

2023 年 1 月

2023 年の戦略的投資見通し

アセット・オーナーの戦略的資産配分に関する
4つの問題

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

はじめに

本稿では、2023年の市場リターンに関する予想ではなく、この1年間にアセット・オーナーが直面するとみられる4つの重要な問題について考えてみたい。それらはより戦略的な問題に関わるものだが、アセット・オーナーが2023年に取り組みなくてはならない問題でもある。

マクロ経済に関するどんな議論も、決してインフレから離れすぎてはいけない。本稿ではインフレ予想をテーマの1つとして直接取り上げるのではなく、インフレが資産配分に与える影響について考えてみたい。2022年後半には米連邦準備制度理事会(FRB)がどれほどタカ派的な姿勢を取るかに関する投資家の見方が修正されたため、米国のブレイクイーブン・インフレ率が急低下した。6カ月前にどの程度のインフレ水準を予想していたとしても、FRBのコメントからすれば、今はもっと低くなっていると思われる。

しかし、現時点におけるFRBの行動は今後10年間ではなく、今後1~2年のインフレ率に影響を与えるものだ。新型コロナウイルスのパンデミック後の時代に新たな環境が生まれることを考えれば、長期的な均衡インフレ率は上昇することが予想される。インフレ率には、グローバル化、人口動態の変化、環境・社会・ガバナンス(ESG)要因など、さまざまな長期的要因が影響を及ぼしている。¹ 投資家にとって、高インフレ時代に対応して戦略的な資産配分を調整するには多大な努力が必要となろう。

アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)の見方では、資産配分に関する重要な問題としては、プライベート資産の適切なウェイトや、株式などリスク資産の短期的な見通しなどが挙げられる。また、流動性をはるかに重要なテーマとなるほか、ファンディング・レベルとインフレ期待の変化によって、投資家の間でリスクに対する考え方に大きな違いが生じると思われる。もう1つの重要なテーマである地政学的リスクが資産配分に与える影響については、「[Exploring What Geopolitical Risk Means for Portfolios](#)」(地政学的リスクがポートフォリオにもたらす影響、英語)で論じているため、本稿では取り上げない。最後に、今後5年間の株式と債券の需給見通しが異なっていることについて、ABの見解を示したいと考えている。

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。

¹ この問題についての議論は、「[The Intimate Linkage of ESG and Inflation](#)」(ESGとインフレの密接な関係、2022年5月23日、英語)をご参照ください。

詳細

テーマ 1: プライベート資産 対 上場資産、ウェイトをどうするべきか？

最高投資責任者(CIO)が戦略的資産配分を考える上で、上場資産とプライベート資産の比率をどうするかということ以上に大きな問題は恐らくないだろう。特に重要なのは、今後もプライベート資産への配分を増やし続けるべきかという問題だ。

AB は顧客との対話を通じ、顧客間でも見解が大きく異なっていることが分かった。最近行われたカナダの年金基金との会議では、出席者の 70%が今後 1 年間にプライベート資産のエクスポージャーを増やすつもりだと答えた。それとは対照的に、英国やオランダでは、一部の年金基金がプライベート資産を売却しようとしている。

2023 年に資産配分データが公表・更新された米国の上位 20 の州年金基金のうち 10 基金の資産配分に基づけば、プライベート・エクイティへの平均的な資産配分は、中期的な目標配分比率を 3%以上上回っていることが判明した(図表 1)。

図表 1: 年金基金のプライベート・エクイティへの資産配分は目標を上回っている
米国の州年金基金の目標と比較したプライベート・エクイティへの資産配分

日付	ファンド名	現在のプライベート・エクイティへの配分比率(%)	目標配分比率(%)
2022 年 9 月	CALPERS	11.5	9
2022 年 11 月	CALSTRS	15.1	13
2022 年 9 月	Florida ERS	10.1	6
2022 年 8 月	Texas Teachers	17.2	14
2022 年 6 月	NY State Teachers	10.8	8
2022 年 4 月	STRS Ohio	12.1	9
2022 年 6 月	Georgia ERS	3.3	0-5
2022 年 9 月	Virginia RS	19.0	16
2022 年 6 月	Ohio Public Employee	14.6	12
2022 年 10 月	Oregon PERS	26.9	20

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。

いずれの場合も、現時点におけるプライベート・エクイティへの配分は認められた上限を下回っているため、売却の必要性を示唆するものではありません。

2022 年 12 月 20 日現在

出所: 公的プラン・データベース、AB

AB はこれまでのリサーチで、プライベート資産への配分が歴史的な水準よりも高い理由について詳しく説明してきた。² それは、1) 多くの資産の予想リターンが過去 40 年間の平均よりも低くなっている、2) 債券がその役割を効果的に果たせない場合は分散投資が必要になる、3) インフレから資産を守る必要がある、4) 設立後間もない高成長企業による新規株式公開(IPO)が少ない、などである。

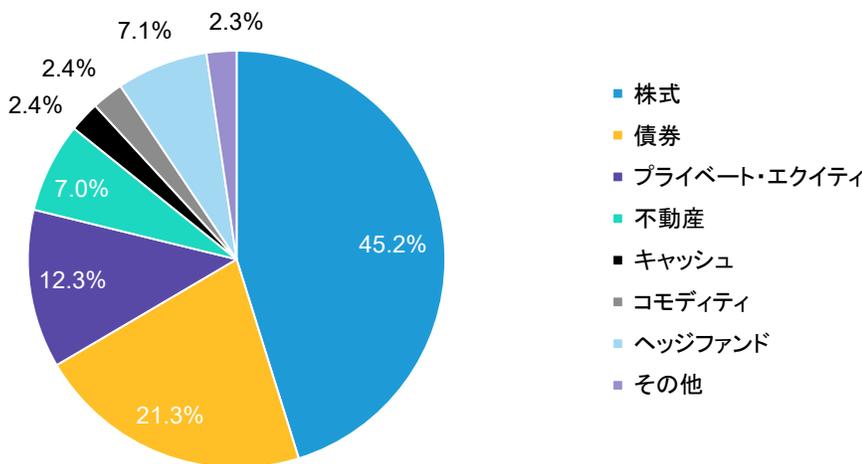
²イニゴ・フレイザー・ジェンキンス著の「[Private Assets and the Future of Asset Allocation](#)」(プライベート資産と資産配分の将来、2021 年 12 月)をご参照ください。

これらの要因はいずれもまだ残っているが、プライベート資産に投資する理由は、これまでとは全く異なる視点で考える必要がある。ここ数年は、リターン見通しがかなり落ち込み、中央銀行が大量の流動性を供給してきた。現在は、プライベート資産への投資を後押しする理由に対し、2つの逆風が吹いている。

