



ALLIANCEBERNSTEIN®

2024年4月

2024年4-6月期の戦略的投資見通し

プライベート資産を通じた資金調達 が鈍化—他の資産の資金フローは？

今回の四半期レポートでは、資産クラス全体にわたる最近の資金フローを検証し、こうしたトレンドのうちどのような動きが持続する見通しで、それが資産配分にどのような影響を与えるかについて考えてみたい。

戦略的資産配分に関する質問で最も多いのは、依然としてプライベート資産に関する問題だ。プライベート資産を通じた資金調達は鈍化しており、デットよりもエクイティでその傾向が顕著になっている。また、プライベート・エクイティをオーバーウェイトとしている投資家も増えており、プライベート資産へのアロケーションは今後も増加するとみられるが、あえて言えば資金は今後はデットに振り向けるべきだとアライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）は考えている。

リスク資産への資金流入は続いているが、集中度がかなり高まっている（例えば、米国とアジアでは株式に、セクター別ではテクノロジーに集中）。債券では、資金の多くが投資適格債に向かっている。センチメント指標は依然として高水準にあるが、戦術的なリバーサルを示唆するほど高い水準にあるようには見えない。戦略的には、リスク資産への資金流入が持続する必要があると思われる。

イニゴ・フレイザー・ジェンキンス

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

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー

機関投資家向けソリューション シニア・リサーチ・アナリスト

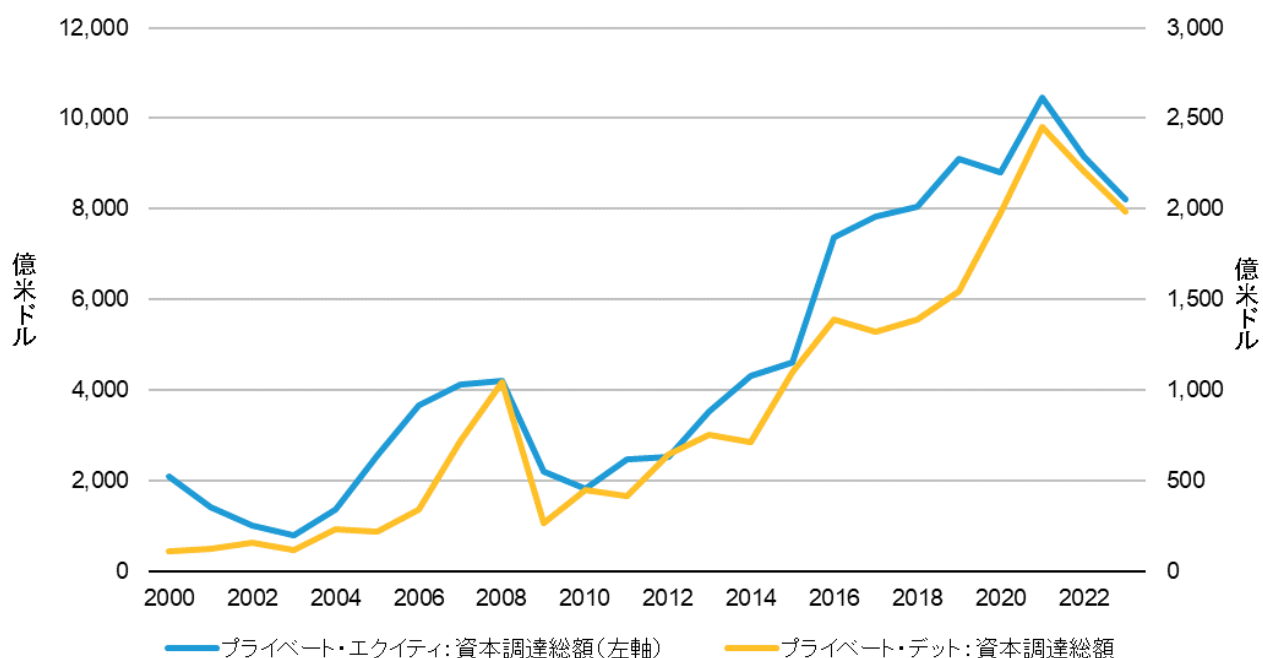
アライアンス・バーンスタイン協力者:

ハルジャスブリート・マンド、モーリーン・ヒューズ

プライベート資産とパブリック資産の資金フローのトレンド

顧客とのミーティングでよく聞かれる資産配分に関する主な質問は、依然として「プライベート資産への配分はどうか？」ということだ。プライベート資産の規模はこれまで数年にわたり急拡大してきたが、最近ではパブリック市場や負債コストの変化を反映してやや鈍化している。プライベート・エクイティ及びプライベート・デットによる資金調達額は、2021年のピークから大幅に減少している(図表1)。両者の減少ペースを見ると、2023年末時点でプライベート・エクイティが21%以上減少したのに対し、プライベート・デットの減少幅は19%にとどまっている。

