



新型コロナウイルス が開く扉

～債務膨張をはじめとする
長期トレンドの加速～

ダレン・ウィリアムズ

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド
グローバル・エコノミック・リサーチ・ディレクター

ガイ・ブルーテン

アライアンス・バーンスタイン・オーストラリア・リミテッド
アジア太平洋（除く中国） チーフ・エコノミスト



はじめに: 新型コロナウイルスは瞬く間に社会、世界経済、各種政策に歴史的な影響を及ぼした。この後遺症は長らく続き、さらには反グローバル化、ポピュリズム、債務膨張などの長期トレンドの動きを加速させるだろう。政府は債務超過にどう対処していくのか、また、これらのトレンドはアライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）のマクロ見通しにどのような影響を与えるのだろうか。

新型コロナウイルス：歴史的な大打撃

2020年9月現在、新型コロナウイルスのパンデミック発生から半年が経過する。その規模は第1波だけでも21世紀に発生した他のパンデミック（SARS、MERS、エボラ熱など）を上回るものであった。

新型コロナウイルスが及ぼした経済的悪影響は既に歴史的とあって差し支えない。政府は感染抑制のため、ソーシャルディスタンスとロックダウンによる経済停止に舵を切り、結果として労働市場は大きく傷ついた。また、前例のない規模の公衆衛生対策や金融財政政策が繰り出された。

これらの対策が奏功すれば、いずれ現行の規制は解除され、経済は回復する見通しである。しかし、最初の回復が一服した後はどうであろうか？

ABではパンデミック発生に先立ち、低成長、経済成長とインフレのバランス悪化、ひいては高インフレそのものを引き起こす5つの長期的トレンドを捉えていた。

- + 人口動態に起因する負の供給ショック
- + 生産性の伸び悩み
- + ポピュリズム政策の再台頭
- + 地政学的紛争の高まり
- + 政府債務の膨張

新型コロナウイルスはこれらのトレンドを加速させるのか、和らげるのか、はたまた影響を与えないのか？ パンデミックはすでに大きな変化をもたらしている。消費者視点でいうと、映画館や飛行機での移動を伴う旅行は選択肢から外され、生産者側視点では「密」な作業現場は過去の産物となっている。事業破綻や倒産、資産価値暴落・不良債権化に伴う銀行の減損のニュースは珍しくなくなるだろう。また、各種制限・規制が徐々に緩和されたとしても、人々が安心して元の生活に戻るまでには長い時間がかかるかもしれない。

パンデミックが長期のマクロトレンドに顕著な影響を及ぼすのはどのような場合であろうか？ それはパンデミックにより発生した力学が既に進行中のトレンドと同じ方向に作用する場合だ。言うなれば開きかけているドアに最後の一押しを加えるようなイメージである。

新型コロナウイルスは反グローバル化を加速させる見込み

グローバル化がパンデミック発生前に既にピークを迎えていたことを踏まえると、反グローバル化は既に開きつつあった扉の1つと言えよう。グローバル化のトレンドを捉える最も容易な方法は、国内総生産（GDP）に占める輸出割合を見ることである。この比率は、第二次世界大戦後、グローバル化の進展に伴い数十年間にわたって着実に上昇しており、すなわちグローバル化とは国境を越えて出荷される商品・サービスの増加を意味してきた。

しかし、2013年以降、グローバル化は反転の動きを見せ始めた（図表1）。これは世界金融危機により、グローバルなサプライチェーンの欠陥、特に貿易金融への依存が明らかになったことが一因である。とりわけ自動生産技術の発達は、それまで主流であった低賃金国へのアウトソーシングの動きを抑制し、自国生産を企業にとって実行可能な選択肢に押し上げた。そして、ポピュリズムの復活に一部起因する貿易戦争の激化によって、自由貿易の制度的枠組みの根幹が大きく揺らいでいることは周知のとおりだ。

新型コロナウイルスは、貿易において致命的な「アキレス腱」となる集中型サプライチェーンの欠陥を露わにし、反グローバル化の動きを間違いなく加速させている。パンデミックによる悪影響はグローバル貿易に依存していた国々にとって、より深刻なものとなっている。しかし、これは単にサプライチェーンだけの問題にとどまらない。新型コロナウイルスをきっかけに中国と欧米の対立が激化し、反グローバル化の扉を勢いよく開いてしまう恐れがある。