その1つは流動性に関するリスクで、後述したい。2つ目は、2022年の急激な市場の変動を受け、上場資産とプライベート資産の相対的なバリュエーションの変化によって生じた「デノミネーター・エフェクト(分母効果)」である。上場株式や債券市場には金融政策の変化が迅速に反映されたが、大半のプライベート資産では同じような動きが起きていない。

上場資産が下落から急速に回復すれば調整は不要だという見方もできるかもしれない。しかし、成長の鈍化が長期化すれば、プライベート資産の時価評価を調整する必要が生じる可能性がある。一方、こうした環境は、プライベート市場への配分を押し上げている。米国の公的年金基金の資産配分総額を2022年のリターンで案分すると、プライベート・エクイティへの配分は全体で12.3%となる(図表2)。

図表 2: 米国の州・地方の年金基金はプライベート・エクイティに多額の資産を配分



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年の資産配分データを2022年のリターンで案分したもの。株式はS&P 500指数、債券は米国10年国債リターン、不動産は米国上場REITのリターン、コモディティはブルームバーグ・コモディティ指数、ヘッジファンドは資産加重型HFRI指数で表示。プライベート・エクイティについては、2022年6月時点で入手できる最新のケンブリッジ・アソシエーツ米国プライベート・エクイティ指数で表示。他の資産は2022年9月までのクリフウォーター・プライベートデット・ダイレクト・レンディング指数のリターンで表示。

2022年12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、HFRI、公的年金データベース、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

理論的には、1年間に特定の資産が大きく変動したからと言って、直ちに戦略的資産配分の見直しにつながるわけではない。本質的に、通常は短期的なボラティリティに振り回されるべきではないからだ。しかし、最近では2022年に英国の年金基金がLDI(負債主導型投資)で危機に見舞われたことや、流動性ニーズが意識されていることから、この問題は短期的な懸念要因となっている。

ABの見方では、これは長期的な問題と考えるべきで、段階的に対処していく以外に方法はない。しかし、プライベート資産への配分が目標と比較してオーバーウェイトになっているように見るとすれば、短期的にプライベート資産へのさらなるアロケーションを制限すべきかどうかといった問題が生じる可能性がある。

結局のところ、流動性や出発点となるバリュエーションの変化にもかかわらず、多くの投資家にとってプライベート資産への配分を引き上げる余地はまだ残っていると思われる。しかし、そのバランスは一段と微妙になっており、全体としては、プライベート市場への配分ペースが鈍化し、個人投資家レベルでは流動性ニーズによって左右されることになりそうだ。

平均的なプライベート・エクイティ投資の平均リターンに対する期待が高すぎたのではないかという疑問もある。次項では、プライベート・エクイティの見通しについて説明したい。AB は、平均的なプライベート・エクイティ投資の手数料控除後リターン（アルファ要素がないと想定）は、上場株式のリターン並みになると予想している。そのことは、プライベート資産に流入するわずかな資本が他の分野に向かうことを示唆している。インフレから資産を守ることが引き続き重要な課題であることを考えれば、そうした分野としては、プライベート・デット、天然資源分野のプライベート資産、不動産、インフラなどが挙げられる。

プライベート・エクイティのリターン予想

平均的なプライベート・エクイティ投資の予想リターンは次の式で表すことができる。

$$\begin{aligned} \text{プライベート・エクイティのリターン} \\ = (\text{レバレッジのないリターン}) + \text{財務レバレッジ} * (\text{レバレッジのないリターン} - \text{負債コスト}) \\ + \text{株価収益率の拡大} - \text{手数料} \end{aligned}$$

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

AB はインカム利回りが 2%になると想定している。プライベート・エクイティ投資会社は、バリュエーションが割安な企業をターゲットとする傾向があるため、それは米国に上場している小型株の現在の配当利回りである 1.4%をやや上回る水準だ。実質成長率は、上場株式と同じ方法でモデル化している。米国民 1 人当たりの実質国内総生産 (GDP) 成長率は 1.5%、人口の増加率は国連の推計に基づき年 0.5%と見込んでいる。また、プライベート・エクイティは上場資産よりも成長ペースの速いセクターを重視する傾向があるため、2%の成長プレミアムを上乗せしている。

財務レバレッジは負債／自己資本比率を 1.2 倍として計算している。実質的な負債コストは基準金利を 3%、スプレッドを 3.5%としてモデル化し、3%のインフレ率を用いて調整した。

株価収益率が拡大するとは想定していない。ここ数年、プライベート・エクイティは歴史的に見ても非常に高い企業価値／EBITDA 倍率でターゲット企業に投資しており、株価収益率がこれ以上拡大する余地は極めて限られているとみられるからだ。また、AB はプライベート・エクイティのリターンを総合的に予想していることを強調したい。投資先の企業が復活すれば株価収益率の拡大につながるかもしれないが、業界全体についてそのように想定することはできない。これらを総合的に考えれば(図表 3)、実質総リターンは 9%を見込んでいる。

図表 3: プライベート・エクイティのリターン予想

インカム 利回り	実質成長率	負債／ 自己資本比率	実質負債 コスト	レバレッジをかけた リターン	株価収益率の 拡大	実質総リターン
2%	4%	1.2 倍	3.5%	9%	0%	9%

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。シミュレートされた、または仮想の取引プログラムは一般的に、後に設計されたという事実にも左右されます。いかなる口座も、表示されているものと同様のリターンやボラティリティを達成する、または達成する可能性があることを示唆するものではありません。

2022 年 12 月 31 日現在

出所: ブルームバーグ、ファクトセット、連邦準備銀行の経済データ(FRED)、AB。シミュレートされた、または仮想のパフォーマンスには固有の限界があります。

しかし、この推定値は、プライベート・エクイティ・ファンドの高い手数料を考慮して調整する必要がある。学者の Døskeland 氏と Strömberg 氏³ は、CEM ベンチマーキング社の調査に基づき、プライベート・エクイティの手数料は総額 5.7%になると見積もっている。AB は過去の基準に照らしてリターンが低下すると予想しているため、今後は手数料総額に占めるパフォーマンス要因の比率が低くなると思われる。手数料は年間 5.5%近くになるとみてお

³ Døskeland, T. M., and P. Strömberg. が 2018 年に著した「Evaluating Investments in Unlisted Equity for the Norwegian Government Pension Fund Global (GPFGL)」(ノルウェー政府年金ファンド・グローバルによる非上場株式投資の評価)ノルウェー財務省に提出した報告

り、実質的な純リターンは 3.5%と計算される。10 年後のインフレ率を 3%と仮定すれば、名目ベースの純リターンは 6.5%となる。

借り入れコストは、プライベート・エクイティの将来的なリターンの不確実性を高める大きな要因である。過去 10 年間は、金利と実質的な負債コストの構造的な低下がリターンを押し上げてきた。だが、この傾向は今や逆転しつつあり、将来的にはリターンにとって大きな逆風に転じる可能性がある。そのため、基本シナリオに対して借り入れコストが 1%上昇した場合と、1%低下した場合の 2 つのシナリオについてモデルを作成した(図表 4)。借り入れコストが上昇するシナリオでは、実質的な純リターンは 2.3%に低下し、借り入れコストが低下すれば 4.7%に高まる。

