



ALLIANCEBERNSTEIN®

2024年3月

増え過ぎた指数がもたらす影響： ベンチマークとリスクの意味を考える

アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は、資産運用業界で多く用いられているベンチマークに対するアプローチには課題があると考えている。なぜなら、投資環境は著しく変化しており、新型コロナウイルスのパンデミック以前とは異なる構造的な力が働いているからだ。そのことは、それ以前に作られたベンチマークの妥当性に疑問を投げかけている。

均衡インフレ率が上昇し、金融市場から得られる実質リターンが低下している環境では、多くの投資家にとって、インフレ率はベンチマークとして大きな役割を果たす必要があると考える。一方、アクティブ運用のマネジャーを評価する上では、複数のファクターを持つベンチマークを取り入れ、マネジャーは低コストでファクターにアクセスすることを考えなくてはならない。

この問題はリスクの意味にも影響を与える。リスクとは金融市場のインデックスからのかい離を示すものなのか、ボラティリティを測る指標の1つなのか、それとも購買力が損なわれることなのだろうか？

イニゴ・フレイザー・ジェンキンス

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド
機関投資家向けソリューション 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
機関投資家向けソリューション 共同責任者

アライアンス・バーンスタイン協力者：

ロベルタス・スタンチカス、ハルジャスプリート・マンド、
モーリーン・ヒューズ

確実性とは感情的なもので、知的なものではない

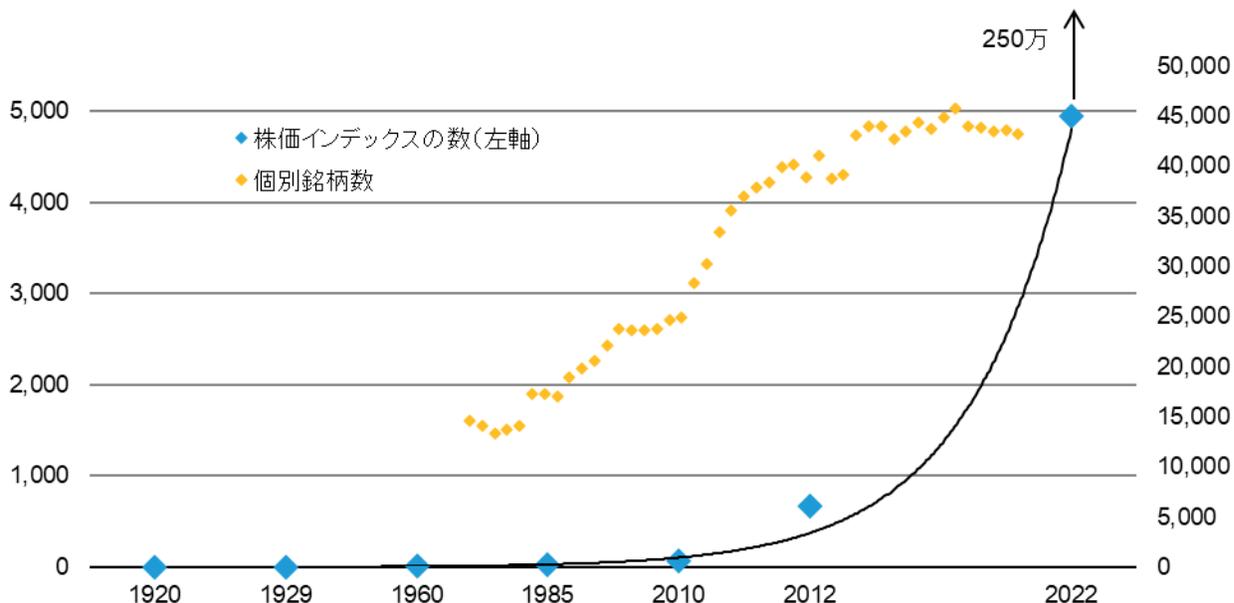
投資環境が変化すれば、それに対する適切な対処法について、さまざまなタイプの疑問が生じてくる。「インフレや、より積極的な中央銀行の政策からどうやってポートフォリオを守ればいいのか?」といった、すぐに対応すべき疑問もあれば、「今はデフレーションを長くするのに適切な時期なのだろうか?」というような市場の変化に直接対応しなくてはならない問題もある。しかし、もっと微妙で、ある程度の時間が経過してから生じる疑問もある。そうした疑問は、より方法論的なものとなりがちで、何に投資すべきかだけでなく、どのように投資すべきかという問題にも関わってくる。

本稿で取り上げる2つの疑問は、投資家はどのベンチマークを使うべきか、それが適切なリスク尺度にとって何を意味するかという、お互いに関係のある問題である。単に「こうしたベンチマークが適切だ」と指摘するよりも、「ベンチマークは何のために存在するのか」について議論する方が興味深い。

では、何が適切なリスク尺度となるのだろうか? その逆から始めると、確実性とは感情的なものであり、知的なものではない。当然ながら、リスクの程度とは、金融業界で通常考えられているほど明確で具体的なものではない。

金融業界にはベンチマークがあふれている。ベンチマークとなりうる株価指数だけでも250万以上ある。一体、それを何に使うのだろうかと考えるのは当然の疑問かもしれない。確かに、ベンチマークやインデックスの作成は人間の専門知識を必要とする分野で、分類する入れ物(インデックス)の数は、分類されるもの(約4万の個別銘柄)の60倍に達する唯一の分野である(次ページの図表1)。こうした状況はリスクの概念を混乱させる。投資家が抱えるリスクは、トータル・リターン標準偏差のような絶対ベースの量で表すことができるのだろうか? リスクは金融市場のインデックスからどれほど乖離しているかで測定するのだろうか? それとも、それらとはまったく別のものなのだろうか?

図表 1: 株価インデックスの数は個別銘柄の 60 倍もある



過去の実績や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。予想は今後変更される可能性があります。

株価インデックスの数については、最初の 5 つのデータはジェフリー・ワーグラール氏著「指数連動型投資の経済的帰結について」(Challenges to Business in the Twenty-First Century: The Way Forward, ed. W.T. Allen, R. Khurana, J. Lorsch and G. Rosenfeld (Cambridge, MA: American Academy of Arts and Sciences, 2011))に基づきます。最後の 2 つのデータは、累積したファクター・インデックスの数(サイエンティフィック・ベータによると 4,274)と、上場投信の数(モーニングスターによると 673)。AB はそれをインデックス曲線に当てはめましたが、最近のインデックス作成ベースは指数曲線に適合する水準を上回っているため、X 軸の目盛りは意図的に非線形のままにしています。S&P が作成した 100 万のインデックスはすべての資産クラスを網羅しており、同社はそのうち 85 万のインデックスは株価インデックスだとしています。株価インデックスが 250 万あるという全体的な推計は、インデックス産業協会による第 6 回年次調査に基づいています。

2022 年 11 月 30 日まで

出所: インデックス産業協会、モーニングスター、サイエンティフィック・ベータ、S&P、世界銀行、国際取引所連合、ジェフリー・ワーグラール氏、AB

投資環境が変化したのはそうした点だ。今後 10 年間は 1980-2020 年とは異なり、インフレ率は上昇し、実質成長率は低下すると予想される。同時に、経済成長を支える資金の調達方法にも大きな変化が起きている。プライベート市場で調達される資本の割合は増加しつつあり、現在は過去 50 年間のどの時点よりも大きくなっている。この傾向がすぐに変わるという現実的な見通しはなさそうだ。自社株買いが禁止されたり、上場ルールが変更されたりしない限り、先進国の上場株式市場における上場企業数は縮小傾向が続くと思われる。同様に、銀行が取ることのできるリスク量を規制する動きは、銀行による融資の比率がさらに低下する一方、プライベート市場からの融資による調達が増えることを示唆している。

本稿では、この変化のメリットについて価値判断をするつもりはないが、それは数十年前とは異なる点である。米国では、企業が投資する資本は株式市場とクレジット市場から調達するケースが多かったが、欧州では株式市場と銀行融資が大半を占めていた。本稿では最後に、経済における投資リターン、貯蓄ニーズ、資本調達源の本質的な内生性という問題に立ち戻ってみたい。成長を目指す資本の多くがプライベート市場を通じて調達されているとすれば、そもそも、ベンチマークが何らかの形でそのトレンドを反映していないのは奇妙に見える。

適切なベンチマークに関する問題は、リスクの概念と密接に関連している。結局のところ、すべての投資の目的は、実体経済における活動に対して資金を抛出し、リターンを得ることにある。それ以外にもっともらしい理由はあるだろうか？退職・貯蓄プランを構築する上で、インフレのハードルに直接的には直面せず、名目負債を有するファンドが存在することは認識しているが、大半の投資活動において最終的な目標となるのは、実質リターンに関する目標だ。

