



BlackRock Alternatives

ヘッジファンドの投資機会

2022年10月

BlackRock

ブラックロック・ジャパン株式会社

当資料の巻末に重要な情報を記載しております。必ずご確認ください。

MKTG0022A468498858-1/9

ボラティリティの新時代

2022年10月

著者



Mark Woolley
チーフ・インベストメント・オフィサー
BlackRock Alternative Advisors

ポイント

- 2022年1-6月期、金融市場は混乱し大きく変動しましたが、同期間のヘッジファンド・パフォーマンスは他の戦略、及び資産クラスと相関が低く、投資家のポートフォリオにおいて重要な役割を果たしたと考えます。
- 新たな市場環境の下では、一定の適応力が必要になるとみています。投資家は、バリュエーション、相関、短期取引に影響を及ぼし得る新たな要因に着目する必要があります。
- 足元では資産間のミスプライス（価格の歪み）を活用するレティブ・バリュー戦略において、引き続き様々な領域で魅力的な投資機会が提供されていると考えます。
- また、中長期ではクオンツ戦略、及びクレジット戦略（特に流動性クレジット戦略）に加え、ディストレスト戦略においても投資機会が生まれるとみています。

はじめに

「次は何が起きるのか?」。これは、グローバル市場が景気後退懸念、新型コロナウイルスの足元の感染状況、及びロシアのウクライナ侵略により混乱に陥る中、今年投資家の間で何度となく繰り返されたフレーズです。過去数カ月、中央銀行は多くの市場参加者が予想した以上にタカ派姿勢を強め、インフレ率が市場予想を上回り、不確実性が一層高まりました。

不確実性の高まりは市場ボラティリティを一段と押し上げました。価格変動が限定的であった過去10年とは異なり、今後はボラティリティが高止まりするとみています。ブラックロック・インベストメント・インスティテュート（BII）が年央に指摘したように、「低インフレ、低ボラティリティ、低金利」の時代と定義される過去40年のグレート・モデレーション（大いなる安定）は終焉を迎えたと考えます。

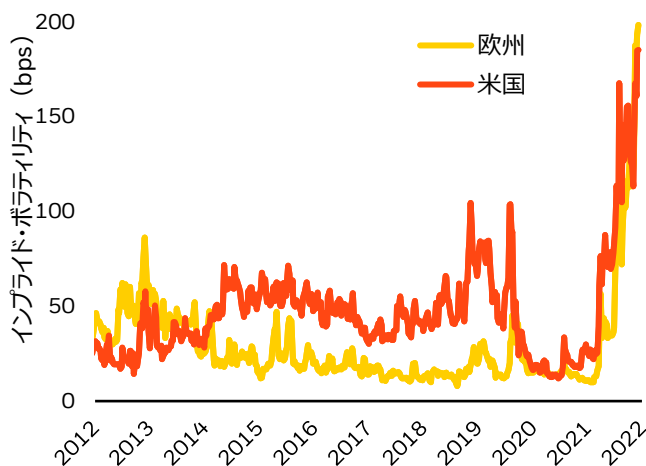
こうした変化により多くのポートフォリオが打撃を受けました。債券市場と株式市場の1-6月期のリターンは、世界金融危機以来で最低水準を記録しました。これに伴い、株式60%/債券40%で構成される伝統的バランス・ポートフォリオのリターンも過去100年近くで最低のリターンとなりました。代表的な安全資産からも分散効果が得られず、資金を逃避させることができる資産はほぼ存在しなかったと言えます。

足元のヘッジファンドの状況

2022年1-6月期、金融市場は混乱し大きく変動しましたが、同期間のヘッジファンド・パフォーマンスは他の戦略、及び資産クラスと相関が低く、投資家のポートフォリオにおいて重要な役割を果たしたと考えます。一部のヘッジファンドはこのように変動が大きい市場環境下、債券投資の代替として、ダウンサイドを抑制しつつ安定したプラス・リターンを創出した他、株式下落局面においては損失を限定しつつアップサイドも追求し、株式投資の分散先としての役割も果たしました。

