



ALLIANCEBERNSTEIN®

# アルファ、ベータ、 そしてインフレ

アセット・オーナー向けの  
市場見通し

アセット・オーナーは、資本市場の見通し、運用マネジャーが提供するサービスの変化、政策環境がアセット・オーナーのニーズやベンチマークをどう変えているかといった3つの分野で戦略的な問題に直面している。実質リターン確保が困難になると同時に、分散投資も従来に比べて機能しなくなっている。また、アルファとベータの定義も変化しており、戦略的な資産配分を再考する必要に迫られている。本稿ではこれらの問題を中心に、関連する他のトピックについて取り上げたい。

2021年7月

イニゴ・フレイザー・ジェンキンス  
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  
機関投資家向けソリューション 共同責任者  
兼 AlphaLytics責任者

本稿では、資本市場の見通し、運用マネジャーが提供するサービスの変化、そして、政策環境がアセット・オーナーのニーズやベンチマークをどう変えているかといった、アセット・オーナーにとって重要な戦略的問題である3つの分野について取り上げてみたい。これらの問題に関する議論は、必然的に伝統的な投資戦略の見通しを超えて、運用マネジャーとアセット・オーナーとの変化しつつある相互作用についての問題を提起し、政策や投資フレームワークの方向性を巡る幅広い疑問を引き起こす。

アライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）の新たな機関投資家向けソリューションズ・チームは、こうしたトピックのほか、それらがいかんにして具体的な投資ソリューションにつながるかに焦点を当てている。本稿ではアセット・オーナーが直面している主な戦略的問題を取り上げ、アセット・オーナーが今後の我々のリサーチに期待するとみられるトピックの例を提示している。我々のリサーチでは、変化するアセット・オーナーのニーズにこれらの見解を生かすことに焦点を当てながら、政策の行方や、それが資本市場やファクターのリターンにどのような影響を与えるかについて我々の見解を伝えたいと考えている。

いくつかの問題が、戦略的資産配分を見直す必要があることを示唆している。それらは、一定の実質リターンを達成する能力に対する制約の高まり、分散投資を達成する上での障害の増加、業界全体のデュレーションの問題である。同時に、長い間グレーゾーンだったアルファとベータの境界線が明らかに変化している。我々はアルファの真の定義について、単なる超過リターンではなく、固有のアルファ（IA）でなければならぬと考えている。IAとは、単純かつ投資可能で安価に入手できるファクター・エクスポージャーを調整した後に残る、アクティブ・マネジャーが獲得した超過パフォーマンスを意味する。IAにはファクター・タイミングと銘柄選択に関する意思決定が含まれ、どちらもパッシブなファクター・エクスポージャーでは再現できない。IAの視点は、アセット・オーナーにとって、より効率的な手数料の配分を可能にし、持続的なアルファを識別する能力を高めるという明確な利点がある。多くの資産において実質リターンが低下する世界では、一部のマネジャーが持続的にアルファを創出することができれば、それが最終顧客のリターンに占める比率が高まっていくと思われる。

こうした状況は、アセット・オーナーと運用マネジャーの関係が変化していることを示しており、アセット・オーナーは、このような方法を通じたリターンの分割を検討し、それを実現するツールを持っているマネジャーと関係を持ちたいと考えている。それはまた、戦略的資産配分のあり方についても大きな疑問を投げかけている。これらのトピックについては、今後のリサーチでさらに詳しく取り上げたい。

# インフレ：消えない疑問

インフレの見通しは、おそらく投資家が現時点で直面している最大のマクロ問題だと思われる。このトピックに関するコメントの多くは、経済活動の再開をテーマとした取引から生じる目先のインフレ見通しに焦点を当てているが、長期的なインフレ率の上昇について、少なくとも10年ぶりにもっともらしいシナリオが生まれている。その中心となっているのは、インフレの兆候に対する金融政策の対応と財政政策の両面で、政策環境が変化したかもしれないという見方である。

この変化が大きな影響を与えるとみられる理由の一つは、大半の投資家にとって、インフレ率が低下するのではなく全般的に上昇する時期にポートフォリオを運用する必要がなかったことである。しかし、目先のインフレ率が非常に高く、さらに上昇する可能性がある一方で、中期的なインフレ見通しはそれほど高くないという環境を乗り切る必要があるため、作業は複雑なものとなる。我々は、インフレ率は最終的にパンデミック前の水準を上回ると予想しているが、抑制不能になるとは考えていない。パンデミック前の水準をわずかに上回る程度のインフレと、急激に上昇するインフレを区別することは、リスク資産の見通しにとって重要な意味を持つ。

我々の見解は、デフレとインフレ双方の力が働いているという認識に基づいている。このトピックについては、我々が最近、公表した「インフレとポートフォリオの形状 ([Inflation and the Shape of Portfolios](#)) 英語版」と題するブラックブックで詳細に分析しているため、ここで再び深く掘り下げることはしない。しかし、我々の見解を構成する主な柱について要約することはできる。

経済再開をテーマとした取引が一巡すれば、強力なデフレ圧力が生じることが予想される。

- 賃金がインフレ率の上昇につながらないことを示唆する労働市場の持続的な緩み
- 長年にわたりデフレ圧力をもたらし、現在も変わらないテクノロジーや自動化の影響

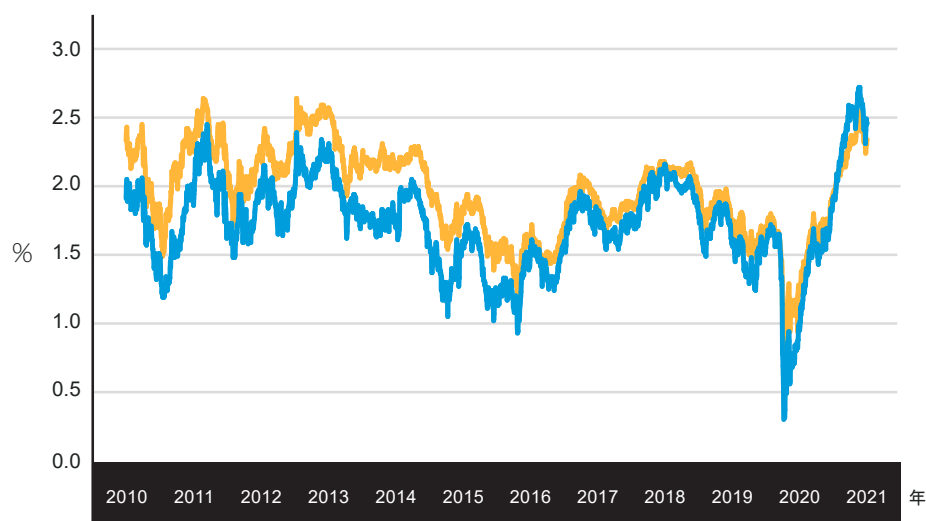
- 経済再開に伴う支出の波が一巡すれば、消費者はインフレ率が上昇する一方で貯蓄の名目リターンが低下していることを認識する可能性がある。それは、消費者にとってより多くの貯蓄が必要であることを示唆するもので、長期的な貨幣の流通速度を押し下げることになる
- パンデミック後にゾンビ企業が増えるリスク。特に、数多くの企業を倒産させることは政治的に難しい可能性があるため、そのリスクが高まっている

しかしながら、こうしたデフレ圧力がある一方で、強力なインフレ圧力も存在する。

- GDPに対する債務残高の比率は第二次世界大戦以降で最も高い水準にあり、各国政府は債務を抑制可能な水準に維持するためインフレが好ましいと考える可能性がある（債務からの脱却は非常に困難で、緊縮策は政治的に現実的ではなさそうだ）
- 政治家は、パンデミック前にはできなかったような方法で財政政策を積極的に活用することができる。それは財政支出計画（グリーン・インフラなど）の形態をとりうるが、政治家は将来の景気悪化や社会の不平等拡大に対処するため、個人への現金給付を重視するかもしれない
- 環境・社会・ガバナンス（ESG）が重視されるようになればインフレ圧力が高まる可能性があり、それはさまざまな形態を取りうる。例えば、消費者が「ESGに配慮した」製品に高い金額を支払うようになることや、上流部門の採掘産業への投資減少、ギグエコノミー化の巻き戻しによる賃金上昇の可能性などが挙げられる
- 世界的な労働力の供給減少は、賃金上昇が定着する可能性を示唆しているが、それ以上に急速に、ギグエコノミー化に対する政策的な反発が起きる可能性がある

図表1: 短期的なインフレ指標は長期的な指標よりも高水準にある

5年及び10年のブレイクイーブン・インフレ率



- 米国の5年ブレイクイーブン・インフレ率
- 米国の10年ブレイクイーブン・インフレ率

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。  
データは2010年1月1日から2021年6月30日まで  
出所: データストリーム、AB

これらをすべて勘案すると、インフレ率は上昇する可能性があるが、それを抑制するのではなく、積極的に支えるための政策が必要になるかもしれない。短期的なインフレ指標は長期的なインフレ指標よりも高く(図表1)、インフレ率の上昇が一過性のものであることを示しており、実質利回りは依然として低水準にとどまっている。

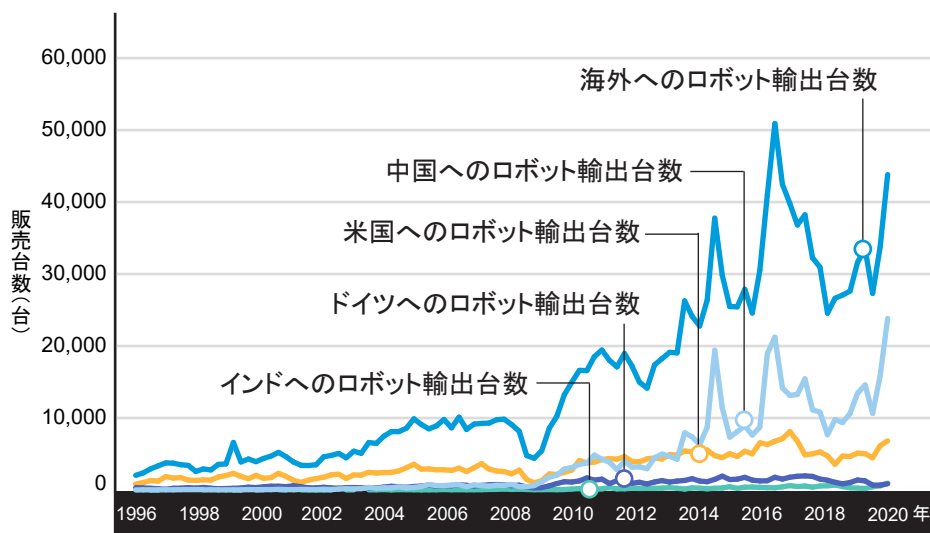
この戦略的インフレ見通しの中核をなす賃金と労働市場の見通しについては、「ポートフォリオ戦略: 賃金、労働力不足、インフレ見通し (Portfolio Strategy: Wages, Labour shortages and the outlook for inflation) 英語版」の中で詳しく説明している。

