



ALLIANCEBERNSTEIN®

2024年1月

2024年の4つのテーマ

プライベート資産、デュレーション、 ファクター・エクスポージャー、 そしてトランプ氏

本稿は、2024年に何が起こりそうかといった従来の予想レポートではない。むしろ、たとえその影響が何年も現れないとしても、2024年に議論する必要があるポートフォリオのアロケーションに関する重要な問題を取り上げてみたい。

アロケーションに関する最大の問題の一つは、プライベート資産が果たす役割に関するものだ。平均的な投資家にとって、プライベート資産へのアロケーションがさらに増大するとみられるが、アライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）は、プライベート・エクイティよりもプライベート・デットへ追加の資金フローが起きると考えている。

利回りの上昇に伴い、投資家はデュレーションへのエクスポージャーを拡大している。ABは、（金利引き下げを見越した）デュレーションの戦術的役割と、低下する可能性のある戦略的な役割を区別して考えている。

株式では、日本と新興国市場が戦略的な投資対象となる一方で、英国市場には魅力的な戦術的投資機会がある。ABは、株式のポジショニングに関わる基本的なテーマとして「クオリティ」を重視している。ファクターの観点から見れば、それはクオリティ／収益性と低ボラティリティを重視することを意味する。新興国株式と米国の小型株は、アクティブ運用を通じてアルファを生み出す魅力的な機会を提供している。

2024年は選挙の年で、中でも米国で行われる選挙は最も重要だと考える。本稿では、トランプ氏が勝利を収める可能性がアロケーションの決定にどのような影響を与えるか、または与えそうにないかについても考察したい。

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：
ロベルト・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

プライベート資産の継続的な役割

過去2年間にわたる顧客とのミーティングでは、「プライベート資産への適切なアロケーションはどの程度だろうか？」という疑問に多くの時間が割かれてきた。多くの投資家にとって、プライベート資産へのアロケーションは全般的に増加するとABは考えているが、プライベート資産内での適切なアロケーションについての注目度が高まり、プライベート・エクイティよりもプライベート・デットへ追加の資金フローが生じる可能性がある。

実質リターンと分散投資のトレードオフを重視する多くの投資家にとって、プライベート資産へのアロケーションは、配分は変わるかもしれないが、全般に増加する可能性が高い。投資環境を踏まえれば、大半の資産は過去40年間の標準に比べて名目リターンが低下する見通しで、債券は株式リスクを分散する効果が薄れると思われる。また、過去の価格は分散投資の参考にはならないことにも留意したい(もし投資家がそれに依存しているとすれば、ガバナンスの問題が起きかねない)。それとは対照的に、公開市場ではアクセスできないリターン源泉は有効に機能する可能性がある。プライベート資産を分散投資の対象として利用する価値があるのはそのためだ。

供給に関する要因も投資家がプライベート資産に投資する理由を支えている。株式、債券とも、伝統的な資金源からのシフトが進んでいる。株式の場合、先進国では新規発行を上回るペースで自社株の買い戻しが続くとみられるため、公開市場の規模が縮小しつつある。一方、プライベートの株式資本が増えており、株式のリスク・プレミアムを得ようとする投資家はこれまでより多くの資本を公開株式よりもプライベート株式に振り向ける必要がある。プライベート・クレジットについても同じような動きが見られ、銀行が伝統的なローンから撤退するのに伴い、より多くのローンをプライベート市場から調達する必要が生じている。

2022年に公開市場が急落した後、他の資産の評価額が落ち込んだのに伴い、プライベート資産のウェイトが「見せかけ上」引き上げられたデノミネーター・エフェクト(分母効果)について疑問が生じた。それは真剣な議論になったが、ABはそれが真に戦略的な問題であるとは決して考えなかった。プライベート資産が時価評価されないことはしばしば批判されるが、必ずしもそれが重要な問題であるとは限らない。資産価格を評価する頻度は、投資家の実質的な時間軸に基づいて考える必要がある。それよりも喫緊の課題は流動性に関する要件だ。プライベート資産全体を否定する動きがあるとすれば、それはこの問題が理由である可能性が高いが、流動性の点では、すべてのプライベート資産が同じではない。

図表1では、プライベート資産へのアロケーションの長所と短所について整理した。

図表 1: プライベート資産へのアロケーションの長所と短所

プライベート資産を増やす必要性

需要 (投資家から)

- 公開市場の名目リターンが低下する見通し
- 分散投資の必要性
- インフレから資産価値を守る必要性
- 公開市場には存在しないセクターへのエクスポージャー
- アクティブなリターン源泉の必要性

供給

- 市場に上場する、若く高成長を遂げている企業の乏しさ
- 自社株買いで公開株式市場の規模が縮小
- 伝統的なローン・プロバイダーの減少
- 借り手がプライベート資本の柔軟性が高まっていることを認識

プライベート市場へのアロケーションを制限する要因が出現

- 分母効果: 多くのファンドで目標よりもプライベート資産の比率が高くなっている
- 流動性が大きな懸念要因:
 - 量的緩和から量的引き締めへの移行
 - 資産オーナーのポートフォリオの流動性が低下
 - 公開市場の流動性がより不安定に
- 多くの手数料予算の大半を占めている高い手数料

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。

出所: AB

ABは、プライベート・エクイティの将来的な平均リターンが歴史的な水準を下回るとみられる理由について、基本的に、負債コストの上昇と、当初の株価収益率の高さにあると考えている。しかも、投資家がプライベート資産を遠ざけている大きな理由が、長期的な流動性ニーズを重視しているためだとすれば、プライベート・デットには、資金が拘束される期間が平均して短いという利点があるかもしれない。このトピックは構造上、2024年中に実現するトレードの問題ではなく、多くの注目を集めるとみられる戦略的な資産配分の問題だと思われる。予想されるリターンの変化と資本が拘束される期間は、「リターン経路」の違いであり、プライベート・デットの実質的なプロファイルの魅力が高まる可能性がある。

資産クラスとしてのプライベート・デットの増加は、重要な問題を提起している。総合的に見れば、それは経済全体のデフォルト・リスクの分布が変化しつつあることを意味する。リスクの分布が銀行から、理論的に投資期間の長い年金基金にシフトしているのであれば、それは悪いことではないかもしれない。一方、信用が経済のどこで創造されるかという点では新しい展開であり、システム全体に与える影響についてはまだ確認されていない。年金プランは理論的には投資期間が長いかもしれないが、実際には大幅なドローダウンを避けたいと強く考えている可能性がある。

個人投資家にとっては、こうした大所高所の問題はさほど気にならないかもしれない。それよりも、現在の形態や規模では大きなデフォルト・サイクルを経験したことがないため、今後のデフォルト率や回収率はより大きな問題である。

プライベート・エクイティ・ファンドの期待リターン

平均的なプライベート・エクイティ投資から得られる期待リターンを表すと、次のようになる：

$$\text{プライベート・エクイティの実質リターン} = \text{レバレッジのないリターン} + \text{財務レバレッジ} * (\text{レバレッジのないリターン} - \text{負債コスト}) + \text{株価収益率の拡大} - \text{手数料} - \text{期待インフレ率}$$

ここでは

$$\text{レバレッジのないリターン} = \text{インカム利回り} + \text{実質成長率} + \text{インフレ率}$$

ここで、インカム利回り 2%、実質インカム成長率 4%、レバレッジ 1.2 倍、株価収益率の上昇はゼロと仮定する。負債コストは基準金利 3.5%、スプレッド 3.5%として計算する。インフレ率は 3%と想定した。プライベート・エクイティの投資家は投資するセクターを選択できるため、プライベート・エクイティ会社の実質インカム成長率は、幅広い公開市場の水準を上回ると考えている。パイアウト倍率が過去最高水準にあることから、株価収益率は上昇しないものと想定している。

CEM ベンチマーキングのデータを用いた Trond Døskeland 博士と Per Strömberg 博士の分析¹によると、プライベート・エクイティの歴史的な手数料率は合計 5.9%で、その内訳は運用手数料 2.7%、成功報酬 1.9%、その他手数料(ファンド設定費用など) 1.2%となっている。プレキンがまとめた最新データ²によると、パイアウト・ファンドの運用手数料率の中央値は現在約 2%で、AB の分析ではこの数字を用いている。成功報酬については、ハードル・レートを 8%とし、リターンがそれを上回った場合の成功報酬を 17%、その他の手数料は 1%とした。

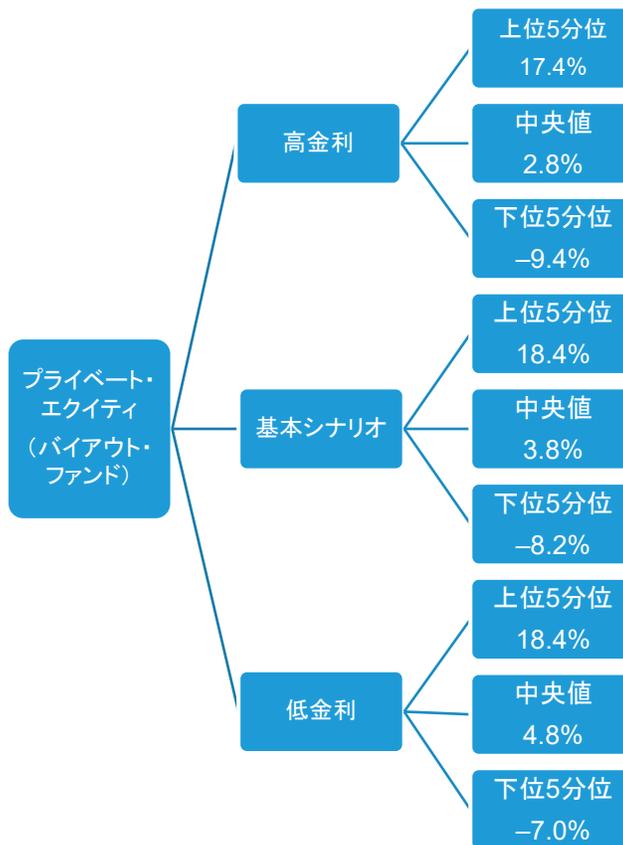
期待リターンが大きく分かれていることは、プライベート資産のリターンの主な特徴だ。以下のチャートは、それを一連のツリーで把握しようと試みたものだ。ここでは、マネジャーの能力(上位 5 分位、中央値、下位 5 分位)とマクロ・パス(この場合は金利)の両方について、期待リターンを示している。基本ケースに加え、基準金利が 1%高い(高金利)場合と、1%低い(低金利)場合のシナリオもモデル化した。最後に、中央値ファンド、上位 5 分位ファンド、下位 5 分位ファンドという、3 つの異なるリターン結果をモデル化した。上位 5 分位と下位 5 分位のスプレッドは、1984 年から 2020 年までのビンテージをカバーするプレキンのデータベースから取り出した 667 の米国パイアウト・ファンドのサンプルを用いて、ヒストリカル・データから算出した。

基本シナリオでは、プライベート・エクイティの名目リターンの中央値は実質ベースで 3.8%(次ページの図表 2)、名目ベースでは 6.8%と予測されている。これは、過去 10 年間のリターンを大幅に下回る水準で、上場している株式のリターンとそれほど大きな格差はない。さらに、予想リターンの中央値の前後で、非常に幅広い領域に分布している。例えば、ファンドの下位 5 分位の実質リターンは基本シナリオで -8.2%と予想される一方で、上位 5 分位のファンドのリターンは 18%を上回ると予想されている。

1 Trond Døskeland and Per Strömberg, [Evaluating Investments in Unlisted Equity for the Norwegian Government Pension Fund Global \(GPFGL\)](#), Swedish House of Finance Research Paper No. 23-03 (April 5, 2018).

2 The 2023 Preqin Private Capital Fund Terms Advisor, 3Q 2023.

図表 2: プライベート・エクイティ・ファンドの手数料控除後の実質リターンに関するシナリオ



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11月30日現在

出所: プレキン、AB

プライベート・デット・ファンドの期待リターン

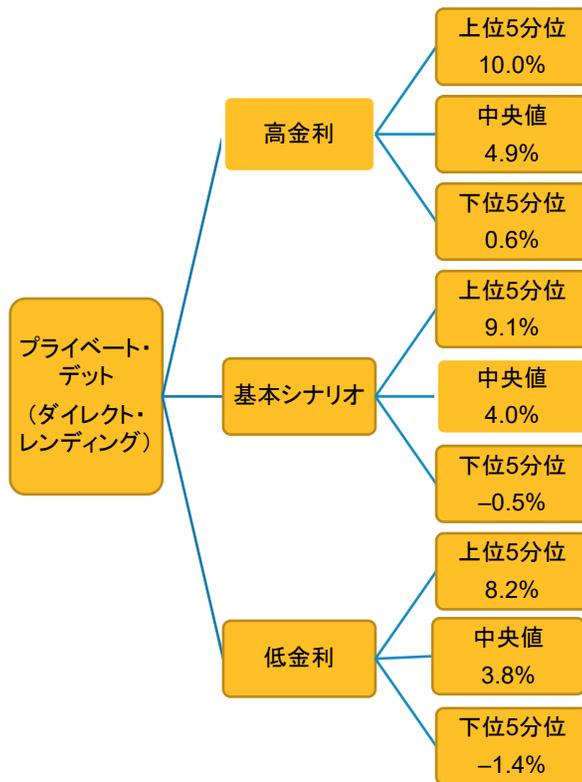
プライベート・エクイティと同様に、プライベート・デット・ファンドの期待リターンは、以下のように分解できる:

$$\text{プライベート・デットの実質リターン} = \text{基準金利} + \text{信用スプレッド} - \text{デフォルト損失} - \text{手数料} - \text{インフレ率}$$

基本シナリオでは、基準金利はプライベート・エクイティと同じ3.5%、信用スプレッドも同じく5.5%になると想定している。デフォルトによる損失は年間0.5%、管理手数料は0.75%とする。ハードル・レートは7%で、それを上回るリターンには10%の成功報酬が課される。また、基準金利が1%高い(高金利)シナリオと1%低い(低金利)シナリオもモデル化した。最後に、中間ファンド、上位5分位ファンド、下位5分位ファンドについて、3つの異なるリターン結果をモデル化した。上位5分位と下位5分位のスプレッドは、2004年から2020年までのビンテージを持つ103の米国ダイレクト・レンディング・ファンドのサンプルを使い、過去のデータから計算した。

基本シナリオに基づく手数料控除後の実質リターンの中央値は4%(次ページの図表3)、名目では7%と予測される。上位5分位と下位5分位のファンド間の分散は大きいですが、同じスプレッドを持つプライベート・エクイティ・ファンドに比べればはるかに小さい。プライベート・デットの場合、下位5分位ファンドの基本シナリオにおけるリターンは実質ベースで-0.5%と、やはり若干のマイナスとなり、上位5分位ファンドのリターンは実質9%となる。

図表 3: プライベート・デット・ファンドの手数料控除後の実質リターンに関するシナリオ



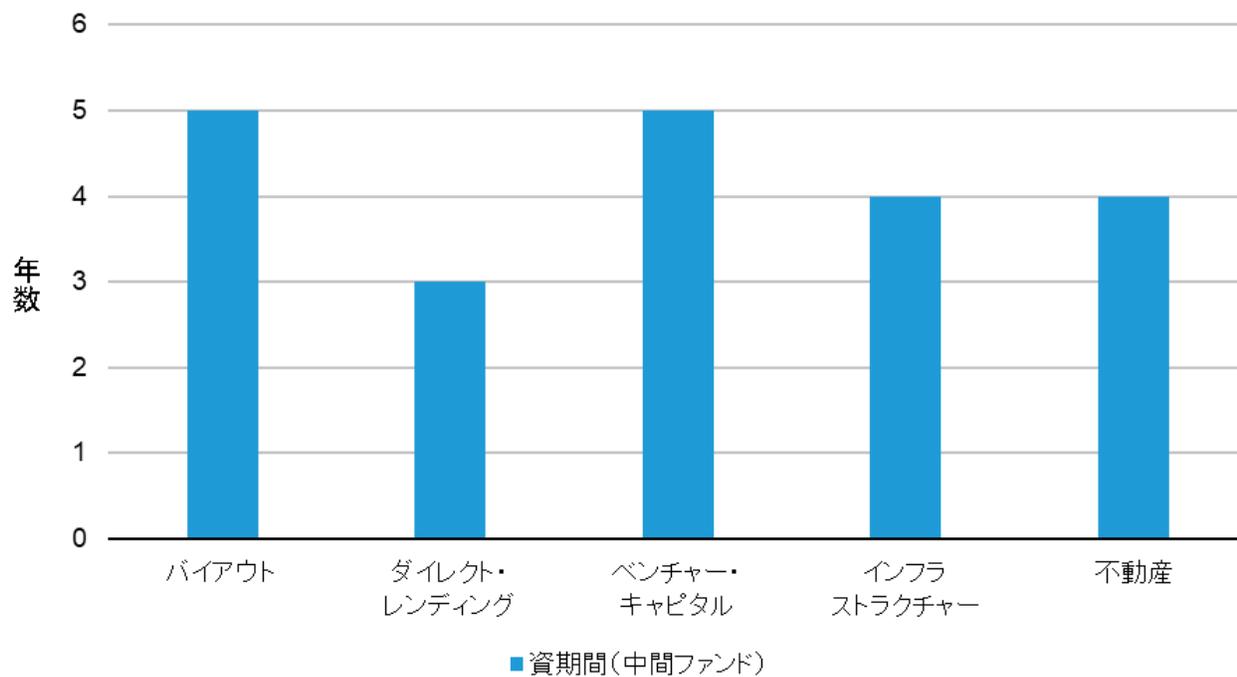
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2023年11月30日現在

