

米10年国債利回り変動の主要因

米10年国債の要因分析と2024年の方向性



David Page
マクロ・リサーチ責任者
マクロ・リサーチ - コア・インベストメント

主なポイント

- 米10年国債利回りの急上昇とその後の低下を中立金利や期待インフレ率、ターム・プレミアムといった主要な構成要素に着目して分析しました。本稿で、マクロ変数に基づく簡潔な利回りモデルを示します。
- 主要な構成要素はいずれも、2010年代半ばの水準よりも利回りが高くなるのに寄与していると見られます。
- 当社グループの利回りモデルによれば、当社グループの予測（および市場のコンセンサス）を前提にすると、10年国債利回りが現在の4%前後の水準を大幅に下回る可能性は低いと考えられます。
- 米国財政の持続可能性に対する懸念が過去1年間の利回りを押し上げたことを示す指標がいくつかあると考えています。今のところ、いずれの大統領候補も連邦債務の削減を優先事項として掲げていませんが、財政の持続可能性という点を、近づいてきた大統領選挙に関連して注視しています。

債券相場が大きく変動した背景

2023年は米国債にとって比較的変動の大きい年となりました。10年国債利回りは1980年～1981年以来となる大幅な上昇を記録し、2020年に付けた低水準からの上昇幅は全体で約450ベースポイント(bp)に達しました。利回りは昨年だけでも165bp上昇し、1月中旬の3.35%から10月中旬には5.00%となりました。2023年の終値はこの5%から113bp低い3.87%でした。¹ 従って、2023年は債券のボラティリティも高く、10年国債利回りのボラティリティは2006年以来の高い水準となりました。

利回りの上昇やそれに伴うボラティリティのほとんどは、金融・財政両面で政策見通しが変化したことによると考えています。米連邦準備制度理事会(FRB)は40年超以来となる急激な調整を実施し、金融政策を大幅に引き締めました。財政政策も寄与し、財政赤字の拡大や大量の発行も利回り上昇の一因になったと見ています。市場では、2024年中に金融政策の転換が予想されているため、財政政策の転換は起きないとしても、10年国債利回りが5%から低下する可能性が高いと思われる。

本稿では、変化しているように見える構造的動向を検討し、この動向と当社グループの[経済見通し](#)に基づき、利回りが4%を大きく割り込む可能性が低いことを示します。当社グループの考えでは、FRBが証券保有を緩やかに売却しようとしていると見えますが、この売却がFRB当局者らの予想を上回る影響を米国債利回りに与えていると思われる。ここから本稿

¹ 出所: ブルームバーグ

では、基礎となる(かつ観測不能な)中立金利、つまり経済が完全雇用でインフレ率が安定している場合の短期金利は、FRBの推計よりも高い可能性があるという証左をいくつか示します。最後に、簡潔なマクロモデルを提示し、基礎となるマクロ経済変数とともに利回りの歴史的な動きを説明します。このマクロモデルが当社グループの想定条件に基づいて示す将来の利回りを説明し、いくつかの代替シナリオについて検討します。

利回り: 基礎的な主要要素

検討項目: 利回りを構成する主要な概念的要素

- **中立金利 (r^*):** この金利は理論的構成要素であるため、直接観測することはできません。しかし、中期的に、10年国債利回りを一定範囲に留める「アンカー(錨)」として機能するとみられます。
- **ターム・プレミアム:** 投資家が長期のリターンを確定するために要求する超過リターンを指します。最近では、中央銀行による過去15年間の量的緩和(QE)プログラムにより変動が激しくなっています。本稿では、中央銀行がQEから量的引き締め(QT)に転換する状況下での動きを考察します。
- **期待インフレ率:** 過去10年間のほとんどでFRBの長期的インフレ率目標の達成に見合う水準を下回っていた長期的な期待インフレ率が、最近急上昇し目標水準にまで回復したことを示します。

r^* : 中期的「アンカー」の変動

市場では、利回りの全般的な上昇によって、この上昇の原因は基礎となる中立金利の上昇によるものなのか、議論が呼び起こされました。中立金利の要因は多様であり、全般的にまだ十分には解明されていません。要因は、人口動態が労働力供給に与える影響や生産性の伸びなどの潜在的成長要因から、リスクに対する姿勢、制度的背景の変化まで多岐にわたると考えています。² 中立金利はまた、グローバルな条件とローカルな条件のどちらを考慮するかによって、また異なる時間軸によって変化すると見えています。

