

2025年1月



アレックス・キング
インベストメント・
ストラテジー・
アナリスト



アダム・バーガー
マルチアセット・
ストラテジー・ヘッド

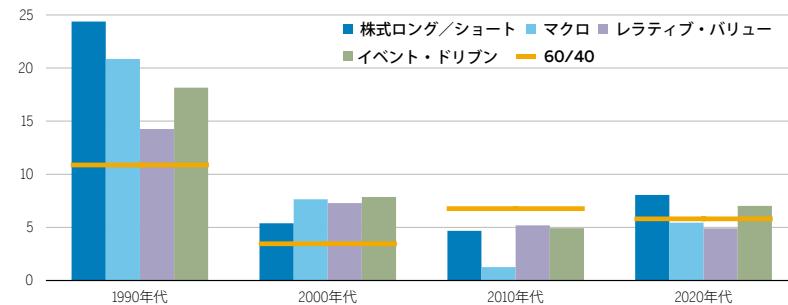
「ゴルディロックス」とヘッジファンドのアウトパフォーマンスの3つの原動力

要旨

- 30年以上にわたるヘッジファンドのデータを調査したところ、経済と市場の「ゴルディロックス（適温経済）」期はヘッジファンドのリターンにとって逆風となってきたことが分かりました。
- 一方、銘柄間格差が大きく、マクロ・ボラティリティと金利が高い時期にヘッジファンドのパフォーマンスは最も良好になる傾向にあり、現在はこのような時期に入りつつあると考えられます。
- ヘッジファンド業界は過去30年で競争が激化するとともに、規制が強化されており、投資の成功にはファンド・マネジャーの選択がより重要になっています。

ヘッジファンド業界は十分に成熟しており、さまざまな市場環境におけるパフォーマンスを評価できるようになりました。ヘッジファンドは1990年代と2000年代には力強いリターンを記録し、株式60%／債券40%のポートフォリオ（図表1）や株式市場全体を大きくアウトパフォームしました。2010年代はより厳しい結果となり、ヘッジファンド、特にマクロ・ファンドのリターンは全般に低調でした。2020年代は株式ロング／ショート・ファンドを中心に好調な滑り出しとなっています。

図表1
ヘッジファンドと60/40ポートフォリオの年率リターン（%）



ここに記載されているいかなる見解も、本資料作成時点に入手可能であった情報に基づく執筆者の見解であり、予告なく変更される場合があります。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判断を下す可能性があります。

プロフェッショナル投資家または
機関投資家向け

出所：リフィニティブ、HFR、ブルームバーグ、MSCIのデータに基づき、ウェリントン・マネージメント作成 | データ期間：1990年1月～2024年9月 | ファンドに関するデータはHFRのデータベースに基づいています。60/40ポートフォリオはMSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス（ACWI）に60%、ブルームバーグ・グローバル総合インデックスに40%投資した場合の米ドル・ベースのリターン | 出所の追加情報は記事の最後に記載されています。上記は過去の実績であり、将来の運用成果・市場環境等を示唆・保証するものではありません。上記はあくまで例示目的で示しています。

ヘッジファンドのパフォーマンスの改善は今後も続くかどうかは、経済・市場環境に大きく依存します。過去のデータによると、過去10年間にわたり投資家の全体的なポートフォリオには良好だった、銘柄間格差が小さく、マクロ経済のボラティリティが低い「ゴルディロックス」期が、ヘッジファンドのリターンにとっては厳しい時期であったことがわかりました。高金利はヘッジファンドのレバレッジにとって問題になるという主張がよく聞かれますが、低金利もヘッジファンドのリターンの逆風となっています。一方、市場のボラティリティが高く、金利が高い時期には、ヘッジファンドのリターンは良好です。つまり、ヘッジファンドは投資家が最も必要としているときに魅力的なリターンの源泉となっていました。

現在は、経済状況の転換点にあると考えられ、新たな市場環境はヘッジファンドに恩恵を与え、ヘッジファンドは再びマルチアセット・ポートフォリオに追加すべき重要な投資先になる可能性があります。

一方、過去のデータによると、ヘッジファンドのリターンは過去30年で全般に低下しています。1990年代には、ヘッジファンド業界はまだ新しく、有能な人材やトレード・アイデアを巡る競争は少なく、規制は緩やかで、ヘッジファンドがリターンを生み出すために採用する多くの戦略は分かりにくいものでした。しかし、現在では、ヘッジファンド業界の規模は約4兆3,000億米ドルと、1990年の110倍以上に成長し、大きな注目を集めています¹。このため、投資の長期的な成功には、優れたマネジャーの選択が1990年代以上に重要になっています。

本稿では、過去のデータを検証し、ヘッジファンドがリターンを獲得するパターンが経済全般の動向とどのように関連しているかを示します。結論として、今後数年はヘッジファンドがリターンを上げやすい環境になる可能性が高いと考えられますが、投資家はなお優れたマネジャーを選ぶことに注力する必要があるでしょう。

今回のリサーチにはいくつかの留意点があります。第一に、リサーチでは、ヘッジファンド業界の4つの主要戦略グループと一般に見なされている株式ロング／ショート戦略、マクロ戦略、レラティブ・バリュー戦略、イベント・ドリブン戦略に焦点を当てました。第二に、ヘッジファンド業界のデータは、ファンドに関する他の過去データと同様、サバイバーシップ・バイアス（閉鎖したり、報告を停止したりしたファンドがインデックスから除外される可能性）や自己選択バイアス（アンダーパフォームしているファンドがデータベースへの報告を停止し、インデックスから除外される可能性）といった特定のバイアスの影響を受けますが、リサーチの結論はこれらのバイアスを考慮した場合でもなお有効とみられます。

