



ALLIANCEBERNSTEIN®

知の広場
Knowledge Forum

【AB IQ】

アセット・オーナーにとって、アクティブ運用の未来とは



2020年5月29日



イニゴ・フレーザー・ジェンキンス

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド
ポートフォリオ戦略 共同責任者



アラ・ハームズワース

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド
ポートフォリオ戦略 共同責任者

アセット・オーナーは、資産運用会社との関係の将来についてどう考えるべきだろうか？ 経済などの外部的要因と資産運用業界の内部的な要因の双方が、その関係に変化をもたらす可能性がある。アセット・オーナーは資産運用会社に何を求めるべきだろうか？ 何に対して対価を支払うべきなのだろうか？ 現在、こうした問いかけは資産運用会社に対するプレッシャーを高めていると考えられているが、今後5年も経てばアセット・オーナーもまた同じような問いかけに直面する可能性があり、それは投資のアプローチに変化をもたらす要因となろう。

資産運用業界がこうした問いに答えようとする中、さまざまな既成概念が再考されることになる。例えば、本当にベンチマークとすべき指標は何なのか、どのようにア

クティブとパッシブを区別すべきか、資産配分に関しパッシブと呼べるようなものが存在するのかといった事柄に関し、見直しが進むだろう。このことはまた、運用報酬に占めるオルタナティブ投資、特にプライベート・エクイティの割合を積極的に増やしている機関投資家に対する警鐘にもなると考えている。

なぜインフレ率だけが真のベンチマークなのか

投資家はなぜ資産運用商品を購入するのだろうか？ おそらく、究極的には実体経済に組み込まれた債務（退職後の生活に要するコスト、教育費、医療費など）を賄う必要があるからだと言えるだろう。これらすべては消費者物価指数(CPI)、あるいはCPIに対するスプレッドと連動している。もちろん、投資家によって該当

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://www.alliancebernstein.com/library/the-active-future-for-asset-owners.htm>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンス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。

当資料は、2019年12月9日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタインおよびABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

するインフレ率は異なるだろうが、CPI は資本市場のベンチマークと比べ、それらの負債とうまくマッチする可能性が高い。そのため、究極的にはインフレ率が真のベンチマークであると考えることができる。

過去数十年間にわたり、ありとあらゆるベンチマークが考案され、主に市場全体に対する超過収益を測定するために用いられてきた。後述のように、ファクター・エクスポージャーを低コストで得る手段が拡大していることを踏まえれば、このアプローチは時代遅れになっている。ただし、どこに手数料を配分するかを決定する上では引き続き有効である。誤解を恐れずに言えば、投資家はベンチマーキングのそもそもの目的を見失ってしまっているのだ。

資本市場のさまざまな指数とパフォーマンスを比較するベンチマーキングは、いわゆるエージェンシー問題を解決するために存在している。「この投資はアクティブ運用の手数料を支払うのに値するか」という問いに答えるためだ。だが、このアプローチでは、「自分は必要とする成果を達成しているか」という、より本質的な問いに対する答えは示されない。ABでは、本当に必要とされているベンチマークは、運用成果の基準となるイン

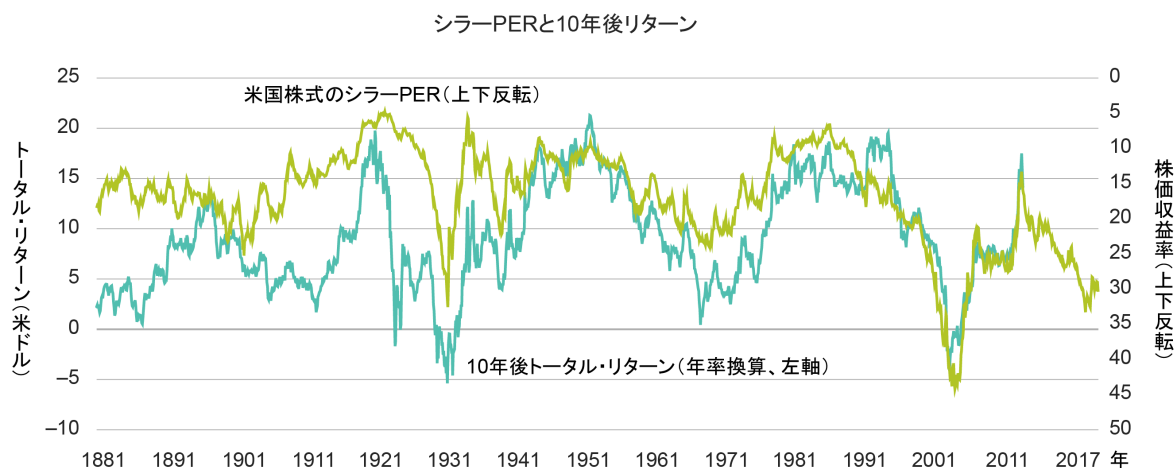
フレ率と、アクティブ運用としての手数料を支払うかどうかを決定するための市場インデックスを組み合わせたものであると考えている。

