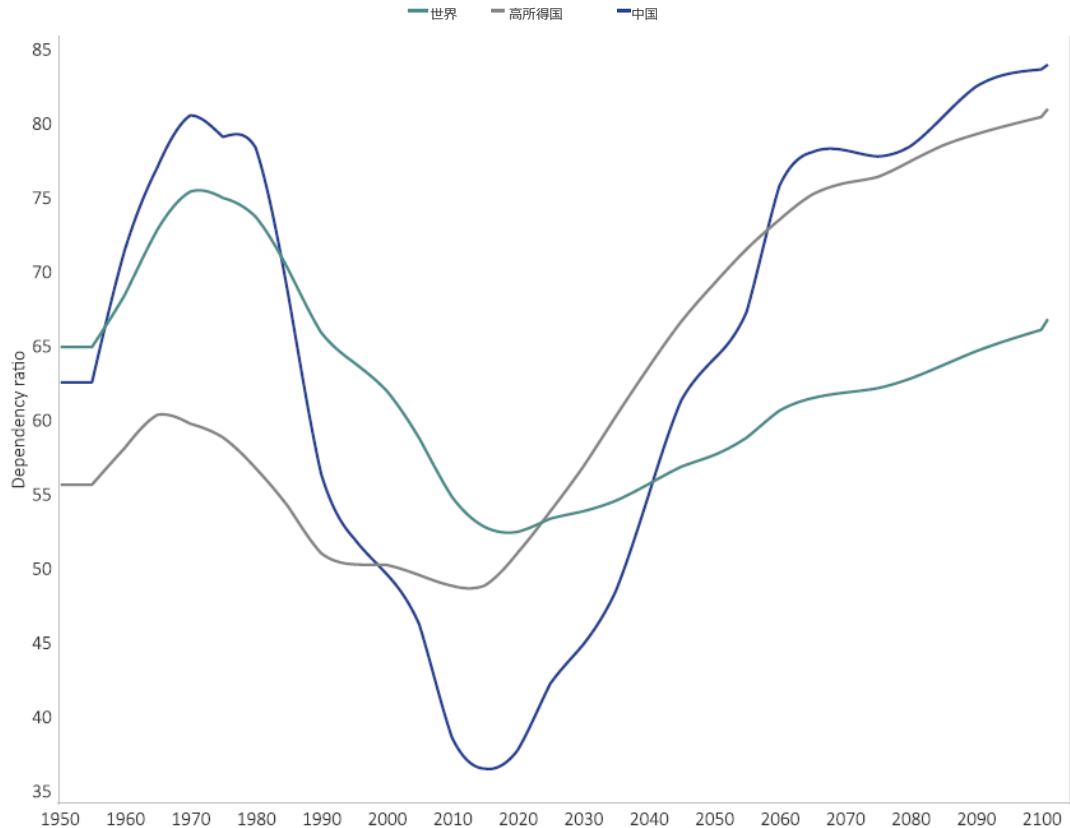
出所: 世界銀行, IMF, 2019

グローバリゼーションは、世界的な貧困の減少に結びついたともされていますが、労働よりも資本を重視し、多くの国における経済及び社会的格差拡大の一因となりました。そのような格差拡大へのよくある要求として、保護主義の台頭や最低賃金引き上げへの政治的・支持拡大、世界的な最低法人税率導入への動きに結びついており、いずれもより広範に見た、資本よりも労働を重視する方向への政治的シフトの兆候であると言えるでしょう。

さらに、グローバル経済にデスインフレ方向への圧力を加えていた人口動態的なトレンドも後退しつつあります。このことは、中国の労働人口縮小に最も顕著に見て取れます。依存率（労働人口に対する非労働人口の割合）は世界的に上昇しています。高齢化社会及び依存率の上昇は、高齢の退職者が消費に充てるために預金を引き出すことにより、総貯蓄額が減少していくことを意味し、実質金利の上昇圧力となるほか、労働者不足及び労働者側の交渉力の高まりにつながる可能性があります⁵。

