

年金運用の将来像： 負債の意識が変えるポートフォリオの姿

目次

- I. 年金負債を意識した運用（資産・負債の GAP 管理の重要性）
- II. 負債のリスク特性と負債マッチング運用
- III. 負債を意識した二極ポートフォリオの考え方
- IV. 海外に見る二極ポートフォリオの事例
- V. 年金運用の将来像：負債の意識が変えるポートフォリオの姿

年金運用部 運用プランナーグループ シニア運用コンサルタント 岡本 卓万

【サマリー】

- 年金運用は、長期的には目標利回りを達成する効率的な運用が求められる一方、短期的には負債に対して一定の資産の積立を確保するリスク管理が求められる。
- 短期的目的を達成するためには資産と負債のミスマッチリスクの管理が重要となる。
- 負債の評価方法によって、負債のリスク特性が異なるため、負債にマッチングするような運用手法も異なる。
- 負債を意識したポートフォリオの考え方として、負債マッチング部分とリターン追求部分に分ける二極ポートフォリオがある。
- 海外の先進的な基金では、二極ポートフォリオを導入するケースが出始めている。
- 負債を意識したポートフォリオの姿として年金運用の将来像を描くことを試みた。

I. 年金負債を意識した運用（資産・負債の GAP 管理の重要性）

【年金運用の目的】

およそ、資産運用というものは、その目的を持っている。「資産を増やすこと」というのでは実は不十分である。究極の目的は「増やした資産を何かに使うこと」であるはずだ。何に使う資金なのか、その資金はいつ必要か、資金が目減りしたらどんな悪影響があるのかなどが資産運用のあり方を決定する要因になる。

企業年金の運用目的は長期的なものとは短期的なものに分類できる。長期的な運用目的とは「将来の年金給付という債務を確保する」ということである。資産運用利回りが長期的に予

定利率を上回れば、将来の年金給付を確保できるような年金制度は設計されている。

短期的な目的は、年金負債に対して十分な資産が積み立てられている状態を維持することである。年金運用は非常に長期にわたる運用であるがゆえに、定期的(通常年に一度)に、この積立水準の検証が行われている。

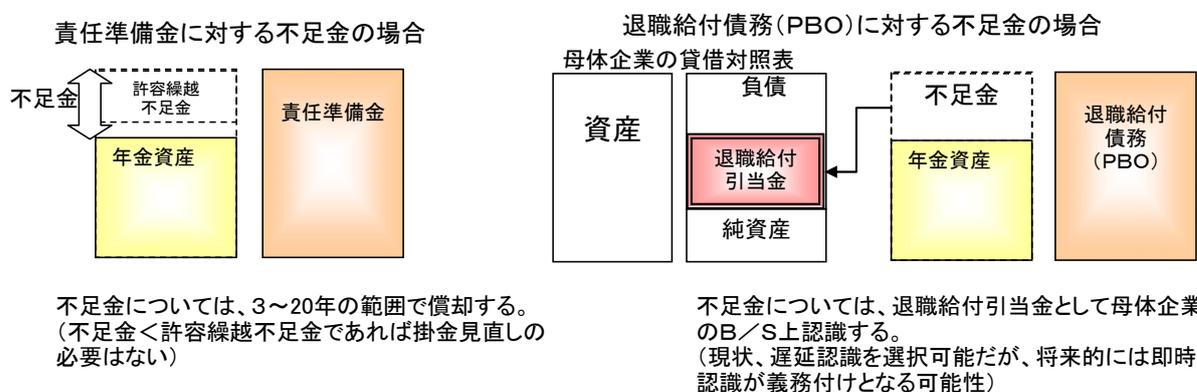
言い換えると、年金運用では、長期的な収益目標として予定利率を上回ることと、短期的なリスク管理として負債に対して一定以上の積立となるよう資産を維持することの二つをバランスよく達成することが求められる。このうち短期のリスク管理という観点からは、資産と負債のミスマッチを管理することが重要だ。つい、資産の運用リスクの方にばかり目がいきがちだが、負債側のリスクも捉えたうえで、資産と負債のミスマッチがどうなっているかを見るのが年金運用のリスク管理において重要である。

【積立不足の影響】

負債の評価の方法にはいくつかの種類がある。評価の方法としては、継続基準の年金財政検証で使われる責任準備金(これは年金受給権を守るという観点から確定給付企業年金法などの法律に定められている)と、退職給付債務(企業年金が母体企業の財務に与える影響を計測するという観点から退職給付会計で使われる)がある。このほかに年金財政検証で使われる最低積立基準額というものもあるが、これは比較的退職給付債務に近い考え方であるのでここでは割愛する。さらに言うと、同じ責任準備金でも、厚生年金基金における代行部分と確定給付企業年金では評価の方法が異なる。