期待リターンが低下： なぜインフレ率を上回ることが困難になるのか

アセット・オーナーにとって、今後の10年間は過去30年間で比べ厳しい投資環境になる可能性がある。これまでは、株式と債券へのエクスポージャーを保有することでインフレ率を上回るリターンを獲得するのは比較的容易であった。しかし、今後は期待リターンが低下すると考えるべき大きな理由がある。

期待リターンが低下すると考える理由は、要するに過去30年間にわたり全資産クラスで利回りが低下してきたことである。シラー株価収益率(PER)という、株価を過去10年間のインフレ調整後1株当たり利益で割った指標があるが、足元ではこれが1880年以降の月次ベースで見て歴代上位10%の領域に入っている(図表1)。シラーPERは、投資家が長期的な株価リターンを予測する上で最も優れた指標の1つであるため、このことは重要な意味を持つ。

【図表1】 リスクが高まり、リターンが低下？



過去の一定期間の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
シラーPERは株価を10年間のインフレ調整後1株利益平均値で割った数値と定義
2019年10月31日現在
出所: グローバル・フィナンシャル・データ、Knoema、サンフォードC. パーンスタイン

現在のシラーPERの水準は、S&P 500指数の今後10年間のリターンが年率換算でわずか4%にとどまることを示唆している。最近では株価バリュエーションよりも政策が市場に大きな影響を与えているため、シラーPERは今後の株価動向を予測する上で有効に機能しないと主張する声もあるかもしれないが、少なくとも現在の水

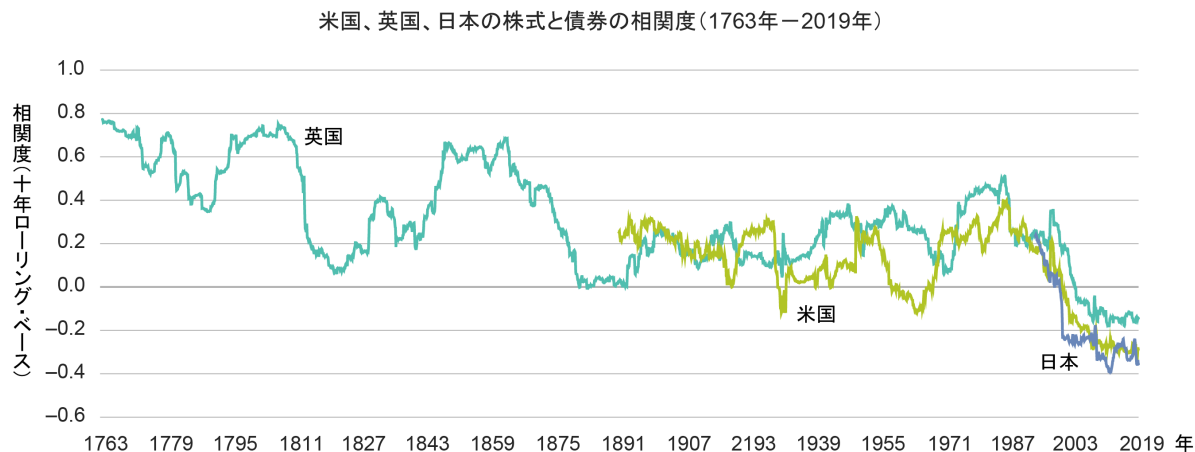
準は、今後10年間の期待リターンのレンジが過去数十年に比べ低くなることを示している。

投資の分散という面でも、今後はさらなる困難が待ち構えている。過去20年間は株式と債券がどちらも上昇してインフレ率を上回るリターンを上げたほか、両者の相関関係もマイナスという特異な時期だった。次ページの図表2 を見れば、それは過去250年間の動きに照