出所: プレキン、AB

プライベート・エクイティ・ファンドとプライベート・デット・ファンドのもう一つの重要な違いは、流動性プロファイルである。どちらも流動性の低い資産だが、プライベート・デット・ファンドの流動性プロファイルははるかに好ましい。資金が引き出されるまでの平均投資期間は、一般的なバイアウト・ファンドやベンチャーキャピタル・ファンドが5年なのに対し、ダイレクト・レンディング・ファンドの中央値は3年である(次ページの図表4)。そのため、プライベート・デット・ファンドでは、投資家の資金が当初拘束される期間が大幅に短くなっている。

図表 4: 異なるプライベート・ファンド・カテゴリーの平均投資期間



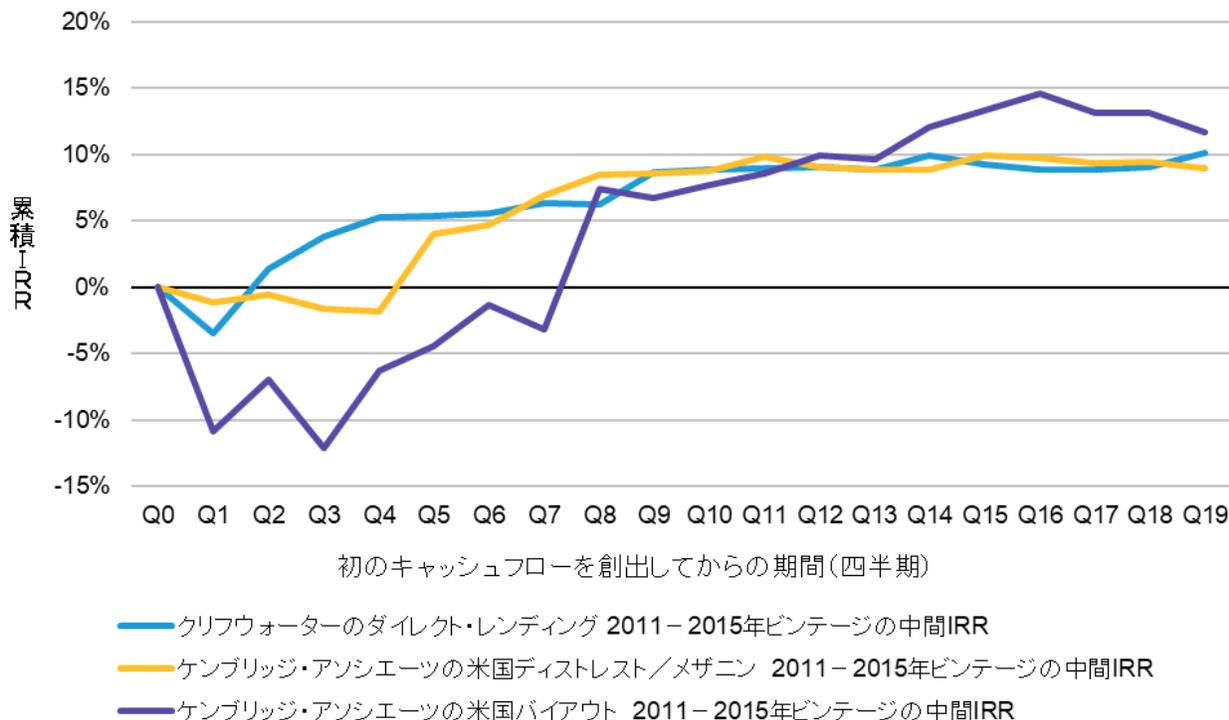
過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2023年12月30日現在

出所: プレキン、AB

さらに、クリフウォーターの調査によれば、プライベート・デットのJカーブ効果ははるかに目立たず、内部収益率(IRR)はバイアウト・ファンドよりもはるかに早くプラスに転じる(次ページの図表 5)。

図表 5: 異なるプライベート・ファンドの流動性プロファイル



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。

2016年6月30日まで

出所: Stephen L. Nesbitt and John Topor, *Corporate Direct Lending and J-Curve Mitigation*, Cliffwater Research, January 29, 2017.

この関係は、プライベート・デットと比較したプライベート・エクイティのリスク・プロファイルという、より広範な問題の一部である。テールや流動性に関する制約が主なリスクとなっているリターン源泉の指標としてリターンのボラティリティを用いることの利点については議論できるが、プライベート・デットのボラティリティは低く、結果の分散は狭くなる。ABは、プライベート・デットにとってより大きなリスクは、システムレベルの総体的なもので、景気サイクルに及ぼしかねない未知の影響だと考えている。しかし、プライベート資産に対する投資家のエクスポージャーに関しては、追加のフローをプライベート・デットに傾けるべきだと思われる。

ABは投資家がプライベート・エクイティを避けるべきだと言っているわけではない。しかし、これは資産クラスの「ベータ」から得られる期待リターンに関する話というよりも、アルファやファンドの選択に関する決定に関する問題であることは明らかだ。

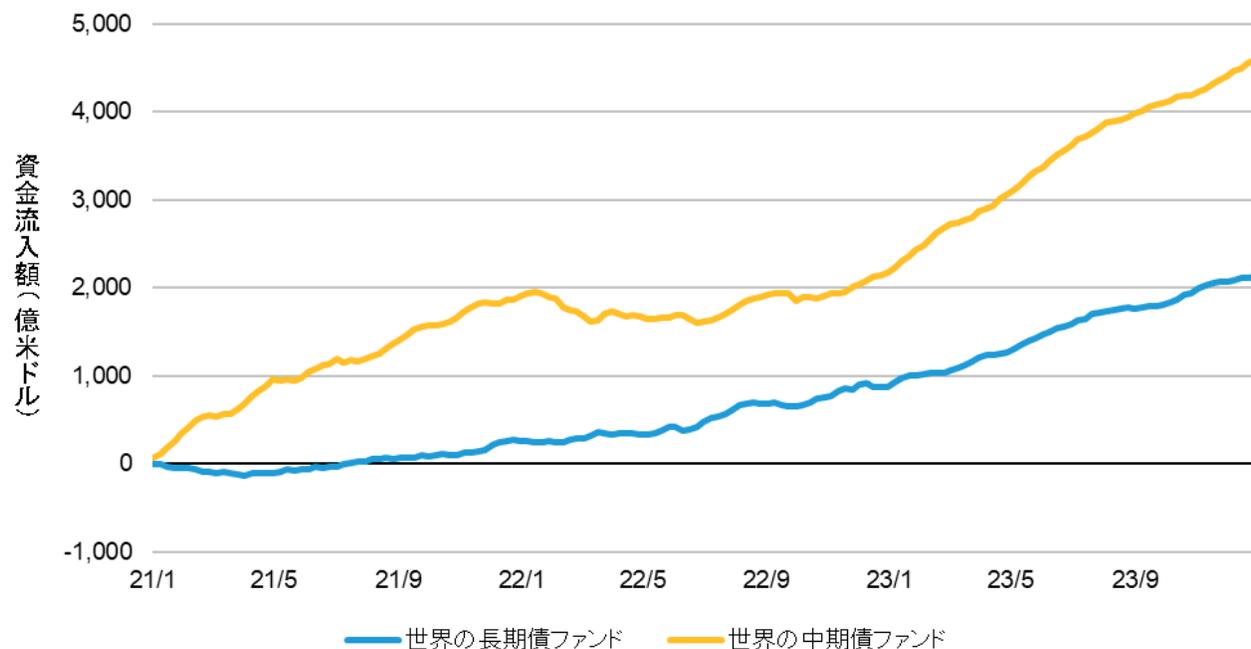
デュレーションを追加すべきか、せざるべきか？

2023年後半は、それ以前の18カ月間にデュレーションへのエクスポージャーが投資家を苦しめた最大の要因の1つとなったことを受け、デュレーションの長いポジションに記録的な資金が流入した(次ページの図表6)。2024年はアロケーターにとって、「デュレーションへのエクスポージャーをさらに引き上げるべきか」が大きな問題となる。

デュレーションへのエクスポージャーは過去10年間よりも魅力が高まっている。そのため、ここ数年よりもポジションを積み増そうとするのは自然なことだ。しかし、そのエクスポージャーはどの程度増やすべきだろうか？ また、オーバーウェイトとすべきなのだろうか？ 戦術的な視点と戦略的な視点が異なるため、その回答は難しい。戦術的なシナリオは金利の予想経路と密接に関連しており、戦略的なシナリオは新たな投資環境に入りつつあるという見方が重要な意味を持ちそうだ。「自然な」クロスアセット・ベンチマークを作ることが不可能であることを踏まえれば(このトピックは次回のレポートで取り上げる予定だ)、戦略的観点からどのエクスポージャーをオーバーウェイトとすべきなのか判断するのは難しい。

AB の結論は、デュレーションへのエクスポージャーは過去 5 年間の水準から引き上げられる可能性が高いということだ。また、金利が低下するとの見方(1カ月前に市場が予想したほど急速ではないにせよ)は、長いデュレーションへのフローを戦術的に支える要因となる。しかし、戦略的な観点から見れば、デュレーションが万能薬になる可能性は、投資業界の多くの人々が経験してきた期間に比べ、はるかに低くなると思われる。そのため、デュレーションについて再考する必要が生じるかもしれない。

図表 6: デュレーションが長い債券ファンドには、2023 年後半に過去最高の資金が流入



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。

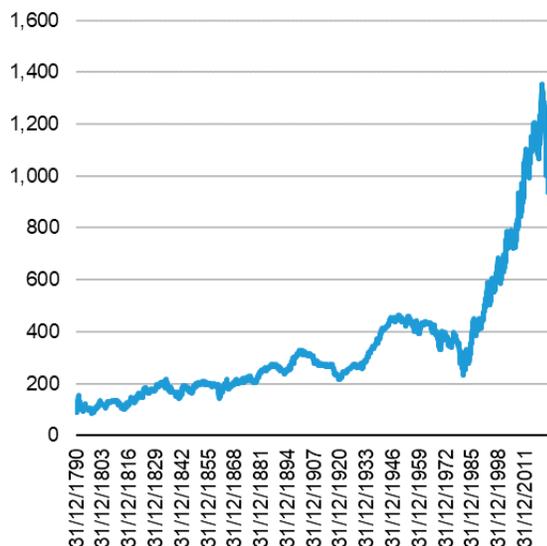
2024 年 1 月 5 日まで

出所: エマージング・ポートフォリオ・ファンド・リサーチ (EPFR) グローバル、AB

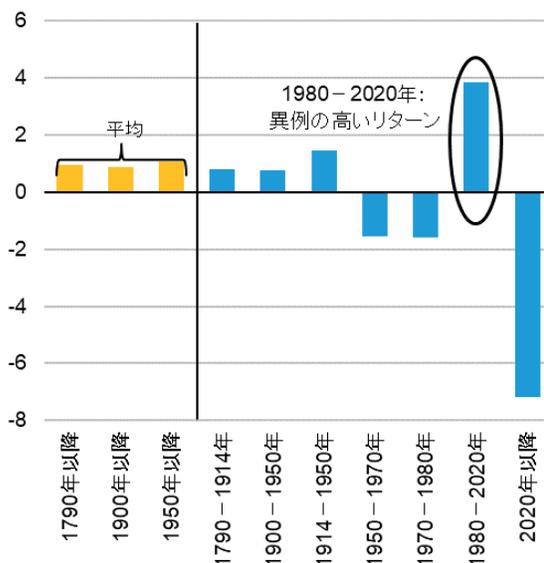
この戦略的問題を、リターンとリスク寄与の観点から考えてみよう。デュレーションからどの程度のリターンを期待すべきなのだろうか？デュレーションから得られるリターンに、「通常の」リターンは存在しない。なぜなら、それはレジームに依存するからだ。数年前まで、キャッシュに対する米国 10 年国債の長期的な超過リターンは、過去数十年にわたり非常に高い水準で推移してきた(次ページの図表 7)。しかし、それ以前はリターンが低く、不安定な期間が長期にわたり続いていた。

次ページの図表 8 は、同じ超過リターンを期間ごとに分割したデータを示している。1980-2020 年のリターンは異例なほど高い水準にある。1980 年以前の戦後期(1950-1980 年)は、長期にわたってリターンがマイナスだった。それ以前のリターンは平均してプラスだったが、その水準は低かった。

図表 7: キャッシュに対する米国 10 年国債の超過リターン(指数化)



図表 8: キャッシュに対する米国 10 年国債の超過リターン(期間別)



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日まで

出所: グローバル・フィナンシャル・データ、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。

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

1980-2020年にデフレーションから得られる超過リターンが非常に高かったのは、高成長、グローバル化、好ましい人口動態、中央銀行の独立性などを背景に、名目利回りが低下した特殊な時期だったことを反映したものだ。これらはどれをとっても、再び利回りをさらに低下させる要因となることは考えにくい。こうしたマクロ的要因に加え、例外的な期間にデフレーションからもたらされたリターンには、当初の環境がかなり特殊だったことも反映されている。その意味で、ここ数十年間におけるリターン源泉としてのデフレーションの強さは、熱力学における時間の方向性に関する問題が、ビッグバンの出発点においてエントロピーが低かったという極めて特殊な環境に依存することによって解決されたようなものだ。

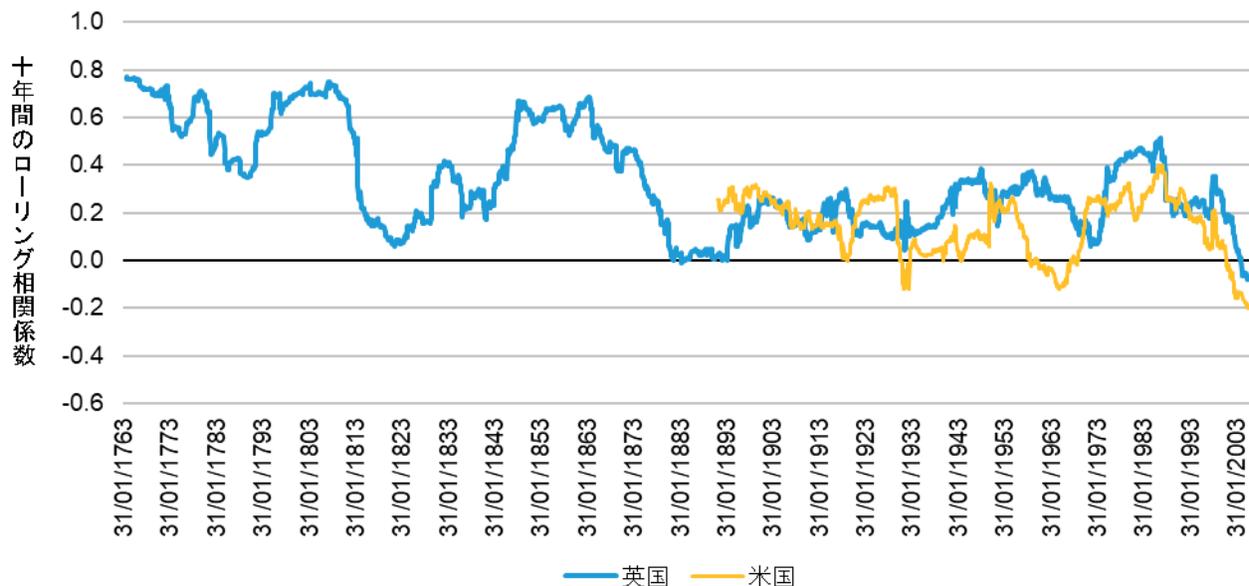
それでも、国家のデフォルトやインフレといった本質的なリスクを考えれば、デフレーションから得られるリターンはあるはずだ。1980年代初めのように出発点における特殊な環境がなければ、極めて長期にわたるデフレーションの超過リターンは年率1%と考えるのが妥当だと思われる。

2つ目の重要な部分は、リスク寄与である。ABは以前のレポートで、株式リターンと債券リターンの強いマイナス相関が繰り返されることはなさそうだと指摘してきた。0-+0.2程度の相関は、ポートフォリオのリスク分散にとって依然として有効だが、ここ数十年にわたる完全なマイナス相関が示すような絶対的なものではない。株式リターンと債券リターンの相関に関する極めて長い歴史(次ページの図表9)を見ると、過去30年間のマイナス相関がむしろ異例だったと言える。