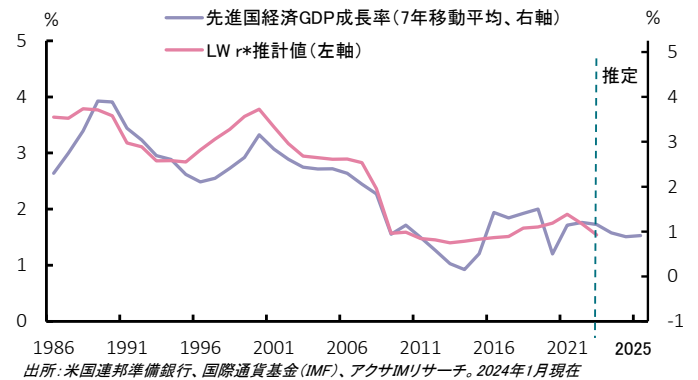
この概念の曖昧さを踏まえ、中立金利が米国の金利見通しにどのような影響を与えている可能性があるかという点に絞って検討しました。これまでにFRBのエコノミストであるトーマス・ローバック氏とジョン・ウィリアムズ氏によって現実に即した中立金利の評価が行われています。いわゆるローバック・ウィリアムズ(LW)中立金利は数十年にわたり低下傾向を辿っており、2008年～2009年の金融危機後には急落しました。

² この点に関して直近では、D.Page「The best guide for US Treasury yield points upward」(AXA IM Research、2018年3月)で検討を加えています。

中立金利を動かす要因を見ると、その動きの多くは先進国の成長トレンドの速度によって説明できると考えられます(図表1)。これは、中立金利は潜在成長率の変化に従い、経済は平均的に潜在成長率に沿って拡大するという見解と整合していると思われま。また、国際的な金利は相互に連動し、先進国全体の動向を反映するという当社グループの理解とも整合していると考えています。

図表1: r^* と先進国の経済成長率のトレンド

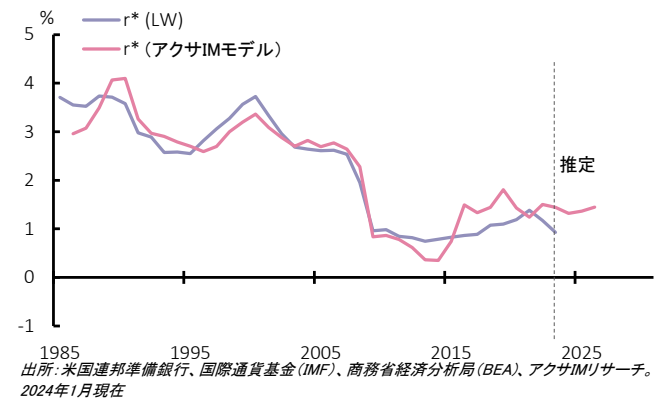
推計 r^* と世界成長トレンド



更に、全体的な借入傾向の変化など、リスクに係る認識や行動といったより幅広いパラメーターも当社グループの中立金利の推定値に反映させています。図表2は、当社グループのLW中立金利の簡潔なモデルを示しています。このモデルは、先進国のGDP成長率7年移動平均、米国の総債務の対GDP比の変化、米国個人消費の年間成長率の歪度³を用いて精密に推計しようとするものです。図表2は、中立金利が金融危機後に大幅に低下して底に達した後、近年は再び上昇していることを示しています。当社グループの予測によれば、中立金利はおおむね安定的に推移する見込みです。その結果、米10年国債利回りについて2つの結論が得られると考えます。

図表2: 簡潔な r^* モデルでは今後数年間ほとんど変化なし

米国: 推計 r^* とモデル



³ 歪度は、データ分布の形状(専門用語で(3次)モーメント)を表し、データ・セットの非対称性を示します。

第1に、中立金利は底値を付けた2010年半ばから上昇しており、この上昇がそれ以降に生じた利回り上昇を部分的ながら説明しているように見えます。しかし、こうした動きは最近の利回り上昇の一因になった可能性は低いと見られます。