ポピュリズムは一層の台頭を見せる可能性

もう1つ、長期トレンドと新型コロナウイルスとの化学反応による産物がポピュリズムだ。これについては、米国・英国・ブラジルなどポピュリズムの代表ともいえる国々において、パンデミックに対するさまざまな対応を受けて政権に対する不信感や反発が高まっていることから既に鎮静化の方向に向かっているとの議論もあるが、ABの考えは異なる。

【図表1】 グローバル化の引き潮

世界貿易の対GDP比率



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。
2018年12月31日まで
出所：ヘイバー・アナリティクス

経済停止による打撃を被った人々には多くの若年層・単純労働者が含まれ、新型コロナウイルスの感染状況は低所得・マイノリティ地域でより深刻なものとなっている。

新型コロナウイルスとポピュリズムの関連性を踏まえると、ポピュリズム政策につながる3つの要素が既に進行している。それは

- (1) 保護主義の強化（反グローバル化と密接に関係）、
- (2) 政策・制度規律の緩み（中央銀行の独立性低下や財政政策の拡大など）、
- (3) 所得再分配である。

債務膨張圧力

ここまで反グローバル化とポピュリズムについて述べたが、新型コロナウイルスが既存の長期トレンドを強化している最たる領域は債務膨張であろう(図表2)。先進国の政府債務はパンデミック以前にも過去最高を記録しており、大規模な財政支援策が実施された場合、債務対GDP比率がさらに20%以上増加し得る。政府が債務膨張に対してどのようなスタンスで立ち向かうかは、長期見通しに大きな影響を与えるだろう。

ノーベル賞を受賞したポール・クルーグマン氏やフィナンシャル・タイムズ紙のマーティン・ウルフ氏などの識者は、英国の政府債務対GDP比率がしばしば100%を超えていることを引き合いに出し、特段騒ぎ立てる事態ではないと主張しているが、これはいささか見当違いだ。この論は、英国などの地域で政府債務を増加させる上で戦争が果たした歴史的な役割を無視している。平時の政府債務については、上昇するのではなく、むしろ減少するのが一般的な動きだった。

ここで、英国の例を掘り下げてみよう(3ページの図表3)。ナポレオン戦争が終わってから第一次世界大戦が始まるまでの間、同国の債務はGDP対比200%に及ぶ驚異的な減少を遂げた。そして、第二次世界大戦後の30~40年間に於いても、同様に債務減少を達成した。

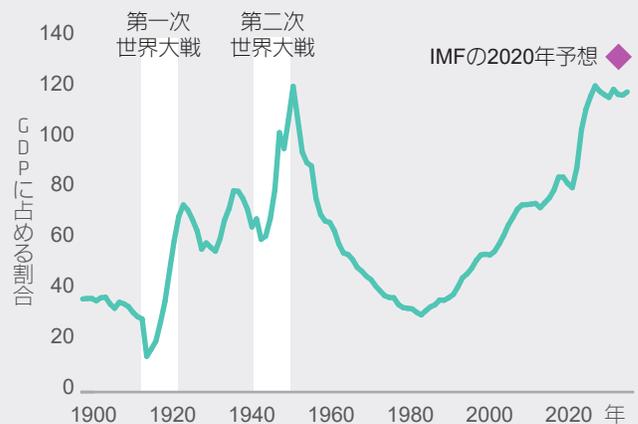
英国政府はどのような手品を使ったのだろうか。いずれの時代も、極めて大きな財政黒字が債務負担の軽減に一役買っていた。経済成長もまた、特に第二次世界大戦後の高度成長期に重要な役割を果たした。

債務負担軽減ツールとしての低金利・マイナス金利

しかし、この2つの時代には大きな違いがあり、足元で先進国が直面している状況に対する重要な示唆が含まれている。1816年から1919年まで、英国の実質金利は大きくプラスであり、債務削減方針に対して逆風をもたらした。一方、第二次世界大戦後は実質金利がマイナスとなり、これがGDP比で年間約3%もの実質的な債務削減に寄与した。

