

ALLIANCEBERNSTEIN®

2022年下半期の 戦略的投資見通し

今の市場の動向は戦略的投資家
にとって何を意味するのか？

2022年7月

イニゴ・フレーザー・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

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

まとめ

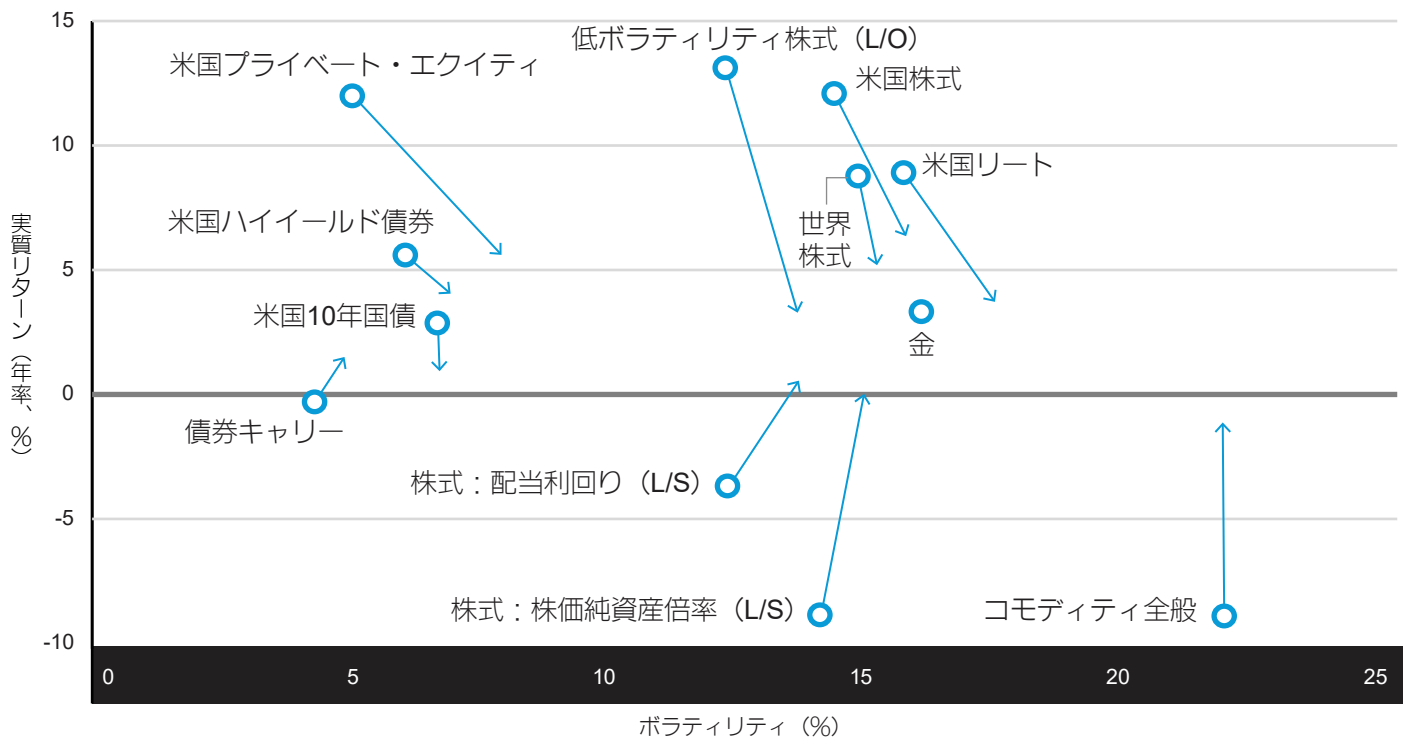
2022年下半期の戦略的投資見通し:

- プライベート・アセットの買いはさらに進行する
- クレジットはより魅力的に見えるが、現在、高格付け債券の分散効果は低下している
- 投資家は依然として実物資産へのエクスポージャーを高めるべきである。また、ファクターはポートフォリオにおいて重要な役割を担う
- 株式のプラスの実質リターンを支持する戦略的論拠が存在する

長期的な視野を持った投資家になりたいと言う者は多い。それは称賛すべき願望だが、短期的なイベントが起こると長期的な視野を維持するのは難しい。アライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）のレポートは通常、戦略的視野に焦点を当てているが、2022年の年初来、S&P500指数が20%下落し、米国10年国債利回りが140ベース・ポイント上昇し、ビットコインが60%下落する中、戦略的投資家が対応する必要性が生じている。今回のレポートは、資本市場を見通す上で重要な要素についての想定を提供する典型的な「ストラテジスト」の見通しとして構成するわけではない。むしろ、アセット・オーナーにとって重要な戦略的資産配分の問題に論点を定めて議論を展開する。それにより、本稿がアセット・オーナーにとって必要な資産配分決定に直接関係する内容になるものと期待する。

戦略的資産配分の基本構成単位を変化させる必要のためのABの市場及びアルファ点の見通し

投資家はリスクを増やさなければならない: 年金制度はファクターを増やさなければならない



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

各点は、投資家が購入できる主要なリターンの流れに関する過去10年間の実質リターン及びボラティリティを表しています。矢印は、今後5~10年についてのAB機関投資家向けソリューション・チームの予想値を表しています。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、完全に清算されたパートナーシップを含む1,562のファンドから編集されたものです。すべてのリターンは、手数料、経費及び成功報酬を差し引いたものです。データは無償でマネジャーに提供されています。