さて、運用の悪化や負債の予期せぬ増大によって、資産が負債の額を下回る不足金の状態になった場合に企業に及ぶ影響を示したのが【図表1】である。

【図表1】 積立不足の母体企業への影響



まず、資産が年金財政上の基準である責任準備金を下回った場合には、追加的掛金が必要

になる。ただし、不足金がそのままその年度の追加掛金となるのではない。不足金が、許容繰越不足金額に満たない場合には掛金の見直しはしなくとも良い(許容繰越不足金は一種の緩衝帯だといえる)。また、この不足額(未償却過去勤務債務)の償却期間は3年~20年の幅で選択でき、一定の範囲内で償却額を期毎に変更する取扱い(弾力償却)も選択できる。

一方、資産が会計上の退職給付債務(PBO)を下回った場合には、不足額を退職給付引当金として母体のバランスシート上の負債として認識しなければならない。ただし、当年度に発生した不足額を即座に退職給付引当金として認識するのではなく、一定の年数に分けて認識することが可能である(遅延認識)。また、退職給付債務を算定する際に用いる割引率は、市場金利を用いることを原則としつつ、過去5年間の平均金利を用いることができる(割引率の平滑化)。さらに割引率を変更しても退職給付債務の変化が10%以内であるならば、あえて割引率を変更しなくとも良い(重要性基準)。

遅延認識、割引率の平滑化、重要性基準の適用により、市場金利にもとづいた年金部分の経済的価値が、何年も遅れて、かつ平滑化されて母体のバランスシート上認識されるしくみになっている¹。こうした遅延認識は、企業会計における年金部分の評価を不透明にしているということで批判が高まっており、世界各国の会計基準は遅延認識の処理を認めず、市場金利に基づき評価した年金負債部分を即時に母体企業のバランスシート上認識する即時認識を義務付ける方向で進んでいる。日本の会計基準も国際会計基準の動きに対応すべく、検討の動きが活発化している。その動きの一環として、平成21年度の決算から、割引率の平滑化は認められなくなることが既に決まっている。

こうした即時認識の流れは、企業会計における年金部分の「時価会計」ということができる。年金の「時価会計」化が進展すれば、退職給付債務と年金資産の変動はダイレクトに企業のバランスシートに影響を与えることとなる。会計基準は透明性の要請から、今後裁量の余地は次第に少なくなっていくものと想定される。これと比較すると、財政基準は不足金が発生したとしてもその処理について裁量の余地が多く残っている。

これらから単独型の確定給付企業年金における年金のリスク管理は、今後、裁量の余地が少ない退職給付債務を負債としたものの重要性が次第に増してくると考えられる。一方、総合型の厚生年金基金では引き続き年金財政が重視される。総合型の企業年金の年金負債は、その大半をいわゆる代行部分が占めるため、代行部分の年金負債である最低責任準備金が最も重視される。

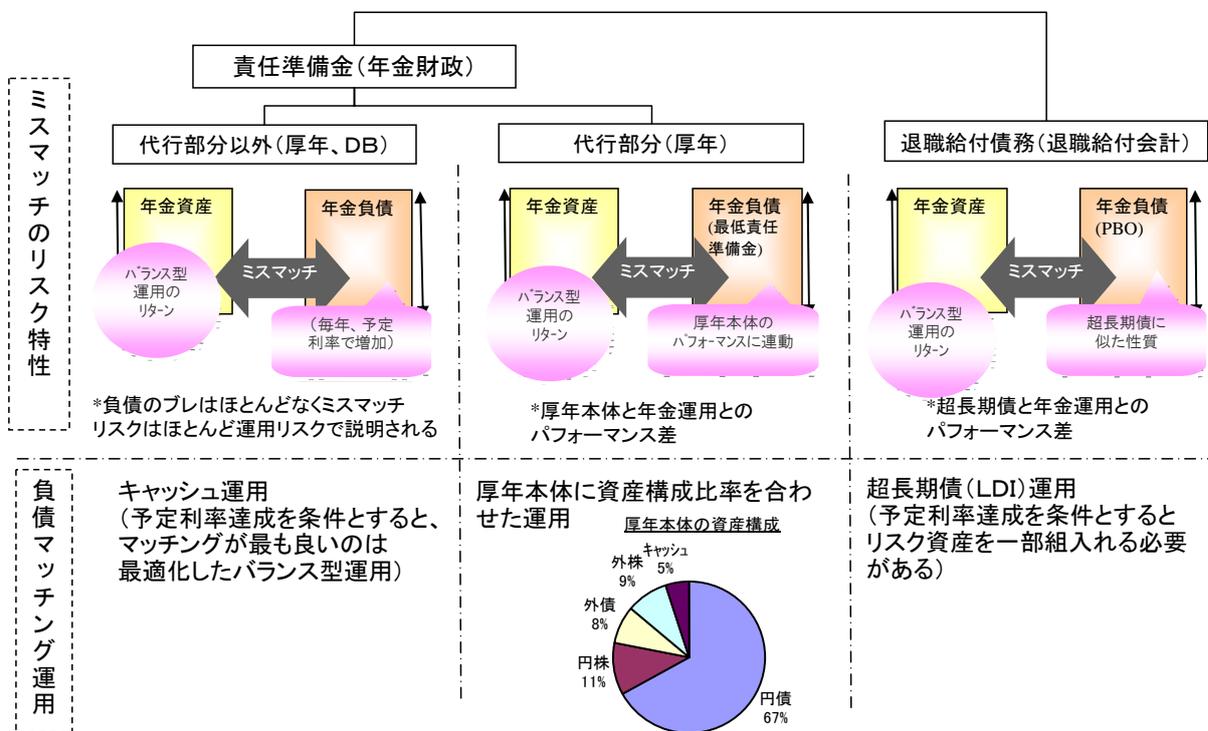
¹ ここでは紙面の都合上、B/S上の影響に絞って議論することとし、P/L上の影響については割愛した。