第二次世界大戦後、マイナス実質金利の恩恵を受けたのは英国だけではない。同時期、米国を含む多くの国は人為的に名目金利をインフレ率より低く押さえ込むこと(「金融抑圧」と呼ばれる手

【図表2】先進国の政府債務が急増
G7*のGDPに占める政府総債務の割合



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。予想は今後変更される可能性があります。

*G7: ドイツ、カナダ、アメリカ、フランス、イタリア、日本、イギリス
2020年6月30日まで

出所: ヘイパー・アナリティクス、国際通貨基金 (IMF)、Jordà-Schularick-Taylorマクロヒストリー・データベース、AB

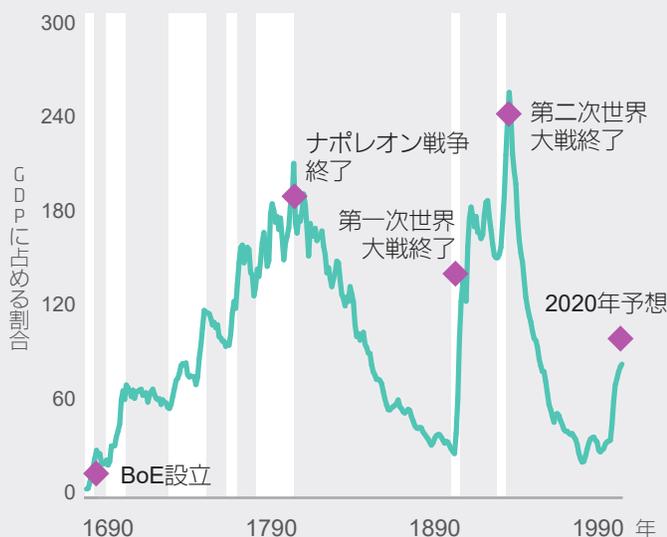
法)によって債務山積の状況に対処した。そして時間の経過とともに、政府債務の大幅削減につなげたのである(3ページの図表4)。

どのような債務削減手段が今般残されているのか?

当たり前だが、強い経済成長の下では政府債務削減に必要な財源の確保は容易だ。しかし、今後数十年間にわたる高成長を期待するのは、さすがに楽観的過ぎると言わざるを得ない。これまで幾度となく緊縮財政の試みはあったがことごとく失敗に終わっており、今日のポピュリズムが席卷する世界ではさらに大きな障害が立ちふさがらるだろう。債務不履行または債務再編も選択肢の1つだが、これはもちろん最終手段であるし、造幣権を持つ国々にとってはそもそも不要なものだ。

【図表3】2つの債務削減の物語

英国の国家債務*



国庫負担金の増減額の推移†

GDPに占める割合、年間平均



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。

2020年6月30日現在

*背景が白い期間は戦時中を表します。†マイナスの数字は、この要素が政府債務の削減に貢献したことを意味します。

出所：イングランド銀行 (BoE)、ヘイパー・アナリティクス、IMF、Jordà-Schularick-Taylorマクロヒストリー・データベース、AB

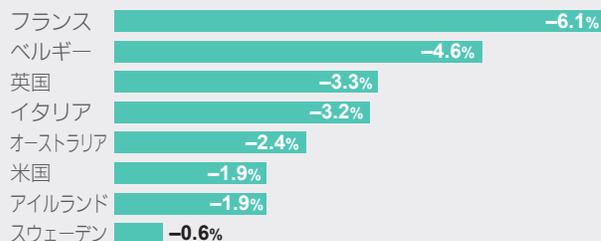
全ての要素を考慮すると、特に適度な高インフレ環境化において、金融抑圧が効果的で比較的痛みの少ない選択肢であることが歴史から示唆されている。

言うに及ばず、今日の先進国ではインフレはほとんど起きていない。しかし、超低金利環境が定着しつつある中、1970年以降急増している政府債務の改善を求める気運は再び弱まっている (4ページの図表5、左図)。驚異的スピードで政府債務が増加しているにもかかわらず、ここ数年で急減している政府利払い費用は、低金利効果の影響によるところが大きい (4ページの図表5、右図)。