今後については、インフレ率と成長率にどれほど強い関係があるかが重要な要因となる。戦略的な視野に立てば、一部のインフレ要因は経済成長と連動しないか、または実質成長率を引き下げる要因にすらなる。それらの例としては、グローバル化の後退、人口動態の変化、気候変動およびそれへの対応などが挙げられる。そうした環境においては、株式と債券の正の相関が持続する可能性がある。戦略的なアセット・アロケーション・モデルでは、資産クラス間に若干の正の相関があると想定するのが妥当だと思われる。

ポートフォリオ全体の観点からは、今後10年間の実質シャープ・レシオがここ数十年よりも低下するというABの見方が正しければ、相関関係が低いさまざまなリスク源泉へのエクスポージャーが重要な意味を持つ。その結果、デフレーションへのエクスポージャーは、他のリスク源泉と共に、こうした側面において果たすべき役割を持つことになる。

図表 9: 10 年間の株式と債券のローリング相関係数



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。

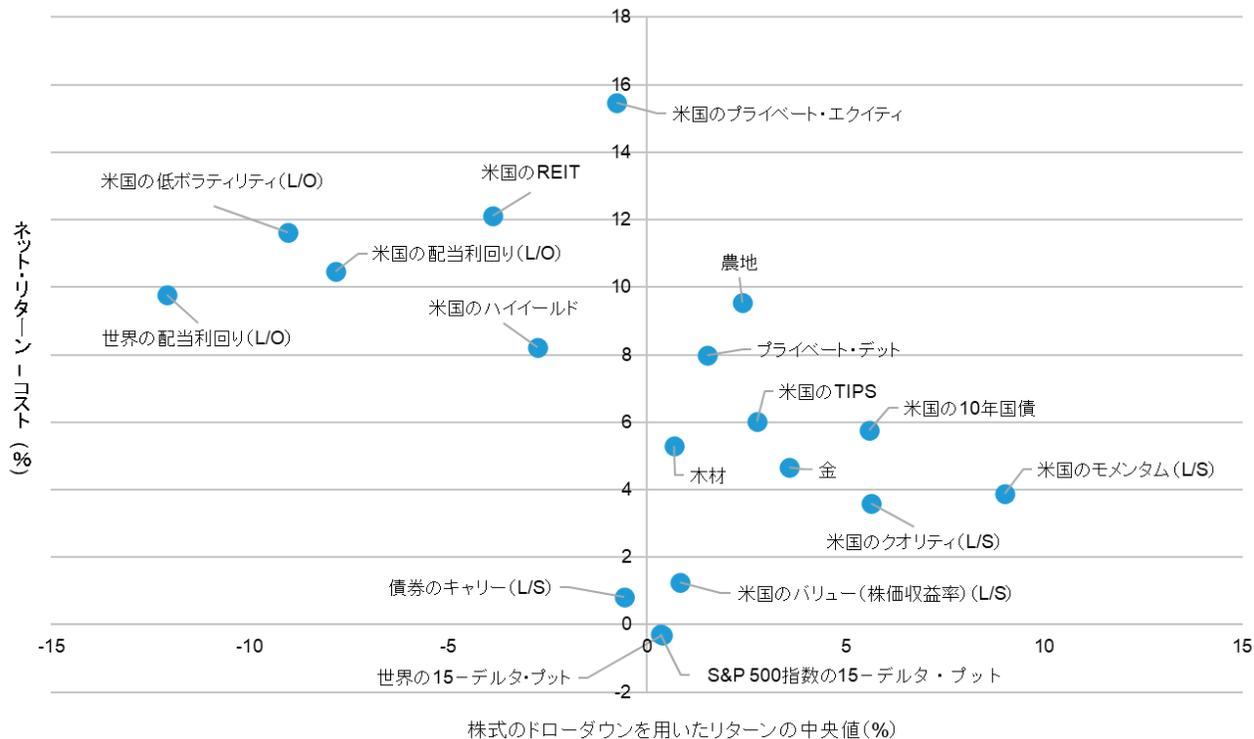
2023 年 11 月 30 日まで

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

デュレーションには、ドローダウン・プロテクションと流動性の源泉としての明確な役割がある。それは、支払いのため明らかに流動性を必要とする投資家とその資金調達源として、または市場が混乱した場面で機動的に投資するための資金源としての役割である。次ページの図表 10 では、1999 年から 2020 年までの米国株の最大 10 回のドローダウン時のリターンと比較した、さまざまな資産のヒストリカルな長期リターンを表示している。それによると、ドローダウンを毛嫌いする投資家にとって、デュレーションは大きな役割を果たしている。デュレーションがリターン/ドローダウン・プロテクションのトレードオフに果たす役割は、モメンタムやクオリティ・ファクターだけでなく、金の役割にも似ている。2022-2023 年にかけてはプロテクションが機能しなかったように、インフレ・リスクの突然の再調整からリターンを守る役割を果たすことはできない。しかし、地政学的なイベントや通常の景気サイクルの下降によるショックが起きた場合には、デュレーションが機能すると考える十分な理由がある。

それを念頭に置けば、デュレーションは最終的に実質リターンの見通しを持つ投資家にとって果たすべき役割があるが、それはむしろ、ドローダウンによる影響を和らげることと、流動性を供給することにある。ここ数年に利回りがリセットされたことは、その効果にコストを支払う必要がなくなったことを意味しており、リターンとドローダウン・プロテクションのバランスが変化した。そのことは、デュレーションへのエクスポージャーが高まることを示唆している。

図表 10: 債券には依然としてドローダウンの影響を緩和する役割がある(2022 年から視線をそらす限りは)



過去の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。

図表は 1990 年以降の月次データを使用。プライベートエクイティ、プライベート・デット、農地、木材は四半期のデータで、ドローダウン期間は直近の四半期とマッチさせています。米国 10 年債、金、REIT、TIPS、ハイイールド債の手数料は 10 ベーシス・ポイント(bps)と想定。ロング・オンリー(L/O)ファクターの手数料は 20bps、ロング・ショート(L/S)ファクターの手数料は 50bps と想定。木材、農地、プライベート・デットについては、150bps の手数料を想定。オプション戦略は 1 年物 15-デルタのプット、時価総額加重、日次のデルタのヘッジについて表示。

2022 年 3 月 31 日現在

出所: ブルームバーグ、ケンブリッジ・アソシエーツ、クリフウォーター、グローバル・フィナンシャル・データ、全米不動産投資受託者協会、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

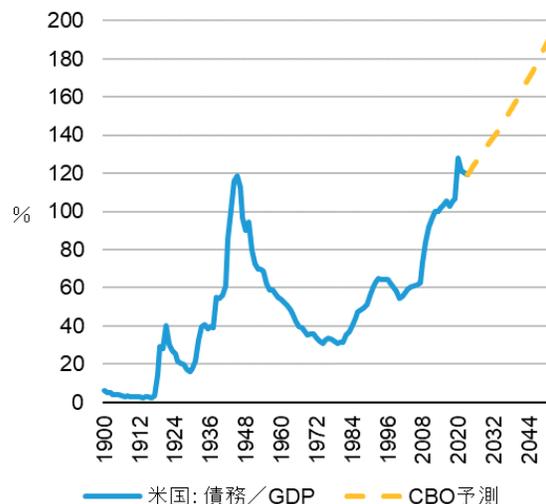
過去 6 カ月間、顧客とのミーティングで繰り返し取り上げられ、今後も議論になるとみられる問題のひとつは、過去 1 年間の実質利回りの急上昇が「債券自警団」の復活を意味するかどうかということだ。この疑問の本質にあるのは、公的債務の持続可能性とソブリン債のネットの需給見通しだ。AB は最近、政府債と株式の需給バランスが正反対に見えることを指摘した。先進国市場では上場株式の供給は縮小しているが、均衡インフレ率がある程度高まれば、投資家の需要が高まると予想される。債券はそれとは逆に、政府が財政需要を満たそうとするのに伴い供給が大幅に増加する一方、インフレ率が上昇している場面では、多くのタイプの投資家の間で債券への需要が減少する。

国内総生産(GDP)に対する公的債務の比率は長期にわたって上昇している(次ページの図表 11、12)。もちろん、今問題になっているのは、金利に関する予測に大きな違いがあることと、ここ数十年の間に名目金利を押し下げてきた持続的な要因が巻き戻される動きが解消されたという認識だ。しかし、日本を見れば分かるように、それは先延ばしされる可能性があり、それがどのくらい続くのかも分からない。それはとりわけ米国に当てはまる。一部の国は基軸通貨としてのドルの地位を失墜させたいと考えているが、近い将来にそれに匹敵するような通貨が登場するとは思えない。英国における負債主導型投資(LDI)の危機で示されたように、他の国々にとって問題を回避する余地は少ない。こうした公的債務のプロファイルや、戦略的アセット・アロケーションにおける「デルタ」と直接結びつけることは難しい。しかし、それは少なくとも、デフレの実現ボラティリティがここ数年の抑制された水準ではなく、長期的な(例えば、1950 年以降の)平均に沿った水準になると想定し、保守的なスタンスを取るべき理由になると言えそうだ。さらに、デフレの実質リターンが低下する可能性も残されている。

図表 11: G7 国債の対 GDP 比率 (GDP 加重ベース)



図表 12: 米国国債の対 GDP 比率



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。予想は今後変更される可能性があります。

図表は G7 諸国の国債の対 GDP 比率を米ドル建ての名目 GDP で加重平均したもの。1900-2021 年のデータはグローバル・フィナンシャル・データ、2023 年の予測は国際通貨基金 (IMF) から取得。

2023 年 10 月 31 日まで

出所: 米議会予算局 (CBO)、連邦準備制度経済データ (FRED)、グローバル・フィナンシャル・データ、IMF、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 10 月 30 日現在

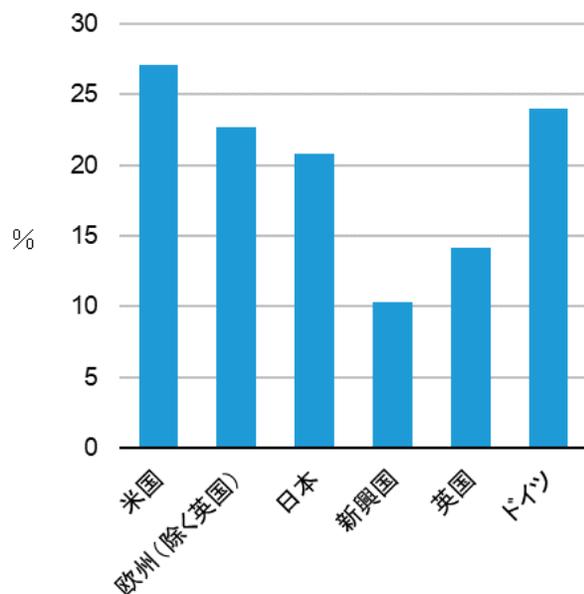
出所: CBO、FRED、グローバル・フィナンシャル・データ、IMF、AB

顧客との議論では戦術的な見解と戦略的な見解でトーンに違いが見られる。利回り上昇には絶対的な魅力があるが、このテーマに関しては、この戦術か戦略かの違いが重要な意味を持つと AB は考えている。最近の金利急上昇は、将来の金利の方向性に関する確率のバランスを変化させた。米国 10 年国債の利回りは、サイクルの転換期に典型的に見られる FF 金利のような水準には達していない。1990 年以降における 4 回の主要な金利サイクルでは、債券利回りが明確に低下する前に、米国 10 年国債利回りは FF 金利のピーク時と同水準か、またはそれを上回っていた。しかし現在は、金利は上昇するよりも低下する確率の方が高い。それはタイミングの問題だ。そうした状況を踏まえれば、デュレーションの積み増しを始めたか、または少なくとも今後数四半期にわたってそうした行動を取ったりすることで利益が得られる可能性が高まる。障害となるのは、イールドカーブが依然として逆転していることと、成長、インフレ、地政学に関する不確実性を考慮すると、今後のマクロ経済のシナリオに関するばらつきが非常に大きいことだ。

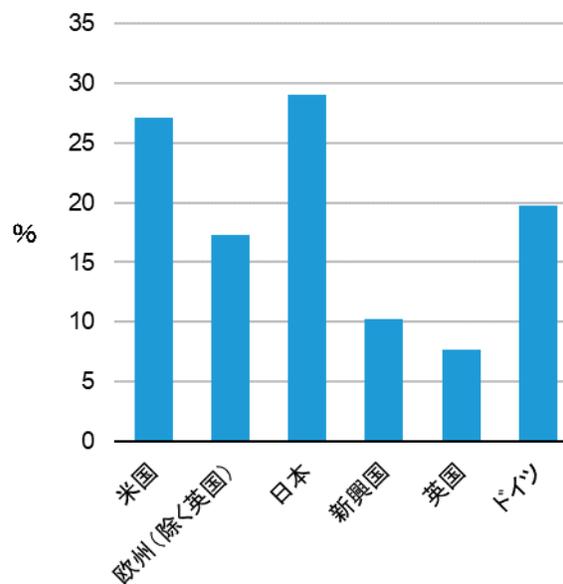
株式への投資機会

経済が引き続き底堅く推移した結果、2023年の株式リターンは世界全体でプラスとなった(図表 13、14)。現地通貨ベースでは日本が傑出したパフォーマンス(米ドルベースではかなり圧縮されたが)を示したほか、ドイツが米ドルベースでも現地通貨ベースでも好調なパフォーマンスを見せた。

図表 13: 2023 年の株式リターン (米ドルベース)



図表 14: 2023 年の株式リターン (現地通貨ベース)



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。

2023年12月29日現在

出所: MSCI、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。

2023年12月29日現在

出所: MSCI、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

次ページの図表 15 と 16 は、絶対ベース及び長期的な実績と比較した米国と他の主要市場のバリュエーションについて、さまざまな指標で表している。意外なことではないが、米国はバリュエーションがおおむね適当な水準にある他の地域とは例外的に異なっており、自国の過去のバリュエーションや他地域のバリュエーションに比べ、かなり高いプレミアムで取引されている。日本、英国、中国は、過去の平均に比べ最も割安な水準にある。

図表 15: 地域別の株式バリュエーション概要

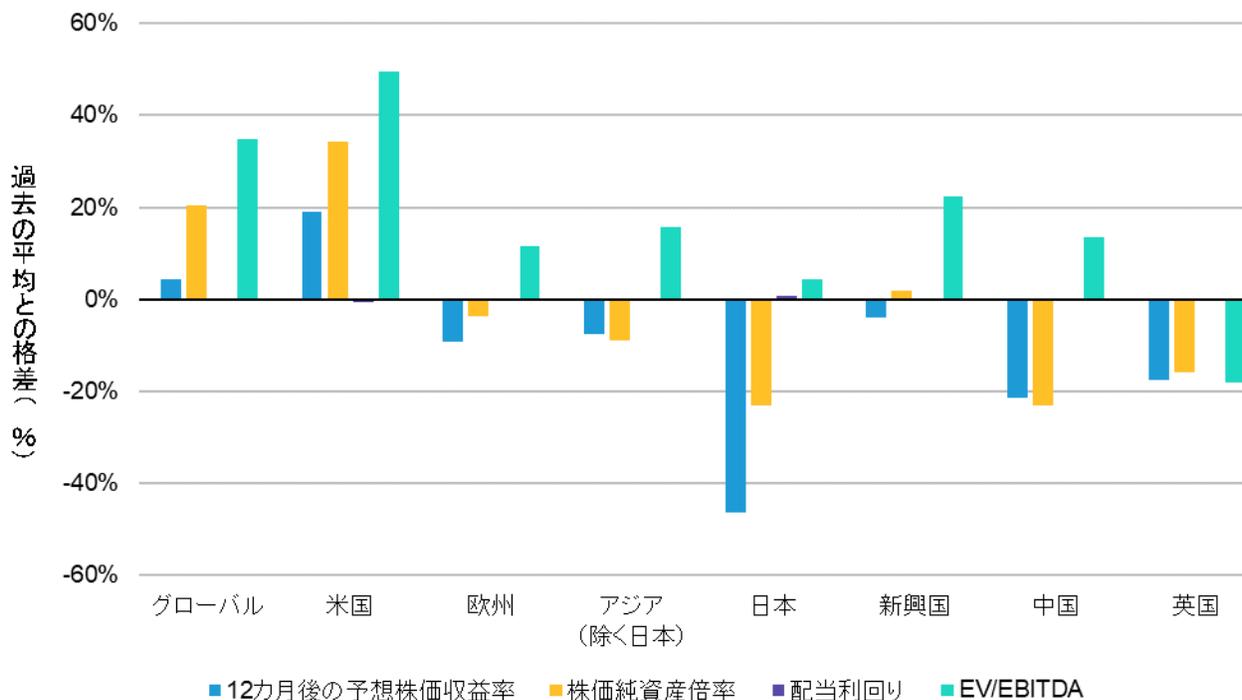
現在の水準	グローバル	米国	欧州	アジア (除く日本)	日本	新興国	中国	英国
12カ月後の予想株価収益率	17.38	20.00	13.05	12.99	14.30	12.65	10.91	11.36
株価純資産倍率	2.89	3.92	1.97	1.75	1.46	1.82	1.62	1.82
配当利回り	2%	1%	3%	3%	2%	2%	2%	4%
EV/EBITDA	11.97	14.79	8.25	9.71	9.10	9.42	9.66	6.40
平均との比較 (%)	グローバル	米国	欧州	アジア (除く日本)	日本	新興国	中国	英国
12カ月後の予想株価収益率	4.3%	19.0%	-9.3%	-7.5%	-46.5%	-4.0%	-21.4%	-17.6%
株価純資産倍率	20.6%	34.3%	-3.6%	-8.9%	-23.2%	1.9%	-23.2%	-16.0%
配当利回り	-0.3%	-0.6%	0.0%	-0.1%	0.8%	0.1%	0.3%	0.0%
EV/EBITDA	34.9%	49.4%	11.7%	15.7%	4.4%	22.4%	13.5%	-18.0%