過去40年間のインフレ率の低下が、中国や日ソ連の労働者が世界の労働力に加わったことや、ベビーブーマーの労働参加、女性の労働参加率の高まりなどが重なったことによるものだとすれば、最初の2つの要因は逆転しつつあり、最後の要因はほとんど一巡したと言ってもいいだろう。そのことは、労働者の交渉力や賃金が上昇する可能性を示唆しており、それらの要因を相殺するためインフレ率が上昇し、イールドカーブがスティープ化するという異なる見通しを示している。



**図表2: ロボットの販売増はパンデミックで自動化投資が前倒しされたことを示唆**

日本から輸出されたロボット台数



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。

データは1996年1月1日から2021年6月30日まで。出所: ブルームバーグ、日本財務省、AB

しかし、このようなインフレ圧力に対抗しているのが自動化のパワーである。我々は、新型コロナウイルスのパンデミックでソーシャル・ディスタンスが必要になったことで、今後10年間に、いずれにしても起きていたとみられる雇用喪失が加速したのではないかと考えている。さまざまな賃金支援制度がまだ残っているため、その変化をデータで直接把握することは難しいが、ロボットの販売台数は大幅に増加している(図表2)。そのため、最近の賃金上昇が狭い範囲にとどまり、短期間で収束することを示す兆候はまだ見られない。



# グローバル株式： インフレへの耐性があるが、バリュエーションは高騰

インフレ率の上昇は投資家を試練にさすもので、我々がここで一貫して取り上げてきたテーマである。また、長年にわたって利回りが低下してきたことを踏まえれば、今後10年間の名目ベースの資本市場リターンは、過去10年間よりも低くなると考えている。

その結果、投資家は平均的にみて実物資産へのアロケーションを増やそうとする見通しで、そうした資産の最大のプールは上場株式である。しかし、株式のリターンの可能性にはいくつかの制約要因があり、我々の市場見通しにも影響を与えている。アロケーション拡大のカギとなるのは、インフレ率が緩やかに上昇しながらも、1970年代のように抑制不能になることのない水準で均衡するという見方である。

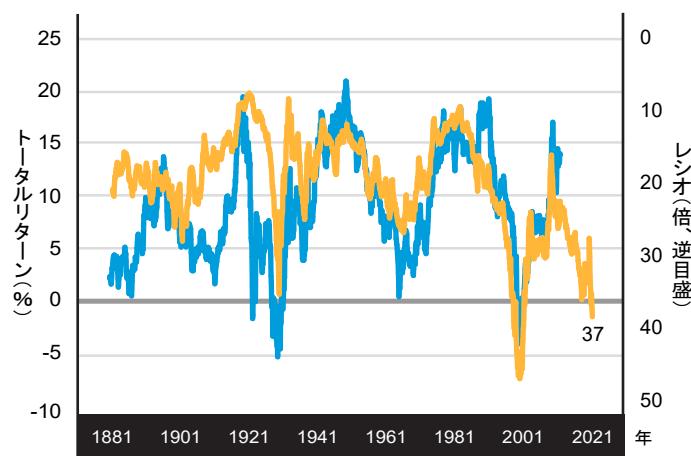
我々の見方では、株式にとって主な障害となっているのは、おそらくバリュエーションである。シラーが算出した株価収益率で見る

と、バリュエーションは過去140年間のレンジの上限にある(図表3)。この指標は、1年先の見通しを決める上では役立たないが、例えば10年といった長期的な視点で見るとは最も優れた指標の一つである。フォワード・リターンとのこれまでの関係に基づけば、現在の米国株の株価収益率が37倍だということは、今後10年間の実質リターンがゼロになることを示唆している。

しかし、これはあまりに悲観的な見方のようなのだ。前述したように、実質利回りは過去のサイクルほど上昇しないと考えるべき理由がある。このケースでは、特にインフレ率が緩やかに上昇した場合に、株式の公正価値に大きな影響を与える。図表4に示した株式のリスクプレミアムを測る指標(これもサイクル調整後の利益に基づいている)は、リターンが一桁台半ばになることを示唆している。

図表3: 株式のバリュエーションは高騰している

シラーの株価収益率と10年フォワード・トータルリターン

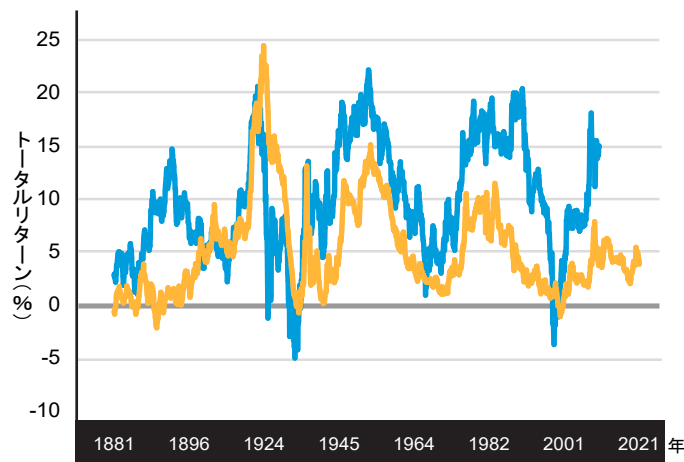


● 株式の10年フォワード・トータルリターン(年率換算、左軸)  
● 米国シラーCAPE\*

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。\*サイクル調整後の株価収益率。シラー株価収益率は、10年間の平均インフレ調整後利益で株価を割ったものと定義。データは1881年1月1日から2021年6月30日まで。出所: グローバル・フィナンシャル・データ、ロバート・シラーのデータベース、AB

図表4: 株式のリスクプレミアムは若干のプラスリターンを示唆している

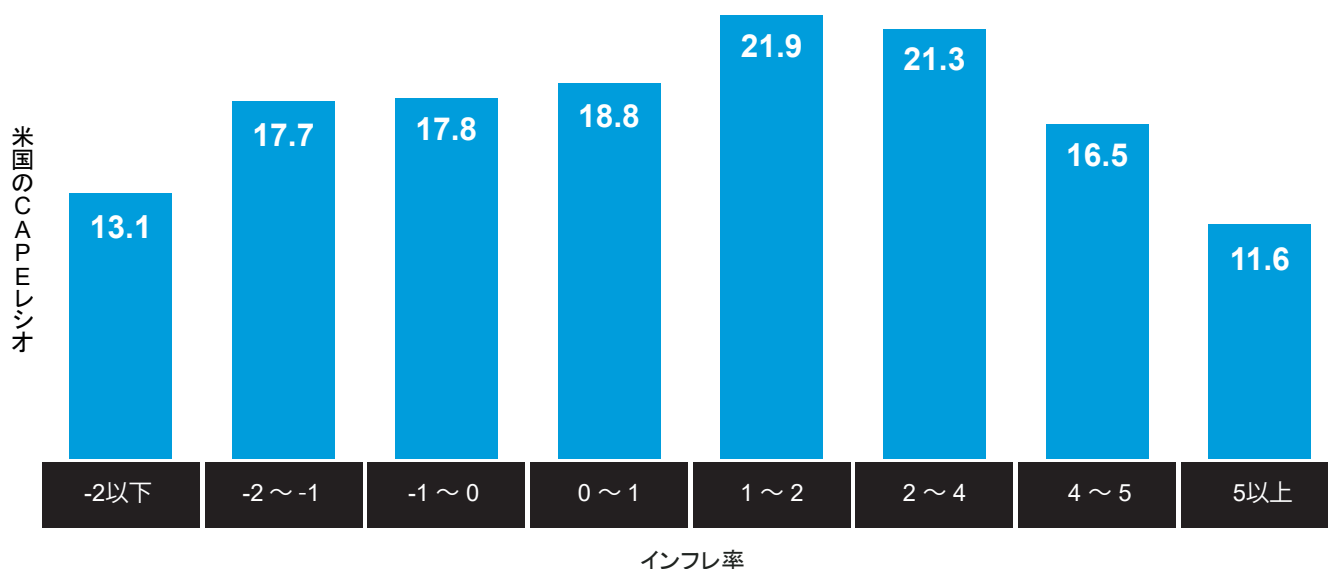
サイクル調整後の株式リスクプレミアムと10年フォワード・トータルリターン



● 株式の10年フォワード・トータルリターン(年率換算)  
● 米国シラー・リスクプレミアム

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。リスクプレミアムは、サイクル調整後(10年間の平均インフレ調整後)の収益利回りから政府債の実質利回りを差し引いたものと定義。データは1881年1月1日から2021年6月30日まで。出所: グローバル・フィナンシャル・データ、ロバート・シラーのデータベース、AB

**図表5: インフレ率の緩やかな上昇は株価収益率を支えてきた**  
 インフレ率別に見た米国株のサイクル調整後株価収益率



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。

2021年2月28日現在。出所：データストリーム、グローバル・フィナンシャル・データ、ロバート・シラーのデータベース、AB

株式のバリュエーションとインフレ率の間には非直線な関係が顕著に見られるため、インフレの均衡レベルが重要な意味を持つ。デフレや非常に高いインフレ率は、株式のバリュエーションに悪影響を及ぼす。中央銀行が伝統的に目標としてきた2%のインフレ率が株価収益率を最大化する傾向があったことは、おそらく意外なことではない(図表5)。しかし、インフレ率が2%~4%であっても、株価収益率を支える役割を果たしてきた(インフレ率が急速に変動しない限り)。その意味において、デフレ圧力とインフレ圧力はどちらも株価収益率を支える要因となる(しかし、政策的にはインフレ率の緩やかな上昇が好まれる傾向がある)。