ボラティリティの上昇

スワプション（2年）のインプライド・ボラティリティは過去10年で最も高い水準まで上昇



出所：Bloombergのデータを基にBlackRock Systematic teamが算出
時点：2022年7月11日

一方、全てのヘッジファンドが奏功したわけではなく、ヘッジファンド内でも勝者と敗者がいたことは事実であり、ヘッジファンド選定は非常に重要なポイントとなります。2022年上半期、HFRIファンド加重総合指数の上位10%のファンドの平均リターンは+35%、下位10%のファンドの平均リターンは-32%となったように、ファンド毎に大きなパフォーマンス格差が見られます。

ブラックロックのヘッジファンド・ソリューション・チームであるブラックロック・オルタナティブ・アドバイザーズ（“BAA”）は、ヘッジファンド投資では世界最大の運用チーム（ヘッジファンドに投資するアロケーター）の1つですが、1995年以降、お客様の為にまたは協働でヘッジファンド・ポートフォリオの構築並びに運用を行ってきました（※規制等により一部日本では提供していないサービスもございます）。優れたヘッジファンド・マネジャーは、リスク・マネジメントで包括的なアプローチを取り、運用スキルを発揮して各市場局面で高い耐性を示すポートフォリオを構築することにより、資産間の相関関係が崩れた足元の様な局面を上手く乗り越えることができました。

適切なヘッジファンドを選択するためには、運用実績だけに捉われず、マネジャーの運用アプローチを深く理解し、リスク・リターンの源泉を検証する必要があります。

ヘッジファンド・マネジャーは、個人資産の多くを自ら運用するファンドに投じることにより、お客様の目標に沿った動機（利害関係の一致）を持つ必要があると考えます。市場の非効率性により生じた歪み（ミスプライス）を収益源泉とする再現性の高いマネジャーにBAAは着目しています。これらのマネジャーは、足元の投資機会、及び今後生まれる投資機会を活用し収益を獲得することができると考えます。

投資機会 - 短期

市場ボラティリティの高止まりを背景にして、資産間のミスプライスを活用するレティブ・バリュー戦略にとっては多くの領域において引き続き収益機会が提供されていると考えます。

コモディティについても、需給不均衡、地政学リスク、景気後退懸念が影響し異例の状況が続くとみえています。また、エネルギー・トランジション、環境への配慮（農業形態の変更など）、主要インフラへの過小投資といった長期的テーマも商品価格へ影響を及ぼすと考えます。

金利戦略、及びボラティリティ裁定戦略

足元の環境において、レティブ・バリュー戦略の魅力度は高いと考えます。高いインフレ率、中央銀行による金融引き締め、それらを巡る不確実性の高まりにより金利ボラティリティが上昇し、金利戦略は幅広い領域でグレート・モデレーションの時よりも多くの投資機会に恵まれるとみえます。

また、ボラティリティ裁定戦略についても見通しは良好とみえています。マクロ経済への懸念が高まり、各資産クラスの実現ボラティリティ及びインプライド・ボラティリティが上昇しており、個別銘柄オプション、インデックス・オプション、ストラクチャード・プロダクトを対象とする当該戦略の収益機会が高いと考えています。

一方で、市場の流動性が低下しており、ディーラーがポジション・リスクを取ることに消極的となっていることは、両戦略にとって長期的なマイナス材料と考えます。

しかし、カウンターパーティーとの強いリレーションシップを持ち、戦術的な短期取引能力を備え、リスク・マネジメントに重点を置くマネジャーは、魅力的な投資機会を上手く活用することができるとみています。

コモディティ

マクロ戦略とマネージド・フューチャーズ戦略の過去1年のリターンは、コモディティのエクスポージャーなどが奏功し、大幅なプラスとなりました。機動性の高いマルチ戦略を採用するマネジャーも、大きく上昇したコモディティへの資金配分を拡大したことにより恩恵を受けました。コモディティは、通常のブーム&バースト・サイクルとは異なり、魅力度が短期的にも長期的にも高いとみています。

同時に、コモディティ価格は今後も大きく変動すると予想します。既知並びに未知の変動要因の影響を受け、過去10年と比較しても相対的にボラティリティが高い状態が続き、リターン格差は拡大すると考えます。

同資産クラス内、及び各プロダクト内の異なる性質と複雑さを踏まえると、機動的にエクスポージャーを調整できる経験豊富なコモディティ・トレーダーは、アルファ創出が期待される多くの投資機会を活用することができると考えます。

