



# 成熟する金利サイクル

## 短期金利がピークをつける中、ポートフォリオのリバランスを検討すべき

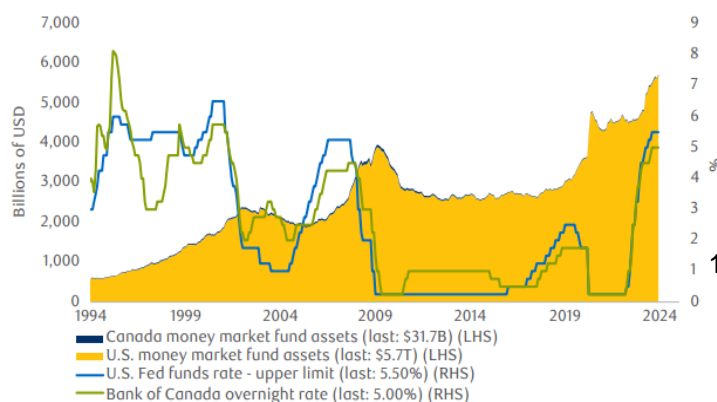


ダニエル・エドワード・チョノス、CFA  
最高投資責任者 (CIO)  
RBCグローバル・アセット・マネジメント

パンデミックとそれに伴う短期金利の急上昇を背景に、キャッシュとマネー・マーケット投資の残高は大幅に増加しました (図1)。短期債はここ数十年来の魅力的なリターンを提供する一方で、中央銀行のインフレとの戦いによって経済や市場は危機に晒され、不確実性が高まっています。短期目線の投資の問題は、まさにそこにあります。リターンが確認出来るのはその満期までのみであり、投資家は再投資日に他の投資可能な資産に資金を移し替える必要があります。いずれは、中央銀行の目標達成とともに金利は低下し、短期資産への投資リターンが押し下げられる一方、よりリスクで長期目線の、変動が大きい資産のリターンは上昇するとみています。これには債券や株式などの資産が当てはまります。

短期債の金利は足元で長期債をやや上回る水準で推移していますが、その金利差がしばらく維持されるという見方もあれば、インフレの鈍化基調が反転する場合は拡大するとの見方もあります。ただし、今日の利回り水準での投資の決断に時間を掛けすぎるとはより大きなリスクになると考えています。主要中央銀行がここ数ヶ月間で金融引き締め策に見切りを付け、2024年初に実際引き締めを終了しようとする中、「通常」の水準以上にキャッシュや短期投資を積み増してきた投資家は、ポートフォリオのバランスを元の状態に戻すことを検討し始めるべきでしょう。幸い、多くの人にとって短期資産の代替となる債券は、足元でより魅力的な利回り及び価格評価(バリュエーション)を提供しており、過去15年と比較してポートフォリオに与える効果は良好となっています。

図1：米国及びカナダのマネー・マーケット金融商品の資産残高



注記：2023年11月15日時点  
出所：ICI、カナダ中央銀行、Bloomberg、RBC GAM

## 金融引き締め

受け入れがたいほどの高インフレへの対応として、やや遅かったとの見方もありますが、米連邦準備制度理事会（FRB）は2022年3月17日に政策金利をゼロから25bps引き上げ、利上げを開始しました。2023年7月まで10回連続で実施された極めて積極的な利上げにより、政策金利は現在の5.00-5.25%に引き上げられました。そして、インフレ対策として導入されたツールは利上げのみではありませんでした。M2マネーサプライの年間伸び率は、パンデミック期間中は27%までに上昇したものの、2022年12月はマイナスに転じました（図2）。同様に、長期債利回りを低位に抑える手段として中央銀行が国債を購入する量的緩和は2022年前半に打ち切れ、同年6月にはバランスシートは縮小に転じ始めました（図3）。米国の財政政策は依然として拡大路線で維持されているものの、公的債務の対GDP比率は123%と、経済成長を妨げるとされる90%を大きく上回っています。また、2023年の財政赤字も対GDP比5.7%になると予想されており、財政規律を求める声は決して無視できないと言えるでしょう。

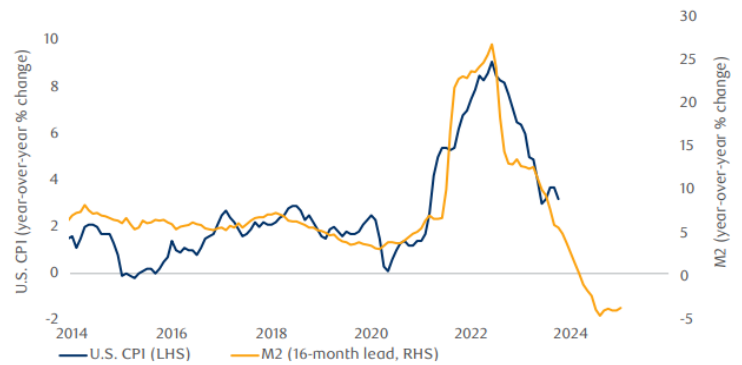
経済の変化によって政策手段の有効性が低下しているのではないか、などの興味深い仮説が生まれました。

