



ALLIANCEBERNSTEIN®

ポスト・グローバルの 世界に関する仮説

脱グローバル化、人口動態、気候変動、人工知能（AI）がもたらすマクロ面のメガフォースは、1980～2020年までの40年間とは大きく異なる投資環境を生み出そうとしている。本稿では、それがリターンや資産アロケーションにどのような影響を与えるか、そしてリスクの意味について考察したい。

2024年5月

イニゴ・フレイザー・ジェンキンス

アラ・ハームズワース

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

エグゼクティブ・サマリー

概要

本稿では、マクロ環境に関してアセット・オーナーが直面している主な問題を取り上げ、資本市場、戦略的資産配分、資産運用業界の将来に関する見通しを紹介したい。さらに、今後10年間が1980～2020年までの40年間と比べ、どのような点で大きく異なる見込みであるかについて探りたい。

序章

構造的な力は、投資をどのように変えていくのだろうか。パート1では、新たな投資環境が生まれていると考える理由について説明したい。パート2では、プライベート資産とアクティブ戦略の役割を評価し、今後10年間にそれらがいかに重要になっていくとみられるかについて考察する。パート3では、投資プロセスが今後どのように進化していく可能性があるかについて検討したい。具体的には、この変化がベンチマークの概念やリスクの意味、ひいては戦略的資産配分(SAA)の展望にどんな影響を与えるのかについてアライアンス・バースタイン(以下、「AB」)の見解を示したいと考えている。

最近、顧客とのミーティングでは、プライベート資産への配分をどうすべきかという質問ほど頻繁に尋ねられるトピックはない。プライベート資産への配分をこれ以上拡大することに懐疑的な声も聞かれるかもしれない。プライベート資産への配分はすでにかなり増えているのではないだろうか？投資する時点ですでに過去最高水準にあるバリュエーションを心配する必要はないのだろうか？こうした懸念は理解できるが、ABはポートフォリオ設計の観点からも、より広範な経済に資本を供給するプライベート資産の役割を考えても、SAAをさらに増やす理由があると考えている。ただし、プライベート・エクイティから他のタイプのプライベート資産に資金をシフトすることも重要だ。

新たな投資環境では、ベンチマークの欠点が浮き彫りになりそうだ。ベンチマークとなり得る指標が氾濫している投資の世界において、ABはどれが投資家のニーズに最も合致しているのか、それとも何か違うものが必要なのか考えている。環境・社会・ガバナンス(ESG)は最も成長を遂げた投資トレンドの一つだが、ここ数年は、ESGというラベルが抱える問題点が表面化している。ABは、アクティブ投資とパッシブ投資では、ESGの意味合いが大きく異なると考えている。

マクロ環境に関するABの展望は、多くのリターン源泉の実質リターンが低下する結果、それらのリターン源泉をベースとして生み出される多くの投資アプローチのリターンも低下するという明確な結論を導き出している。それに輪をかけるように、ポートフォリオのボラティリティという意味でのリスクも増加すると思われる。リスクの増大を招く要因は3つある。それらは、(1)株式と債券の分散効果の低下、(2)ファンダメンタルなマクロ面のボラティリティの上昇(インフレ率の変動、気候変動、人工知能、米国を軸とする一極体制の衰退)、(3)実質ベースの負債を抱える投資家にとって高リスク資産にシフトする必要性が生じるとみ

られること、である。その結果、人気の高い投資アプローチ(例えば60/40ポートフォリオ)のシャープ・レシオは、リターンの低下よりも大きく低下する可能性がある。そのことは基本的に、ポートフォリオの予想ボラティリティとして測定されるリスクと、均衡インフレ率の上昇による購買力の喪失というリスクという、2つの異なるリスクの緊張を浮かび上がらせることになる。

本稿は結論で、SAAに関するABの見解を紹介している。そこでは、規範的なアプローチを取り入れ、方法論を変更するとともに、資産クラスのベータ、ファクター、パブリック資産とプライベート資産を網羅するアクティブ戦略を通じてSAAを構築する必要性があると指摘しているが、それは適切なことだと考えている。

序章では、本稿の全体的なストーリーをまとめようと試みている。パート1では今後10年間の投資見通しを示し、パート2ではそれが特定のリターン源泉にとって何を意味するかを考察し、パート3では、それがポートフォリオを構築する上でどのような影響を与えるかについて考える。しかし、本稿全体を通じて、こうした結果を導き出す上で資産運用業界全体がどのような役割を果たしているかについても考察したい。

例えば、確定拠出年金(DC)の中心的な問題は、年金生活者が資金不足に陥らないよう、いかにして十分なリターンを生み出すかということである。一方、年金システム全体のレベルでは、政府は常に年金債務をバランスシートから外すよう努めている。その姿勢は、年金システムの設計や、どのような投資が認められるかに影響を与える可能性が高い。このような投資は、経済的生産的な成長資金を提供するために用いられる資本の重要な一要因であり、ひいては将来のリターンを決定づける要素のひとつとなる。政府は、年金資本と成長資金との関係が時間とともにどう変化するかについても考えを持っているかもしれないが、リスク当たりの実質リターンが低下するというABの見通しは、政府にとって選択肢の減少につながる可能性がある。

同様に、本稿で繰り返し取り上げているパブリック資産とプライベート資産の配分も、ポートフォリオの配分に関する問題の一部に過ぎない。資産運用業界では、プライベート・キャピタルの利点について膨大なリサーチが行われている。ABは、多くの投資家にとってプライベート資産への配分が増加していることは認めるが、この変化を引き起こしている理由は何か、具体的にどのプライベート資産を対象とすべきか(プライベート・エクイティで

はないと考えている。)、この配分にはどのような限界があるか(それは流動性の問題で、いわゆる分母効果ではない)といった点を、極めて明確にする必要があると考えている。しかし、プライベート・キャピタルの役割に関する議論はそれだけは終わらない。プライベート・キャピタルが配分の観点からしか理解されていないとすれば、業界は近視眼的であるか、あるいは自分達のことしか考えていない状態に陥っている可能性がある(意外なことではないが)。経済を成長させる資金の調達方法をめぐり、より大局的なシフトが起こりつつある。

「後期資本主義」(現代のマルクス主義の言葉を借りれば)の重要な差別化要因は、上場株式市場と銀行による伝統的な信用創造が、どちらもそれぞれが長年果たしてきた中核的役割から逸脱していることである。このトレンドは既に定着しており、すぐには変わりそうにないため、経済のどこにシステムック・リスクが存在するのかという疑問が生じている。もっと根本的に考えれば、プライベート・キャピタルを利用できる環境は、将来の成長にとって不可欠である。資本を供給するそうした役割は、プライベート・キャピタルを除外してベンチマークやデフォルトとなる資産配分を定めようとする試みを頓挫させている。パブリックとプライベート・キャピタルの断層が変化していることは、投資環境や現代の資本主義経済の機能が変化していることの重要な側面である。

パート1: 戦略的な意味合い

本稿の出発点は、投資家が投資環境の変化に直面しているということだ。そうした認識は、懐疑的に、またはうんざりした目で受け止められているかもしれない。おそらく、こうした声があまりに頻繁に聞かれるのだろう。しかし、ABはそれが何を意味しているか、具体的に解明したいと考えている。今後10年間(おそらくそれ以降も)の投資環境は、新型コロナウイルスのパンデミック以前の1980~2020年までの40年間に市場を支配していた環境とは大きく異なるものになるとABは考えている。この期間は、ほとんどの市場分析の基盤とされており、投資業界で働くほぼすべての人々の経験、考え方、規範、常識の土台を作り上げてきた。

ABが最近開いた投資家とのミーティングで、ある投資家から「レジーム変化」という言葉では変化の大きさが十分に伝わらず、「パラダイム変化」という表現の方が適切ではないかという指摘があった。歴史学者のトーマス・クーン氏が唱えた「パラダイム・シフト」を連想させるその言葉は好ましい。なぜなら、クーン氏の言う「パラダイム・シフト」は、ルールの変化だけでなく、より深い見解や世界観の変化も示唆しているからだ。クーン氏は、パラダイム変化には形而上学的な変化、さらには言葉の変化が伴うと強調した¹。投資の世界では、こうした奥深い変化には、高インフレと低成長の世界でリターンがどう変化するかを検討する必要性だけでなく、SAAにおけるリスクの意味や、ベンチマーク、投資手法の変化も反映されている。言葉の変化は、「リスク」という言葉の意味にも、リスクをボラティリティの尺度ではなく購買力の維持という観点から捉える必要があるというABの見解にも表れている。こうした根本的な変化を示すもう一つの例は、経済における資本の調達方法(パブリック市場、プライベート市場のどちらを通じて調達するか)である。

では、何がこの環境変化、またはパラダイム変化を引き起こす原動力となったのだろうか? 主な要因は3つある。

1. 人口動態一特に先進国市場と中国における生産年齢人口の減少
2. 脱グローバル化
3. 気候変動及びエネルギー転換

これらの問題について論じた金融関連の書物は数多くあるが、注目したい点は、これらが特にインフレと実質成長率に対して、どのように同じ方向に作用するかということである。この点については、「ポスト・グローバルの世界に関する仮説」本編の第1章「マクロを支配する3つの巨大な力: 人口動態、気候変動、脱グローバル化」で検証する。