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: ファクトセット、トムソン・ロイター I/B/E/S、AB

図表 16: 地域別の株価バリュエーション



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。

2023年12月30日現在

出所: ファクトセット、トムソン・ロイター I/B/E/S、AB

もちろん、米国ではバリュエーションが依然として巨大銘柄に大きく偏っている。上位 10 銘柄を除外すれば、「割安」とは言えないまでも、株価収益率は極端に高い水準ではなくなる(図表 17)。

図表 17: 上位 10 銘柄を除いた米国株のバリュエーション



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。

2024年1月5日まで

出所: ファクトセット、AB

この株価収益率はどのくらい懸念すべきなのだろうか？米市場では2024年の企業利益が約12%増加するというのがコンセンサスとなっており、期待値は高い(図表18)。もちろん、「マグニフィセント7」に対する期待値は最も高く、2024年は20%の利益成長が見込まれている。それは、上位10社を除いた市場全体の予想利益成長率である11%の倍近くに相当する(次ページの図表19)。

図表 18: 2024 年の企業利益及び売上高の伸び率見通し

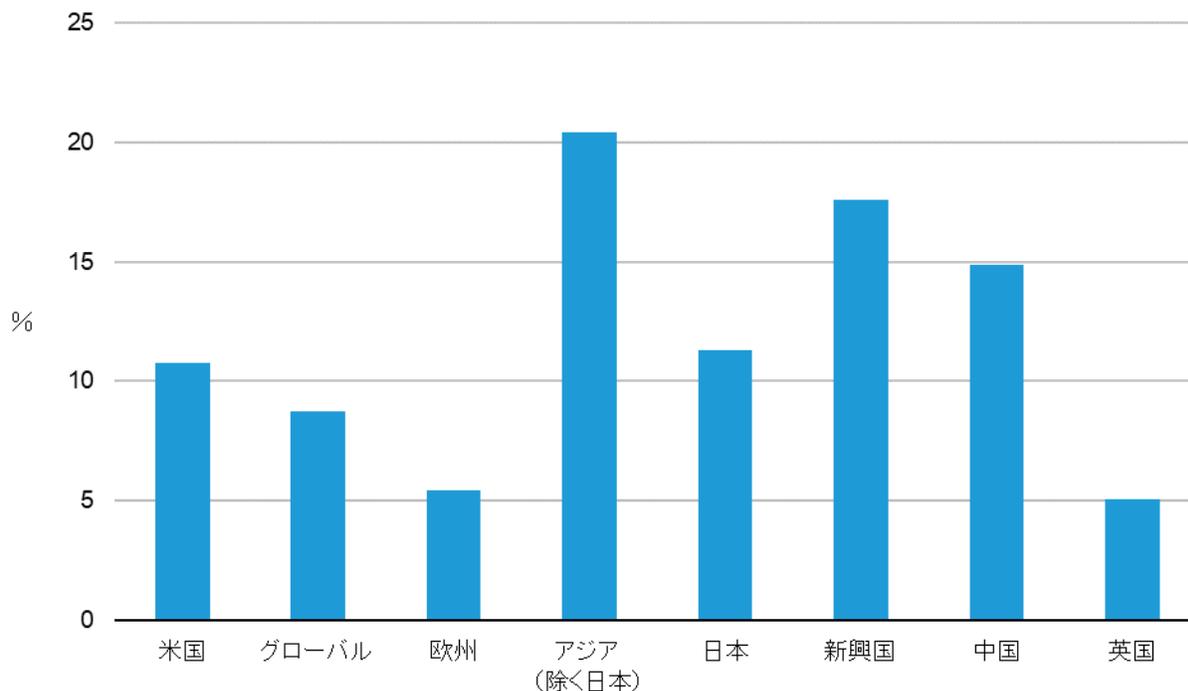
セクター	2024 年の予想 対 2023 年の実績	
	利益	売上高
エネルギー	2.3%	2.0%
素材	5.6%	1.6%
情報技術	13.1%	7.1%
金融	6.7%	6.0%
通信サービス	16.3%	7.0%
資本財	11.2%	4.8%
一般消費財	13.7%	6.4%
生活必需品	4.8%	2.6%
ヘルスケア	18.0%	5.6%
不動産	-2.0%	6.0%
公益事業	8.4%	2.8%
上位 10 銘柄	20.0%	11.8%
S&P 500 指数	12.5%	5.9%
上位 10 銘柄を除く S&P 500 指数	11.0%	5.1%

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 3 日現在

出所: ファクトセット、トムソン・ロイター I/B/E/S、AB

図表 19: 2024 年の利益成長に関するコンセンサス予想 (米ドルベース)



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。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: MSCI、トムソン・ロイター I/B/E/S、AB

AB が、米国の超大型株に弱気にはなっていないことを強調したい。実際、超大型株は、成長、質の高い利益、安定したマージンをもたらす重要な投資対象であり、今後もそれらをもたらし続けることができる。このことは今後の株式へのポジションを支える重要なテーマとなる。一方で、それ以外の米国市場に対する期待が、必ずしも絶望的なほど達成不可能であるとも考えていない。実際、多様なマクロ経済や業界の変数に基づき、さまざまな時間軸で企業収益を予測できる AB 独自のモデルに基づけば、2024 年の利益成長率は、より緩やかではあるが力強い水準である 9%になると見込まれる。だがこの予想は、ある程度の警戒を要する程度に高い水準だ。経済の減速に伴い、利益が鈍化したり、マージンが圧迫される状態が続いたり、米国のアウトパフォーマンスをけん引する上位 10 銘柄が引き続き期待に届えてくれる能力に大きく依存したりする場合には、AB はさまざまな地域に株式エクスポージャーを分散させたいと考えている。

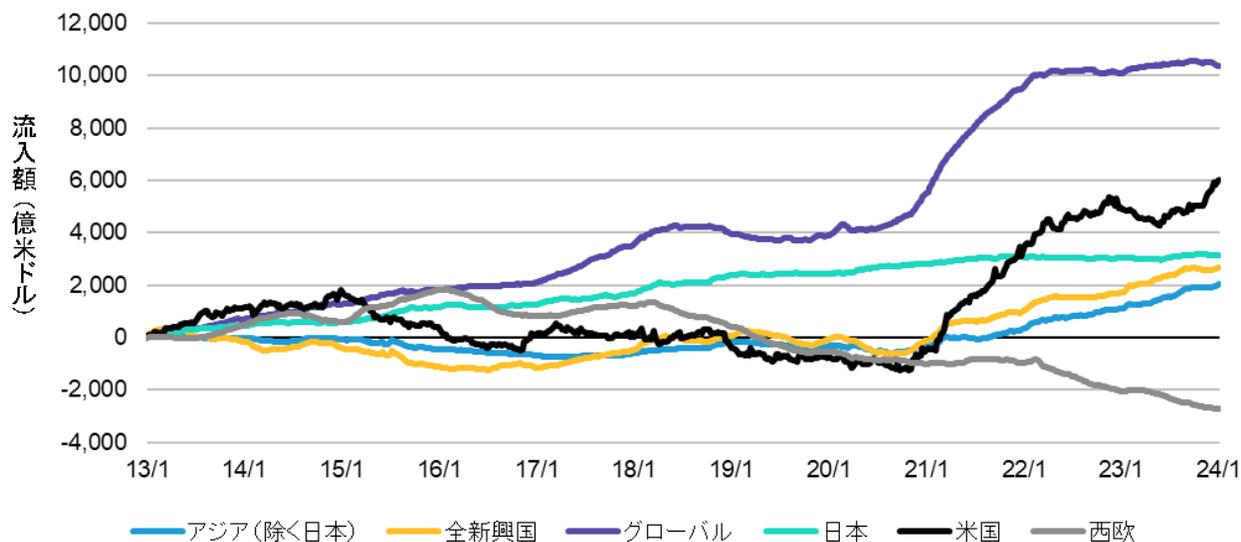
これは、米国と海外の株式のウェイトをほぼベンチマークに近づけたいことを意味する。前述したように、戦略的視野に立てば、これらの資産は異なるタイプのリスクに対するエクスポージャーを提供してくれると考えている。米国市場はバリュエーションに関するリスクが大きい。好ましい人口動態によって成長見通しも高くなる可能性がある。海外の株式はバリュエーションが魅力的な水準にあるが、成長見通しに対するリスクは大きい。

もっと戦術的に見れば、AB は短期的には米国市場に勢いがあることや、金利低下によって成長株への追い風が続いていることを認識している。安定した利益、強靱なバランスシート、堅実な成長ポテンシャルを持つ企業は、景気が減速しても投資家から評価されると思われる。それに対し、海外の株式は幅広い利益及びリターン源泉が魅力であるほか、バリュエーションや利回り/インカムも魅力的な水準にあり、少なくとも一部の地域では経済のモメンタムが上向いている。そのため、米国株と海外の株式の両方をポートフォリオに組み入れることは戦術的な妥当性があり、それはうまくバランスが取れている。

欧州株式は、歴史的に見ても、また米国と比較してもバリュエーションが魅力的な水準にあり、歴史的に見て 30%以上のディスカウント水準で取引されている。マクロ面の環境は好ましくないが、現在の株価収益率や依然として低調な欧州への資金流入 (図表 20) を踏まえれば、悪材料の多くが株価に織り込まれている可能性がある。また、企業利益が再び緩やかに上向くとみられることから株価に若干の上昇余地があり (インフレ率の低下とエネルギー・ショックの一巡を受け、消費者が貯め込んだ貯蓄を

消費に回すとみられるため)、株価収益率が上昇する可能性がある。魅力的な利回り(欧州市場全体の利回りは4%)もリターンを押し上げる要因となる。それでも、欧州が直面する地政学的リスクは依然として懸念すべき問題で、米国の選挙を控えて、欧州へのエクスポージャーはベンチマークと同水準か、わずかに下回る程度にとどめたいと考えている。

図表 20: 2013 年以降の地域別に見た株式市場への資金フロー



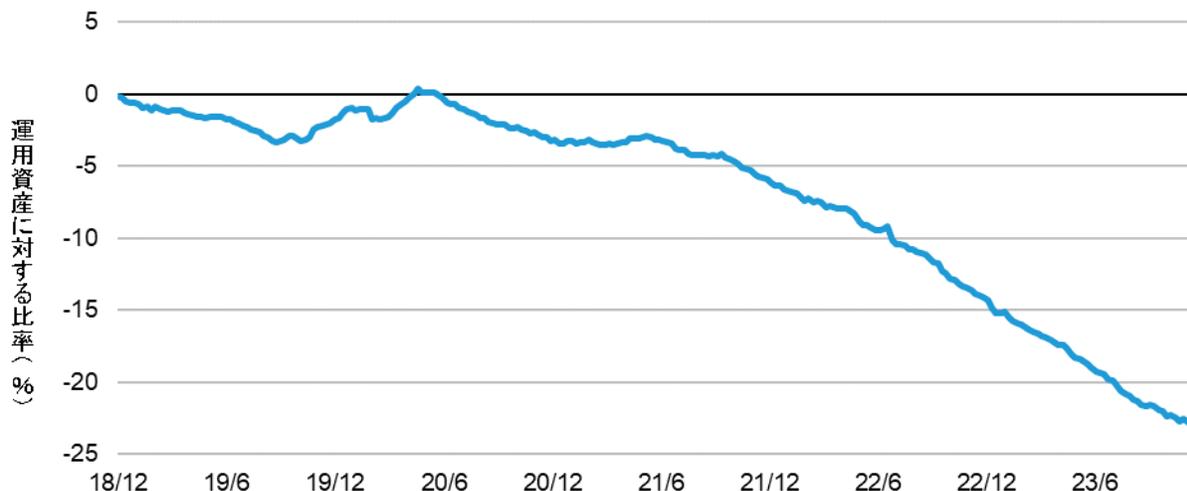
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024 年 1 月 3 日まで

出所: EPFR グローバル、AB

英国については、高い確信を持って強気に見ている。他の欧州市場に比べれば、歴史的に見てかなり大幅なディスカウント水準にあり、投資家のセンチメントや資金フローは極めて低迷している(次ページの図表 21)。英国株をカバーするアナリストは、依然として業績予想を下方修正している(利益のモメンタムがそれよりも悪いのは中国株しかない)。英国市場ではこうしたネガティブなセンチメントがしばらく続いているが、エネルギーやヘルスケア、生活必需品といったディフェンシブなセクターへのエクスポージャーが高いため、潜在的なインフレや景気後退をヘッジする手段として、今後数カ月はポートフォリオにおいて重要な役割を果たす可能性がある。英国市場はまた、配当利回りとフリーキャッシュフロー利回りが主要株式市場の中で最も高く、利回りが極めて魅力的な水準にあるため(次ページの図表 22、23)、インカムを重視する投資家にとってとりわけ魅力が高まっている。

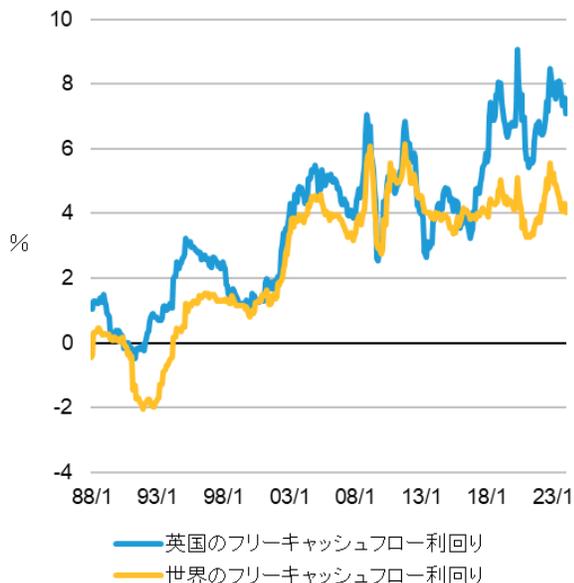
図表 21: 英国の株式ファンドへの資金フロー



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11月22日まで
出所: EPFR グローバル、AB

図表 22: 英国と世界のフリーキャッシュフロー利回り



図表 23: 英国の配当利回りとネット買い戻し利回り



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31日まで
出所: ファクトセット、トムソン・ロイター I/B/E/S、AB

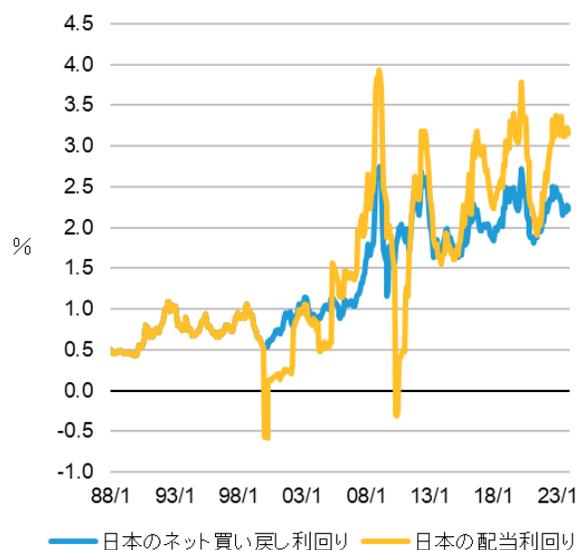
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2023年10月31日まで
出所: ファクトセット、トムソン・ロイター I/B/E/S、AB

日本株式については、2023年の好調なパフォーマンスにもかかわらず、バリュエーションが依然として極端に控えめな長期的な平均に回帰していることから、戦略的に興味深い投資機会があると考えている。戦術的には、企業改革と株主価値に注目する動きが再び高まっているほか、力強い賃金上昇(長年の低迷を経て)を背景に経済成長や国内消費が拡大するとの見通しや、フリーキャッシュフローの創出(図表 25)に支えられた過去最高水準に迫るネットの自社株買い戻し(図表 24)によって、投資家が再び活気づいている。また重要な要因として、円安も市場の極めて好調なパフォーマンスを支えている。同時に、eVestmentのデータによると、アクティブ・マネジャーの大半はまだ日本をアンダーウェイトとしている。それらの多くは、引き続き戦術的かつ長期的なサポート要因となる可能性がある。

しかし、イールドカーブ・コントロールの打ち切りやそれが為替相場に与える影響は市場にとって重大なリスクで、それは円相場と負の相関を持つ傾向がある(次ページの図表 26)。それに加え、最近の力強いリターンを踏まえれば、日本は戦術的に上値を狙う取引を行うよりも、戦略的に魅力的な投資機会になると思われる。