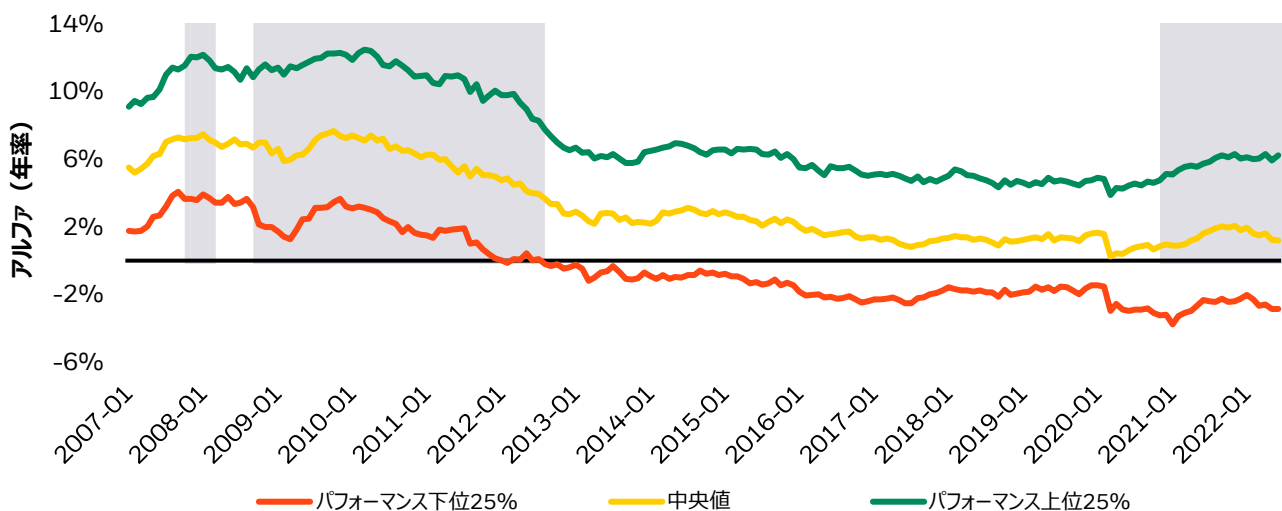
イベントドリブン戦略 – 合併・買収裁定取引戦略

合併・買収裁定取引戦略の足元の見通しは引き続き良好と考えますが、中期の見通しについては、確信度が高いわけではありません。4-6月期の初めは、市場ボラティリティが上昇し、M&Aディール・スプレッドが拡大しました。その後も、規制リスク、買収破談や買収価格引き下げのリスクなど取引の長期化に対する懸念から、スプレッドは引き続き拡大しました。このため、今後数カ月の間に案件完了が見込まれ、確信度が高い、一部の案件については魅力的な投資機会が提供されていると考えます。

しかし、M&Aディール・スプレッドは6月のピーク以降縮小し、新規のM&A案件も限定的なものとなっています。年末に向けてスプレッドが引き続き縮小し、M&Aが活発化する兆候がみられない場合（現在発表されている案件がクローズし新規投資先がなくなる場合）、後述する他の魅力度が高い領域に資金を再配分した方が賢明な判断といえるかもしれません。

マネジャー毎にパフォーマンスのばらつきが拡大

ヘッジファンドによるアルファの推移



出所：Hedge Fund Research (HFR) 2022年6月30日時点

※ 上記のパフォーマンスはHFR社が算出しているヘッジファンド指数に組み入れられているヘッジファンドの過去3年間のパフォーマンスを基にBAAが独自に算出。

投資機会 - 中長期

新たな市場環境の下では、一定の適応力が必要になるとみています。投資家は、バリュエーション、相関、短期取引に影響を及ぼし得る新たな要因に着目する必要があります。

マルチ戦略、クオンツ戦略、及び市場の方向性とファクターに対する感応度が低いファンドは、市場サイクル毎に効果的かつ継続的に安定的なパフォーマンスを発揮することが期待されます。BAAはクオンツ戦略に着目しています。これは、当該戦略に機動性があり環境下に適しているというだけでなく、マネジャーのユニバースも拡大しており、新たに優秀なマネジャーへ投資ができる可能性が高いことも考慮に置いています。

クレジットについては、流動性クレジットの投資機会を取り巻く環境の改善と、近い将来魅力が高まると期待されるデストレスト・デットの潜在的投資機会を考慮すると、短期的かつ中長期的にも注視すべき投資機会が提供されると考えます。

