

# markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済の見通し

2021年1月18日

## 2021年の展望 政府債務の新世界秩序

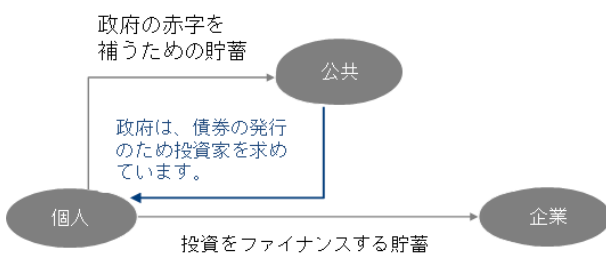
### 高水準の政府債務を抱える日本でなぜ問題が起こらないと考えるか？

コロナパンデミックの結果、世界の多くの国で政府債務が顕著に増加することになります。国際通貨基金の試算によると、日本の政府債務は国内総生産（GDP）の260%以上に増加する可能性があるとしています。20年以上前から、日本ではソブリン債務危機が繰り返し警告されてきましたが、実際には日本でそのような問題は生じなかったようです。この20年間、日本の債券市場も通貨も非常に安定していました。通常、国のファンダメンタルズが持続可能でなくなると、通貨や債券価格が乱高下しますが、近年ではトルコがその顕著な例だと考えています。これにつき、トルコでは「旧世界」の経済原理が引き続き適用されるのに対し、日本は「新世界」の経済原理への対応に苦慮している状況との解釈が成り立つと考えています。

### もはや先進国に「旧世界」は存在しない

「旧世界」は、企業にとって魅力的な投資機会が多いのが特徴でした。一般的に、企業貯蓄では全ての投資を賄うことができない為、企業は家計の貯蓄を資金源としなければなりません。しかし同時に、財政赤字の財源に民間貯蓄が必要であることから、家計貯蓄を財源に国債を発行しようとした為、国家と企業との間の家計貯蓄の獲得競争が、高い実質金利に繋がったと考えられます。このような実質金利の高さは、企業が望む投資を全ては実現できないことを意味しており、背景には、利上げによって投資需要が抑制されても、利下げによってすぐに回復する為、タイムラグを伴ってインフレも変動するというメカニズムが働いていたと考えられます。こうした環境下、金融政策が非常に有効に機能しましたが、この経済は構造的な需要超過を特徴としており、政府債務の削減によって企業が資本ストックを積み上げることが可能となり生産性を高める余地が広がる為、政府債務の抑制は賢明な政策であったと考えられます。

### 国と企業が共に貯蓄を必要とするため、実質金利が高くなる。



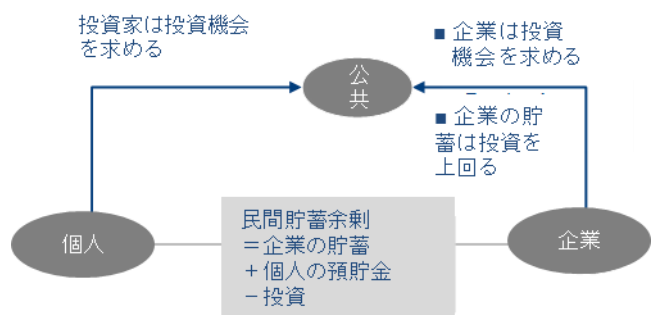
出所:メツラー・アセット・マネジメント GmbH

### 難しい「新世界」：家計と企業が投資先を探す

「新世界」の特徴は、企業にとって魅力的な投資機会が殆どなく、貯蓄主体になっているということです。家計と企業が、同時に金融市場で投資機会を探しており、残るのは、貯蓄を吸収するために借入れをしなければならない国家のみとなります。もちろん、国はこれを拒否して予算の「ブラック・ゼロ」を目指すこともできませんが、それは深刻な不況に繋がる可能性があると思われる。なぜなら、家計や企業の貯蓄性向が投資計画に比べて高過ぎる為、経済全体の需要が減少してしまうからです。その結果、企業はキャッシュフローを失い、従業員を解雇せざるを得なくなる可能性があると思われます。従業員が収入を失い、貯蓄ができなくなると企業のキャッシュフローと家計所得の減少により、貯蓄が大幅に減少して投資需要に揃うまで、レイオフの波が続くことになると考えられます。