インフレに全面的に対抗していたのは米国に限らず、カナダや英国、ユーロ圏、中国などのグローバル主要中銀のほとんどが過去2年に亘って金融政策を急速に引き締めました（図4）。

景気後退に関する予測は2022年春にFRBが最初の利上げを行った直後から出始めていたものの、2023年後半になっても経済成長は続いています。一時は88%の専門家が1%を下回る2023年のGDP成長率（少なくともその年のどこかで経済の縮小がほぼ確実視されている水準）を予測していたものの、足元では多くが景気後退予想を2024年以降に後退させ、深刻な景気後退の予測を完全に排除した専門家もいます。その代わりに、経済の変化によって政策手段の有効性が低下しているという仮説や、政策手段を最も絶妙な形で組み合わせることで、景気後退に陥ることなくインフレを沈静化させる（つまりソフトランディング）ことに成功したのではないかなど、興味深い仮説が生まれました。

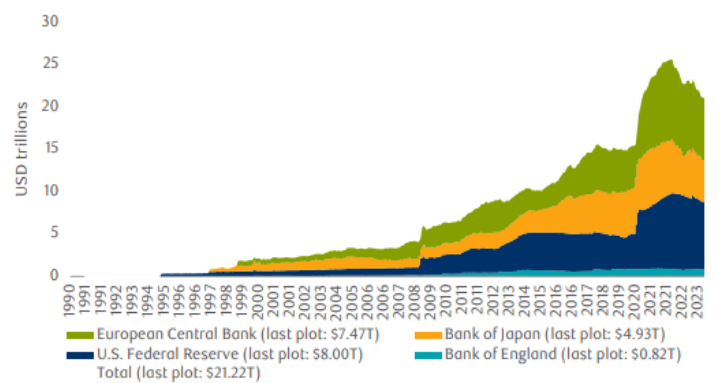
### 図2：米国インフレ率及びマネーサプライ

CPI及びM2マネーサプライの前年比変化率



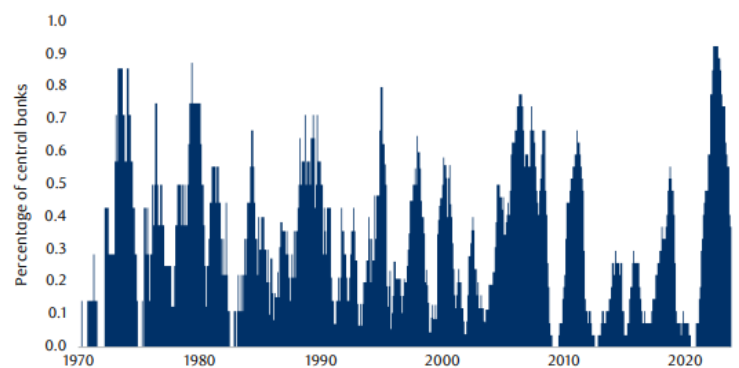
注記：2023年10月31日時点  
出所：Bloomberg、RBC GAM

### 図3：中央銀行のバランスシート規模の推移



注記：2023年10月時点  
出所：Bloomberg、RBC GAM

### 図4：中央銀行の引き締め



注記：引き締めは政策金利の移動平均の上昇が7ヶ月続いた期間と定義し、データには27の国が含まれている。  
出所：BIS、RBC GAM、2023年9月時点

## 少しの忍耐が必要です

当然ながら、経済には様々な展開が予想されます。どのサイクルにも予想外の展開はつきものですが、過去の経験から貴重な情報が得られることもあります。1950年以降の18回の政策引き締めサイクルのうち、10回は最終的に景気後退期に突入しました。2022年以降の今回の急激な引き締めペースを踏まえ、これから10回のサイクルに焦点を置くこととします。