クオンツ戦略

最も優れたクオンツ・ヘッジファンドは、(1) 予測精度を高めた方法（例：マシンラーニング）、(2) デジタル化、(3) コンピューターの高性能化により、各サイクルでリターンを生むことが可能と考えます。今年には全ての市場が問題を抱えながらも、多くのクオンツ戦略が高いパフォーマンスを計上しています。また、高インフレの環境下でも戦略の耐性が高いことが示されました。

アルファ創出の最適化を図るため、投資モデルの強化に向けて研究開発（R&D）を引き続き優先するマネジャーは、ボラティリティ上昇と銘柄間格差拡大により生じる投資機会を活用できると考えます。最先端のクオンツ・マネジャーは、他資産との相関が低いリターン源泉を発掘し、多様なアルファを提供するとともに、アルファ消失の危険を回避することもできるとみています。

また、大手ヘッジファンドから非常に有能な人材が独立しており、当分野におけるヘッジファンドのユニバースが拡大しています。そのため、ポートフォリオに対しプラス寄与が期待できるヘッジファンドへ投資する機会も拡大しており、これは長期的に当該戦略のプラス材料であると考えます。これらのヘッジファンドへのアクセスを確保していること、また、マネジャーの投資アプローチ（新規のものでも、確立されたものでも）を的

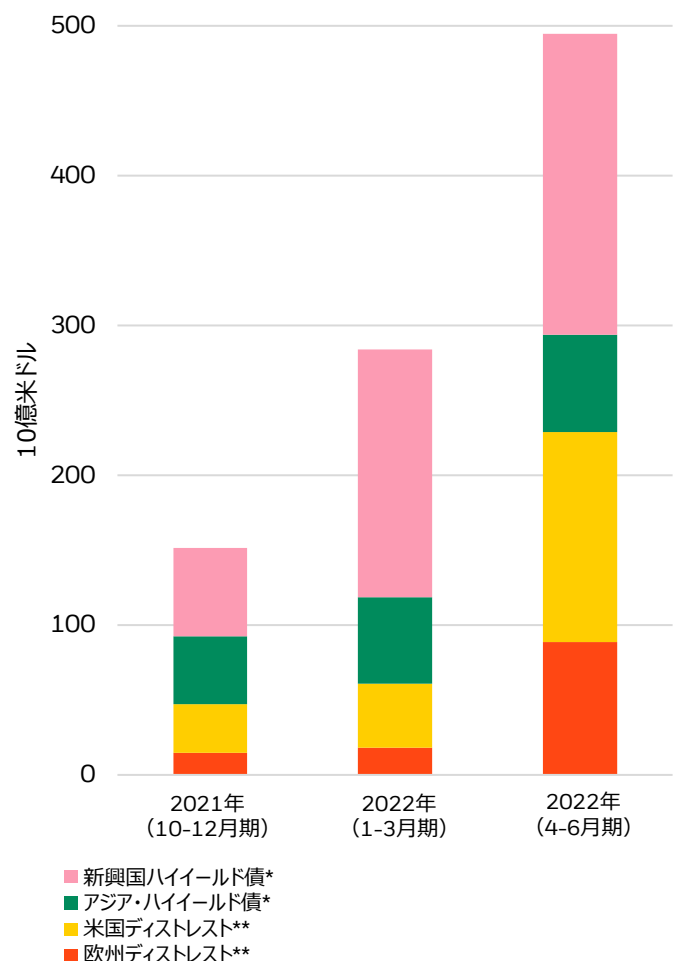
確に評価する専門性を備えていることは、当該戦略に資金を配分したいと考えている投資家にとって重要と考えます。

クレジット

スプレッドが広がり、デストレスト・ユニバースが増え、価格差が拡大するなど、クレジット特化のヘッジファンドの見通しは急速に改善しています。良い結果をもたらすことが期待されるクレジットの状況は、2つのフェーズで見られます。