「新世界」に於いては、金融政策は無効であり、企業や家計が投資対象となる金融資産を追い求めることで、構造的に非常に低い或いはマイナスの実質金利が発生することになります。「新世界」の特徴は、貯蓄超過だと考えています。

### 貯蓄過剰が実質金利の低下を招く



出所:メツラー・アセット・マネジメント GmbH

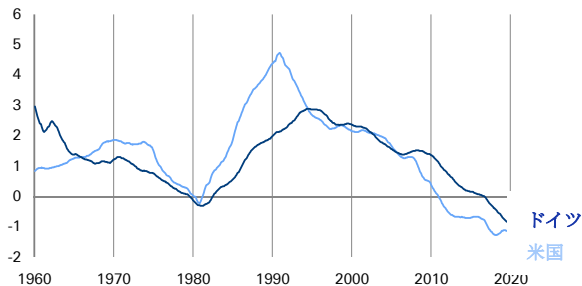
### 需要超過及び貯蓄超過の指標としての実質金利

以上のことから、実質金利の構造的な傾向は、この二つの世界の違いを示す指標となり得ます。ドイツと米国マネーマーケット実質金利の1960年以降の10年移動平均を見ると、2008年の金融危機以降、両経済は確かに貯蓄超過の世界に入ったように見えます。過去にも実質金利がマイナスになる局面は何度かありましたが、当時は中央銀行が不況に対処していた為、その期間は短く循環的なものでした。金融危機以前には、構造的なマイナスの実質金利環境は存在しなかったと思われます。

# market:update

## マイナス実質金利の構造的トレンドは金融危機以降のみ見られる

マネーマーケット実質金利（単位：%）（移動平均10年）



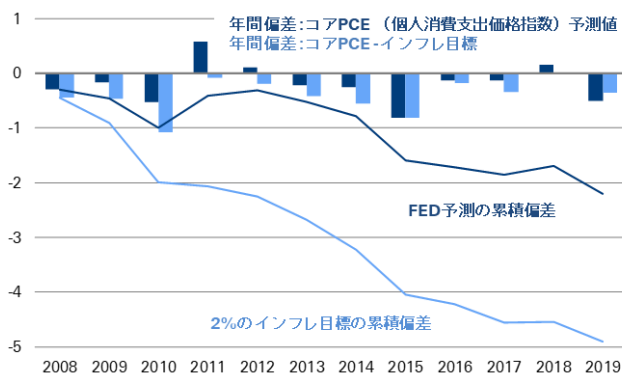
出所: トムソン・ロイター・データストリーム、メツラー・アセット・マネジメント GmbH

2020年10月末時点

先進国が貯蓄超過の世界に陥っていることを示す更なる証拠は、インフレの変容です。これまでのインフレは、インフレ目標や中央銀行のインフレ予測の周辺で一様に変動するのが通常でした。しかし、日本やユーロ圏、さらには米国でさえも、インフレ率はほぼ毎年、低すぎる値でこれを逸脱している為、近時の中央銀行はモデルを使ってうまくインフレを予測することができず、インフレ目標を達成することも不可能でした。貯蓄超過の世界では、総需要は弱まり、インフレは低水準に留まることが示唆されていると見られます。

## 米連邦準備制度理事会（FRB）

インフレは2012年以降、ほぼ毎年で実際の物価動向を過大評価  
個人消費支出上昇率（コアPCE）のFRB予測\*  
およびインフレ目標からの年次および累計偏差



\* FRB 予測とは、食品とエネルギーを除いた個人消費支出（PCE）の変化率を指します。予測は、7人の理事会メンバーと12人の地方連銀総裁の前年の予測（2011年までは前年11月、2012年からは前年9月）から導き出されている。

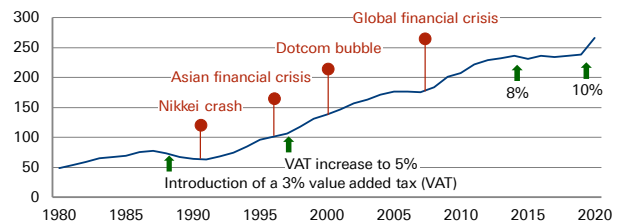
出所: 米連邦準備制度理事会（FRB）、米商務省経済分析局（BEA）、メツラー・アセット・マネジメント GmbH