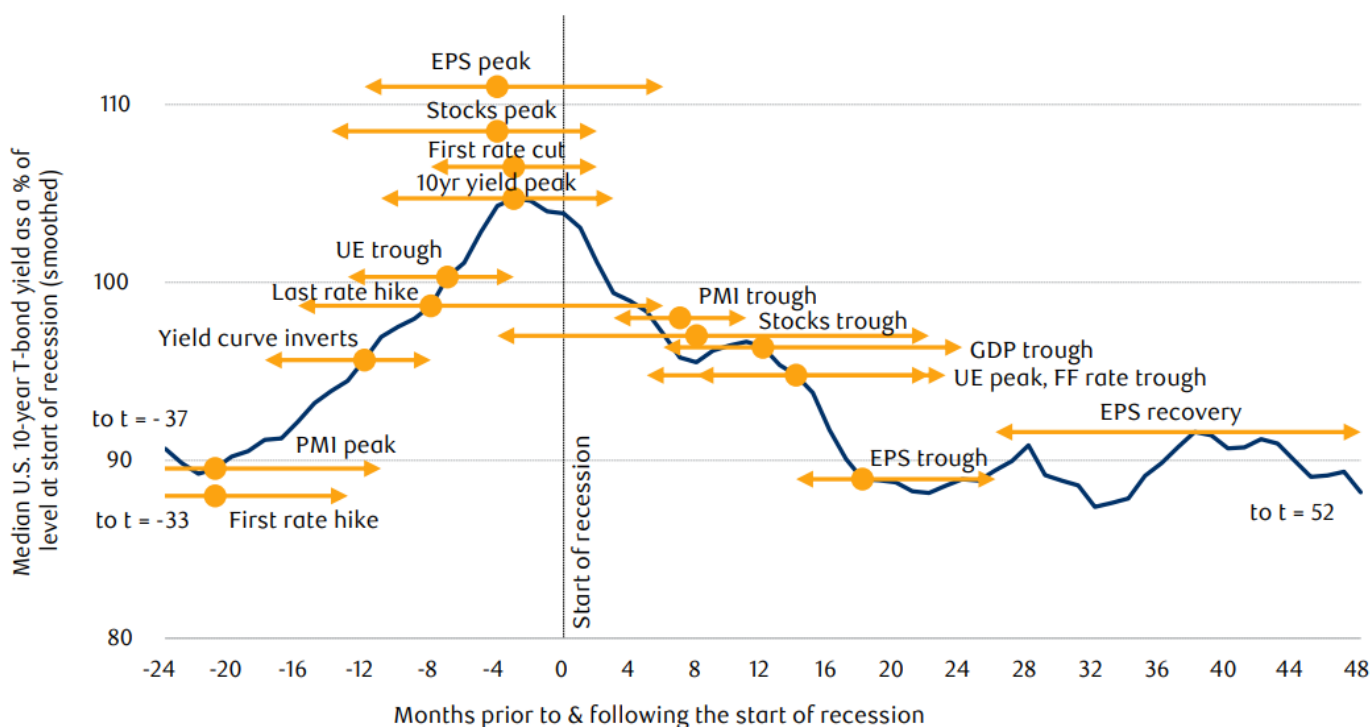
図5は1957年まで遡って見た過去10回の景気後退期における米国経済の状況と10年債利回りの推移を示しています。

横軸のT=0は景気後退の始まりを示し、グラフ内では各指標（購買担当者景気指数（PMI）や失業率（UE）、インフレ、企業収益（EPS）、短期金利（FF）、債券利回り、株価）の中間点及び変動幅を示しています。

最初の利上げを実施してから景気後退期に突入するまでのラグ（中央値）が21ヶ月であることはやや予想外であるかもしれません。現在のサイクルでは、2022年3月に利上げが始まったことから、中央値を適用すると、米国の景気後退は2023年12月に始まることとなります（1標準偏差は+/-10ヶ月です）。

図5：米国10年債利回りと景気後退

1957年以降過去10回の景気後退期における中央値



注記：丸印は中央値を示し、矢印の範囲は平均値から1標準偏差の範囲を示しています。

出所：Bloomberg、RBC GAM



このような積極的な金融引き締めにも関わらず、多くの人が景気後退についての考えを変えつつありますが、当社はその窓はまさに今後開こうとして考えています。利上げは長いラグと勢いを伴って波及します。過去 20 か月にわたる引き締めの全ての効果が今、浸透しつつあると考えています。

金利上昇、マネーサプライの縮小、量的緩和の終了が影響し始めている兆候は確かにあります。最も重要なことは、政策引き締めの理由である米国のインフレ率（図6）が2022年6月の9.1%をピークに3%近くまで低下していること、そしてインフレ期待（図7、ここではインフレリンク債におけるブレークイーブン・インフレ率）が米国、カナダ、ユーロ圏ともに2%近辺で安定していることです。米国の経済活動を示す主要な先行指標も低下しつつあります（もっとも、まだ緩やかな成長と言うべき、景気後退には至っていないレベルではありますが）。その中には購買担当者景気指数（PMI）（図8）、雇用、住宅・自動車市場の健全性を示す様々な指標などが含まれます。

また興味深いのは、米国以外の景気です。カナダ、英国、およびドイツを含むいくつかのユーロ圏経済は、すでにテクニカル・リセッション（GDPの前年比変化が2四半期連続でマイナスであると定義される）に陥っているか、あるいはそれに近い状況にあるという点です。これらの経済では、消費者や住宅ローンの債務返済期間が米国よりも短いため、金利上昇が経済活動に波及するのがより早くなります。このことは、米国が今後どのような事態を迎えるかを見通す試金石となるかもしれません

## ロードマップによれば、景気、金利、株価の変曲点は、10-12月期か24年の1-3月期に現れる可能性

米国の消費者は、金融危機後にレバレッジを減らし、10年前の低金利で比較的長期の住宅ローンを固定することが出来ました。とはいえ、金利が今日のような高水準に長く留まれば留まるほど、そのダメージは大きくなります。米国ではFF金利や米国債利回りとともに住宅ローン金利は上昇していますが、一般的な住宅ローンは30年固定であり、英国やカナダなどの国での伝統的な5年固定ではないため、アメリカではまだ痛みは少ないようです。

