



MACRO MACRO MACRO
MACRO MACRO MACRO
MACRO MACRO MACRO
MACRO MACRO MACRO

ヴァンテージポイント
2025年第1四半期

「新たなサイクル」

インベストメント・インスティテュート

前書き

BNYインベストメント・インスティテュート*が毎四半期に発行する経済・市場見通しであるヴァンテージポイントをお届けします。

新年を迎え、2024年に市場に影響を与えていた多くのリスクを見直すときが来ました。米国では大統領選挙が終わり、インフレが落ち着きを見せるなか、労働市場が均衡状態に近づいており、連邦準備制度理事会（FRB）が金利引下げに着手したことで、2025年は楽観的な見方が再台頭する様相になりました。

インベストメント・インスティテュート（以下、当社）も市場の明るい見通しに賛同しており、世界経済が「新たなサイクル」に入る可能性が高いと考えています（確率は50%）。多くの国・地域は金融緩和策により経済成長が再加速し、レバレッジ水準が上昇するもコントロールされた状態となる一方、米国企業投資が回復に向かうと見ています。財政政策も追い風要因であり、賃金上昇率の鈍化がサービス価格の上昇を抑えることになりそうです。しかしながら、経済成長率がトレンドを上回るなかで、関税により製品価格が押し上げられることが想定されるため、早ければFRBが年央に金融緩和策を一旦停止する可能性があります。

2025年をそれほど楽観視できないシナリオもあります。経済成長率はプラスを維持するものの、金融引締策の遅行効果が予想以上に長引くというものです。さらに、財政政策が果たして実施されるのか、実施されるとしてもいつになるかの不確実性が存在するため、企業が投資を抑制し、新たなサイクルの大きな原動力になる企業活動が活発にならないことが考えられます。この「ソフトランディング」のシナリオ（確率は30%）は2024年の大半を通じて見られた傾向が続くということです。

上述の2シナリオは投資家にとって好都合のように見えますが、2025年に景気後退に陥るリスクは依然あります。労働市場が安定していること、及び企業収益が健全であるため、大規模なレイオフは回避できると見ています。しかし、FRBがインフレに対する過度な慎重姿勢を変更せず、財政政策が思うように実行できず、さらに中国の内需刺激策が効果を発揮しない場合は、「軽度の景気後退」（確率は20%）に陥る確率が高くなる可能性があります。いつものように、当社は各シナリオを詳細に予測することでそれぞれの確率を算出し、各シナリオが金融市場にどのような影響を与え得るかについての見解を解説します。最も可能性の高いシナリオとして、緩やかな金融緩和策あるいは財政政策により、潜在成長率を上回る経済成長率が達成されると予想します。インフレ圧力が完全に払拭されることはないでしょうが、コントロール可能な水準に抑えることができ、最終的には「新たなサイクル」入りすると予想します。



BNYアドバイザーズ
インベストメント・インスティテュート・ヘッド
エリック・ハンドル

*BNYインベストメント・インスティテュートは、マクロ経済リサーチ、アセット・アロケーション、マネジャー・リサーチ、オペレーショナル・デューデリジェンスのチームで構成されています。

要旨

金融市場は、主として経済成長、インフレ、金融政策を反映するという考え方に基づいて当社は見通しを策定します。当社の見通しがコンセンサス予想と大幅に異なる場合は戦術的な投資機会が生じていることを意味します。

図表1: 当社の見通しとコンセンサス予想

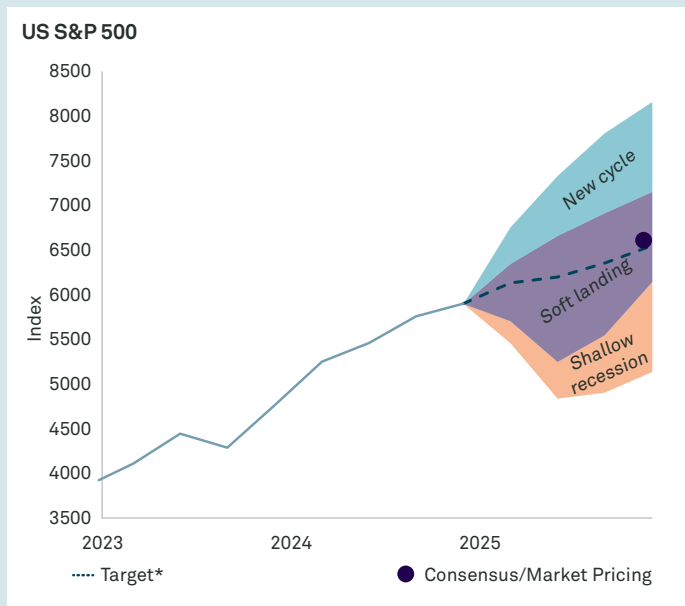
	2025年第1四半期	結論
経済成長		これからの12か月間における米国の成長率はコンセンサス予想と概ね同じになるが、上振れの可能性が下振れの可能性よりも高い。米国以外の成長率はコンセンサス予想よりもやや低くなる。
インフレ		これからの12か月間におけるインフレ率、特に米国では、コンセンサス予想を上回る。
金融政策		緩やかに緩和が続くが、早期に中断されるリスクがある。