図表1: プライベート・エクイティとプライベート・デットによる資金調達額はピークから減少



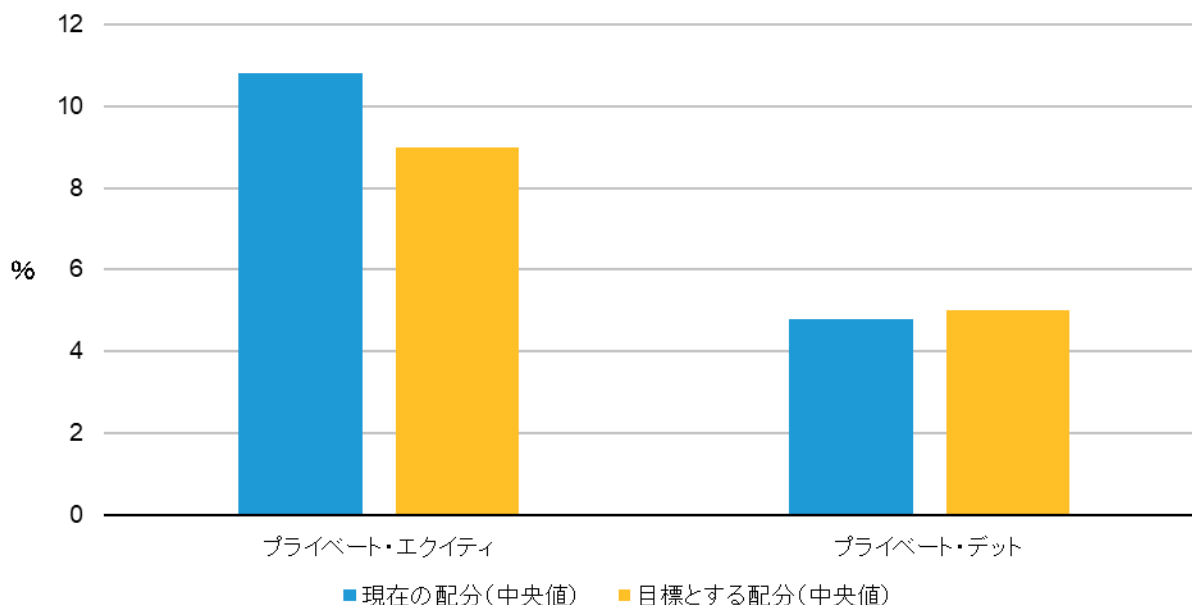
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年2月27日現在

出所: プレキン・プロ、AB

資産配分に関する最近のデータに基づくと、現時点における米国と世界の公的年金基金によるプライベート・エクイティへの配分の中央値は、目標を上回っている。プライベート・デットの状況は異なっており、米国における配分の中央値は目標と同じ水準にあるが、世界全体では4.8%と、目標の5%を依然としてわずかに下回っている(次ページの図表2、図表3)。