注5: Goodhart and Pradhan, The Great Demographic Reversal: ageing societies, waning inequalities and an inflation revival, 2020

図10: 依存率の上昇



注: 非労働人口 (15歳未満及び66歳以上) を労働人口 (15歳から65歳) で除したものの。

出所: 国連世界人口予測, 2019年7月

しかし、日本を例に見て取ると、寿命の長期化も必要とされる預金額（及び安全資産への需要）を引き上げているほか、労働人口の減少は投資ニーズの減少につながり、インフレ及び実質金利に対する下押し圧力となっています。

人口動態の変化が成長やインフレ、長期実質金利に最終的に与える影響は複雑ですが、世界的に依存率が転換点に差し掛かっていることは、ディスインフレ圧力としての人口動態の力を弱めることになると予想しています。

一方で、技術革新は力強いディスインフレ圧力として存在し続けるとみています。技術革新によって生産性が向上し、新たな技術を搭載した製品の相対価格を押し下げる要因になるとみています。さらに、デジタル化の流れは、そのような技術革新による恩恵を、より広範な産業にもたらす役割を果たすでしょう。自動化が労働の置き換えによって生産コストが既に低下し、所得における労働のシェアを減らす傾向にあるサービス業も、その恩恵を受けることになるとみています。

インフレ及び実質金利に影響を与える可能性のある、重要かつ長期的な進展はその他にもあります。高水準の債務及び負債の増加はディスインフレ圧力となりますが、同時に政府が公的債務の実質ベースでの負担を削減するために高インフレを許容するインセンティブを与えることにもなります。気候変動や炭素排出量を削減する政策は、最終価格を押し上げ、インフレ率の変動性を高める可能性があります。

ここ数十年間でディスインフレを主導してきた2つの大きな要因、すなわちグローバリゼーション及び人口動態トレンドは足元で後退していますが、技術革新という強力なディスインフレ圧力は残っています。社会的及び政治期背景は、資本よりも労働の価値を高めており、実績及び予想インフレに対する賃金の感応度を高めています。インフレの構造的要因がもたらす最終的な影響は複雑かつ変化に富んだものになるとみられますが、リスク・バランスはデフレからインフレへと移行していると考えています。

投資家は難しい選択を迫られる

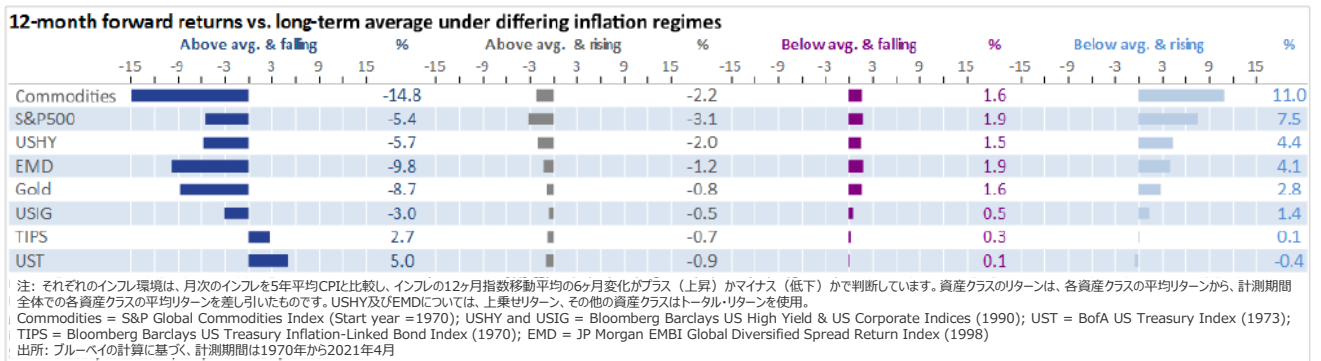
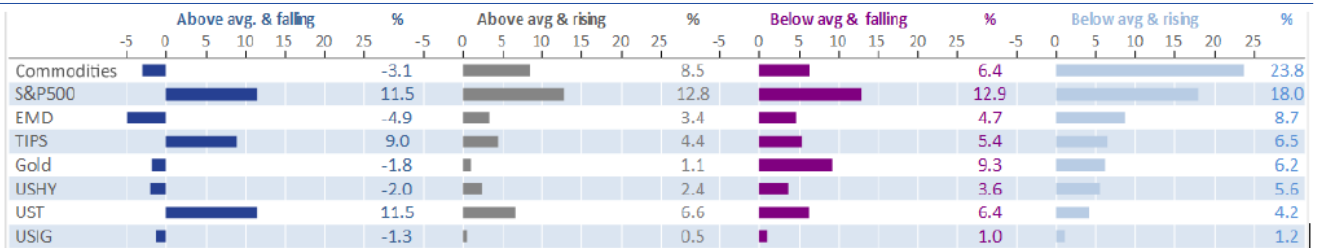
インフレ・リスクが高まる中でポートフォリオを運用する投資家にとって、容易な選択肢はありません。インフレの加速やインフレ水準の上昇、更に広範な成長及び政策環境は、資産の相対パフォーマンスに影響を及ぼします。1970年代の持続的なインフレは、当時の弱い成長とも関連付けられ（スタグフレーション）、債券及びキャッシュの実質リターンはマイナス、株式のリターンはかろうじてプラスとなるに留まりました。インフレ率の上昇は、多くの投資ポートフォリオの根底となっている債券と株式リターンの負の相関を弱め、場合によっては反転させることにもつながります。コモディティ及び金は、1970年代のインフレ期にはヘッジ効果を発揮しましたが、より緩やかなインフレ上昇環境下において、金が効果的なヘッジとなることを示す十分な証拠はいまだありません。