ヒートマップの見方: 青は、成長率に関して当社の見通しがコンセンサス予想を大幅に上回る、インフレ率に関してはコンセンサス予想を大幅に下回る、金融緩和に関してはコンセンサス予想より大幅になることを示す。水色は、成長率に関してはコンセンサス予想を上回る、インフレ率に関しては予想を下回る、金融緩和に関しては予想より大幅になることを示す。灰色は、成長率、インフレ率、金融緩和が概ねコンセンサス予想と一致していることを示す。薄いオレンジ色は、成長率に関しては予想を下回る、インフレ率に関しては予想を上回る、金融緩和に関しては予想より小幅になることを示す。オレンジ色は、成長率に関しては予想を大幅に下回る、インフレ率に関しては予想を大幅に上回る、金融緩和に関しては予想よりかなり小幅になることを示す。

図表2: 戦術的な投資機会

主要な資産	2025年第1四半期	前四半期比	結論
グローバル株式		↑	経済成長を後押しするマクロ経済環境となり、短期的に株価を上昇させる
ソブリン債券		↓	キャリーの水準は魅力的だが、インフレリスクや利下げが緩やかになる可能性がリターンへの重しになる
社債			現在のスプレッド水準は非常にタイト。より良いリスクリターンは他のアセットクラスで可能
実物資産			ボラティリティと地政学面の不確実性をヘッジするためには有効
キャッシュ			金融緩和が継続しており、より良いリターンやヘッジ手段は他のアセットクラスで可能

選好しない ← → 選好する



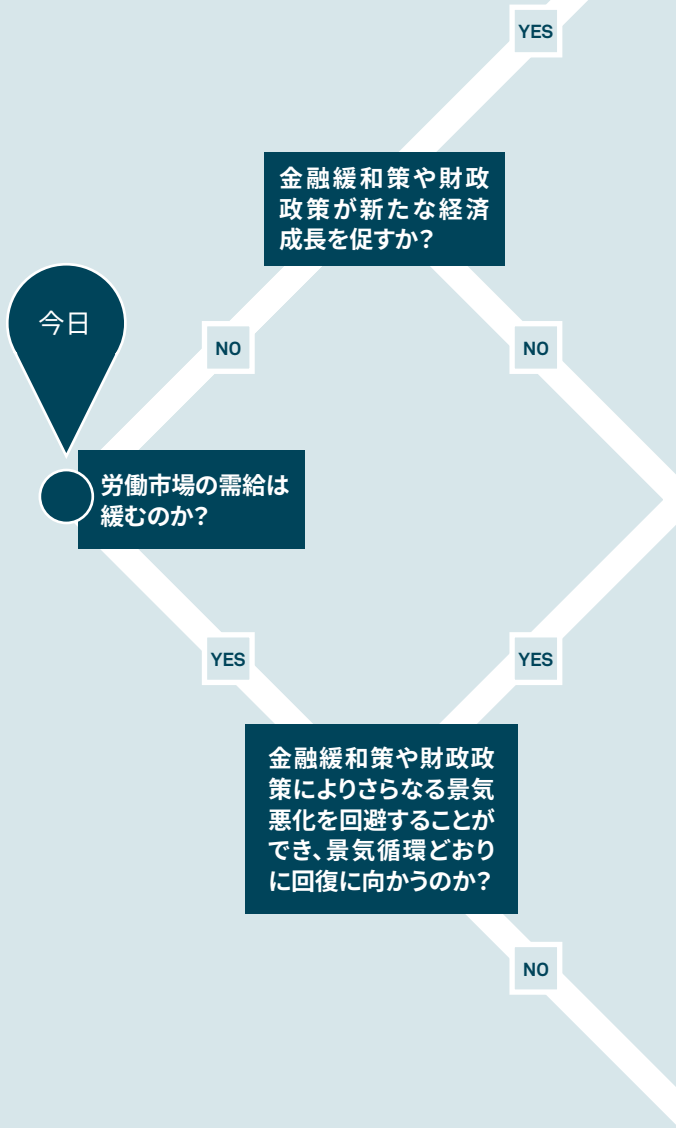
Source: LSEG Datastream/Fathom Consulting. Data as of 2 December 2024.
 *Target is the expected outcome based on the average of three scenarios weighted by how likely they are to occur. Please see additional disclosures and glossary.