デストレストの増加

地域別デストレスト・デットの取引額



*\$70セント以下で取引されている債券

**\$70セント以下で取引されている債券並びに\$80セント以下で取引されているレバレッジド・ローンの合計

出所：JP Morgan, BAML, S&P, LCD 時点：2022年6月30日

フェーズ1：流動性クレジット・マーケットは、金利上昇とスプレッドの拡大により下落しました。社債の下落に伴いセクター間および地域間のリターン格差が拡大し、一部のケースでは価格がファンダメンタルズに基づくバリュエーションから大きく乖離しました。過去10年にわたり概ね低く推移していたディスパージョン（リターン格差）が大きく上昇したことから、社債市場およびストラクチャード・クレジット市場におけるクレジット選別の環境は改善したと考えます。しかし、流動性クレジットの投資機会は時間とともに消失する可能性があり、忍耐強く選別するアプローチが必要とみています。

フェーズ2：足元の環境が長く続き、債務負担の大きい企業の資金調達費用が増加し、景気減速の可能性が高い場合、ディストレスト戦略の投資機会は拡大すると考えます。デフォルト（債務不履行）件数は過去数年にわたり低い水準にありましたが、間もなく変化の兆しがみられると思われれます。クレジット・スプレッドは過去数カ月にわたり大きく拡大しており、デフォルト率が、特に新興国市場と欧州で上向き始めることが示唆されています。また、ハイイールド債の発行が前年比で75%超の減少となり、金融危機以来の水準まで低下しました。

これらの要因により、デフォルト率が上昇し、救済融資などキャピタル・ソリューションの必要性が高まり、金融危機以降初めてディストレスト・サイクルが本格的に始まる可能性があります。

投資家動向

市場ボラティリティが上昇したことから、ヘッジファンドにとって多くの投資機会が生まれました。多くの投資家は、優れたヘッジファンドの組み入れにより分散投資の効果を享受しています。一方で、ヘッジファンド間のパフォーマンス格差が拡大したことから、ポートフォリオ・レベルでもパフォーマンスに差が生じており、一部投資家は組み入れヘッジファンドの入れ替えを図ろうとしています。しかし、パフォーマンス上位のヘッジファンドは、キャパシティ確保が難しい場合が大半です。多くの場合、オーバーサブスクリプション（設定上限を上回る投資の申し込み）となっており、すでに設定されている上限について交渉余地がなければ投資は難しくなっています。

他の選択肢として、新興ヘッジファンドへの投資があげられますが、多くの場合、有望な新規マネジャーの方が投資家を選別しています。確立されたリレーションシップを持つパートナー（ファンド・オブ・ヘッジファンド・マネジャー等）との協力は、人気の高いヘッジファンドへのアクセスを望む投資家にとって重要と考えます。

戦略固有の観点では、過去10年に比べて流動性クレジットの市場環境が大きく改善し、また投資家はすぐに始まる可能性があるディストレスト・サイクルへの備えができていることから、クレジット特化型マネジャーへの配分を始めようとしています。さらに、投資家はオポチュニスティック投資、DEI（多様性、公平性、包摂性）投資、ESG投資に引き続き高い関心を示しています。

今日のように変動性が高く、変化が速い市場においては、投資機会を活用できるように資金を一步先に投入することが重要と考えます。トレンドが顕著になるのを待って戦略に投資をすると、通常は機会を逸する可能性が高いと考えます。

重要な情報

重要な情報

ファンド内の投資は、投機的で、高度のリスクを伴い、投資資本を失うリスクがあります。ファンド及び/又はファンド内の組み入れ投資は、流動性が低く、移転について厳しい制約を受ける場合があり、投資家は投資に係わるリスクに不特定の期間、耐えることを求められる可能性があることを認識する必要があります。全ての投資家は、投資の意思決定前に、ファンドの私募目論見書及び契約書類を熟読する必要があります。ファンドへの投資の意思決定は、ファンドの私募目論見書、契約書類、募集契約書の最終確定版のみに基づいて行われる必要があります。ファンドはその目標を達成することを保証するものではありません。