らしても異例の動きであることが分かる。株式と債券の相関関係がマイナスだった理由については本稿では触れないが、投資家はそれが今後も持続し得ると考え

るべきではない。株式と債券の相関関係がゼロだったとしても(プラスならなおのこと)、投資の分散を実現するのは一段と困難になる。

【図表2】 近年の株式と債券の逆相関は異例



過去の一定期間の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

株式と債券のリターン相関度(10年ローリング・ベース)

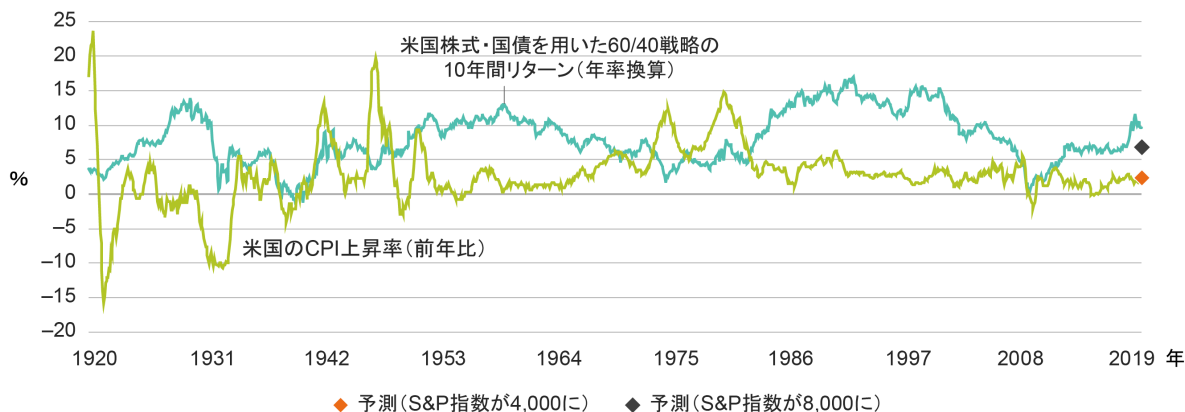
2019年8月31日現在

出所: グローバル・フィナンシャル・データ、サンフォードC. パーンスタイン、トムソン・ロイター・データストリーム

こうした問題は全体として、資産アロケーションに関する意思決定に重大な影響を及ぼす。一般的には、資産配分を考える上では株式60%・債券40%(及びそれに特殊要素を加味した変型)が基本パターンまたは一種のパッシブ戦略であるかのように考えられている。だが、実際には決してそうではない。もしインフレ率に対するスプレッドがベンチマークであるとすれば、あらゆる資産配分に関する決定はアクティブだということになるのだ。

この考え方が60/40の資産配分にとってどのような意味を持つのか、もっと詳細に検証してみよう。図表3は、S&P 500指数に60%、10年物米国国債に40%を配分した「パッシブな」60/40戦略のリターンとインフレ率を比較している。過去40年間、60/40戦略は米国のCPIを大幅に上回るリターンを上げてきた。これが60/40戦略の人気を支え、投資家もそれをパッシブだと考えるようになった大きな理由である。しかし、この戦略は常にインフレ率を上回るリターンを上げてきたわけではない。

【図表3】 60/40戦略のリターン 対 インフレ率



過去の一定期間の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。予測は今後変更される場合があります。

黒とオレンジの菱形のドットは、60/40戦略のリターンに関する2つのシナリオを反映。第1のシナリオでは、S&P500指数が向こう10年間に4,000、第2のシナリオでは8,000に到達すると予測。いずれの場合も、債券のリターンは現在の米国10年国債利回りと同水準になると想定。

2019年10月31日現在

出所: サンフォードC. パーンスタイン、トムソン・ロイター・データストリーム

図表3の右端に表示されている2つの菱形のドットは、今後10年間のS&P 500指数に関する弱気シナリオと強気シナリオに基づく60/40戦略のリターンをそれぞれ表している(10年間の債券リターンは現在の米国10年国債利回りと同水準になると想定)。低リターン予測ではS&P 500指数が4,000に達すると想定しているが、その場合は60/40戦略のリターンは現在のインフレ率を上回ることができない。さらに、S&P 500指数が8,000に到達するという非常に強気な予測でも、60/40戦略のリターンはあまり冴えない。