図表3: 12か月予想

	S&P 500	
	Base Case	Probability Weighted
EPS Estimate	282	269
Earnings Growth	15%	10%
Price/Earnings	25	24
Approximate Level	~7,000	~6,500
Total Return Estimate	+18%	+8%

Source: BNY Investment Institute; Data as of 2 December 2024.

当社のシナリオ



新たなサイクル (確率50%)

Equities	Sovereigns	Credit	Real assets	Cash
▲▲	▼	▲	▲	▼
Equity Outlook (End-2025)			Level	Return
S&P 500			~7,000	+18%

マクロ経済

- 金融緩和策や財政政策が需要を喚起し、経済成長率が潜在成長率を上回る
- インフレ圧力が再燃する可能性が出てくるが、当面はそれほどではない。FRBが2025年の年央に利下げを一旦停止する

金融市場

- リスク資産にとって最良のシナリオ:短期的には、株価の評価を押し上げ、リスクスプレッドを縮小させる
- 債券は株式ほど良好ではなく、米国債のイールドカーブはベアスティープ化する

ソフトランディング (30%)

Equities	Sovereigns	Credit	Real assets	Cash
▲	▲	▼	■	■
Equity Outlook (End-2025)			Level	Return
S&P 500			~6,300	+6%

マクロ経済

- 米国では、金融引締めの影響が強くなり、貿易政策の不透明感が高まるにつれ、経済成長率がトレンドを下回るまで減速する
- 景気減速の回避を目的とした金融緩和策や財政政策により、インフレ率は目標値まで低下する

金融市場

- 株価評価は比較的安定するが、企業収益は鈍化する。信用スプレッドは拡大し長期平均に近づく
- グローバル債券は、景気減速懸念と利下げに伴う実質利回りの低下により、良好なリターンとなる

軽度の景気後退 (20%)

Equities	Sovereigns	Credit	Real assets	Cash
▼▼	▲▲	▼▼	▲	▲
Equity Outlook (End-2025)			Level	Return
S&P 500			~5,300	-12%

マクロ経済

- 労働市場が悪化し、経済成長率は予想を裏切って悪化する
- 需要の低迷により、世界的にインフレ率が低下する。FRBは連続して大幅な利下げを実施するが、景気を保つには遅すぎる

金融市場

- 株式にとっては悪い環境。株式はベア市場(年内に20%下落)となるが、それほど長続きしない(2四半期)。信用スプレッドは長期平均値より拡大し、社債のリターンは不冴えになるが、ソブリン債券のパフォーマンスは金利低下の恩恵で良好になる

Source: BNY Investment Institute; Data as of 2 December 2024.

経済成長

当社見通し vs. コンセンサス



米国



確率を加重平均した当社の予想では、米国の経済成長率は、2025年の年央までにトレンド(約2%)まで低下しますが、その後は回復に向かうと見えています。当社の予想は他機関のコンセンサス予想に近いものです。

少し詳しく説明すると、上記の予想は、3つの全く異なるシナリオを平均して算出します。当社の基本シナリオは楽観的です。このシナリオは、2025年に「新たなサイクル」により経済成長が回復し、それに伴って株価が上昇を続けることと並行して、新たなテクノロジーへの投資が実を結ぶというものです。このシナリオでは、借入コストの上昇が頭打ちになり、そのことで企業と家計が安心して支出を増加させます。

当社の基本シナリオが間違っていた場合は、下振れる可能性が上振れる可能性よりも高くなると考えます。ただ、米国の経済活動の回復の見通しが誤っていた場合でも、直ちに景気後退に陥る可能性は低く、成長率が傾向値を若干下回る程度に収まる可能性が高いと考えます。「ソフトランディング」のシナリオでは、株価の上昇ペースが鈍化するとともに、企業と家計が高い金利水準に合わせて支出を抑えることになると考えます。