ヘッジファンドのリターンの3つの原動力： 銘柄間格差、ボラティリティ、金利

1990年代と2000年代のヘッジファンドの成功は、3つの市場要因がありました：

- **銘柄間格差（株式や債券などの個別証券間のリターンの乖離）**が大きかったこと。これは、株式ロング／ショート・ファンドなどのヘッジファンドに銘柄選択を通じてアルファを追求する豊富な機会を与えた。

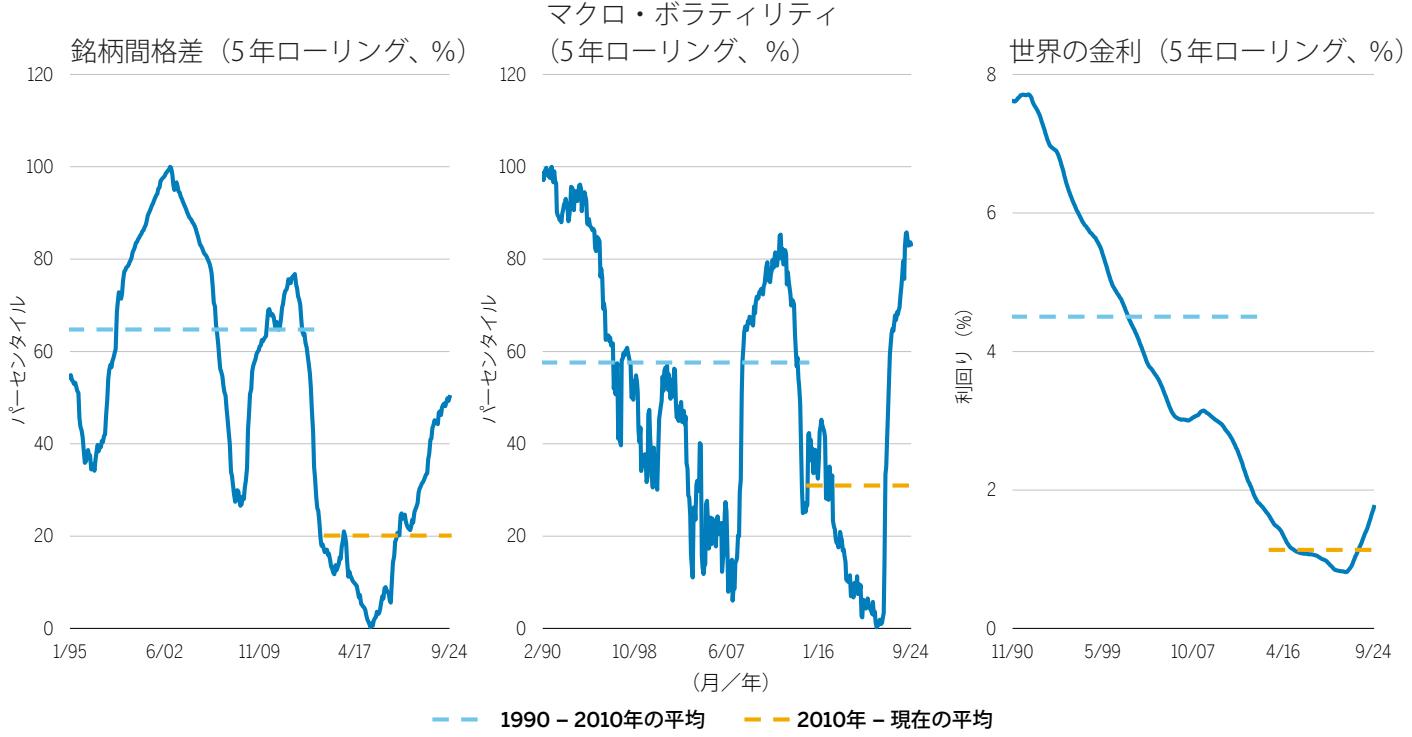
¹ 出所：Hedge Fund Research Inc.、2024年6月30日時点。

- マクロ経済変数（通貨、金利、インフレ率など）の変動を捕捉するマクロ・ボラティリティが高かったこと。これは、トップダウンの経済イベントを利用しようとするヘッジファンドにとって理想的であるダイナミックな環境を生み出しました。
- 金利が現在よりも大幅に高かったこと。高金利は、高いボラティリティや大きなリターン格差と同時に起こる傾向にあり、これはヘッジファンドにとって有利に働く可能性があります。ヘッジファンドはデリバティブやレバレッジを活用した取引を実行するために通常かなりの現金準備を維持していることも、高金利から恩恵を受ける理由になります。ヘッジファンドは、現金残高から得るリターンに加え、ロング・ポジションとショート・ポジションで生み出すアクティブ・リターンを（株式市場や債券市場、個別証券、先物のいずれにおけるものであろうと）上乗せすることが多いです。また、クレジット・ヘッジファンドは一般にレバレッジド・ローンやハイイールド債を保有しており、高金利環境でより多くの収益を生み出します。

図表2は、銘柄間格差、マクロ・ボラティリティ、金利について、1990～2010年の平均（青い破線）と2010年～現在の平均（オレンジの破線）を比較したものです。この差は顕著であり、2010年～現在の低調なパフォーマンスを示しています。