脱グローバル化は、サプライ・チェーンと労働市場を分断するため、明らかにインフレ率を押し上げる要因になるとABは考えている。それに加え、貿易摩擦の激化が成長をやや抑える要因となるだろう。脱グローバル化が持つ最後の側面は、必要なリスク・プレミアムを押し上げ、リターンを圧迫するとみられることだ。脱グローバル化そのものは、2つの異なる力によって促進されている。そのひとつは米中のライバル関係で、今年の米大統領選挙で誰が勝利を収めても対立は続くだろうが、どちらが勝つかによってその形態は異なるものとなりそうだ。もう一つは、先進国でグローバル化に対する不満が広がっていることだ。この2つの異なる力は、今後も脱グローバル化が注目を集めるテーマとなることを意味している。

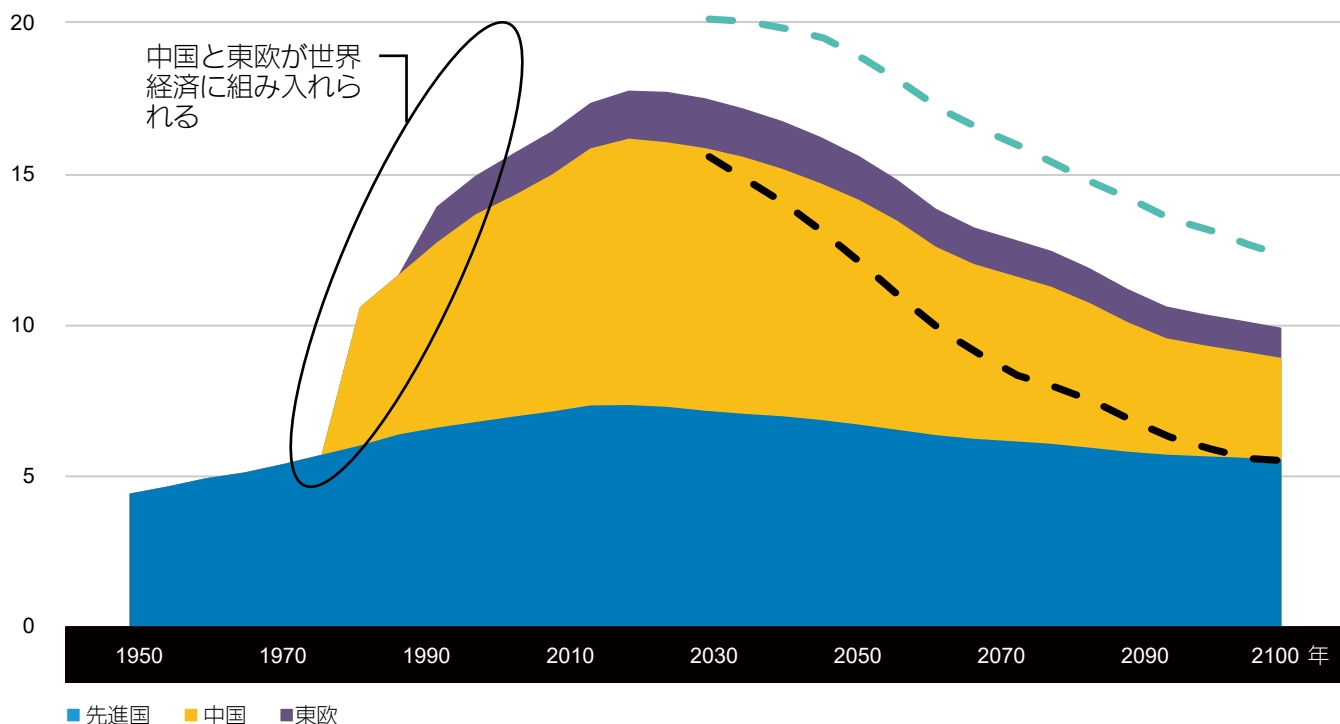
人口動態に関する予測に基づけば、先進国と中国の生産年齢人口が減少するとみられている。南アジアでは増加が続き、2060年代末前後にピークに達すると見込まれている。人口の増加が続くと国連が予測している唯一の地域はアフリカである。生産性が今のまま推移すると仮定すれば(これについては後述する)、成長率は自動的に低下することになる。生産年齢人口の減少はそれ自体が、1980~90年代のグローバル化をけん引した重要な要因を帳消しにする。6ページの図表1で示したように、中国と旧ソ連諸国がグローバル経済に組み入れられたことで、世界の労働力人口は著しく増加した。脱グローバル化に関する議論を別にしても、今後数十年間にわたる人口動態の変化で労働力が縮小していくように見える。

だが、運命が完全に人口動態に左右されるわけではない。なぜなら、選択する政策によって労働者の数が変化する可能性があるからだ。図表1には2本の点線が示されている。上の緑の点線は、65~79歳の労働参加率を50%に引き上げれば、生産年齢人口の減少を抑制できることを示している。その効果が最も大きいのは米国で、労働人口の減少を10年以上先延ばしすることができる。退職後の生活を送る上で十分な資産を持っていないため長く働かざるを得ない人々が多いことから、高齢者の労働参加率はいずれにせよ上昇するとABは考えている。しかし、政治的に見れば、それはまだ議論の余地がありそうだ。

1 THOMAS S. KUHN 「THE STRUCTURE OF SCIENTIFIC REVOLUTIONS」 (シカゴ: シカゴ大学プレス、1962年)

図表1: 縮小する労働力

生産年齢人口(億人)



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。

各地域の20~65歳の人口を示します。緑の点線は、65~79歳の50%が引き続き労働力に参加するシナリオ。黒い点線は、75歳以上の高齢者1人につき0.9人の医療・福祉従事者が追加で必要となるシナリオ。2023年以降は予想値。

2023年3月10日現在 | 出所: トムソン・ロイター・データストリーム、国連人口局、AB

下の黒い点線は、介護労働者の数を考慮した、より暗い見通しを示している。75歳以上の人口に対する介護労働者の数は比較的一定している。75歳以上の人口が増えれば、介護分野における正規労働者や、家族の介護のために労働時間を短縮する人が増える。このことは、経済の他の分野における労働者の数を押し下げるほか、人々が家族の介護のために労働時間を短縮することで生産性を低下させる要因となる。

3つ目のメガフォースである「気候変動とエネルギー転換の必要性」は他の2つのメガフォースを補完するものだが、その性格はやや異なっている。ABは、エネルギー転換はインフレを押し上げる要因になると考えているが、その持続期間は限られている。つまり、十分な再生可能エネルギーと送電網のインフラが整備され、経済が予測しにくいコモディティ・サイクルの影響をさほど受けずに済むようになるまでの期間、たとえば10年間くらいを想定している。そのため、最終的にはエネルギー転換はインフレを抑制する要因となる可能性がある。気候変動が成長に与える全般的な影響をモデル化することは、数値が非常に不確実であるため、これら3つのメガフォースの中で最も定量化するのが

難しい。本章では、この全般的な影響に関する現時点における最善の予測は、気候変動の影響は他の要因に比べて相対的に小さいことを示しているが、それは気候変動リスクの重要性を覆い隠している。そのことは、それぞれの地域に与える影響や政治や移民による二次的な影響がより広範に分散していることや、今後についてもその影響がさらに広がる可能性があることを示唆している。

これらの力に関する重要な点は、それらが協調して作用し、インフレ率の上昇や実質成長率の低下をもたらす可能性が高いことである。

真実は今の時代の犠牲者

人工知能(AI)は投資環境を変え得る4つ目の巨大な力となる(「ポスト・グローバルの世界に関する仮説」本編の第2章「生産性、民主主義、権力と真実:市場と投資に及ぼすAIの影響力」参照)。これについては別の章で論じたい。なぜなら、AIは他の3つの力とは逆方向に作用する見通しで、特に生産性の向上を通

じて全体の成長力を押し上げる可能性があるからだ。問題は、この生産性の変化をある程度の確信を持って予測するのが不可能だとみられることで、AIの信奉者らは、過去20年間にわたるハイテク分野への多額の投資が生産性を押し上げることができなかつたにもかかわらず、AIが生産性を高めることができると考える理由を説明する必要がある。ABはこの問題を「リバース・エンジニアリング」し、実質成長率を押し下げ力を相殺するためには、AIが生産性にどの程度の影響を与える必要があるのを考察したいと考えている。

第2章では、AIを導入すれば、市場の価格決定力に大きな変化が生じることも示している(図表2)。AIは生産性を押し上げ、GDPに対する企業利益の比率が異例なほど高い水準にある期間を長期化させる可能性があり、それは市場に織り込まれつつある。

しかし、市場はAIに潜む負の側面を評価するのがとても苦手である。真実が今の時代の犠牲者であるとすれば、それは選挙や民主的なプロセスの未来に重大な疑問を引き起こすことになる。AIはまた、社会全体の貧富の格差を拡大し、地政学的な紛争をめぐる不透明感を高める可能性がある。それ以上に根本的な問題として、AIが提起する認識論的な問題は幅広い分野に拡大し、過去との決別につながることになる。その結果、リスク資産のリターンが短期的に押し上げられる可能性がある一方で(実際、ABはその一端を目にしてきた)、将来のある時点では要求されるリスク・プレミアムが拡大するかもしれない。

AI、気候変動のどちらも、将来起こりうる結果の乖離が著しく拡大することを示唆している。

図表2: AIは投資をどのように変化させるか?