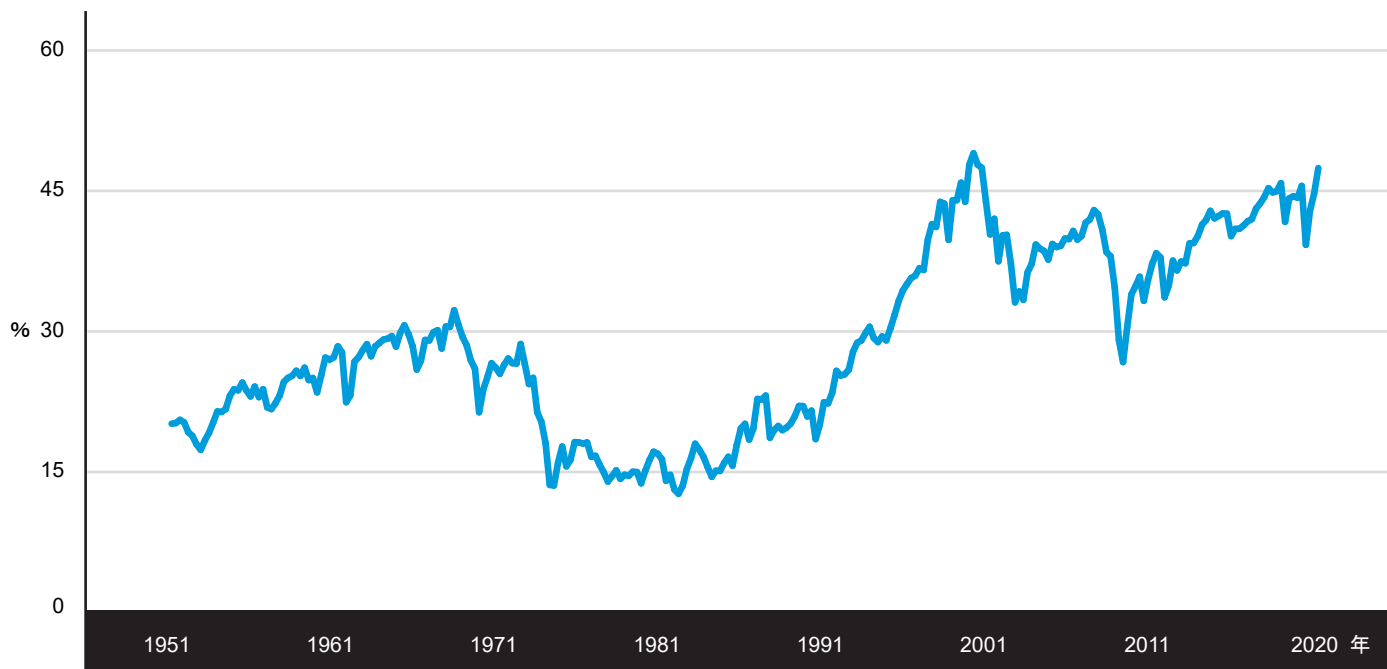
株式の見通しを支える一つの論拠として、「他に代わりとなる資産がない」(TINA)というものがあるが、それは慎重に考えるべきである。結局のところ、それは規範的な考え方ではなく、希望(あるいは絶望)の表明と言える。

米国の家計による株式へのアロケーション(直接保有や年金を通じた間接保有を含む)は、過去70年間にわたるレンジの上限に達している(図表6)。平均回帰的な動きが予想される通常的环境下であれば、株価収益率と株式へのアロケーションが共に過去最高水準にあることは、市場にとって弱気見通しを示唆するものだが、今は必ずしもそうとは限らない。

インフレ率が緩やかに上昇し、実質利回りは低水準で推移する（つまり、名目利回りがわずかに上昇する）という見通しを踏まえれば、疑問が沸いてくる。なぜ株式のアロケーションがもっと上昇しないのだろうか？こうした状況においては、株式へのアロケーションがさらに拡大し、過去70年間のレンジを突破する余地があると我々は考えている。この考え方には、より大きなコンセプトが含まれている。つまり、購買力を維持できなくなるリスクを回避するためには、ポラティリティに関するリスクを引き上げる必要があるかもしれないということだ。この点については、ABのブラックブック「我々は人間か、それともダンサーか？ ([Are We Human or Are We Dancer?](#)) 英語版」で詳しく触れている。

## 図表6: 米国株へのアロケーションは過去最高に近い水準にある

米国の家計が保有する金融資産（年金資産を含む）に占める株式の比率



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。グラフは、米国の家計および非営利セクターが保有する総金融資産に占める株式の比率を示しています。ここでは株式について、直接保有している企業の株式、 뮤チュアルファンド（上場投資信託を含む）、公的・民間年金基金が保有する資産のうち株式部分の合計額と定義。データは四半期別。最新のデータは2020年第3四半期。

データは1951年1月1日から2020年9月30日まで。出所：FRED、AB



戦略的な株式見通しを決定するもう一つの方法は、さまざまなリターン源泉を分解することである

$$\text{実質株式リターン} = \text{配当利回り} + \text{自社株買い利回り} + \text{国民1人当たり実質GDP伸び率} + \text{人口の伸び} + \text{GDPに占める利益の割合の変化} + \text{株価収益率の拡大/縮小}$$

この数式では、GDPに占める利益の比率に関する広範な指標に、マージンの拡大/縮小を織り込んでいる。それらが政策見通しと結びついているように、両者への圧力も関連性があると考えている。

議論の参考とするため、株価収益率とマージンが一定していると想定してみよう。それは自社株買いの見通しにも左右される。過去10年間、企業は群を抜いて最大の株式の買い手となっており、購入額は投資家をはるかにしのいできた。その理由は、企業にとってバランスシートにおける負債の拡大を促す環境が整っていたため、企業は負債を発行して自社株を買い戻してきた。しかし、自社株買いは格差拡大につながり、ガバナンスの失敗であるとの声が高まっており、それを持続できる期間には限界があると思われる。企業の経営陣はあまりに短い期間に評価されることから、自社株買いを完了させるために設備投資を減らし、負債の発行を拡大していると批判されている。

ABの基本シナリオでも、自社株買いについては今後も最近のような動きが続くと想定している。主なインプット要因は以下のとおりである：米国の人口の伸び率に関する国連予測は年間0.6%；過去30年間に達成した1人当たり実質GDPの平均伸び率は年率1.5%（長期的なコンセンサス予測も同じようなレンジに収まる傾向がある）；米国の配当利回りは1.5%；10年間の自社株買い正味利回り（買い戻し額から発行額を差し引いた額の時価総額に対する割合）は平均1.5%だが、パンデミックの影響を受けた過去12カ月間はわずか0.3%だった。

株価収益率や利益の割合に変化がなければ、リターンの分解は次のように単純化される：

$$\text{実質株式リターン} = \text{配当利回り} + \text{自社株買い利回り} + \text{国民1人当たり実質GDP伸び率} + \text{人口の伸び}$$

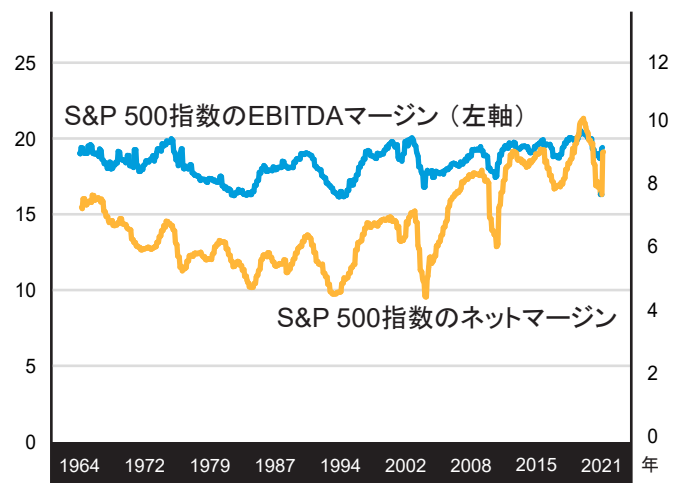
では、これは実質的なリターンという意味では何を示唆するのだろうか？上の式に数字を入れると、実質リターン=1.5%+1.5%+1.5%+0.6%=5.1%となる。これに予測期間のインフレ率である年率2%を上乗せすると、名目ベースのリターンは年率7.1%となる。



政策面の支援策が薄れていくとみられる中、企業のマージンはいくつかの理由で低下すると考えられる。その一つは、パンデミック以降は、株主に傾いていた振り子が労働者に向かう可能性がかなり高いことである。言い換えれば、ESGをマクロ的に解釈すれば、労働者の交渉力が高まることを意味している。それに加え、最も信頼度の高い予測の一つは世界的な増税であり、それは企業にとって、税引前及び税引後のマージンがここ数年の高水準から低下することを意味している（図表7）。

### 図表7: 企業のマージンは最近の高水準から低下する見込み

米国企業の税引き前（EBITDAマージン）及び税引き後のマージン（ネットマージン）（%）



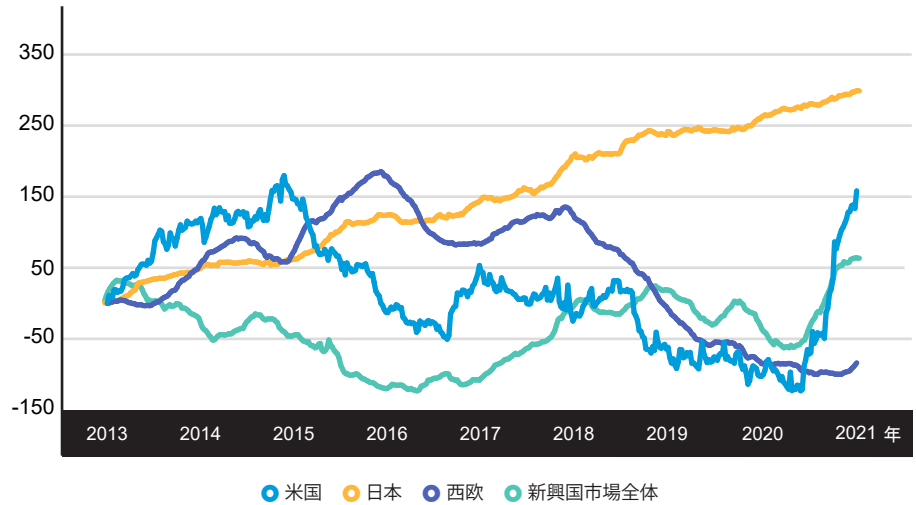
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。データは1964年1月1日から2021年6月30日まで。出所：ファクトセット、S&P、AB