図表 4: 異なる借り入れコストのシナリオに基づくプライベート・エクイティのリターン

	インカム 利回り	実質 成長率	負債／自己 資本比率	実質負債 コスト	レバレッジ をかけた リターン	株価収益率 の拡大	実質総 リターン	実質純 リターン
基本シナリオ	2.0%	4.0%	1.2 倍	3.5%	9.0%	0.0%	9.0%	3.5%
借り入れコスト が上昇する シナリオ	2.0%	4.0%	1.2 倍	4.5%	7.8%	0.0%	7.8%	2.3%
借り入れコスト が低下する シナリオ	2.0%	4.0%	1.2 倍	2.5%	10.2%	0.0%	10.2%	4.7%

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。シミュレートされた、または仮想の取引プログラムは一般的に、後に設計されたという事実にも左右されます。いかなる口座も、表示されているものと同様のリターンやボラティリティを達成する、または達成する可能性があることを示唆するものではありません。

2023 年 1 月 13 日現在

出所: ファクトセット、FRED、AB

テーマ 2: 流動性を考慮すればウェイトを引き上げる必要

流動性に関する懸念は、近い将来、CIO や投資家にとって大きな悩みの種となりそうだ。その問題は、3 つの大局的なテーマが重なって生み出される。

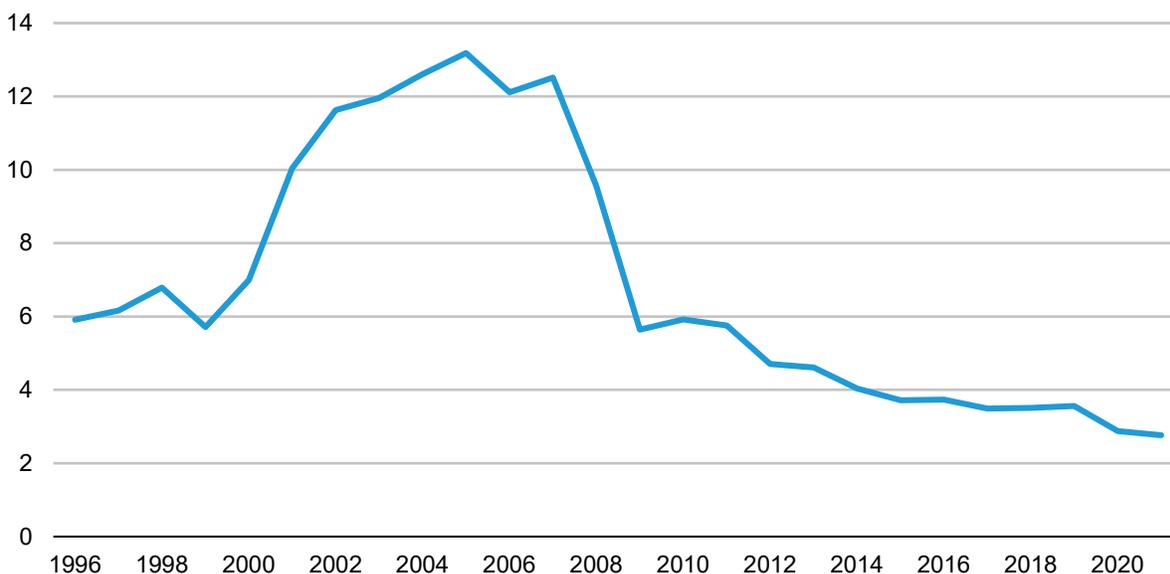
1. アセット・オーナーは過去 10 年間、リターンを求めて流動性の低い資産でポートフォリオを構築するようになった。
2. 中央銀行は、量的緩和(QE)から量的引き締め(QT)に移行するのに伴い、マクロ経済における流動性を低下させている。
3. 市場構造の変化。例えば、上場市場ではさまざまな投資家の相対的重要性が変化している。

この問題に関しては、英国の LDI「危機」は炭鉱のカナリア(何らかの危険が迫っていることを知らせる前兆)だと言える。英国で起きたイベントは、金利サイクルが明らかに変化し、インフレ率の変動が激しくなると予想され、景気サイクルが復活している環境においては、流動性要因のウェイトをもっと引き上げる必要があることを浮き彫りにしている。それは、新型コロナウイルスのパンデミック前の最も長続きした景気拡大局面とは対照的である。

流動性が低下していることを示す証拠は、さまざまな形で現れている。ポートフォリオや中央銀行の政策において、流動性のない資産のウェイトが高まっていることは明白だ。それは、高頻度トレーダーの台頭や取引行動の変化など、株式市場のマイクロ構造からも明らかになっている。終値でのオークションを利用した出来高の比率は過去 10 年

間に3%から10%に上昇し⁴、市場の効果的な価格発見機能が損なわれている。債券市場でも流動性が低下しており、その顕著な例として、米国財務省証券の取引量が減少している(次ページの図表5)。

図表 5: 米国財務省証券の流動性が低下している
 総取引残高に占める米国財務省証券の出来高の比率(%)



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1月5日現在

出所: SIFMA、AB

2023年も引き続き流動性が重要な問題になるとみられる理由は、前述したような大局的なテーマが重なり合っているためである。異なる種類の流動性は必ずしも比較できるものではないが、マクロ経済の流動性、ポートフォリオの流動性、市場の機能は、いずれも同じ方向に向かっている。この3つ目のカテゴリー自体には、いくつかの明確な基本的要因があり、それは「Global Quantitative Strategy: Liquidity poses a strategic challenge to investors」(グローバルな定量戦略: 流動性は投資家に戦略的課題をもたらす、英語)で詳しく説明している。その要約を次で紹介したい。

- 市場に流動性の多くを供給している**高頻度トレーダーの台頭**により、2009年に比べ日中の出来高分布が変化し、終値でのオークションを通じた取引の比率が大幅に上昇している。英国の金融政策委員会は、「市場の流動性のぜい弱性」が市場の耐性にとって重要なリスクになると指摘した。⁵ 同委員会は、高頻度トレーダーが流動性の高い超大型株の「スイートスポット」を支配しており、不安定な市場環境やニュースが材料になる市場では取引を控えているため、市場のぜい弱性が高まると指摘している。そのため、市場が最も流動性を必要としている場面で流動性がなくなる傾向がある。
- **アクティブ投資家の少なさ**。世界的に見ると、今はパッシブ投資が運用資産(AUM)の40%以上を占めている。パッシブ投資家は、インデックスのリバランスの時期に取引シェアが低下する傾向がある。パッシブ投資家は、アクティブ投資家に比べ、さほど攻撃的ではないアルゴリズムを使用しており、むしろニュースに基づいて迅速に取引を行う。また、ここ数年はアクティブなバリュー投資家の運用資産が特に大きく減少している。その結果、売られ過ぎている資産を買い入れることができる投資家が資産全体に占める割合は、大幅に低下している。
- **量的緩和から量的引き締めへの移行**。世界の中央銀行は長年にわたり極めて緩和的な金融緩和とバランスシートの拡大を続けた後、2022年にはバランスシートを積極的に縮小した。