図6：米消費者物価指数

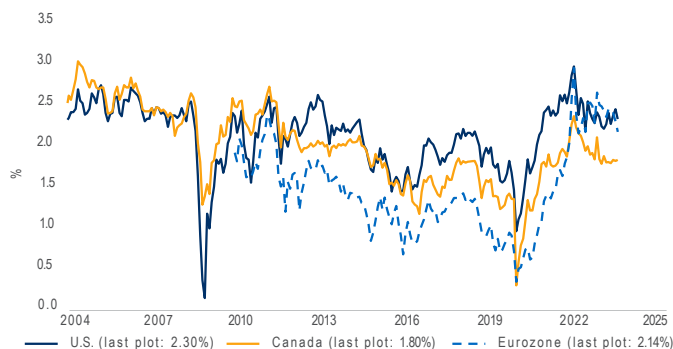
CPI 前年比%



注記：2023年10月末時点 出所：Bloomberg, RBC GAM

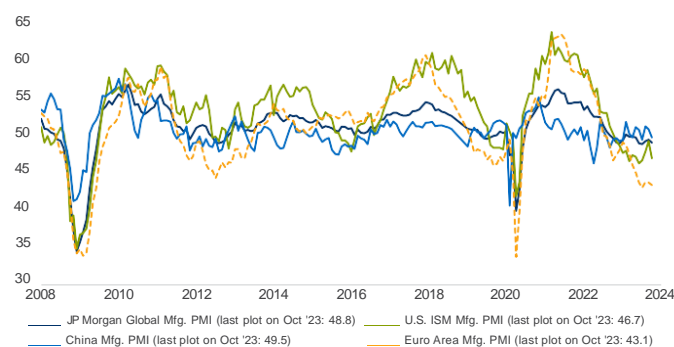
図7：市場が織り込む長期のインフレ・プレミアム

ブレークイーブン・インフレ率（10年名目金利-10年実質金利）



注記：2023年11月末時点 欧州は独仏伊のGDP加重  
出所：Bloomberg, RBC CM, RBC GAM

図8：グローバル購買担当者指数(PMI)



出所：Macrobond, RBC GAM

現在、米国の既存住宅ローンの実効平均金利は3.74%です（図9）。これが今日すべて借り換えられるとすれば、住宅ローン金利は2倍以上の7.79%となり、家計債務のほぼ3分の2を占めることになります。

同様に、FRBなどは来年末近くから2029年にかけてハイイールド債の借り換えが予定されていることを指摘しています（図10）。こうした債務の多くは、金利が記録的な低水準にあった時期に組成されたものであるため、現在の金利水準は、以前は健全であった多くの事業計画を困難にする可能性があります。

### 引き締めピークは過ぎたのか？

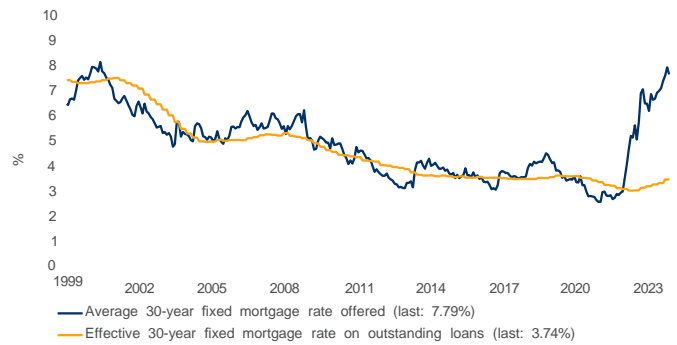
インフレ率が2022年半ばの9.1%から2023年後半には3%強まで低下し、期待インフレ率が2%近辺に固定されたことで、短期金利のピークが現在の水準か、あるいはそのすぐ上で抑えられたかどうか焦点が集まっています（図表11）。率直に言って、これは合理的な結論であるように思えます。中央銀行高官のコメントや資本市場の動きは、それがどんなに慎重なものであっても、ますますその方向に傾いています。

インフレを最適なレベルに回復することは、常に金融政策の目標でした。米国はじめ多くの国に景気後退が訪れる可能性があります。短期および長期金利のピークは、インフレ率が現在2%に向けた軌道に固定されていると中央銀行がどの程度確信しているかによって大きく左右されます。引き続き景気後退が当社の基本シナリオであり、これには2024年上半期までの米国も含まれます。しかし同時に、*当社は景気後退が短期金利と長期金利のピークとその後の低下の前提条件であるとは考えていません。*