ここで重要な問いは、低金利が「解決策」か「問題」のどちらに属するのかわかる。この答えを探り、ひいては今後数十年の政府債務がどのような変遷をたどるのかを占う上で、いったん立ち止まって歴史を振り返る意義は大きい。

【図表4】債務削減に寄与したマイナス実質金利

債務希薄化効果：1945-1980年、GDPに占める割合*



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。

*政府債務の削減に対する実質マイナス金利の年間平均寄与度

出所：カルメン・M・レインハート、M・ベレン・スプランシア「政府債務の流動化」(IMFワーキングペーパー、2015年)

これまでの歩みは「長期停滞」の歴史と位置付けられるか？

先進国の政府債務水準を史上最大にまで引き上げた力学については、大きく分けて2つの学説がある。

最初の学派は、世界が長期停滞期に突入したという説に依拠するものだ。この学説は、民間部門の過剰貯蓄が均衡金利を押し下げていると主張している。仮に均衡金利が政策で達成不可能な水準に突入した場合（例えばマイナスの時）、必然的に民間部門（企業）は投資を控え、貯蓄超過となるだろう。閉鎖経済においては（あるいは世界全体の視点で見ると）、その対となる公的部門（政府）は財政赤字にならざるを得ない。

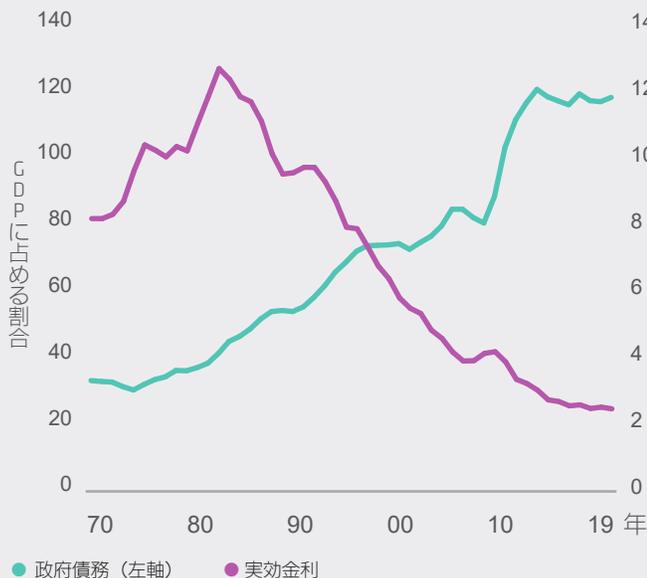
言い換えると、民間部門が十分な支出をしないのであれば、代わりに政府が支出をする必要があるということだ。そうでなければ、待っているのは不況だ。長期停滞論の視座からは、政府債務の大幅増加は不可避なもの、しかし同時に望ましいことでもある。新型コロナウイルスは民間部門の貯蓄促進及び投資抑制を通じて、長期停滞すなわち財政赤字拡大と債務対GDP比率上昇を加速させるだろう。このような背景を思うと、長期停滞論者であるラリー・サマーズ氏が「これでいい」と現状是認の発言をしたことが腑に落ちてくる。