当非公開書類は、情報提供のみを目的とするものであり、記載されている証券の売却の提案又は購入の勧誘を意図とするものではありません。ファンドの持分は、当該ファンドの私募目論見書（お客様からの指示を受けて作成予定）を通じた場合を除き購入することはできません。同日論見書には、ファンド内の投資のリスクに関する多数の情報開示（ディスクロージャー）が行われており、投資前に全て読まれる必要があります。潜在投資家は、記載されている投資もしくは取引を行うことにより発生し得る経済面、税金面、法律面、その他の面の結果について、資格を有するアドバイザーに相談することが推奨されます。全ての投資は投資元本損失のリスクがあり、ファンド内の投資が運用目標を達成するという保証もしくは確約はありません。ファンド内の投資は投機的で、全投資プログラムの一部のみを構成するものであり、投資家は投資全体の損失に耐え得る必要があります。当議論は、お客様（“情報受領者”）の利用のためだけに準備されたものであり、情報受領者のアドバイザーに対する場合を除き、BlackRock, Inc.のビジネス・ユニットBlackRock Alternative Advisors（“BAA”）の書面による事前の同意がない限り、他者への配布は認められません。

当資料に含まれる情報は、専有・機密情報であり、BAA及び/又はその関連会社（並びにBAA, “BlackRock”）の商業上、財務上の情報、企業秘密及び/又は知的財産を含む場合があります。もし当情報が、BlackRockによって提供された主体以外の個人もしくは主体に対して、当情報の一部の情報開示を認める又は認める可能性のある、文書公開法もしくは会議公開法あるいはそれに類似、関連する法律、規定、規則、政策（総称として“情報公開法”）を備える、もしくは従う必要のある主体又は代理人に提供される場合、BlackRockは、適用される情報公開法の下で情報が開示される前に、事前協議又はその他の保護策に対する、ありとあらゆる免除、例外、手続き、権利を主張します。

特定のリスク要因

過去のパフォーマンスは、必ずしも将来の運用成果を示唆するものではありません。これまで、ファンド・オブ・ファンズ及びヘッジファンドは、株式、金利、クレジット、通貨、コモディティそして関連するデリバティブ市場内部の変化により、プラス・リターン、マイナス・リターン双方を創出してきました。加えて、損益は、市場の洞察、市場ボラティリティ、コーポレート・アクティビティ、銘柄選択、規制による監視、取引量、資金フローから、程度の差はありながらも影響を受けています。こうした要因、及び/又はそれらの変化率は、将来現れない可能性があり、従って将来のパフォーマンスは影響を受ける可能性があります。ファンド内のいかなる投資も高度のリスクを伴います。ファンド・オブ・ファンズ、ヘッジファンド内の投資は流動性が極めて低い場合があります。

ファンド・オブ・ヘッジファンド又はヘッジファンドのポートフォリオのパフォーマンスは、組み入れているファンドのパフォーマンスに依存します。マルチ・マネジャー・アプローチが、成功する又は分散されているという保証はありません。また組み入れファンドの全体のパフォーマンスが、プラス・リターンになることを確約するものではありません。組み入れファンドのマネジャーは、限定的な規制に従う場合があり（又は、規制当局に登録されていない場合がある）、配分されたファンド資産の運用に関し、随時、他の投資先マネジャーと潜在的な利益相反を経験する可能性があり、また特定の証券、投資に関し反対のポジションをとることもあります。ファンドは、投資先マネジャーによって提供された情報に依存しますが、そうした情報の確認、検証には限界がある場合があります。

投資先マネジャーは、多様な投資戦略や、ショート・セリング、レバレッジ、ヘッジ（例：デリバティブ、スワップ、フォワード、先物、オプション）などテクニックを実行する可能性があります。投資先マネジャーは、カウンターパーティー・リスク、クレジット・リスク、流動性リスクなど多様な関連するリスクを持つ可能性のある米国外の投資、米国外の通貨、ディストレスト資産、低流動性投資（移転に関し法律、規制上の制約に従う必要のある投資等）、コモディティ、先物など多様な投資対象に投資する可能性があります。

ファンド又は組み入れファンドの中の投資のセカンダリー・マーケットは、最近発展し始めたことから、流動性が低く、ビッド・オファー・スプレッドが拡大し、又は存在せず、ブローカレッジ費用が必要である場合があります。さらに、ファンド投資の移転について制約が課せられる場合があります。ファンドは、投資元本の損失リスクを拡大させる可能性のあるレバレッジがかかっている場合があり、パフォーマンスは変動性が高まる可能性があります。ファンド・オブ・ファンズ及びヘッジファンドは、複雑な税体系が関係する場合があります。従って、重要な税情報の配信が遅れる可能性があります。ファンド・オブ・ファンズ及びヘッジファンドは、SEC登録ファンド又はミューチュアル・ファンドと同じ規制上の要請に従うものではなく、投資家に対して定期的なプライシング又はバリュエーションの情報を提供することは求められていません。ファンド及び組み入れファンドは、リターンを引下げる高水準の報酬、費用を負担する可能性があります。