II. 負債のリスク特性と負債マッチング運用

【評価方法による違い】

年金負債のリスク特性は評価方法によって様々である。ここでは主なものについて見てみることにする。評価方法としては責任準備金と退職給付債務があり、責任準備金についてはさらに厚生年金基金における代行部分と確定給付企業年金などの部分に大きく分類され、それぞれの評価方法に由来するリスク特性を持つのが特徴である。【図表2】

【図表2】 負債の評価方法と年金バランスシート上のリスク



【責任準備金（確定給付企業年金または厚生年金基金のプラスアルファ部分）】

責任準備金は、今後年金資産が予定利率で安定的に運用されたとした場合に、将来の給付がまかなわれるためにはどれだけの資産が現時点で必要かを示すものである。予定利率は長期に達成可能な運用利回りの観点から設定され、割引率などより高くなることが多い。責任準備金は、毎年、予定利率で安定的に増加していくことになる(掛金・給付の影響は無視する)。言い換えると、責任準備金は市場リスクがないということである。

責任準備金に対してマッチングの良い運用は、市場リスクがないもの、すなわちキャッシュということになる。国内債券もこれに準ずるが、完全なマッチングとはいえない。ただし、これらの運用では、予定利率の達成はおぼつかない。長期的な予定利率の達成には、株式などのリスク資産の組入れが必要だ。予定利率の達成を制約条件とすると、債券とともにリター

ン源泉である株式などのリスク資産に分散した投資を行うバランス型運用が効率的ということになる。多くの企業年金が採用しているバランス型運用は、実は責任準備金を負債として意識した運用の姿なのである。

【責任準備金(厚生年金基金の代行部分)】

年金財政上、厚生年金基金の代行部分の負債である最低責任準備金のリスク特性は、平成11年度以降大きく変わった。それまでは他の部分と同じ計算方法であったのが、算定ルールの変更により、国の厚生年金本体の運用利回りに連動する(実際には約1年9ヶ月遅れて連動する、いわゆる「期ずれ」がある)こととなったのである。

厚生年金本体の運用利回りは、その運用主体である年金積立金管理運用独立行政法人の運用基本方針によってほぼ決まると考えられる。この運用基本方針は政策アセットミックスとして公表されており、平成20年度末においては、【図表2】の中央下の円グラフで示される資産構成となる予定とされている。

こうした運用利回りに連動する負債にマッチングする最も良い方法は、同じような資産構成をもつポートフォリオを構築することである。よく運用パフォーマンスの9割は資産構成で決まるといわれるとおり、資産構成を厚生年金本体に合わせてしまえば、どのような市場環境になろうとも、厚生年金本体並みのパフォーマンスが実現すると考えられる。

【退職給付債務】

退職給付債務による評価の考え方は、過去の勤務期間について発生している給付債務の将来キャッシュフローを現在価値に割引いたものである²。割引率には市場金利(長期の安全な債券の利回り)が用いられる。退職給付債務は年金負債を市場金利に基づく時価で把握しようとしたものといえよう。

ここで割引率(市場金利)が1%低下すると、現在価値に換算する際の割引幅が少なくなるため、退職給付債務は増加する。一般的な企業年金では、割引率の1%低下によって退職給付債務は10~15%も増加するといわれる。退職給付債務のリスク特性は、超長期債に似ているといえる。この他、長寿リスクやインフレリスクも存在する。平均寿命の延びやインフレによって給付額が増加するリスクである。しかし日本においては、多くの企業年金制度が有期年金であり、また明示的には給付がインフレスライドしない制度となっている。長寿リス

²現在の会計基準では重要性基準や割引率の平滑化が適用可能であるが、ここではその影響は無視する

クやインフレリスクは金利リスクより相対的に小さいと考えられる。

ここで資産側に超長期債を組入れると、負債のリスクと資産側のリスクが相殺する形でミスマッチが減少し、バランスシート上のリスクは大幅に削減される。ただし、長期金利が予定利率を大幅に下回る低金利の局面において資産の多くを超長期債とすると、予定利率という年金における長期的な目標の達成が困難になる。予定利率の達成を同時にめざすならば、一部リスク資産を残す必要があるだろう。