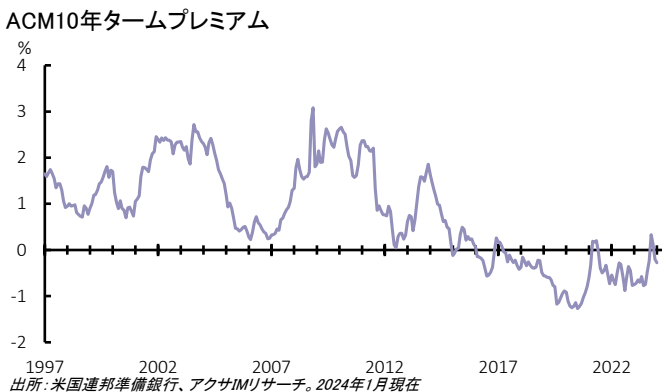
第2に、当社グループの推計値はFRBによる長期的なフェデラル・ファンド金利（FF金利、米国の政策金利）の評価と整合していないように見えます。FRBは、最新の経済見通し（2023年12月）でFF金利を2.5%と推定しています。しかし、インフレ目標を2%とすると、これは長期的な実質金利が0.5%であることを意味し、推計対象期間の点で不確実性の余地があるとしても、中立金利の現在のLW推定値0.9%や、中立金利が1.3%前後で安定するとの当社グループ予測と乖離しているように見えます。当社グループの評価に基づくならば、FF金利の長期的な目標は3.00~3.25%前後と考えられます。

予想以上のターム・プレミアム効果

ターム・プレミアムとは、投資家が長期の固定金利資産を短期間保有する代償として要求する追加の利回りを指します。このプレミアムは、期間が長くなるにつれてインフレ率、金利、または全般的な経済条件が変化しやすいという想定に基づいています。

しかし、ターム・プレミアムは観測不能であり、基礎となる金利の予想、その他のリスク、および流動性プレミアムと区別することは困難です。FRBはターム・プレミアムの推定にアフィン型期間構造モデル（ACM、金利の期間構造変動の分析モデルの一つ）を使用しており、ここではこれらの評価に絞って検討します。他の推定モデルも存在し、その場合は異なる結果になる可能性があります。図表3は、米10年国債利回りに関するACMターム・プレミアムが2020年の底値から急激に上昇したことを示しています。月平均は2023年11月にかけて150bp上昇し、年初から同月までの11か月間では100bp上昇しました。これは、どの金利見通しであれ、10年国債利回りが過去1年間だけで100bp上昇したと考えられます。

図表3:ターム・プレミアムの上昇が利回り上昇の一因

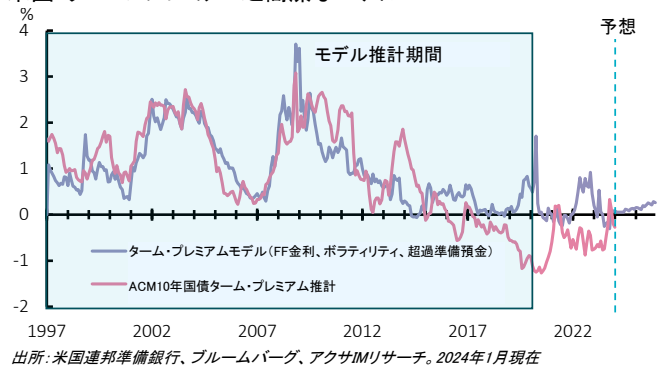


経済状況や将来のリスク予想が変化して異なったものになる可能性があるため、ターム・プレミアムは、時間の経過とともに変化する可能性があります。大まかに言って、ターム・プレミアムは歴史的に2つの基本的な要因によって変化してきたと説明することができます。第1は、金利サイクルにおける立ち位置です。ターム・プレミアムは、債券保有者がリターン上昇の可能性を捨てて金利収入を固定することへの補償と考えられます。そのため、ターム・プレミアムは金利サイクルの関数であり、金利が上昇し、さらに金利上昇するとの懸念が後退するにつれて、投資家が求める補償は小さくなると考えられます。第2はボラティリティです。一般的に利回りが大きく動くほど、長期的に固定することによるリスクは大きくなると考えられます。

しかし、2008年にQEが始まると、FRBはバランスシートを拡大し、国債などの資産を購入することで超過準備預金を生み出しました。QEの明示された目的の一部としてポートフォリオのリバランス効果があり、これはターム・プレミアムの削減を目指していました。従って、それ以降は第3の要因、すなわち超過準備預金の水準もターム・プレミアムの重要な説明変数となりました。