1980-2020年にはインフレ率が低下し、株式市場や債券市場は上昇した。インフレに関するベンチマークは達成するのがあまりに容易な目標であり、特にアクティブ・マネジャーに投資する場合はそう言えた。ただ、この期間にアクティブ・マネジャーが生み出したリターンの多くは「ベータ」(株式市場へのエクスポージャー、デュレーション、バリュエーション・ファクターへのエクスポージャーなど)だったため、この期間に4兆5,000億米ドルがアクティブ株式からパッシブ株式にシフトした。

多くの投資家がベンチマークに対して抱いている見方は、金融市場が高いリターンを上げ、インフレが落ち着いていた過去数十年間の経験によって形成されてきた。その結果、金融市場のインデックスが頼りにできる唯一のベンチマークであるように見えるようになり、累積リターンの観点から見れば、金融資産が実物資産を大きく上回ってきた(図表2)。

図表 2: 実物資産と比較した金融資産のパフォーマンス



過去の実績や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。

注: 金融資産には米国株、米国10年国債が含まれます。実物資産には米国の不動産、ブルームバーグ・コモディティ指数が含まれます。

1953年1月を100として指数化

2023年11月30日まで

出所:ブルームバーグ、グローバル・フィナンシャル・データ、ロバート・シラー氏のデータベース、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

インフレ率が上昇し、主要資産クラスに対するロング・オンリーのポジション(最も広く用いられているベンチマーク)のリターンが低下しているとすれば、次のような疑問が生じる。そのように広く用いられているインデックスは、適切なベンチマークなのだろうか？

ベンチマークの選択は、投資目的によって異なる。それ以外に影響を与える要因としては、長期にわたり持続し、動きのゆったりとした投資環境が生み出す特徴も考えられる。例えば、多くのプライベート投資は手数料を左右するハードル・レートが設定されており、その多くは6%前後となっている。しかし、これらのハードル・レートは、実質金利が低い、またはゼロの環境下で設定されたものだ。キャッシュの利回りが名目ベースで4-5%ある今、こうしたハードル・レートを見直すべきなのだろうか？

確定拠出年金の投資を例にとると、実質利回りが低下すれば、プランの加入者が積み立て不足のまま退職を迎えざるを得なくなる確率が高まる。こうした見通しの下では、何が大きなリスクとなるのだろうか？ 加入者の資金が枯渇するリスクだろうか？ それとも金融市場のインデックスから乖離するリスクだろうか？ この場合、究極のベンチマークは、退職後に資金不足に陥らないために必要な年間キャッシュフローとすべきだとABは考えている。このベンチマークは、インフレ率や望ましい生活水準と連動することになる。

政府系ファンドは、国家の投資資金を運用する要件を定めていたり、国家に準じる年金制度としての役割を担っていたりする。これらのファンドも、インフレ率に連動するベンチマークを必要とする可能性が高い。その場合は、おそらく今後数十年にわたるその国の予想インフレ率が用いられることになりそうだ。

ベンチマークには、目標または要求リターンとしての役割と、リターンやポジション・サイズの決定によって増加または減少した価値を評価するツールとしての役割がある。後者は、資産運用を外部に委託する際に生じるエージェンシー問題を解決する上で極めて重要な要素となる。その意味で、ベンチマークの設定は、資産運用会社と対話するためのガバナンス構造の一部となる。

AB は以前のブラック・ブックで、「精密であることの虚しさ」について触れた。それは、投資において我々は正確さを好むが(それには極めて正当な理由がある)、目標が間違っていれば、その正確さの意味は限定されるという考え方だ¹。「確実すぎるのは恐ろしい」というタイトルはそういう意味だ。膨大な数のベンチマークがあれば、表面的には目標にマッチし、目標達成の確実性が高いように見えるが、投資環境の変化によって従来のベンチマークが陳腐なものになれば、その確実性はミスリーディングになるかもしれない。

リスクの概念間の対立

新たな投資環境は、リスクに関する2つの異なる考え方の間に緊張を生み出している。それは、購買力を維持する能力として測定されるリスクと、リターンの標準偏差として測定されるリスクとの対立である。

異なるリスク指標が相反する結果をもたらすのは、目新しい現象ではない。例えば、リターンの標準偏差と非正規分布のテール・リスクの存在を比較すると、好ましい資産はそれぞれ異なる。新たな投資環境で異なる点は、マクロ環境の変化が、リターンの分布に基づく伝統的なリスク指標と、インフレに打ち勝つ必要性とのバランスをいかに変化させたかということだ。

こうした緊張が生じた理由は、大半の投資活動が、実体経済における何らかのニーズ(退職後の生活資金、医療費など)を満たすことを究極的な目標にしているためだと AB は考えている。そのため、リターンが実際に要するコストに追いつかない可能性があるというリスクは、重大な問題となる。購買力が損なわれるリスクに直面すれば、他のリスク指標は重要であることに変わりはないにせよ、二の次の問題となるかもしれない。実質リターンが低い世界でより厳しい選択を迫られるとすれば、購買力が失われるという重大なリスクが現実になる確率を引き下げするために、例えば金融インデックスからのリターンの絶対標準偏差として定義されるリスクを引き上げる必要が生じるかもしれない。

本稿では、ベンチマークとして用いられる可能性のあるさまざまな指標、投資家が直面している新たな投資環境におけるベンチマークの役割、投資家が取るべき行動について検討したい。最終的には、ベンチマークの変更はガバナンスの問題を引き起こし、戦略的資産配分(SAA)の変更につながる可能性がある。SAAの変更は、この研究の現実的な終着点となる。

時価総額に基づくベンチマークの強さ

時価総額に基づくウェイトは至るところで用いられており、それを疑問視するのはおかしいように見えるかもしれない。はっきりさせておきたいのは、時価総額に基づくウェイトが中心的な役割を果たすことは今後も変わらないだろうが、ベンチマークとしては限界があるかもしれないということだ。

上場株式の場合、時価総額は定義上、すべての投資家が合意したうえで購入できるベンチマークである(もし、それ以外の定義にすべての投資家が同意し、その方法に基づいて購入すれば、それが時価総額加重型のベンチマークとなる)。それは最も流動性の高いウェイトの決定方法で、市場が効率的であると常に信じている人々にとって、それは既定のアプローチである(もちろん、バリュースト投資を信奉する投資家からは、時価総額加重型の指数は割高な銘柄を過大に組み入れ、割安な銘柄の組み入れが少ないという反論も出ている)。実際のところ、時価総額加重型のベンチマークはここ数年、他の構成銘柄をアウトパフォームしている。最近では、米国のグロース株とモメンタム株を組み合わせたものから戦術的に回避する行動を取ることは、キャリアを傷つける痛々しい選択となってきた。投資に関する大きな疑問の1つは、この痛みが今後も続くかどうかだが、この疑問はベンチマークとして時価総額に基づくインデックスが果たす役割とは別の問題である。

上場資産の時価総額加重インデックスが好ましいと考える最も単純な理由の1つは、インデックス・ファンドとして購入するコストが安く、流動性が高いことだ。本稿では後段で、プライベート・キャピタルの比重が高まることで、上場市場の役割が構造的にどう変化しているかについて検証している。しかし、プライベート市場に参加するには、高い手数料と潜在的に大きな流動性コストが伴う。上場市場における時価総額加重型のポジションは、負債が最終的にインフレに連動するとすれば「パッシブ」なポジショ

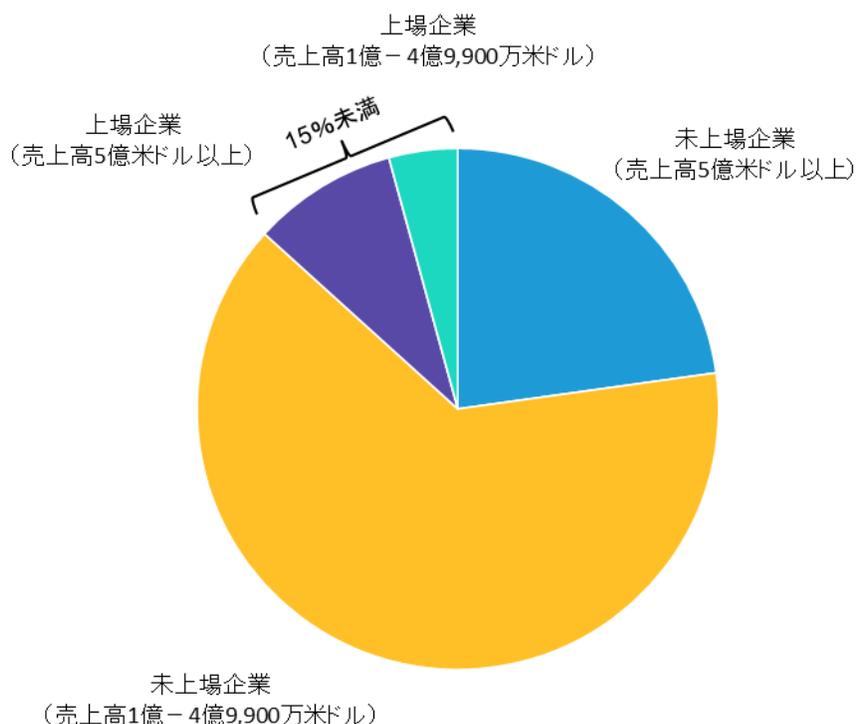
¹ イニゴ・フレイザー・ジェンキンス「[Are We Human or Are We Dancer?](#)」(英語)ご参照(AB、2021年7月6日)