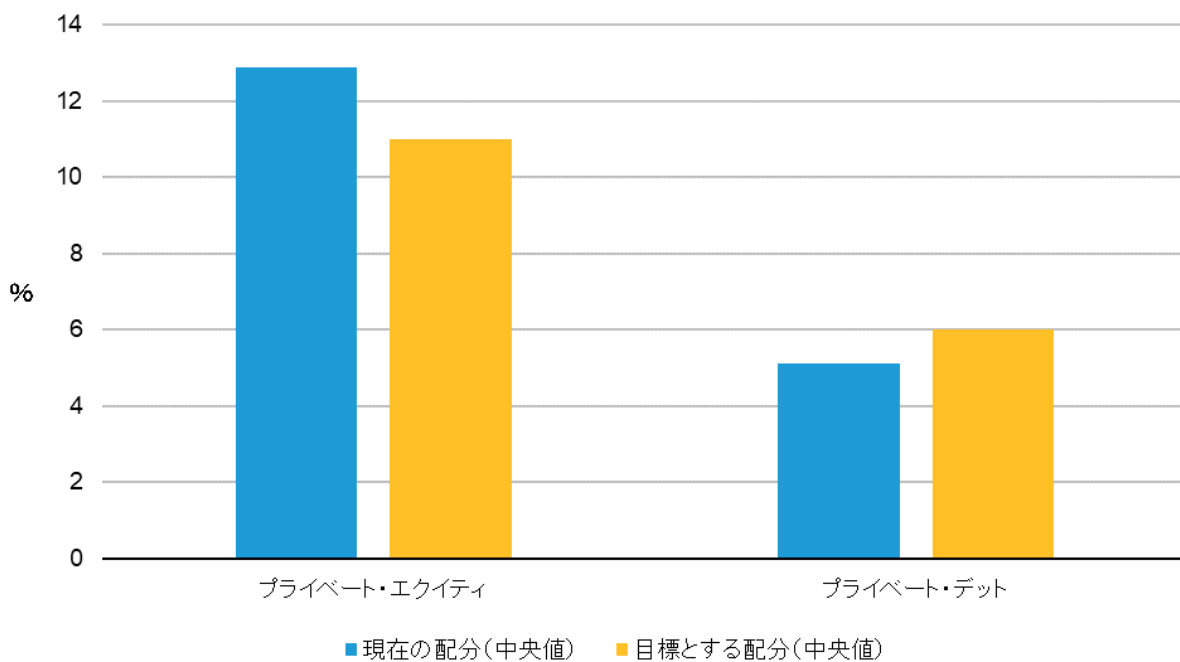
図表 2: 世界の年金基金によるプライベート資産への配分



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。

2024年3月1日現在
出所: プレキン・プロ、AB

図表 3: 米国の公的年金基金によるプライベート資産への配分



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。

2024年3月1日現在
出所: プレキン・プロ、AB

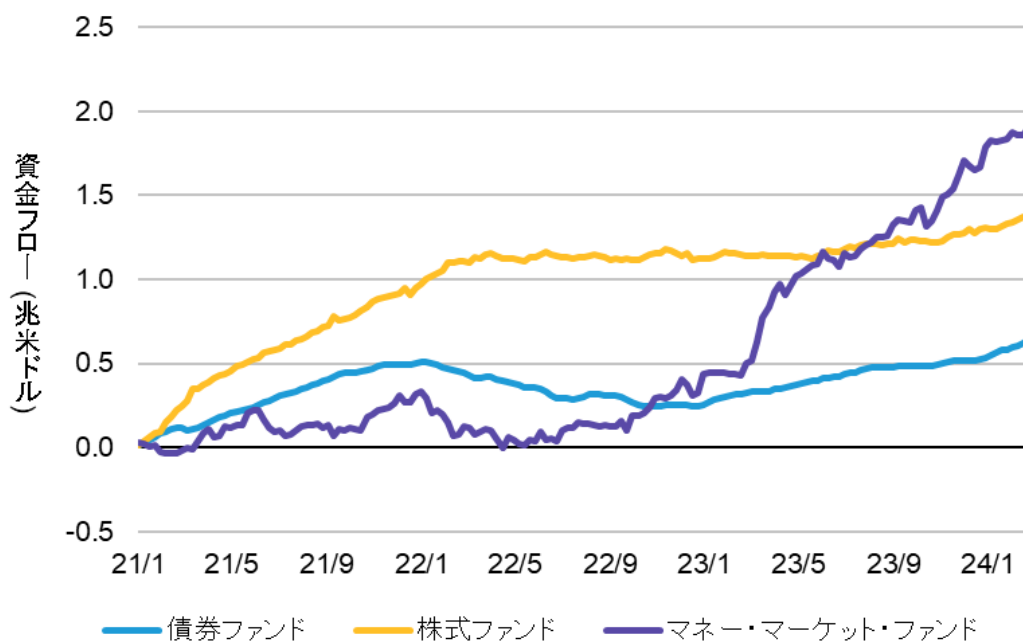
プライベート資産への配分は今後も増加し、それに伴い目標とする水準も上昇するとABは考えている。しかし、プライベート・エクイティとプライベート・デットの比率は変化する可能性がある。今後は、プライベート資産に振り向ける資本は、プライベート・エクイティよりもプライベート・デットを重視すべきだと思われる。現在の配分比率に基づけば、世界の年金基金によるプライベート・エクイティへの配分はすでに目標を上回っている一方で、プライベート・デットは目標を大幅に下回っているため、今後はプライベート・エクイティよりも、プライベート・デットへの配分を引き上げる余地の方が大きい。

しかも、プライベート・エクイティの将来の平均リターンは、過去の水準を下回る可能性が高い。その主な理由は、負債コストが上昇しているのに加え、現在は未公開企業への投資のスタート時点における株価収益率が上昇しているからだ。また、量的緩和(QE)が終わった後は、投資家は流動性を重視し、資本が長期間拘束されることを嫌がると思われる。そのことは、プライベート・デットに有利に働く。平均すれば、プライベート・デットは資本が拘束される期間が短く、より頻繁かつ予測可能な形で資本を配分しやすい。プライベート資産の「基本ケース」におけるリターンに関するABの分析や、金利上昇・低下の環境におけるシナリオ分析でも、今後はプライベート・デットの方がプライベート・エクイティよりもリターン・プロファイルが魅力的であることが裏付けられている。¹

結論を言えば、プライベート市場における資金調達はやや鈍化しているのは意外なことではないが、戦略的な視野で(長期的に)見れば、投資家によるプライベート資産への配分はまだ増加すると予想される。

一方、パブリック市場では、株式、債券、キャッシュという3つの主な資産クラスすべてに高水準の資金流入が続いている(図表4)。2023年は、景気後退をめぐる懸念が広がっていたことを踏まえれば、株式への資金流入は目を見張るものがあった。景気後退の恐れがなくなった今はさらなる資金が流入し、リスク資産にとって最近の利下げ期待の後退による悪影響を和らげる役割を果たしている。