そこで前掲の図5のロードマップに戻しましょう。中央値で見ると、利上げ終了は景気後退開始の8カ月前です。その（利上げ終了の）4カ月後、つまり景気後退が始まる4カ月前に最初の利下げが行われます。同時に、債券利回りはFF金利とほぼ同水準でピークを迎えます。現在のサイクルでは、FF金利が最後に引き上げられたのは7月（本稿執筆の4カ月前）であり、米国10年債利回りは2023年10月23日に5.02%に達し、FF金利の設定値である5.25%~5.50%にそう遠くない水準となりました。それ以来、FRBがインフレに成功したことを示す追加的な兆候により、10年債利回りは4.5%を下回る水準に低下しています。

さらに恐ろしいことに、債券利回りのピークは、企業業績や株価が軟化し始めるのと同じ時期に訪れる傾向があります。

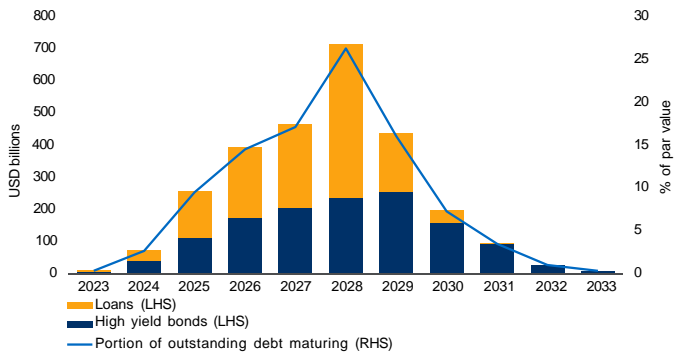
図9：米30年住宅ローン金利



注記：2023年11月21日時点 出所：Bankrate.com, RBC GAM

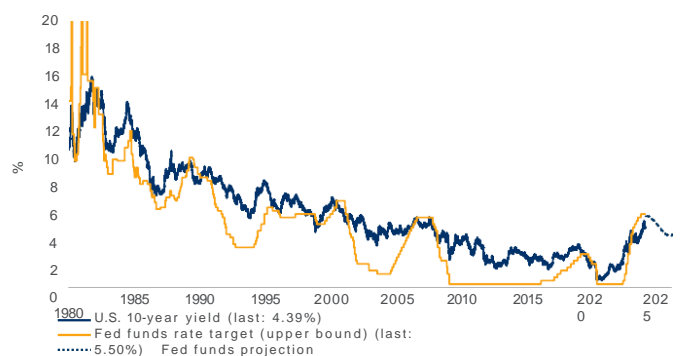
図10：米ハイイールド債とレバレッジドローン

この先の償還予定



注記：2023年8月31日時点 出所：BofA Global Research, ICE Data Indices LLC, RBC GAM

図11：米10年債利回りとFF金利



注記：2023年11月21日時点 出所：Bloomberg, RBC GAM

ロードマップによれば、景気、金利、株価の変曲点は、10-12月期か24年の1-3月期に現れる可能性があります。これも私たち自身の見解とよく一致しています。経済が依然として成長し、インフレ率が目標を上回っているため、FRBが短期的に利下げを実施する可能性は低いですが、さらなる利上げが必要といった展開にならなければ、利下げはすぐそこまで来ていると言えるでしょう。

### バリュエーションの重要な見直し

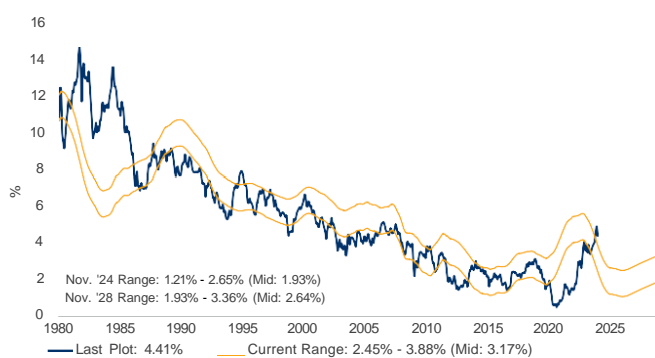
金融危機（GFC）以来、当社のバランス型ソリューションにおける戦術的なポジショニングは、債券をアンダーウェイトする方向に偏ってきました。この期間、バリュエーションが我々の考えを支配していました。当社の均衡モデル（米国債については図12参照）は、利回り低下への執拗な流れを浮き彫りにし、債券価格を急激に割高な領域に押し上げていました。ゆえに当社はこれは米国および世界の債券利回りにとって持続不可能であると判断していました。実際、当社のグローバルコンポジットにおけるソブリン債は2022年1月に過去45年間で最低水準にまで低下（最も割高を意味）していました（図表13）。しかし、インフレ圧力、それに伴う金利の急上昇、そして全般的な金融引き締めにより、こうした状況がすべて逆転し、利回りが均衡チャネルを超えて上昇し、米国債は割安な状況にまで到達しています。同様に、当社のグローバルコンポジット上もニュートラルを上回り、2013年の非常に短期間のプラスを除けば、金融危機以来初めて魅力的なバリュエーションを示しました。