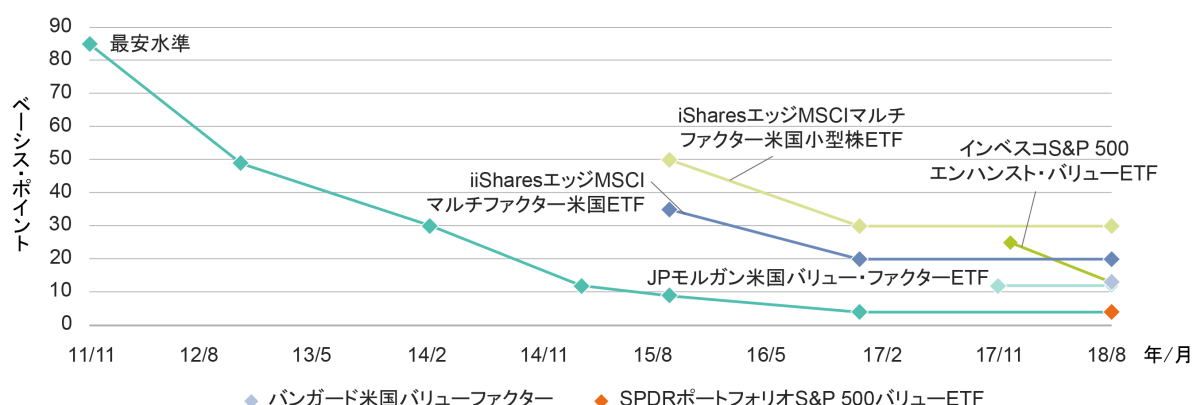
この結果は、過去10年間で約5兆米ドルもの資金がアクティブ型株式ファンドからパッシブ型株式ファンドにシフトした理由を考察する上で示唆するもの大きい。パッシブへのシフトの背景には、あまりに多くのアクティブ運用マネジャーがインデックス並みのリターンしか提供していなかったこともあるが、もっと複雑な理由もある。投資家がパッシブ型の株価指数連動商品や債券指数連動商品を通じて60/40のポジションを構築するだけでインフレ率をアウトパフォームできるならば、彼らにとってアクティブ型の手数料を支払う必要はあるの

か、ということだ。しかし、後者のような考えに関しては、今後起こるであろう市場の変化によってその妥当性が問われる。期待リターンが低く、分散効果も低い世界では、これまでとは異なる対応が必要となるのだ。

変化するアクティブとパッシブの定義： なぜ独自のリターンのみが手数料に値するのか

ABでは、資産運用業界内部から生じる大きな変化の原動力は、アクティブとパッシブ、つまりアルファとベータの定義の見直しだと考えている。過去数年間、バリュエーションやグロース、あるいはクオリティ、低ボラティリティといったファクターへのエクスポージャーを購入するために支払う手数料は低下してきた。図表4は、米国株式の上場投資信託(ETF)に投資するそうした商品の手数料が、今や4ベシス・ポイント前後まで低下していることを示している。バリュエーション株指数に追随することは、S&P 500指数を始めとする幅広い市場の指数に追随することよりも本質的に複雑であるわけではないため、そうしたスマート・ベータ型商品の価格はいずれゼロないしそれ以下に低下することになり得る。

【図表4】 スマート・ベータ手数料の下限はゼロ(以下?)に落ち込む可能性



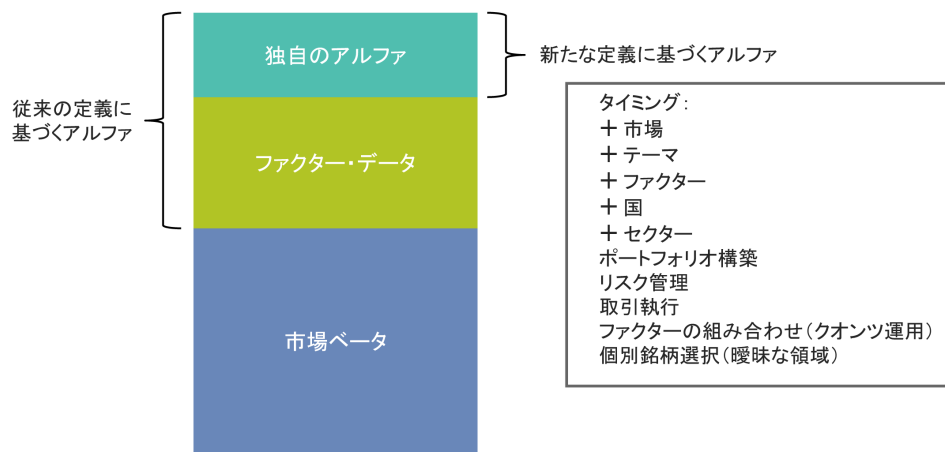
過去の一定期間の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
スマートベータ手数料の時系列的推移は、米国大型株式ユニバースにおける受託資産残高の高い商品のデータに基づきます。
2019年8月31日現在
出所:フィナンシャル・タイムズ、サンフォードC.バーンスタイン