こうした時価ベースで評価した年金負債のリスクに対するマッチングを意識した運用はLDI(Liability Driven Investment=負債対応投資)と呼ばれ、欧米の企業年金で導入が進んでいる。

Ⅲ. 負債を意識した二極ポートフォリオの考え方

【二極ポートフォリオ】³

長期的には予定利率という目標リターン達成を目的としつつ、短期的にはそれぞれの負債に対する積立比率の低下を抑制するという二つの目的をバランスよく達成するためには、いわゆる二極ポートフォリオがその解決策となると考えられる。二極ポートフォリオとは、負債リスクのヘッジを目的とした負債マッチングポートフォリオ(LP)と、リターンの獲得を目的とした、リターン追求ポートフォリオ(RP)を適当な比率で組み合わせて全体ポートフォリオを策定するものである。

前章で述べたとおり、負債のリスク特性は評価の方法によって異なる。また、退職給付債務を負債とした場合には、制度毎にリスク特性が異なる(制度により年金給付期間の違いや、退職者の割合が多い制度なのか若い加入者が多い制度なのかなどによって、負債額の金利に対する感応度が変わる)。個々に異なる負債のリスク特性にあわせるため、負債マッチングポートフォリオ(LP)は年金制度ごとに固有のポートフォリオとなる。

一方、リターン追求ポートフォリオ(RP)は、純粋に効率的なリターンの獲得を目的に策定される。株式などの伝統的資産がその中核となるが、新興国株、不動産、非上場株式(PE)、コモディティなどの非伝統的資産や、アクティブ運用戦略、ヘッジファンドに代表される絶対収益型商品などを含め広く収益源泉を分散することが考えられる。どこまでの範囲に投資対象を広げるかは基金の判断によって異なる。国内債券についても収益源泉として魅力が高ければ組入れられるが、負債とのマッチングを期待する部分については、負債マッ

³ 二極ポートフォリオの議論については、角田(2006)を参考にした。

グポートフォリオがその役割を受け持つことになる。

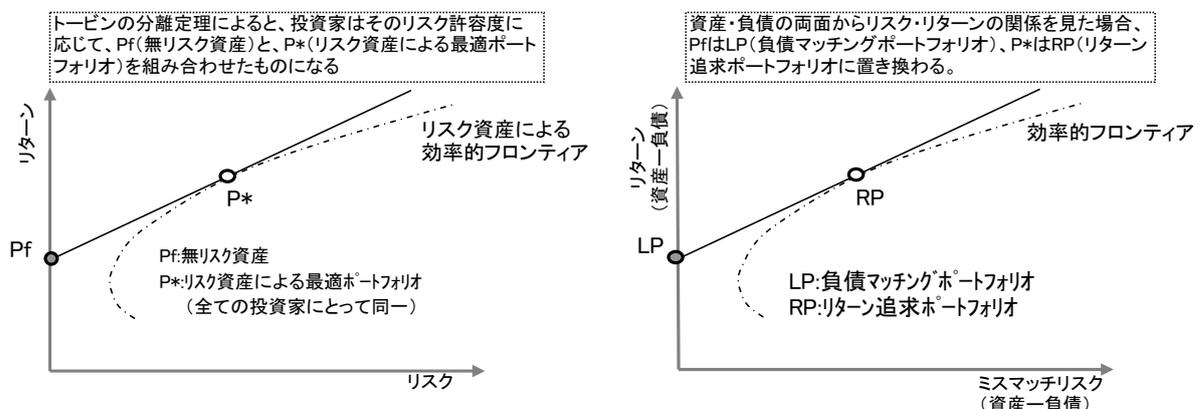
全体ポートフォリオは、この2つのポートフォリオを組み合わせることによって策定される。高い収益(厳密には負債に対する超過収益)を狙う投資家はリターン追求ポートフォリオ(RP)の割合が多くなる。リスク許容度の低い投資家は、ほとんどが負債マッチングポートフォリオ(LP)で構成される。負債に対するリスクをどこまで許容するかで、2つのポートフォリオの組入れ比率が変化する。

2つの特化したポートフォリオの関係は、トービンの分離定理における無リスク資産と、リスク資産ポートフォリオとの関係によく似ている。【図表3】トービンの分離定理では、投資家はそのリスク許容度に応じて、リスク資産のみによる最適ポートフォリオ(P*)と無リスク資産(Pf)を組み合わせることになる。このP*を、二極ポートフォリオにおけるリターン追求ポートフォリオ(RP)、Pfを負債マッチングポートフォリオ(LP)に置き換えたものが二極ポートフォリオになる。(P*とRPは理論的には同一のポートフォリオではない。RPは資産負債のミスマッチをリスクと定義して最適化されるからである。)

二極ポートフォリオは部分最適化にすぎず、ポートフォリオ全体で最適化しないと、効率的とは言えないという批判もあるだろう。しかし、現代の専門化・細分化が進んだ年金運用のストラクチャーにおいては、二極ポートフォリオの方がうまく管理できると思われる。