⁴ <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X21005092>

⁵ [Financial Stability Paper No. 34 \(bankofengland.co.uk\)](https://www.bankofengland.co.uk/financial-stability/papers/2019/34)

流動性のぜい弱性が高まっていること自体は、弱気になる理由にはならない。市場は秩序ある動きを維持できる可能性がある。しかし、流動性を無視するのは間違っている。今は政策、市場構造、そして戦略的資産配分アプローチの多くが非流動資産に傾斜するというトレンドが緩やかなペースで進んでいるため、流動性の問題がすぐに解決することは考えにくい。

そのことは、投資家にとっていくつかの行動指針を示唆している。投資家は、ニュースに反応して市場が大きく変動する期間が長期化することに備える必要がある。これは、市場がパンデミック前のトレンドから乖離するのに伴いボラティリティが高まると予想するのは異なる効果である。資産配分もその影響を受ける。他の条件が同じだとすれば、流動性に対する関心の高まりは、そうでない時期に比べ、プライベート資産よりも上場資産に対するエクスポージャーを引き上げる必要があることを示唆している。それ以外にも、単にLDIの投資に集中するよりも、キャッシュフローを重視した投資手法に対する信頼性を高めるべきであることを示唆している。

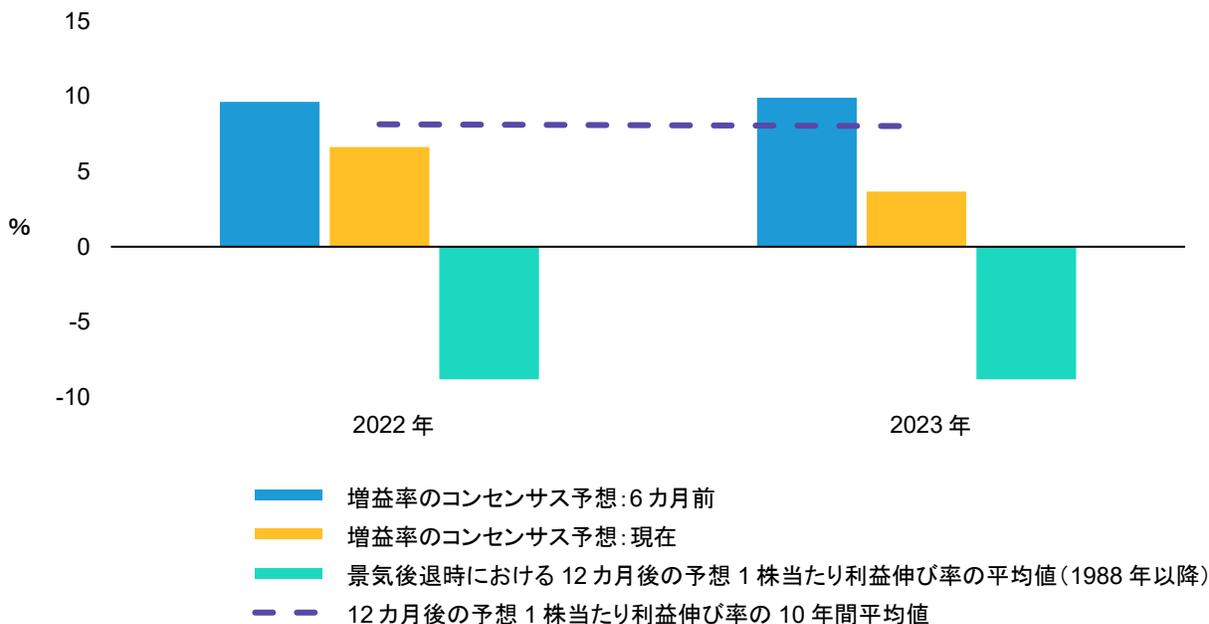
テーマ3： 成長性が低下している場面のリスク資産—慎重な行動が必要だが、弱気になる必要はない

2022年に資産価格が大幅に修正された後、株式はいつ底を打つと考えればいいのか？ それに対する1つの答えは、FRBの政策の行方をめぐる議論と関わりがあるだろうが、業績の落ち込みや投資家心理の修正が十分に進むのはいつになるかという点も重要だ。

ある面では、2022年後半は、アナリストが過去の景気後退局面に近い水準まで業績見通しを引き下げざるを明らかにしていることが議論の大きなテーマとなった。この期間に、米国株式の2023年の1株当たり利益(EPS)伸び率のコンセンサス予想は、9.5%から3.4%に引き下げられた(図表6)。1988年以降の過去の景気後退局面において利益見通しが平均で9%引き下げられたことと比較すれば、この数字は奇妙でちょっと恐ろしいように見える。

しかし、不安を和らげる要因もある。株式アナリストは名目的な予想の世界で活動しているのに対し、エコノミストは実質ベースで予想する。その違いは今、とても重要な意味を持つ。企業は不完全ではあるが、少なくとも価格上昇の一部を転嫁することができるからだ。では、業績の落ち込みはどこまで続き、予想の引き下げはいつ終わるのだろうか？