では、米国を中心に株価が力強く上昇した後で、投資家は地域間のリバランスを検討すべきなのだろうか？

戦術的にはそうかもしれないが、戦略的に考えればそうではない。最近の地域間の株式フローで最も顕著な違いは、米国への流入額が記録的な回復を遂げた一方で、欧州への関心が著しく低いことである(図表8)。そのことは、投資家は逆張りのスタンスを取り、米国以外の株式をオーバーウェイトとし始めるべきであることを示唆しているのだろうか？かなり戦術的な取引をしたい人にとってはそれも選択肢かもしれないが、戦略的な視点で考えれば、それに意味があるとは思えない。

図表9では、米国と欧州の相対的な株式リターンの大きな変化は、株価収益率ではなく、相対的な成長によって決まることを示している。また、米国が財政及び金融面の支援策を継続する意思や能力があるとみられる環境は、米国がリーダーシップを維持できることを示唆するカギとなっている。しかも、欧州では経済に占める中小企業の割合が米国よりも10%ポイント高く、これらの企業はパンデミックで大きな打撃を受けたと思われるが、その程度はまだはっきりしない。

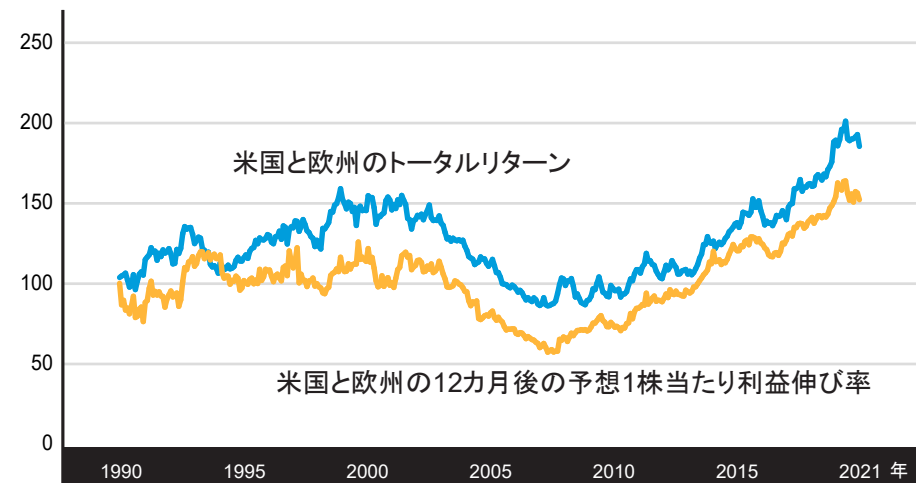
**図表8: 最近米国と欧州への資金フローの相違が際立っている**  
地域別に見た株式への資金フロー(累積ベース)



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。データは2013年1月1日から2021年6月30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・グローバル、AB

**図表9: 欧州株がアウトパフォームするには、欧州企業の利益が米国企業よりも急速に拡大する必要がある**

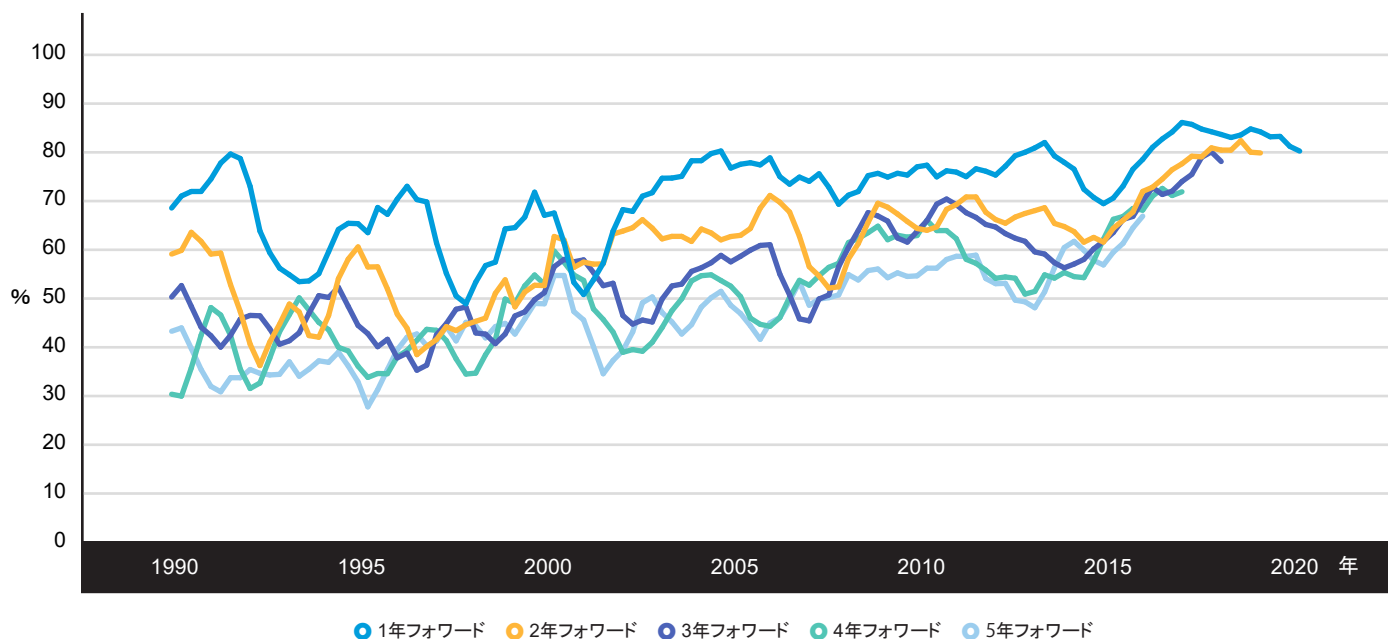
米国と欧州の相対的トータルリターン及び1株当たり利益の伸び率



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。データは1990年1月1日から2021年3月31日まで。1990年1月を100として指数化。出所: データストリーム、S&P、AB

## 図表 10: 収益力の高い米国企業はより長く、その地位を維持している

株主資本利益率の高いグループ (全部で10グループ) に入っている米国株のうち、1~5年後に上位2グループに残っている割合



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おいて、MSCI USA指数の構成銘柄をROEに基づき10分割し(セクター内で)、特定の時点で高ROEのグループに属する銘柄のうち、その後1~5年間に上位2グループに入っている銘柄のパーセンテージを算出。四半期ごとのパーセンテージは、数値を平準化するため4四半期の平均値を適用しています。

データは1990年1月1日から2021年3月31日まで。出所:ファクトセット、MSCI、AB

バリュー・ファクターのポジティブな予測(次のセクションで詳しく説明したい)は、欧州におけるポジションをオーバーウェイトとすべきであることを示唆しているのだろうか?そうではない。我々の見解では、ファクターの判断は地域に関する判断と切り離すことができる。また、実質利回りが低い中で、収益性の高い米国企業が優れた成長を長期にわたり維持していることは、高成長を遂げている一部の米国企業の高い株価収益率が正当化されうることを示唆している(図表10)。

世界の株式市場に関するABの見通しについては、「ポートフォリオ戦略:S&P4000か、それともS&P8000か?ABストラテジストの異なる見解 ([Portfolio Strategy: S&P4000 or S&P8000? Our strategists disagree](#)) 英語版」、「ポートフォリオ戦略:おっと・・・10年間の株価目標を8年半残して達成してしまった・・・今から何をしようか ([Portfolio Strategy: Oops-I hit my 10-year price target with 8 1/2 years to go...what do I do now?](#)) 英語版」、「株式のクロスアセット見解 ([A Cross-Asset View of Equities](#)) 英語版」で詳しく説明している。



# バリュー・ファクターを巡る大々的な議論

戦略的アセット・アロケーションにおいてファクターが果たす役割は、今後も拡大していくと思われる。確かに、リスクプレミアムについては大きな議論が起きている。リスクプレミアムは持続しうるのか、それとも一過性のものなのか？それはどんな能力を持っているのか？ファクターはロング・オンリーにすべきか、ロング/ショートにすべきか？これらの疑問については、今後のリサーチで取り上げていきたいと考えている。ここでは、おそらく今、最も激しい議論の的となっているファクターである「バリュー」に焦点を当てたい。2021年初めのバリュー・ラリーが持続するかどうかについては、戦術的な議論が大々的に繰り広げられている。しかし、本稿で取り上げる問題は戦略的なものであり、中期的にバリューのエクスポージャーを保持する戦略的な意味合いがあると考えている。