## 政府の緊縮財政は逆効果

このような世界では、国家は高水準の財政赤字と政府債務の増加を受け入れるしかないと考えられます。1989年には、日本経済にはまだ超過需要があったため、3%の消費税を導入したことで国の債務削減に大きく貢献することができました。しかしそれ以降、日本では貯蓄超過になっており、1997年、2014年、2019年の消費税の引き上げは、それぞれ深刻な不況を引き起こしたとみえています。実際、政府の緊縮財政に際し、他の経済主体が貯蓄を抑制しようとしなかった為、総需要を抑制することとなり、貯蓄性向が投資計画と比較して高過ぎたことで企業収益と家計所得は減少せざるを得ず、対GDP比の債務削減は不可能になったと考えています。

## 日本の政府債務は1990年から4倍以上に増加している

### GDPに占める総負債の割合



出所: トムソン・ロイター・データストリーム、メツラー・アセット・マネジメント GmbH

2020年10月末時点

政府債務が長期的にどの水準に収束するかを計算することも可能です。その為には、政府債務のダイナミクスを定式化し、長期的な経済成長率と民間部門の貯蓄余剰に関する前提条件を与えなければなりません。例えば日本では、企業と家計貯蓄の投資に対する余剰は、過去30年間で年平均GDP比8%程度でした。

今後30年間、民間部門の貯蓄余剰が対GDP比8%、名目経済成長率が年率1.5%程度だと仮定すると、日本の政府債務は同541%にまで増加する可能性があります。しかし、日本は長期的には年率3%程度の経常収支赤字、つまり海外に貯蓄が流出しており、国内にはGDP比5%程度の民間貯蓄が残ります。この場合、政府債務は長期的には同338%に達します。ユーロ圏では、中期的に政府債務は同205%、米国では同118%に増加すると計算されます。

# market:update

民間部門の高い余剰貯蓄は、今後数年間で自動的に政府債務を押し上げることになる\*。

in % of GDP	Equilibrium level of government debt = (1 + nominal economic growth) X $\frac{\text{Savings surplus}}{\text{Nominal economic growth}}$										
	Nominal potential growth (in %)										
	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0	
1	201	101	68	51	41	34	30	26	23	21	
2	402	202	135	102	82	69	59	52	46	42	
3	603	303	203	153	123	103	89	78	70	63	
= Savings surplus of firms	4	804	404	271	204	164	137	118 \$	104	93	84
+ Savings of private households	5	1,005	505	338	255	205 €	172	148	130	116	105
- Investments	6	1,206	606	406	306	246	206	177	156	139	126
	7	1,407	707	474	357	287	240	207	182	163	147
	8	1,608	808	541 ¥	408	328	275	237	208	186	168
	9	1,809	909	609	459	369	309	266	234	209	189
	10	2,010	1,010	677	510	410	343	296	260	232	210