重要な情報

ポートフォリオ特性に関する追加情報

当資料中に提示されている意見および推定/推測はブラックロックの判断を構成するものであり、変化する可能性があります。すべての意見と推定/推測は仮定に基づいており、それらすべては予測が困難であり、その多くはブラックロックには制御不能です。さらに、推定値を生成するために使用された計算は、一般への開示又は公開ガイドラインの遵守を想定して行われたものではありません。当資料を作成する際に、ブラックロックは、第三者から提供された情報の正確性と完全性に、独立の検証なしに依拠し、それを前提としました。ブラックロックは当資料中で提供されている情報が信頼できると考えていますが、その正確性や完全性を保証するものではありません。

当資料に含まれる特定の記述は、将来見通しに関する記述が含まれています。その性質上、将来見通しに関する記述にはいくつかのリスク、不確実性および前提が含まれ、それによって実際の結果又は出来事が将来見通しに関する記述によって表現又は含意されたものと大きく異なるものとなる場合があります。そのようなリスク、不確実性および前提は、本文書中に記述されているシナリオおよび出来事の結果並びに財務数値に悪影響を与える可能性があります。

過去のトレンド又は活動に言及する本文書中の将来見通しに関する記述は、そのようなトレンド又は活動が必ず将来にわたって継続することの表明と解釈すべきではありません。ブラックロックは、新たな情報、将来の出来事、その他の結果として将来見通しに関する記述を更新する義務も修正する義務も負いません。将来見通しに関する記述は当資料の日付時点限りで言及するものであり、それに過度に依存すべきではありません。

これは、米国およびその他の国の著作権法によって保護される未出版の独自性のある著作物です。すべての権利は留保されています。万一出版が行われる際には、「© 2022 BlackRock, Inc. All Rights reserved.」という表示が必要です。「BLACKROCK」, 「BLACKROCK SOLUTIONS」, 「iSHARES」, 「SO WHAT DO I DO WITH MY MONEY」, 「INVESTING FOR A NEW WORLD」, 及び「BUILT FOR THESE TIMES」はブラックロック・インク、及び米国その他の子会社の登録又は未登録の商標です。その他すべての商標は、それぞれの所有者の商標です。当資料のいかなる部分も、ブラックロックの事前の書面による同意なく、いかなる形態、或いは、電子的、機械的、写真複写的、録音的手段又はその他のいかなる手段によっても、複製、情報検索システムへの蓄積、伝送を禁止します。

リスクについて

弊社が投資一任契約又は投資信託によりご提供する戦略は、全て、投資元本が保証されておりません。

弊社が投資一任契約又は投資信託によりご提供する戦略においては、主に国内外の株式、公社債、証券化商品及び投資信託等の値動きのある金融商品等を投資対象としております。また国内外の市場デリバティブ取引及び店頭デリバティブ取引を使用する戦略や金融商品等の買い持ちばかりではなく売り持ち手法を使用する戦略等もあります。したがって、以下のような、リスクがあります。

- 1) 金融商品等の価格は、各国の経済情勢、金利動向、株価動向、不動産市況動向、商品相場の動向等によって変動し、それによって損失を生じ、投資元本を毀損する可能性があります。
- 2) 当該金融商品等の発行者又は保証会社の経営や財務の状況、その変化及びそれに対する外部評価の変化等を直接・間接の原因として株価が変動し、それによって損失が生じ、投資元本を毀損する可能性があります。
- 3) 当該金融商品等に付された権利等を行使する期間に制限がある場合には、この制限を直接・間接の原因として損失を生じ、投資元本を毀損する可能性があります。
- 4) 当該商品に何らかの売買制限が付されている場合及び流動性が十分ではない場合等には、売買の機会が制限を受け、これを直接・間接の原因として損失を生じ、投資元本を毀損する可能性があります。

なお、弊社がご提供する戦略毎のリスクについては、投資対象とする金融商品等がそれぞれの戦略によって異なりますので、一律に表示することができません。従いまして実際に弊社戦略の提供を受けられる場合には、それぞれの提供形態にそってお客様に交付されます契約締結前交付書面、目論見書、投資信託約款及び商品説明書等をよくお読みいただき、その内容をご確認下さい。