投資家にとってのプラス要因	投資家にとってのマイナス要因
<ul style="list-style-type: none"> 生産性を高め、成長を押し上げる可能性 企業が先導役を務める一利益が増大? 	<ul style="list-style-type: none"> 富の不平等の拡大(雇用が破壊される中で最も豊かな人々がますます豊かに) 政治的な影響: AIは民主主義と共存できるか? AIは地政学的問題をめぐる不透明感を高める
市場はこれらの要因を迅速に織り込む傾向がある	市場はこれらを評価するのが苦手な傾向...将来のリスクが高まる?

現在の分析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。予想は今後変更される可能性があります。

出所: AB

戦略的にリターンとリスクの見通しにどのような影響を与えるのか？

この序章では、資本市場にとってリターンとリスクに関する前提が何を意味するのかについて説明したい。下の図表3は、この見通しが株式のリターンにとって何を意味するかを示している。長期的な株式の実質リターンは、インカム、成長、バリュエーションの変化の関数となる。ここで示す見解は、生産年齢人口の減少、脱グローバル化が貿易に与える悪影響、気候変動の影響などによって、成長率が低下することを示唆している。また、GDPに占める企業利益の比率には社会的に限界があると考えられるため、米国における過去10年間の利益率の大幅な拡大が何らかの形で逆転することも想定している。AIは生産性を押し上げる可能性を通じ、成長率の低下をある程度和らげる可能性がある、

また、AIを推進しているのは企業で、政府が出遅れていることを踏まえれば、企業の利益率が低下するタイミングは先になる可能性がある。

数値的には、バリュエーションの平均回帰が成長見通しの変化による影響を圧倒する可能性があり、リターン見通しを制約するもう一つの要因となる。より不確実な見通し（地政学的問題、AI、気候変動）は、理論的には必要なリスク・プレミアムを押し上げ、株価収益率の上昇をもたらすが、市場はこうしたリスクを織り込むことが驚くほど苦手である。同時に、実質利回りが低水準にとどまる可能性があるというABの見方は、最近の水準に完全に平均回帰するとは限らないことを示唆している。

図表3：米国と世界の株式リターンの想定

10年先の予想

成長に関する想定

生産性は予測不可能だと想定し、一定に設定した
実質配当成長率 = 労働者1人当たりのGDP成長率 + D (労働者) +
貿易/脱グローバル化/気候変動の影響 + D (利益の比率)
米国の成長率 = $1.4 + 0.3 - 0.1 - 0.1 = 1.5\%$
世界の成長率 = $1.4 - 0.2 - 0.1 - 0.1 = 1.0\%$

バリュエーションの平均回帰

バリュエーションが長期的に平均回帰することを示す証拠があるため、株式リスク・プレミアム (ERP) の平均回帰に基づいている。
基本的なERPが1970年以降の平均に戻ると想定
代替的なシナリオ：1970年代のストレスを受けたERP及びマイナスの実質利回り、ERPが低下する「好ましい」シナリオ

これらを総合すれば、株式リターンは以下ようになる

- 10年先のリターン = 現在のインカム + 成長 + 再評価
- 米国の10年間の実質リターン = $3.2 + 1.5 - 0.5 =$ 年率4.2%
- 世界の10年間の実質リターン = $3.2 + 1.0 + 0 =$ 年率4.2%

米国と世界全体の10年先の株式リターンはほぼ同じ

しかし、重要な点として、それぞれのリスクが異なっている：米国は平均回帰リスク、世界は成長リスク
「米国か世界か」よりも、好ましいリスク予算の配分方法がある
グローバルなエクスポージャーが必要だと考える主な理由は、政治的/地政学的リスクに直面した場合に生じる可能性がある、各国の長期的なリターンの大きなばらつきを緩和すること

現在の分析や予測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。予想は今後変更される可能性があります。

出所：AB

米国市場と米国以外の市場では、リスクの種類が大きく異なっている。米国は、気候変動や脱グローバル化による悪影響を受けにくい。他の先進諸国よりも人口動態の見通しが好ましいことから、米国におけるリスクは平均回帰のリスクである。他の地域は割安だが、成長に関するリスクが高い。

その結果、株式のリターンは実質ベースでは明らかにプラスになるものの、ここ数十年に達成したリターンの水準は下回ると予想される。つまり、必ずしも弱気ではないが、見通しは厳しいものとなる。

この見通しはデフレーションのリターンについて何を示唆しているのだろうか？利回りの上昇を考えれば、目先の見通しは2年前よりもかなり魅力的になっている。そのため、最近ではデフレーションに対するポートフォリオのエクスポージャーが拡大している。しかし、戦略的に見れば、ポートフォリオにおける政府債の見通しと役割は変化している。

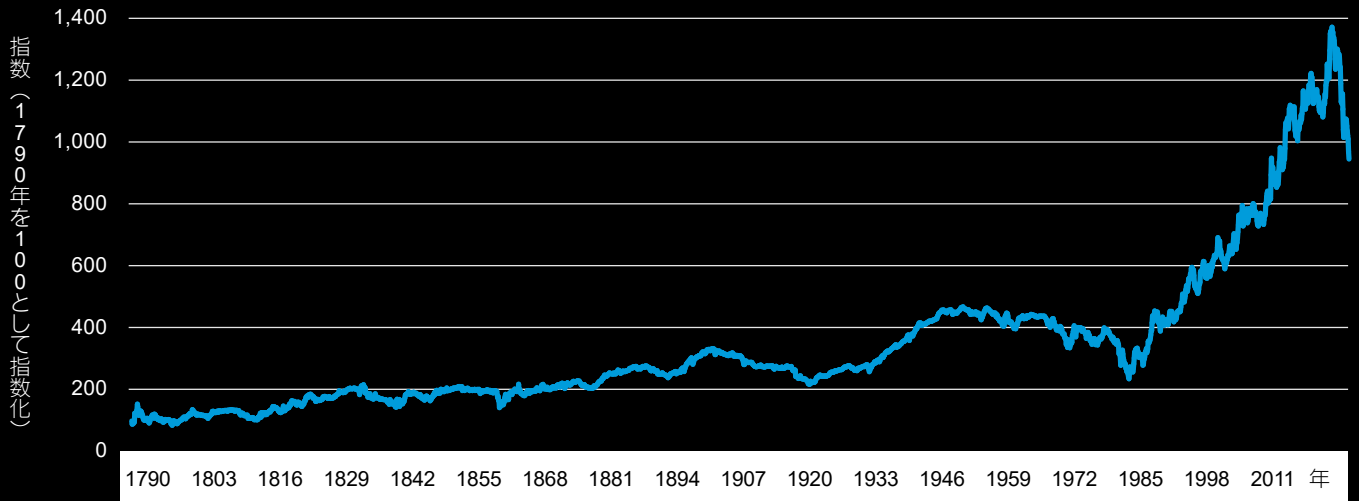
10ページの図表4では、キャッシュに対する米国10年国債の超過リターンを時系列と特定のレジームに沿って示している。デフレーションから得られる「平均」リターンについて、一般的な見解を示すことは難しい。それでも、1980～2020年にデフレーションが年率4%のリターンを生み出したのは例外的で、それ以前には数十年にわたりリターンがマイナスだった。長期的に見れば、超過リターンは年率1%近くになるとABは予想している。

しかも、債券のボラティリティが量的緩和（QE）期間の抑制された水準から、より平均的な水準に戻るにつれて、長期政府債のリターン/リスク比はさらに低下すると見込まれる。