市場のベータに対し手数料を支払う必要はないという認識が投資家の間で広まってからすでに久しい。同様に、ファクター・ベータに対する静的なエクスポージャーにも手数料を支払う必要がないことが明らかになりつつある。このことは、次ページの図表5に示すように、アルファとベータの境界線を事実上移動させることになる。

こうした境界線の移動により、どのような種類のリターンが手数料を支払うに値するかが明確になる。アセット・

オーナーがアクティブ運用としての手数料を支払うべきなのは、低コストであるべき単なるファクター・エクスポージャーとは異なる独自のリターンに対してである。実務的には、そのような独自のリターンは、ポートフォリオのリターンとファクター・リターンの回帰分析によって評価することができる。ここでいうファクター・エクスポージャーは、低コストで流動性の高い、実際に年金基金などがアクティブ運用の代替投資先として購入できるような商品を用いる。

【図表5】 独自リターンの必要性：アルファと呼ぶべきものの範囲が縮小



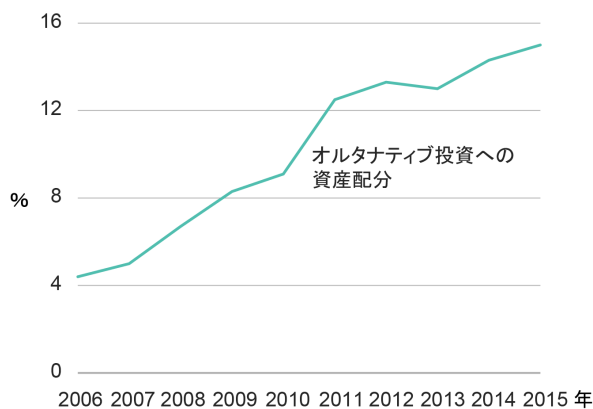
上記は説明のみを目的としています。
出所：サンフォードC. パーンスタイン

ABの研究によると、独自のリターンは再現性が高い。つまり、それは一般的なアルファに比べ持続性がある。そのため、独自のリターンは「アクティブ・シェア」といった他の指標ができないような形で、アセット・オーナーによる資産配分の決定を支援できる可能性がある。これは株式運用のみならず債券や他の資産クラスについても当てはまる。

オルタナティブ投資ブームの次は何か

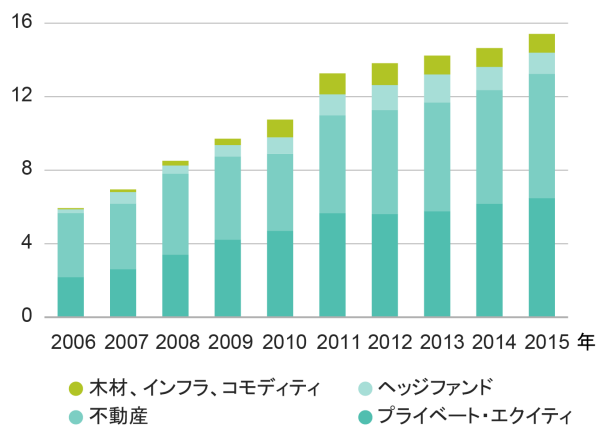
今後リターンが低下し、分散効果も低下する可能性に対する認識が広がる中、いわゆるオルタナティブ投資、特にプライベート・エクイティに資産を配分する動きが加速した。図表6と図表7に示すように、年金基金などのアセット・オーナーによるオルタナティブ投資への資産配分は、過去10年間一貫して拡大している。

【図表6】 年金基金によるオルタナティブ投資への資産配分



過去の一定期間の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
2015年まで
出所：ピクトリア・イバシナ及びジョシュ・ラーナー著「オルタナティブ投資の追求：世界の年金投資 2008～2017年」、GrowthPolicy.org、サンフォードC. パーンスタイン