図表4は、これら3つの要素のみに基づいた10年物ターム・プレミアムの簡潔なモデルを示しており、これにより、ほとんどの動きを十分に説明することができます。当社グループのFF金利予測とFRBによるQTからQEへの転換、およびボラティリティがある程度正常化するとの想定に基づくと、ターム・プレミアムは現在の水準から緩やかに上昇するとみられます。

図表4:簡潔なモデルはターム・プレミアムの上昇を示す
米国:ターム・プレミアムと簡潔なモデル



FRBのQTが債券利回りに大きな影響を与えているという考え方には異論もあります。パウエルFRB議長はQTの効果は限定的との見方を示しました。また、イングランド銀行のデイブ・ラムズデン副総裁は、「QTが英国債利回りに与える全体的な

影響は小さいようだ⁴とし、「QTのポートフォリオ・バランス経路による波及効果があれば...ターム・プレミアムに現れるだろう」と述べました。実際、QEがターム・プレミアムや債券利回りに与える影響は全体としてかなり顕著であると考えられていましたが、QTから予想される影響はQEのようには想定されていませんでした。ラムズデン氏は、予想されるこの非対称性は「関連する波及経路の状態依存性」のためであると説明しています。つまり、QEとは異なり、QTは政策金利の一定の見通しを示すために用いられるものではなく、市場環境がストレスにさらされているときに機能するものでもないため、「流動性や市場機能の経路を通じた波及効果」が最小限に抑えられるということです。

最近のFRBの調査⁵は、QTが利回りにもう少し大きい影響を与えるかもしれないという当社グループの見方を裏付けています。この調査は、デンマーク政府が2015年に債券の発行を予想外に停止した事例を検証し、QEのポートフォリオ・バランス経路と同じ効果があったが、シグナリング効果(ある情報から将来の方向性に関するシグナルを受け取った結果、変化が発生する、アナウンスメント効果)や流動性の経路を通じた波及効果を有していなかったと述べています。同調査は、効果について「米国や英国のQEプログラムの研究で報告されたものと定量的に類似していた」と推定しています。もちろん、これはまさにQTの波及経路であり、調査によれば、「安全性プレミアム」という追加的な影響も与えることにより、「受動的QT(債券の償還に対する再投資額の減額等)は...受動的QE(国債の発行停止等)よりもさらに強力で、金融環境をより収縮させる可能性」があります。

FRBのQT見通しは最近、注目が高まっており、市場では、FRBが全般的に金融政策緩和の局面に向かう中で、QTという金融引き締め形態をFRBがどのように調整するのが議論されています。最近の連邦公開市場委員会(FOMC)の議事録には、「複数の参加者は...(バランスシートの)削減ペースを遅らせる決定の指標となる需給要因について、**そのような決定がなされるかなり前に**委員会が議論を開始することが適切であると示唆した...」(括弧内補足と太字は当社グループによる)との記載があり、これを受けて議論はさらに活発になりました。加えて、ダラス地区連銀のローリー・ローガン総裁は今月、「長期的により効率的なバランスシートとなるようにするため、翌日物リバース・レポ(ON RRP、FRBが国債を担保に金融機関から資金を借り、翌日に一定の金利をつけて返す契約)の残高が低い水準に近づくにつれて、FRBは削減ペースを遅らせるべきだ」と発言しました。

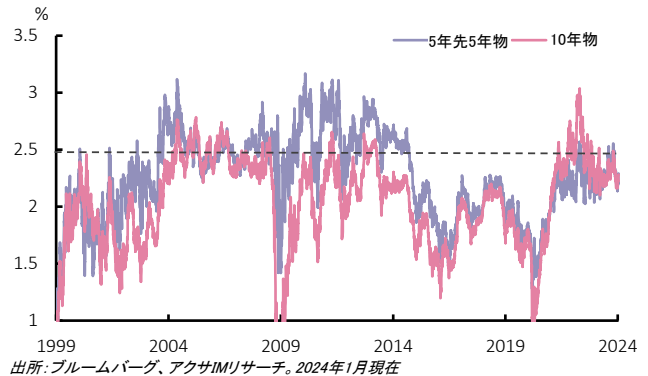
総合すると、市場では、FRBが今年金融緩和に移行すると予想されますが、経済が急激に悪化し大幅な金融緩和策が必要とされない限り、超過準備預金の削減を継続しようとするだろうと、当社グループは見ています。さらに、翌日物リバース・レポの保有額が減少したことにより、FRBのQTで過去4か月間に吸収された金額の倍以上のペースで流動性が銀行システムに戻り、同期間中の超過準備預金が増加したと、当社グループは考えています。