図表2

10年間で大きく変化



出所：リフィニティブ、ファクトセット、MSCIのデータに基づき、ウェリントン・マネージメント作成 | マクロ・ボラティリティのデータ期間：1990年2月28日～2024年9月30日。国際通貨基金（IMF）が測定した国内総生産（GDP）に基づく世界の40カ国を用いて算出しています。各国について10年金利、消費者物価指数（CPI）、実質GDP、対米ドル為替レートを参照し、（データが入手可能な）40カ国の中の各指標のローリング60カ月ボラティリティの中央値を計算し、パーセンタイルを用いて正規化しました。 | 銘柄間格差のデータ期間：1995年1月31日～2024年9月30日。銘柄間格差は、MSCIワールド・インデックスに採用されている銘柄のリターンの月次クロスセクショナル・ボラティリティをローリング60カ月ベースで測定し、パーセンタイルを用いて正規化したものです。 | 世界の金利のデータ期間：1990年11月30日～2024年9月30日。ICE BofAグローバル・ガバメント・インデックスの利回りに基づいています。 | 出所の追加情報は記事の最後に記載されています。上記は過去の実績であり、将来の運用成果・市場環境等を示唆・保証するものではありません。上記はあくまで例示目的で示しています。

ゴルディロックス期の終焉

現在、経済環境が2010年代以前の状況に戻りつつあり、これがヘッジファンド全体にとって追い風となり得る兆しが見られます。図表2によると、銘柄間格差、マクロ・ボラティリティ、世界の金利が程度こそ異なるものの上昇していることが明らかです。

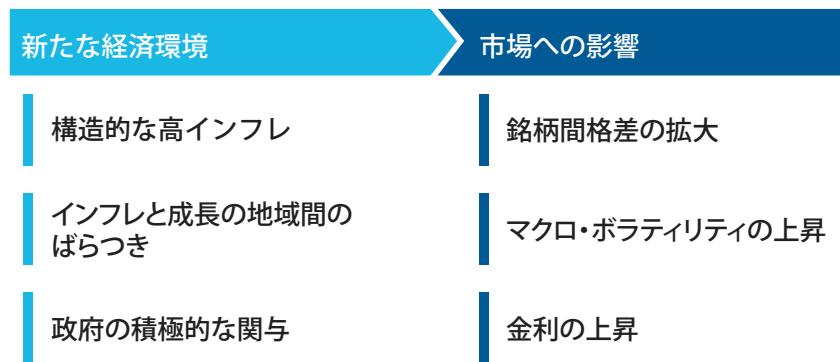
2010年代の比較的安定した環境から、現在は以下のような特徴を持つ経済環境に移行していると考えられます。

1. **構造的な高インフレ**：労働市場の逼迫、コモディティ生産への投資不足、（気候変動対策などの）財政支出の増加、（関税引き上げや他の貿易障壁に反映されている）脱グローバル化が背景にあります²。
2. **中央銀行の金融政策の難しい舵取り**：中央銀行が経済成長を支えつつインフレ率の上昇に対処しようとしている結果、さまざまな地域で経済の不確実性が高まるとともに、政策の乖離が拡大しています。
3. **政府の経済へのより積極的な関与**：規制と産業政策を通じて、政府が経済により積極的に関与しています。

これらの要因により、マクロ・ボラティリティの水準が上昇し、国ごとの経済のばらつきが大きくなり、その波及的影響で個別銘柄のパフォーマンスの差が拡大するでしょう。図表2に示すように、マクロ・ボラティリティと銘柄間格差は連動することが多くなっています³。金利、インフレ率、成長率の変動は企業によって異なる影響を与えます。例えば、インフレ率の上昇は、エネルギー価格の上昇を通じてエネルギー企業にプラスとなる一方、原材料価格や労働コストの上昇に直面する消費財企業に打撃を与える可能性があります。一般的には、景気循環圧力は「勝ち組」銘柄と「負け組」銘柄の差を拡大させ、好況時には見えにくかった企業の経営陣、戦略、バランスシートの欠陥を浮き彫りにします。

最後に、構造的に高く不安定なインフレに財政・産業政策の拡大が組み合わされば、金利は上昇すると予想されます。図表3は新たな経済環境の影響をまとめたものです。

図表3
ヘッジファンドに有利な環境



出所：ウェリントン・マネージメント。上記はあくまで例示目的で示しています。

²人工知能（AI）はいずれディスインフレ要因になる可能性がありますが、現時点ではまだ初期段階にあるため、当面はその影響は限定的であると考えられます。

³マクロ・ボラティリティと銘柄間格差が常に連動するとは限りません。2000年代初めには、株式市場の動向、すなわちインターネット・バブルの影響が全般的な経済状況に勝っていたため、銘柄間格差は大きかったものの、マクロ・ボラティリティは高くありませんでした。また、ここ数年は、マクロ・ボラティリティが高かった一方、低金利と量的緩和の根強い影響の結果として銘柄間格差は低水準にとどまりました。