ンとは言い難くなるが、ポジションを構築したり売却したりするうえで障害はなく、単純で理解しやすい構造となっている。結局のところ、ベンチマークの属性としての単純さを過小評価すべきではない。

時価総額加重ベンチマークにはさまざまな限界がある。それは誰でも購入できる株価インデックスだが、特定の投資家が向き合わざるを得ない投資機会であるとは限らない。例えば、売上高が1億米ドルを超える米国企業のうち株式を公開している企業は15%に満たないため、上場市場における時価総額加重型インデックスから得られる株式市場全体に対するエクスポージャーは限られている(図表3)。

上場株式と比較したプライベート・エクイティの期待リターンを予測する際、プライベート・エクイティの投資家にとって利点の1つは、投資するセクターを選択でき、時価総額加重インデックスに同調する行動を強いられずに済むことだ。それは間違いなくプライベート・エクイティの大きな利点の1つとなる。² 現時点では、プライベート・エクイティ全体で見れば、このメリットは上場株式よりも手数料が高いというマイナス要因で相殺されるように見える。ABは現時点では、プライベート・エクイティ投資の平均的な手数料控除後のリターンは、上場株式と同程度になると予想している。プライベート・エクイティを保有する理由は、資産クラスの「ベータ」を追求することではなく、パフォーマンスが幅広く分散しているファンドの中から投資先を選択できることにある。

図表 3: 売上高が1億米ドルを超す企業のうち株式公開企業は15%に満たない



過去の実績や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。

注: S&P キャピタル IQ のデータは 2022 年 12 月現在。S&P キャピタル IQ が推計した未上場企業の売上高帯別企業数は、三角法を用いて米国企業統計(2017 年)の最新データに基づき算出。

出所: ペイン & カンパニー、S&P キャピタル IQ、米国勢調査局、AB

時価総額加重型のベンチマークに依存することのもう1つの懸念は、長期的なパス・リスクを十分に把握できない可能性があることだ。言い換えれば、時価総額加重型インデックスが成功を収めた一因は、米国の成長見通しが見事に実現されてきた過去70年にわたる「新近性」バイアスにあるのかもしれない。もっと昔までさかのぼれば、1900年は2大株式市場である英国と米国の市場は、一方が他方よりはるかに成功したとはいえ、どちらもうまく「機能」していた。

² イニゴ・フレイザー・ジェンキンス、マシュー・バス「[戦略的資産配分におけるプライベート資産の役割: マクロ的視点からの考察](#)」ご参照(AB、2023年4月)

しかし、1900年に時価総額で次に大きかった5つの市場(ドイツ、フランス、ロシア、オーストリアーハンガリー、ベルギー³)について考えてみると、その後50年間のある時点で、すべてゼロになったか、ゼロに近づいた。そうしたことが1度だけでなく、何度か起きた市場もあった。また、同じ形で存続しなかった国もある。1900年にトップ10に入っていなかった日本とアルゼンチンはその後、重要な市場となったが、戦争やインフレの結果、その価値をすべて失ってしまった例である。長期的な投資家はそのことを考慮に入れ、より幅広く分散投資を進める必要がある。

ベンチマークを実体経済とリンクさせることが重要だとすれば(この点については後述する)、国内総生産(GDP)加重指数はそれに役立つだろうか? そうであれば、それは異なる地域をまとめて加重する適切な方法を定めるうえで役立つかもしれない。そして、それは異なるリターンの出方を生み出す可能性がある。なぜなら、株式市場が経済にどの程度浸透しているかは国によって異なるほか、成長資金を調達する方法に関する好みも地域によって異なる可能性があり、その違いはなかなかなくなるからだ。

GDPに対する時価総額の比率は市場のバリュエーションを測る指標(時にはバフェット指標と呼ばれる)となるため、この方法で加重すれば、インデックスの構成にバリューへの傾斜が生まれる。これは理論的には利点があるかもしれないが、実際には、ここ数年は米国市場の力強い動きが続いていることが主因となり、時価総額インデックスをアンダーパフォームしてきた(図表4)。このアンダーパフォームが米国市場でGDP加重指数が今後リカバリーするシグナルとなっているかどうかについては本稿では触れない(別のリサーチペーパーで言及している)が、このようなアンダーパフォーマンスが、こうしたアプローチの人气が低い理由となっている。

最後に、時価総額加重方式が有効なのは、上場株式だけであることを指摘しておきたい。債券やクレジットのインデックスでは望ましくない。なぜなら、時価総額加重方式では最も多額の負債を抱えた国や企業の比率が高くなるため、債券や株式以外の他の市場で用いることも難しい。

図表 4: 株式インデックスの代替的な加重スキームのパフォーマンス



過去の実績や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。

2010年1月を100として指数化

2024年1月30日現在

出所: FTSE ラッセル、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

³ アライアンス・バーンスタイン、2023年5月10日

複数資産にまたがるベンチマークは不可能

金融市場におけるベンチマークのもう1つの限界は、デフォルトとして用いられる複数資産にまたがるベンチマークを作り出すことが不可能なことだ。時価総額に基づくベンチマークは株式市場において特権的な地位を得られる可能性があるが、さまざまな資産クラスを網羅する同じようなベンチマークは存在しない。市場の効率性を心から信じている投資家は、すべてを積み重ねようとするかもしれない。そうした世界観に基づけば、あらゆる資産を市場のウェイトに応じて組み入れた1つのインデックスが存在することになる。だが、実際にはそうしたことはあり得ない。基本的に、投資家の観点から見れば、それはかなり非効率的なリスクの配分方法になる可能性が高く、いかなる意味でもベンチマークとしては役立ちそうにない。そのため、ABは時価総額で決まる株式や債券のような「自然な」複数資産にまたがるベンチマークを作り出すのは不可能だと考えている。従って、資産配分に関しては、パッシブ投資など存在しないことになる。

それをポートフォリオの資産配分に当てはめると、「オーバーウェイト」と「ニュートラル」の意味について疑問が生じる。マクロ環境に本当に大きな変化が起きているとすれば、何をもって「オーバーウェイト」や「ニュートラル」とするのか明確に示すことは難しい。この問題は、資産配分に関する顧客との最も重要な議論の対象となっている問題に関わってくる。それは、デレレーションへのエクスポージャーをどうすべきかという問題だ。そこには、目先の金利動向についてどう仮定するかといった戦術的な要素もあるが、それは本稿の焦点ではない。

この疑問に答える上での戦略的要素は、デレレーションがもたらす長期的なプラスのリターンと、ここ数十年のリスク資産と比較した分散能力だと認識している。しかし、デレレーションが生み出す「正常な」リターンを示すことはかなり難しい。1980-2020年のリターンは年率4%（キャッシュに対する米国10年国債の超過リターン）だったが、これには当初の環境が非常に特殊だったことが反映されている。長期的な平均は、おそらく年率1%近い水準だと思われる。同様に、分散能力がここ数十年よりも低下しているとみられることは、別途説明したとおりだ。ここでの議論のポイントは、利回りの上昇を考えれば、デレレーションへのエクスポージャーはここ数年よりも魅力が高まる一方で、その戦略的役割は過去数十年よりも低下しているとみられることだ。これらを踏まえると、デレレーションをアンダーウェイトとすべきなのだろうか？そして、「アンダーウェイト」とは何を意味するのだろうか？

パブリック資産とプライベート資産が混在すると、資産配分の問題はさらに複雑になる。その結果、私たちはヒューリスティックな手法を取ってしまう傾向があるようだ。つまり、資産配分の出発点を依然として「60:40」（株式60%、債券40%の資産構成）とするか、それができなければピア比較を取り入れることが多い。だが、どちらのアプローチもあまり安心できるものではない。特に、現実に変化が生じた場合に、ピア・グループが正しいと誰が言えるのだろうか？こうしたアプローチは、大方の投資家とは大きく異なる行動を取ることに伴う（重大でヘッジ不可能な）キャリア・リスク（パフォーマンスがピア比でマイナスとなり、レピュテーションの悪化や失職につながるリスク）はカバーできるかもしれないが、それだけだ。