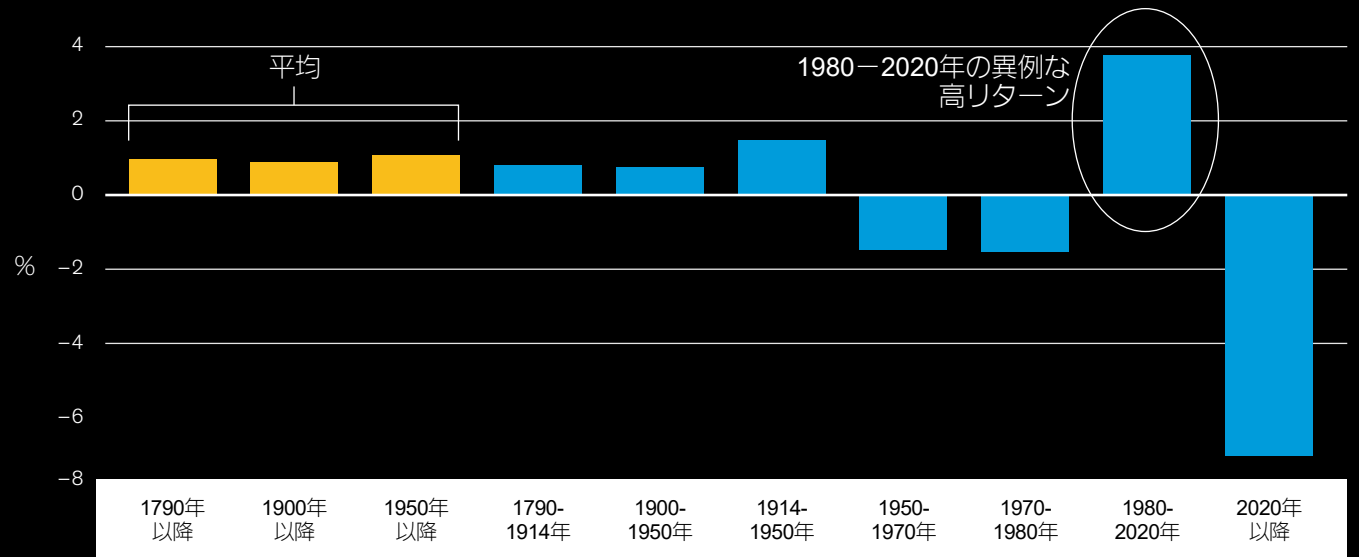


図表4: 債券利回りは確かに上昇しているが、デュレーションの戦略的な役割は低下する見通し

米国10年国債の推移（対キャッシュ、1790～2023年）



デュレーションの超過リターン（対キャッシュ）



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10月30日現在 | 出所: グローバル・フィナンシャル・データ、AB

株式と債券の相関関係が復活

株式と債券の分散効果は、ポートフォリオ全体のリスクを決定づける重要な要因となる。結局のところ、両者は資本市場で最も流動性の高い2つの資産クラスである。多くの投資家は2022年に、分散投資をしていなかったことで大きな打撃を受けた。これについてABは以前にも言及し、こうした分散投資はもはや当てにできない理由を説明している²。ここでその議論を初めから繰り返すつもりはないが、本稿の主要テーマである3つのマクロ面のメガフォースと密接な関係がある要因について触れておきたい。

これらのメガフォースの相互作用から生まれる主な結論は、インフレの水準とボラティリティが上昇するとともに、株式と債券の相関が高まってゼロまたはプラスに転じると予想されることだ。この関係を理論的に支える潜在的な要因を検討する価値がある。

12ページの図表5で示すように、将来のインフレ率に関する不確実性が高まれば、株式リスク・プレミアム (ERP) の上昇につながる³。そうした環境ではキャッシュフローを予測するのは難しく、株式のリターンとインフレ率の間には非線形の関係が生じる。インフレをめぐる不確実性が高まればターム・プレミアムも上昇し、株式と債券のリターンの相関が押し上げられる。それとは対照的に、成長に関する不確実性が高まると、ERPはやはり上昇するが、投資家は成長の影響を受けない投資商品を保有したいと考えるため、ターム・プレミアムは低下する可能性が高い。

これらの変数のレベルはどう変化するだろうか？成長率が上昇すれば配当が引き上げられるが、前述したように、成長率と実質利回りの関係ははっきりしない。貯蓄や人口動態の影響もある。ここ数十年の実質利回りと成長率の関係がより強いとみられるのは、インフレを通じた関係だ。最近、成長率の上昇が債券利回りの上昇を引き起こしてきた。なぜなら、それはインフレ率を押し上げ、中央銀行はそれを受けて政策を引き締めると予想されるからだ。

その結果、そうした環境では、成長率の上昇が株式のリターンを押し上げる一方で、債券のリターンは低下し、株式と債券のリターンの負の相関関係が一段と高まることになる。だが本稿では、メガフォースが、賃金シェアの上昇など成長とは関係のないインフレ要因をもたらしていることを示唆している。つまり、この新たな投資環境においては、株式とターム・プレミアムの両方を押し上げるインフレの役割が、株式と債券の相関を高める大きな力となる可能性が高い⁴。成長ショックがインフレ・ショックを引き起こし、それによって株価が上昇する一方で債券価格が下落し、負の相関を引き起こすというようなありきたりの力ではない。つまり、成長以外の理由でインフレ率が上昇している場合には、株式と債券の相関が押し上げられる可能性が高い。

13ページの図表6は、2010年以降の主要資産クラスのリターンとリスク、及び今後5~10年に関するABの予測を示している。注目すべき点は、大半の資産クラスでリターン/リスクのスペースが「著しく縮小」し、シャープ・レシオが低下すると予想されることだ。債券とクレジットについては、シャープ・レシオが低下すると見込まれる主な理由はボラティリティの上昇で、QEによってボラティリティが意図的に抑えられていた過去10年間の水準に比べれば、過去の平均に近い水準に戻ると思われる。株式についての主な要因はリターンが低下するとみられることで、その他の資産クラスについては、予想リターンが低下する一方でボラティリティが上昇すると見込まれることだ。

2 イニゴ・フレーザー・ジェンキンス (AB) 他著「[What Happens When Diversification Disappears?](#)」(2022年6月)

3 Ewan Rankin, Muhammed Shah Idil著「[A Century of Stock-Bond Correlations](#)」オーストラリア準備銀行会報 (2014年9月)

4 Alfie Brixton他著「[A Changing Stock-Bond Correlation: Drivers and Implications](#)」*Journal of Portfolio Management* 4, no. 4 (2023年3月)

図表5: 株式と債券の相関を高める力が働いている

	不確実性	レベル	組み合わせたレベル
	インフレの不確実性 ↑ 成長の不確実性 ↑	成長のレベル ↓ インフレのレベル ↑	成長 & インフレ ↑ インフレ & 成長 ↓
株式	ERP ↑ ⇔ 株式のリターン ↓ ERP ↑ ⇔ 株式のリターン ↓	配当 ↓ ⇔ 株式のリターン ↓ 非線形	配当 ↑ ⇔ 株式 ↑ 配当 ↓ ⇔ 株式のリターン ↓
債券	ターム・プレミアム ↑ ⇔ 債券のリターン ↓ ターム・プレミアム ↓ ⇔ 債券のリターン ↑	不明確 債券のリターン ↓	債券のリターン ↓ 債券のリターン ↓
株式 & 債券リターン	↑ ↓	? ?	↓ 1990-2020年 ↑ 新たな環境

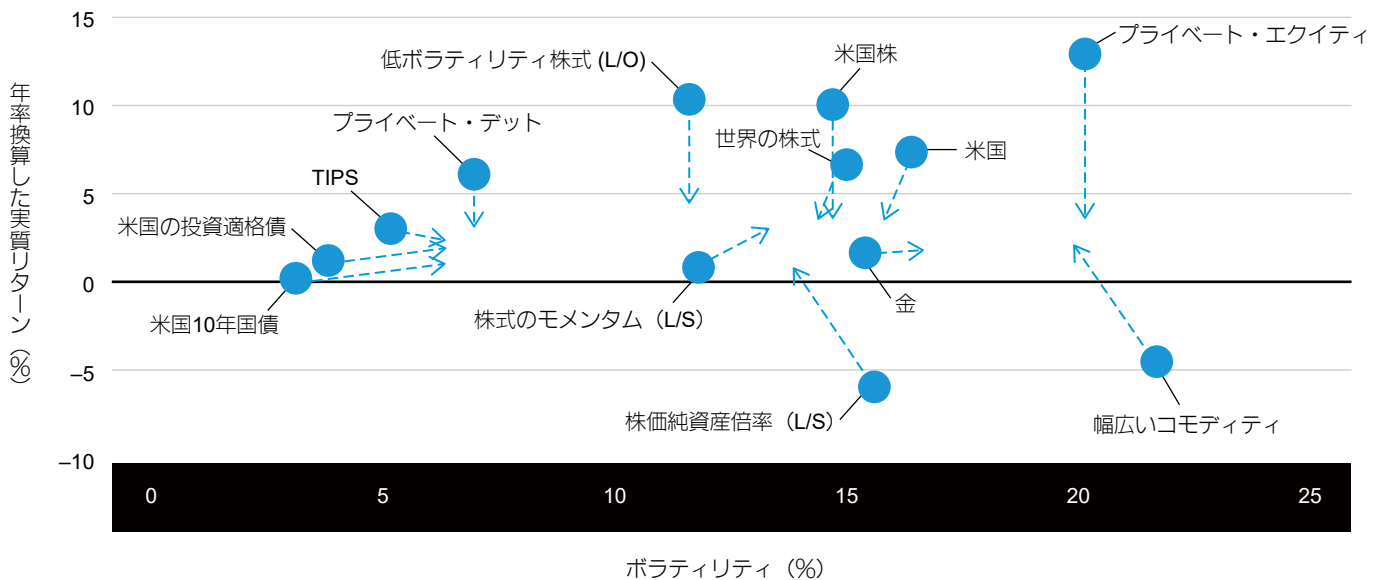
過去の分析と現在の予測は将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。予想は今後変更される可能性があります。

2023年5月16日現在 | 出所: AB

こうした状況から判断すれば、購買力の維持を重視する投資家は、リターン獲得のためにリスク水準を引き上げざるを得ないという結論に達する。それは、資産クラスのパリュエーションが割安ではなく、それがリスクをもたらすことを十分に認識した上でのことだ(14ページの図表7)。