新たな経済環境がヘッジファンドのリターンに与える影響

歴史的に見て、銘柄間格差が大きく、マクロ・ボラティリティが高く、金利が高かった時期は、ヘッジファンドが力強くアウトパフォームした時期と一致しています。

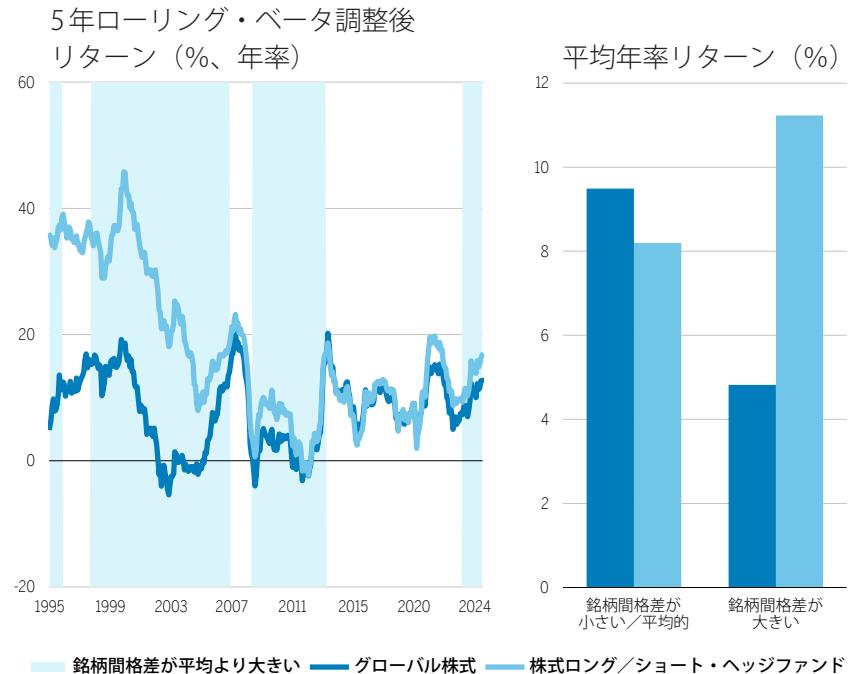
銘柄間格差

図表4の左図は、株式ロング／ショート・ファンドが銘柄間格差の程度が異なる環境でどのようなパフォーマンスを上げたかを示しています。具体的には、株式ロング／ショート・ファンドの5年ローリング・ベータ調整後リターンのグローバル株式市場に対するアウトパフォーマンス(超過リターン)を用いています。銘柄間格差が平均より大きかった時期(水色でハイライトした部分)は、株式ロング／ショート・ファンドは力強くアウトパフォームしました。

右図は、銘柄間格差が小さかった／平均的だった時期と、銘柄間格差が大きかった時期の平均年率リターンを示しています。ロング／ショート・マネジャーが後者の時期にアウトパフォームしたことは明らかです。

図表4

銘柄間格差の程度が異なる環境における株式ロング／ショートのパフォーマンス



出所：リフィニティブ、ファクトセット、HFR、MSCIのデータに基づき、ウェリントン・マネージメント作成 | データ期間：1995年1月31日～2024年9月30日 | ファンドのリターンはHFRインデックスに基づいています。銘柄間格差は、MSCIワールド・インデックスに採用されている銘柄のリターンの月次クロスセクショナル・ボラティリティをローリング60カ月ベースで測定し、パーセンタイルを用いて正規化したものです。ベータ調整は、株式ロング／ショート・ファンドのローリング5年ベースのリターンをMSCIワールド・インデックスに対するローリング5年ベータで除して算出しています。 | 出所の追加情報は記事の最後に記載されています。上記は過去の実績であり、将来の運用成果・市場環境等を示唆・保証するものではありません。上記はあくまで例示目的で示しています。

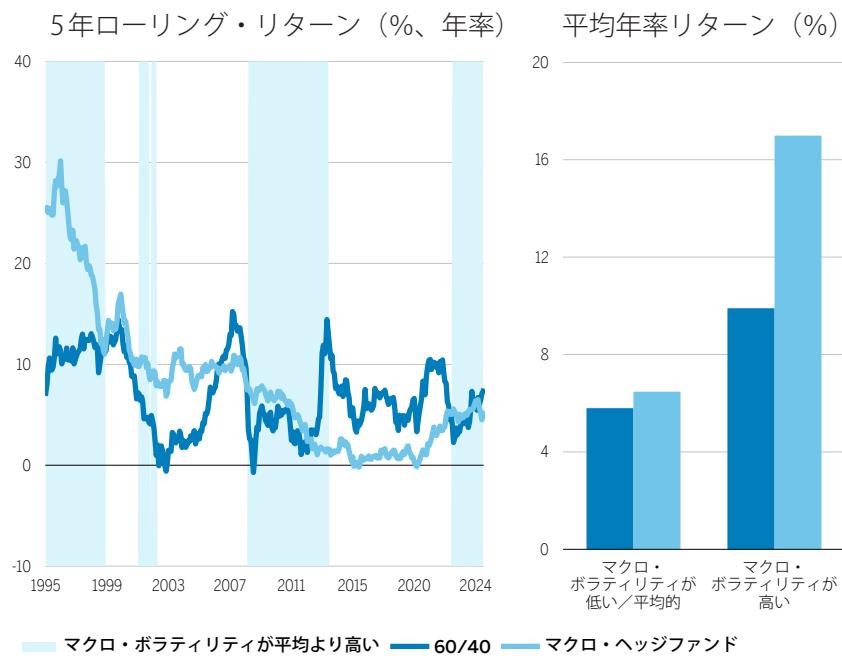
マクロ・ボラティリティ

図表5は、さまざまな経済環境におけるマクロ・ヘッジファンドのパフォーマンスを示しています。ここでは、マクロ・ファンドの5年ローリング・リターンを、株式60%／債券40%のポートフォリオと比較しています。グローバル株式ではなく60/40ポートフォリオを使用したのは、60/40ポートフォリオは、概して株式ロング／ショート・ファンドほど大きなリスクを取らず、債券の比率が高いマクロ・ファンドとの類似性が高いためです。マクロ・ファンドは株式ベータがあまり高くない傾向にあることから、リターンのベータ調整は行いませんでした。