重要な情報

取引に関するコストについて

弊社が投資一任契約又は投資信託によりご提供する戦略においては、3.05%（税抜）を上限とした運用報酬をご負担いただきます。当該運用報酬の名目は、投資一任契約においては投資顧問報酬であり、投資信託の場合には信託報酬（弊社の収受分のみ）となります。また、この報酬料率には、投資一任契約又は投資信託の運用資産内に国内外の投資信託等ファンドを組み入れる場合、原則として、それらのファンドに係る運用報酬分をも含んだものとなっております。なお、この上限報酬料率は、本資料作成日現在、弊社がご提供する戦略のうち、最も高い報酬料率を設定している戦略のものとなります。

弊社からご提供する戦略によっては、上述の運用報酬に加えて、運用実績に対して成功報酬を徴収させていただく場合があります。成功報酬料率の計算方法は、それぞれの戦略及び商品ごとに個別に規定されておりますが、一定の運用実績に対し30%（税抜）を上限としております。この上限成功報酬料率は、弊社がご提供する、成功報酬適用戦略のうち、最も高い成功報酬料率を設定している戦略のものとなります。

また弊社がご提供する投資信託等では、運用の一環として有価証券の貸付（セキュリティ・レンディング）を行う場合があります。この場合、有価証券の貸付から生じる収益に対し、50%（税込み）を上限とした率を乗じた額をその報酬として徴収させていただきます。

上記の報酬以外にお客様にご負担いただく直接・間接の費用として、投資一任契約又は投資信託の運用資産内にて組み入れ資産の売買を行う場合に発生する売買手数料及びそれらに係る消費税等の租税があります。また、投資信託を売買する場合には、申込手数料、解約等手数料、信託財産留保金及びその他事務・管理費用等が課される場合がありますが、お客様が弊社が設定・運用を行う投資信託を直接購入される場合、及び、投資一任契約又は投資信託の運用資産内にて投資信託等ファンドを組み入れる場合に、これらを直接・間接にご負担いただくこととなります。これらの費用については、投資対象とする金融商品やそれらの売買の状況等によって異なりますので、一律に表示することができません。従いまして、実際に弊社戦略の提供を受けられる場合には、それぞれの提供形態にそってお客様に交付されます契約締結前交付書面、目論見書、投資信託約款及び商品説明書等をよくお読みいただき、その内容をご確認下さい。

免責事項

ブラックロック・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375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、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

ホームページ <http://www.blackrock.com/jp/>

〒100-8217 東京都千代田区丸の内一丁目8番3号 丸の内トラストタワー本館

Tel. 03-6703-4100（代表）

本資料は、ブラックロック・インク及びグループ会社（以下、「ブラックロック」という。）が作成した資料を、ブラックロック・ジャパン株式会社（以下、「弊社」という。）が、適格機関投資家の皆様に資産運用戦略に関する情報提供を目的としてご提供するものです。また本資料を以って特定の商品の提供をお約束するものではありません。本資料は金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。本資料は、弊社が信用に足ると判断した情報・データに基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料に掲載された弊社及びブラックロックの意見、見解は、本資料作成日時点におけるものであり、今後、予告なく変更されることがあります。本資料に掲載された過去の実績及び今後の予測は、なんら将来の成果を保証または示唆するものではありません。本資料の著作権は、弊社またはブラックロックに帰属し、全部または一部分であってもこれを複製・転用することは社内用、社外用を問わず許諾されていません。

弊社又は弊社のグループ会社が設定・運用するファンドを、投資一任契約に基づき組入れる場合、又は、弊社が金融法人のお客様へ勧誘する場合は、当該ファンドを組み入れたいとする誘因が潜在的にあるという理由から弊社又は弊社のグループ会社とお客様との間に金融商品取引法上の利益相反のおそれがある取引に該当致します。また、ファンドにより弊社又は弊社のグループ会社の自己投資、役員投資が含まれることがあり、この場合も同様の利益相反の状況が想定されます。弊社は、利益相反のおそれがある旨をこのようにお客様へ開示することが、お客様のご理解・ご判断に資するという点で、適切な対応方法であると考えております。詳細については、弊社ホームページに掲載の利益相反の管理に関する方針をご参照下さい。