年金運用のポートフォリオは、その分野ごとに別々のファンドマネジャーにゆだねている。全体最適化をするためには、1人1人のマネジャーに負債のリスク特性を伝えたり、負債特性に合ったベンチマークを与えたりすることで、対負債を意識した運用が可能になるが、これはちょっと非現実的だ。

【図表3】負債を意識した二極ポートフォリオ



二極ポートフォリオにおいては、負債マッチングポートフォリオを1人のマネジャーにゆだね、負債のリスク特性にマッチングした運用を依頼する。一方で、リターン追求ポートフォ

リオは部分ごとに、それぞれ特化した複数のマネジャーに委託する。こちらのマネジャー達は、純粹に収益を追及することが可能である。負債マッチング部分、リターン追求部分の比率をコントロールすることも容易だ。部分最適化ではあるが、こちらの方がはるかに管理しやすいだろう。

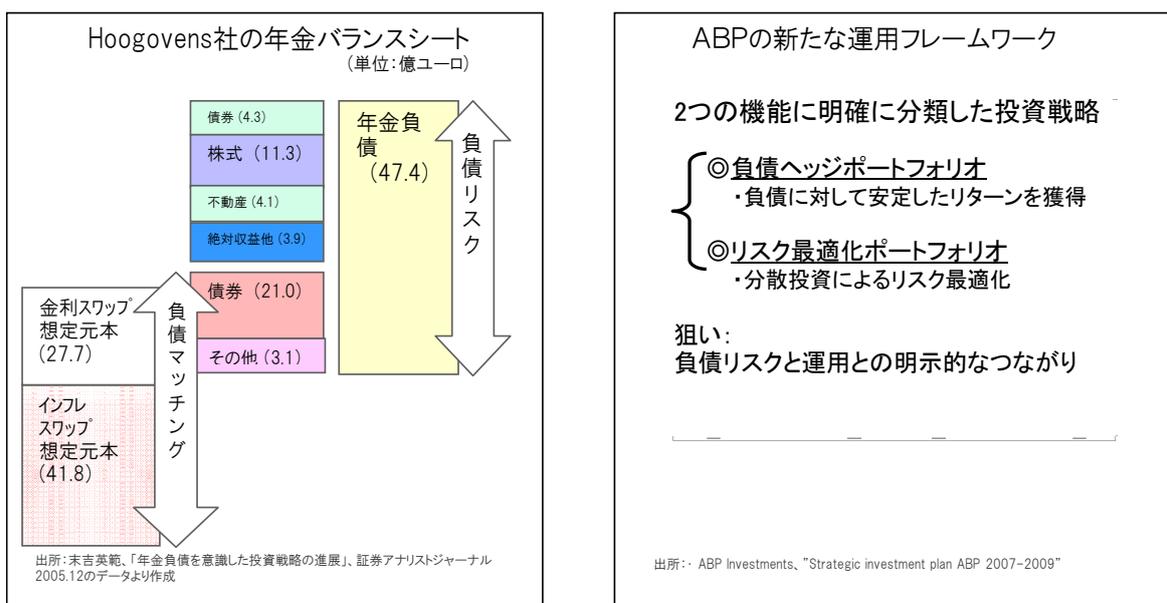
IV. 海外にみる二極ポートフォリオの事例

【Hoogovens 社の事例】

前章で述べた二極ポートフォリオをいち早く導入したオランダの事例を紹介したい。オランダという小国ではあるが、企業年金への政策に関しては先進国と認識されている。負債の市場金利評価による先進的な年金財政基準の採用、コレクティブ DC と呼ばれる集団運用型の DC プランの導入など、世界に先駆けて様々な政策を導入している。こうした背景の中、年金運用においても厳格なリスク管理基準に対応しようと先進的な取り組みが見られる。【図表4】

これから紹介するオランダの Hoogovens 社は、二極ポートフォリオを導入することで短期的なリスク管理と長期的なリターンの追求を高いレベルで両立させようとしている例といえる。

【図表4】 欧米の年金基金の例



同社のポートフォリオは、負債リスクに対するマッチング運用の部分と、リターンを追求

する部分に分けた二極ポートフォリオを構築しているのが特徴である。負債のマッチングにおいては、債券額(約 21 億ユーロ)は負債(約 47 億ユーロ)の半分以下であるが、金利スワップなどのデリバティブを活用することで、おそらく負債のリスクとほぼマッチングしているものと思われる。(なお、インフレスワップが大量に組入れられている。これはオランダの企業年金制度では給付がインフレスライドするためと考えられる。日本の制度はほとんどが給付のインフレスライドがないため、インフレリスクは小さいと考えられる。)

一方、リターン追求ポートフォリオでは、株式、不動産などのリスク資産のほか、絶対収益型投資(ヘッジファンドが中心である)、債券なども組み合わせた上で、リターン源泉を徹底して分散したポートフォリオを構築している。