では、なぜ60:40なのだろうか？ABはこれまでも、複数資産を対象とする投資家にとってベンチマークに最も近いものに理論的な裏付けがある場合はなく、その起源すらないように見えることに注目してきた。もちろん、理論的裏付けは必要条件ではない。結局のところ、これは物理学ではなく、金融にすぎない。「投資の科学」は存在せず、経験則が長期にわたり重要な役割を果たしてきた。

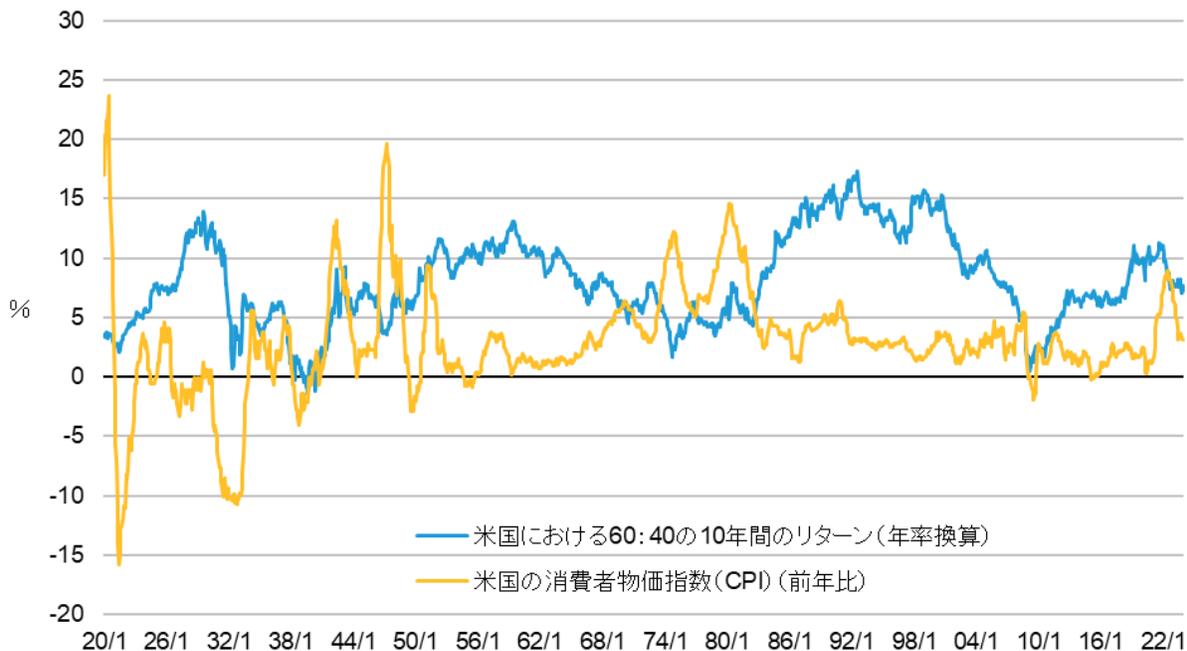
これほど広く受け入れられているベンチマークでありながら、60:40ポートフォリオの実際の起源や、それが広く用いられるようになった時期に関する詳細な情報は驚くほど少ない。アイビー・ビジネス・スクールのスティーブ・フォスター教授は最近、このテーマについて綿密な調査を行った。⁴この調査には、金融史学者やジャーナリストへのインタビューも含まれているが、60:40がデフォルトのベンチマークとして取り入れられるようになった時期については、全員が異なる見方を示した。フォスター氏の調査の結果、バランス型ベンチマークについて最も早く言及されたのは1950年代初めで、当時はバランス型ファンドの資産配分は株式と債券が50:50だったことが明らかになった。さらに、ウェリントン・マネジメントのような大手資産運用会社のバランス型ファンドは、1960年代まで50:50から逸脱することはなく、それ以降は60:40に変更されたことも判明した。

60:40はここ数十年にわたり大きな成功を収めてきた。図表5は、米国における60:40のリターンをインフレ率と比較している。1980年以降の60:40の実質ベースのリターン（青い線と黄色の線の差）は、データを手でできる歴史の中で最も高くなっている。だが、最近はその記録が途切れ、2022年は過去1世紀の中で最悪の年の1つとなった。⁵

⁴ <https://www.benefitscanada.com/wp-content/uploads/sites/7/2023/11/Steve-60-40-portfolio-IIC-2023-11-12.pdf>（英語、外部サイト）ご参照。

⁵ 図表は10年間のローリング・リターンを示しているため、2022年の損失の規模は覆い隠されています。

図表 5: 過去数十年は 60:40 が好調なパフォーマンスを示しているが、いつもではない



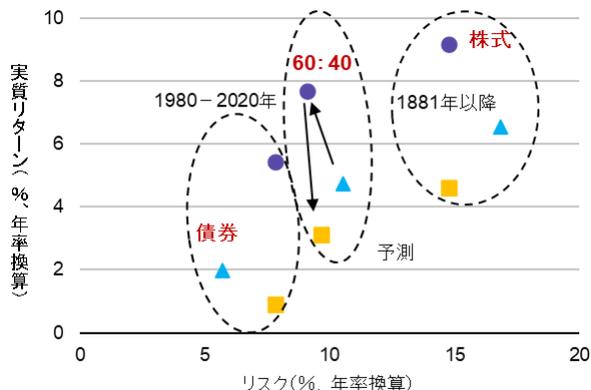
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2023年12月30日現在

出所: グローバル・フィナンシャル・データ、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

今後について考えれば、株式、債券、及び両者の相関に関するABの予測では、60:40のポートフォリオのリスクと対比したリターンが1980年以降の水準をはるかに下回るだけでなく、1880年以降よりも著しく悪化することを示唆していることが60:40の問題となる(次ページの図表6及び7)。

図表 6: 60:40 は効果はるかに少なくなり、必要なリターンのベンチマークとしての有用性は低下する



▲ 1881年1月-2023年12月 ■ 10年後の予測 ● 1982年1月-2019年12月

図表 7: 異なる時期における 60:40 ポートフォリオのリスクと対比した実質リターンの比率

実質リターン/リスク	株式	債券	60:40
1881年1月-2023年12月	0.39	0.35	0.45
1982年1月-2019年12月	0.62	0.70	0.84
10年先の予測	0.31	0.12	0.32

過去の実績や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。予想は今後変更される可能性があります。

2023年12月30日現在

出所: グローバル・フィナンシャル・データ、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

過去の実績や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。予想は今後変更される可能性があります。

2023年12月30日現在

出所: グローバル・フィナンシャル・データ、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

今日の 60:40 の役割を擁護する最大の要因は、以下のようなことだ。60:40 はほとんどゼロの手数料で購入できる流動性の高い 2 つの資産クラスを単純に混ぜ合わせたもので、長い間使用されてきたことによって、ある程度信頼できる比率で構成されている。それはキャリア・リスクに対する安全で既定の選択肢となるベンチマークである。

それは必ずしも絶対的な信頼感を置けるものではないが、それでいいのかもしれない。しかし、そうだとすれば、60:40 はベンチマークと言えるのだろうか？この議論の焦点は、十分に実績を積んできた 60:40 を否定することではない。むしろ、60:40 のベンチマークとしての役割に疑問を投げかけることだ。インフレ率と比較したリターンが低くなりそうだとすれば、ポートフォリオのウェイトを決めるベンチマークとしての役割を正当化するのは難しいように見える。またプライベート資産が除外されていることはそれ以上に受け入れがたい。今起きている環境変化のもう 1 つの側面は、経済成長のための資金源が、株式、クレジットともにパブリック市場からプライベート市場にシフトしていることだ。

リターン源泉のアロケーター

複数資産にまたがる自然なベンチマークが存在しないとすれば、ポートフォリオ・マネジャーの仕事とは何かということ、非常に基本的なレベルで考えてみることも選択肢となる。AB はその 1 つとして、「資産配分ではなくリターン源泉のアロケーター」という考え方を提案したい。その意味するところは、対象となるリターン源泉が単一の証券なのか、資産クラスであるか、それともアクティブな投資戦略であるかを検証し、利用可能なリターン源泉を、相互に分散する能力を考慮しながら一定の要件を満たすようにまとめることが、ポートフォリオ運用の真の仕事ということだ。