\* 当座預金は常に均等している、つまり民間の貯蓄が海外に流れることはあり得ないとの前提に基づく。

出所：メツラー・アセット・マネジメント GmbH 2020年10月末時点

政府債務の増加が予想されていますが、民間の経済主体は金利水準にかかわらず、貯蓄の投資先として政府債務を保有し、危機的な現象を伴う可能性は低いと見られます。

## 質問1：政府の赤字は民間貯蓄でまかなわれているのに、なぜ中央銀行は国債を買うのか？

一般に先進国の中央銀行はマネーサプライに直接影響を与えることはできず、中央銀行は政府の赤字を賄うための貯蓄を提供することもできない為、政府、家計、企業、海外部門の貯蓄や投資行動によってのみ、マネーサプライが決まります。しかし中央銀行は、貨幣の価格、つまりリスクフリーレートとリスクプレミアムに直接影響を与えることができます。例えば、ある従業員が月に1,000ドルの収入を得ていて、そのうち100ドルを銀行口座に貯めているとします。1週間後、その従業員はそれを使って米国債を購入します。さらに一週間後、FRBはその従業員から国債を購入し、価格差益を含めた金額を預金口座に入金します。このように、中央銀行の国債購入は、投資家の貯蓄行動には何の影響も与えず（価格差益も貯蓄されていると仮定している）、ポートフォリオ構成と国債価格にのみ影響を与えます。このような背景から、中央銀行の国債購入が平時には経済成長やインフレに与える影響が少ないことが学術的に示されているのは、驚くに値しないことです。しかし危機時には、民間の経済主体がリスクの高いと思われる金融資産を突然売却してキャッシュの安全性を求めるため、国債購入は大きな影響を持ち、中央銀行はリスクプレミアムの顕著な上昇を防ぐことができます。例えば、米国30年物国債の利回りは、株式市場の激しい乱高下にもかかわらず

ず、2020年3月9日の0.94%から2020年3月18日の1.89%まで上昇しました。

利回りの上昇は、危機時の流動性ニーズの高まり、新興国の外貨準備の流動化、財政赤字の急拡大への懸念から米国債への信頼感が失われたことの3つの原因が考えられます。これを受けて、FRBは無制限の国債購入プログラムの開始を決定し、レボプログラムを開始したことで、新興国が保有する米国債を売却して自国通貨を支える必要がなくなりました。その後すぐに国債市場の状況は再び落ち着きを取り戻し、利回りは低下しました。このように、中央銀行はいつでも信認の喪失を抑えることが可能と考えられます。ECBの債券購入プログラムはユーロ圏でも非常に効果的で、低格付けの国債や社債の利回りを低く抑えることができます。中央銀行は自らのバランスシートでより多くのリスクを負うため、金融市場でのリスクプレミアムを低減させています。

このように、中央銀行は政府の資金調達のために国債を購入するのではなく、一方では投資家の流動性ニーズを満たし、他方では低金利の助けを借りて貯蓄を抑制し投資を増やすよう経済主体に促すために国債を購入しているのです。

## 質問2：金利はいずれまた上昇し、その時には債務危機は来ないのか？

現在の高水準の政府債務はまだ持続可能かもしれませんが、将来的には金利が再び上昇し、債務危機は避けられないのではないか、という懸念がしばしば表明されています。しかし、金利が再び上昇するのは、企業が再び強い投資を開始したり、家計が再び活発に消費をしたりする場合、つまり民間部門の行動に根本的な変化が生じた場合に限定されると考えられ、その結果、強い総需要、高いインフレ、そして顕著な金利上昇が発生することになると指摘されています。しかし、これは政府が対策を講じれば起こらないと考えられます。例えば、中国政府は2021年の成長見通しが良好であることを背景に、再び緊縮財政を実施して債務を削減すると見られます。政府の緊縮策は需要を経済から奪うので、大きなインフレ圧力はなく、その結果、金利ショックの恐れもないと思われます。イギリスは19世紀に、多額の債務を抱えた国家が債務を圧縮するのに100年近くかかることを示しました。決め手となるのは、政府が貯蓄を開始するのは、民間部門の需要が十分に高いときであるということであり、このように、今後数年で金融政策の重要性はますます低下し、財政政策は総需要とインフレを管理する上でますます重要になってくると考えています。

一方、民間部門の貯蓄余剰の原因は、人口動態の変化によるものか、金融危機による深い傷跡か、それとも過去の過剰に緩和的な金融政策によるものなのか未だ明らかではないと思います。日本の経験は、民間部門の貯蓄余



# market:update

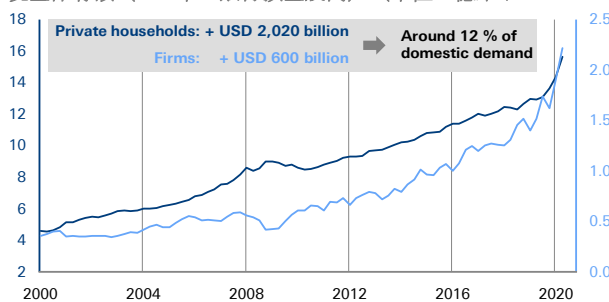
剰が何十年も続く可能性があることを示していますが、現在のところ、これがすぐに変わる兆しはなさそうです。日本の経験は、説明要因として人口動態の寄与を示唆しますが、これは欧州や米国にも当てはまると考えています。