図表 4: パブリック市場には高水準の資金流入が続いている



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。

2024年3月6日まで

出所: EPFR、AB

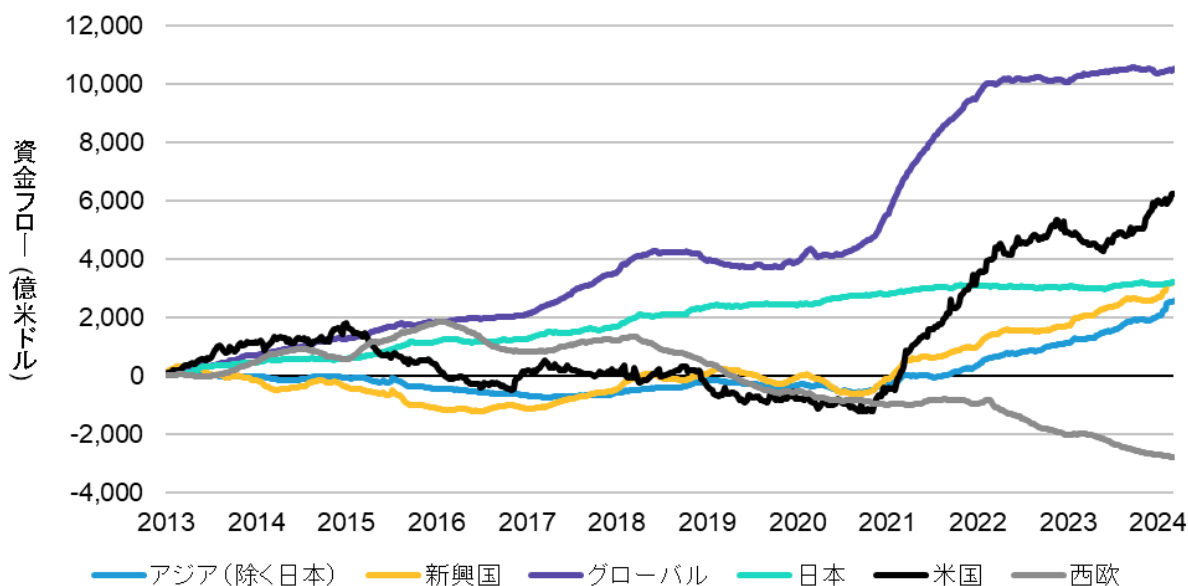
マネー・マーケット・ファンドには2023年に1兆3,000億米ドルを超す資金が流入した後、2024年も現在までに2,600億米ドル超の資金が流入し、株式ファンドと債券ファンドの合計を上回る資金を集めている。債券ファンドには2024年初来で1,300億米ドル超、株式ファンドには900億米ドルの資金が流入している。

¹ イニゴ・フレイザー・ジェンキンスとアラ・ハームズワースによる「[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](#)」(AB、2024年1月30日)をご参照ください。

株式市場への資金フローを地域別に見ると(図表 5)、2024 年は新興国市場と日本以外のアジア市場が好調なスタートを切り、現時点でどちらにも 550 億米ドルを上回る資金が流入している。米国も引き続き投資家の関心を集めており、年初から 240 億米ドルの資金が流入している。一方、欧州の株式市場からはなお資金流出が続いている。

この点では、欧州は他の市場とは大きく異なっている。株式投資ファンドからの資金流出は企業による自社株買いで多少なりとも相殺され、企業セクターが資金流出分を埋め合わせている。とはいえ、資金流入の恩恵を受けている他の先進国市場でも自社株買いは依然として活発に行われている。

図表 5: 地域別の株式への資金フロー



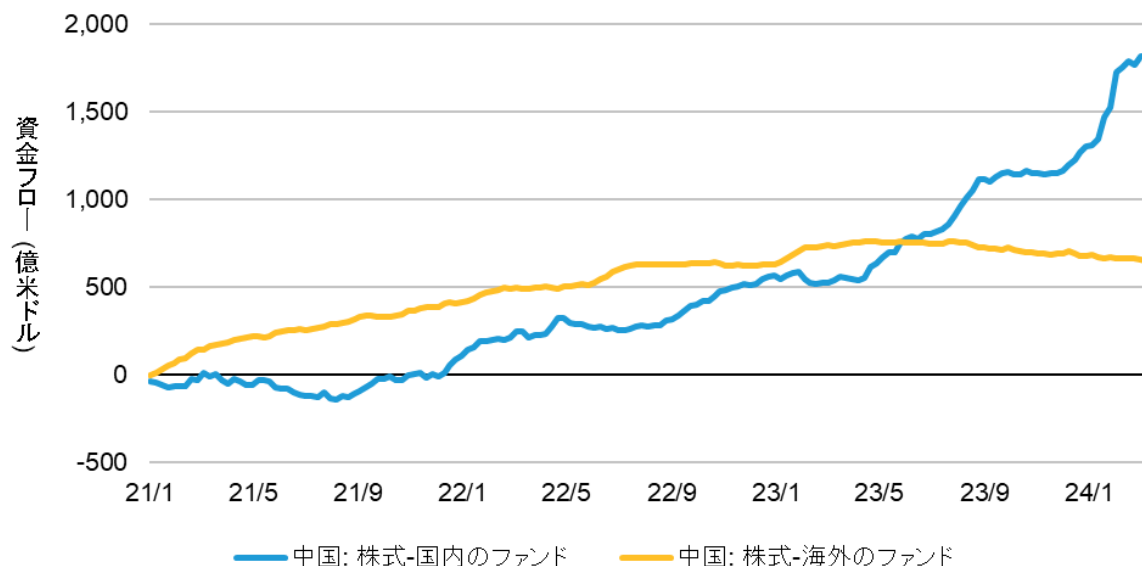
過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年3月6日まで

出所: EFPR、AB

中国は引き続き新興国株式の資金フローに大きな影響を与えている。中国株ファンドには、今年これまでに 500 億米ドル以上が流入している。しかし、ネットベースの資金流入はすべて国内投資家によるもので、海外の投資家の資金は流出しており、両者の資金フローには顕著な違いが見られる(次ページの図表 6)。