米国が景気後退に陥る可能性は急速に低くなっているものの、過去の平均的な確率よりは高い状態が続いていると当社は考えます。当社のより悲観的なシナリオである「軽度の景気後退」では、この3年間に急速に進められてきた引締め政策の影響がまだ完全には現れていません。2025年の米国経済は年央に向けて景気後退に陥りますが、その程度は深刻なものにはならないと考えます。

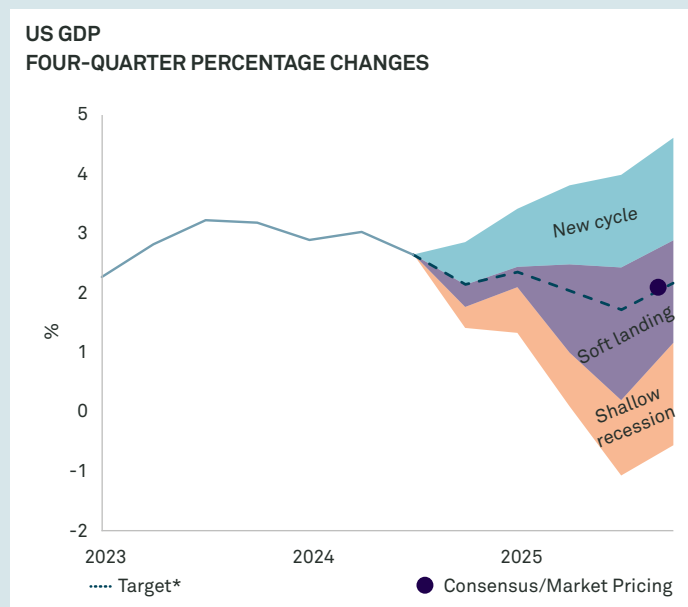
欧州と中国



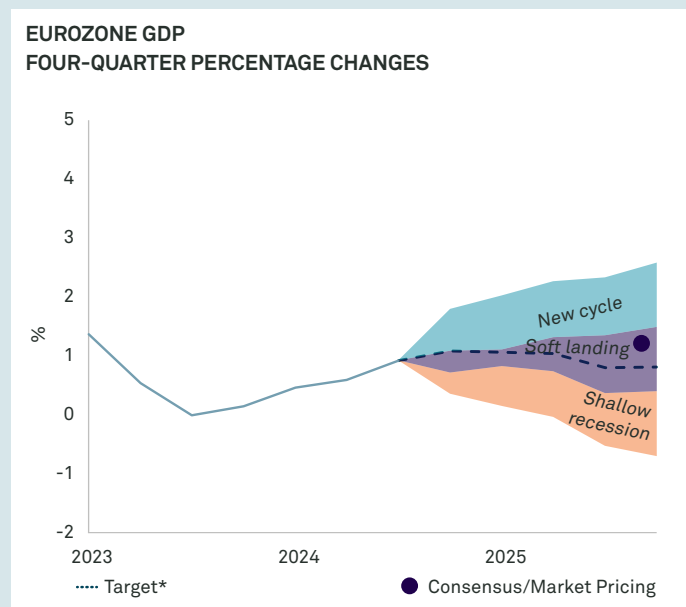
米国以外の国の経済成長に関しては、米国ほど楽観視していません。ユーロ圏では、今後少なくとも1年間は前年比で1%程度の成長率が続く予想します。中国経済はこの1年間減速しており、2025年の成長率は引き続き4%程度、良くても4%をやや上回る水準で着地すると見えています。すなわち、政府目標が未達になるということです。

当社のユーロ圏の基本シナリオは、欧州中央銀行(ECB)の利下げが奏功し、「ソフトランディング」というものです。しかし、米国と違うのは、2022年に金融引締めが始まりましたが、新たな財政支援策を伴わなかったことです。このことは、経済成長にとっての構造的な課題(例えば、中国との競争の激化)とともに、経済が再加速する可能性が高くないと考える理由です。当社の中国の基本シナリオは、貿易環境の逆風要因の影響が大きく、バランスシート不況が収束しないというものです。バランスシート不況が直接経済活動を縮小させることではありませんが、トレンドを下回る成長率、レバレッジの解消、失業率の上昇、物価の下落圧力が継続することを意味します。

米国以外の成長率に関しては、下振れる可能性が上振れる可能性よりも高いと見えています。経済活動は既に減速しており、構造的な課題も払拭できていません。ユーロ圏と中国の双方ともに輸出依存度が高く、関税の引上げの影響を大きく受けます。欧州での利下げ、中国での的を絞った財政支援は、新たな成長サイクル入りの契機になる可能性があります。差し当たってそのようなシナリオが現実になる可能性は低いと見えています。



Source: LSEG Datastream/Fathom Consulting Data as of 2 December 2024.