【図表7】 年金基金によるオルタナティブ投資（種類別）



これまでのプライベート・エクイティの実績リターンが高いことを踏まえれば、そこに配分する資金を増やすことは正当化することができる面もある。しかも、新規株式

公開 (IPO) の減少、セカンダリー市場における株式発行の減少、自社株買いの拡大など、構造的に脱株式市場化の流れが強まっている。そのため、株式のリス

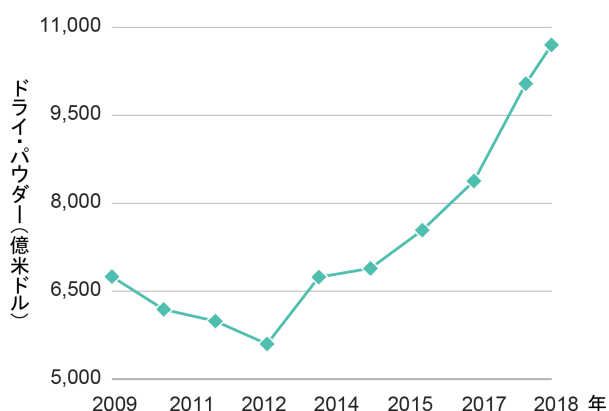
ク・プレミアムを手にしたいたいと考えるアセット・オーナーは、プライベート・エクイティから獲得するリターンを増やす必要性を感じている可能性がある。もうひとつプライベート・エクイティへの投資を正当化できる理由は、長期的な視点からの投資という点で、アセット・オーナーの負債の長期性と相性が良いことだ。

しかし、オルタナティブ投資に資産配分をシフトする理由は、これ以上はない。大きな問題は、プライベート・エクイティにかつてないほどの期待が集まってしまっていることだ。図表8は、投資家がコミットしているがまだ実際に投資されていない資金のことを指す「ドライ・パウダー」(乾燥した火薬)が1.1兆米ドルに上ることを示している。これは過去最高水準で、それによって今後

は資産の購入価格が押し上げられ、将来のリターンが圧縮されることになる。

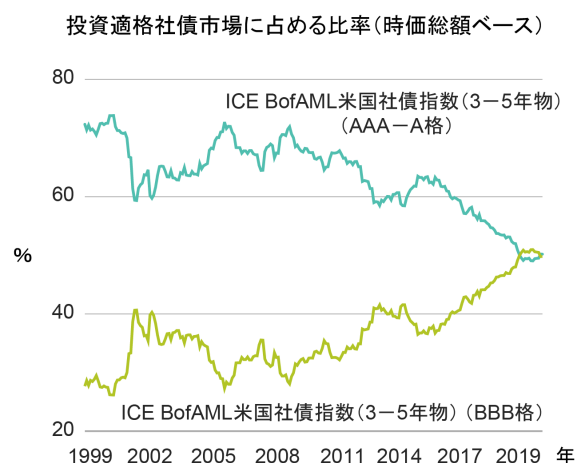
付け加えれば、これまでのプライベート・エクイティのリターン実績は事実上全て、利回りが低下し、信用スプレッドが縮小する環境下において達成されたものである。図表9は、社債のクオリティーが、足元では過去20年間で最低水準にあることを示している。投資適格社債のうち半分以上は、格付が投資適格級としては最低水準のものとなっている。次のサイクルでは、信用コストが上昇し、レバレッジの活用が必要な戦略に打撃を与える可能性がある。さらに、投資先の分散が一段と難しくなる中、価格の動きが遅行する資産への投資を分散と混同しないことも極めて重要である。

【図表8】 プライベート・エクイティの「ドライ・パウダー」は歴史的な高水準に



過去の一定期間の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
格付はバンクオブアメリカ・メルリリンチの定義に基づきます。
図表8は2018年6月30日まで、図表9は2019年11月30日まで
出所: プレキン、サンフォードC. パーンスタイン、トムソン・ロイター・データストリーム