図表 24: 日本のネット買い戻し利回りと配当利回り



図表 25: 日本のフリーキャッシュフロー利回り



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31日まで

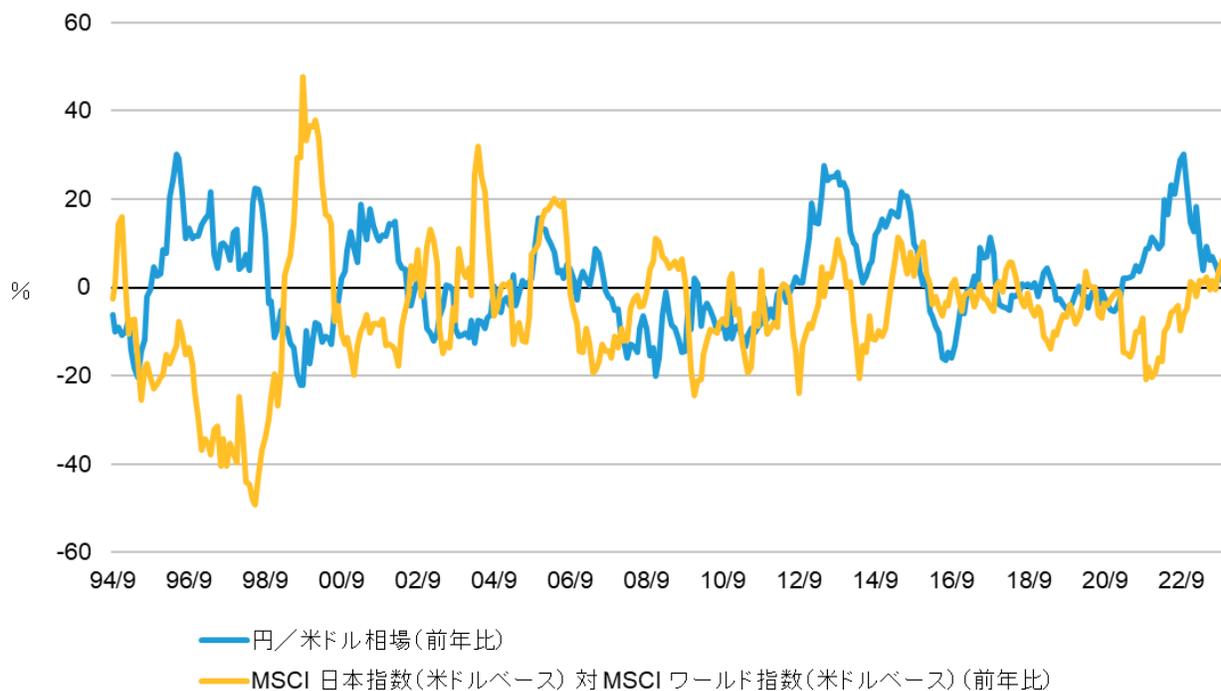
出所: ファクトセット、トムソン・ロイター I/B/E/S、AB

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。

2023年12月31日まで

出所: ファクトセット、トムソン・ロイター I/B/E/S、AB

図表 26: 日本株のパフォーマンスと円／米ドル相場



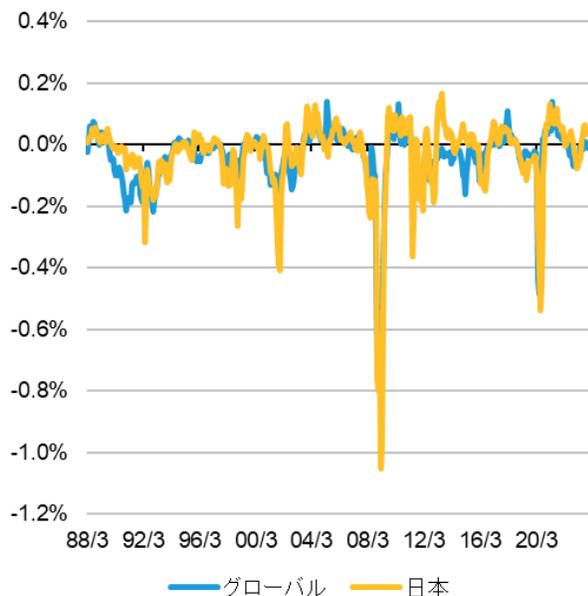
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2023年12月31日まで

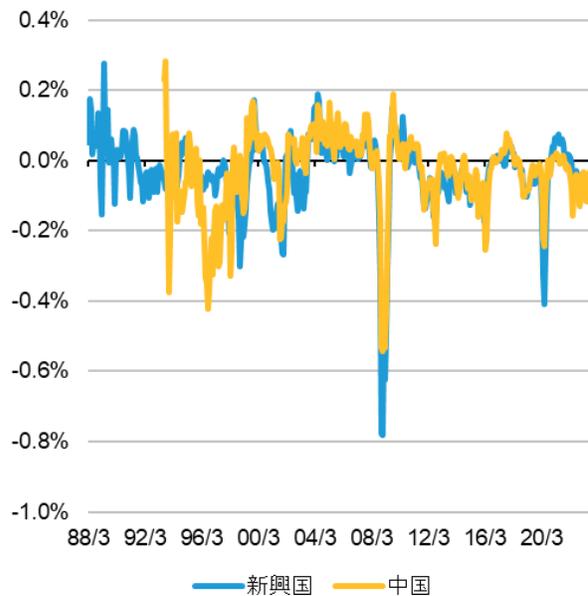
出所: ファクトセット、MSCI、AB

ABは引き続き新興国に魅力的な投資機会があるとみているが、投資に当たっては選別的かつアクティブなアプローチを重視している。新興国市場の多くはバリュエーションが控えめな水準にあるが、全般的なバリュエーションがおおむね中立である中国を除く新興国と、歴史的な水準に比べ大幅なディスカウント状態にある中国は、依然としてバリュエーションに大きな格差が見られる。中国のバリュエーションは、市場が直面する多くのリスクや最近のマクロ経済に対する失望感を織り込んでいるように見える。また、中国は先進国や新興国の中で企業の業績見通しが最も大幅に引き下げられている(次ページの図表27、28)。

図表 27: 世界と日本の業績見直し修正
(3 カ月移動平均値)



図表 28: 新興国と中国の業績見直し修正
(3 カ月移動平均値)



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 31 日まで

出所: ファクトセット、トムソン・ロイター I/B/E/S、AB

過去の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 31 日まで

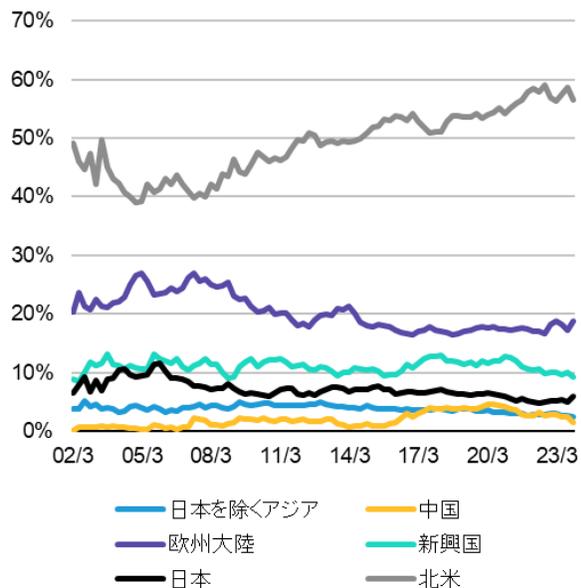
出所: ファクトセット、トムソン・ロイター I/B/E/S、AB

現時点では中国市場を再評価するのは難しいとみられるが、最近打ち出された財政刺激策が成長を支え、低迷している企業業績や投資家センチメントが改善されると思われる。他の新興国では、バリュエーションだけでなくマクロ経済環境や企業業績見直しもそれぞれ異なっており、AB は以下のような市場を引き続き選好している。

- 政策の引き締めサイクルが他国よりも「先行」している市場(ブラジル、メキシコ)
- インフレ率が抑制されている、または低下している市場(中国、インドネシア)
- 株価収益率と利益見通しが十分に調整され、回復に向かう基盤が整っている市場(中国、インドネシア、ブラジル)
- 炭素排出ネットゼロへの移行に対する備えができていない市場や、グローバルなサプライチェーンの再構築による恩恵を受ける市場(ブラジル、メキシコ、インド、インドネシア)

新興国における投資家のポジショニングは依然として控えめで(次ページの図表 29)、低調な資金フロー(次ページの図表 30)は、戦術的に引き続き上昇余地があることを示唆している。短期的なマクロ環境が予想外に好転すれば、ドル安と同様に、新興国市場にとって強力な追い風となる可能性がある。そのことは、経済見通しが悪化した場合にアウトパフォームするとみられる英国へのディフェンシブなアロケーション(及びクオリティとインカムを全般的に重視する姿勢)とのバランスを取る役割を果たす。

図表 29: 地域別に見た世界の PM エクスポート



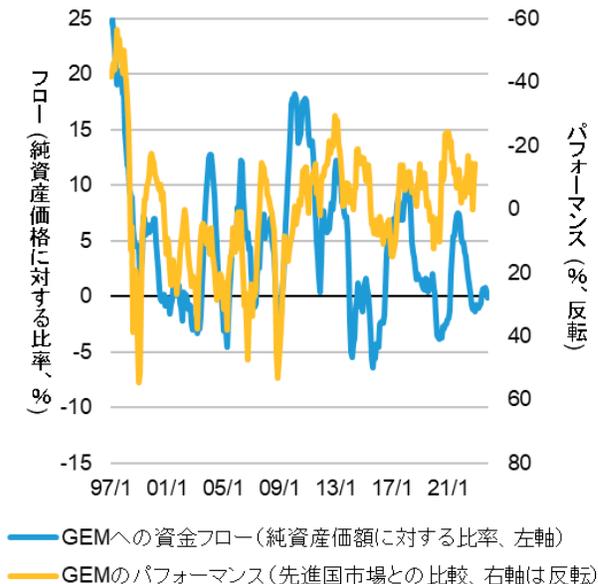
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

新興国市場を含むグローバルファンドのサンプルについては、それぞれの地域へのエクスポージャー全体を分析。

2023年12月31日まで

出所: eVestment、ファクトセット、モーニングスター、MSCI、S&P、AB

図表 30: 新興国市場のパフォーマンス及び資金フロー



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。

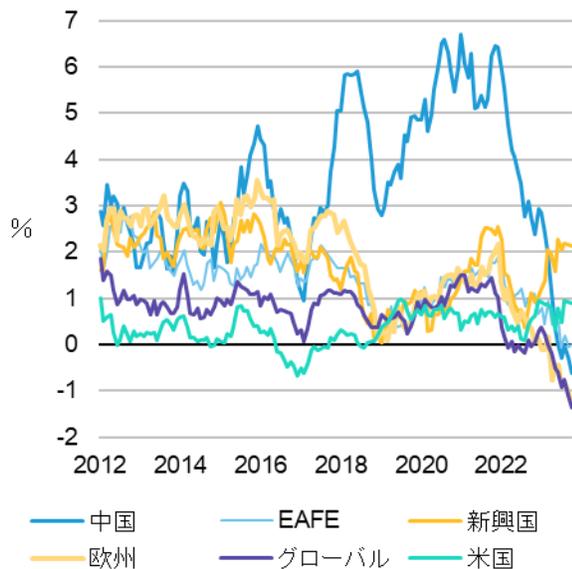
新興国のフローは、グローバル新興国株式ファンド(GEM)の総資産価値に対する、GEMへの純流入額の累積価値の比率。

AUM: 運用資産総額

2023年11月30日まで

出所: EPFR グローバル、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

図表 31: 地域別に見た 3 年間の超過リターン

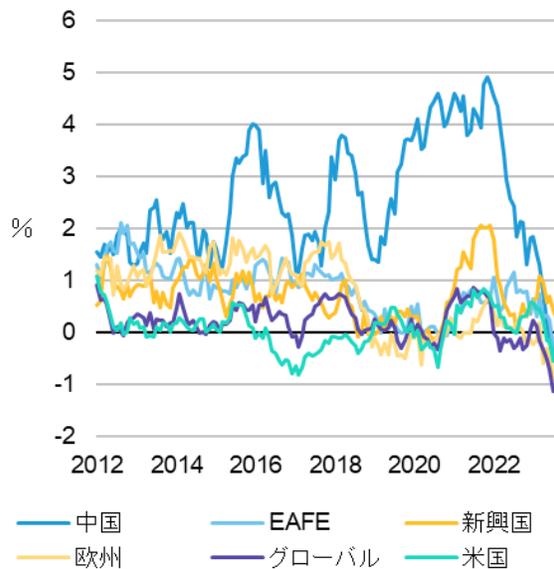


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2023 年 10 月 31 日まで

出所: eVestment、ファクトセット、モーニングスター、MSCI、S&P、AB

図表 32: 地域別に見た 3 年間の固有アルファ

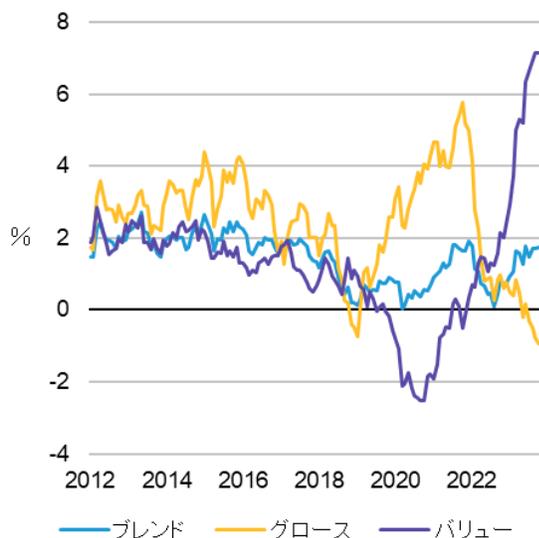


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

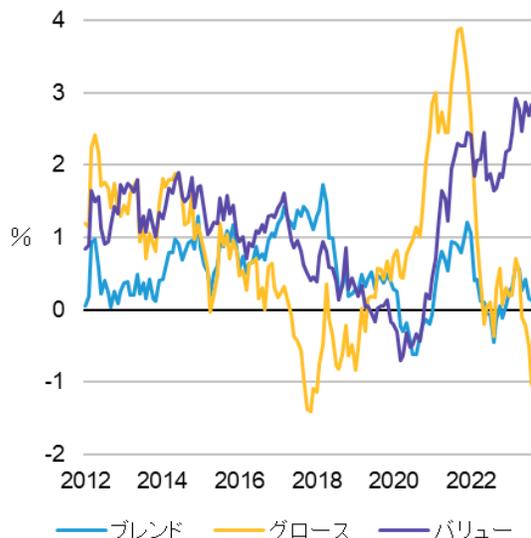
2023 年 10 月 31 日まで

出所: eVestment、ファクトセット、モーニングスター、MSCI、S&P、AB

図表 33: スタイル別に見た 3 年間の超過リターン



図表 34: スタイル別に見た新興国の 3 年間の固有アルファ



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 31 日まで

出所: eVestment、ファクトセット、モーニングスター、MSCI、S&P、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。

2023 年 10 月 31 日まで

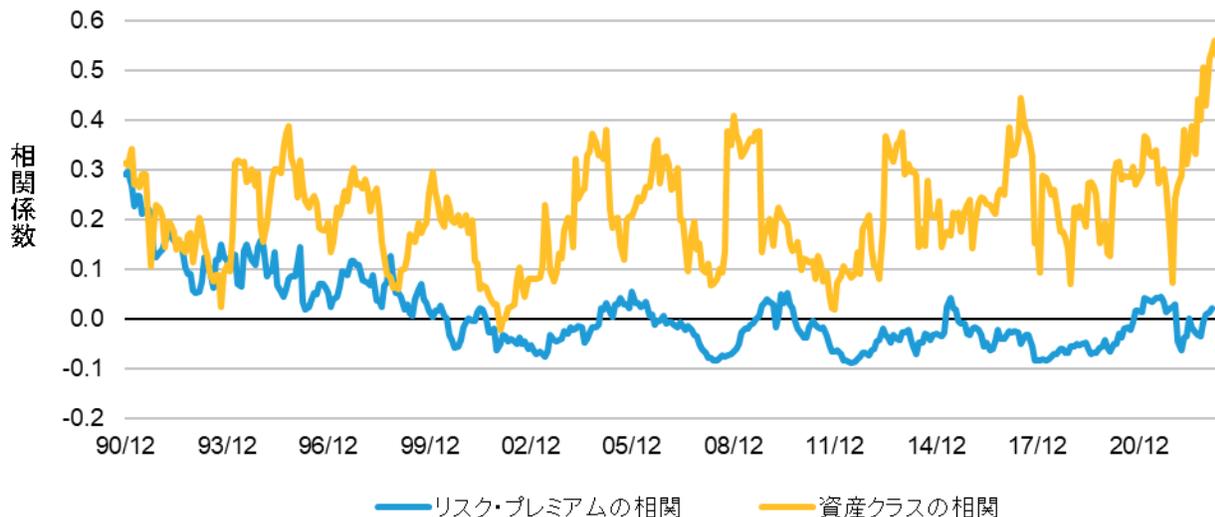
出所: eVestment、ファクトセット、モーニングスター、MSCI、S&P、AB