ドラマチックさには欠けるものの、投資家にとって重要な意味合いを持つのは、「ローフレーション」期から緩やかなインフレ期への移行です。グローバル金融危機以降の「ローフレーション」期は、インフレが持続的に中央銀行の目標を下回り、時として経済成長のわずかな減速に対してもデフレ懸念が台頭することで、無限の量的緩和（QE）（QE-infinity）と下限近辺の政策金利が正当化される状況によって特徴付けられます。

ブルーベイでは、「ローフレーション」期から緩やかなインフレ期への移行は、痛みを伴う可能性がありながらも、投資家にとってポジティブであると考えています。デフレ懸念や中央銀行の流動性見通しをきっかけとした、グローバル金融市場におけるドラマチックかつ高相関の「リスク・オンとリスク・オフ」の動きよりも、資産価格が主にファンダメンタルズや相対価値によって変動するとみられ、資産リターンの格差及びばらつきが予想されるためです。

図11の上段の表は、異なるインフレ環境下（左から、①5年平均を上回る水準からインフレが低下②同水準からインフレが上昇③5年平均を下回る水準からインフレが低下④同水準からインフレが上昇）における主要な米国資産の12ヶ月フォワード・リターンの中央値を示しています。また下段は、12ヶ月フォワード・リターンから長期平均リターンを差し引いたものです。

図11: 異なるインフレ環境下における各資産クラスの12ヶ月フォワード・リターン



最も左側のシナリオ①と、最も右側のシナリオ④は、ビジネス・サイクルの後期及び初期の特徴的なパターンを示しています。足元の景気回復（サイクル初期）では、依然インフレ率が目標を下回るものの上昇基調にあり、コモディティや株式、エマージング債を含む高利回り債などの成長敏感なリフレ資産が、デレーションの長い「安全」資産をアウトパフォームする傾向にあります。またそのような環境下では、インフレ連動債（TIPS）が名目国債を上回るパフォーマンスとなる傾向があります。

インフレが平均を上回る水準から更に上昇傾向にある場合②には、資産が全般的に長期平均を下回るパフォーマンスとなります。やや意外にも映りますが、同計測期間では、インフレが平均を下回る水準からさらに低下している（③「ローフレーション」）状況下で、金が他資産をアウトパフォームしています。これを踏まえると、金よりもむしろ、コモディティがインフレ上昇へのヘッジとしてより効果的であると言えます。

ディスクレームー

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

■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	マーキング債	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。

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