均衡モデルをさらに掘り下げると、現在のバリュエーションの持続可能性が見えてきます。均衡はバンドの中心にあります。これは単純に実質金利（インフレ調整後の金利）とインフレ・プレミアムの合計です。ファイナンスのセオリーでは、実質金利（または「真の」金利）とは、ある人が現在の消費を将来に繰り延べることで発生する支払いと、それが満期時に返済されないリスクに対するプレミアムを加えたものです。図14を見ると、その実質金利はパンデミックの最中に-3.7%の低水準まで急落し、2023年10月にゼロを超えました。

図14は、資本市場における多くの事柄がそうであるように、「平均」が今後の期待水準や方向性を確立する上であまり役に立たないことを思い起こさせます。しかし、経済が危機から遠ざかっている限り、投資家が貯蓄のインフレ後リターンがマイナスになることを永久に受け入れるということは考えにくいと感じていました。イングランド銀行が2015年に最初に発表し、FRBが独自の調査で検証した研究結果に基づき、我々は実質金利の中心傾向は0~1%の間で推移するという信念を堅持していました。これは歴史的平均である2%を下回りますが、新興国経済の成熟、世界的な人口動態の変化、その他さまざまなより小さな要因と整合的と考えています。

図12：米10年債利回り

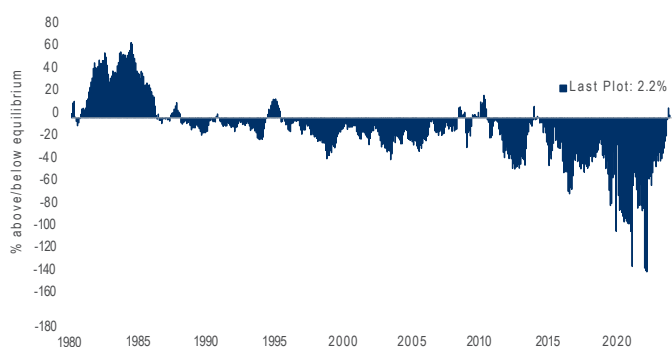
均衡モデルのレンジ



注記：2023年11月17日時点 出所：RBC GAM

図13：グローバル債券コンポジット

10年債利回りと均衡モデルとの乖離



注記：2023年11月17日時点 出所：RBC GAM

図14：米国

10年実質金利



注記：2023年11月17日時点 実質金利は10年名目金利 - CPIインフレ率  
出所：RBC GAM

実質金利は足元でそのレンジに回帰し、モデル予想値（図14のオレンジ線）もその方向に移動しています。名目金利の持続可能性に対する最も大きなリスクであり、金融危機以降に続き、パンデミック禍で加速度的に大きくマイナスとなった実質金利は、修正されたとみています。

同様に、均衡モデルの他の要素であるインフレ・プレミアムは、持続可能な水準と考える2%に近づいています。インフレ・プレミアムのモデルは、予想に対する合理的期待を反映しています。将来の予想は、過去の経験に基づいたものであり、過去を遡れば遡るほど比重は減衰します。図15では、合理的期待アプローチが2020年から2023年に掛けての消費及び生産者物価の急激な上昇と下落の時期においても、役立つ予想となったことを示しています。モデルではインフレ・プレミアムは今後1年間で2.7%（同時点での当社のインフレ予想は2.2%）、今後5年間で2.3%低下することを示しています。

モデルに基づくインフレ・プレミアムと実質金利の和から、債券利回りの均衡水準が導き出せます。現時点で、均衡水準は3.19%、5年後には2.64%となることが想定されます（図12参照）。短期的な予想は、最近の大きくマイナスとなった実質金利及びインフレ上昇によって歪められていますが、今後5年間で米国債が3.0%-3.5%となることは達成可能であるとみており、仮にリセッションが起きなかったとしても、インフレが2%の水準に向けての道筋を進めれば、今サイクルの直近最高水準の利回りからの低下が見られることを意味しています。

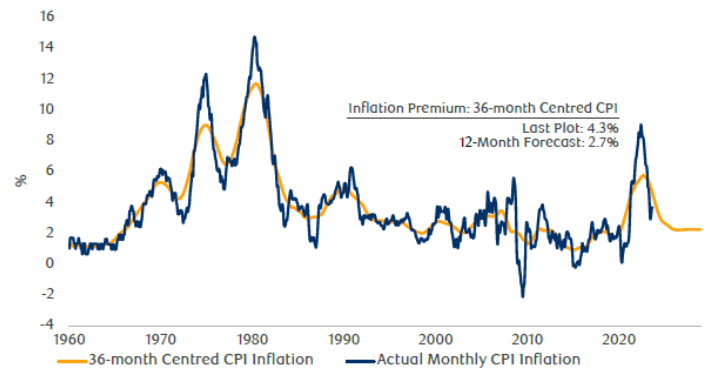
#### 利回りのピーク時を見極める

もちろん、そのような見方には多くのリスクが存在します。第一のリスクは、主要中央銀行がインフレ退治に対する確信を持たず、金利をますます引き上げるか、2024年の後半まで現在の高い金利水準を据え置くことです。そうしたシナリオ、特にその結果金利が上昇した場合には、キャッシュを減らし、債券を購入し、期限を延長するにはより良い好機があるでしょう。