Source: LSEG Datastream/Fathom Consulting Data as of 2 December 2024.

*Target is the expected outcome based on the average of three scenarios weighted by how likely they are to occur. Please see additional disclosures and glossary.

インフレと金融政策

当社見通し vs. コンセンサス



米国



当社の米国政策金利についての予想は、概ね市場価格や他機関のコンセンサス予想と一致しています。しかし、米国のインフレ率に関しては、スワップ市場が織り込んでいる予想、及びエコノミストのコンセンサス予想よりも高くなると予測します。当社予測が高い主な理由は、輸入関税の引上げと財政刺激策が大規模になると予想していることです。これが正しいとすれば、金利水準がさらに上昇することになるでしょう。

当社の「新たなサイクル」における基本シナリオでは、FRBがしばらく政策金利を据え置きます。このシナリオでは、経済後退の可能性が低くなるなかで、輸入関税の引上げが物価を押し上げ、インフレが再加速します。しかし、時間とともに、新たなテクノロジーへの投資が実を結ぶ一方で、関税の引上げによる物価上昇が一時的なものにとどまるため、政策立案者は引締めを再開するのではなく、単に緩和策を一旦停止することになると予想します。

米国の政策金利とインフレ率についての基本シナリオどおりにならない場合は、下振れるリスクが高いと見ています。次に可能性の高いシナリオは「ソフトランディング」であり、その場合、インフレ率の上昇は緩やかになります。ソフトランディングの場合、利下げが続きますが、利下げペースは市場価格に織り込まれているよりも緩やかになると考えます。「軽度の景気後退」では、経済減速がより深刻になることで、関税引上げの影響が打ち消され、2025年の大半はインフレ率が横ばいで推移する一方、その後は目標水準を下回ることになると予想します。このシナリオでは、FRBは積極的に利下げすることとなり、政策金利は2025年末までに2%近くまで低下すると考えられます。