図表 6: 米国企業の利益見通しはある程度は低下している
 米国株式の名目ベースの利益成長率



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。

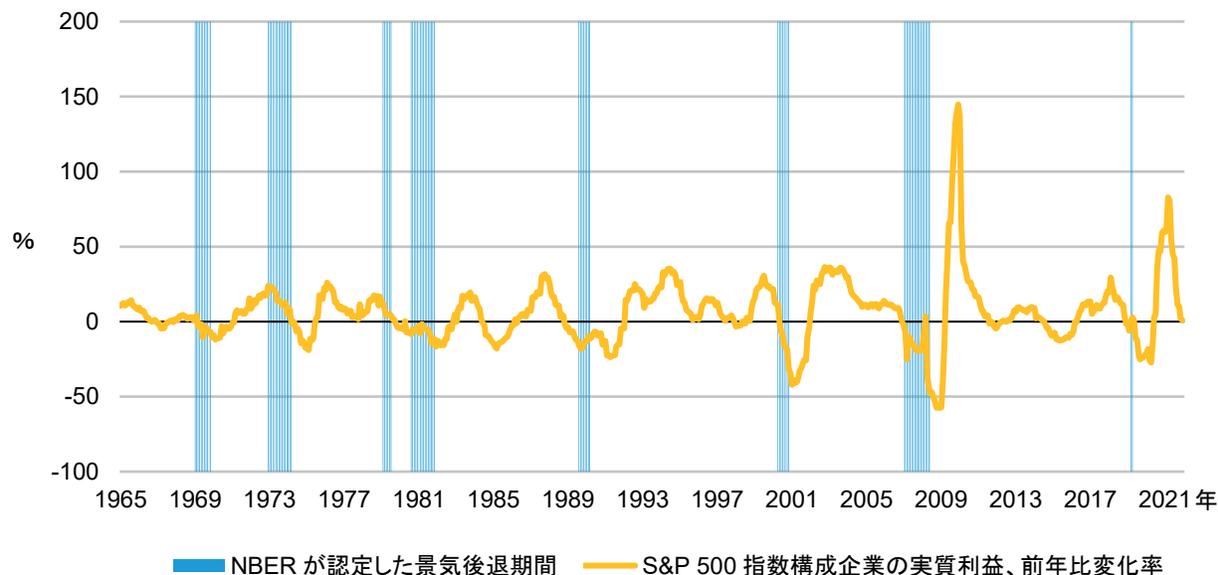
2023年1月17日現在

出所: データストリーム、IBES、AB

1960年代以降の景気後退局面では、米国の実質利益の伸び率は平均9.1%低下した(図表7)。(利益のサイクルは必ずしも景気後退期間と正確に一致するわけではないため、景気後退前後に利益が落ち込んだ期間をすべて含めるよう、対象期間を拡大した。)2023年1月現在の名目利益成長率のコンセンサス予想である3.4%を最新の米国消費者物価指数上昇率の6.4%で調整すれば、2023年1月現在の実質利益成長率見通しは-3%となる。

今回の景気後退が平均よりもやや穏やかなものにとどまると考える理由がある。経済活動、センチメント、金融に関するインプット要因などさまざまな情報に基づくAB独自の収益指標は、2023年の名目利益成長率がゼロ近くになることを示唆している。そのことは、現在は収益が減少するプロセスをほとんど終えているが、まだ完了には至っておらず、さらなる落ち込みが予想されることを示唆している。

図表 7: 過去の景気後退局面における米国の実質利益成長率
 実質利益成長率と景気後退



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。

実質利益成長率は消費者物価指数を用いて調整済。

2022年12月31日現在

出所: FRED、I/B/E/S、NBER、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

利益が実質的な成長ではなく、価格上昇分の転嫁によって支えられているとすれば、その企業の株価収益率は低くなることを示唆している。2022年には株式の評価が引き下げられ、まさにそうしたことが起きた。しかし、業績予想の下方修正とここ数カ月の株式市場が比較的好調に推移していることで、米国企業の株価収益率は2022年10月に景気後退期の平均に一時的に並んだだけで、現在は2ポイント高い水準で推移している。一方、欧州株式市場のバリュエーションは景気後退期とほぼ同じ水準にある(次ページの図表8)。

図表 7: 過去の景気後退期の底と比較した株式のバリュエーション

経済協力開発機構(OECD)の米国景気先行指標に基づく景気後退期における 12 カ月後の予想株価収益率の平均値

	北米	自動車 &住宅	資本財	コモディ ティ	消費財- シクリカル	生活 必需品	防衛	エネルギー	金融	ヘルスケア	不動産	テクノ ロジー	通信	運輸	公益事業
回復	17.80	—	17.70	20.10	22.10	16.90	15.70	18.00	13.10	17.00	20.50	22.60	17.80	23.40	14.40
拡大	16.80	18.80	17.60	16.40	20.00	17.90	16.20	18.20	12.60	19.00	17.00	20.40	16.40	16.30	14.00
鈍化	16.40	13.80	16.80	14.80	19.50	17.90	15.50	17.20	12.20	18.80	16.30	19.30	15.90	14.90	14.80
後退	15.50	14.30	14.70	15.80	18.60	17.10	13.80	14.70	11.60	16.70	18.20	19.40	15.70	15.20	14.40
現在の 株価収益率	17.50	17.04	17.68	16.01	21.47	20.73	21.63	9.97	12.13	19.61	30.10	22.09	16.37	17.38	18.93

OECD の欧州景気先行指標に基づく景気後退期における 12 カ月後の予想株価収益率の平均値

	欧州	自動車 &住宅	資本財	コモディ ティ	消費財- シクリカル	生活 必需品	防衛	エネルギー	金融	ヘルスケア	不動産	テクノ ロジー	通信	運輸	公益事業
回復	15.30	17.40	15.90	16.00	18.50	16.30	15.70	13.70	12.90	16.10	16.70	21.60	16.70	24.60	13.70
拡大	14.90	13.50	15.20	13.60	17.60	16.70	15.70	13.50	13.00	18.00	16.70	20.70	17.30	15.30	14.20
鈍化	14.20	11.90	14.00	12.20	16.80	16.70	15.10	12.30	12.20	17.80	15.40	19.50	16.60	13.40	14.10
後退	12.50	10.20	12.20	11.50	15.40	15.80	13.30	10.50	10.20	16.00	14.10	17.10	15.10	11.90	12.60
現在の 株価収益率	13.42	10.09	15.16	13.22	19.87	17.92	18.10	7.39	9.49	17.63	14.07	20.66	13.96	10.49	13.81