左図は、マクロ・ボラティリティが平均より高かった時期（水色でハイライトした部分）にマクロ・ファンドがアウトパフォームしたことを見ています。この関係は明らかですが、上述した銘柄間格差に関する分析結果ほど強力ではありません。右図は、マクロ・ファンドの平均年率リターンが、マクロ・ボラティリティが高い時期には市場よりもはるかに高く、マクロ・ボラティリティが低いまたは平均的な時期には市場とほぼ同等であったことを示しています。

図表5

さまざまな経済環境におけるマクロ・ファンドのパフォーマンス



出所：リフィニティブ、ファクトセット、HFRのデータに基づき、ウェリントン・マネージメント作成 | データ期間：1995年1月31日～2024年9月30日 | ファンドのリターンはHFRインデックスに基づいています。マクロ・ボラティリティは、IMFが測定したGDPに基づく世界主要40カ国を用いて算出しています。各国について10年金利、CPI、実質GDP、対米ドル為替レートを参考し、(データが入手可能な)40カ国各指標のローリング60カ月ボラティリティの中央値を計算し、パーセンタイルを用いて正規化しました。| 出所の追加情報は記事の最後に記載されています。上記は過去の実績であり、将来の運用成果・市場環境等を示唆・保証するものではありません。上記はあくまで例示目的で示しています。

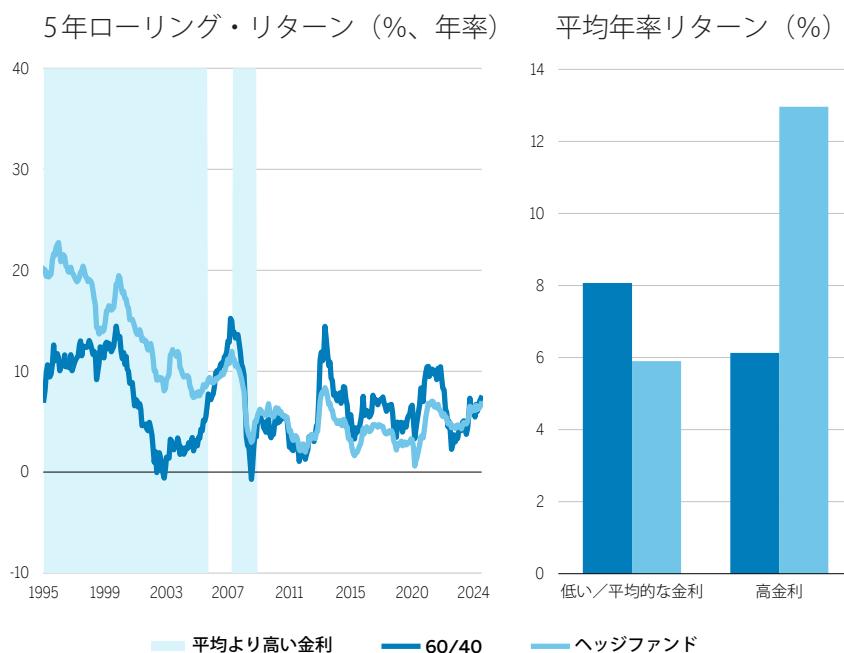
金利

図表6は、さまざまな金利環境におけるヘッジファンドのパフォーマンスを示しています。具体的には、ヘッジファンド全体（株式ロング／ショート戦略、マクロ戦略、レラティブ・バリュー戦略、イベント・ドリブン戦略）の5年ローリング・リターンを、60/40ポートフォリオと比較しています。これは、ヘッジファンド投資の機会費用を表すために、60/40ポートフォリオを使用しました。

左図は、高金利が概してヘッジファンドのアウトパフォーマンスにつながっていることを示しています。これは、ファンドの潤沢な現金準備や、高金利に伴うマクロ・ボラティリティの高まりと銘柄間格差の拡大など、いくつかの要因に帰せられます。

図表6

さまざまな金利環境におけるヘッジファンドのパフォーマンス



出所：リフィニティブ、ファクトセット、HFRのデータに基づき、ウェリントン・マネージメント作成 | データ期間：1995年1月31日～2024年9月30日 | ファンドのリターンはHFRインデックスに基づいており、4つの主要カテゴリーの平均です。ICE BofA グローバル・ガバメント・インデックスの利回りに基づいています。 | 出所の追加情報は記事の最後に記載されています。上記は過去の実績であり、将来の運用成果・市場環境等を示唆・保証するものではありません。上記はあくまで例示目的で示しています。