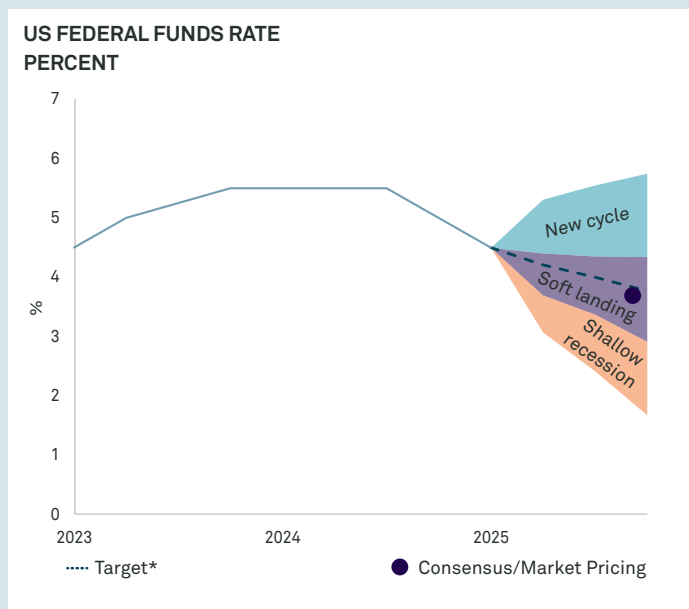
欧州と中国



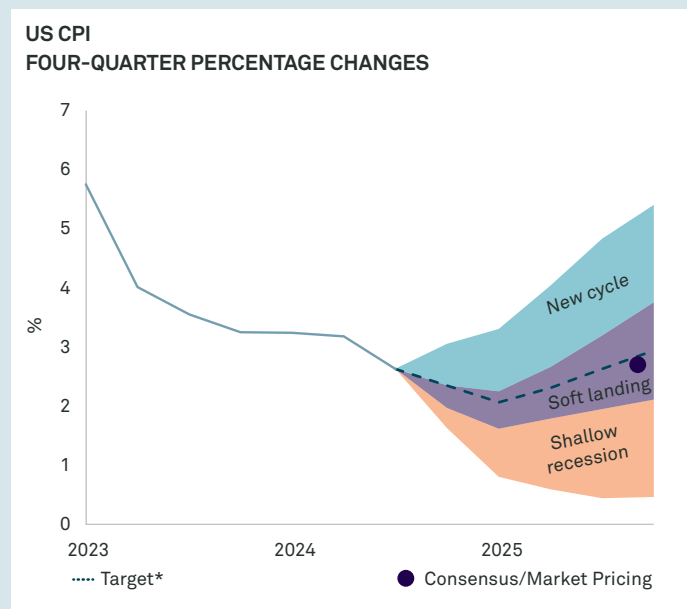
米国以外の国では、成長見通しが米国よりも弱く、下振れリスクが大きいことを勘案すると、金融政策は米国に比べて緩和的になる可能性が高いと考えます。欧州ではインフレがなかなか収束しないため、利下げが難しくなる一方、中国ではデフレとの闘いが続くと考えます。総合的に判断すると、当社の予測は概ねコンセンサス予想と一致しています。

市場価格には、ECBが今後12か月間で実施する利下げの回数がFRBの2倍近くになることが織り込まれています。当社が最も可能性が高いと予測する「新たなサイクル」シナリオでは、市場での金融緩和に対する期待が強すぎると考えられ、経済成長率が予想を上回り、インフレ圧力が再燃するにつれて、その期待は後退すると考えられます。中国では、米国の新政権による関税導入の対策としての一面もあり、小出しになるでしょうが、強力な財政刺激策が打ち出されるものと見ています。さらなる金融刺激策も予想されますが、米国が「新たなサイクル」入りするのであれば、FRBによる利下げが停止される可能性があるため、刺激策の規模が大きくなることはないでしょう。

当社は、米国とは異なり、欧州における景気後退リスクがやや高いと予測しており、そのことが市場価格に反映されており、金利予想が米国と逆方向である理由を説明していると考えます。センチメントは冴えず、経済のモメンタムが弱いことがさらなる金融緩和を正当化することになる可能性があります。中国では、不動産セクターが、依然脆弱ではあるものの、安定する兆しを見せ始めているため、下振れリスクは欧州に比べて低いと考えます。中国の輸出セクターも堅調さを維持していますが、米国にとどまらず、各国での保護主義の広がりの影響を受ける可能性があります。国内消費拡大を主眼とした景気刺激策が採用されることになれば、リスクの様相が大きく変化する可能性があります。



Source: LSEG Datastream/Fathom Consulting. Data as of 2 December 2024



Source: LSEG Datastream/Fathom Consulting. Data as of 2 December 2024

*Target is the expected outcome based on the average of three scenarios weighted by how likely they are to occur. Please see additional disclosures and glossary.

資産クラス別見通し

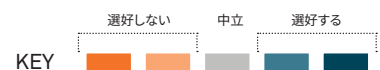
要旨

2025年は、マクロ経済動向を考慮すると米国が経済成長すると考えられ、戦術的資産配分においてはリスク資産を 선호します。一方、インフレリスクが上昇していることに鑑み、グローバル金利については中立的な見方をしています。グローバル株式に関しては、金融緩和や財政政策、規制緩和、人工知能(AI)の進展などにより、米国株式が引き続き牽引することを反映して、 선호します。国・地域に関しては、グローバルよりも米国を、新興国よりも先進国を 선호します。

グローバルソブリン債に関しては、利回り水準が上昇したことでインカム収入が期待できるものの、インフレリスクと金融緩和が緩やかなペースになると考えられるため、強気の見通しは立てにくく、中立とします。全体的には、リスク資産を 선호しますが、政策面や地政学面の不透明感が強く、2025年を通じて「リスクオン」が正しいのかを問われるのではないかと考えています。「新たなサイクル」入りする可能性があるため、警戒を怠らないように心掛けてください。