ポートフォリオのリスク水準が上昇すると考える明確な理由は3つある。それらは以下のとおりである。(1) 低リスク資産のボラティリティが上昇するとみられる、(2) 一定水準の実質リターンを達成するためには、投資家は高リスク資産にシフトせざるを得ない可能性がある、(3) 株式と債券の分散効果が失われるリスクがある。

図表6: リターン・リスクの「スペース」が圧縮される見通し



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。

L/O: ロングオンリー、L/S: ロング/ショート、REITs: 不動産投資信託、TIPS: インフレ連動国債

注: それぞれの点は、投資家が購入できる主要なリターン創出源について、2010年1月から2022年12月までの実質リターンとボラティリティを表します。矢印は、ABインスティテューショナル・ソリューションズ・チームによる今後5~10年の予測を示します。プライベート・エクイティのリターンに関するデータは、1986~2019年に組成された1,562のファンド(完全に清算されたパートナーシップを含む)から収集されたケンブリッジ・アソシエイツの米国プライベート・エクイティ指数に基づきます。すべてのリターンは手数料、経費、キャリーインタレスト控除後。データは運用会社に無償で提供されます。プライベート・エクイティのボラティリティは、レバレッジを15%と想定し、MSCI 米国小型/バリュー株式指数から推定。

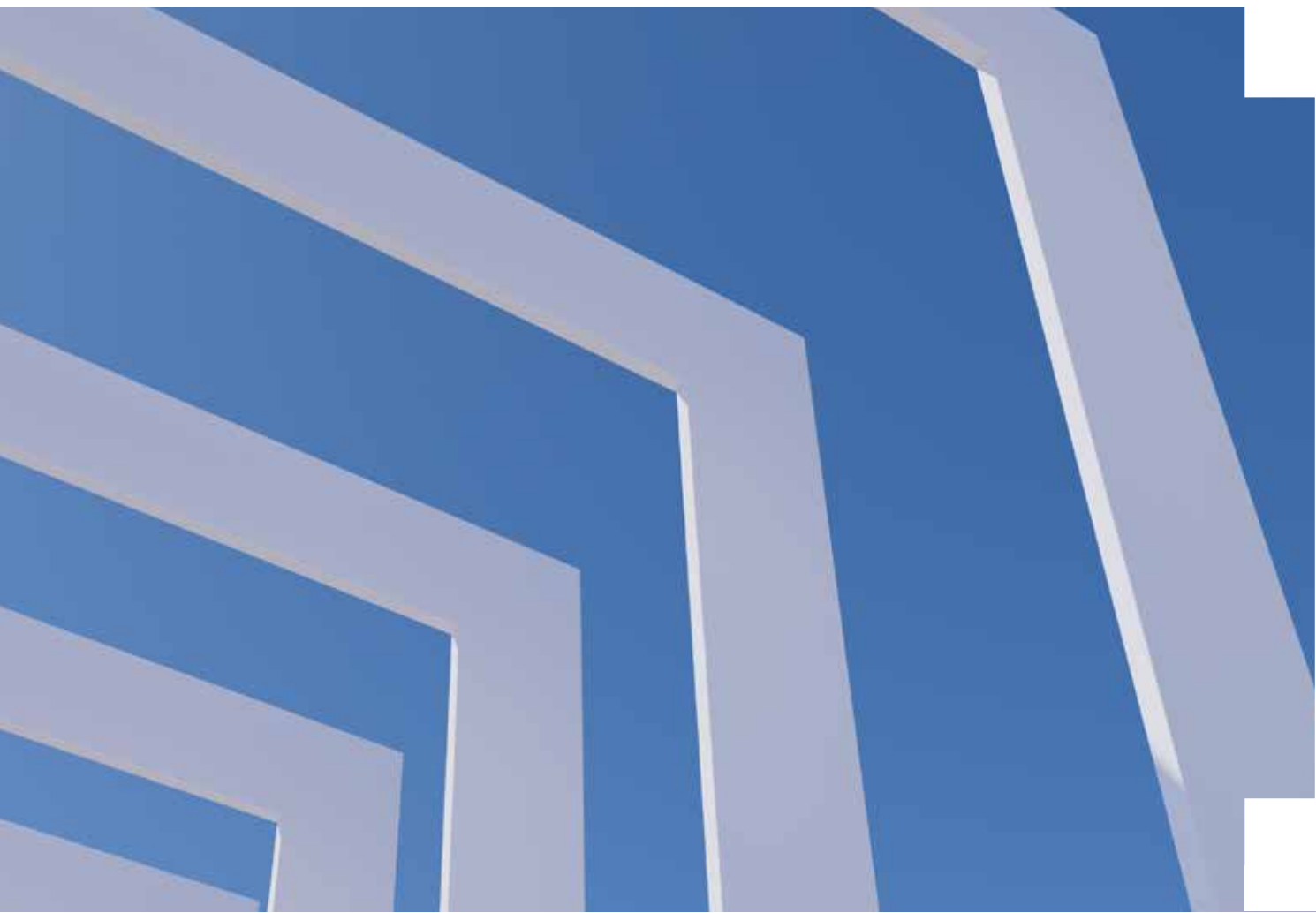
2023年10月5日現在 | 出所: ケンブリッジ・アソシエイツ、ファクトセット、セントルイス地区連銀、ケネス R. フレンチ・データ・ライブラリー、MSCI、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

図表7: リスクに対する対応は分かれる?

名目ベースのターゲット: 米国の公的年金基金、閉鎖型の確定給付年金	実質ベースのターゲット: ファミリーオフィス、政府系ファンド、確定拠出年金
負債が名目ベースで設定されていれば、過去2年間の利回りの変化は状況を一変させるものとなる	均衡インフレ率はパンデミック以前をはるかに上回る水準で推移すると思われる。長期にわたり、さまざまな力(脱グローバル化、人口動態、エネルギー転換など)が働いている
積立率の変化は、より多くの年金基金が保険ソリューションを利用できることを意味する	経済に対する政府関与の増大、地政学的動き、気候変動による一次的・二次的影響(移民など)、過去最高水準にある債務、AIなどにより、「ファンダメンタルなボラティリティ」が高まると予想される
プランの積み立てが完全でなければ、クオリティ・カーブを上昇させる機会がある	債券の分散効果は低下する見通し
そのため、多くのファンドはリスクを軽減することができる	株式や実物資産をもっと買入れる必要がある
しかし、責任は最終的に名目ベースなのだろうか?	購買力を維持することに重点を置くとすれば、リスク水準を引き上げる必要がある

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。

出所: AB



パート2: アクティブ投資とプライベート資産の役割

プライベート資産への配分はまだ引き上げる必要があるのか？

SAAに関する顧客との議論では、他よりも圧倒的に大きな話題となるテーマが一つある。それは、パブリック資産とプライベート資産への配分をどうすべきかということだ。この問題については、「戦略的資産配分におけるプライベート資産の役割：マクロ的な視点」で論じている。ABが話を聞いたベテラン投資家の大半は、プライベート資産への配分を増やしていると述べている。その通りだと思う。しかし、それ以上のことに関しては、コンセンサスは得られない。ABは、プライベート・エクイティから他のプライベート資産へのシフトが起きる可能性が高いと考えている。だが、流動性に対する需要が高い世界では、そうした資産については何をリスクの指標とすべきかといった問題もある。

プライベート資産をめぐる疑問は、SAAの問題だけではない。資本の調達方法や社会的公平性に関する問題も引き起こす。

だが、待ってほしい。プライベート資産への配分は、すでに著しく増えているのではないだろうか？例えば5年前には、利回りを得るのが難しく、金融当局が際限なく大量の流動性を供給していたため、非流動性リスクを取ることは問題ではないという議論がなされていなかっただろうか？今日では利回りが上昇し、それぞれの中央銀行は少なくとも量的引き締めに移行しようとしている中で、プライベート資産への投資は答えになり得るのだろうか？そう考えれば、プライベート資産への投資はピークを過ぎつつあるリスクがあるのではないだろうか？

確かに、プライベート資産への配分は増えているが、ABが示したマクロ見通しは、さらに大きく増やす必要があることを示唆している。ABの見解では、プライベート資産はポートフォリオ設計上の空白を埋めるだけでなく、経済への資本供給源として大きな役割を持っていることから、今後も非常に重要な役割を果たすと思われる。資本主義社会の構造を見れば、プライベート資産へのリバランスは定着しつつある模様で、それを阻止するには、少なくとも大幅な法改正が必要になりそうだ。

プライベート資産への配分を拡大すべきとABが考える理由は、投資家の視点からの需要と、経済におけるプライベート資本の必要性に基づく供給の双方がある。需要に関する理由とは、リターンと分散の必要性である。これまで述べてきたように、長期にわたり低リターンが続くという見通しは、投資家にとって、リターンを追求する上で広く網をかける必要があることを意