これは、FRBにとって、「十分な」目標水準を準備預金の下回らないか懸念することなく、今年一杯、準備預金をさらに削減する余地があることを示しています。とはいえ、最近の銀行破綻や預金流出、ON RRPファシリティの利用増加などを受けて、こういった準備預金に対する商業銀行の需要の基本的な水準が見通しづらくなっています。FRBとしては、必ずしも近い将来の政策行動を示唆することなく、この問題について初期段階の議論を行うのが妥当であるように思われます。当社グループは、短期市場金利の(準備預金の不足を示すような)予想外に速い突発的な変動の兆候を注視しています。QTが正確にどのような経路をたどるかによって、ターム・プレミアムと利回りの見通しは影響を受けると考えています。

期待インフレ率

図表5: ブレークイーブン期待インフレ率は目標に整合的な水準を回復

米10年物及び5年先5年物ブレーク・イーブン・インフレ率



期待インフレ率に関して、図表5は10年物と5年先5年物(5年後から始まる5年間の平均率)のブレークイーブン期待インフレ率(市場が予想する期待インフレ率)を示しています。後者は、インフレ率の短期的な周期的変動を除外し、中期的なインフレ見通しに関する市場の理解をより密接に反映し、2%のインフレ率目標の達成にFRBがどの程度成功すると予想されているかを映し出すと考えられます。⁶

⁴ D.ラムズデン「Quantitative tightening: the story so far」イングランド銀行。2023年7月19日。

⁵ J.H.E.Christensen/S.Thinggaard Hetland「Passive quantitative easing: Bond supply effect through a halt to debt issuance」、FRB、2023年8月。

⁶ FRBの2%のインフレ率目標は個人消費支出(PCE)インフレ率に関するものです。ブレークイーブン・インフレ率は消費者物価指数(CPI)インフレ率に係る指標です。歴史的に見ると、2つの指標の間には約0.5%の差があり、CPIインフレ率は体系的に高くなっています。したがって、2.5%前後のブレークイーブン期待インフレ率は2%のPCE期待インフレ率に相当すると考えられます。

図表5によると、期待インフレ率は金融危機後、特に2014年頃から低下し、その後、ここ数年は上昇しています。2014年以後の低下は、FRBがインフレ率を目標値まで引き上げられないと市場が見ていたことを示唆していると、当社グループは考えています。最近のインフレ率の急上昇以降、こういった懸念は後退したように見えます。

10年物ブレイクイーブン期待インフレ率には、直近の事象をより直接的に反映する短期の期待インフレ率の変化も含まれます。したがって、10年物は5年先5年物よりも大きく上昇しました。現在の利回りに影響を与えているのは10年物ブレイクイーブン期待インフレ率であり、

図表6で示すように、10年物期待インフレ率の上昇は、10年国債利回りが2021年以降、2014年～2021年と比較して約70bp高くなった一因となっています。

図表6: 平均ブレイクイーブン・インフレ率

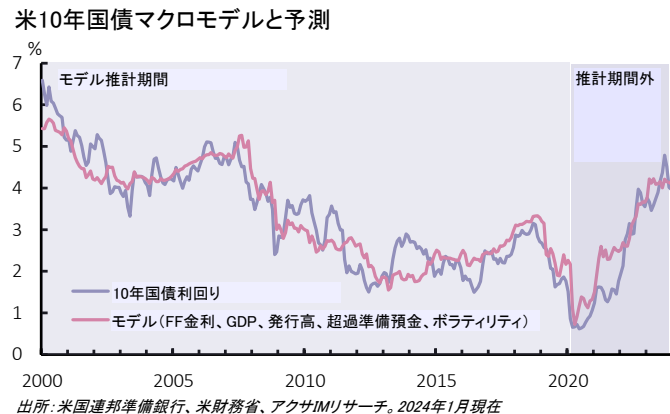
米国の平均ブレイクイーブン・インフレ率		
	5年先5年物	10年物
2004-2014	2.57	2.21
2014-2021	1.93	1.77
2021-	2.26	2.41