【図表9】 社債のクオリティーが大幅に悪化



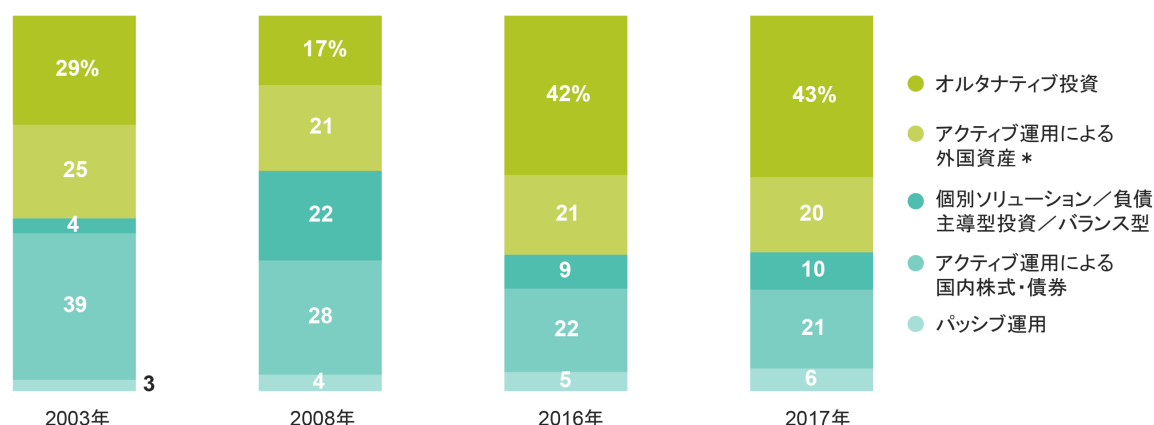
今後のプライベート・エクイティのリターンが過去よりも低くなりそうなことを指摘するレポートを書く材料には事欠かない。しかし、投資成果の測定や目標の設定方法は長期的な問題であるため、実際に投資家が問題の大きさを認識するには長い時間がかかりそうだ。早期警報は、手数料から発せられる可能性がある。

米国では、年金基金による上場企業への投資の大部分がパッシブ運用を通じて行われる傾向が急激に加速している。同時に、アクティブ運用への需要は、主にプライベート・エクイティ市場にシフトしつつある。オルタナティブ投資は手数料体系が異なることもあり、アセット・オーナーが資産運用サービスに支払う手数料のうち、オルタナティブ投資が占める割合は今や40%以上に拡大している(次ページの図表10)。オルタナ

ティブ投資が手数料支出全体の半分以上を占めるようになれば、現在の資産配分や手数料配分の構造が最適なものであるかどうか、疑問視する声が一段と高まる可能性がある。

こうした状況は、さらに本質的な疑問を呼び起こしている。そもそも、なぜオルタナティブ投資とそうでない運用戦略では手数料体系が異なっているのだろうか。究極的には、金融資産は政府や企業が数多くの異なる手法を通じて資金を調達した結果で、そうした資産に投資する戦略にも数多くの異なる手法がある。それらの一部を「オルタナティブ」と呼ぶことがアセット・オーナーにとってプラスとなる理由は全く明らかではない。むしろ、それは有効な資産配分や効率的な手数料配分を妨げる要因となりかねない。

【図表10】資産運用に支払う手数料の半分近くがオルタナティブ投資に



過去の一定期間の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
 *新興国市場、小型株式、ハイイールド債、転換社債を含みます。
 2017年12月31日現在
 出所：ボストン・コンサルティング・グループ、サンフォードC. パーンスタイン

幅広い資産クラスで期待リターンが低下するリスク、オルタナティブ投資への資産配分を巡る疑問、60/40戦略が決してパッシブ運用ではないという認識といった、本稿で考察した問題を総合的に見ると、資産配分に関してもっと優れたアプローチを考える必要性が浮かび上がってくる。

ABでは、資産配分に関しては、資産クラス別に考えるよりも、リターンのタイプ別に考える方が効果的だと考えている(図表11)。結局のところ、アセット・オーナーが本当に必要としているのは、手数料を差し引いたネットのリターンそのものであって、それを達成するためにどの資産クラスが用いられるかは副次的な問題な

のだ。そこで、リターンについては、例えば次のように分類することができるだろう。各種の資産クラスのベータ(その市場全体を反映するパッシブな商品)、ファクターのベータ(バリューや低ボラティリティへといったファクターへのエクスポージャーを提供する「スマートベータ」)、流動性リスクなどの「リスク・プレミアム」によるリターン、そしてインカムによるリターンなどだ。