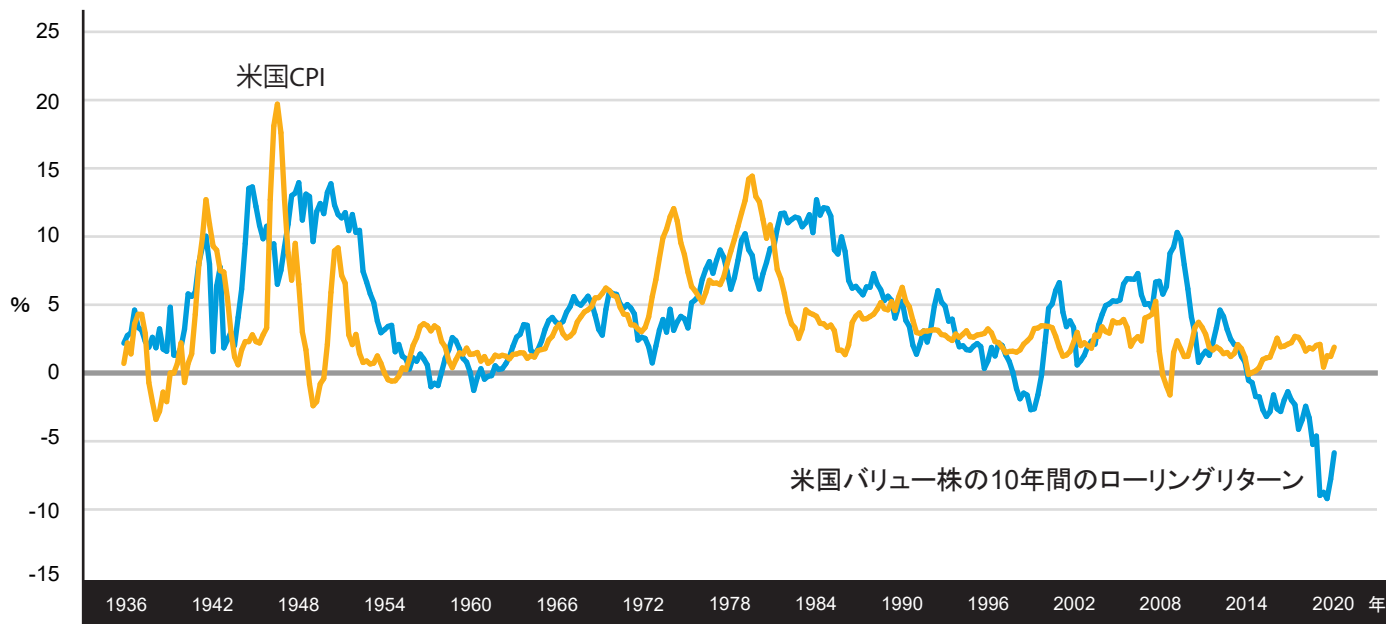
バリューは過去10年間にわたり、構造的な問題が障害となってきた。利回りの低下が進んだことはデレートの長い資産や、遠

い未来までキャッシュフローが増大すると予想される資産に恩恵をもたらした。それに対し、バリューはデレートの短い資産である。また、テクノロジーによって一部の産業の砦が破壊され、平均回帰の動きが妨げられた。バリュー株に占める無形資産の割合が高くなったことで、適切な評価基準についても疑問が生じている。さらに、本質的にモメンタム志向であるパッシブ・ファンドへのローテーションが続いている。

これらの課題はまだ消えていないが、長期的にインフレ率が上昇する局面に入れば、バリューの成功を阻む重要な要因が排除され、トレードを継続できると思われる。インフレ率とバリューのパフォーマンスの間には強力な長期的な正の関係があるため(図表11)、構造的なインフレ率の上昇は、バリュー・ファクターを長期的に支える重要な柱となり得る。

図表11: 過去90年にわたるインフレとバリューの関係—欠けていたのはインフレだけか？

米国の消費者物価指数(CPI)上昇率とバリューのリターン



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。前年同期と比較した銀行の10年回帰、CPIの前年比変化率とイールドカーブの前年比変化率に対する相対パフォーマンス(月次データ)。

データは1936年1月1日から2020年6月30日まで。出所: データストリーム、ケン・フレンチ・データ・ライブラリー、AB

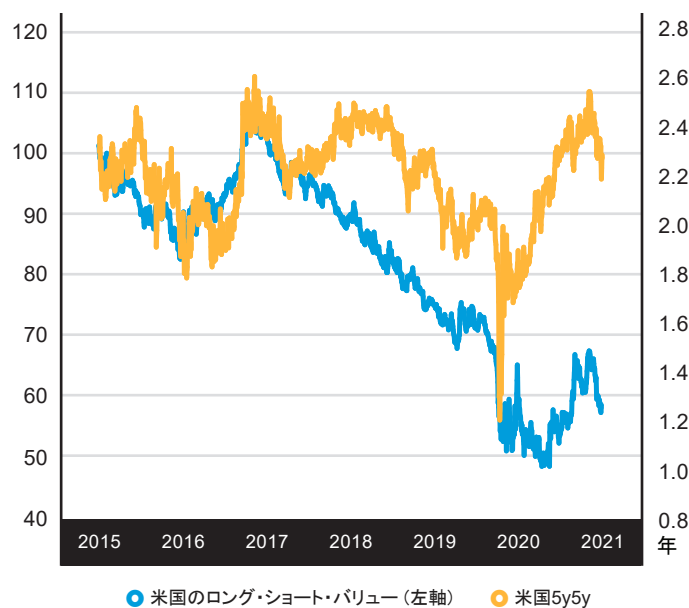
図表12と図表13ではもう一つの重要な関連性に焦点を当てるため、過去5年間の日次データを用いて、インフレ期待とバリュー・パフォーマンスの間に密接な関係があることを示している。この関連性は、欧州では異例なほど高かった。米国ではグロース株の優位性がより顕著になっているため、それほど大きな関連性は見られないが、転換点ではそれが顕著に現れている。

バリュエーションは、バリュー・ファクターを戦略的にサポートしている可能性のあるもう一つの要因である。アセット・オーナーや厳密なクロスアセットの観点から見れば、株式、ソブリン債、クレジット、プライベート・エクイティなど、ほぼすべての資産が歴史的に見て割高であることが大きな課題となっている。同時に、市場全体のバリュエーション・スプレッドは、いくつかの尺度で見ても極端に大きい。もし、ファクターが、ある意味において長期的なリターン源泉として資産クラスの代替になり得るのであれば、バリューは投資家が購入できる数少ない安価な「資産」の一つであるように見える。

投資家がバリューへの戦略的アロケーションを行う上での課題は、インフレに対する通常の政策対応を通じた間接的な影響ではなく、インフレがもたらす直接的な影響を解明することである。過去の事例は、コモディティや資本財・サービス株など非金融セクターにおけるバリュー・ファクターの中核資産は、インフレと直接的な関係があることを示している。

しかしながら、銀行はイールドカーブのスティープ化に比較的敏感に反応しがちである。そのため、今回のサイクルでイールドカーブがあまりスティープ化しなければ、バリュー・ファクターへの戦略的アロケーションがより慎重であることを示唆していることになる。このトピックについては、「[ポートフォリオ戦略: ファクターの戦略的見通しと、ポートフォリオにファクターが必要な理由 \(Portfolio Strategy: Strategic outlook for factors, and why they are needed in portfolios\)](#) 英語版」で詳しく説明している。

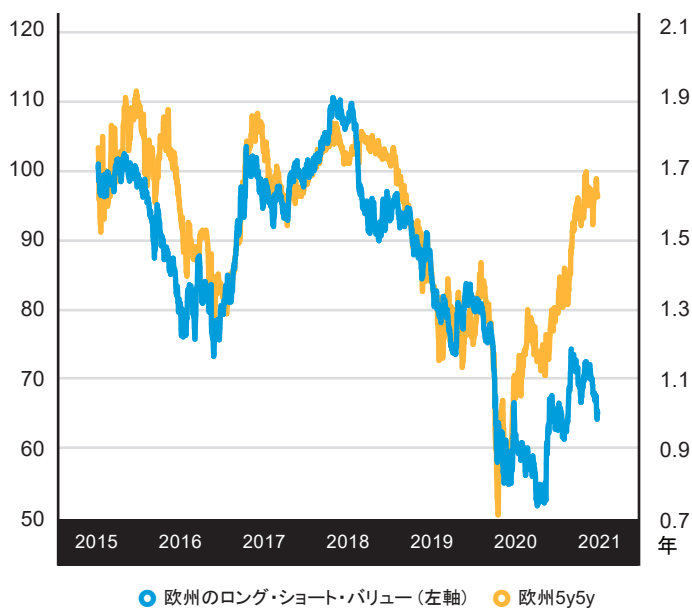
図表12: バリューと米国のインフレ期待



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。チャートは、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次パフォーマンスを、地域の5y5yインフレ・スワップとの対比で示しています。

データは2015年1月1日から2021年7月13日まで。出所: ブルームバーク、MSCI、AB

図表13: バリュー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。チャートは、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次パフォーマンスを、地域の5y5yインフレ・スワップとの対比で示しています。

データは2015年1月1日から2021年7月13日まで。出所: ブルームバーク、MSCI、AB



## 特有のアルファを分離する

ABのAlphalyticsプラットフォームとデータベース・センターは、特異なデータを識別し、アセット・オーナーがパッシブなマネジャーよりも、真の付加価値をもたらすマネジャーやアクティブ戦略を見つけ出すのを手助けしている。それにより、アセット・オーナーはアクティブ運用報酬を正当化することができる（「Alphalytics: アクティブ運用のルールを覆す ([Alphalytics: Teering up the rules on active management](#)) 英語版」と「Alphalytics: 債券に真のアルファはあるか? ([Alphalytics: Is there "ture" alpha in fixed income?](#)) 英語版」を参照）。

IAとは、単純で、投資しやすく、低コストで入手できるファクター・エクスポージャーを調整した後に残るアルファである。我々はIAについて、アクティブ運用ファンドのリターンを適切なファクターに照らして2段階の線形回帰を行うことによって推定している。このアプローチの延長として、タイミング由来のIAを銘柄選択のIAから分離するため、二次のファクターも利用している。この2つのIAは、マネジャーのスキルにとって、独立した、かつ重要な要因であり、パッシブ・ファクターの上場ファンドを単に組み合わせて保有しても再現できないため、どちらも高く評価する価値がある。

我々のリサーチでは、IAは長期にわたって過去のパフォーマンスよりもはるかに持続性があり、戦略の将来的な超過リターンを予測する能力が高いことが示されている。重要なことは、ファンドのポートフォリオ全体でIAとIAの分散を最大化すれば、期待超過リターンが高まるため、マネジャーの選択やポートフォリオの構築において、IAを重要な分野に据えるべきである。

我々のAlphalyticsプラットフォームにおけるインタラクティブなウェブベースのインターフェイスを利用すれば、アセット・オーナーは世界中の何千もの株式や債券商品のIAデータ及びランキングに迅速かつ容易にアクセスすることができる。それにより、ニーズに最も適した最も高いスキルを持つマネジャーを特定できるとともに、保有資産のモニタリング（及び完全に信頼できるカスタム・リターン・ストリームの分析）、ファクター・ベースのリターン要因分析、及び効果的な戦略ポートフォリオの構築などが可能になる。