出所: ブルームバーグおよびアクサIMリサーチ, 2024年1月現在

マクロ利回りモデル

このアプローチは利回りの諸概念の変動をモデル化したものですが、当社グループはまた、GDPやFF金利、超過準備預金、米国債発行、債券市場のボラティリティといったマクロ変数を使用して10年国債利回りを直接モデル化しています。中立金利、ターム・プレミアムまたは予想金利(期待インフレ率)の評価は、GDPやFF金利など基礎的項目の予測について見解を形成するのに役立ちますが、これらの評価に基づいて直接的に利回りを推定するものではありません。モデルの詳細な仕様については、付録Aをご覧ください。

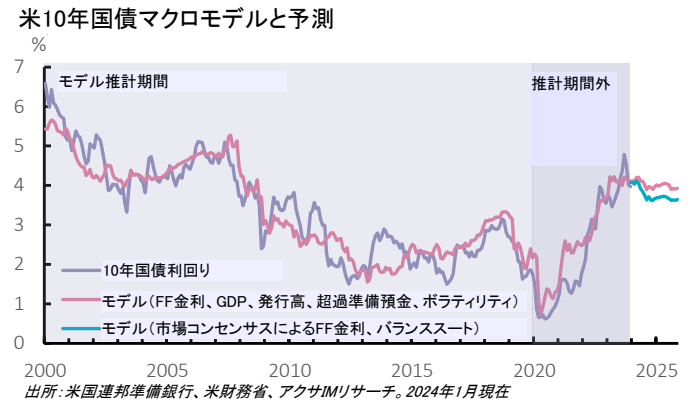
図表7: 米10年物国債利回りを説明する簡潔なマクロモデル



モデルは、2000年～2019年について推定していますが(図表7)、それに続くコロナ禍以後の困難なサンプル外期間についても計算しています。実際の利回りに対するモデル値の残差の約95%は、この期間では1%以内に収まっています。

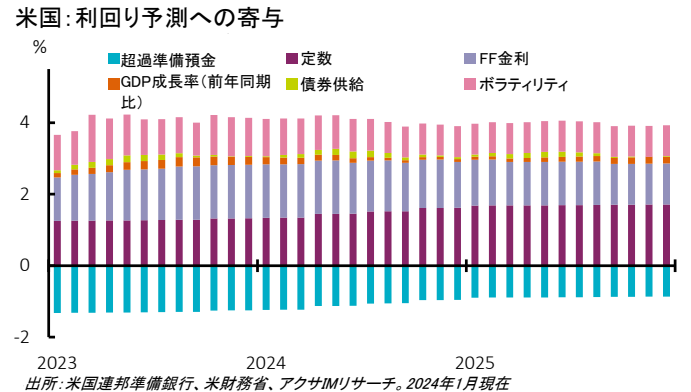
このモデルを使用して、当社グループ独自の経済的仮定やその他のシナリオ(ただし、ボラティリティについてのみ仮定)に基づき、想定される利回り推移を描くことができます。図表8は、当社グループの現在の経済予測に基づく想定利回り推移、および市場金利予想とFRBのバランスシートのコンセンサス予想に基づく想定利回り推移を示しています。このモデルは、2つの予測データ・セットの間で2025年半ばから約20bpの違いが生じ、翌年末には25bp超に違いが広がることを示しています。

図表8: 10年国債利回りの予測



このモデルから、さらに2つのことが分かると考えます。第1に、当社グループの経済見通しまたはコンセンサスのいずれかに基づいた10年国債利回りの今後の予測は、4.00%を下回り3.75%前後でかなり安定しており、利回りの主要な構成要素に関する当社グループ独自の評価と類似しています(r*は約1.00～1.25%、ブレイクイーブン・インフレ率は2%前後で、ターム・プレミアムは約0.60%に上昇)。