図表 6: 中国の国内投資家 対 海外の株式ファンドの資金フロー



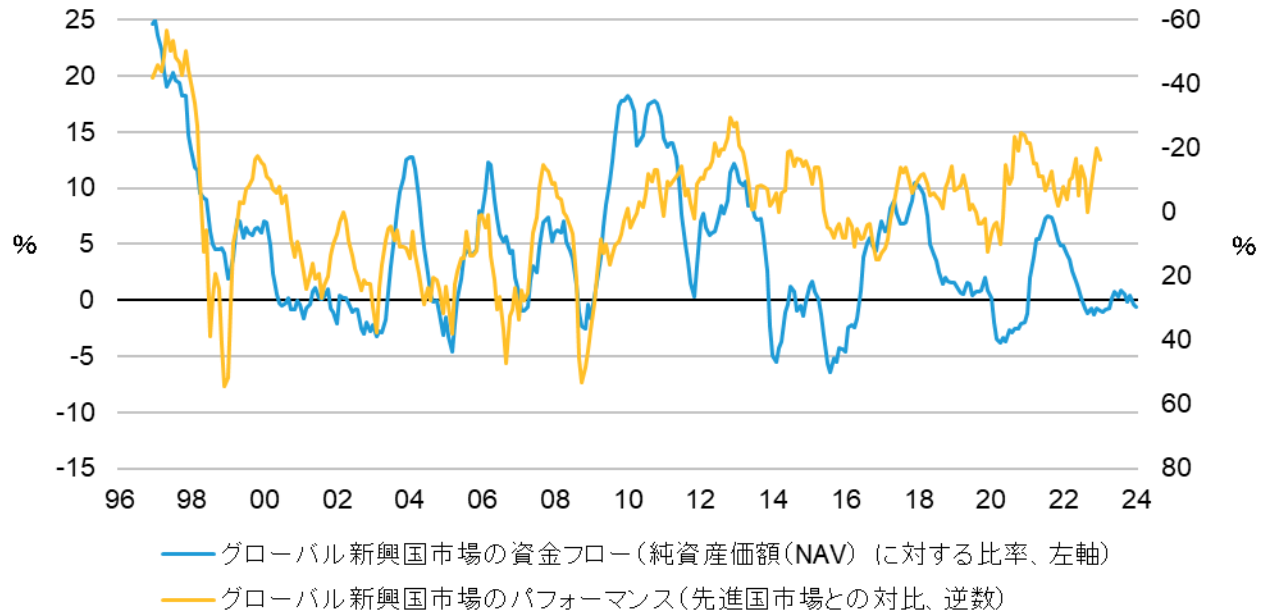
過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年3月20日まで

出所: EPFR、AB

2021年以降、中国を除く新興国を投資対象とするファンドは資産を増やしてきたが、2023年は資金流入が停滞しており、2024年もこれまでの流入額は約30億米ドルにとどまっている。資産規模を考慮すると、これは実質的に、過去1年間の中国を除く新興国株式への新たな配分がネットベースでゼロだったことを意味する。グローバルの新興国株式ファンドの資金フロー指標とパフォーマンスの関係性(次ページの図表7)を踏まえると、投資家の比較的低い関心(低調な資金フロー)は、今後1年間の新興国株式のリターンを支える上では十分な水準にあるとみられる。

図表 7: グローバル新興国市場の資金フローと株式の相対パフォーマンス



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。

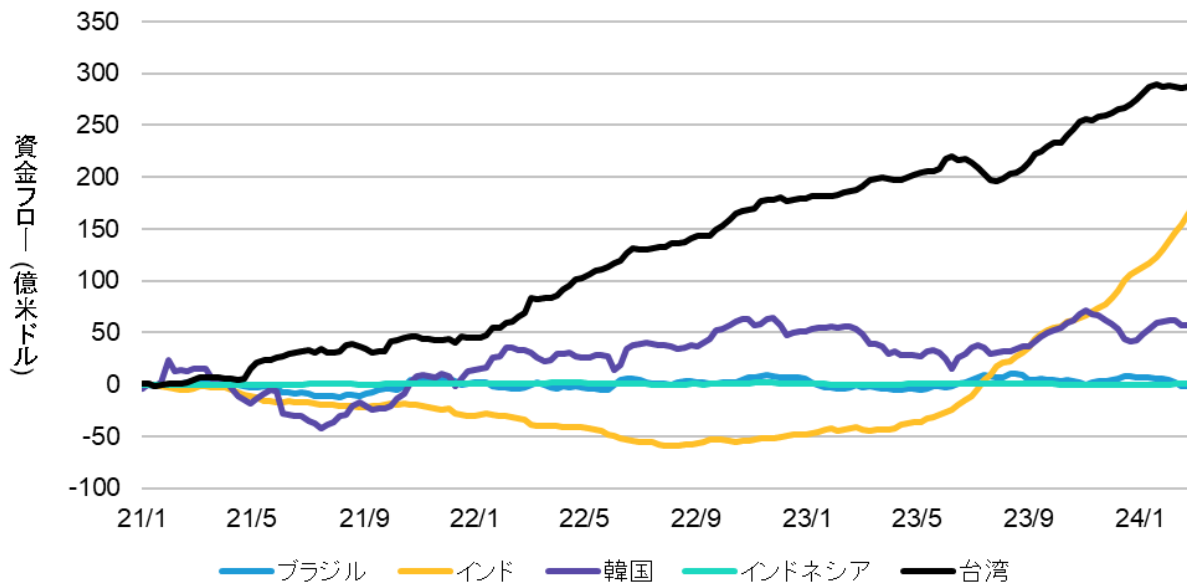
新興国株式の資金フローは、グローバル新興国市場株式ファンドの NAV に対する、グローバル新興国市場株式ファンドへの累積純流入額（12 カ月の累積フローのローリング）の比率を示しています。