過去のサイクルと現在のバリュエーションを見直すことに加えて、需給面のタイミングを示すインディケーターも、行動を取るべき時期が今ではなくとも、そう遠くはない、ということに安心感をもたらすかも知れません。最も代表的なものは、2020年後半の利回り上昇転換及び2023年半ばのピーク時近くを示唆した、長期の価格モメンタムモデルです（図16参照）。同様に、米国債利回りの前年比変化率も、昨年の債券価格の前例のない動きを示しています。

#### 図15：米国

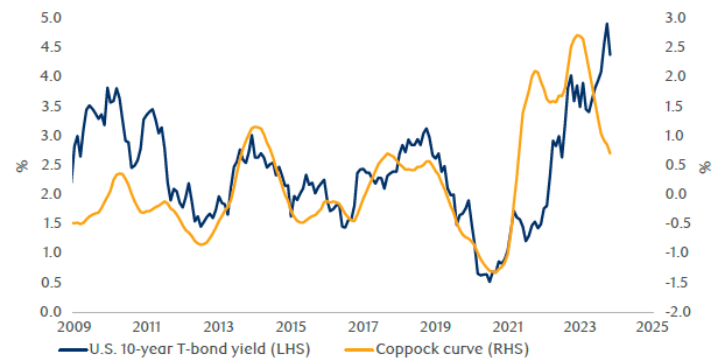
CPI及びインフレ・プレミアム



出所：RBC GAM、2023年11月17日時点

#### 図16：米国10年債利回り

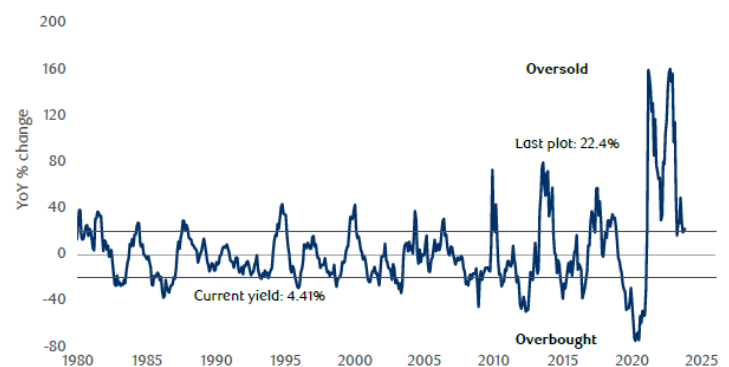
長期価格（利回り）モメンタム



出所：Bloomberg、RBC GAM、Coppock curve based on monthly data 2023年11月17日

#### 図17：米国10年債利回り

前年比変化率



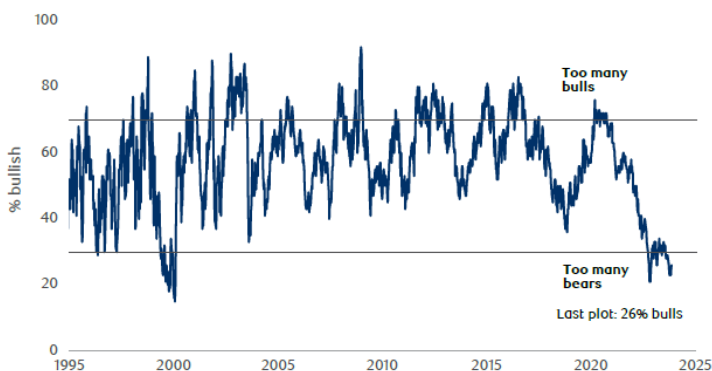
出所：Bloomberg、RBC GAM 2023年11月16日

過去の経験では、一年前の水準よりも利回りが20%上昇し、その後+20%の水準を割って低下した場合、継続的な利回り低下が始まります。そして、強気相場が楽観論を背景に始まることは滅多にないとも言えます。図18では、米国債に対する強気派はおよそ四半世紀ぶりの低水準に落ち込んでおり、市場期待が薄れたそのようなセンチメントは反転の前兆である可能性が示唆されます。

当社の投資プロセスは、予想した道筋とは異なるシナリオ分析や結果の重要性の評価に焦点をあてる傾向があります。そうした簡単な分析を図19で紹介しています。ここでは、米国10年債利回りが現在の水準である4.4%から今後1年間で1%上昇もしくは低下した場合のトータル・リターンレンジを示しています。ベースケースでは、インフレが2%に向かって落ち着き、金融引き締めサイクルが終わり、国債利回りが1%低下することを想定していますが、その場合のトータル・リターンは12.8%となっています。しかし、金融引き締めがまだ十分ではなく、ここ最近のインフレ低下を阻害する要因が現れ、更なる利上げが実施されるなかで利回りが1%上昇するという懸念もあります。その場合、トータル・リターンはマイナス3.2%となります。こうしたシナリオとそれに伴う結果は、もちろん2024年に向けた市場の可能性を示唆するほんの一部の例に過ぎませんが、超低金利下及びほぼクーポンが存在しない期間を経て、現在の債券市場のリスク・リターンはかなり友好的なものになっていると言えるでしょう。