【ABP の事例】

オランダ最大の年金である ABP は、その運用基本方針を記した「戦略的投資計画 2007-2009」において、新たな運用の枠組みとして二極ポートフォリオのコンセプトを提示している。ABP では、負債リスクと運用に明示的なつながりを持たせるために、ポートフォリオ全体を、負債ヘッジポートフォリオとリスク最適化ポートフォリオという明確に役割を当てはめた部分に分けるコンセプトを打ち出している。

V. 年金運用の将来像：負債の意識が変えるポートフォリオの姿

負債を意識した場合、負債マッチング部分とリターン追求部分からなる二極ポートフォリオは年金運用の解答の一つになりうる。特に、年金負債を時価ベースで評価した場合、二極ポートフォリオは資産と負債のミスマッチを管理しながら必要な収益を長期的に生み出すという年金運用の目的に合致している。今後、退職給付会計制度の見直しが進み、年金負債の時価について即時に母体のバランスシート上に反映するようになれば、二極ポートフォリオの導入が日本においても検討されるようになるだろう。

日本においては、厚生年金基金の代行部分のように、独特な年金負債の評価方法もある。この負債を意識した運用を考えることも重要だ。

これまでのポートフォリオにおける基本的な資産構成の考え方も、より負債を意識したものになり、二極ポートフォリオの考え方を取り入れたものに変更する基金が次第に増えてくるのではないか。負債を意識した年金運用の姿が負債の評価方法の違いに応じて今後どのような形になっていくか、筆者の独断で大胆に予測をしてみることにする。

【責任準備金(確定給付企業年金、厚生年金基金のプラスアルファ部分)を負債とした場合】

結論を先に言えば、責任準備金を負債と捉えた場合、負債を意識した最適なポートフォリオは政策アセットミックスそのものとなる。政策アセットミックスは、予定利率を長期安定的に達成する観点から策定されている。責任準備金は(掛金・給付による出入りをのぞけば)毎年予定利率で安定的に増加すると考えられ負債側のリスクはゼロである。したがって、資産側だけでリスクを最適化すれば負債も含めて最適化がなされていることになる。したがって、責任準備金を負債と考える限り、従来の一括運用によるポートフォリオで充分で、二極ポートフォリオの導入は必要ではない。

ただし、厚生年金基金の代行部分における年金財政上の負債である最低責任準備金は、独特のリスク特性を持つ。厚生年金基金においては、代行部分はその負債の9割程度を占めるケースも珍しくなく、最低責任準備金に対するミスマッチに重点を置いた管理が必要である。

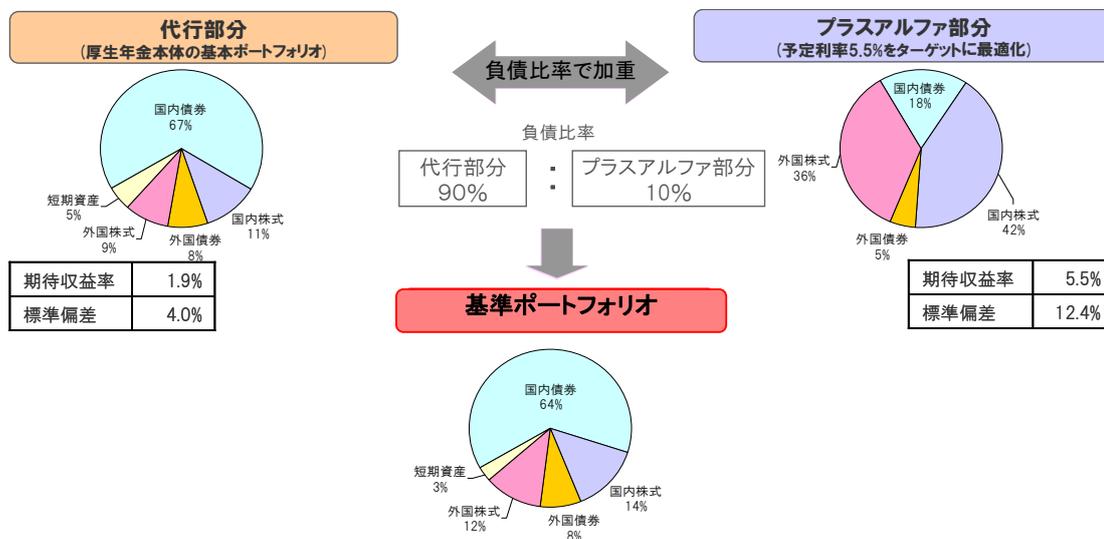
【最低責任準備金(厚生年金基金の代行部分)を負債とした場合】

最低責任準備金を年金負債と考えた場合、負債マッチングポートフォリオ(ミスマッチリスクを極小にする運用)は、厚生年金本体と同じ資産配分のポートフォリオを構築することである。(厚生年金本体は一部アクティブ運用も行うが、非常に巨額な運用を行うので、結果的にパフォーマンスはほとんど資産構成割合で決まってしまう)。同じ資産配分にしておけば、市場環境がどのように変化しようとも、常に厚生年金本体と同様のパフォーマンスが出ることになる。