主な資産	戦術的機会	戦略的機会	コメント
グローバル株式			グローバル株式の戦術的な見通しは、米国を筆頭に楽観視しています。その理由は、経済成長を後押しするマクロ的な要因(金融緩和策を含む)、足許における予想以上の経済成長、AIがもたらす投資テーマです。国・地域に関しては、グローバルよりも米国を、新興国よりも先進国を 선호します。
ソブリン債券			好利回りとそれがもたらす良好なインカム収入は依然として魅力的です。しかし、グローバルソブリン債については中立的な見方をしています。その理由は、インフレが収束しないこと、金融緩和が緩やかなペースになると考えられ、デレーションリスクをとることに期待できる利益が限定的であることです。
社債			経済成長と貿易面のボラティリティが高まることによるスプレッドの拡大、及び割安で安全な債券への投資家のシフトが起こると見えています。インカム収入は魅力的ですが、トータルリターンはそれほど高くならないと見えています。ハイイールド債よりも高格付債を 선호します。
実物資産			引き続き市場のボラティリティのヘッジとして機能する金を選択します。また、インフラ資産に関しては、株式的な側面がありながら安定性が期待できることから、 선호します。コモディティへの投資は、インフレに対するヘッジ手段の一つとして機能すると考えます。
キャッシュ			キャッシュの魅力は、ボラティリティが低いこと、以前に比べてインカム収入水準が高くなっていること、利下げ幅が小さい場合は好利回りが期待できることです。しかし、より高いリターンは他のアセットクラスで期待できると考えます。
株式市場	戦術的機会	戦略的機会	コメント
先進国			各国(日本を除く)における金融緩和と政策、世界における経済成長、利下げペースに影響を及ぼさないような緩やかなデズインフレを勘案し、ポジティブな見通しを有しています。さらに、AI関連の投資テーマは2025年も続くと考えています。
米国			2025年は年を通して、金融緩和環境、堅固な企業ファンダメンタルズ、AI関連の投資に支えられ、見通しは良好です。加えて、財政政策や規制緩和により短期的には成長が上振れる可能性があることを考慮し、見通しを上方修正しました。引き続き、時価総額がそれほど大きくない企業を 선호しますが、企業のクオリティも重視します。不確実性は依然として高く、インフレが想定以上に再加速した場合はイールドカーブがスティープ化する可能性が高いことを踏まえると、割高なバリュエーションには十分に注意する必要があります。
英国			他の先進諸国比でも過去の平均比でもバリュエーションは魅力的であり、悪いニュースが最小限であれば、上昇する余地があると考えます。12か月先の1株あたり利益(EPS)の予想増加率は、依然として他の先進諸国比でも過去の平均比でも下回っています。
欧州(除く英国)			当社が重視する各先行指標は一定の方向性を示していませんが、今後は多少の改善が見られることになると予想します。予想企業利益はやや回復していますが、依然として低水準です。配当利回り及び自社株買い利回りを合わせると4%を超えており、これは、当社の「資本市場の長期の期待リターン」で計算したトータルリターンの70%以上に匹敵します。

Source: BNY Investment Institute; Data as of 2 December 2024.