ファクターのポジショニング

ファクターのアロケーションを考える場合、他の資産と同様、2つの問題について決定を下す必要がある。ひとつは戦略的ポジショニングで、複数のサイクルにまたがるファクターの長期的な有効性とその構造的ドライバーに関する見解に基づく長期的なコア・ファクターのポジションである。しかし同時に、戦略的ポジショニングをどのようにダイナミックに調整する必要があるか検討する必要がある。それには、より短い投資期間に生じる可能性のある戦術的なファクター機会を利用するために、戦略的なファクターのウェイトをどう調整するか、またはそこからどれだけ乖離させるかという問題も含まれる。

戦略的には、リターンを高めると同時により大きな分散を達成する上で、ファクターはポートフォリオにおいて重要な役割を果たすと考えている。次ページの図表 35 は、主な株式と債券のファクター間の 12 カ月ローリング相関を、資産間の相関と比較したものである。ファクター間の相関は低いだけでなく、他の資産間の相関が急激に高まりがちな市場に緊張が広がった場面でも、はるかに安定した動きを示している。

図表 35: 投資家には資産クラスとともにファクターが必要—資産クラスとファクターの 12 カ月ローリング相関



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。

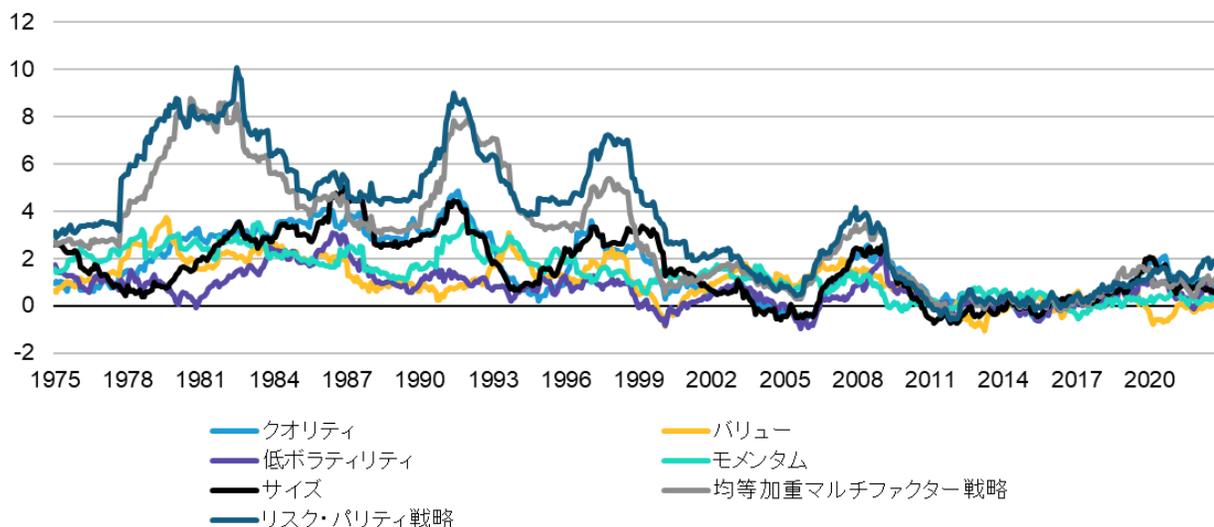
リスク・プレミアムには、グローバル株式コンポジット・バリュー、株主資本利益率(ROE)、長期的な成長率、モメンタム、低ボラティリティ・ロング/ショート・ファクターのほか、債券、通貨のモメンタム、キャリー、バリューが含まれます。資産クラスには、グローバル、米国、新興、日本の株式、米国と日本の 10 年国債、米国の投資適格債とハイイールド債、金が含まれます。

2023 年 5 月 31 日まで

出所: ファクトセット、MSCI、AB

次ページの図表 36 は、1970 年代以降の米国市場に対する、単純なロング・オンリーのファーム・フレンチ・ファクター(最も長いリターンが得られるため)の 3 年間ローリング・インフォメーション・レシオを示している。過去 10~15 年間、ほとんどのファクターのインフォメーション・レシオはかなり圧縮されていた。もちろん、異なる定義や執行(ロング/ショート、クロスアセット、セクターや業種に中立的なファクター、純粋なファクターなど)に基づくファクター・プレミアムのリターン・プロファイルは異なって見えるだろう。しかし、一般的な事実として、長期的な歴史に比べればファクターに対する期待は控えめかもしれないが、ファクターは依然として幅広い市場や資産クラスと比較してプラスのリターンを生み出しており、バリューですら(2023 年の世界的なバリューの好調なパフォーマンスが思い起こさせるように)決して「死んで」はいない。リスク・パリティのマルチファクター配分(ファーム・フレンチ・ファクターを使用したこの戦略のパフォーマンスも図表 37 に表示している)、または思慮深く構築された別のファクター分散ポートフォリオは、ファクターへの優れたデフォルトまたはベンチマーク戦略配分となり、その後、戦略的または戦術的な調整によって強化することができる。

図表 36: ロング・オンリーの米国ファーム-フレンチ・ファクター—3年間のローリング・インフォメーション・レシオ



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。

2022年12月31日まで

出所: eVestment、ファクトセット、ケネス R. フレンチ・データ・ライブラリー、モーニングスター、MSCI、S&P、AB

図表 37: 長期的なインフォメーション・レシオ

	クオリティ	バリュー	低ボラティリティ	モメンタム	サイズ	均等加重マルチファクター戦略	リスク・パリティ戦略
過去10年	0.50	0.00	0.27	0.25	0.50	0.59	0.73
1975年以降	1.60	1.04	0.72	1.35	1.55	2.98	3.60

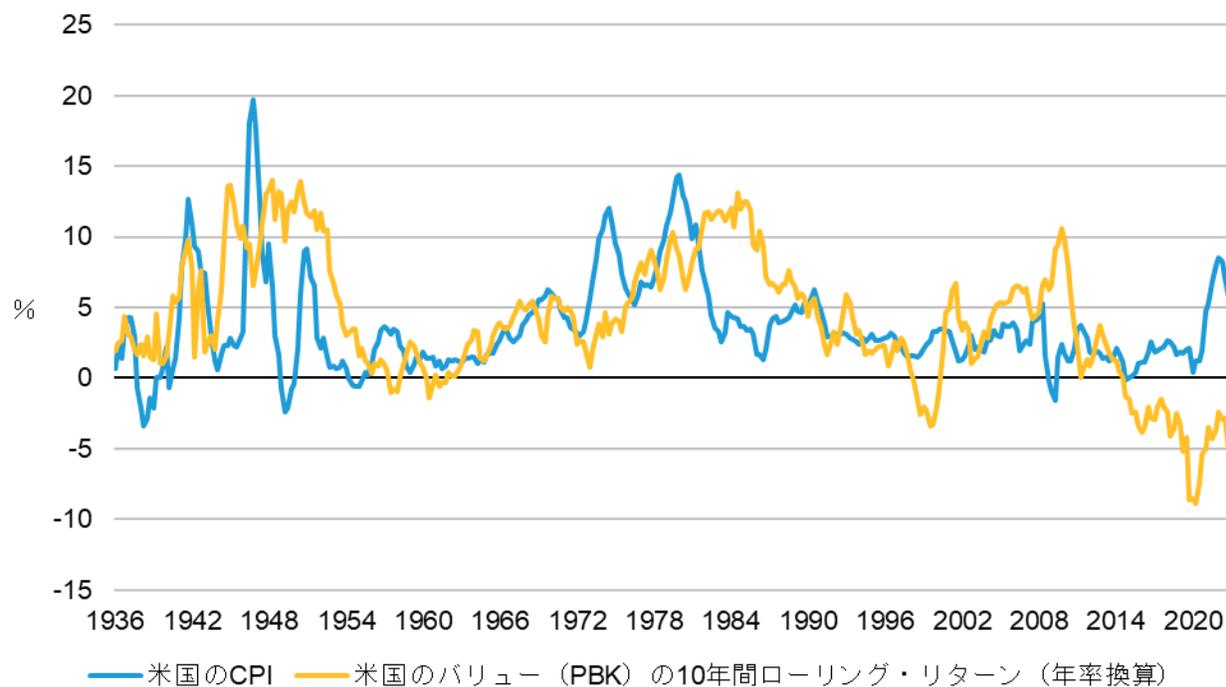
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2022年12月31日現在

出所: eVestment、ファクトセット、ケネス R. フレンチ・データ・ライブラリー、モーニングスター、MSCI、S&P、AB

バリューは構造的な課題(無形資産の増加や、バリュエーション指標としての資産価値の妥当性に与える影響など)を抱えているにもかかわらず、ABは引き続き、真のリスク・プレミアムがあると考えている。また、バリュエーション(バリュエーションのスプレッドは世界的に異例に大きな水準が持続している)や、インフレ率の上昇という戦略的なレジームも、バリューを中・長期的に支えていると思われる(次ページ以降の図表 38-40)。

図表 38: 90 年間のインフレ率とバリューストック——欠けていたのはインフレだけか？
 米国の消費者物価インフレ率と米国のバリューストックのリターン



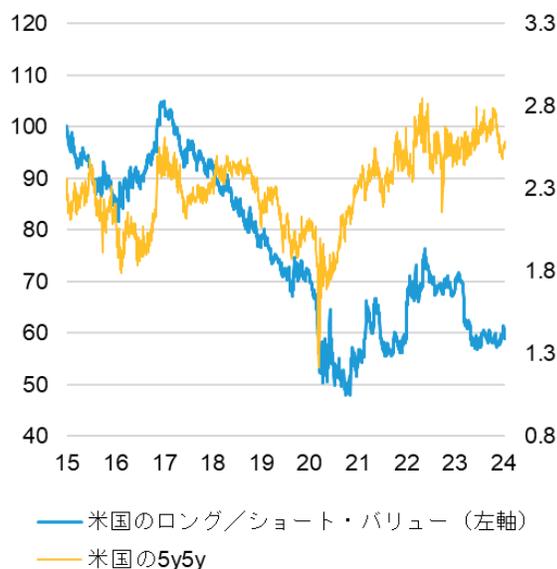
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

PBK: 株価純資産倍率

2022年12月31日まで

出所: ケネス R. フレンチ・データ・ライブラリー、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

図表 39: バリュエーションのパフォーマンスと米国のインフレ期待



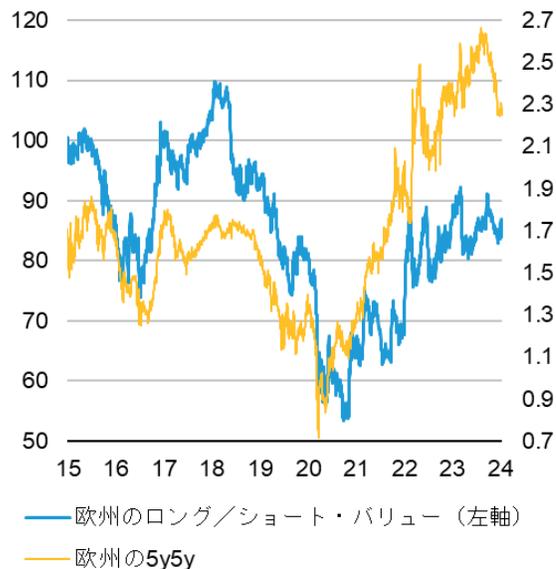
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

図表は、米国の 5y5y インフレ・スワップに対する、株価純資産倍率が高い銘柄と比較した株価純資産倍率が低い銘柄の日々のパフォーマンスを示しています。

2024 年 1 月 15 日まで

出所: ブルームバーグ、MSCI、AB

図表 40: バリュエーションのパフォーマンスと欧州のインフレ期待



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。

図表は、欧州の 5y5y インフレ・スワップに対する、株価純資産倍率が高い銘柄と比較した株価純資産倍率が低い銘柄の日々のパフォーマンスを示しています。

2024 年 1 月 15 日まで

出所: ブルームバーグ、MSCI、AB

図表 41: グローバルなファクターのバリュエーション: 市場と比較したロング・オンリー・ファクターの Z スコア (歴史的な動きとの比較)

グローバル	Zスコア
コンボジット・バリュエーション	-1.64
株価収益率	-1.55
配当利回り	-1.91
自己資本利益率 (ROE)	0.37
コンボジット・グロース	1.46
モメンタム	-0.60
低ボラティリティ	0.68
小型	-2.30

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 31 日まで

出所: トムソン・ロイター I/B/E/S、AB

図表 42: 米国のファクターのバリュエーション: 市場と比較したロング・オンリー・ファクターの Z スコア (歴史的な動きとの比較)

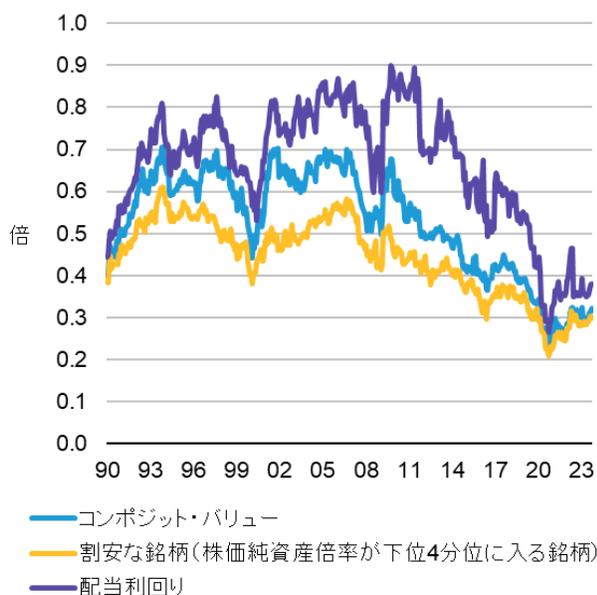
米国	Zスコア
コンボジット・バリュエーション	-1.22
株価収益率	-1.20
配当利回り	-1.75
自己資本利益率 (ROE)	-0.41
コンボジット・グロース	0.34
モメンタム	-0.09
低ボラティリティ	1.76
小型	-1.99

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。

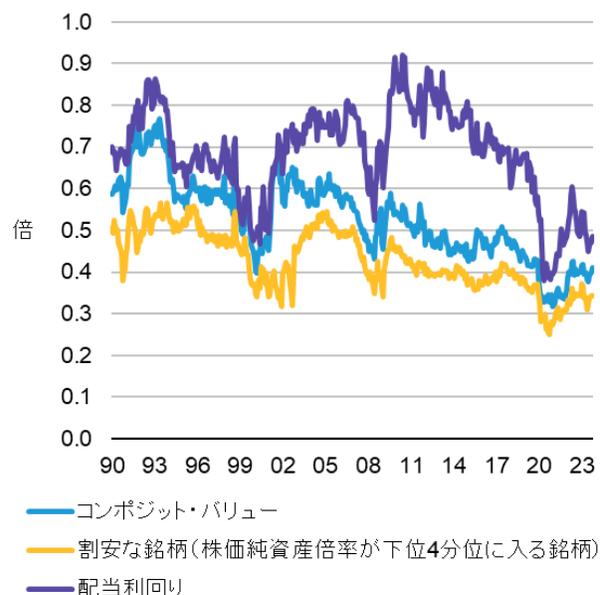
2023 年 10 月 31 日まで

出所: トムソン・ロイター I/B/E/S、AB

図表 43: グローバルなバリュー・ファクター:
バリュエーション(株価純資産倍率の中央値)



図表 44: 米国のバリュー・ファクター:
バリュエーション(株価純資産倍率の中央値)