我々はAlphalyticsを常に改良しており、多くの顧客にこのツールを利用してもらうことを期待している。また、マネジャーの調査及び選定、ポートフォリオ構築、カスタマイズされた投資ソリューションの構築に向け、顧客と協力していきたいと考えている。

## 誰が本当にアルファを創出しているのか？

ABがAlphalyticsの取り組みの一環として作成したアクティブ戦略に関する膨大なデータベースを使えば、さまざまなマネジャーのパフォーマンスやIAを長期的に追跡し、何がうまく機能しているかを確認したり、アルファ創出と、マネジャーやポートフォリオの属性や市場の構造及び環境などとの関係を探ったりすることができる。

こうした分析を通じ、どのマネジャーや戦略が複製できない価値を提供する可能性が高いか、また、どんな環境がアルファ創出に適しているか、あるいは適していないかについての洞察が得られ、その結果、アクティブなマネジャーに資金を配分することが可能になる。我々はAlphalyticsを使って、以前から続いているアクティブ/パッシブに関する議論や、スタイル、投資アプローチ、ファンド規模、集中度などがもたらす影響など、多くのトピックについてリサーチしている。

以下のセクションではいくつかのトピックに焦点を当てているが、今後のリサーチでさらに掘り下げて分析したい。

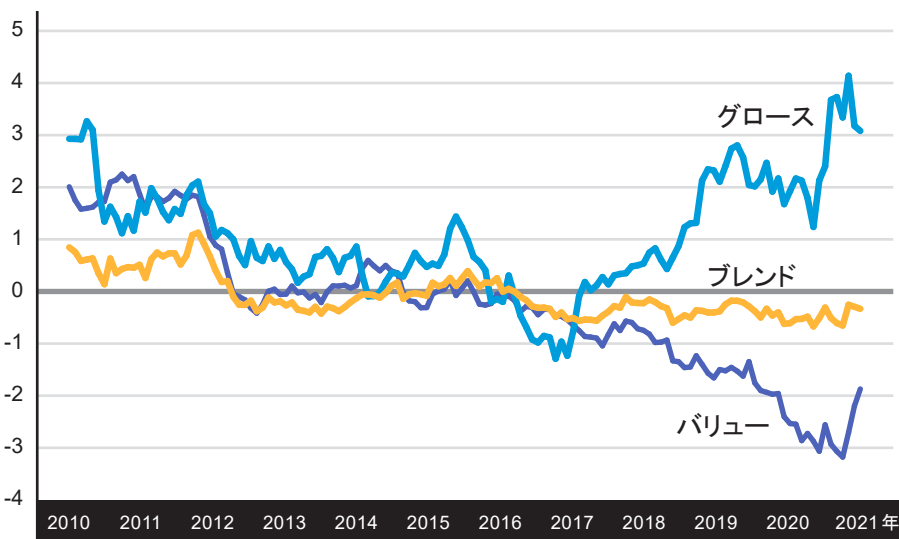
## バリューとクオンツの運命が変化しているのか？

ABのデータによると、少なくとも米国では、アクティブは12カ月間に、全体的に非常に好調なパフォーマンスを示した。実際、アクティブはアウトパフォーマンスの度合いが少なくとも過去10年間で最も高くなり、2021年はこれまでにパッシブやスマート・ベータ商品を2%アウトパフォーマンスしている。我々がアクティブをパッシブやスマート・ベータ商品と比較していることを考えれば、ベンチマークに対するアウトパフォーマンスの度合いはさらに大きくなりそうだ。言い換えれば、我々は株式市場だけでなく、ファクター・プレミアムへのエクスポージャーを提供する商品を含めて比較しているため、マネジャーに高いハードルを設けていることになる。

アクティブでは、これまで持続してきたトレンドに重要な変化が起きている。逆転する可能性のあるトレンドの一つは、グロース・マネジャーとバリュー・マネジャーのアルファ創出に関する二極化である。この動きは2016年頃から顕著になり、超過リターンと

図表14: グロースとバリューの分断

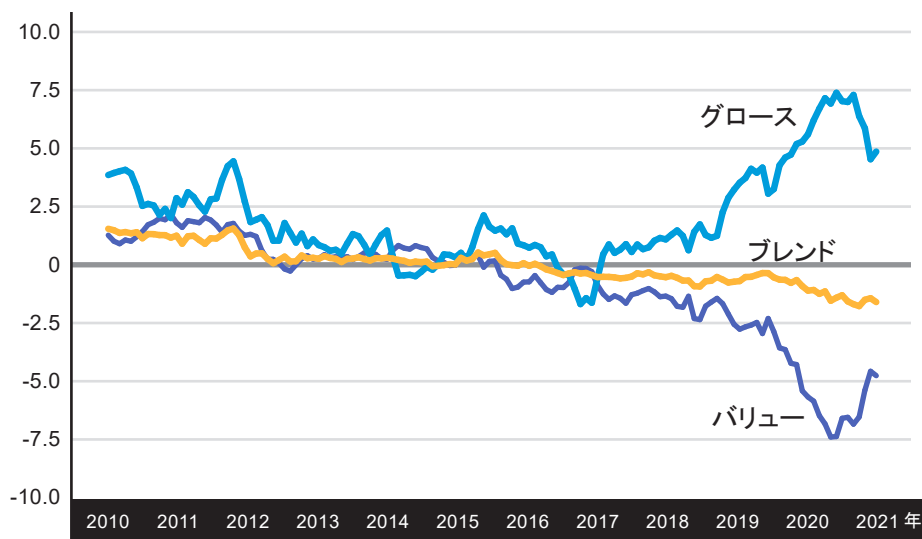
米国マネジャーのスタイル別IA: 3年ローリングのトータル・リターン (%)



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。データは2010年1月1日から2021年4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

図表15: グロースとバリューの分断

米国マネジャーのスタイル別IA: 3年ローリングの超過リターン (%)

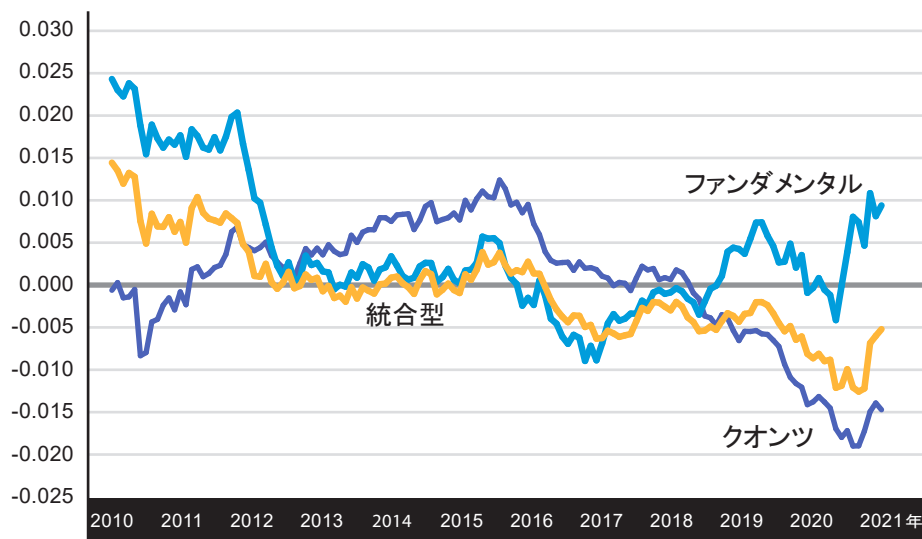


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。データは2010年1月1日から2021年4月30日まで。出所: eVestment、ファクトセット、モーニングスター、MSCI、S&P、AB



**図表16: クオンツ運用マネジャーの未来は明るいのか?**

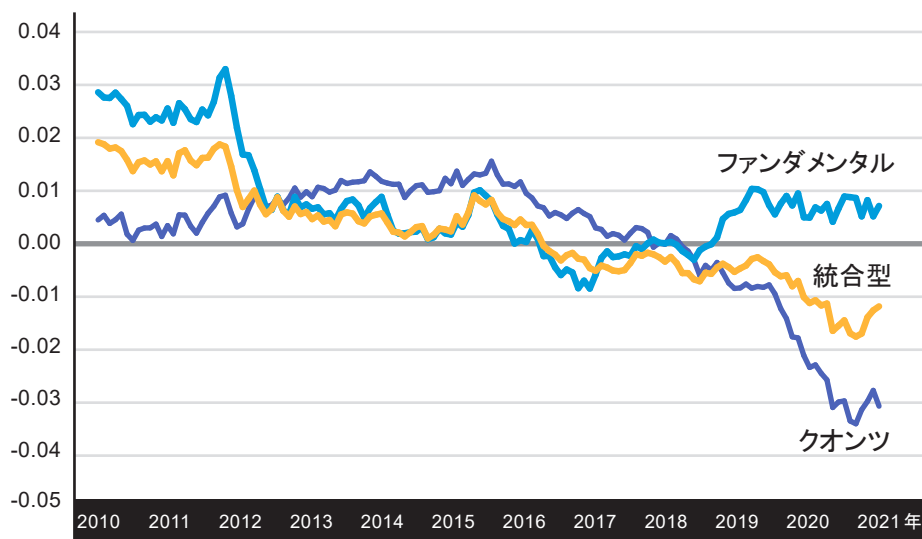
投資プロセス別の3年ローリングのIA (米国の例) : トータル・リターン (%)



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。データは2010年1月1日から2021年4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

**図表17: クオンツ運用マネジャーの未来は明るいのか?**

投資プロセス別の3年ローリングのIA (米国の例) : 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。データは2010年1月1日から2021年4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

個別リターンの両面でバリュー・マネジャーが苦戦している一方で、グロース・マネジャーはアウトパフォームしている。こうした二極化の動きは現在ほど顕著ではないにせよ、過去10年にわたり続いてきた(図表14及び15)。

今年バリュー・ファクターが大幅にアウトパフォームする一方で(少なくとも米国では)グロース・ファクターがアンダーパフォームしているため、グロース戦略の長期にわたる勝利にピリオドが打たれる可能性がある。バリュー・マネジャーの年初来パフォーマンスが米国で7%、世界全体では4.2%ベンチマークを上回っているのに対し、グロース・マネジャーは米国で5%近く、世界全体では2.4%アンダーパフォームしている(いずれも2021年4月30日までの数字)。「真の」アルファ、つまりIAについても一時的な変化が生じている。もちろん、バリュー・ファクターの項で述べたように、バリューの反発は、循環的な回復やインフレ期待の高まりといった環境と関係しており、バリューのトレードは戦術的、戦略的どちらの面でも引き続きサポートされると思われる。このことは、バリュー・マネジャーにとってようやく見通しが明るくなってきたことを示している。