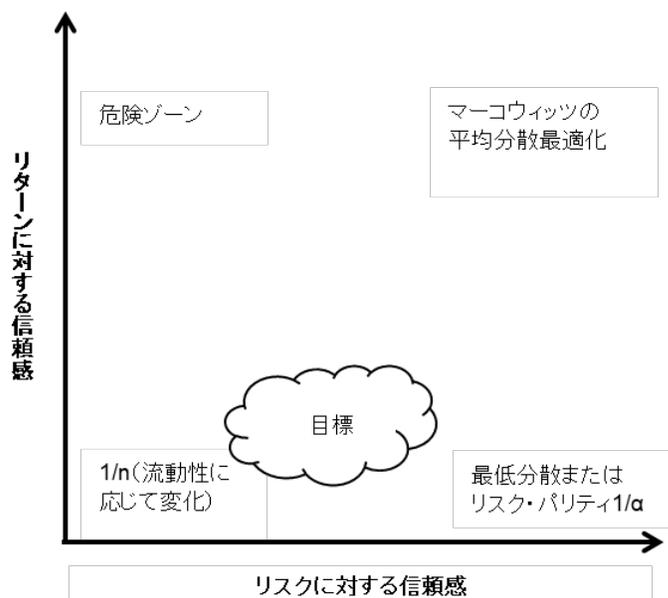
こうした観点から出発すると、正解は 60:40 ポートフォリオや、時価総額加重型のポートフォリオとは全く異なるところに行き着く。いくつかのリターン源泉を持っていれば、それらを組み合わせる一見シンプルな方法が浮かび上がり、それがデフォルトのアプローチとなり得るかもしれない。例えば、リターン源泉を単純に均等加重 (1/n) する方法や、1/リスク加重、均等リスク配分加重などが考えられる。他の組み合わせも可能だ。

このように利用可能なリターン源泉を組み合わせるものが、戦略またはベンチマークの役割を果たすのかどうかに関する議論が生じるのはもっともだが、ここではその議論は脇に置いておきたい。最も基本的なレベルでは、リターン源泉をどのように組み合わせるかという選択は、将来のリターン分布に関する知識レベルに対する信頼感に左右される。リターンとリスクを高い精度で予測できるのであれば、事は簡単だ。マーコウィッツは、このようなリターンを組み合わせる方法を提示している。⁶ それらを単純に

⁶ Harry Markowitz, "Portfolio Selection" *The Journal of Finance*, vol. 7, no. 1 (1952): 77-91.

最適化に「インプットすれば」、シャープ・レシオが最大となる組み合わせが答えとなる。しかし、数十年にわたる心理学の文献は、人間は将来を予測する能力を過信していることを物語っている。もっと謙虚なアプローチは、将来のリターンは分からないと考えることだ。その場合、単純で合理的な方法は、すべてのリターン源泉を均等に加重し、1/n ポートフォリオを使用することだ(図表 8)。このアプローチは単純であることが利点だが、実際には、投資家が知っていることをあまりに軽んじている。リターンの分散と共分散には過去データからは大きく乖離せず、それは本来的な性質であることが判明している(例えば、株式モメンタムのロング・ショート戦略は、デュレーションのロング・ポジションよりもボラティリティが高くなる)。そのことは、それぞれのリターン源泉が均等なリスク・ウェイトを持つリスク・パリティ型のアプローチの有効性を示唆している。ただ実際には、将来の分散に関する完全な知識を持っていないため、均等加重とリスク加重の中間がより望ましい着地点となるかもしれない。この方法は、株式ポートフォリオ、ファクターの組み合わせ、資産クラスに対するより一般化されたアプローチにとって有効に機能すると AB は考えている。

図表 8: 信頼感に応じてどのようにウェイトを決めるか



この図表は例示のみを目的としています。

出所: AB

このアプローチは理論的には正しいが、実務に適用する際には大きな留意点がある。その 1 つは、世界の株式が力強いリターンを上げてきたことをふまれば、このアプローチは何十年にもわたり、ひどい結果をもたらしてきたということだ。もう 1 つは、株式リスクの組み合わせにはレバレッジが必要で、おそらく、かなり大きなレバレッジが必要になることだ。そのことだけで、この組み合わせはベンチマークとして除外され、「アクティブ戦略」とみなされる可能性がある。さらにもう 1 つの問題は、このアプローチではインプットできる流動性が同じくらいあると想定しているが、決してそうではないということだ。そのため、実施においては流動性の制約を考慮しなければならない。最後の問題は、レバレッジ・リスクや流動性リスクとは別に、キャリア・リスクを取るようになるため、大半の投資家とは大きく異なるポートフォリオになってしまうことだ。

こうした制約があるため、実際には有効なベンチマークとはなりにくいことが多い。しかし、一部の投資家のポートフォリオにとっては依然として魅力的なアプローチとなっている。例えば、インプットのボラティリティ・レベルは異なるが、同じような要素(資産クラス、ファクター、個別銘柄等)であれば、このアプローチを活用することができる。例えば、個々のファクターを組み合わせる総合的なファクターを作り上げる場合などである。

ベンチマークとしての要求リターン

ベンチマークを解釈する 1 つの方法は、実際に必要なリターンと等しくなるように設定することだ。こうした解釈は、「インデックス」の語源である「道を示す」という意味に立ち戻ることになる。AB の考えでは、今後数十年の投資における中心的な課題は、許容可能なリスクの枠内で、貯蓄ニーズを満たすうえで十分なリターンを生み出すことだ。60:40 のようなこれまでの経験値に基づくベンチマークはリターンが低下すると予想される一方、自然な複数資産にまたがるベンチマークが存在しない中では、要求リターンが今日の環境におけるベンチマークの明確なベースになると AB は考えている。

大半の投資活動は、現実の世界で必要となる資金(退職後の生活資金、医療費など)を賄うことが目的となる。そのため、大半の投資家にとって、最終的なベンチマークはインフレ率に連動すべきだと思われる。具体的に何をインフレ率の指標とするかについては議論が必要だが、重要な点はインフレ率は多くの状況において、金融市場のインデックスよりも優れたベンチマークになり得るということだ。

名目ベースのベンチマークを持っている投資家もいる。それは場合によって、最近の債券利回りの上昇がリスクを減らすための過去にないくらいの機会をもたらしていることを示唆している。しかし、名目ベンチマークを使用している一部の投資家は、実際には実質ベースを重視しているのではないと思われる。例えば、米国の公的年金プランは、例えば7%といった目標リターンを名目ベースで設定している。なぜ名目ベースで目標リターンを設定するのだろうか？ それはインフレ率が低下している場面では妥当に見えたかもしれないが、これらが引き続き加入可能なオープンな制度で、加入者がそのリターンで生活することを考えれば、最終的なベンチマークは実質ベースであると結論づけることができる。

現実に必要なリターンに沿ってベンチマークを設定する具体例としては、ターゲット・デート・ファンドが挙げられる。そこでは、退職後の要求リターンをベンチマークの目安として用いることができる。英国の年金基金協会(PLSA)は、退職後に必要とされる所得を6段階で算出⁷している。国民所得の中央値で表すと、大半の人々にとって基本的な退職生活を送るために必要な最低水準は、国民所得の中央値の3分の1とされている。「中程度」の退職生活を送るには国民所得の中央値の3分の2が必要で、「ゆとりある」退職生活には国民所得の中央値の107%が必要となる。これは英国のデータだが、先進国に幅広く当てはまると考えている。それぞれの先進国で異なるのは、富の分布の下限において、社会的セーフティネットを通じて国家からそれ以外にどれだけの支援が得られるかということだ。

ABは、確定拠出型年金(DC)から得る要求リターンを決定するための単純なモデルを構築してみた。ある個人が20歳から退職のための貯蓄を開始し(実際にはそういう人は少ないことは承知している)、消費者物価指数プラス年率1%のペースで給与が引き上げられると仮定する。また、毎年給与の8%を貯蓄し、それを投資に戻すと想定した。そのまま雇用が維持され、65歳で退職したとする(これも非現実的な想定かもしれない)。その場合、「中程度」の退職生活を実現するためには、現役時代に最後まで、手数料を差し引いた実質ベースで年率4%の投資リターンを得る必要がある。「ゆとりある」退職生活を送るために必要なリターンは実質ベースで年率6%だ。これらの要求リターンからグライドパス(年齢別資産配分)が形成され、必要な貯蓄総額は次ページの図表9に示す通りとなった。

留意すべき点は、1990年以降は米国の株式と債券を60:40で配分した場合、実質ベースで年率6%のリターンが得られたが、今後10年間のリターンは年率3.8%に低下すると予想されることだ。

こうした要求リターンに対して、業界はどのように対応してきたのだろうか？ この疑問に答えるため、eVestmentのデータベースで入手可能な2040年を目標年としたターゲット・デート・ファンドの全サンプルを調べてみた。1995年以降、これらのファンドの手数料控除後の実質的な幾何リターンは平均で年率4.25%だった(次ページの図表10)。これは受け入れられる水準だが、やや期待外れでもある。1995年以降、米国では最近までインフレ率が低下し、株式、債券ともに好調なリターンを上げてきた。しかし、この望ましい環境が続いた時期が過ぎても、将来の実質リターンの低下に備えた余分なリターンは蓄積されていないのだ。現在の水準からすると、ターゲット・デート・ファンドのユニバースは、中程度の退職生活を送るためには実質で年率4%、ゆとりある生活を送るためには実質で年率7%のリターンを得る必要がある。ただ、7%という実質リターンの目標は、いかなる規模においても達成できる可能性は極めて低いとABは考えている。以下の図表では、これらのファンドが現在から満期まで年率5%の実質リターンを実現した場合の成果を示している。