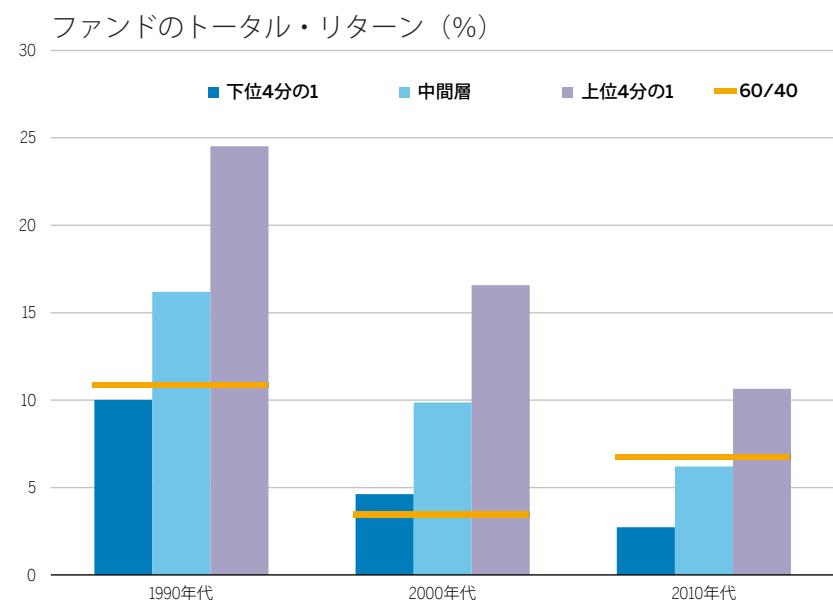
過去の平均リターンは参考になるか？マネジャー・リサーチの価値

上の図表を注意深く観察すると、ボラティリティとヘッジファンドのリターンに関係があることがわかります。ただし、1990年代から2000年代初めにかけてのヘッジファンドのパフォーマンスは、それ以降よりも総じて優れています。これはヘッジファンド業界の進化を反映しています。

1990年代以降、ヘッジファンド業界はファンドの規模や数を含めて著しく成長するとともに、規制環境がファンドの運営方法に影響を与えてきました。こうした変化の是非については議論の余地がありますが、1つはっきりしているのは、アルファを巡るヘッジファンド・マネジャー間の競争がかつてないほど激しくなっていることです。

これは、ヘッジファンドに資本を配分するすべての投資家に、マネジャー選択の重要性を再認識させるものでしよう。そして、ヘッジファンドのリターンが厳しい時期にはマネジャーの選択が極めて重要であることを示しています。例えば、2010年代には、図表4～6に示したようにヘッジファンド全体のリターンが低調だったものの、上位4分の1のマネジャーはそれでも投資家に高いリターンをもたらしていました（図表7）。言い換えると、上位4分の1のマネジャーは、経済動向や市場動向がさほど支援的でない場合でも、市場をアウトパフォームできる可能性があります。

図表7
ヘッジファンドのマネジャー・リサーチがもたらす違い



出所：リフィニティブ、HFRのデータに基づき、ウェリントン・マネージメント作成 | データ期間：1995年1月～2019年12月 | ファンドのリターンはHFRのデータベースに基づいています。下位4分の1は25パーセンタイル、上位4分の1は75パーセンタイルで代替されています（いずれもマネジャーのローリング3年リターンに基づきます）。トータル・リターンはローリング3年平均年率リターン（%）を示しています。| 出所の追加情報は記事の最後に記載されています。上記は過去の実績であり、将来の運用成果・市場環境等を示唆・保証するものではありません。上記はあくまで例示目的で示しています。

今後数年間は、上げ潮によってすべてのヘッジファンドのリターンが押し上げられる可能性がありますが、最も優れたマネジャーがお客様のポートフォリオに最も大きく貢献するでしょう。そして、これは投資家がリターン源泉の分散を最も必要としているときに起きるかもしれません。

マネジャー選択：ヘッジファンドへの「適切」なエクスポートジャー

結局のところ、より支援的リターン環境であっても、現在の大規模かつ多様なヘッジファンド・ユニバースでは、マネジャー・リサーチの能力が極めて重要です。特に、需要が高く、資金の受け入れ能力が限られている一流マネジャーを特定し、確保する場合にはなおさらです。

マネジャー選択プロセスでは定性的分析と定量的分析の両方を実施し、私たちが「3つのR」と呼ぶものに焦点を当てるべきと考えます。すなわち、1) 全体的な資産配分においてマネジャーの戦略が果たす役割(Role)、2) マネジャーが取るリスク(Risk)、3) 残存するアルファ獲得の可能性(Residual alpha、すなわちマネジャーのスキル)です。このフレームワークでは、ファクター・ベースの分析アプローチを利用します。ファクターは、マネジャーの投資スタイルの偏りや、アルファ創出の可能性が最も高いまたは低い市場環境を明らかにするうえで有用です。

マネジャー選択の複雑さとそれが運用成果に与える影響、そして優れたマネジャーへのアクセスの難しさを考慮し、一部のアロケーターはワンストップ・ソリューションとしてマルチ戦略ヘッジファンドを利用しています。マルチ戦略マネジャーは、さまざまなヘッジファンド・カテゴリーへの基本的配分を選択する責任を持ちます。私たちチームがお客様のためにマルチ戦略ヘッジファンド・ポートフォリオを作成・運用する際には、上記のマネジャー選択フレームワークと組み合わせて、リスク管理や継続的監視を支援する強力な独自のツールセットを活用します。

新たなレジームに向けた次のステップ

マクロ経済に関する私たちの長期見通しが正しければ、2010年代の「ゴルディロックス」期が近いうちに繰り返されることはないとしています。投資家にとって市場環境はより厳しくなるかもしれません、ヘッジファンド・マネジャーにとってはアルファを生み出す機会が増え、お客様はその恩恵を受けるでしょう。