それとも「債務の罫」にはまっているのか？

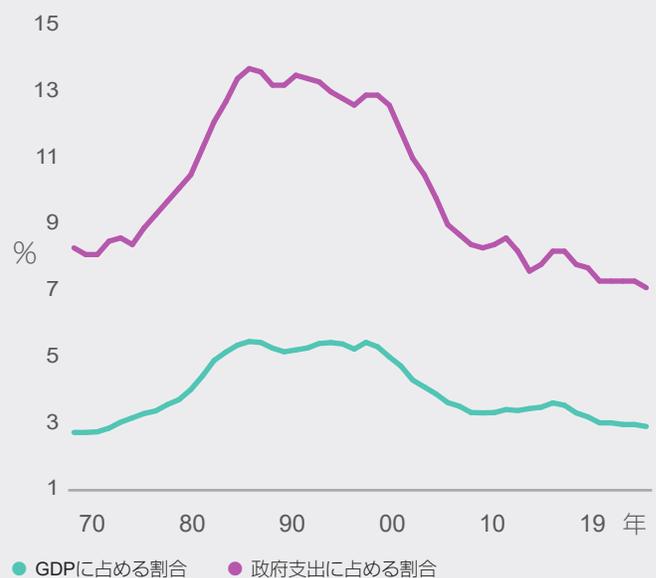
もう一方の学派は、先進国が事実上債務の罫にはまっているというものだ。

【図表5】 低金利による利払い費用抑制

G7政府債務と実質金利



G7政府債務利払い費用



分析は例示のためのものであり、今後変更される可能性があります。
2019年1月まで
出所：ヘイバー・アナリティクス

国際決済銀行 (BIS) がその代表的な論者であるが、そのルーツは経済学者のハイマン・ミンスキー氏にまで遡る。ミンスキー氏は、第二次世界大戦後において、第二次世界恐慌の回避という政治の至上命題が、その後の民間債務と公的債務双方を急上昇させた各種政策と密接に関連していると結論付けた。

しかし、このアプローチは大不況回避の助けとなり得る一方、意図しない結果を生じさせる可能性がある。その1つがミンスキー氏の有名な仮説である「金融不安定化」であり、もう1つが「ゾンビ企業」の延命だ。ゾンビ企業の存在は経済全体の生産性を圧迫し、低成長の問題を一層悪化させる。これがさらに低金利への圧力となり、悪循環にはまってしまう、というものだ。

日本はこの一派の広告塔的存在だ (図表6)。1990年以降、日本の非金融部門の債務対GDP比率は約230%から320%に急増し、この間10年物国債利回りは約7%からゼロにまで低下した。現在はわずかにマイナス利回りとなっており、このように国債利回りがマイナス圏に沈下した先進国の割合は年々高まっている。

「債務の罠」学派は、債務増加が諸悪の元凶であり、超低金利と経済成長鈍化という望ましくないサイクルを引き起こしているとしている。これは債務増加を美徳、少なくとも必要悪とみなす長期停滞論とは大きく異なる立場だ。

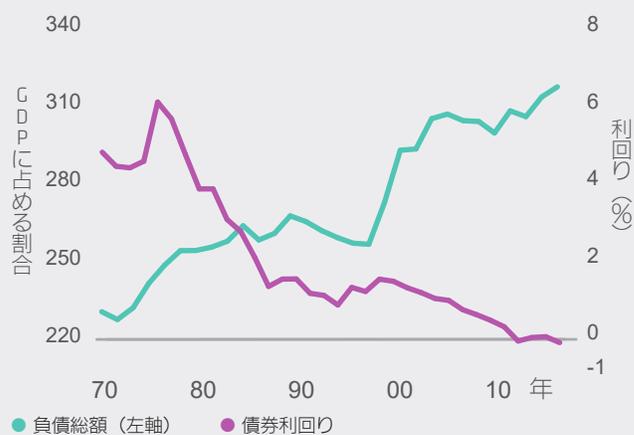
MMT—長期停滞論から紡ぎ出される帰結

双方の論者がともに否定しているものの、長期停滞論の論理的帰結の果ては近代通貨理論 (MMT) に行き着く。近年注目を集めているMMTの下では、政府が自国の通貨を発行している限り、財政破綻に陥ることはない。徴税や国債発行の必要すらない。単に「カネ」を印刷すればいいのだ。結果、政府の目標・優先課題は財政赤字や債務水準という伝統的なものから離れ、公共部門支出に置かれることになる。

MMTの世界では、長期停滞論と同様、政府債務の増加は「問題」ではなく、「解決策」と位置付けられる。パンデミックの現状を踏

【図表6】日本のデット・トラップ

非金融部門の債務と10年国債の利回りの推移



分析は例示のためのものであり、今後変更される可能性があります。家計、非金融企業、政府。政府の純債務を使用して算出
2019年1月まで
出所:ヘイバー・アナリティクス, AB

まえると、MMTは、特に大きな政府を志向する (経済に対する政府の大きな関与を求める) 人々を魅了しやすい。ただ、過去にMMTと類似した政策が濫用され、しばしば高インフレを引き起こしてきた点には留意する必要があるだろう。

過剰債務の解消—取り得る選択肢は?

しかし、歴史が示唆しているように、極端に高い政府債務水準が望ましくないものだとしたら、政府は一体何ができるのだろうか?