株式市場	戦術的機会	戦略的機会	コメント
日本			実質所得が増加していること、インフレ期待が当然のようになっていること、日銀が金融政策の正常化を徐々に進めていること等を勘案すると、リフレを持続させることは可能だと考えます。しかしながら、世界の貿易体制の不透明性や金融市場のボラティリティ、国内の政治及び財政の不確実性、円安による追い風が弱まる気配があることを考慮して、中立を維持します。
新興国			中国では、ペースが遅いものの、広範な景気刺激策により2025年はマクロ経済が大きく悪化するリスクを回避できると考えられ、新興諸国はその恩恵を受けることになるか見ています。FRBが多少でも緩和すれば、それも寄与すると考えられます。とは言え、当社は、米新政権の通商政策の方向性がある程度明確になるまでは中立の姿勢を維持します。米国の通商政策に伴う金融資産のボラティリティには十分に注意を払います。
中国			経済成長促進とデフレ抑制に政策の力点を移したことは好材料です。2025年は、さらに効果の高い政策が打ち出されることも考えられます。ただし、政策による支援の効果は、高い関税率やサプライチェーンのリスクによって(恐らく)相殺されると考えます。戦術的に効果の高いタイミングを待って投資する方針です。
新興国(除く中国)			この資産クラスは中国の影響が小さく(どちらかというとも米国との戦略的關係が強い)、世界的な貿易体制やサプライチェーンの再編に耐えることができる(むしろ恩恵を受けるかもしれない)と見ています。高い技術水準、フレンド ショアリング(同盟国や友好国など近い関係の国に限定したサプライチェーンを構築)、中国の成長要素を取り込めるといったファンダメンタルズを擁する国々です。
債券市場	戦術的機会	戦略的機会	コメント
米国債			FRBが大幅な利下げに踏み切らざるを得ないような経済成長の急減速が起こる可能性は低いと考えています。しかしながら、魅力的な金利水準とそれがもたらす良好なインカム収入は、投資に積極的になる理由です。ただし、新政権の政策が経済成長とインフレにとってリスク要因であり、デュレーションリスクをとるにより期待できる利益が限定的であるため、当社は中立的な見方をしています。
先進国ソブリン債券			米ドルにヘッジしたインカム収入は、絶対値においても対米国債スプレッドにおいても引き続き魅力的です。しかし、米ドル高(貿易加重ベース)は、先進諸国におけるインフレ収束のペースを鈍化させ、イールドカーブをスティープ化させる可能性が高いと考えられます。先進諸国では、製造業は依然として低迷すると考えられますが、消費及びサービス部門の回復が続くことで、当社の従来の見通しを若干上回るような成長を遂げるとともに、インフレのリスクを押し上げる可能性があります。
グローバル投資適格社債			スプレッドは過去の水準に比べてワイドな水準にありますが、米国の成長基盤が強固になり、他の先進諸国の貿易見通しの不透明が高まることを背景に、高格付企業のスプレッドは小幅ながらさらに拡大すると見ています。企業ファンダメンタルズに影響はないと考えていますが、リスク調整後リターン並びに他の資産クラスとの相対リターンは見劣りします。
ハイイールド債券			スプレッドが拡大しました。貿易面と金融の不透明性が高まり、コモディティ価格が下落するなかで、金融緩和が当初考えられていたより小幅にとどまる気配を見せるなか、スプレッドの低いハイイールド債の発行の増加が予想されるため、スプレッドはさらに拡大すると予想します。
新興国現地通貨建て債券			見通しを中立に引下げます。インフレが健全な基調にあるなかで実質金利がそれなりに魅力的な水準にありますが、新興国は米ドル高と米国の長期金利上昇の影響を大きく受けると考えられます。予想を上回る米国の経済成長、関税の引上げとそれに伴う貿易の縮小、予想よりも小幅にとどまるFRBの利下げ等は、新興国の現地通貨建て債券のパフォーマンスの阻害要因になると考えられます。
新興国米ドル建て債券			2025年は世界的に貿易が縮小する一方で、通貨安とともに、適切な政策運営が行われ、マクロ経済の柔軟性(経済が外部ショックに対して適応し、調整する能力)が高まっていることを総合して、中立姿勢をとりま。バリュエーションに関しては、投資適格債やハイイールド債よりも割安です。

Source: BNY Investment Institute; Data as of 2 December 2024.

BNY INVESTMENT INSTITUTE



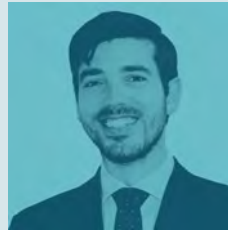
ERIC HUNDAHL, CFA
Head of Investment Institute



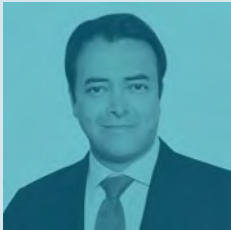
JAKE JOLLY, CFA
Head of Investment Analysis



JONATHAN PARK
Multi-Asset Research Analyst



SEBASTIAN VISMARA
Head of Economic Research



ANINDA MITRA
Head of Asia Macro &
Investment Strategy



RYAN MILGRIM, CFA
Senior Research Analyst

重要な情報

- 当資料の内容は、BNYの関連会社が作成した資料をもとに、BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社が翻訳・作成した資料であり、必ずしも原文の内容と一致するものではありません。
- 当資料に示されている運用成果、データ、見解等は過去の実績および将来の予測であり、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。第三者機関提供データに関して当資料の作成者は、いかなる保証・責任を負うものではありません。
- 図表およびコメントはあくまでも情報提供を目的として作成したものであり、実際のBNYの関連会社の運用戦略およびファンドの過去の実績ではありません。
- 当資料に記載されているいかなる見解も、その執筆者が資料作成時点に入手可能な信頼できると判断した情報に基づき記述したものであり、情報の正確性、完全性等を保証するものではありません。また、将来予告なく変更することがあります。
- 個々のポートフォリオ運用チームは異なる見解を持ち、顧客ごとに異なる投資意思決定を行うことがあります。
- 当社の書面による同意のない限り、いかなる目的でも当資料の全体または一部を、転用、配布することはできません。

BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第406号

加入協会:一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会