過去の分析と現在の予想は将来の運用成果を保証するものではありません。

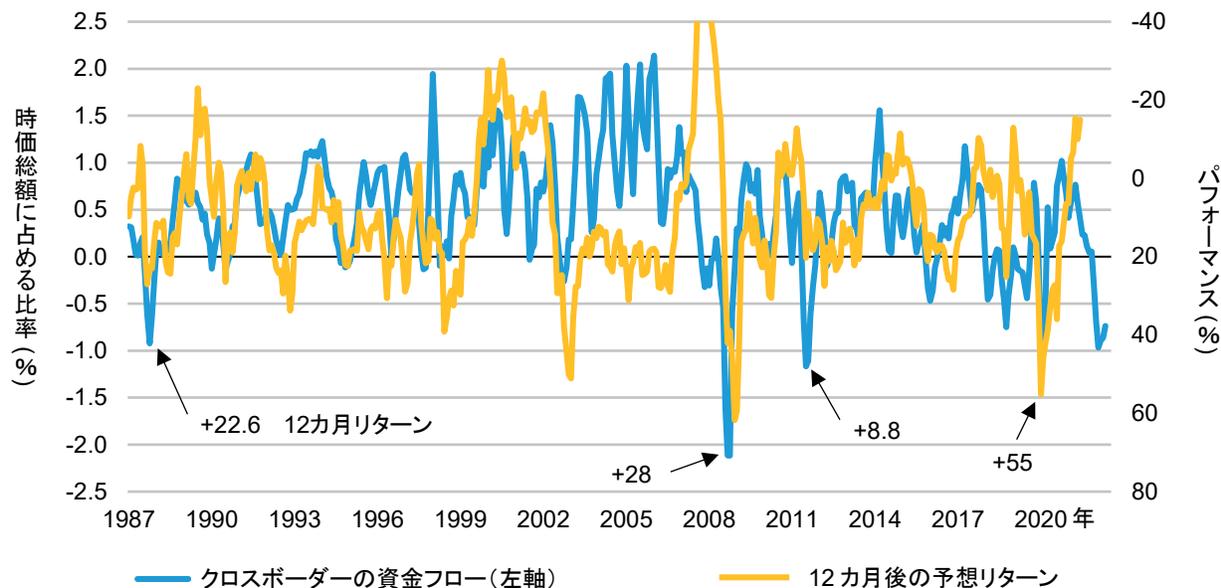
2023 年 1 月 17 日現在

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

センチメントは、戦術的な観点から長期的な戦略的取引に参入するタイミングを計る上で、もう 1 つの重要な要素となる。この点で AB がモニターしている指標のうち最も顕著な動きを見せているのは海外株式に対する投資家の投資意欲で、それは記録的なペースで低下してきた(次ページの図表 9)。グローバル投資家は、1 年当たり世界の時価総額の 1%のペースで海外株式から手を引いており、主に新興国(EM)と欧州市場でポジションを売却している。

これは、過去 30 年間で最も早いペースで米国への資産還流が進んでいることを意味する。これまでのサイクルでは、この水準はセンチメントが行き過ぎていることを示唆しており、その後 1~2 年間は株式のリターンがプラスになる傾向が見られた。利益見通しやバリュエーションがより慎重なシグナルを発している中で、これはリスク資産に対するポジティブなインプット要因となる。

図表 8: 海外株式へのエクスポージャーは記録的なペースで減少している
世界のクロスボーダー株式フロー指標と予想リターン



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。

図表は、海外投資家による米国、英国、ユーロ圏(1997年以降)、ドイツ(1987-1997年)、フランス(1993-1997年)、日本(1997年以降)の株式の純購入額の合計を示しています。データは、中央銀行の財務諸表に記載されている対外セクターのポートフォリオ投資データから抽出。このデータは、月次フローを3カ月で平準化し、年率換算した上で、データストリーム・ワールド・インデックスの時価総額で標準化しています。

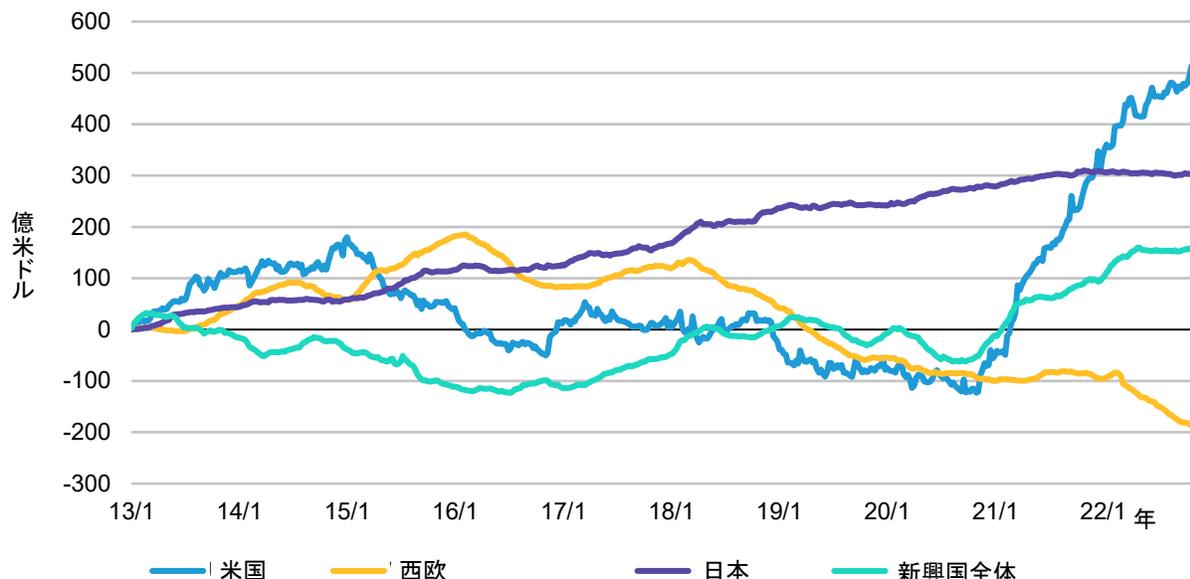
2022年10月20日現在

出所: バーンスタイン・リサーチ、フランス銀行、ドイツ連銀、欧州中央銀行、FRB、日本の財務省、トムソン・ロイター・データストリーム、英国国家統計局、AB

ABは長期にわたる戦略的な観点から、グローバル株式の中で米国へのエクスポージャーを 선호している。なぜなら、米国はグローバル化によるマイナスの影響を受けにくいと考えているからだ。⁶しかし、より戦術的な見方をする投資家は、欧州と新興国市場を最も回避してきた一方で、米国株式は驚くべきことに、2022年の資金フローは最小限の流出にとどまった(次ページの図表10)。そのため、2022年に欧州と新興国市場が短期的にアウトパフォーマンスしたことは、投資家が長期的な株式配分を検討する上では妥当だったのかもしれない。

⁶ イニゴ・フレイザー・ジェンキンス著の「[Investing in a Post-Global World](#)」(ポスト・グローバルの世界における投資、英語、2022年10月10日)をご参照ください。

図表 9: 欧州と新興国株式から多額の資本が流出
地域別の株式ファンドの資金フロー(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。

2022年11月9日現在

出所: エマージング・ポートフォリオ・ファンド・リサーチ、AB

長期的な視野で取引に参入するタイミングを分析する際のもう1つの問題は、米国の債務が上限に近づきつつあることだ。地政学的リスクと同様、可能性は低いものの、もし起きれば極めて重大な悪影響をもたらしかねないイベントについて、市場は適切に評価できないことが多い。米国の債務上限問題への対応をめぐる強い不透明感は、2023年の半ばごろから市場に影響を与えると予想される。

そのことは、そうしたイベントに備えた潜在的なヘッジの変化にすでに現れている。米国の1年物クレジット・デフォルト・スワップはすでに2011年に債務上限問題を巡る懸念が高まった時と同じ水準に達しており、実質利回りが示唆する水準と比較した相対的な金価格は、すでに当時と同じ水準まで上昇している。2011年の危機時に国債がアウトパフォームしたのは皮肉なことである。米国株式は下落したものの欧州株式をアウトパフォームしたが、当時は欧州も独自の債務危機に直面していた。⁷