2024 年 2 月 29 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

中国以外では、台湾とインドが新興国株式ファンドの資金フローを牽引している（次ページの図表 8）。インドネシアも注目に値する。新興国全体から見れば、インドネシアの数字はそれほど大きくないが、現在の純資産総額に照らしてみれば、この数カ月に 9% 以上の資金を集めている。

図表 8: 一部の新興国株式の資金フロー



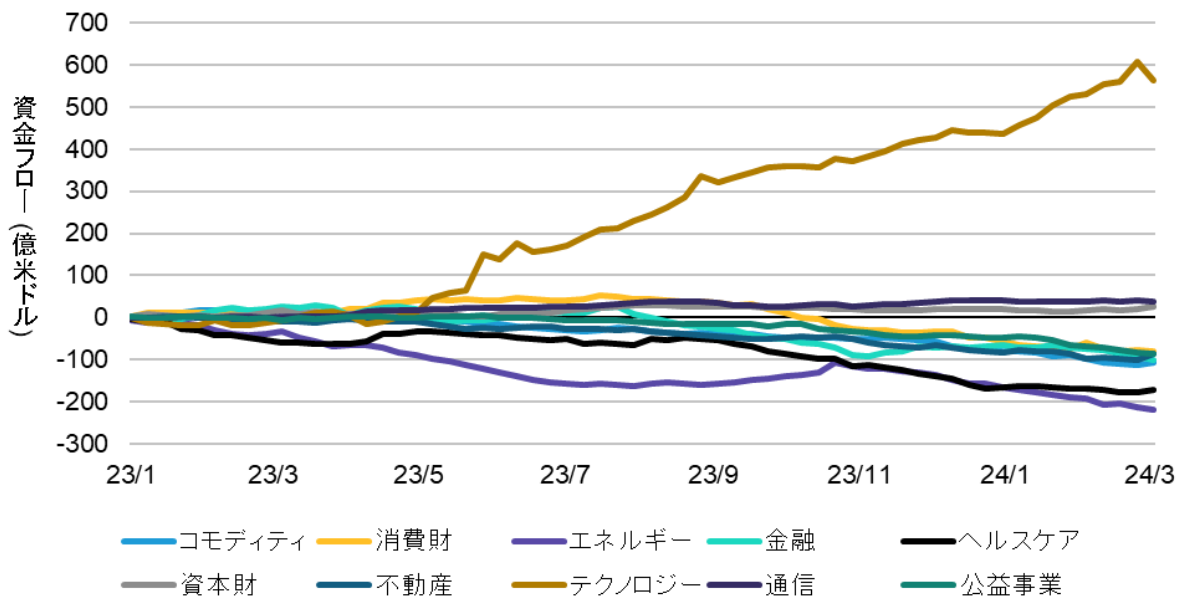
過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年3月6日まで

出所: EPFR グローバル、AB

世界の株式市場をセクター別に見ると、2023年はテクノロジー・セクターへの資金流入が大半を占めた。2023年以降、テクノロジー・セクターには560億米ドルが流入したが、他の10セクターからは合計850億米ドルの資金が流出した。資金流出が目立ったセクターは、エネルギー(220億米ドル)、ヘルスケア(170億米ドル)、コモディティ(105億米ドル)だった。2023年初め以降の資金フローがプラスとなった他のセクターは、通信と資本財だけだった(次ページの図表9)。

図表 9：世界の株式セクター別の資金フロー



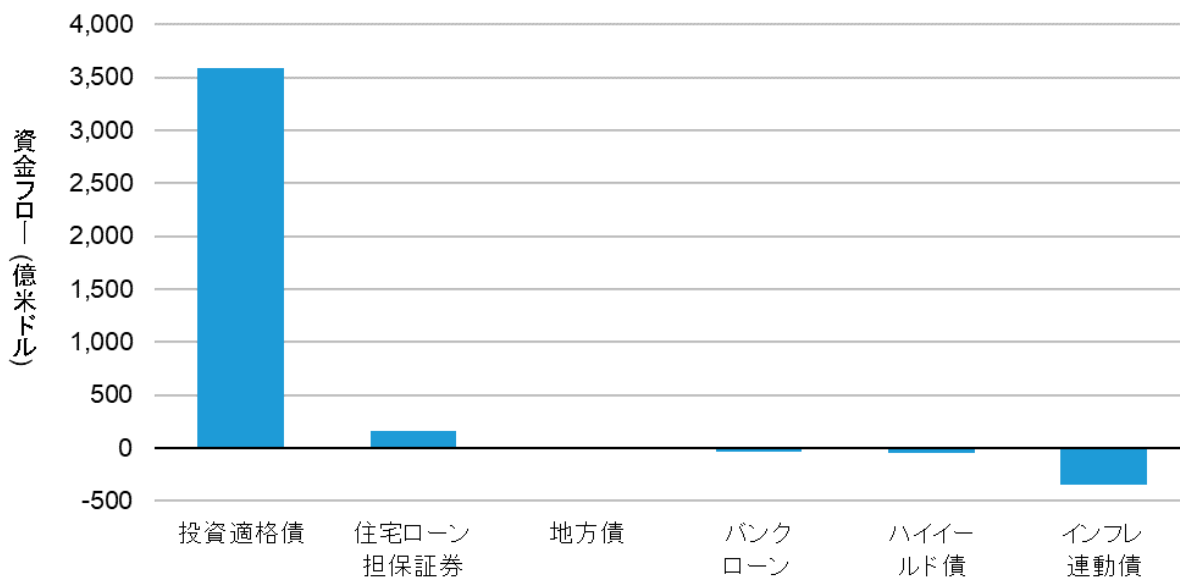
過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年3月6日まで