図表9: 当社グループの10年国債利回り予測に対する推定寄与度



第2に、モデルは、ここ数年見られなかった利回りの安定を示しています。当社グループの推定によれば、このように安定する理由は、予想されるFF金利の低下で利回りが下押しされる一方、FRBのQTが続くにつれて超過準備預金からの利回り低下圧力が弱まるとみられ、両者がほぼ相殺し合うためです（図表9）。この推定は、債券利回りを押し上げるという点で、QTが一般的に考えられているよりも大きな役割を果たしていることを示していると考えられます。QTは2022年半ばに開始されて以降、10年国債利回りを約25bp押し上げており、2024年に25bp、2025年に15bp、さらに押し上げる可能性があるとして当社グループは推定しています。一方、当社グループの推定によれば、2024年に予想どおりFF金利が0.75%低下すれば、10年国債利回りは21bp低下します。これは、0.75%の利下げが10年国債利回りに24bpの影響を与えるとするFRBのFRB/USマクロモデルの推計値とほぼ合致します。⁷ つまり、今後1年間に実施されるQTは3回分の利上げに匹敵することになると考えられます。一方、パウエルFRB議長はこれまで、ほぼ1回の利上げに匹敵するとしてきました。

財政への懸念？

昨年、10年国債利回りが5%に達したときに、財政見通しが国債利回りに及ぼす影響について多くの議論がなされました。対GDP比6%の米国年間財政赤字はユーロ圏の安定・成長協定の上限の2倍であり、また米議会予算局の予測では米国累積債務は対GDP比で2030年までに108%、2040年までに134%に達するとみられ、財政が長期的に持続不可能な道を進んでいることを示していると解釈できます。これらが現在の利回りをどれだけ押し上げているかを決定するのはかなり難しい作業です。これには2つの側面があります。第1は巨額の赤字に伴う国債発行額であり、第2は、例えばイタリア国債とドイツ国債の間に見られるような「信用」プレミアムが米国債価格に生じ始めるリスクです。

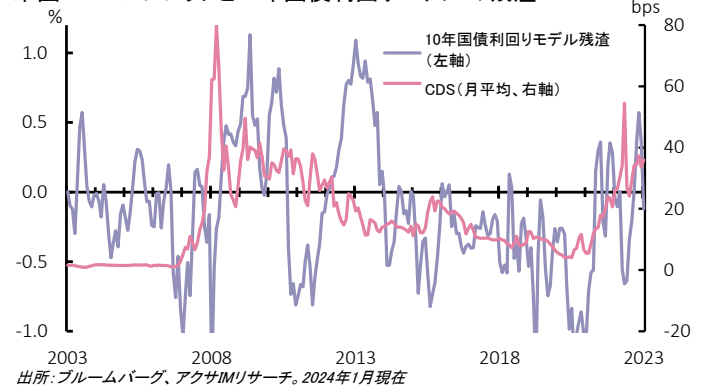
発行額に関しては、当社グループの利回りモデルで米国債の（条件付きではない）発行額を明示的に取り込んでいます。具体的には、まず、米財務省が発行する金額から満期が到来する金額を差し引いた金額（純発行額）に着目します。次に、FRBが米国債を購入するのか、あるいは償還されるままとするのか（QEまたはQT）を考慮に入れます。この（発行額の）指標は全体の利回りに統計的に有意な影響を与えると思われる。しかし、図表10で示すように、利回りへの全体的な影響は歴史的に有意ではあるが小さいため、今後数年間で純発行額が急増したとしても、利回りへの明示的な影響は小さいと思われる。

図表10: 発行額が10年国債利回りに与える影響の推定
米国: 債券供給は統計的には有意だが、小さい



米国債の「信用」プレミアムのリスクについては、当社グループの過去の調査⁸によれば、米国の純債務は現在対GDP比98%で、財政の持続可能性を巡って真の懸念に直面するまでにはまだ数年かかる見通しです。しかし、次期政権がどうなるかにかかわらず、現段階では、いずれの大統領候補も連邦政府の赤字削減を優先事項としておらず、数年後には懸念が生じる可能性があります。当社グループはこの問題の検討に際して、定性的評価に加えてクレジット・デフォルト・スワップ市場に着目しています。クレジット・デフォルト・スワップは、基礎となるソブリン債のデフォルトに対する保険の役割を担う金融商品であり、したがって、財政の持続可能性に対する懸念のレベルをより具体的に表すと見込まれます。

図表11: 財政懸念が米国債利回りを押し上げ
米国: CDSスプレッドと10年国債利回りモデルの残差



図表11は5年物の米国クレジット・デフォルト・スワップ・プレミアムを示しています。このプレミアムは近年上昇しており、持続可能性への懸念が高まっていると考えられます。現在の水準はユーロ圏のソブリン危機が発生した2010年代初頭とほぼ同じです。ソブリン利回りモデルの残差も合わせて表示すると、両データ間に一定の相関が見られます。このことは、他の要因の変化に加えて、財政の持続可能性に対する懸念の