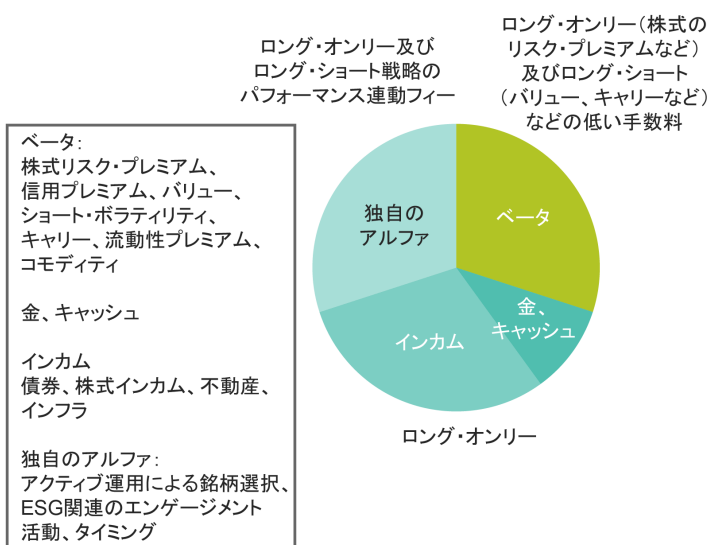
過去においては、インカム・リターンは債券から創出されたものが中心であったが、今では実質利回りがマイナスの債券が多くなっているため、不動産や流動性が高く安定した配当利回りが得られる株式もこのグループに含めるべきであろう(図表12)。

【図表11】資産配分の構成要素①



上記は説明のみを目的としています。
 出所：サンフォードC. パーンスタイン

【図表12】資産配分の構成要素②



これらに加えて、「独自のアルファ」として分類できるリターンもある。独自というのは、ファクターのベータに対するエクスポージャーを通じて獲得できるリターンとは異なるものであるため、これは重要な意味を持つ。次のセクションにおいて、それが何を意味するかについて説明したい。

リターンのタイプ別に資産配分を検討することには、幾つかの利点がある。そのアプローチを採用すれば、リターンの源泉をより論理的かつファンダメンタルな方法で差別化することができる。また、手数料の配分について、ベータの手数を引き下げる一方で、独自のアルファに対してはパフォーマンスに応じた手数料を支払うなど、より合理的なアプローチを取ることが可能になる。

さらに、それは各戦略のリスクをより構造的に比較することも可能にする。この資産配分法では、プライベート・エクイティをそのまま分離する区分けはない。その代わりに、プライベート・エクイティのリターンは、非流動的なリスク・プレミアムのベータと、スキルを要する独自のアルファに分解される。これは、アセット・オーナーがプライベート・エクイティを購入すべきでないことを意味するものではなく、リターンをベータと独自のアルファ要因の組み合わせと考え、それぞれの部分に支払いたい手数料を検討すべきであることを示している。

結論:アセット・オーナーにとっての新しいアプローチ

ここ数年進行しているパッシブ運用やオルタナティブ投資への資金シフトは、ある面では外部的な市場要因に対する反応であり、またある面では資産運用業界におけるイノベーションへの反応である。そして、こうした動きはまだ完結していない。資産運用業界における変革の次なるプロセスは、アセット・オーナーと資産運用会社の関係の見直しであろうと予想される。

そのプロセスの第1段階では、多くの最終受益者にとって本当に重要なベンチマークはインフレ率であることと、今後はインフレ率をアウトパフォームすることが難しくなることが認識されるようになることだろう。そうした認識が広がれば、60/40戦略が資産配分の基本パターンあるいはパッシブ型アプローチであるという思い込みは捨て去られることになる。現在、オルタナティブ投資はこうした問題の解決策のひとつと目されているが、特にプライベート・エクイティに関しては、手数料を差し引いたネットベースのリターンに対する失望感が広がる可能性がある。

アセット・オーナーと資産運用会社の関係に変化を引き起こす大きな要因としては、異なるタイプのリターンの間で価値の差別化が進むことが挙げられる。ファクター・リターンを得るだけならば低コストの商品が数多くあり、このことがアクティブ運用とパッシブ運用の境界線を移動させている。ファクターへのエクスポージャーが手数料ゼロで得られるとすれば、アクティブ運用の目的は独自のリターンの創出となる。その結果、どのリターン源泉に手数料を支払う価値があるかということに対しては、一段と厳しい視線が注がれることになる。

そして、このことは資産配分のアプローチに変化をもたらす。究極的には、すべての資産配分はアクティブな意思決定である。期待リターンが低下し、アクティブとパッシブの線引きが変化する世界では、アセット・オーナーは各種のベータ、独自のアルファ、インカムの間で配分を検討すべきだろう。今後インフレ率を上回るリターンを獲得することはより難しくなっていく可能性があるが、投資に関するこうした新しいアプローチは、そのような問題に取り組む上で有効である可能性がある。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp/>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。