ABは2022年、戦術的な市場見通しの中で、戦略的な長期見通しがややポジティブであることを踏まえ、リスク資産に対して慎重な見方を示した。もちろん、市場の転換点を正確に予想することは困難で、それは本稿の目的でもない。ABの見るところ、業績予想の引き下げはおおむね一段落したが、まだ終わってはいない。全般的に見れば、まだ慎重なスタンスが適切だと思われる。投資家が海外の株式から手を引いている度合いや、ネットベースで買い戻されていることが市場の緩衝材となっていることを踏まえれば、弱気に傾くことは適切ではないと考えている。

しかし、投資家はこの戦術的な不確実性と、購買力を維持する必要がある投資家が株式への戦略的な配分を増やす可能性を比較検討しなくてはならない。購買力の問題については、次のセクションで考察したい。

⁷ 債務上限を巡る政治的な駆け引きが最も激化した2011年7月下旬から8月上旬にかけて、米国株式はボラティリティが著しく上昇。S&P 500指数が4%以上下落した日が複数あったほか、ピークから底までの下落幅は16%に達した。

テーマ 4: DB プランと DC プラン、リスクに関する異なる見方

パンデミック後の市場環境が負債の性格を変えているため、投資家の間でリスクに対する認識が一段とかい離する見通しだ。多くの確定給付型(DB)ファンドにはリスクを引き下げるインセンティブがあるが、多くの確定拠出型(DC)ファンドはリスク・レベルを迅速に引き上げる必要性に直面している。

過去 12カ月の債券利回りの急上昇は、名目ベースで負債を設定している DB プランのファンディング・レシオを押し上げた。場合によっては、基金はファンディング・ギャップを解消し、保険会社と負債をカバーする取り決めを結ぶことができるようになった。そうでない場合でも、利回りの向上により、そうした基金の多くが資産配分の質を引き上げることが可能になりそうだ。

一方、DC ファンドの見通しは大きく異なっている。過去 1 年間はインフレ再燃のショックに見舞われ、パンデミック以前の水準を上回る均衡インフレ率が反映されるよう、資産配分の調整を続ける必要がある。

リスク姿勢のいかい離に関するこうした見方は、今後の長期的なインフレ見通しによって異なってくる。額面どおりに受け取れば、ここ数カ月のブレイクイーブン・インフレ率の低下は、それに問題がないことを示唆しているかもしれない。しかし、脱グローバル化、ESG 問題、人口動態の変化を受け、やや高いインフレ率が持続すると考えるべき強い理由がある。⁸ DC ファンドにとって、「負債」とは購買力を維持・向上させる能力を意味する。なぜなら、実際に退職生活に要するコストは、インフレ率に沿って変動するからだ。

こうした状況では、「リスク」が持つ意味合いをより正確に理解する必要がある。その場合、リスクの一義的な定義は、最終的な受益者が退職後に資金が枯渇する確率と考えるべきである。この数字は、資産ポートフォリオの短期的なボラティリティ見通しなどのリスク指標よりも重視しなくてはならない。

ここ数十年、低インフレが続き、デュレーションと株式ベータの双方から高いリターンが得られる環境の下で、異なるタイプの投資家でもほぼ同じような考え方をすることができた。しかし、インフレ率の上昇、割引率の拡大、期待リターンの低下は、負債の違いによってリスクに対するアプローチの違いが生じるほか、基金のタイプが異なれば今後の戦略的資産配分に関する決定も大きく違ってくることを意味している。

DB ファンドと DC ファンドの構造的な違いとして、DB ファンドはポートフォリオ全体のリスクを総合的に捉えることができることが挙げられる。DC ファンドの場合、リスクは個人単位で把握されるため、加入者の年齢に応じて柔軟に対処しなくてはならない。DC のアプローチは個々の構成要素の性質上、非流動性リスクを取るものが難しくなる。非流動性は、伝統的な投資アプローチで実質シャープレシオが低下するとの見方に対する 1 つの反応であるため、この制約はとりわけ重要な意味を持つ。

こうした違いはどんな影響をもたらすのだろうか？

多くの DB ファンド、少なくとも名目ベースの負債が確定しているファンドは、リスク削減を目指す動きを加速させそうだ。DC ファンドの場合、新たな高いレベルの均衡インフレ率を受け入れることで、購買力の維持に焦点が移ることになる。やや高いインフレ水準(4%未満)では、株式は実物資産のような動きを示し、特に流動性の低い実物資産を購入する能力が限られている場合には、購買力の維持を目的としたポートフォリオの中核的な要素となる。インフレ率が緩やかに上昇し、クロスアセットの予想リターンが低い(ここ数十年の平均と比較して)ことは、DC ファンドはすべての年齢層で株式への配分を増やし、退職後も株式のウェイトをかなり高い水準に維持する必要があることを示唆している。

退職が近づいている、または退職している高齢者層にとって、均衡インフレ率が上昇するリスクをどう管理すべきなのだろうか？ インフレ率が高くなると、債券は分散効果が低くなる傾向があるため、収入と分散の魅力的なトレードオフを実現するためには、さまざまな資産が必要になる。そのためには、実物資産、プライベート資産、ファクター、インフレ連動債(TIPS)を組み入れることが望ましい。⁹

ポートフォリオが抱える高いリスクを相殺するもう 1 つの方法は、成長資産への投資を見送ることで生じる機会損失を回避するために設計された保険構造と組み合わせることである。その一例として、退職時または退職前に、「保証付き終身引き出し保証(Guaranteed Lifetime Withdrawal Benefit=GLWB)と呼ばれる終身収年金保険に加入す

⁸ [「Investing in a Post-Global World」](#) (ポスト・グローバルの世界での投資、英語、2022 年 10 月 10 日)をご参照ください。

⁹ この問題に関する幅広い議論については、「[分散効果が消滅した時の世界](#)」(2022 年 6 月 13 日)をご参照ください。

ることが挙げられる。GLWB の契約者は、保証された収入をポートフォリオから引き出すことができ、ポートフォリオが枯渇した場合には、最低限の保険金が支払われる。

ポートフォリオ全体の購買力を長期的に保護する観点からは、多くの資本を抱える資産や実物資産のコア・ポートフォリオをこうした保険と組み合わせることで、成長機会を失うコストや、早死にしてリターンをもらい損ねるリスク(死亡リスクと呼ばれる)を伴わずに、長寿リスクを回避することができる。DB から DC へのシステム全体の移行とインフレの再燃により、こうした仕組みはより多くの資産プールにとって適切なものになると思われる。

株式と債券に対する相対的な需要

最後に、2023 年のテーマではないが、今後 5 年間に株式と政府債の需給関係が大きく変化する可能性について取り上げたい。簡単に言えば、国債の需要が減少する一方で、供給が増加すると予想される(次ページの図表 11)。株式については、その逆の動きが見られそう(次ページの図表 12)。