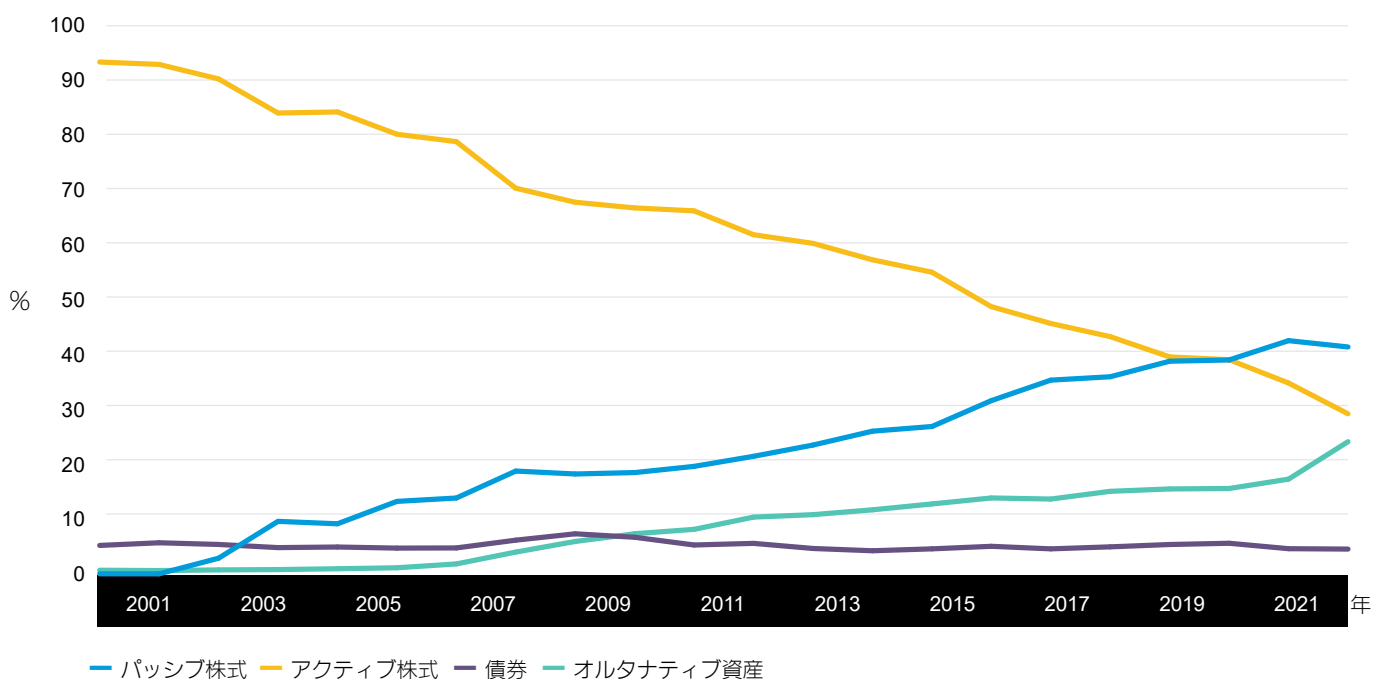
味する。債券が分散投資先として有効でないとすれば、ポートフォリオには他のリターン源泉が必要となる。分散投資とプライベート資産について議論する際、ABはいつも、過去の価格が分散投資とイコールではないことを説明するのに苦労している。もし、見かけだけの分散がプライベート資産への投資の動機になるとすれば、ガバナンス問題が待ち構えているかもしれないという懸念が生じる。むしろ、重要な分散効果は、プライベート資産から、パブリック市場では得られないリターン源泉を得ることによってもたらされる。

供給も同じくらい重要である。プライベート資産に関する章では、先進国市場における上場株式のストックが縮小していることについて触れている。銀行が伝統的な融資から手を引きつつある中で、クレジット市場についても同じような動きが見られる。そのため、クレジット、株式とも、プライベート・キャピタルの比率を引き上げる必要があり、それは価格を支える上で重要な役割を果たす。

プライベート資産の一つの分野は、少なくともフローに占める限界的なシェアという点で、ピークに達しているかもしれない。それはプライベート・エクイティだ。ABはプライベート・エクイティのリターン見通しについて説明しているが、それは非流動性プレミアムが提供されていないことを示唆している。プライベート・エクイティを保有すべき理由はあるが、それはすべてファンドの選択と、プライベート・エクイティ・ファンドから得られるリターンの大きなばらつきを利用する能力（マネジャー選定能力）にかかっている。ABはプライベート・デットの方が魅力的だと考えており、魅力的なリターンを維持できる理由を明確に説明している。さらに、流動性がプライベート資産への配分を制約している主な要因だとすれば、すべての非流動資産が等しく非流動ではないことに留意することが重要で、この点で、プライベート・デットはプライベート・エクイティよりも有利だと考えられる。

16ページの図表8では、米国の年金基金のポートフォリオ・リスク全体への寄与度を示している。そこには、リスク予算の配分が持続的にシフトしていることが明確に示されている。今世紀初めには、ポートフォリオ・リスクの90%以上がアクティブな株式ファンドへの配分から生じていた。その比率はほぼ一本調子で低下し、現在は30%にとどまっている。その一方で、パッシブ型のファンドやオルタナティブ資産へのエクスポージャーが持続的に増加し、プライベート資産の比率が高まっており、リスクがバーベル型になっている。

図表8：資産クラス別に見た米国年金基金のリスク寄与度



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。

米国の年金基金の資本アロケーションを基本として、「オルタナティブ資産」はプライベート・エクイティとヘッジファンドを半分ずつ組み合わせたものと想定。プライベート・エクイティについては、パブリック市場と同等の時系列（基本的にはレバレッジを使用した小型バリュー株式傾斜指数）を使用。ヘッジファンドについては、HFRX 総合指数を使用。オルタナティブ資産に関しては利用できるデータが制約されているため、全期間にわたってローリングではなく、一貫性のある分散・共分散マトリックスを使用。債券については、ブルームバーグ・グローバル総合トータル・リターン指数を使用。分析に際しては、賃金からの拠出率を年8%、賃金上昇率をCPI+1%と想定しています。

2023年12月31日まで | 出所：ブルームバーグ、ボストンカレッジ退職研究センター、ヘッジファンド・リサーチ、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

プライベート市場の最終的な目標は何だろうか、というもっともな疑問があるかもしれない。ポートフォリオの資産配分で、プライベート市場はどの程度大きなシェアを獲得できるのだろうか？この問いに一般的な答えを出すのは難しい。主な制約要因は流動性で、それはそれぞれの投資家によって異なるケースが多い。だが、その一方で、この問いは経済を成長させるための資金をどう調達するかという、より広範なマクロ問題の一部でもあるとABは考えている。

プライベート資産の役割の増大は、公平性の問題も提起している。過去40年間、老後のリスクの担い手は企業から個人へと大きくシフトしてきたが、裕福な人々は資産の多くを上場している証券で保有していたため、実質的な資産価格の上昇によって不釣り合いなほど大きな利益を得てきた。現在、このダイナミズムが再現されている。リターン/リスクの「スペース」の重要な部分がプライベート・キャピタルにあるとすれば、プライベート・キャピタルに広くアクセスできるようにしなくてはならない。そうでなければ、恩恵を受けられる人の割合はさらに少なくなる。多くの国で退職後の生活に関するリスクの所在がシフトしていることを踏まえれば、これは重大な社会問題となる。ポートフォリオにおける位置づけと資本供給における役割の両方という意味で、パブリック市場の役割はどうなるのだろうか？

結局のところ、パブリック市場の資産とプライベート資産の区別は見せかけにすぎない。企業や他の事業体はさまざまな方法で資本を調達した後、多くの機関、業界、税金、規制に関する問題に応じてこれらの資本源を分別しており、それぞれが異なる扱いを受けている。ここに変革を推進する力が生まれる。ブロックチェーン上で潜在的にプライベート資産をトークン化できれば、所有権を細分化し、流動性を高めることができるかもしれない。これについては、[「Inflation and the Shape of Portfolios」と題する以前のブラックブック](#)（英語）で詳細に説明した。その考え方が主流になるには時間がかかるだろうが、5年以上の時間軸で考えれば、パブリック資産とプライベート資産の区別が変わるかもしれない。

アクティブ運用の役割とパッシブ運用に対する妄信

資産配分の観点から見たプライベート資産に関する議論は、アクティブ運用の役割に関するより広範な議論の一部である。過去十数年間で6兆米ドル近い資産がアクティブ株式ファンドから

パッシブ型のファンドに移行し、図表8に示すように、年金基金のリスクに占めるパッシブ・ファンドの役割が拡大しているのは、2つの要因が背景にある。ひとつは、十数年前はインデックスに近いファンドでありながらアクティブ・ファンドのような手数料を徴収していたアクティブ・ファンドがあまりに多かったという反省である。それは理にかなうものではなく、そうした状況を排除する動きは恒久的な変化である。しかし、もうひとつの要因は、必要とされるリターンを生み出すのはパッシブだけだという盲目的な考え方だ。このような見方に対しては、2通りの反応がある。第一に、低リターンと高インフレという新たな環境は、パッシブへの配分は投資家にとって十分なリターンを創出できそうもないことを意味する。第二に、すべてのアクティブ運用を擁護しようとするのではなく、スキルを持つアクティブ運用を擁護するための適切な指標を手にする必要がある—ABは、イディオシンクラティック・アルファ (IA) を活用することを主張したい。