⁷ <https://www.retirementlivingstandards.org.uk/> (英語、外部サイト)

図表 9: 2040 年を目標とするターゲット・デット・ファンドの想定グライドパス

2040 年を目標とするターゲット・デット・ファンド		
毎年、給与の 8%を拠出すると想定。給与の伸び率は CPI+1%		
全期間に実質的な要求リターン (年率換算)		
「中程度の」退職生活	4%	
「ゆとりある」退職生活	6%	
2040 年を目標とするターゲット・デット・ファンドの 実質リターン(現在まで)	4.25%	
現在から退職までに実質的な要求リターン (年率換算)		
	国家の年金なし	国家の年金あり
「中程度の」退職生活	4.00%	0%
「ゆとりある」退職生活	7.50%	5%
ゆとりある退職生活を送るためにグライドパスの残り の期間に必要なだと示唆されている平均株式ウェイト	150%	100%
所得の中央値に対する割合		
「最低限」	37%	
「中程度」	67%	
「ゆとりある」	107%	

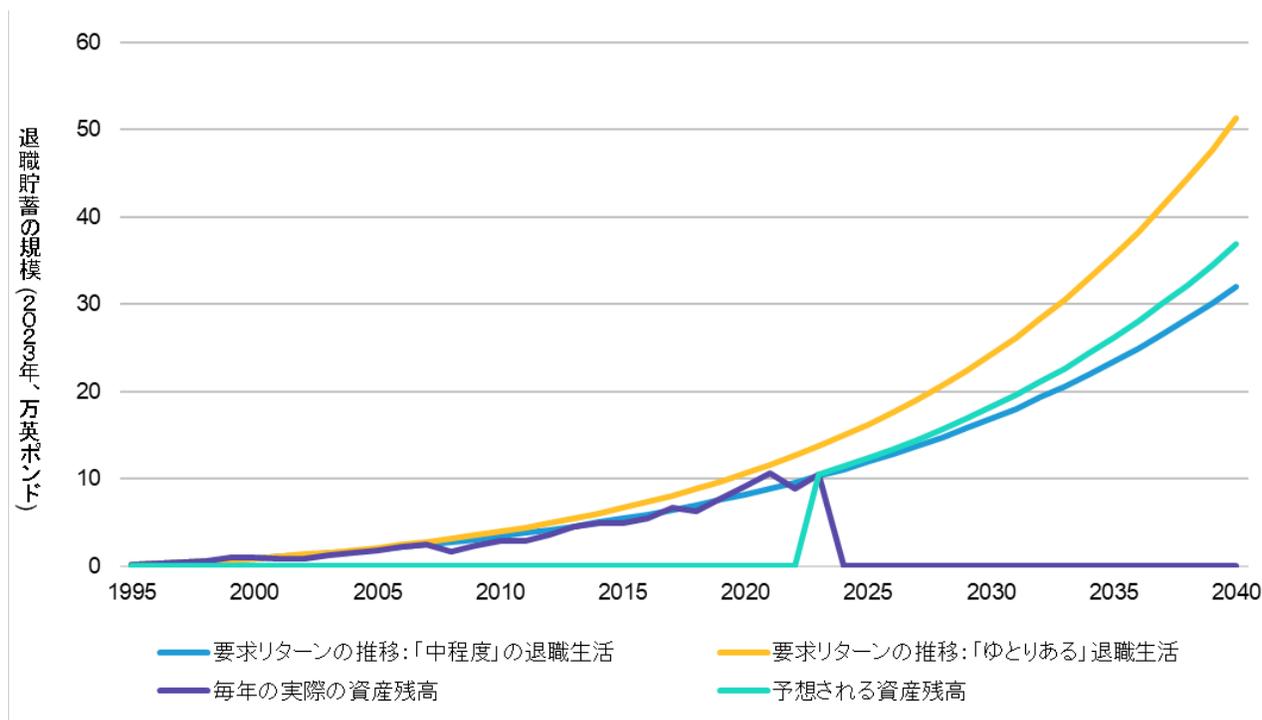
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。予想は今後変更される可能性があります。

シミュレートされた、または仮定のパフォーマンスには一定の限界があります。一般的に、シミュレートされた、または仮定の取引プログラムは、後に設計されたという事実にも左右されます。いかなる口座も、表示されているものと同様のリターンまたはボラティリティ・プロファイルを達成、または達成する可能性があることを表明するものではありません。

2024 年 2 月 7 日現在

出所: eVestment、PLSA、AB

図表 10: 2040 年为目标とするターゲット・デット・ファンドの要求リターンと実際のリターン(シミュレーション)



過去の実績や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。予想は今後変更される可能性があります。

実質リターンは 5%と想定

2024 年 1 月 18 日現在

出所: eVestment、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

上述したように、公的年金や社会保障によるセーフティネットの有無は、最も下位の人々に大きな影響を与える可能性がある。英国を例にとると、実質ベースの公的年金が現在から 2040 年まで変わらないとすれば、「中程度」の退職生活を送るためには、現在の貯蓄額をインフレ率と同じペースで増やすだけでいいことになる。しかし、「ゆとりある」退職生活を送るためには、年率 5%の実質リターンが必要となる。それは、国家が支払能力を維持し、とりわけ、社会的支援の実質的な価値が維持されることが前提となる。だが、経済協力開発機構 (OECD) 加盟国全体で GDP に対する公的債務の比率が第 2 次世界大戦後のレンジ上限にあることを踏まえると、それは難しいかもしれない。米議会予算局の予測によると、現在のトレンドに基づけば、米国では 2050 年までに社会保障が政府にとって最大の支出項目となり、2050 年には GDP の 6%を超えることになる。

多変量のベンチマーク

ベンチマークの他の側面は、ポートフォリオ全体ではなくポートフォリオの特定部分に関わるもので、アクティブ・マネジャーがその責任を持つことになる。これまで一般的に用いられてきたアプローチは、低コストで利用できる幅広い市場をカバーするインデックスを用いることであり、アクティブ・マネジャーが付加価値をつけるために、手数料控除後でインデックスを上回るリターンを上げなくてはならない。だが、今はもはやそんなに単純ではなくなっている。現在は、シンプルで透明なファクター戦略をかなり安い手数料で購入することもできる。もし、シンプルなファクター戦略の手数料が幅広い市場のインデックスと同じだとすれば、どちらもベンチマークとすることができると考えている。

そのことは、ベンチマークが単変量ではなく、多変量になったことを意味する。それは手間のかかる複雑な話に聞こえるかもしれないが、単に投資家がアクティブ運用の対価を支払うのは、彼らに価値がもたらされる場合に限られるということだ。それとは別に、特異アルファ (イデオシンクラティック・アルファ) と呼ばれるファクターの線形結合では説明できないリターンは、超過リターンとして定義される単純なアルファよりも、かなり持続性が高いことも示されている。

ファンドの特異アルファを決定するためには、ファクターの(キャッシュ対比の)相対リターンに対するファンドの(キャッシュ対比の)相対リターンについて回帰分析する必要がある。

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{V,i}Value_t + \beta_{Q,i}Quality_t + \beta_{M,i}Momentum + \beta_{R,i}Risk + \varepsilon_{i,t}$$

r はファンド i の相対リターン、 α_i は特異アルファを指し、 β はファクターの相対リターンに対するファンドの相対リターンの感応度を表している。上記の回帰分析から得られる調整後の R2 乗(決定係数)は、ファンドの相対リターンのどの程度がファクターの相対リターンで説明できるかを示している。

このケースでは、ファクターのユニバースは、「スマート・ベータ」ファクターの上場投資信託を購入することで、容易かつ低コストで大規模にアクセスできるものに基づいて選択された。上式は、戦術的にファクターへの配分を動かすマネジャーの能力を測定できるように調整することもできる。

何がリスクなのか？

DC の投資に必要な道筋を考えることは、今後の検討すべき選択肢を提供してくれる。DC プランにとって、実質リターンが低くなる可能性が高ければ、取り得る選択肢は実は飽きあきするほど見慣れたものとなる。