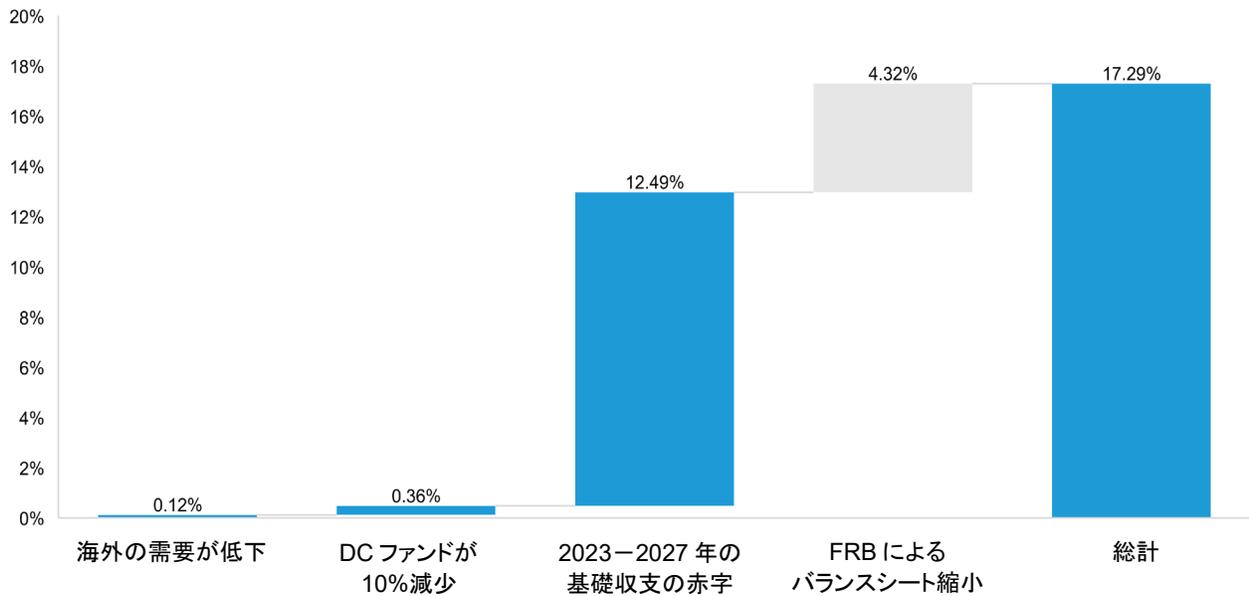
株式では、以下のような動きが予想される。

- 企業はパンデミックの 10 年前から最大の需要源で、投資家の需要をはるかに上回っていた。米国では過去 1 年間に、自社株買いが過去最高に達した。現在の景気サイクルは成長が鈍化しつつあるため、今のような例外的なペースの自社株買いが持続するとは考えにくいだが、それでも積極的な自社株買いが続くそう。
- 需要が増加している一方で、株式の発行は減少している。新規株式公開(IPO)は構造的に少なくなっており、過去の景気後退時に比べれば、成長ベースが低い今の時期に資本を再構築する必要性は薄れている。
- 構造的なインフレ率の上昇に伴い戦略的な資産配分を調整する投資家が増えるのに伴い、一部の投資家は株式へのエクスポージャーを拡大する必要がある可能性がある。それが当てはまるのは実質的なリターンを追求する投資家で、DC ファンドの大部分はそのグループに入る可能性がある。この問題は DB ファンドには当てはまらないが、DB から DC への世代交代は、DC 資産の重要性が相対的に高まり続けることを意味する。

政府債の場合は、かなり状況が異なる。

- 発行額は短期的だけでなく、長期的にも増加する可能性が高い。
- 年金資産が DB から DC に移行し、DC ではインフレから資産を守る必要性が高いことを考えれば、投資家の需要は減少すると予想される。また、投資家の間では、ソブリン債の分散効果が低下しているとの認識が広がりそう。
- 米ドル離れの動きは、海外投資家(特に中国)が少なくとも米国債の保有額を減らそうとすることを意味しており、他の国も多少は投資の分散を図る可能性がある。
- 量的緩和から量的引き締めへの移行については、FRB がバランスシートを縮小しているだけで売却はしていないことから、ネットで供給になるかどうかは議論の余地がある。少なくとも、ここ数年に比べて需要が減少しており、それを除いても、依然として国債の供給はネットで増加している。

図表 11: 米国債券の需要及び供給源

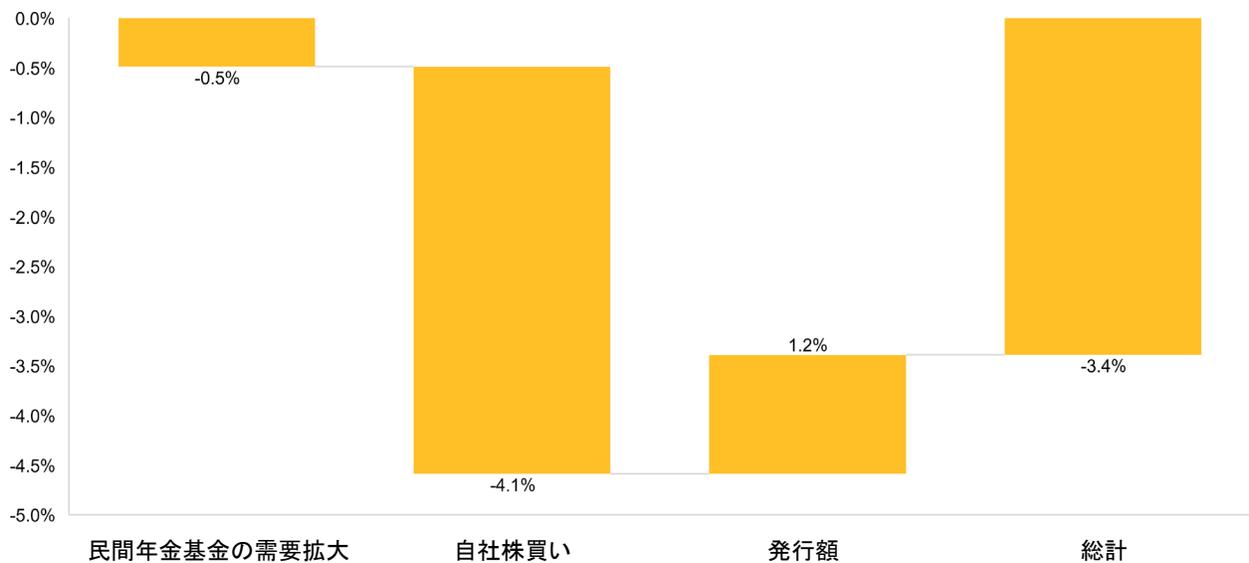


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2022 年 12 月 20 日現在

出所: SIFMA、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

図表 10: 米国株式の需要及び供給源



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 20 日現在

出所: EPFR、トムソン・ロイター・データストリーム、米国の Z1 財務諸表、AB

当資料は、2023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