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31日まで

出所: ファクトセット、MSCI、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。

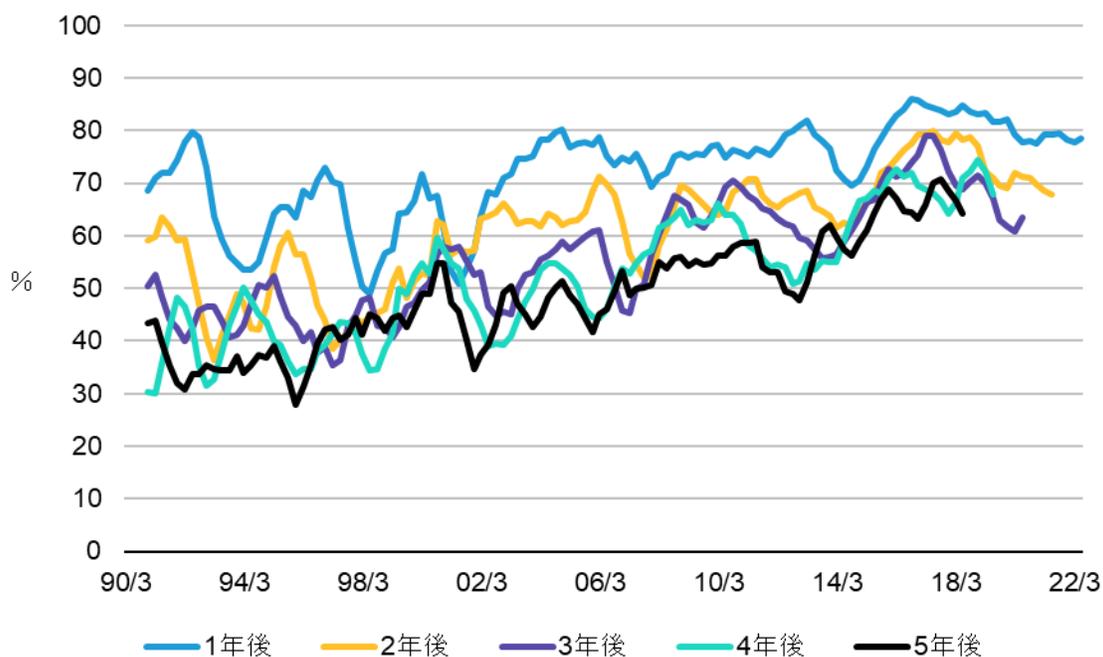
31, 2023年10月31日まで

出所: ファクトセット、MSCI、AB

戦術的には、シクリカルなバリュー指標(株価純資産倍率など)は他のどんな環境よりも景気回復局面を好み、景気減速局面や景気後退局面では苦戦する傾向がある。バリューも債券利回りやインフレ率が上昇している場面を好むが、その双方が向こう数カ月にわたり上昇ペースが鈍化すると見込まれていれば、バリューにとって逆風となる可能性がある。従って、今は戦術的にバリューに大きく傾斜する時期ではない可能性があり、戦略的アロケーションの一環としてバリューとグロースへのバランスの取れた配分を検討するのが望ましい。1つの例外は、よりディフェンシブなバリュー、つまり、配当利回りやフリーキャッシュフロー利回りなどの「インカム」ファクターである。それらは景気が減速または後退している場面でも持ちこたえることができ、現在は他のバリュー指標よりもバリュエーションがさらに著しく拡大する余地がある(図表41-44)。そのため、それはABが戦略的だけでなく戦術的にも前向きに構築したいと考えているポジションである。経済が再び加速すれば、よりシクリカルな、またはディープ・バリューの指標に戦術的なアップサイドの機会が生じるかもしれない。それはABの基本シナリオではないが、そうしたシナリオの下では、海外のバリューがとりわけ好調なパフォーマンスを示し、2023年の上昇幅を拡大することが予想される。

戦略的には、テクノロジーや気候変動といった長期にわたる構造的トレンドや、少なくとも米国企業については収益の持続性が高まりつつあることが、グロースに恩恵をもたらす(次ページの図表45)。

図表 45: 米国企業の高い収益力は長期にわたり持続している:
ROEが高い銘柄のうち、1~5年後も上位2つの10分位にとどまっている銘柄の割合



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。

1990年以降の各四半期について、MSCI USA 指数の構成銘柄を(セクター内の)ROEの10分位ごとにグループ化し、一定の時点でROEが高い10分位に属する銘柄のうち、その後1~5年間に上位2つの10分位に入っている銘柄の割合を算出。四半期ごとの比率は4四半期で平準化。

2023年6月30日まで

出所: ファクトセット、MSCI、AB

一方、バリュエーションは厳しい水準にあり、中期的には逆風となる可能性がある。上図41と42で分かるように、高成長グループに含まれる銘柄の株価収益率の中央値は、過去の平均をかなり上回っている。しかも、グローバルでも米国でも、最も割安な4分位(バリュー株など)と最も割高な4分位(グロース株とかなり重複している)の格差はかつてないほど広がっている。これは、米国の巨大グロース株に限ったことではない。前述のとおり、グロース銘柄の株価収益率の中央値は歴史的に高い水準にあり、興味深いことに、海外のグロース株の方が米国のグロース株よりその傾向が目立っている。

図表 46: 割安株 対 割高株:グローバル



図表 47: 割安株 対 割高株:米国



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31日まで

出所: ファクトセット、MSCI、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。

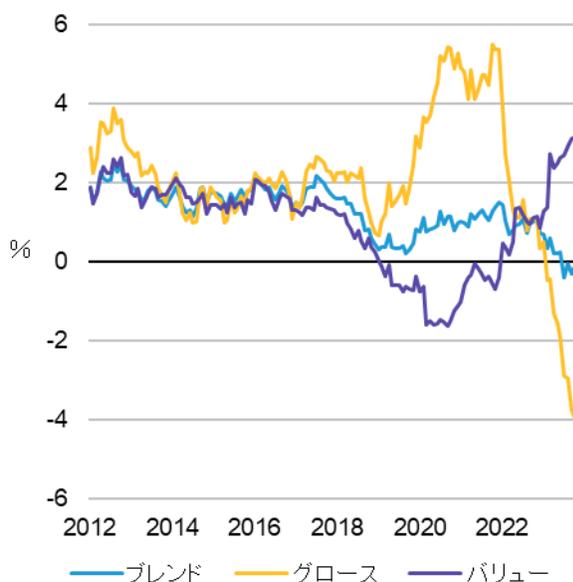
2023年10月31日まで

出所: ファクトセット、MSCI、AB

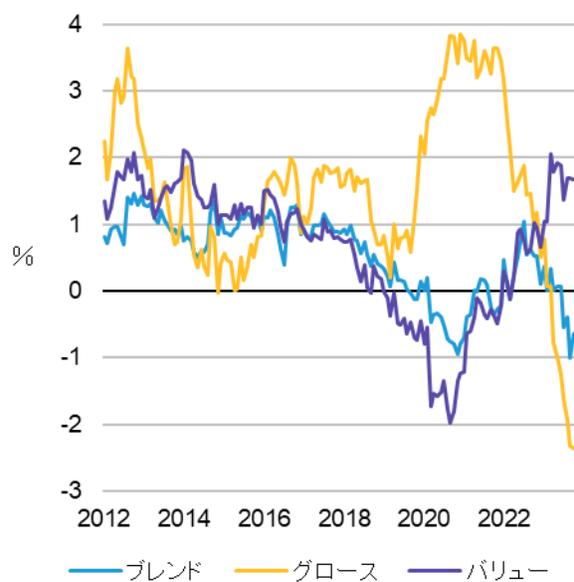
戦術的には、金利がピークに達し、債券利回りがこれから低下する場合、これらの銘柄の長いデレレーションが相対的な魅力を高める可能性がある。しかし、短期的に見れば、グロース株へのエクスポージャーは、景気拡大サイクルの終盤にピークを迎えがちなシクリカルなグロース株よりも、景気が減速してもアウトパフォームできる、より安定的で持続可能な「クオリティの高いグロース株」に焦点を当てるべきだと考える。

取引を執行する上での戦術的な課題もある。次ページの図表 48 と 49 を見れば、グロース株に傾斜したアクティブ・マネジャー、特に海外(米国を除く先進国市場)をベンチマークとしているアクティブ・マネジャーは、平均的に、最近のパフォーマンスが驚くほど低くなっていることが分かる。超過リターンで見ても、固有アルファの観点(すなわち、アクティブ・リターンから除外されたスタイル・ベータのパフォーマンスの影響)からも同じことが言える。そのことは、平均的なグロース・マネジャーが銘柄選択を通じてマイナスのアルファを生み出していることを意味しており、こうしたマネジャーのパフォーマンスは平均的に厳しい状況が続く可能性を示唆している。これらを総合的に勘案すれば、投資家は当面の間、米国または新興国のグロース株へのエクスポージャーに焦点を当て、ユニバース内で安定性や質の高い銘柄を探し出すのが望ましい。アクティブに運用する場合は、最近ではグロース株のベンチマークをアウトパフォームすることが極めて難しくなっていることを踏まえ、マネジャーの選択に特段の注意を払うべきだと思われる。

図表 48: スタイル別に見た 3 年間の EAFE の 超過リターン



図表 49: スタイル別に見た 3 年間の EAFE の 固有アルファ



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 31 日まで

出所: eVestment、ファクトセット、モーニングスター、MSCI、S&P、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。

2023 年 10 月 31 日まで

出所: eVestment、ファクトセット、モーニングスター、MSCI、S&P、AB

今後数カ月の戦術的なファクターとして AB が最も高い信頼感を持っているのは、低ボラティリティとクオリティである。どちらのスタイルも戦略的だけでなく、戦術的にも大きな魅力がある。それらは景気減速局面や後退局面でアウトパフォームするばかりでなく、景気拡大が続いても堅調な動きを示すことができる。低ボラティリティ銘柄は、インフレ率がやや高い水準にある場面で良好なパフォーマンスを示す傾向があり、インフレ率は戦略的にそうした水準で落ち着くと予想される。また、地域別に微妙な違いもある。大まかに言えば、低ボラティリティ銘柄へのエクスポージャーは、米国よりもバリュエーションが低く集中度も高くない海外市場における戦略を通じて構築するのが望ましい。それとは対照的に、例えば収益性や単純な株主資本利益率 (ROE) で表されるクオリティは、海外市場よりも米国の方が魅力的な水準にある。

図表 50: 景気サイクル(OECD の景気先行指標に基づく) 対 米国のファクター・リターン

景気サイクル (OECDの景気先行指標)									
ファクター	全期間	後退	回復	拡大	減速	t-stat			
米国: コンポジット・バリュー	2.80	6.08	9.99	-7.09	4.77	0.46	1.19	-1.67	0.27
米国: 株価純資産倍率	0.22	-4.21	17.15	-4.45	-4.73	-0.71	2.66	-0.97	-0.87
米国: 12カ月先の予想株価収益率	4.98	9.29	7.32	-3.55	8.76	0.53	0.38	-1.55	0.54
米国: 配当利回り	-1.35	4.15	-6.68	-8.52	7.52	0.65	-0.92	-1.27	1.19
米国: ROE	3.97	12.19	-6.38	0.03	11.16	1.51	-2.37	-1.11	1.75
米国: 長期成長率	0.38	-5.13	1.99	8.98	-4.88	-0.67	0.27	1.65	-0.84
米国: 内部成長率	1.17	4.73	-5.79	3.84	1.47	0.78	-1.83	0.78	0.07
米国: FY0FY3成長率	-0.54	-11.00	8.55	8.38	-7.33	-1.88	1.72	2.19	-1.20
米国: コンポジット・ダウース	1.42	-1.12	-0.90	9.60	-3.12	-0.35	-0.41	1.37	-0.70
米国: モメンタム	2.86	8.20	-12.84	8.79	7.19	0.49	-1.76	0.96	0.63
米国: FCF利回り	6.89	15.80	7.70	-1.77	8.04	1.50	0.15	-2.01	0.21
米国: 低ボラティリティ	-0.67	13.32	-20.84	-7.49	17.04	1.28	-2.66	-1.26	2.65
米国: 低レバレッジ	1.74	0.37	-1.54	11.10	-4.10	-0.18	-0.61	1.56	-1.02
米国: 残余価値	1.11	0.76	12.69	-4.09	-3.01	-0.07	2.51	-1.27	-1.02
米国: 総合利回り	4.03	13.98	-2.19	-6.11	14.16	1.02	-0.88	-1.74	1.20
米国: 総合サステナブル利回り	1.09	11.36	-1.95	-4.78	2.26	2.04	-0.67	-2.25	0.34

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。

1990年1月から2019年9月までの異なる景気サイクルにおけるファクター・ポートフォリオの年率リターンを表示。ファクターのリターンは、MSCI 米国指数を構成する時価総額上位 500 銘柄の上位 5 分位から下位 5 分位を差し引いたロング/ショートのリターンと定義。ポートフォリオは四半期ごとにリバランスされ、リターンは均等加重したトータルリターン・ベースで算出。景気サイクルの期間は、正常に季節調整された OECD のコンポジット先行指標に基づいて定義。同指標のユニバースは OECD 加盟国と非加盟の主要国 6 カ国で構成。世界の景気サイクルを 4 段階に分類し、景気拡大局面(先行指標が 100 以上)にあって先行指標の第一次差分がプラスである場合を「景気拡大」、景気拡大局面にあって第一次差分がマイナスである場合を「景気減速」、景気縮小局面(先行指標が 100 未満)にあって第一次差分がプラスである場合を「景気回復」、景気縮小局面にあって第一次差分がマイナスである場合を「景気後退」と定義。

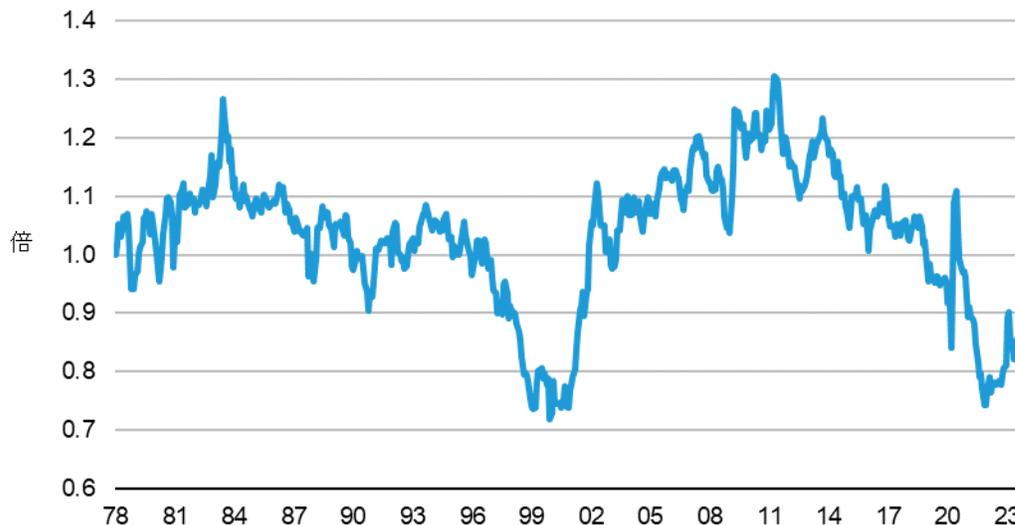
2020年12月31日現在

出所: ファクトセット、MSCI、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

クオリティ・ファクターがセクター・ニュートラルではない形で構成されている場合、テクノロジー(米国では単純なクオリティ・ファクター・インデックスで最大のウェイトを占める)、ヘルスケア、通信、生活必需品ばかりでなく、金融や資本財セクターにもエクスポージャーを抱えていることを示唆している。米国以外では、クオリティのバスケットはやや広範なセクターにわたり、一般消費財や素材といったシクリカルなセクターのウェイトが高まっている。低ボラティリティ銘柄のセクターはより多様で、特に米国以外ではテクノロジーへのエクスポージャーが少なくなる一方で、金融へのエクスポージャーが増え(ウェイトが最も高い)、公益事業やエネルギー・セクターにもエクスポージャーが広がっている。

最後に、小型株はどうだろうか？これらの銘柄は歴史的に見ても非常に割安で(次ページの図表 51)「好まれていない」銘柄であり、インフレを招くことなく経済が予想外に好調に推移すれば、大幅な上昇余地がありそうに見える。「リスク・オン」局面で力強い上昇を演じる可能性もある。そのため、これら銘柄は、クオリティ、低ボラティリティ、インカム(AB が好むもうひとつのディフェンシブなファクター)に対するディフェンシブな戦術的エクスポージャーを構築する際の分散投資先となる可能性がある。

図表 51: 小型株は割安—予想株価収益率に基づく米国の「トップ 1,000」に対する「ネクスト 1,000」の比率



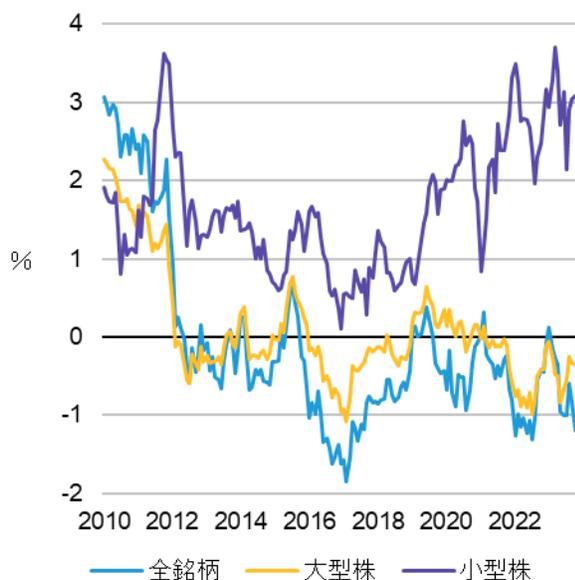
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2023年11月10日まで