このような潜在的な変化に備えるために、投資家はヘッジファンド・ポートフォリオの規模や構成を見直すべきです。ヘッジファンドへのエクスポートジャヤーは十分な規模を持ち、その目的に大きく寄与するとともに、変動の激しい市場でポートフォリオ全体のボラティリティを抑制する必要があります。また、ヘッジファンド・ポートフォリオは、投資家のより広範なリターン目標やリスク目標に沿ったものであるべきです。ポートフォリオにおけるヘッジファンドの役割に関する私たちのリサーチは、戦略の適切な組み合わせを特定するのに役立つと考えられます。最後に、ヘッジファンドの世界で競争が激化していることを踏まえると、投資家はマネジャーの選択方法を見直し、上述した主要な原則を活用すべきでしょう。■

重要開示事項

HFR — HFRインデックスはHFR Holdings, LLCからのライセンスに基づいて使用されており、HFR Holdings, LLCは本資料に記載されているいかなる商品や内容についても承認または推薦するものではありません。

MSCI — MSCIの情報は、いかなる形式であれ複製または頒布してはならず、また、いかなる金融商品、商品、インデックスの基礎または構成要素としても使用してはなりません。MSCIの情報はいずれも、何らかの投資判断を行う（または行わない）ための投資助言や推奨を意図したものではなく、そのようなものとして依拠してはなりません。MSCIの情報は「現状有姿」で提供されており、この情報の利用者はこの情報の利用について一切のリスクを負うものとします。MSCI、その関連会社、およびMSCIの情報の編集、計算、作成に関与または関連するその他の第三者（以下、総称して「MSCI関係者」）は、この情報に関する一切の保証（独創性、正確性、完全性、適時性、非侵害性、商品性、および特定目的への適合性を含みますが、これらに限定されません）を明示的に否認します。

ブルームバーグ — ブルームバーグおよびブルームバーグ・インデックスは、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピー、および同インデックスの管理者であるブルームバーグ・インデックス・サービス・リミテッド（以下「BISL」）をはじめとする関連会社（以下、総称して「ブルームバーグ」）のサービスマークであり、本資料の配布者（以下「ライセンサー」）による特定の目的のための使用が許諾されています。ブルームバーグはライセンサーと提携しておらず、本資料に記載されている金融商品（以下「商品」）を承認、推薦、レビュー、推奨するものではありません。ブルームバーグは、商品に関するいかなるデータまたは情報の適時性、正確性、完全性についても保証しません。

リフィニティブ — リフィニティブが事前に書面により承認した場合を除き、リフィニティブのコンテンツを再発行または再配布することは禁止されています。リフィニティブは、リフィニティブのコンテンツの誤りや遅延、あるいはかかるコンテンツに依拠してなされた行為について責任を負いません。リフィニティブのロゴは、リフィニティブおよびその関連会社の商標です。

ICE — ICE、その関連会社、およびそれらの第三者サプライヤーは、明示または默示のいずれかを問わず、インデックス、インデックス・データ、およびそれらに含まれたり、関連したり、それらから派生したりする一切のデータを含め、商品性または特定の目的もしくは使用への適合性の保証を含む一切の保証および表明を否認します。ICE、その関連会社、およびそれらの第三者サプライヤーは、インデックス、インデックス・データ、またはそれらの構成要素の適切性、正確性、適時性、もしくは完全性についていかなる損害賠償または責任も負わないものとし、インデックス、インデックス・データ、およびそれらのすべての構成要素は「現状有姿」で提供され、利用者が自らの責任において使用するものとします。ICE、その関連会社、およびそれらの第三者サプライヤーは、ウエリントン・マネジメント・カンパニー・エルエルピーまたはその商品もしくはサービスを後援、推薦、または推奨するものではありません。



www.wellington.com/japan

ウェリントン・マネージメント・カンパニー・エルエルピー（WMC）は、米国証券取引委員会（SEC）に登録された独立系投資顧問会社です。WMCは、米国商品先物取引委員会（CFTC）にも商品投資顧問会社（CTA）として登録しており、登録コモディティ・プール・オペレーターが運用するコモディティ・プールを含む特定の顧客にCTAとしてサービスを提供しています。WMCは、CTA登録の例外規定に準拠して、その他すべての顧客に商品取引に関する助言を提供しています。WMCはその関連会社とともに（総称して「ウェリントン・マネージメント」）、世界中の投資家に投資運用および投資助言サービスを提供しています。マサチューセッツ州の有限責任パートナーシップであるウェリントン・マネージメント・グループ・エルエルピー（WMG）は、ウェリントン・マネージメントのグローバル組織の最終的な親持株会社としての役割を果たしています。パートナーは全員、ウェリントン・マネージメントの正社員であるプロフェッショナル・メンバーです。マサチューセッツ州ボストンに本社を置くウェリントン・マネージメントは、イリノイ州シカゴ、ペンシルベニア州ラドナー、カリフォルニア州サンフランシスコ、フランクフルト、香港、ロンドン、ルクセンブルク、マドリード、ミラノ、上海、シンガポール、シドニー、東京、トロント、チューリッヒにも拠点を有します。■ 本資料は、指定された機関投資家およびプロフェッショナル投資家ならびにそのコンサルタントによる社内利用、またはウェリントン・マネージメントによって許可されたその他の利用のために作成されたものです。本資料及びその内容は作成時点のものであり、いかなる目的であろうと、ウェリントン・マネージメントの書面による同意がない限り、全部か一部かを問わず、複製または配布することはできません。本資料は投資助言又は投資持分やその他の証券の募集または購入申し込みの勧誘を意図したものではありません。投資家様におかれましては、運用会社を指名する、又は、ファンドの投資を決定する前に、最新の投資サービス概要又は目論見書を入手し、それをお読みになりますようお願い申し上げます。本資料に記載されたいかなる見解も、入手可能な情報に基づく執筆者の見解であり、予告なく変更される場合があります。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判断を下す可能性があります。使用された外部データは信頼できると考えられますが、その正確性を保証するものではありません。将来の見通しに関する記述は、将来の出来事の保証または予測とみなされるべきではありません。過去の結果は将来の結果の信頼できる指標ではありません。ウェリントンは、本資料に含まれる情報が変更された場合に、その情報を更新する義務を負わないものとします。