出所: EPFR グローバル、AB

債券の分野では、2023年は投資適格債への資金流入が圧倒的に多かった(次ページの図表 10)。これは、ハイイールド債市場のスプレッドが異例なほど小さくなっているという、顧客とのミーティングでよく聞かれる話と一致している。確かに、企業のキャッシュ・ポジションの改善や債務の期限先延ばしといったスプレッドの縮小につながる要因もあるが、ハイイールド債市場のスプレッドは歴史的に見ても比較的タイトな水準にある。その結果、今後の配分に関しては、スプレッドの魅力そのものよりも、むしろトータルの利回り水準を反映したものとなりそうだ。

図表 10: 2023 年以降における債券ファンドの 카테고리別資金フロー



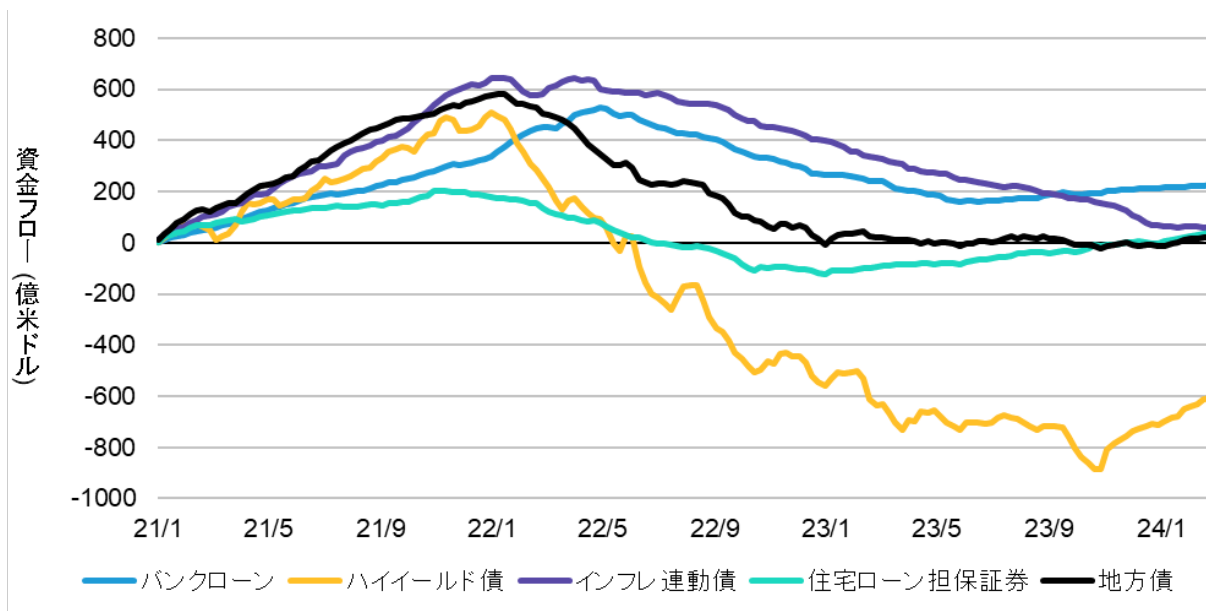
過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024 年 3 月 6 日まで

出所: EPFR、AB

投資適格債以外では、2023 年 1 年間に資産が大幅に増加したのは住宅ローン担保証券(MBS)だけだった(次ページの図表 11)。インフレ連動債からは資金流出が続いている。ハイイールド債は 2023 年の大半を通じて資金フローがマイナスだったが、暫定的ながらセンチメントが改善する兆しが現れており、2023 年末から資金フローがプラスに転じ、2024 年も年初から現時点までに約 120 億米ドルの資金が流入している。

図表 11: 世界の債券ファンドの 카테고리別資金フロー



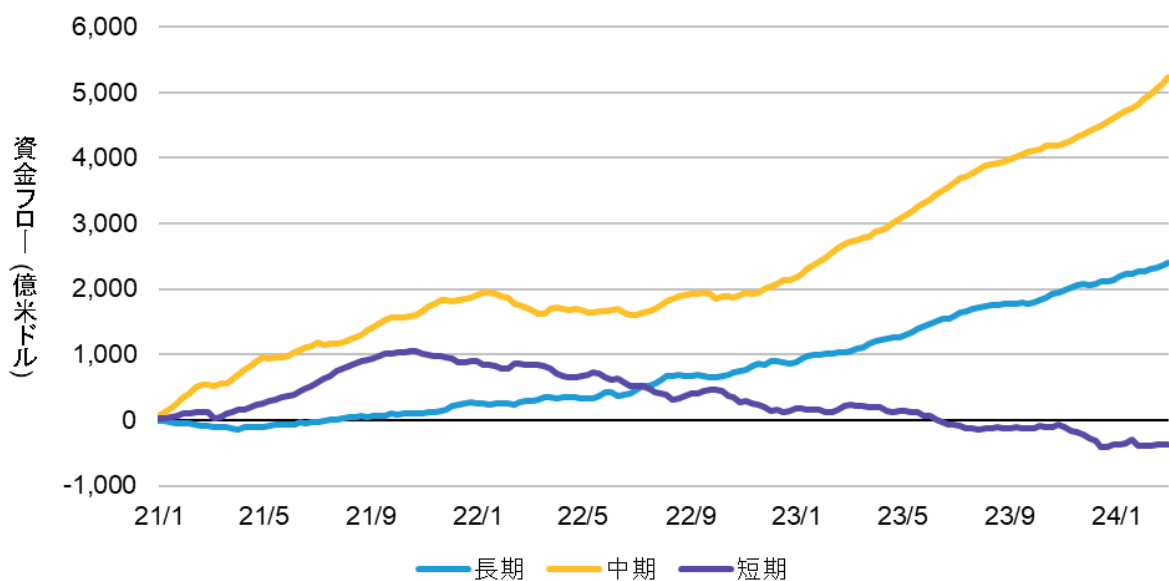
過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年3月6日まで