既に述べたように、債務の削減を経済成長に依存するのは危険だ（図表7）。（新型コロナウイルスによって扇動されているであろう）ポピュリズムの復活は、数十年にわたる緊縮財政への意識低下を意味している。ABはMMTに含まれる一部極論に賛同しかねる点もあるが、自国通貨建て債務の不履行は基本的に発生し得ないという点には同意する。

そうなると金融抑圧とインフレが最も有力な選択肢として挙がってくる。日本の例は、たとえ大規模でなくても金融抑圧がいかに強力かを雄弁に物語っている。過去10年間、大規模な財政赤字が続いているにもかかわらず、国債利回り低下とインフレ率上昇の恩恵により、当局は政府債務をGDP対比240%以下に安定化させることに成功した。

インフレと金利環境がガギを握る

インフレの影響を把握するために、日本国債の見通しについて考えてみよう。ベースラインのシナリオにおいて、対GDP債務残高は今後数年間安定する見通しも、既に金利が下限に達していることからインフレが重要な役割を果たすであろう（図表8）。

今後30年間、政府がインフレ回復に苦戦し、平均1%のデフレが続くとすれば、実質債務負担は爆発的に重くなるだろう。だからこそ、デフレ回避が至上命題なのである。逆に、もし日本が2%インフレを実現したらどうであろうか？ 債務は好循環の中で急速に減少していくだろう。これは第二次世界大戦後、イギリス、米国など先進国の多くがたどった道だ。

ここで注目すべきは、日本の債務状況改善の実態が過小評価されている点だ。なぜなら、現在日本銀行（日銀）は多量の日本国債（GDPの約90%に相当）を公開市場買い入れを通じて吸収しているためだ。これらの国債が市場に戻る（売却される）ことはないと考えれば（あるいは中央銀行を国家の一部と広義的にみなすならば）、日銀保有分の国債は事実上帳消しされているとも言える。つまり、現状の実質的な債務GDP比率は200%超ではなく、150%程度まで下がるのである。

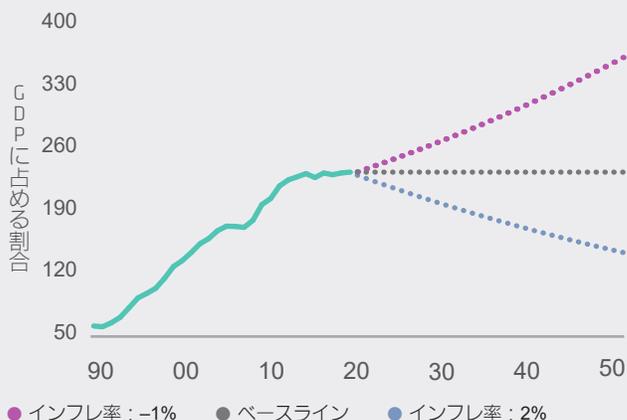
この例から明らかのように、低金利とインフレは債務負担軽減に向けて非常に強力な手段となり得る。そして、政府債務の一部が中央銀行のバランスシートを通じて恒久的に吸収できるのであれば、なおさらである。明言している中央銀行は少ないものの、この種のアプローチは歴史の中で頻りに採用されてきた。そして今日も例外ではない。「量的緩和」という仮面の下で同じことが行われているからだ。

【図表7】債務削減ツールキット

経済成長	有効ではない
財政調整（緊縮財政）	有効ではない
金融抑圧（低金利環境）	効果を期待
インフレ	効果を期待
帳消し（デフォルト／徳政令／債務免除）	？

例示のみを目的としています。
出所：AB

【図表8】シナリオ別における日本の政府債務予想



過去の分析や現在の予想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。
予想は2050年まで
2020年6月30日現在
出所：ヘイバー・アナリティクス、AB

この方程式のうち、現状欠けているのは言うまでもなくインフレの上昇だ。インフレ上昇に至るまでは、もうしばらく時間が必要かもしれない、その間は低金利による片翼飛行を余儀なくされるだろう。すなわち、金利は当面の間、超低水準で推移する可能性が高いということだ。では、それはどれくらいの水準だろうか？