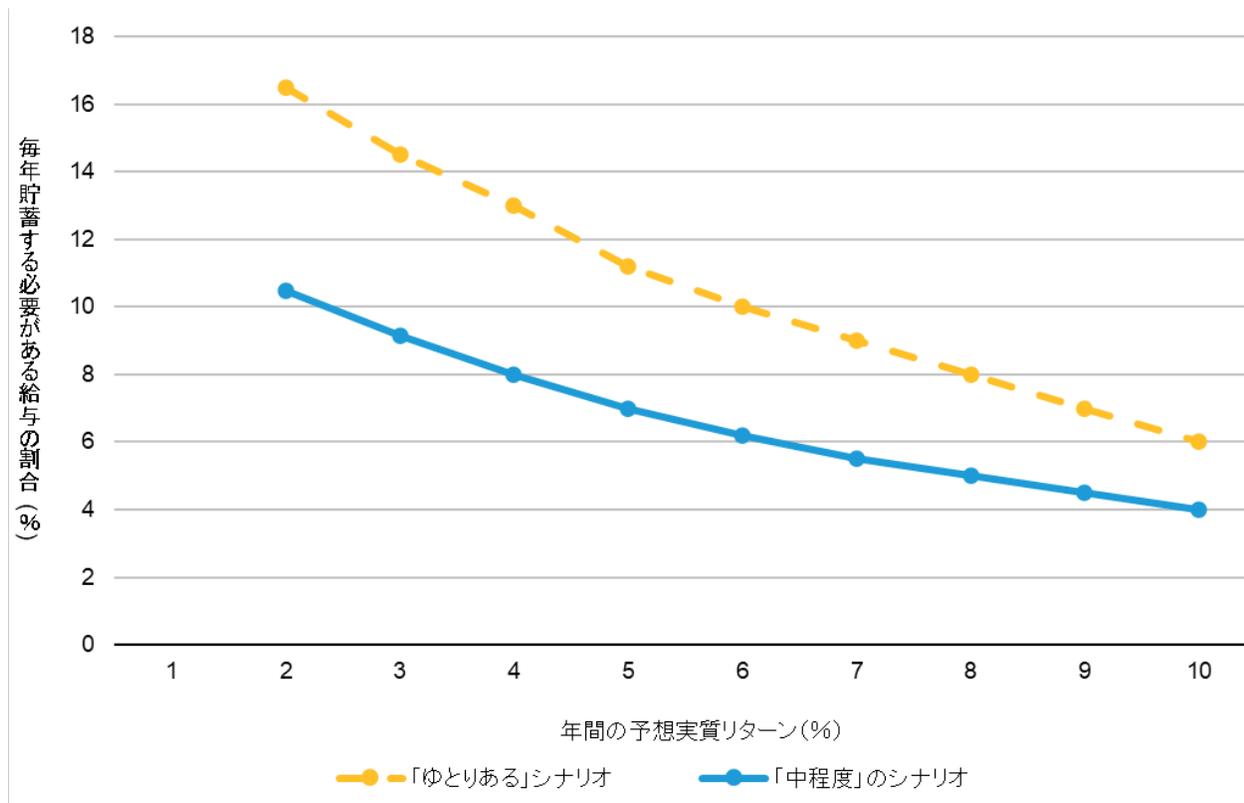
- 貯蓄を増やす：年を取るにつれて、各年齢層の年齢調整後の資産が減少するため、貯蓄を増やすのは難しくなる。
- 退職時期を遅らせる：いずれにせよそうなる見込みで、平均寿命が延びた結果とも言える。だが、これは明らかに政治的リスクを伴う。
- 退職後の生活水準の低下を受け入れる：これはなかなか受け入れられそうにない。なぜなら、有権者に占める高齢者の割合はますます高まっており、かつ彼らは実際に投票する可能性が高いからだ。
- リスクを若い世代に押し付ける：しかし、ほとんどの先進国や中国の人口動態を見ると、これは容易なことではない。これを回避する方法は多くの移民を受け入れることだが、政治的には実施は難しい。また、公的債務の対 GDP 比率が第 2 次世界大戦後のレンジ上限にあることを踏まえれば、利用可能な財源も限られている。

こうした選択肢がかなり難しいことを考えると、政治的に最も容易な方法は、退職後の生活資金を賄うための投資における(ボラティリティという意味での)リスクテイクを認めることだろう。このアプローチには、リスク資産への投資と、退職後もリスク資産への投資を続けるという選択肢の両方を含めることができる。

次ページの図表 11 は、AB がターゲット・デット・ファンドに関するリサーチで用いた基本モデルと同じ生涯貯蓄モデルを使用しているが、毎年必要な貯蓄率について修正を施している。他の前提条件がすべて同じだとすれば、達成可能な実質リターンの変化に応じて、毎年、給与のうちどの程度の割合を貯蓄する必要があるかを示している。

この数字は恐ろしい。達成可能な実質リターンを過去 30 年間の 60:40 戦略の平均である年 6% で維持するとすれば、退職後に「中程度」の生活を送るために必要な毎月の貯蓄割合は 6.2%、「ゆとりある」生活を送るためには 10% もの貯蓄が必要になる。しかし、もしリターンが 60:40 の予測である年 4% を下回る水準に低下した場合、「中程度」の生活を送るために毎月貯蓄しなければならない給与の割合を 8% 以上、「ゆとりある」老後のためには 13% 以上に引き上げなければならないことになる。

図表 11: リターン低下がもたらすコスト-予想される実質リターンを達成するために必要な貯蓄率(シミュレーション)



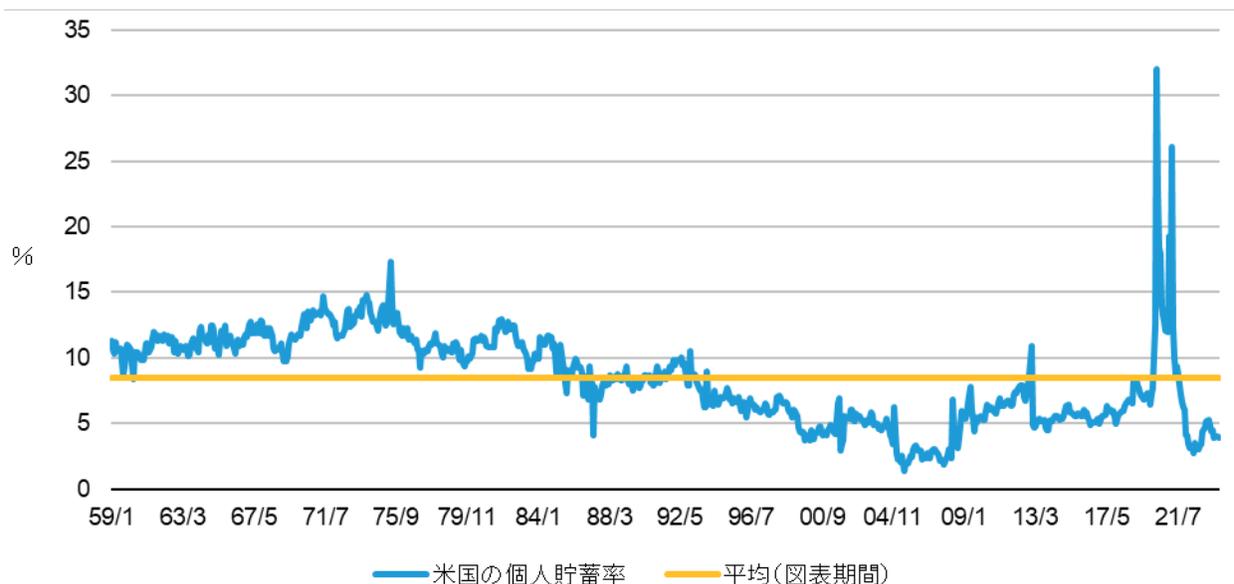
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。予想は今後変更される可能性があります。

2024年1月30日現在

出所: eVestment、PLSA、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

一方、米国の貯蓄率は現在、4%を下回っている(次ページの図表 12)。新型コロナウイルスのパンデミック期間における消費支出の停滞や財政刺激策に伴う貯蓄率の大きな変動を除外すれば、貯蓄率は1990年代初めから低水準で推移している。パンデミック以前の高リターン、低インフレの時代には可能だったかもしれないが、現在の環境下で「ゆとりある」退職生活を送るためのシナリオを達成することは、この貯蓄水準を考えれば極めて非現実的のように見える。

図表 12: 米国の個人貯蓄率



過去の実績や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。

2023年12月15日現在

出所: トムソン・ロイター・データストリーム、AB

「中程度」の退職後の生活シナリオですら、達成するには実質ベースで10%を越すリターンが必要になる。それは米国における過去のリターン・レンジの上限だ。2040年を目標とするターゲット・デット・ファンドのこれまでの実質リターンが4%前後だったことを踏まえれば、「中程度」のシナリオを達成するには貯蓄率を過去の平均値である8%以上に戻す必要がある。「ゆとりある」退職後の生活を実現するためには、貯蓄率を13%以上に著しく引き上げなくてはならない。

だが、貯蓄者にとって、こうしたリターンを得るのは難しいという現実的なリスクがある。そうしたリスクを軽減するため、ポートフォリオのリスクが上昇するとみられるいくつかの明確な理由を挙げてみよう。