図20では、米国債利回りの過去150年間におけるこの15年間の水準を示しています。「前例のない」という言葉は使われすぎているようにも思いますが、金融危機以降の債券利回りについては適切な表現であるかもしれず、利回りは低下し、150年間で最も低い水準を維持していました。同様に、0.51%という過去最低の利回り水準からの上昇という、国債市場過去最大の弱気相場において、米国10年債は8ヶ月で10%下落し、2023年10月までには26%下落しました。足元の4.4%という利回り水準はもはや例外的な水準ではありません。投資家にとって、これは良いことと言えるでしょう。定期的なクーポン支払いと市場利回りが上下することによるキャピタル・ゲインの潜在性に加えて、クーポンによってダウンサイドを抑制し、株式とは通常反対の動きとなることが多いという点で、ポートフォリオのボラティリティを低くし、運用結果のレンジ幅を狭めることに役立つことから、債券はポートフォリオ構築において伝統的に非常に重要な役割を果たしてきました。

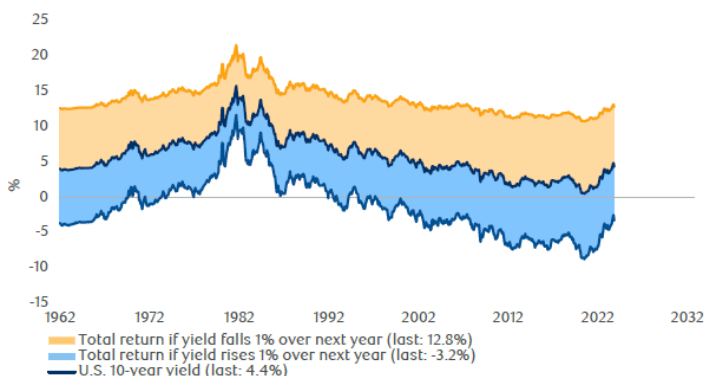
図18：米国10年債に対する強気なコンセンサス



出所：Market Vane, RBC GAM, 2023年11月12日時点

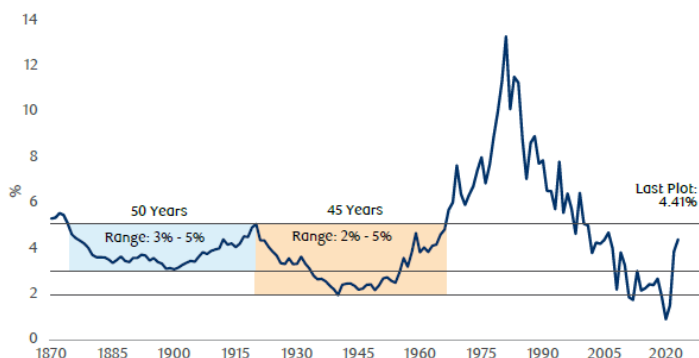
図19：米国10年債利回り

利回りが今後1年間で1%変化した場合のトータル・リターン



出所：Bloomberg, RBC GAM 2023年11月22日

図20：米国10年債利回り



出所：Bloomberg, RBC GAM 2023年11月17日



こうしたメリットは、利回りが低下を続けるとともにクーポンがゼロに近づき、債券のデューレーションが長期化するなかで、過去10年間において消失していました。しかし、利回りが過去150年の通常レンジの中に戻った足元では、ポートフォリオ構築における債券の有用性が再び顕在化しています。

### 最低リスクのポートフォリオ

年金スポンサーやアクチュアリーは「最低リスクのポートフォリオ」を探ろうとします。こうしたポートフォリオは、最小のリスク量を通じて目標を達成する投資オプションを組み合わせたもので、キャッシュや短期資金が戦略の大部分を占める可能性は低くなっています。なぜならば、短期金利は確実なインカムを提供する可能性は高いものの、長期目標を達成するリターンをもたらすことは少なく、もしそうであった場合でも、その金利水準が長期に亘って得られることは頻繁にはないからです。インフレが最適水準に回帰するとともに、短期金利を低位に留めていた要因が次第に収まれば、短期金利は正常化し、債券はクーポン同等もしくはそれ以上のリターンをもたらすと考えられます。キャッシュや短期金利の比率が通常より高まっている場合には、短期金利がピーク水準に達したと考えられるなか、年限を延長し、通常よりも高位となっている現金比率を一部でも低くして、現在の利回りを確保したほうが良いでしょう。



## ディスクレーム

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					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	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



RBC BlueBay  
Asset Management