ABでは政府債務を現行水準に留めるために必要な金利水準を「債務安定化金利」として、その推計を試みた(図表9)。これは国際通貨基金(IMF)の財政予測とABのGDP予測を前提に、政府債務を2021年の水準に維持するために必要な名目金利と定義付けられる。米国や英国においては当該金利がマイナス域に沈下しており、インフレ率が有意に上昇するまで、この状態が新常态(ニューノーマル)となる見込みだ。

終着点：歴史から見えてくる債務削減の「型」

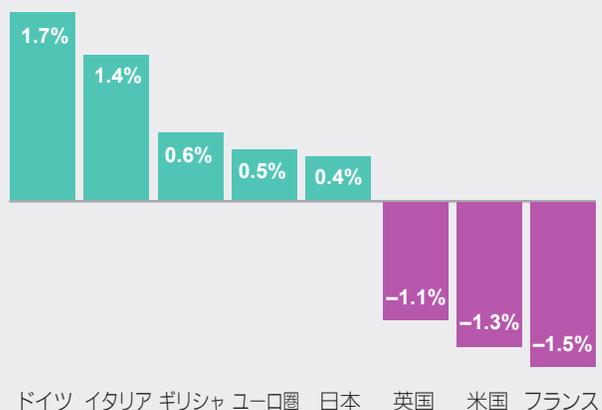
まとめると、政府債務は既に高い水準にあり、かつ上昇している。これを長期停滞論に基づいて自然な現象だと主張する向きもあれば、過去数十年の負債主導型の経済モデルは終焉を迎え、世界は「債務の罠」に陥っているとする向きもある。重要なのは、いずれの経路も足元の超低金利につながっている点だ。

しかし、これらの行き着く先はどこなのか？ インフレはどうなるのか？ これから先進国経済がたどり得る道筋を概観するにあたっては、以下の4つの「型」が参考となろう。

1. ナポレオン戦争後の英国
2. 第一次世界大戦後のドイツ(ワイマール共和国)
3. 第二次世界大戦後の先進国(米国や英国等)
4. 1990年以降の日本

既に述べたように、今は緊縮財政の気運が高まる環境ではないため、ナポレオン戦争後の英国の型は検討から除外しても差し支えないだろう。第一次世界大戦後のドイツがたどったハイパーインフレの型は、財政ファイナンスの危険性を想起させるものであり、MMTが極端な形で濫用された場合に具現化しかねないものだ。ただ短期的には、この経路をたどる国々はない見込みだ。

【図表9】中央銀行はゼロ近傍もしくはマイナス金利を維持する見込み
債務安定化金利*



分析は例示のためのものであり、今後変更される可能性があります。
* 2021年の政府債務と基礎的財政収支についてのIMF予測及び名目GDP成長率についてのAB予測に基づいた、債務残高対GDP比を2021年の水準に維持するための実効名目金利
2020年6月30日現在
出所：ヘイバー・アナリティクス、IMF

つまり、残り2つの型のどちらに帰着するかが論点となる。まず第二次世界大戦後の型については、当時の力強い経済成長が今後見込めない中、実態的には金融抑圧とインフレの合わせ技による債務削減が落とし所となろう。もう一方の1990年以降に日本が経験した型は単純で、低成長、高齢化、債務膨張、超低金利、そして究極的にはデフレである。



インフレの歴史は偶然ではなく、背後に2つの原動力が存在する。それは債務を負う政府の困窮と、債権者が強い政治的な影響力を持つことだ”

経済学者 ジョン・メイナード・ケインズ

世界がどの経路をたどっているのかは、今日の金融市場における最大の論争だ。これに関し、1990年以降の日本の型ではなく、第二次世界大戦後の先進国の型をたどっている可能性が高いとABは見ている。これは、経済史の中で日本は特異な存在であることと、100年前に経済学者のジョン・メイナード・ケインズ氏（上記引用）が認識したように、ポピュリズムの高まり、インフレ上昇を志向する政策転換の兆候が現れ始めていることが主要な根拠だ。

インフレの押し上げに必要なものは何か？

ABは、長期的視点からインフレ上昇のマグマが着々と溜まってきていると長らく主張してきたが、新型コロナウイルスはこの見解に対する再考を突き付けてきた。先進国経済が潜在成長率を大きく下回り、需給ギャップが広がる中、短期的なインフレは上昇よりもむしろ下降に向かう可能性が高いからだ。