出所: EPFR、AB

また、投資家はデュレーションへのエクスポージャーを積み増しており、長期債と中期債ファンドの双方に高水準の資金流入が続いている。一方で、短期債ファンドからは引き続き資金が流出している(図表 12)。

図表 12: 世界の債券ファンドのデュレーション別資金フロー



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。

2024年3月6日まで

出所: EPFR、AB

クロスアセット・バリュエーションの概要

次ページの図表 13 は、主要資産クラスと投資テーマについて、現在のバリュエーションを過去のバリュエーションと比較し、それらのバリュエーションが 1 年前とどう異なっているかを示している。

米国株のバリュエーションは、他の地域と比べてさらに極端になっており、バリュエーション・ギャップは過去最大に近づいている。日本株は高い人気を受けて過去 12 カ月に株価収益率が大幅に上昇してきたが、それでもまだ過去の平均を下回っている。オートメーション関連株式も人気の高いテーマで、このグループのバリュエーションは、すでに過去の水準に対する Z スコアが 1.5 近くという高い水準にあったが、現在はスコアが 2 近くまで上昇している。

米国の上場不動産投資信託 (REIT) のバリュエーションははるかに穏やかな水準にある。配当利回りで見れば、REIT は過去の平均とほぼ同じ水準で推移しており、12 カ月先の予想株価収益倍率に基づくと、過去の平均に対する Z スコアは 0.5 ほど上回っている。

ハイイールド債と投資適格債はともに評価が見直されており、双方ともバリュエーションは過去の水準よりもかなり割高になっている。その一方で、米国の低ボラティリティ・ファクターの評価は大幅に引き下げられ、株価収益率は 2010 年以降の平均を大幅に下回っている。同様に、米国の小型株は、大型株に対するバリュエーションのディスカウント幅が過去 1 年でさらに拡大した。

セクター別に見ると、エネルギー・レラティブと銀行レラティブのバリュエーションが市場全体と比べて引き続き最も魅力的な水準にある。メタル & 鉱業レラティブのバリュエーションもこのところ低下しており、現在は過去の平均を若干下回る水準で推移している。

図表 13: クロスアセットのバリュエーション概要

開始日	資産	バリュエーション (Zスコア)		
		2024年1月	2023年1月	差
1970年1月	金	2.57	2.34	0.23
1990年1月	オートメーション関連株式のバスケット	1.84	1.43	0.41
1988年1月	米国 対 EAFE	1.72	1.28	0.44
1970年1月	地方債	1.04	1.13	-0.09
1970年1月	米国株式	0.94	0.79	0.16
1970年1月	米国60 : 40	0.83	0.79	0.04
1997年1月	米国ハイイールド債	0.71	0.4	0.31
1997年1月	米国投資適格債	0.68	0.33	0.36
1970年1月	米国10年国債	0.66	0.79	-0.13
1987年1月	新興国株式	0.45	0.39	0.06
1971年9月	米国10年インフレ連動債	0.31	0.62	-0.31
1990年1月	インフラ関連株式のバスケット	0	0.45	-0.45
1973年1月	米国REIT	-0.09	0.15	-0.25
1995年1月	米国メタル & 鉱業レラティブ	-0.23	0.53	-0.76
1970年1月	日本株式	-0.29	-0.91	0.62
1995年1月	米国銀行レラティブ	-1.21	-1.07	-0.15
1995年1月	米国エネルギー・レラティブ	-1.87	-2.09	0.22
1977年12月	小型株 対 大型株	-2.48	-1.57	-0.90
2010年12月	米国最小ボラティリティ 対 市場	-2.64	-1.09	-1.55

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。

注: 使用しているデータは、1970年または開始日の欄に記載されている入手可能な最も古い時点からのもの。株式については、循環調整後の益利回り(1/CAPE レシオ)をバリュエーション指標としています。債券については、利回りでバリュエーションを測定しています。セクターの相対バリュエーションは、幅広い米国市場と比較した相対的な12カ月先の予想益利回り(1/PER)で測定し、米国株のPERは12カ月トレーリング益利回りで測定。60:40ポートフォリオのZスコアは、米国株式のZスコアを60%、米国10年国債のZスコアを40%として算出。Zスコアの値が高いほど、過去のバリュエーションに対するプレミアムが大きいことを示します。

2024年2月28日現在

出所: FRED データベース、グローバル・フィナンシャル・データ、MSCI、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

当資料は、2024年4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