アルファに関する大局的な見方は、資産クラスのパベータが一定水準のリターンを創出できそうになれば、持続性（これが重要な点だ）がある限り、アルファが投資家のリターンの多くを占めるといったものだ。もっと具体的に言えば、実質シャープ・レシオの見通しが低下した結果、より大きなリスクを取る必要が生じた場合には、アクティブへの配分を引き上げることが、取るべきリスクの一つとなる。

共通ファクターへのエクスポージャーを差し引いたIAに基づいてマネジャーを評価することは、リターンの持続性を把握するための重要なツールとなる。ABは「**A Cut Above: Why Idiosyncratic Alpha IS Better than Beating the Benchmark**」と題するレポートで、過去のIAと将来のリターンの間に強力な正の関係があることを個々のマネジャー・レベルで示した。さらに、一定のベンチマークと比較した単純な超過アクティブ・リターンよりも、IAの方が持続性が高いことを説明した。ABは、持続性を将来と過去のIAの統計的関係を測るものとして測定した結果、その関係が、将来と過去のアクティブ超過リターンの関係よりもかなり強いことが分かった。IAを通じたアプローチは、単一のアクティブ・マネジャーを選択する際に役立つばかりでなく、ファンドのポートフォリオを構築する上でも重要なインプット要因となり、個々のマネジャー・レベルで獲得できる予想リターンが引き上げられるほか、ポートフォリオを構築する他の方法を上回る価値をもたらすことができる。

パート3：ベンチマークとは何か？リスクとは何か？ それはSAAにとって何を意味するのか？

最後の章では、これらすべてが業界にとって、またポートフォリオの資産配分にとって何を意味するのかについて考察したい。ABは、ベンチマークとは何かという概念を変える必要があると考えている。業界にはかつてないほどさまざまなベンチマークがあふれているにもかかわらず、それらは正確さを欠いている。金融資産への投資の大半は、最終的に実体経済における負債、ニーズ、目標に資金を供給することが目的だ。金融資産が実物資産を大幅にアウトパフォームしていた時代には、金融市場におけるベンチマークを使用することは理にかなっているように見えたかもしれないが、新たな投資環境の下でそうではなくなった場合、このアプローチは有用性が薄れているかもしれない。

ABが強調したい新たな環境のもうひとつの側面は、資本調達の方法である。これは個々のファンド・マネジャーにとっては問題ではないが、業界全体にとっては大きな問題だと思われる。プライベート・キャピタルが成長のための資金供給を拡大しているという持続的な変化が起きていることは、パブリック市場のみに基づくベンチマークでは十分ではない可能性があることを示唆している。

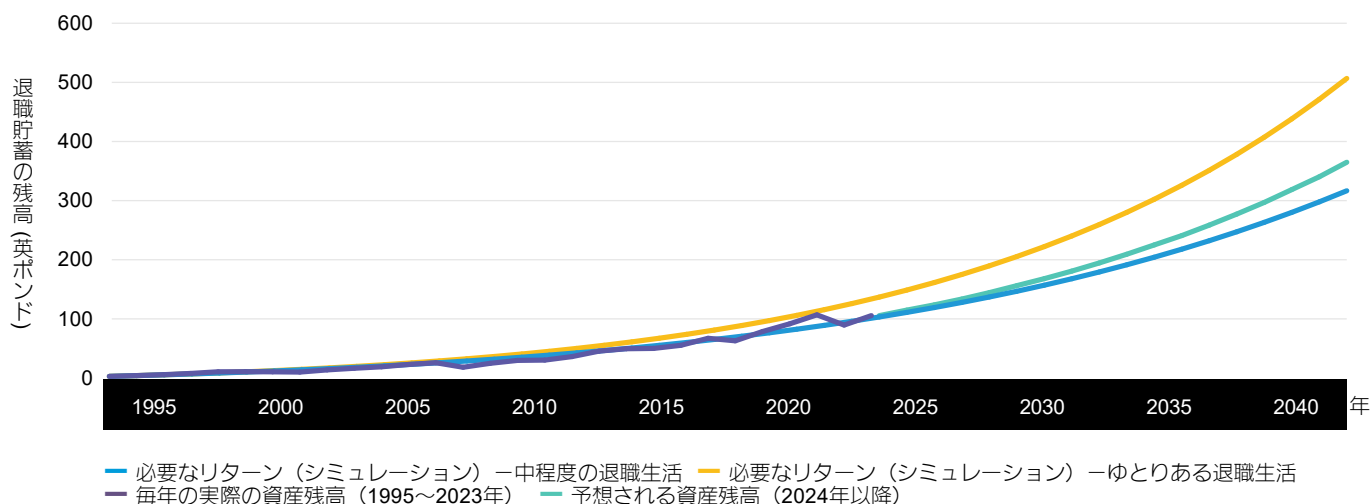
目標とするリターンまたは必要なリターンをベンチマークとするなら、インフレに連動するベンチマークがより一般的になることを意味する。退職後の生活に備えた資産の場合は、さらに具体的なアプローチとして、それらが所定の水準に至るプロセスのどの位置にあるかを測定することが考えられる。19ページの図表9では、「ゆとりある」退職生活を送るために必要な資産の水準と、「中程度の」退職生活に必要な水準という2つのシナリオを示している。2040年を目標とするすべてのターゲット・デート・ファンドの平均をこの要件に重ね合わせれば、好調な金融市場のリターンや歴史的に平穏なインフレにもかかわらず、将来の実質リターンの低下に対するクッションがほとんどないことが分かる。「ポスト・グローバルの世界に関する仮説」本編の第5章「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」では、この問題に対処するためのさまざまな選択肢について探りたい。

いずれも問題はあるが、将来の選択肢としてはいくつか考えられる。退職時期を遅らせる、貯蓄を増やす、退職後の低い生活水準を受け入れる、(人数が少なく、裕福度も低い)若い世代に問題を押し付ける、移民を増やす、年金基金がもっとリスクを取れるようにする、などが挙げられる。こうした選択肢のリストに魅力が乏しいことを考えると、より大きなリスクを取ることが政治的に最も嫌われずに済む選択肢かもしれない。



図表9：良好なリターンが何年か続いたにもかかわらず、将来の実質リターンの低下に備えたクッションはほとんどない

2040年を目標とするターゲット・デット・ファンド：必要なリターン（シミュレーション）と実際のリターン



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。

この分析では、毎年賃金の8%を拠出し、賃金がCPI+1%上昇すると想定しています。「中程度」と「ゆとりのある」退職生活の水準は、年金・生涯貯蓄協会の定義に基づいています。実際の貯蓄残高は、2040年を目標とする米国のターゲット・デット・ファンドを用いて計算し、貯蓄残高の予測値は5%の実質リターンを想定しています。

2024年1月18日現在 | 出所：年金・生涯貯蓄協会、AB

パート3では、資産運用業界について全般的に考察している。大きなトピックの一つは、投資におけるESGの役割である。ESG関連資産は何年にもわたって大幅に増加してきたが、ここにきて伸びが一服している。その一因は、ESGの役割に対する懐疑的な見方が広がったことにあるが、インフレ率が上昇し、デュレーションが長い資産のインフレ感応度が高まる中で、ESGに基づく一定のファンドのパフォーマンスもその原因となった。

ABは、ESG投資の定義について、範囲をもっとも明確にする必要があると考えている。ESGを原資産と結び付けたり、ESGの観点を他の財務的要因と統合したりしているファンドと、先験的に特定の資産を除外しているファンドでは、パフォーマンスが大きく異なる可能性がある。この問題は、ESGに対するパッシブ型のアプローチとアクティブ型アプローチに溝があることを示唆しており、アクティブ型アプローチの方が、必ずしもデュレーションなど特定のマクロ要因へのエクスポージャーを示唆しない見解を反映しやすいと思われる。結局のところ、この問題は、マニフェストの設定方法やアセット・オーナー・レベルにおけるガバナンス・ルールについて、より綿密な検討が必要になりそうだ。