バリューの見通しが変化しつつあることに伴い、ここ数年低迷していたクオンツ/システム運用型戦略の環境が一時的に上向いている(図表16及び17)。ファンダメンタル・マネジャーは米国で0.5%、世界全体で0.4%、ベンチマークをアウトパフォームしているのに過ぎないのに対し、クオンツ・マネジャーはそれぞれ2.7%、1%アウトパフォームしている(いずれも2021年4月30日までの数字)。株式の相関性低下、超大型グロース株に偏っていたリターンの修正、バリュー・ファクターの回復といった環境も、アルファ創出プロセスにおいて伝統的にポジションとスタイル双方の分散に依存してきたこれらの投資プロセスにとって追い風となっている。

そのトレンドは暫定的なものだが、現在の市場構造は、バリュー商品やクオンツ商品の見通しがこれまでよりも明るくなっていることを示している可能性があり、それはアクティブ・マネジャーの見通しについても、より全般的に楽観的になれる理由を提供している。

## ESGにアルファは存在するのか？

ABがAlphalyticsのデータセットを使ってリサーチしたもう一つの分野は、ESGにアルファが存在するかどうかという点である。ESGという看板には、ESGを中核理念とするファンドのみならず、ESGを他の要素と一緒に考慮するに過ぎないファンドなど、非常に多様なアプローチが含まれている。また、ESGの指標を用いてスクリーニングを行うファンドや、実際にESGを統合して組み入れ企業に関するファンドも含まれている。

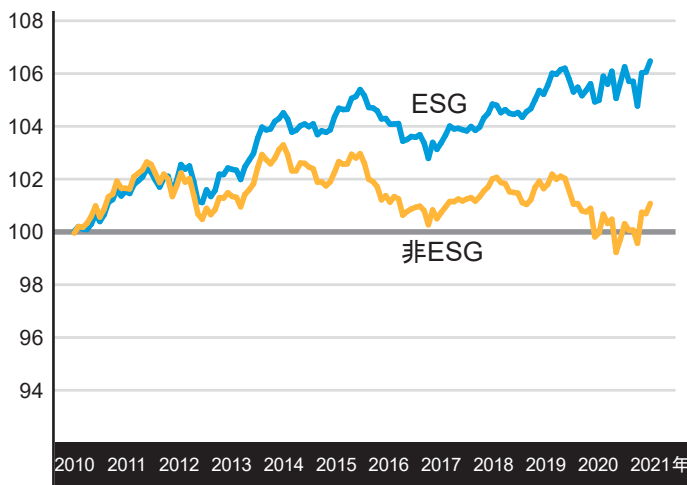
eVestmentとモーニングスターの両社の戦略から抽出した大規模なサンプルを用いたABの調査によると、ポジティブなESGタグを持つ商品は、米国のマネジャーのサンプル内で、過去10年間に「非ESG」の商品を5.47%（対ベンチマーク）アウトパフォームしてきた。また、ファクター・エクスポージャーの違いを調整した後もアルファが存続することや、米国のESG戦略のサンプルは2010年以降、より高水準のIAを創出していることが判明した（図表18及び19）。

アルファ源泉としてのESGの問題を巡っては激しい議論が続いており、アルファ源泉としてESGを支持するものから否定するものまで、膨大な数の研究が行われている。使用されるESG基準とその測定方法の乖離は依然として重要な問題であり、明確な結論を導き出すことは困難であるように見える。それでもこれらの結果は、ESGのアウトパフォーマンス（主要ファクターのベータ値に対して）にある程度の力強さがあることを示しており、今後のリサーチでさらに探っていきたいと考えている。

一方で、ESG商品への資金流入は驚異的なペースで続いており、ESG商品と非ESG商品のパフォーマンス格差は最近になって過去最大に達した。ESG戦略と非ESG戦略の3年間のアクティブ・リターン・スプレッドは2021年第4半期に年率1.23%に拡大し、過去10年間で最大となった。また、EUではESG銘柄が割高になっているほか、米国ではバリュエーション・プレミアムが現れ始めている。

図表18: ESGにアルファは存在するのか？

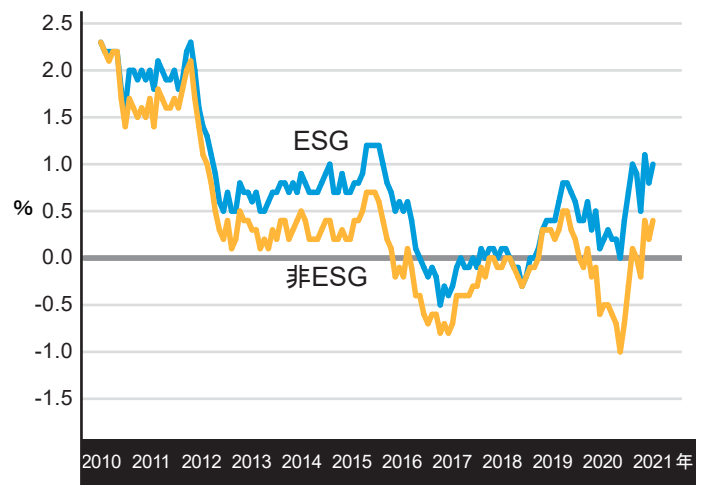
インデックス化した月次超過リターン: ESG vs. 非ESGポートフォリオ (米国)



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。データは2010年1月1日から2021年4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

図表19: ESGにアルファは存在するのか？

3年ローリングのIA合計: ESG vs. 非ESGポートフォリオ (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。データは2010年1月1日から2021年4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

**図表20: ESGスコアが最低の銘柄は市場全体よりも評価が低く、最高の銘柄は評価が高い**  
ESGクインティールが最高の企業と最低の企業のバリュエーション (zスコア)

欧州							
相対12カ月予想株価 収益率のzスコア	環境スコア	環境改善スコア	ESGスコア	相対株価純資産倍率 のzスコア	環境スコア	環境改善スコア	ESGスコア
最高クインティール	1.38	0.32	-0.87	最高クインティール	1.84	0.25	1.73
最低クインティール	-1.61	-1.70	-1.24	最低クインティール	-2.53	-2.35	-3.11

米国							
相対12カ月予想株価 収益率のzスコア	環境スコア	環境改善スコア	ESGスコア	相対株価純資産倍率 のzスコア	環境スコア	環境改善スコア	ESGスコア
最高クインティール	0.99	1.17	0.58	最高クインティール	0.21	0.28	0.50
最低クインティール	0.36	0.64	1.41	最低クインティール	-1.04	-1.43	-1.11

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2015年以降のデータを用いて、ベンチマークの中央値に対する、株価収益率の中央値のzスコアを示しています。最高クインティールは、サステナリティクス社のESGスコアに基づく上位20%の銘柄。ユニバーサルは、MSCIヨーロッパ及びMSCI US指数の構成銘柄のうち、サステナリティクスがスコアを付与している銘柄。サステナリティクスのスコアは同業他社と比較した相対評価。データは2021年4月30日現在。出所：ファクトセット、MSCI、サステナリティクス、AB

図表20は、ESGスコアに基づくバリュエーション格差について、株価収益率と株価純資産倍率をベースに表示している。欧州では、評価が最高の企業と最低の企業（この場合は、サステナリティクス社のスコアを使用）や、評価が最も改善した企業と最も改善が見られない企業のバリュエーションに著しい格差が見られる。こうしたバリュエーション格差は、ここにきて米国でも現れ始めている。

何がこうした極端な現象を引き起こしているのだろうか？おそらく、それは資金フローが原因で、近い将来にフローが逆転するとは考えにくい。問題を複雑にしているのは、ESG銘柄はデュレーションが長くなりがちな資産（テクノロジー関連など）であるのに対し、ESGの評価が低い銘柄はデュレーションが短い（エネルギー関連など）傾向があることで、バリュー銘柄やショート・デュレーション銘柄が上昇する流れの一環として、ESGのスコアが悪い銘柄のパフォーマンスがやや高まっていることである。この効果が、ESG戦略への資金流入を相殺するほど強力なものになるかどうかは議論の余地があり、今後のリサーチの課題となる。

## 中国：アクティブ運用の天国？

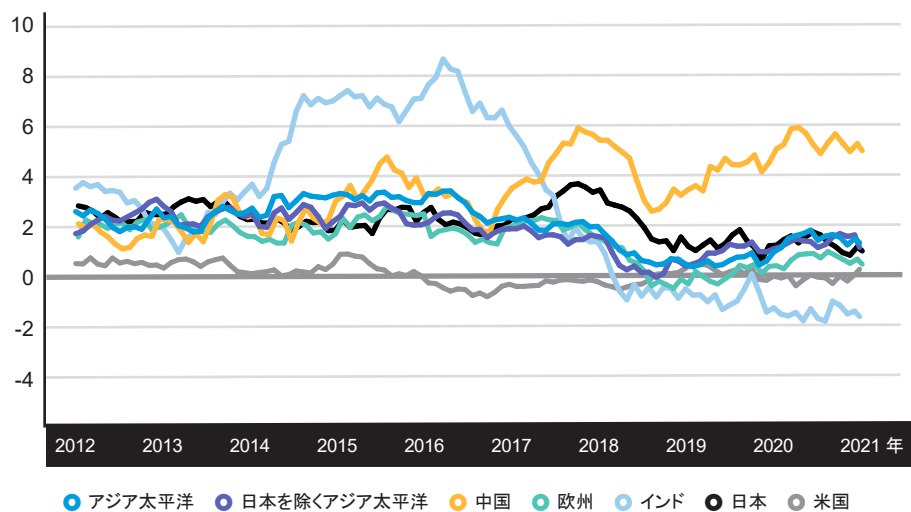
アクティブ株式運用マネジャーによる超過収益とIA創出に関する地域別トレンドを見ると、アジアがとりわけ興味深い。アジアでは、このところマネジャーのパフォーマンスが米国や欧州のマネジャーを上回っており、中でも中国のパフォーマンスが傑出している。