出所: トムソン・ロイター I/B/E/S、AB

しかし、バリュエーションが割安であるにもかかわらず、ABは依然としてかなりのダウンサイド・リスクがあると考えている。小型株は国内志向が強く、収益源が分散されていない企業が多いため、景気が鈍化した場合に大きな影響を被りやすい。こうした企業は、コスト圧力(金利コストの上昇など)にさらされやすく、利益率が大きく圧迫される可能性がある。ABは戦術的に小型株のベータに傾斜するよりも、可能であれば、戦略的な小型株へのアロケーションが好ましいと考えている。アクティブ・マネジャーのアルファに関するABの調査によると、小型株のマネジャーはベンチマークと比較して強力なアルファを生み出しているほか、高水準の固有アルファ(小型株のファクター・エクスポージャーを調整したアルファ)を創出する傾向がある。実際、この分野は、資産クラス全体を通じて、長期にわたるアルファを生み出す最大の機会を提供している。米国では、小型株のマネジャーはこのところ、通常を上回る好調なパフォーマンスを上げている(次ページの図表 52、53)。ABの見方では、小型株は戦略的に積極的なリスク配分に「値する」分野の一つだと思われる。

図表 52: 時価総額別に見た米国株の 3 年間の超過リターン



図表 53: 時価総額別に見た米国株の 3 年間の固有アルファ



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 9 月 30 日まで

出所: eVestment、ファクトセット、モーニングスター、MSCI、S&P、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。

2023 年 9 月 30 日まで

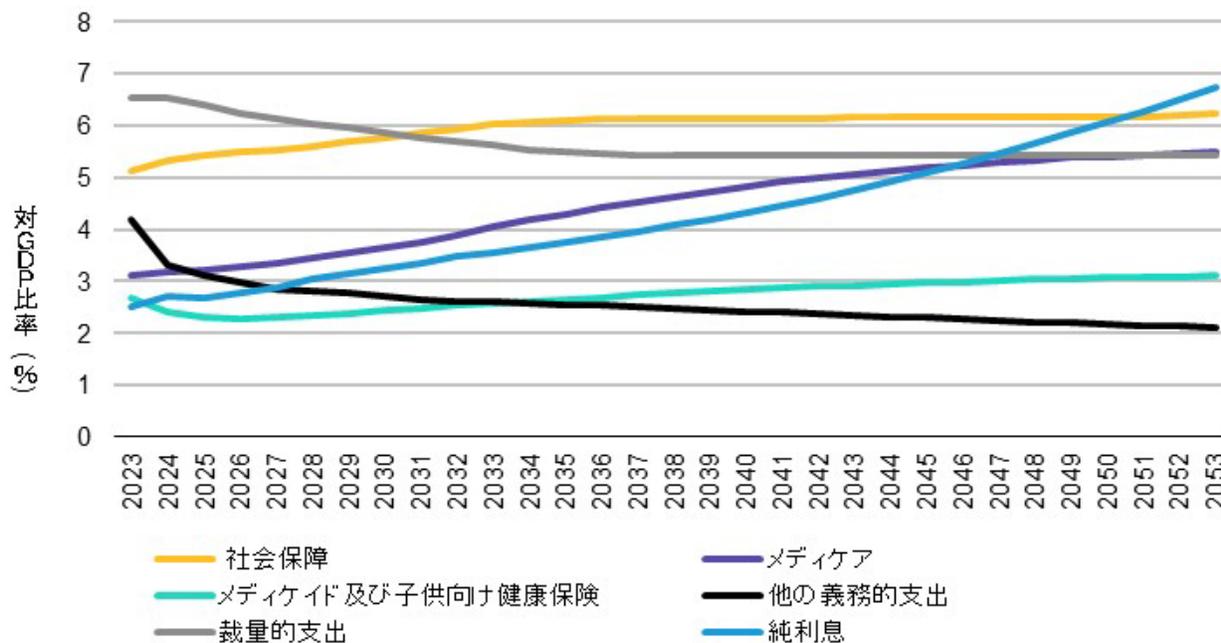
出所: eVestment、ファクトセット、モーニングスター、MSCI、S&P、AB

トランプ要因

2024 年の投資環境については、1 つの重要な問題を議論せずに語ることはできない。それは米国の選挙だ。AB はこのトピックに関して特別な情報を持っているわけではないため、誰が勝つと思うかについてはコメントしない。むしろ、この選挙が戦術的・戦略的な資産アロケーションの決定にどのような影響を与えるかという点に焦点を絞りたい。

選挙でどちらが勝利しても、共通するとみられるマクロ面の特徴がいくつかある。ひとつは、財政面の制約に対する注目が高まりそうなことだ。これは、最近の顧客とのミーティングで何度も取り上げられた話題だが、決して米国だけに当てはまるものではない。米国及び G7 全体の公的債務の対 GDP 比率は過去数十年にわたり上昇しており、第 2 次世界大戦の終戦時と同じ水準に達している。金利サイクルが転換した今、これは重要な問題となる。現在のトレンドに基づけば、歳出に占める債務の利払いコストの比率は今後数十年間にこれまでに最も急激に上昇する見通しで、米議会予算局の予測によれば、2051 年までに連邦予算に占める債務返済コストの比率が社会保障費を上回ることになる(図表 54)。トランプ前大統領は自分が当選すれば「減税」したいと公言しているが、現時点ではこの目的には具体性がなく、どちらが勝っても財政に及ぼす影響は同じようなものになると推測される。

図表 54: CBO による分野別の支出予測



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年長期予算見通し報告の一部であるCBOの拡大基本予測に基づきます。

2023年10月30日現在

出所: CBO、AB

債務負担が政策に与える影響としては、財政面の制約が長期にわたり続くことなどが挙げられる。しかし少なくとも、政策立案者（中央銀行ではなく政府）が実質的に債務をマネタイズするために、目標よりも高いインフレ率を受け入れる可能性を高める要因となる。これは先進国に共通の問題であり、選挙の結果によってそれが大きく変わることはないと思われる。

どちらが勝ってもあまり変わらないとみられるもうひとつの主要なマクロ的な問題は、米国の対中政策だ。バイデン政権は実質的に、トランプ前政権の政策の多くを継続した。また、ロシアのウクライナ侵攻への対応は、米国がドルへのアクセスを武器として用いていることを示しており、おそらく将来の大規模紛争への対処策のひな型となりそうだ。このことは、誰がホワイトハウスの主人となったとしても、ドルが覇権を握る世界から中国や他の国々が脱却しようとする長期的な動きにつながることを示唆している。再びトランプ政権が誕生した場合と違った場合の違いは、米国主導の多国間秩序（下記参照）のあり方に大きな影響を与える可能性があるが、どちらが大統領になっても、ドルに代わる通貨を見つけ出そうとする一部の国々による試みは持続する見通しだ。当面の間、妥当な代替通貨が登場する可能性は極めて低いと思われる（英ポンド、ユーロ、円は米国の同盟国が管理しているため、その役割を果たすことはない）。その結果、中央銀行による高水準の金購入は今後も持続するだろう。

どちらが勝利するかによって、投資見通しはどのように変化する可能性があるのだろうか？

トランプ氏が勝利した場合にポートフォリオ・アロケーションに生じる問題は、いくつかの分野に分けられる。第一の問題は、世界経済への影響だ。トランプ氏はすべての輸入品に10%の関税を課すことを提案している。おそらく、そうした措置は貿易相手国からの報復を招き、世界貿易機関(WTO)に長期的な打撃を与えることになる。ABは最近、貿易が世界の成長に与える影響に関する証拠を検証したが、その結果、そうした措置は悪影響をもたらす可能性が高いことが判明した。

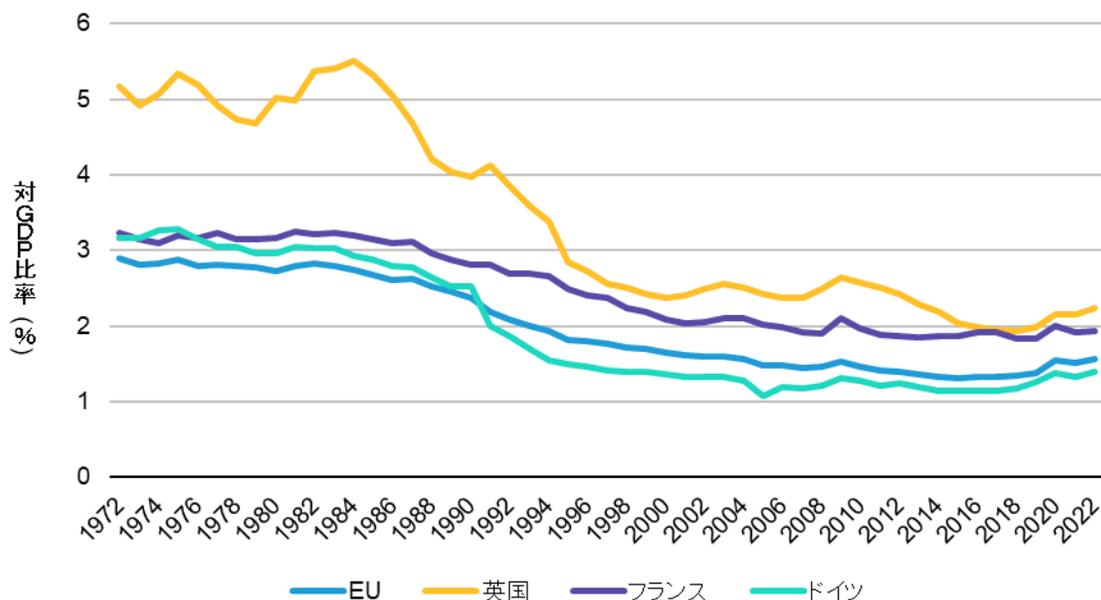
米国における「グリーン」投資についてはある程度明確になっており、金融業界での議論の焦点となることは間違いない。特に、株式市場のテーマ別フローに関する議論に関心が集まりそうだ。このトピックは頻繁に取り上げられる見通しだ。実際、関連銘柄は選挙結果を受けて必然的に売買されそうな銘柄リストの多くを占めるとみられるため、ここではこれ以上触れないことにしたい。

グローバルな投資に与える他の影響については、市場が消化しにくいピックに関わるものであるため、あまり注目されないかもしれない。外交政策については、バイデン氏とトランプ氏の間には大きな隔りがある。戦後米国が主導してきた多国間秩序が崩壊することを市場が容易に消化できるとは考えにくい。むしろ、外交政策に変化が生じれば、金融市場が激しく動揺する可能性があり、その結果、株式のリスク・プレミアムの均衡点が上昇するのは避けられそうにない。しかし、リスク・プレミアムはそうした本質的な変化に対して円滑に調整されにくい。新たな状況に関する認識は、目先の予測を左右するよりも、むしろ長期的な均衡リターンを想定する上でのインプット要因となりそう。同様に、トランプ氏が勝利すれば、気候変動に対する世界的な取り組みが変化する可能性が高い。気候変動が成長に与える総体的な影響に関する予測は不確実性が高く、複雑なものとなるだろう。GDPで加重平均した中心的な影響は、人口動態など他の要因よりも小さくなる可能性がある。しかし、気候変動はリターンのばらつきを著しく拡大させ、根本的なボラティリティを押し上げる要因となる可能性が高い。これも、市場にとって短期的には消化しにくい要因だが、長期的には異なる問題が提起されることになる。

トランプ氏が勝利した場合、世界的な貿易政策に与える影響に加え、ポートフォリオのアロケーションに具体的な影響を与える地域的な問題もある。外交政策が大きく変化する可能性は、特に欧州をはじめとする米国の同盟国に明らかに悪影響を及ぼす。時間が経つにつれてトランプ氏が勝利する可能性が高まれば、欧州資産からのさらなる資金流出につながる可能性がある（過去2年間の大幅な資金シフトに加わる形で）。最も目に見える影響は、貿易への影響と、北大西洋条約機構（NATO）の安全保障にリスクが生じた場合に国防支出を引き上げる必要が生じるとみられることだ。また、ウクライナへの資金拠出を継続できるかどうかについても大きな疑問が生じるだろう。この問題は、欧州にさらなる財政的制約を課すだけでなく、欧州の役割と影響力の度合いに関する本質的な問題が持ち上がることになる。

次ページの図表 55 では、冷戦終結後の国防費の対 GDP 比率を示している。1990 年には、英国は GDP の 4% を国防費に充てていたが、他の EU 諸国は平均で 2.5% だった。それ以降、「平和の配当」により国防支出は大幅に減少した。2015 年以降は支出が増加に転じたが、依然として冷戦時代の水準をはるかに下回っている。地政学的な現実が変化していることを踏まえれば、EU はいずれにせよ国防支出を引き上げざるを得ないだろうが、トランプ氏が勝利すれば、その緊急性が高まることになる。

図表 55: EU と英国の国防支出の対 GDP 比率



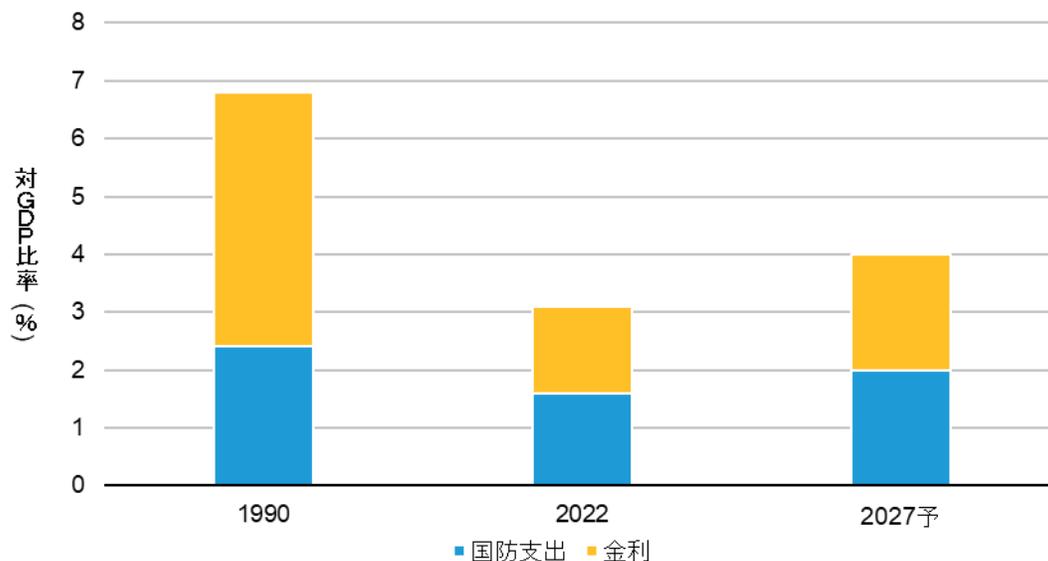
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2023年12月30日まで

出所: トムソン・ロイター・データストリーム、世界銀行、AB

しかし、国防支出をさらに引き上げざるを得なくなる可能性は、政府支出に占める債務返済コストの比率が著しく高まる時期と重なる(図表 56)。そのことは、財政面の制約が厳しくなり、将来、景気後退に陥った場合に支出を拡大することが難しくなることを意味する。EU は現在、GDP の 1.6%を国防費に振り向けているが、地政学的な緊張がさらに高まれば、NATO の目標である 2%まで引き上げざるを得なくなりそうだ。現在、利払いコストの対 GDP 比率は国防支出とほぼ同じ 1.5%程度で、OECD の予測によれば、2%程度まで上昇すると見込まれている。例えば、ドイツの債務返済コストは GDP の 1%程度だが、イタリアでは 4%を上回ると予測されている。

図表 56: 国防支出と金利コストが同時に増加する可能性



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。

2027 年の金利の数字は OECD による 2025 年末時点の予測

2023 年 12 月 30 日現在

出所: OECD、世界銀行、AB

多くの欧州諸国はこの結果を懐疑的に受け止めるだろうが、あるレベルでは、存続リスクが軽減されるかもしれない。この制約により、EU はより結束を強めざるを得なくなり、ユーロという組織の存続を脅かす長期的なリスクが低下する可能性がある。

それとは対照的に、トランプ氏が勝利すれば、米国のリスク資産と企業株主にとって短期的にプラスに働くこともできる。連邦レベルの規制縮小はトランプ氏が掲げる長年の選挙公約のひとつで、エネルギーと銀行が主な焦点となっている。トランプ氏は気候変動問題に関するパリ協定からの離脱と、国内のエネルギー生産に対する規制緩和を公約している。2025 年には、銀行に対する資本要件の引き上げと長期的なデット・ファイナンスに関する規制強化が施行される予定だが、トランプ氏はこの新たな規制強化策を後退させる人物を規制当局者に指名するとみられている。³

長期的には、米国主導の戦後秩序がほころべば、投資家が求めるリスク・プレミアムに影響を及ぼすことになる。AB は長い間、投資家の新近性バイアス(以前のことよりも最近の出来事の方が記憶に残っている現象)の強さについて懸念してきた。それはある面で、10 年以上続いた低インフレ・低金利という前提がこの 2 年間で大きく損なわれたためだ。だが別の新近性バイアスは、過去 70 年続いてきたルールに基づく国際秩序に関する問題だ。市場はこうした類のリスクをうまく評価できない傾向があるため、このリスクがすぐに正当に評価されるとは期待しにくい。それでも、真に長期的な投資家にとっては、これは懸念すべきリスクとなる。

³ 詳細については、<https://www.ft.com/content/59acb713-de32-4436-8c23-723dbe1bef87> をご覧ください。

当資料は、2024年1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