⁷ FRB/USマクロモデル：米国経済の大規模な推定一般均衡モデル

⁸ D.Page 「US debt ceiling impasse: unnecessary and unavoidable」、アクサIMリサーチ、2023年5月

高まりが最近の利回り上昇の一因となっていると考えられます。今後、財政の持続可能性の認識がどのように変化していくのか注視していく必要があると思われます。

最後の点は、 r^* の推定値に関する本稿の議論と重なります。 r^* の推定値は、米国全体の債務の変化によっても変動します。従って、政府の借入コストが政府債務の変化を反映するものと前提して、金利全般や r^* (米国債利回りに影響を与えると当社グループは考えています)はより広範な借入の水準を反映するものと考えられます。この点を踏まえて注目すべき点は、政府債務は増加しているものの、2020年第2四半期に新型コロナウイルス感染が急拡大して以降、米国全体の債務水準は大幅に低下し、全体の債務はGDP比350%と、ピークだった2009年の380%を下回り2011年以来の低い水準になっているということです。公的債務の拡大は、現在のところ、家計や金融セクターなど幅広い民間セクターで債務が削減される中で生じています。

安定水準に近い利回り

ここ数年、国債利回りは急上昇し、現時点で過去10年間見られなかった水準に達しています。この上昇の大半は、中立金利の底値からの上昇、期待インフレ率の上昇(目標値を回復)、主にQE資産が除去されたことによるターム・プレミアムの上昇といった構造的要因によるものと当社グループは考えています。これらの要因は中期的に持続すると見えています。

短期的な要因で言えば、FF金利見通しの変化や条件付きではないQT、ボラティリティの上昇が利回り上昇の主な要因であると考えられます。また、国債発行増や財政の持続可能性への懸念も上昇の一因になったと見えています。2024年に入ってから利回りは4%前後で落ち着いており、当社グループの経済シナリオに基づけば、利回りが今後数年の間に現水準からかなり下がることはないと考えています。現在のコンセンサス予想に基づいても同様です。実際、2010年代の大半で一般的だった水準へと利回りが低下して回帰することがあるとすれば、景気後退に通常伴うような政策金利の大幅な調整をFRBが実施する時であると考えています。

付録A - 米10年物国債モデルの仕様

このモデルは、情報の目的で、米10年物国債利回りモデルの詳細な推定値を提供するものです。

米10年国債利回りのモデル仕様			
従属変数		推定係数	有意水準
定数		2.58	***
FF金利の水準		0.28	***
GDP(前年同期比)		0.09	***
債券発行額の対GDP比率(8か月先行)		0.31	***
超過準備預金の対GDP比率(12か月先行)		-0.12	***
MOVE指数(米国債のオプション価格から算出される米国債の先行き変動リスクを示す指数)		0.01	***
			*** 1%レベルで有意
R ²		85%	

出所: アクサIMリサーチ、2024年1月

(オリジナル記事は1月18日に掲載されました。[こちら](#)をご覧ください。)

ご留意事項

本資料は情報提供のみを目的としており、アクサ・インベストメント・マネージャーズまたはその関連会社による投資、商品またはサービスを購入または売却するオファーを構成するものではなく、またこれらは勧誘、投資、法的または税務アドバイスとして考慮すべきではありません。本資料で説明された戦略は、管轄区域または特定のタイプの投資家によってはご利用できない可能性があります。本資料で提示された意見、推計および予測は掲載時の主観的なものであり、予告なしに変更される可能性があります。予測が現実になるという保証はありません。本資料に記載されている情報に依存するか否かについては、読者の独自の判断に委ねられています。本資料には投資判断に必要な十分な情報は含まれていません。

投資リスクおよび費用について

当社が提供する戦略は、主に有価証券への投資を行いますが、当該有価証券の価格の下落により、投資元本を割り込む恐れがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動によっては投資元本を割り込む恐れがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。

また、当社の投資運用業務に係る報酬額およびその他費用は、お客様の運用資産の額や運用戦略（方針）等によって異なりますので、その合計額を表示することはできません。また、運用資産において行う有価証券等の取引に伴う売買手数料等はおお客様の負担となります。

アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号: 関東財務局長（金商）第16号

加入協会: 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、日本証券業協会