留意点としては、最低責任準備金に適用される利回りが、厚生年金本体のパフォーマンスに対して約1年9ヶ月遅れる、いわゆる期ずれの効果があることである。この期ずれにより、運用側の資産構成を厚生年金本体とぴったり合わせても、最低責任準備金の利回りとのずれが結果的に生じてしまうのである。これに対する良い対処法はないのが現実である。最低責任準備金への本体パフォーマンスの適用タイミングがもう少し早くなることを願いたい。

厚生年金基金のプラスアルファ部分については、先に述べたとおり、予定利率の長期安定的達成の観点から策定するポートフォリオが、負債を意識した運用の基本である。したがって基金全体で見ると、厚生年金本体を意識した代行部分への負債マッチングポートフォリオと、プラスアルファ部分を意識したポートフォリオの2つによる、一種の二極ポートフォリオが描ける。基金としては、代行部分・プラスアルファ部分の比率に応じて2つのポートフォリオを組み合わせればよい。こうして策定されたポートフォリオを基準ポートフォリオと呼ぶことにする。

【図表5】 厚生年金基金の負債を意識したポートフォリオ



基準ポートフォリオは、必要な運用利回りを長期的に達成しつつ、負債とのミスマッチを抑制するポートフォリオである。しかしながら、積立水準が負債を下回る状況にあり、かつ母体企業側で掛金の増額が困難である場合、より高いリターンを実現していかなければ、積立水準の改善が見込めない。運用により積立水準を改善していくためには、基準アセットミックスに対して、リスク資産を積み増したり、オルタナティブなどの収益源泉を組入れることで、ポートフォリオの収益力を高める必要がある。