我々の中国サンプルには、MSCIチャイナ指数、MSCIゴールデン・ドラゴン指数、MSCIチャイナA株指数などのインデックスをベンチマークとする150のマネジャーが含まれている。つまり、彼らはA株、H株、他の主な株式タイプに幅広く投資している。これらのマネジャーは、過去3年間にグロスベースで年率4.95%のアクティブ・リターンを創出してきた。それに対し、日本を除く広範なアジア地域のマネジャーのリターンは1.09%、米国をベンチマークとするマネジャーは0.21%にとどまった。長期的に見れば、彼らのパフォーマンスは他の地域のマネジャーよりも優れている（図表21）。

中国は、特有のアルファ創出の点でも際立っている（図表22）。中国のマネジャーは過去3年間に年率4%以上のIAを創出したのに対し、日本のマネジャーは0.61%、インド及び米国のマネジャーのIAはマイナスだった。

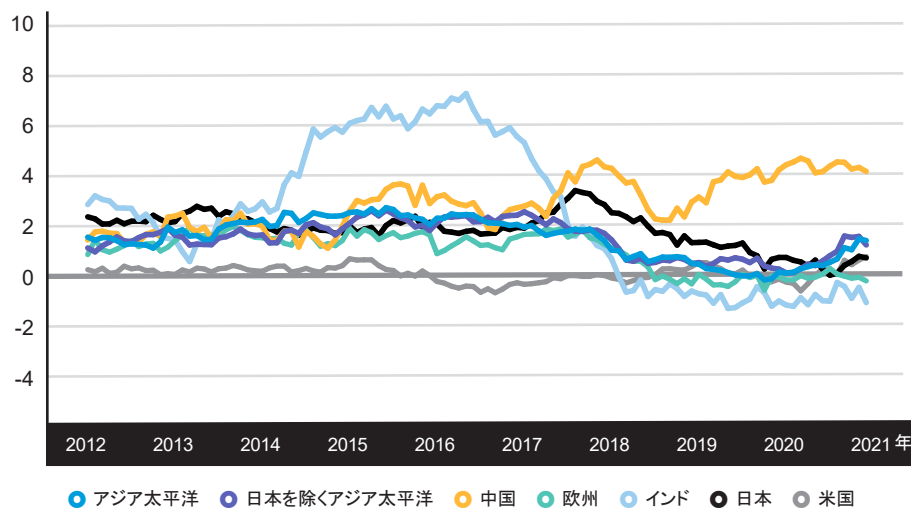
もちろん、中国の本土市場は非常に異なる性格を持っている。そこは「管理」が厳しく、コントロールされた市場で、外国人による市場参加に扉を閉ざしている（市場開放に向けた動きは引き続き進展しているが）。また、個人投資家の比率がかなり高く、外的ショックに対する市場の反応や、アクティブ・マネジャーの選定方法に影響を与えている。市場構成やマネジャーのポジショニングの違いなど、他の要因も影響していることはほとんど間違いないが、それは、追求すべきアルファ創出機会が豊富な効率性の低い市場であることを意味している。

図表21: 3年ローリングの超過リターン VS. ベンチマーク: アジア  
%



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。データは2012年6月1日から2021年5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22: 3年ローリングのトータルIA: アジア  
%



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。データは2012年6月1日から2021年5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



# 戦略的アセット・アロケーションに与える影響と、アルファとベータの役割

本稿では、政策やインフレを取り巻く環境から市場の見通し、アルファの測定に至るまで、一見すれば投資に関わる全く異なる問題を取り上げてきた。

最後のセクションでは、アセット・オーナーに与える影響という形で、これらの問題を共通のストーリーにまとめたと考えている。それぞれのアセット・オーナーには、負債、時間軸、リスク許容度、他の要因などに基づく明確な違いがあることを認識することが重要である。しかし、全般的にリターンが低下し、分散投資が難しくなりつつあることは、大半のアセット・オーナーにとって、リスクを引き上げる必要があることを意味している。

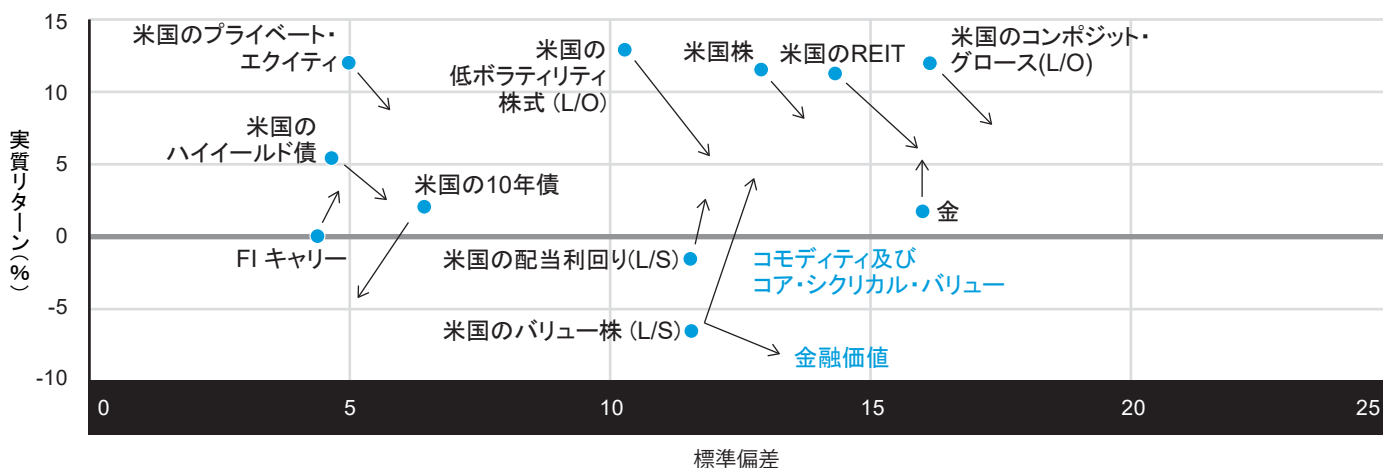
図表23では、主な資産について、過去10年間の実現リターンと、今後の展開に関する見通しを示している。リスク・レベルが上昇する可能性を別にすれば、この分析では、見通しの変化に応じて、資産構成の中でより大きな部分を占めつつあるファクターを示している。

もっと本質的に見れば、市場やアルファに関するABの見通しは、戦略的アセット・アロケーションの構成要素を見直す必要があることを示している。

我々は最近発表したブラックブック「我々は人間か、それともダンサーか? (Are We Human or Are We Dancer?) 英語版」の中で、パンデミックはポートフォリオの再構築だけでなく、投資の方法論についても再考を促すことになると指摘したが、戦略的アセット・アロケーションの性質もその一つだと考えている。

戦略的アセット・アロケーションとは、株式、クレジット、デュレーション、他の要素への資産配分と考えるよりも、より根本的な違いとして、IAとベータを区別することが挙げられる。こうした観点からポートフォリオを考えれば、アセット・オーナーが支払う手数料をより効率的に配分できるようになる。つまり、安価なベータではなく、IAのために手数料予算を節減すべきである。

図表23: 投資家はリスクを積み増す必要:年金プランはファクターを追加する必要がある可能性



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。予測は今後変更される可能性があります。点は実質リターンと、投資家が購入できる主なリターン創出源のボラティリティを表しています。矢印は、ABの機関投資家向けソリューションズ・チームによる今後5~10年間の予測を表しています。注: 米国のプライベート・エクイティのデータは1986年から2019年の間に設立された1,562のファンドに基づいて集計されており、それには完全に清算されたパートナーシップも含まれています。リターンはすべて、手数料、経費、成功報酬を差し引いたネットベース。データは無償でマネジャーに提供されています。データは2020年3月31日現在。出所: ケンブリッジ・アソシエーツ、データストリーム、ファクトセット、FRED、ケン・フレンチ・データ・ライブラリー、AB



# 推奨

---

アセット・オーナーのリスク制約、ベンチマーク、時間軸はそれぞれ異なっているため、本稿では特定のポートフォリオを推奨することは控えたい。今後のリサーチで特定の投資家グループへのアプローチを推奨する予定だが、多くの投資家にとって、戦略的アロケーションを構築するには、重要な側面（その一部については今後のレポートで詳しく説明したい）を考慮する必要がある。

- 我々は株式ベータへのエクスポージャーをオーバーウェイトに維持すべき強い理由があると考えている。バリュエーションが高く、利益率の低下が予想され、米国の家計部門による株式へのアロケーションがすでに高水準にあるにもかかわらず、緩やかなインフレ・シナリオの下では、株式がプラスの実質リターンを創出する主な源泉になると思われる。
- 我々の見方では、バリュー・ファクターへのエクスポージャーにはプラス効果がある。確かに逆風が吹いているが（テクノロジーが業界を守っていた岩を破壊している）、インフレと大きなバリュエーション格差が重なっていることで、バリューの戦略的な強みは、ここ数年で最も高まっている。問題は、バリューをどのように定義するかということである。
- デュレーションをアンダーウェイトとすることは賢明である。投資家はデュレーションの問題を抱えている。それは高格付けの債券を保有している場合だけではない。インフレ率の上昇に伴って債券を通じた株式リスクの分散効果が低下した場合、60/40といった単純なクロスアセット・ポートフォリオのデュレーション・リスクが高まる可能性がある。
- また、ロング・ショート、インフラ、不動産、他の実物資産といった「オルタナティブ」なリターン源へのエクスポージャーを拡大することも理にかなっているようだ。、将来的にはトークン化した実物資産すら投資対象となりうる。このようなリターン源は、プラスの実質リターンを生み出す源泉になると同時に、より乏しくなっている分散投資の対象として、重要な役割を果たすことになりそうだ。しかしながら、プライベート・エクイティについては、ドライパウダーの蓄積や名目利回りが上昇するとの見通しを踏まえ、ネガティブな見方をしている。
- もう一つの検討すべき重要な点はアルファの役割で、実質リターンが低下し、伝統的なベータのリスクが高まっている中において、アルファをIAとして適切に定義することが欠かせない。

当資料は、2021年7月現在の情報を基に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。アライアンス・バーンスタイン及びABには、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。
  - 保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