## 米国だけのインフレーションリスク

もちろん、十分に高いワクチン接種率が達成されれば、2021年には経済活動が急速に正常に戻り、民間部門が熱狂的に支出に向かうことも考えられます。しかし、当方の見解では、このシナリオは米国にとってのみ現実的であると考えています。例えば、ブルームバーグの調査によると、米国政府の財政赤字は、2020年には対GDP比16%前後、2021年には同10%前後になると予想されています。つまり、昔も今も、マネーは直接的な政府支出に使われることは殆どなく大方が移転支出になります。例えば、家計の現金保有額が1月から6月にかけて約2兆ドル増加し、企業の現金保有額が約6,000億ドル増加した場合、両者の増加分を合わせると、内需の約12%に相当しますが、2021年にこうしたマネーの大部分が消費や投資に流入すれば、その結果は著しい好景気と顕著なインフレの上昇になると見られます。対照的に、ユーロ圏では、政府の総財政赤字は今年、対GDP比9.5%前後、来年は同6%前後と控え目になる可能性が高く、同時期の米国よりも民間部門の貯蓄性向が顕著に高い状態と見られます。

## 米国：流動性バッファの推移

現金保有額（2020年の銀行預金残高）（単位：億米ドル）



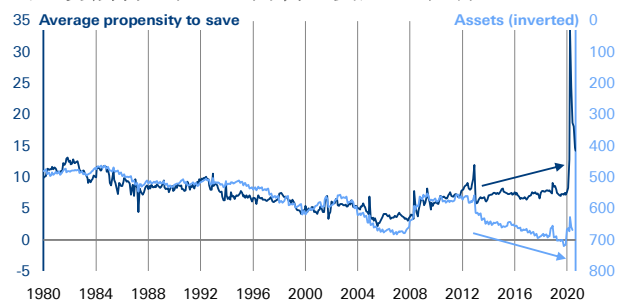
出所：トムソン・ロイター・データストリーム、メッツラー・アセット・マネジメント GmbH

2020年6月末時点

しかし、米国の個人家計の消費行動は、金融危機以降、根本的に変化しているように見える為、米国にはインフレが起きるリスクがあると言えます。かつては、家計のポートフォリオに占める不動産や金融資産の価値が上昇することで貯蓄率が低下した為、目標とする富に到達するには貯蓄を減らす必要があるという意味で「資産効果」が働いていましたが、金融危機以降は、逆の傾向が見られるようになりました。従って、個人の家計でも貯

蓄が増加し、2021年には現金保有が高水準で維持されることが示唆されています。こうした背景から、米国経済が堅調に拡大する可能性が高いと考えています。

## 米国：高い貯蓄性向は2021年の消費ブームに逆行可処分所得に占める貯蓄・資産\*の割合



\* Private households

出所：トムソン・ロイター・データストリーム、メッツラー・アセット・マネジメント GmbH

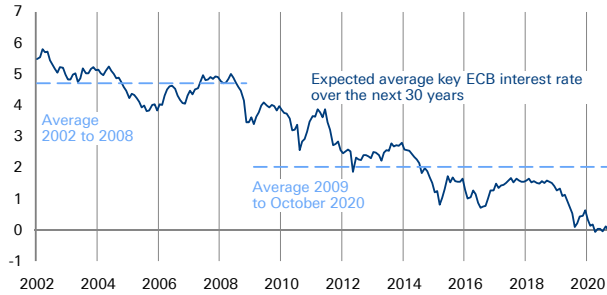
2020年9月末時点

## COVID-19 パンデミックが金利低下圧力を強める

先進国経済が、貯蓄超過によって構造的に特徴づけられているとしても、2015年から2018年にかけて米国で見られた非常に緩やかな利上げサイクルのようなサイクル自体は存在すると考えています。そしてCOVID-19パンデミックは、第二次世界大戦以降で最も深刻な景気後退を引き起こした、サイクルに対する外生的なショックと見做せると思われます。その結果、先進国では大きな需給ギャップが生じており、これが今後数年間のインフレ上昇を妨げることになると考えています。すでに、金融市場関係者の間では、主要な中央銀行が再び政策金利を引き上げるという幻想は消失していることが分かります。30年物オーバーナイト・インデックス・スワップ（OIS）の利回りは、今後30年間の平均政策金利に対する金融市場関係者の期待値を示すものですが、10月末時点でユーロ圏の同利回りは0%をわずかに下回っていました。リスクプレミアムを考慮すると、現在の利回り水準は、金融市場関係者が、今後30年間にECBが主要な政策金利を引き上げることはないと考えていることが示されています。