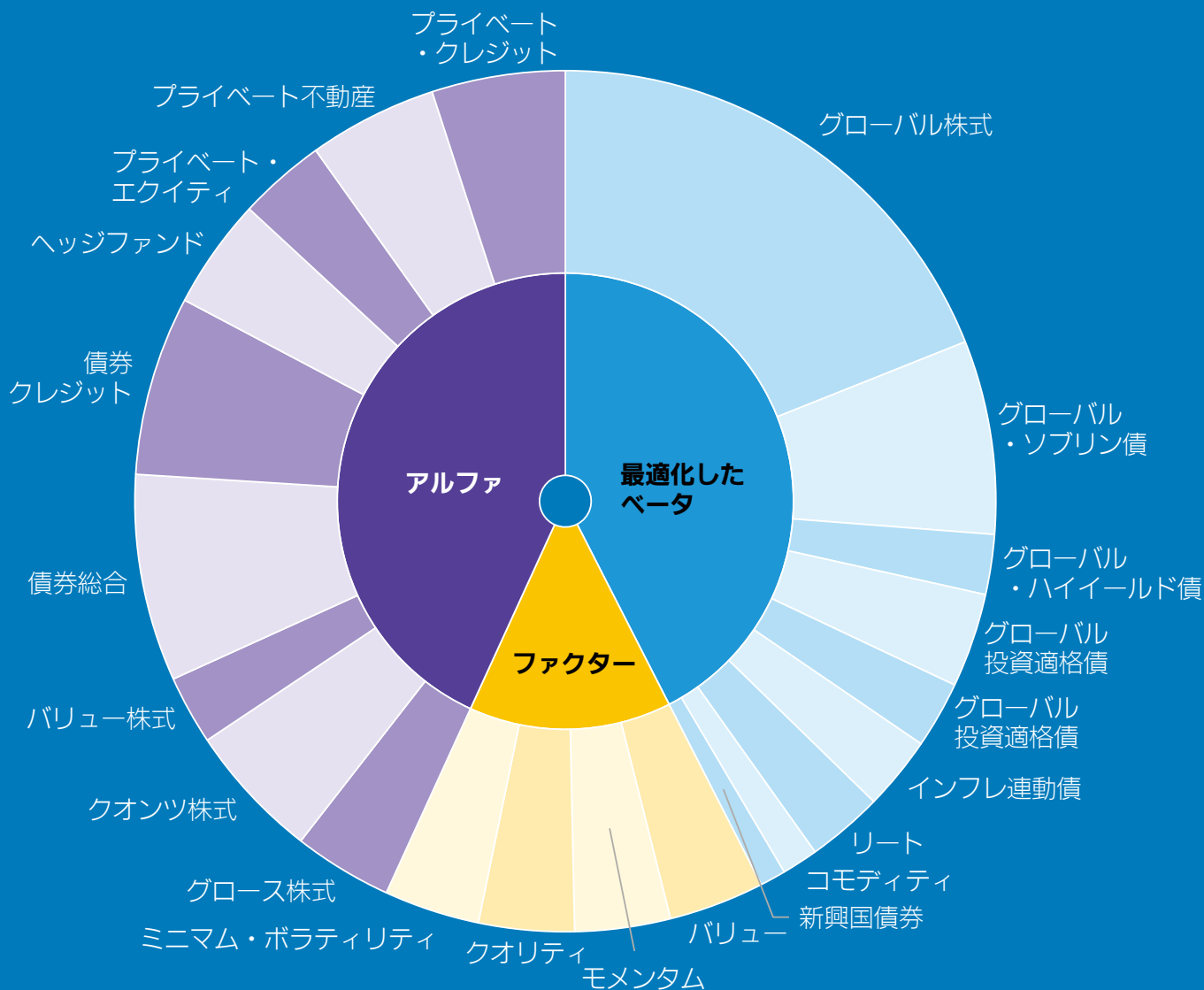
最後は必然的にSAAの問題につながる。本稿で論じた問題は、投資家のポートフォリオにどのように反映されるべきなのだろうか。「ポスト・グローバルの世界に関する仮説」本編の第7章「SAAのためのフレームワーク構築」では、本稿で説明した課題を踏まえ、投資家はポートフォリオを設計する際に、資産クラスのベータ、ファクター、アクティブなリターン源泉を同じ土俵に乗せる必要がある、という規範的な見解を提示している。第7章ではさらに、この設計を達成するための望ましいアプローチについて説明している。最後に、資産配分事例をいくつか示したい。

リターン、分散、共分散、テール・リスクの測定方法に関する合意ができれば、SAAを構築する方法は数多くある。これらのさまざまな選択肢の経験的有効性と、これらの選択肢が投資家の好みにどの程度アピールできるかについて論じたい。「正しい」方法は一つではないため、制約条件とその言い回しは、最終的なポートフォリオに大きな影響を及ぼす。純粋に定量的な投資戦略が存在しないのと同様に、SAAにも純粋に定量的なアプローチは存在しない。ルールは必然的に事前に設定されなければならない、それは主観的なものである。それでも、そうした制約の中で、一連の制約や嗜好に基づき、より優れた資産配分にたどり着く体系的な方法を示すことはできる。

資産クラスのベータへの配分では、本稿で説明したマクロ・テーマの結論である実質リターンが低下するという予測を取り入れ、最適化を目指すアプローチをとっている。ファクター戦略への配分については、単純な均等加重アプローチやリスク・パリティなど、さまざまな加重型アプローチの長所や短所について論じている。また、パブリック市場とプライベート市場を網羅するさまざまなアルファ戦略への配分も取り入れている。アクティブ戦略への配分、イデオシンクラティック・リターンに関する手法や、流動性の低い戦略のテール・リスクに関する想定を取り入れている。

この資産配分が実際にどう見えるか、21ページの図表10に例を示している。このアプローチは、例示を目的として、資産クラス、ファクター、アルファへの配分が明確な実際の例を用いて一連の制約要因を適用している。

図表10: アルファ、ベータ、ファクターを活用したSAAの例



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3月31日現在 | 出所: eVestment、モーニングスター、MSCI、AB

結論：投資と経済

本稿の中核を成す論旨は、戦略的な投資見通しに関する見解から始まり、それがさまざまなリターン源泉にとって何を意味するかに移り、次にポートフォリオ設計への影響について考察している。しかし、この論旨と経済全体との関係についても強調したい。結局のところ、資本市場が資本主義経済を成長させるための資金を供給しないとすれば、その存在意義（社会的観点から見た）は何だろうか？（この目標には、成長を達成する方法の変化—例えば、エネルギー調達源を変えたり、経済成長が地球に与える影響を和らげたりする必要性など—を支える資金を供給することなどが考えられる）。同時に、多くの社会では、この投資から得られるリターンは、退職後の生活資金や医療費の財源を賄うという、もう一つの社会的目標の達成に貢献する。ここで概説した投資環境の変化は、SAAという狭い枠組みで解釈されるべきであるだけでなく、資産運用業界のより広範な社会的役割（経済成長のための資金供給や、老後の生活資金を作り出すリターンの提供など）を支える上でも重要な意味を持つ。

経済成長を支える資本の性質は変化しつつある。第2次世界大戦後の大半の期間と比べ、株式市場の支配的な役割は薄れている。同様に、信用を供給する銀行の役割も縮小しつつあり（少なくとも信用供与全体に占める割合は）、資本供給におけるプライベート市場の役割が高まっている。プライベート市場への資金流入はバブル状態にあるか、または過熱しているのではないかとの懸念を生んでいるが、経済全体におけるこうした資金シフトは、このプロセスがさらに進む余地があることを示唆している。一方で、特にプライベート・エクイティをはじめとするプライベート市場の一部は、将来の総リターンが期待外れになると予想される。そのため、プライベート資産への資金流入は、プライベート・デットなど、他の分野にシフトするとABは考えている。

確かに、プライベート資産へのシフトにはリスクもある。具体的な投資家レベルのリスクについては関連の章で説明するが、社会全体としてはシステムック・リスクの所在が変化しており、年金基金や保険会社がより大きな役割を担うようになっている。これは好ましいことかもしれないが、ガバナンスはそれを反映したものでなくてはならない。また、適度な長さの時間軸を持つことも必要だ。これを確かなものにするためには、まだ多くのやるべきことがある。

こうした投資環境やパラダイムの変化は、退職後の生活にも影響を与える。資産で退職後の生活資金を賄おうとする市場では、公的債務の水準が高いため、特に国家のセーフティネットの厚さに疑問がある場合、それは一段と大きな困難に直面しかねない。しかし、ABは悲観的な結論を出しているわけではなく、ポートフォリオの設計を変える必要があるかもしれないと指摘しているに過ぎない。しかし、その変化は政策や規制に関する問題と密接に結びついている。結局のところ、全体レベルで可能な選択肢は、人々にもっと貯蓄させるか、退職後の生活水準を引き下げるか、人々にもっと長く働かせるか、問題を将来の世代に押し付けるか、将来の支払いを賄うためにもっと多くの移民を受け入れるか、年金ポートフォリオがさらなるリスクをとるのを認めるか、といったことになる。

これらの選択肢はどれも魅力的ではなく、結局のところ、長く働くことが答えの一つとなろう。しかし、これらの選択肢の多くに政治的制約があり、世代間の公平性に疑問が生じることを踏まえれば、ファンドに多くのリスクを取ることを認めることが、比較的容易な選択肢となりそうだ。退職後の資金を確保するリスクを個人に負わせれば、政府が直接批判されることはないかもしれないが、資金不足が生じた場合には最終的には政府が穴を埋めざるを得なくなるため、それは不適切だと思われる。とりわけ、このトピックは「リスク・フリー」とされる資産への配分に大きな影響を与える。これまで述べてきたような人口動態や、先進国の公的債務の対GDP比率が第2次世界大戦以来の高水準にあることを踏まえれば、年金への十分な資金拠出が約束されていない社会では、当然ながらそれは一段と困難な問題となる。

資産運用業界が社会全体の問題に対処する上で中心的な役割を担っているのは、こうした資本調達の仕事と、退職後の生活や他の現実的なニーズに対するリターン源泉を提供する必要があるからだ。こうした状況に新たな投資環境に関する見通しを重ね合わせれば、多くの投資プロセスの構造を変える必要があることが分かる。

当資料は、2024年5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、全て投資者の皆様に帰属します。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、組み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。テリパ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