- 気候変動、人工知能、地政学的な動きをふまえれば、ファンダメンタルなボラティリティは上昇するとみられる。
- 資産クラス間の相関、特に株式と債券の相関は、ここ数十年よりも上昇している。
- 必要な水準の実質リターンを得るためには、もっとリスクが高い資産にシフトする必要がある。

結論

ここまで述べてきたことのすべてはポートフォリオにとってどんな意味を持つのだろうか。主な結論は、多くのベンチマークが開発されたことで、目標達成の精度が高まったように見えるかもしれないが、リターンの低下とインフレ率の上昇という新たなパラダイムによって、金融市場のインデックスに基づくベンチマークの多くは不完全となるリスクがあるということだ。大半の貯蓄活動の最終的な目的が、老後の生活資金や医療費といった実体経済における「負債」を賄うことだとすれば、そのことは、インフレ率に基づくベンチマークの方がより適切であることを示唆している。これまでは単に過去40年にわたる金融市場における好調なリターンとインフレの沈静化によって、この目標が見えにくくなっていったのかもしれない。

それだけではない。もしインフレ率が唯一のベンチマークだとすれば、パフォーマンスの多くの側面が隠れてしまうことになる。特定の資産クラスを専門とするそれぞれのポートフォリオ・マネジャーにとっては、インフレ率をベンチマークとすることはおそらく困

難だと思われる。そのため、その代わりとなりうる「パッシブな」ファクターを組み入れた多面的なベンチマークが必要だと AB は考えている。

明らかなのは、インフレ率に連動する要求リターンをベンチマークとして使用するの、あくまで長期的なリターンの場合で、前期比のリターンに当てはめるのは適切ではないことだ。その理由は、何がインフレの「ヘッジ」になるかという問題に行き着く。それは、予想されるインフレ率の水準と、その時間軸によって左右される。時間軸の短い投資家は、インフレをヘッジする資産にインフレとの高い相関性を求める。それとは対照的に、時間軸の長い投資家にとっては、長期にわたる高インフレ期間にプラスの実質リターンを生み出す確率が高い資産が必要になる。そうした資産としては、グローバル株式、不動産、バリュー・ファクターなどが考えられるが、いずれも短期的にはインフレに対して負の相関性を持っている可能性がある。そのため、短期的には、リターンをインフレ率と直接比較するよりも、実質ベースで長期にわたりリターンを獲得できるかどうかを考える必要があるかもしれない。これは、投資家にとって金融市場のベンチマークが持つ見せかけだけの正確性に縛られたり、特定のインデックスにとらわれたりすることを避け、必要なリターン水準を含み、さまざまな異なるリスクを認識する何らかのスコアカードのようなものを取り入れることが適切な管理方法の一例といえるかもしれない。

具体的な形がどうであれ、ほとんどのベンチマークは銘柄選択の具体的な基準や資産配分に関する大きな問題などについて運用の責任を外部に委託する場合には、エージェント問題に対処する必要がある。この場合、ベンチマークからのかい離は「他との相違をもたらすコスト」を測定するものとなる。もちろん、それはアクティブなリスクの全般的な概念や、パフォーマンスのランキングが示す業界全体の姿を明確に描き出す。それはそれで必要なことだが、投資環境が変化し、現実の世界における要件を満たすことのできる可能性が変化した場合には、かい離を測定する基準として同業グループを効果的に活用することだけでは十分ではないかもしれない。

ベンチマークは通常、特定の戦略を測定するための指標とみなされている。しかし、一歩引いて全体について考えることも重要である。その場合、投資業界には2つの目標がある。1つは、投資家や加入者にとって十分なリターンを創出することで、もう1つは、経済に成長のための資金を供給するという、総体レベルで現れる目標だ。それを実現するのは、決して個々のポートフォリオ・マネジャーの仕事ではないが、すべてのポートフォリオ・マネジャーやアセット・アロケーターによる行動は、最終的にその実現につながる。60:40のベンチマークの役割をこの観点から考えてみよう。成長を目指す活動に向けた資金調達の大半が上場株式、公募社債(少なくとも米国では、欧州における銀行融資のような役割を果たしている)、及び政府セクターを通じて行われている状況では、この選択は理にかなっていたかもしれない。しかし、この構造は変化しつつあり、もはや将来のひな型とはならない。

資本市場と実体経済の関係は変わりつつある。もっと具体的に言えば、資本調達の方法に変化が生じている。ベンチマーク制作者は、それを気にする必要があるとは考えないかもしれないが、個々の投資戦略から離れ、資産運用業界全体を考えれば、資本の性質の変化をベンチマークの概念に反映させる必要があることは明白だ。先進国市場全体で、上場株式のストックは縮小している。それはここ10年続いており、自社株買いが禁止されたり、スタートアップ企業の資本要件が引き上げられたり、上場ルールが変更されたりしない限り—これらはどれも実現するとは考えにくい—今後もこの傾向は続きそうだ。

今日ではプライベート市場で調達される資本の比率が高まっているが、特に規制上の要件を満たすため銀行が信用の提供を渋っているクレジット市場ではその傾向が顕著に見られ、プライベート市場で調達される資本の比率が急上昇している。もう1つの成長資金の供給源は政府部門で、その一部は債券発行を通じて供給されている。しかし、公的債務の対GDP比率が第二次世界大戦後の最高水準にあるほか、純発行額が増加する見通しで、均衡インフレ率が上昇する可能性が高いことを踏まえれば、政府債の発行が過去40年間のよう望ましいものであるかどうかは決して分からない。「金融抑圧」を通じて国債の保有を強制せざるを得なくなるという見方も高まっている。そうなれば、国債がベンチマークに貢献する魅力的な役割を果たしにくくなる。

ABはこうした資本の源泉と性質の変化について、(少なくとも本稿では)価値判断を下すつもりはない。しかし、業界全体を評価する場合、この変化は、上場株式、クレジット、債券に基づく60:40構造が、実体経済の方向性や、金融市場が今のように実体経済をサポートしているかという点で乖離が生じていることを示唆している。その問題に対処するため、ベンチマークである60:40をプライベート資産で補強することも考えられる。しかし、それは単にヒューリスティックにヒューリスティックを重ねるだけにすぎないかもしれない。そうした資産の新たな「デフォルト」となるウェイトは、どのように決めるのだろうか？ また、プライベート市場を組み入れることは、パフォーマンスや流動性を測定する上で大きな問題を引き起こす。結果として、実体経済を直接反映するベンチマーク(例えばインフレ率)がより魅力的であるように見えるかもしれない。

実際、金融や投資は内生的なものだ。人々は現実世界における特定のニーズを満たすために投資する。年金システムの仕組みは(少なくとも資金が拠出されている国では)老後の生活を保障することが目的だ。それがどの程度可能かは多くの要因に左右されるが、それには達成可能な実質成長率やインフレ率も含まれる。一方、これらの投資ポートフォリオは、経済全体の実質的な成長を支える基盤の多くを形成している。ベンチマークの性質は、こうした関係を反映したものでなくてはならない。

本稿では、リスクとは何を意味するかを考える上で、ベンチマークの定義が重要な要因となることを示唆した。AB が考える新たな投資環境では、リターンの標準偏差、インデックスからの乖離などに関する金融市場のベンチマークのリスクの主な定義と、購買力の喪失といったリスクとの間に、緊張をもたらす可能性がある。あらゆるリスクの中で最もヘッジ不可能なもの、つまりキャリア・リスクをもたらす最大の要因となるとみられるのは、おそらく実体経済のベンチマークからの乖離である。

特定のベンチマークを用いる際、どのような目的でそれを使うのかを明確にする必要がある。アクティブ・マネジャーに責任を持たせるためなのか、資産配分に関する決定の有効性を評価するためなのか、それとも投資家が達成しなくてはならない目標や要件を定めることが目的なのだろうか？AB は、これらすべてが変化しつつあると考えている。

「最後のインデックスを作った男」⁸と題する AB が創作した架空の研究レポートでは、市場のあらゆる分野や、投資家が気に入るかもしれない目新しい方法でかつてなく精巧に作られた、役立たない金融市場のインデックスが爆発的に増加している姿を描いている。ベンチマークが氾濫するこの業界は、ベンチマークの存在意義を見失ってしまったように見える。今起こっている投資環境の変化は、新しい何かが必要だという認識を生むきっかけとなるかもしれない。

⁸ イニゴ・フレーザー・ジェンキンス 「The Man Who Created the Last Index、[Are We Human or Are We Dancer?](#)」(英語)ご参照 (AB、2021年7月6日)

当資料は、2024年3月現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン(AB)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・バーンスタイン及び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。

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。
- 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。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、元金及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。上記の個別の銘柄・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