# market:update

パンデミックの長期的影響：  
ユーロ圏における中期金利期待の崩壊  
30年オーバーナイト・インデックス・スワップの利回り  
(単位：百万円)



出所: トムソン・ロイター・データストリーム、メツラー・アセット・マネジメント GmbH  
2020年10月末時点

## 事前にプログラムされた金融市場のバブル

オーストリアの作家エルンスト・フェルストルはかつて、理論と実践の違いは理論よりも実践の方がはるかに大きいと適切に指摘したことがあります。実際、金利の期待値の崩壊は、理論的には金融市場における無限に大きく無限に長いバブルが実現可能であることを意味していると考えられます。金利とリスクプレミアムの合計が、名目経済成長率より僅かに高いだけでも、配当割引モデルは無限に高い価格を算出することになると考えられます。

同時に、経済成長率が金利よりも一貫して高い水準にある限り、金融市場のバブルは持続することが理論上、示されていると思われます。ここで、各世代が収入の一部を本質的に役立たない金融資産に投資しているとすると、各世代の投資家は同様の投資計画を持っている為、こうした世代間の投資家の中で金融資産の買い手が見つかると考えられ、各投資家は、前の世代から既に購入している金融資産の買い手を後の世代の中から見つけることになると考えられます。常に次の世代が登場するので、この連鎖が途切れることはなく経済が成長すれば、各世代は前の世代よりも多くの所得をこうした金融資産から得ることが出来ると考えられます。実際に経済の成長率が金利よりも高い場合、このリターンは他の形態の貯蓄、例えば銀行預金よりも高いものになると考えられます。

## 構造的に導かれる低金利の効果

Valuation on the financial markets might no longer play a role

Dividend discount model:

$$\text{Price} = \frac{\text{Dividend}}{\text{Interest rate} + \text{Risk premium} - \text{Economic growth}}$$

■ If interest rate + risk premium < economic growth, there will no longer be a rational price

A long lasting bubble is possible

- Assumption: Each generation invests part of its income in a financial asset that is inherently useless
- Since each cohort has the same plan, everyone will find a buyer at any given time
- The price of the financial asset increases at the same rate as economic growth
- If interest < economic growth, the return on the useless financial asset will be higher than what other forms of savings offer, such as bank deposits

出所: メツラー・アセット・マネジメント GmbH

低金利がバリュエーションに与える影響は、S&P500を見れば容易に導き出せると考えています。10月末の価格水準3,270ポイントは、リスクプレミアム6.7%で説明できると思いますし、仮にリスクプレミアムが4.0%に低下したと仮定すると、価格水準は9,133ポイントになると思われます。このように、リスクプレミアムが適度に低下すれば、価格が爆発的に上昇する可能性があり、リスクプレミアムが適度に上昇すれば、価格の下落が顕著になると考えられます。

## 資産価格のハイパーインフレの出現?

Dividend discount model

$$\text{Price} = \frac{\text{Dividend}}{\text{Interest rate} + \text{Risk premium} - \text{Economic growth}}$$

Level of the US equity index S&P 500 on 10/31/2020

$$3,270 \text{ points} = \frac{137}{1.0\% + 6.7\% - 3.5\%}$$

With a falling risk premium

$$9,133 \text{ points} = \frac{137}{1.0\% + 4.0\% - 3.5\%}$$

Implicit assumption is an unlimited possibility to borrow. Without credit, there is not enough purchasing power for "infinitely high prices"