2021年9月22日現在。出所: ケンブリッジ・アソシエーツ、ファクトセット、連邦準備制度経済データ、ケネス・R・フレンチ・データ・ライブラリー、トムソン・ロイターズ・データストリーム、AB

足元では「債券が戻ってきた」というフレーズがよく聞かれるようになったが、それは、再び債券への投資に戻るべき時が来たという意味なのだろうか？ 実物資産（特に金融資産と対比される意味での実物資産）のパフォーマンスが良好な中で、そのような取引が現在、実際に「行われている」のだろうか？ パブリック・アセットのバリュエーションが低下する中で、投資家がプライベート・アセットへの配分を行う必要があるのだろうか？ 実際のところ、オルタナティブ資産へのシフトが必要だという主張全体が今や疑わしくなっているのだろうか？

本稿ではこれらの問いについて論じる。特定の資産配分を指示する意図はない。なぜなら、それは投資家ごとの状況を踏まえた個別性の強い会話だからだ。むしろ、アセット・オーナーが、自らの戦略的資産配分の決定の観点から急激な市況変化の影響を捉えるのを手助けすることを意図している。本稿の内容は、ABがインフレ、実物資産、プライベート・アセット及び株式市場に関する最近のリサーチにおいて表明した見解を更新するものでもある。

このような議論はすべて、米国及び欧州の認識される景気後退リスクが1カ月前よりも高まっているという文脈で見なければならぬ。本稿の投資ホライズンは、想定される景気後退の投資ホライズンより長い。景気後退（または景気後退の不在）がリスク資産の今後に影響を及ぼすことは明白である。したがって、株式の長期見通しと、景気後退が生じた場合のその見通しの変化について論じる。

投資家は、2022-2023年の景気減速という投資ホライズンにとどまらず、戦略的投資にとって重要なさらに長期の均衡状態について明確な見解を持つ必要がある。そのような見解は、最終的に、パンデミックがレジーム・チェンジのサインであったのか、それとも継続中のパラダイム内での停滞にす

ぎなかったのかに関する見解に行き着くことになる。

この質問に対してABはレジーム・チェンジが生じたと考えており、その立場からABの戦略的見解が生まれる。各国の中央銀行が従来型金融緩和サイクルを通じてインフレ率を目標値へと引き下げることが可能なのか、それともインフレ圧力が持続するのか？ 現在の非常に高いインフレ率と、2年先以降のより長期のインフレ見通しは明確に区別される。それぞれにおいて異なる力が作用するからである。これは、米国の10年ブレイクイーブン・インフレ率の推移において見ることができる。ウクライナ戦争の勃発後に生じた長期期待インフレ率の急上昇は、米連邦準備制度理事会（FRB）のよりタカ派的な方針転換によって排除されることになった。長期期待インフレ率は今や2021年の単に高いだけのレベルへと逆戻りしている。

投資家が2年先以降のことに目を向ける際には、ABは「やっかいな」インフレ圧力が残されていると主張するだろう。そのインフレ圧力とは、脱グローバル化、環境（E）・社会（S）・ガバナンス（G）（ESG）の中でもとりわけ「S」、及び人口動態である。これらの力すべてが、賃金上昇を含むインフレ率上昇を示唆している。本稿の焦点が戦略的資産配分に当てられていることから、インフレに関するこの見解が意味するところは、現在の高いインフレ率が落ち着いた後でさえも、投資家は名目リターンではなく実質リターンを生み出すことに焦点を当て続けなければならないということになる。

最後に、「ファクターが戻ってきた！」と主張したい。10年間にわたりロング・オンリー、パッシブ運用の資産クラスのベータがファクターを著しくアウトパフォーマンスしていたが、その後のこの6カ月間で突然、状況が反転した。ABは、ファクターが「裁定取引で消滅した」とか、どういうわけか重要性を失ったといった考えを受け入れることはな

かったが、それらの有効性が長期にわたり低くなる可能性があることは認めてきた。ファクターは、リターンの観点と分散化の観点の両方から、依然として戦略的資産配分の重要部分であり続けているとABは主張する。

本稿の結論を概略すると次のとおりである。

- プライベート・アセットの買いはさらに進行する。
- 債券を避ける論拠は弱まっているが、ABのインフレ見通しからすると、多くの投資家は依然としてより高い実質リターンを必要とする。景気後退の回避が可能ならば、特にインカム重視の投資家にとっては、利回り格差の拡大によりクレジット投資がより魅力的になる可能性はある。しかし、現在のところ、利回り格差に完全な景気後退が反映されているわけではなく、以前に比べて、高格付け債の分散化要因としての効果は低下しているとABは考える。
- 投資家が自らの戦略的資産配分において実物資産へのエクスポージャーを高めるべきであることは変わらない。また、ファクターにはポートフォリオにおいて果たすべき重要な役割がある。
- 株式投資家も、またセルサイドのアナリストも、まだ株式に対するポジティブな見解を有している。彼らが見通しを引き下げるとネガティブ・サプライズとなるため、いくぶん、株式市場にとっての差し迫った短期的なリスクとなっている。そうは言っても、市場センチメントのシグナルは抑えられた水準になるなど、一時的なサポート材料もでてきている。そのような潜在的ダウングレードや資金流出といった短期的なリスクの先には、株式のプラスの実質リターンを支持する戦略的論拠が存在する。

市場が激動する中では、さまざまなタイプの投資対象を含んだ資産配分を形成することが投資家にとっての重要な課題となる。

当資料は、2022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。
- ・ 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