カナダでは、本資料はブリティッシュコロンビア州の無限責任会社であり、アルバータ州、ブリティッシュコロンビア州、マニトバ州、ニューブランズウィック州、ニューファンドランドアンドラブラードール州、ノバスコシア州、オンタリオ州、プリンスエドワードアイランド州、ケベック州、サスカチュワーン州でポートフォリオ・マネージャーおよび登録免除マーケットディーラーのカテゴリーに登録されている、ウェリントン・マネージメント・カナダ・ユーエルシーによって提供されます。■ ヨーロッパ（英国及びスイスを除く）では、本資料はドイツ連邦金融監督庁（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - aFin）の認可及び規制を受けているウェリントン・マネージメント・ヨーロッパGmbH（WME）によって提供されます。本資料は、WMEが正式に運営を認可されている国においてのみ使用可能であり、ドイツ証券取引法の定義による適格な取引相手またはプロフェッショナル・クライアントのみを対象としています。本資料は、投資助言、金融商品への投資の勧誘、又はドイツ証券取引法（Wertpapierhandelsgesetz）第85条の意味における投資戦略を推奨又は示唆する情報を構成するものではありません。■ 英国では、本資料は金融行為規制機構（FCA）による認可および規制を受けているウェリントン・マネージメント・インターナショナル・リミテッド（WMIL）によって提供されます（参照番号:208573）。本資料は、FCAの規則の定義による適格な取引相手またはプロフェッショナル・クライアントのみを対象としています。■ スイスでは、本資料はウェリントン・マネージメント・スイスGmbHによって提供されます。ウェリントン・マネージメント・スイスGmbHは、チューリッヒ州の商業登記所に番号CH-020.4.050.857-7で登録されている会社です。本資料は、スイス集団投資スキーム法及びその施行条例の定義による適格投資家のみを対象としています。■ 香港では、本資料はウェリントン・マネージメント・香港・リミテッド（WM香港）によって提供されます。WM香港は、証券先物委員会によりタイプ1（証券取引）、タイプ2（先物契約取引）、タイプ4（有価証券に関する助言）、タイプ9（資産管理）の規制対象活動を行う認可を受けている法人です。本資料を受領することにより、本資料がお客様の使用のみを目的として提供されていること、また、本資料を他者に配布またはその他の方法で提供しないことを承認し、同意するものとします。■ ウエリントン・プライベート・ファンド・マネージメント・マネージメント（上海）リミテッド（WPFM）は、中国で設立された規制対象外の事業体であり、WM香港の完全子会社です。ウェリントン・グローバル・プライベート・ファンド・マネージメント（上海）リミテッド（WGPFM）は、WPFMの完全所有法人および子会社であり、適格な国内リミテッド・パートナーシップおよび管理活動を行うために中国資産管理協会にプライベート・ファンド・マネージャーとして登録されています。中国本土では、本資料はWPFM、WGPFM、またはWMHK（場合によって）によって、お客様の使用を目的として提供されます。■ シンガポールでは、本資料はウェリントン・マネージメント・シンガポール・ピーティー・リミテッド（WMシンガポール）（登録番号 201415544E）によって、お客様の使用のみを目的として提供されます。WMシンガポールは、資金管理活動の実施と資本市場商品の取り扱いについて資本市場サービスライセンスに基づいてシンガポール金融管理局の規制を受けており、免除財務アドバイザーです。本資料を受領することにより、お客様は個人投資家ではないこと、また、本資料を他者に複写、配布またはその他の方法で提供しないことを表明するものとします。■ オーストラリアでは、ウェリントン・マネージメント・オーストラリア・ピーティーワイ・リミテッド（WMオーストラリア）（ABN 19 167 091 090）が、（2001年会社法に定義されている）ホールセール顧客のみによる使用を目的として、本資料の発行を承認されています。本資料を受領することにより、本資料がお客様の使用のみを目的として提供されていること、また、本資料を他者に配布またはその他の方法で提供しないことを承認し、同意するものとします。■ 日本では、ウェリントン・マネージメント・ジャパン・ピーティー・リミテッド（WMジャパン）（登録番号 199504987R）が金融商品取引業者として登録されており、登録番号は以下のとおりです：関東財務局長（金商）第428号。WMジャパンは、一般社団法人日本投資顧問業協会（JIAA）、一般社団法人投資信託協会（ITA）、一般社団法人第二種金融商品取引業協会（T2FIFA）の会員です。WMIL、WM香港、WMジャパン、およびWMシンガポールも投資顧問としてSECに登録されています。ただし、米国のお客様に関してのみ米国投資顧問法の実質規定を遵守するものとします。