出所: メツラー・アセット・マネジメント GmbH

理論はここ迄であり、実際には金利期待の崩壊は、金融市場のボラティリティの顕著な増加につながる可能性があると考えています。2020年はその好例であり、春先のコロナパンデミックに伴う株価の大幅下落は理解し易い一方、その後の急激な価格回復は、4月以降の経済ファンダメンタルズの改善が遅れていた為、むしろ理解し難いと思われます。従って、今年見られた株価の大幅上昇の説明としては、リスクプレミアムが緩やかに低下したと考える他にないと思われます。

しかし、金融市場のバブルが無限に続くという理論の裏には、経済主体が銀行の信用を無限に利用できるという前提があると思われます。信用主導の投機的バブルとは、陶酔的な投資家が価格をどんどん上昇させ、その結果、リスクプレミアムが低下していくことを意味してい

# market:update

ると思いますが、金融危機の経験から、銀行監督当局は銀行の信用拡大を許容せず、金融市場のバブル拡大を防止する方向に動くと考えられます。その結果、今後の全体的な傾向としてリスクプレミアムは、非常に緩やかにしか低下しないと示唆されていると思われます。従って、株式は例外的に高いリターンを得る機会を提供するものではありませんが、2021年は依然として良好なリターンが得られる可能性があると考えています。

## 2021年のファンダメンタルズ環境はリスク低下を示唆

基本シナリオでは、2021年にはワクチンの効果で先進国の経済活動が徐々に正常化すると想定しています。これにより、世界経済は6.0%程度と堅調な回復を遂げることとなります。堅調な成長にもかかわらず、世界経済の推定される需給ギャップは4.0%と大きく、インフレリスクは限定的なものに留まると見られます。しかし、ベース効果により、2021年にはインフレ率が緩やかに上昇すると予想されます。また、ジョー・バイデン氏が新しい米国大統領に選出されたことで、世界的に包括的な貿易戦争のリスクは低下しています。全体的に、前向きな経済見通しと貿易戦争のリスクが低下していることから、2021年は金融市場のリスクプレミアムは緩やかに低下すると考えられます。

### 結論：政府債務

- 政府債務の増加は、過剰な政府支出の結果ではないので、危機には至らないでしょう。
- 企業の投資性向の低さがその理由の一つです。
- 政府債務は、今後数年で世界的にさらに増加する傾向にあります。
- 政府の緊縮財政はうまくいかないでしょう。日本の政治家が、4回の消費税増税後に痛感したことです。
- 企業投資が再び持ち直したり、家計の貯蓄性向が低下したりすると、実質金利ショックの恐れがあります。
- 民間企業の貯蓄性向が高い原因が人口動態の変化にあるとすれば、長期的に実質金利は低水準で推移するとみられます。
- 理想的には、政府は企業投資のための経済政策、すなわちインフラ、教育、税制改革、規制緩和、競争政策、投資補助金に重点を置くべきでしょう。

### 結論：金融市場

- 民間部門の構造的な貯蓄超過に加え、新型コロナウイルスの大流行が、長期金利への（上昇）期待の崩壊を引き起こしています。
- その結果、長期的に政策金利の引き上げが期待できなくなっています。
- これは理論的には、上限のない株価と無限に続く金融市場バブルをもたらす可能性があります。
- しかし実際には、銀行の融資機会が限定されているため、リスクプレミアムは高止まりしていると思われます。
- したがって、株式や社債は無限ではないものの、まだ良好なアップサイドの可能性を持っています。
- 欧州の成長株と配当戦略は、引き続き素晴らしい投資機会を提供すると考えています。
- しかしながら、リスクプレミアムの多少の変動でも、理論的には低金利環境下で大きな価格変動を引き起こす可能性があり、ボラティリティが高くなるでしょう。
- このような環境下では、リスクマネジメントに配慮した投資を検討してみる価値があります。

2021 年もよろしくお願ひします

エドガー・ヴァルク  
メツラー・アセット・マネジメント GmbH  
チーフ・エコノミスト

- 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メツラーグループが提供する情報をメツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
- 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
- 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
- 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があります、投資元本を割り込むこともあります。
- 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
- 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
- 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があります、当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
- 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
- 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メツラー・アセット・マネジメント株式会社  
〒100-0011  
東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階  
Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616  
金融商品取引業者 関東財務局長 (金商) 第467号  
加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会

W21-001