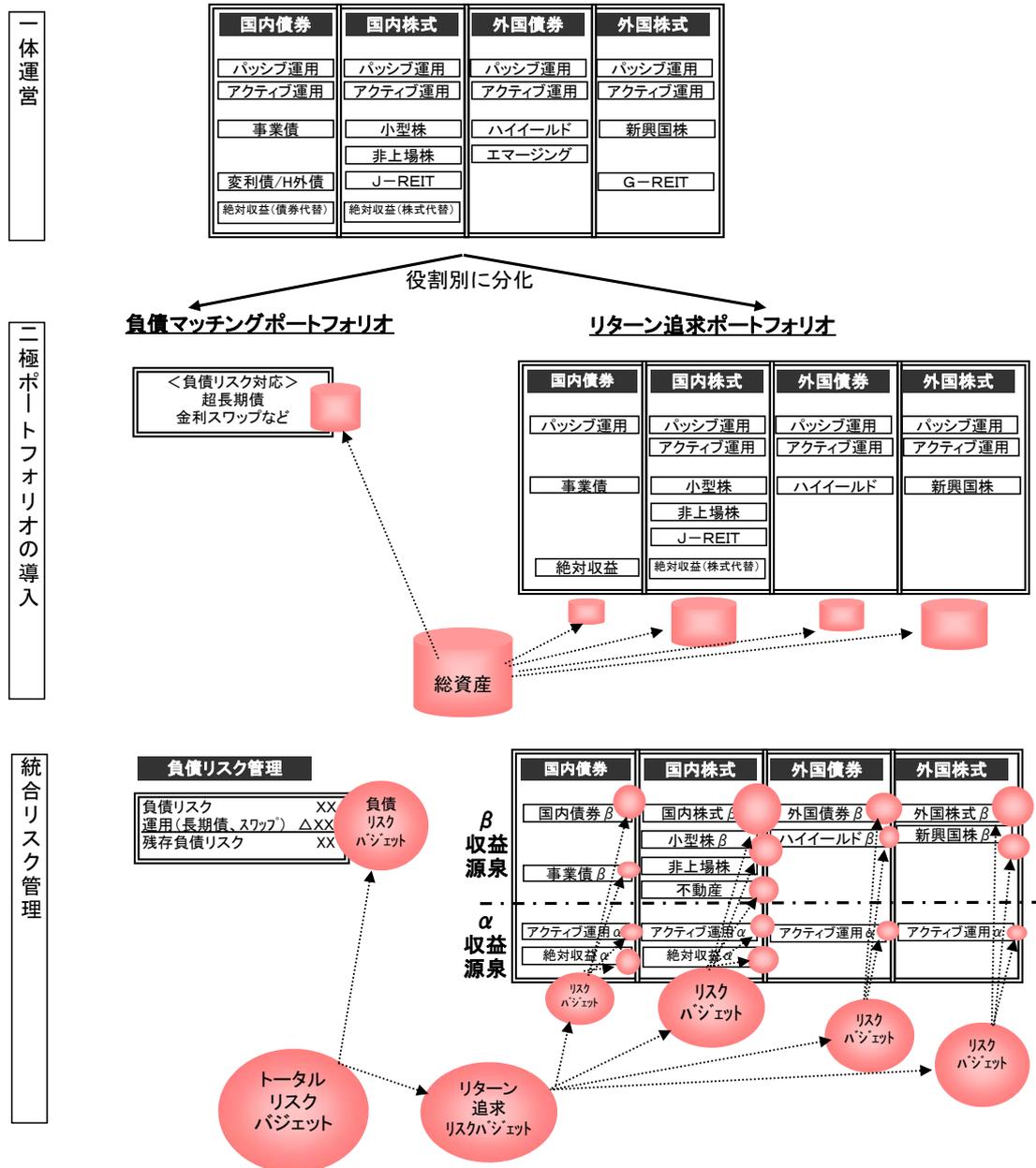
【退職給付債務(PBO)を負債とした場合】

退職給付債務を負債ととらえた場合、これと最もマッチングの良いポートフォリオは、長期債や金利スワップによる長期デュレーション運用である。これで負債の金利リスクについてはかなり抑制することが可能である。負債が抱える他のリスク、長寿リスクやインフレリスクについては有期年金が多く、かつ給付のインフレスライドがない日本の企業年金においては比較的必要性が少ないと考えられる。【図表6】

一方、リターン追求ポートフォリオでは、一定のリスクのもとでリターン極大化を目指す運用がなされる。新興国なども含めた投資ユニバースの拡張、伝統的4資産とは異なる収益源泉を含めポートフォリオ全体のリスク＝リターン特性の改善もはかれる。そして、リターン追求ポートフォリオと負債マッチングポートフォリオを組み合わせた全体のポートフォリオで予定利率を上回る収益率達成を狙うことになる。現在のような超低金利局面においては負債マッチングポートフォリオの収益率は低いため、リターン追求ポートフォリオ部分で、予定利率より高い期待収益率を目指すことになる。リターン追求ポートフォリオは、従前の

(予定利率達成を目標とする) 一体運営でのポートフォリオよりもハイリスク志向のポートフォリオになるということだ。

【図表6】 退職給付債務を負債としたポートフォリオ



結果として、リターン追求ポートフォリオにおいては、内外株式などのリスク資産の組入れが比較的多くなるだろう。

一方、国内債券や外国債券については、リターン追求ポートフォリオが一体運営の場合と比較してハイリスク志向のポートフォリオとなることから、組入れ割合が減少すると思われる。加えて、負債マッチングポートフォリオが国内債券の機能のある程度代替すると考えら

れることから、負債マッチング部分での運用額が増えるにつれ、国内債券の組入れ割合が減少するだろう。

二極ポートフォリオの導入段階では、負債マッチング部分、リターン追求部分それぞれへの分配は金額ベースでおこなわれる。例えば、資産の20%相当額を負債マッチング部分へ、残りをリターン追求部分へとといった具合である。この方法では、役割の分化は明確なものの mismatch のリスクをどの程度まで減少させるのか、リターン追求部分でどの程度のリスクをとるのかというリスク配分戦略は必ずしも明示的ではない。

統合リスク管理の段階では、金額の配分ではなく、リスクの配分を直接おこなうことも考えられる。これはリスク・バジェットingの考え方を、資産＝負債を包含したものに拡大したものになる。資産＝負債の mismatch リスクをどれだけとるかというトータル・リスク・バジェット(予算)が、負債マッチングポートフォリオ組入れ後の残存負債リスクへのリスク・バジェット、リターン追求ポートフォリオへのリスク・バジェットの2つに配分される。リターン追求へのリスク・バジェットは、資産別、さらにはそれぞれの α 収益源泉(マネジャーのスキルによる超過収益)や、 β 収益源泉(資産そのものの収益)に配分される。

この方法によるメリットは、負債 mismatch リスクと、リターン追求リスクおよびその各運用戦略へのリスク・バジェット配分が統合的に管理できる点にある。その結果、負債の残存リスクを減らすかわりに、リターン追求戦略により多くのリスク量を配分するといった戦略的議論が容易になるのである。

年金運用においてもヘッジファンドやデリバティブのようにショートポジションを組み合わせる戦略が多く用いられるようになっており、資産額とリスク量がリンクしないケースが増えてきている。特に負債マッチングポートフォリオは金利スワップのように、資金を使わずにリスクだけが存在する運用プロダクトを多用する。このような場合、資産額ではなくリスク量で見た方が管理しやすいといえる。

(2009年1月31日 記)

【参考文献】

- 三菱UFJ信託銀行編 「企業年金から見た退職給付会計の実務」 中央経済社
- 末吉英範 「年金負債を意識した投資戦略の進展」 証券アナリストジャーナル 2005年12月号
- 角田康夫 「負債志向のリタイアメントプランニング」 三菱UFJ信託銀行調査情報 2006年4月号
- ABP Investments ” Strategic investment plan ABP 2007-2009”

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部

東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）