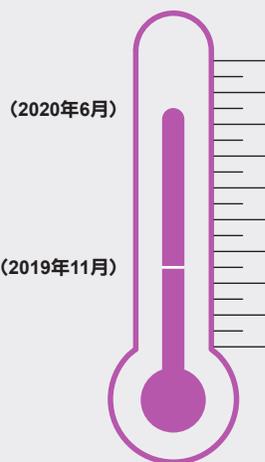
しかし、長期的にインフレが上昇するとABの予想は、金融・財政政策の抜本的体制変化に依拠するものだ。この動きにはポピュリズム、反グローバル化、債務膨張など長期トレンドによる力学が作用し

ており、新型コロナウイルスによって一層の加速を見せると考えられる。パンデミックによって、高インフレにつながる2つの必要条件が既に世間に浸透し始めていることがその証左だ。

その1つが、金融政策によって支援された財政出動、いわば金融政策と財政政策の調和が必要であるとの認識である。次に、「カネ」を銀行ではなく、实体经济に直接流すべきだという考えであり、このアプローチはより消費者インフレを促進するものだ。世界金融危機後の経験は、銀行システムを通じたマネー供給が生み出すものは消費者インフレではなく、資産インフレとなる点を示唆している。

しかし、実際のインフレ上昇は未だ観測されていない（図表10）。このパズルの最後のピースは依然中央銀行の手中にあり、政策が未踏の領域に至るまではまだ幾ばくか猶予がある。持続的な高インフレ実現にはインフレ期待の引き上げ・安定化が不可欠であるが、そのためには1980年代初頭に行われたように信認に足る中央銀行のコミットメントが必要だ（当時はインフレ鎮静化のためのコミットメントがなされた）。この場合、人口動態とグローバル化も

【図表10】現在、インフレ上昇の道中の何処にいるのか？



非伝統的財政政策

- + 財政支配
- + 財政ファイナンス
- + ヘリコプターマネー
- + MMT

ネオ・ケイジアン型財政政策

- + 金融政策への過度な依存
- + 財政政策が需要コントロールの主要な役割を担う

インフレターゲット

- + 需要コントロール手段としての金融政策
- + 健全な規律に基づく財政政策

現在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。
2020年6月30日現在
出所：AB

相まって過去30～40年の低インフレの元凶となった「インフレターゲット」の枠組みが放棄・変更される可能性が高い。

これまでのところ、中央銀行に根付く根本思想に有意な変化があったとまでは言い難い。

現在、多くの中央銀行は、平均インフレ目標やそれに類する政策フレームワークをちらつかせ、リップサービスとして経済重視の姿勢を打ち出している。しかし、2015—2016年の景気回復期の歴史が語るように、中央銀行は、その姿勢を十分に強調した後は、元の正統派路線に回帰し、金融政策の「正常化」を始めるものだ。中央銀行が本気で低インフレを打開したいのであれば、もう次のチャンスは逃せない。

新型コロナウイルスの影響：マクロ見通しの再考

今までの議論を振り返るとともに、新型コロナウイルスと各種政策対応がABのマクロ見通しに及ぼす影響を俯瞰してみよう（図表11）。最も大きな影響は、これまで述べてきた長期トレンドの加速だ。このような見方をしているのはABだけではない。金利が当面低水準で推移するとの見方についても同様である。

【図表11】新型コロナウイルスと長期マクロ展望

長期マクロ展望	今後1～2年の確信度	今後2～5年の確信度
弱い経済成長	高	高
経済成長とインフレのバランス悪化	高	高
インフレ上昇	低	中
超低金利	高	高

現在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。
2020年6月30日現在
出所：AB

コンセンサスと異なるのは、新型コロナウイルスがインフレ上昇につながる構造変化を引き起こす可能性が高いという点だ。その時期については不確定なものの、パズルのピースが揃ってきていることは確かであり、パンデミック発生の前よりも「その時」に近づいていることは疑いようがない。金融市場は世界の日本化（低インフレ）を織り込んでいるが、ABはそれが必ずしも正しくないと考えている。

当資料は、2020年9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

