



ALLIANCEBERNSTEIN®

2024年7月

## 2024年7—9月期の戦略的投資見通し

# 景気循環的インフレ 対 構造的インフレ …そして再び TINA？

今回の四半期レポートでは、戦術的見解と戦略的見解の相互作用について考えてみたい。現在、インフレに影響を及ぼしている要素はさまざまであるが、投資家にとって厄介な問題のひとつは、景気循環的インフレと構造的インフレの境界線が極めて曖昧になっている点である。

現段階では戦略的な市場見通しを立てる方が戦術的な見通しを立てるより簡単だが、投資家は明確な見解を持たなければならないとアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は考えている。ABの戦術的見解は、ボラティリティは最近見受けられる水準より高まるものの、2024年末の株式市場は現在より上昇しているだろうというものだ。ただし、米国の大統領選が今やあまり接戦ではないようであり、トランプ氏が勝つ可能性が明らかに高まっている点には注意すべきである。

投資家にとってグロス/モメンタム・トレードの妨げになるものとはとにかく耐えがたいが、そうした状況のなかでさえ、慎重な資産配分の一環としてバリュー・トレードのようなポジションを持つ必要があると考える。ABではそうしたポジション形成の2つの例として、エネルギー・セクターと総選挙後の英国を取り上げる。

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

共同執筆者:  
ロベルト・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

2024 年はこれまでに投資家の期待が極めて大きく変化してきた。このレポートのポイントは、ポートフォリオの資産配分にとって、そして特に戦術的見解が長期的かつ戦略的なポジション形成に影響を及ぼす領域にとって、何を意味するのかを考えることである。

株式バリュエーションについての懸念の欠如は気掛かりである。しかし、資金流入が高水準であるにもかかわらず、その他のセンチメント指標はおそらく驚くほど過熱感を示していない。そうしたセンチメント指標についての疑念は、一握りの銘柄のパフォーマンスのみが高くなる局面で大きくなると AB は認識している。現段階では中長期的見解を示す方が、戦術的見解を示すよりおそらく簡単である。その長期的見解はグローバル株式については楽観的であり、AB は株式を戦略的にオーバーウェイトにしている。株式については、均衡インフレ率の水準が高くなる状況で、株式を「実物資産」への主な資産配分先と見なしているからだ。ただし、重要な補足説明を行うと、そうした株式のリターンは最近の実績や長期的な実績より小さくなると予想している。バリュエーション、高水準の資金流入に加えて、モメンタム・ファクターが市場ウェイトの大きな割合を占めている点に注目すると、今後 6-12 カ月間のボラティリティは最近見受けられる水準より高まるはずである。戦術的見解を持つのははるかに難しいが、**AB の見解は、リターンが小さくなるほか、実現ボラティリティが著しく高まるものの、現在から年末までの株式市場が下落ではなく上昇するだろうというものだ。**

米国大統領選をめぐる直近の出来事は、トランプ氏の暗殺未遂も含めておそらく驚くほど市場に影響を及ぼしていないが、それには理由があると AB は考えている。少なくともベッティング市場について言えば、米国大統領選はもはや接戦ではない。勝つ可能性が最も高い候補としての価格がすでにトランプ氏についており、そのオッズがトランプ氏有利の方向になお一層変化した。トランプ氏は株式市場により好意的なイメージがある（規制緩和を実施したり、やや緩和的な財政政策をとる可能性がある）と見なされており、それを反映して株式市場の期待はやや高まっている。AB は以前、トランプ氏が大統領になればおそらく欧州のリスク資産がアンダーパフォームするだろうと主張した（防衛費をより速いペースで増やす必要があると同時に貿易摩擦が高まる）。

米連邦準備理事会（FRB）の利下げについては、市場の期待は年初時点の 6 回予想から現在は 1 回予想に薄れており、それに代わって景気後退局面入りは回避できている。ただし、株式市場はそうした力学の微妙な変化を気にしていないようであり、その間も上昇相場を続けてきた。収益の上振れによって、想定ほど低くない割引率を確実に補える訳ではないが、投資家はこの点について楽観的だと思われる。AB が顧客と議論したところ、彼らは現在、株式バリュエーションについて 6 カ月前ほど懸念していないようである。一握りの銘柄が市場をけん引していることが、このような状況を一層難しくしている。一握りの銘柄のみが本当に重要であるような市場でさえ、これまでのセンチメント指標は有効なのか？ 投資家は以上のような状況をどのように理解するのか？

AB では、ポートフォリオの資産配分にとって重要な切り口をいくつか提示したい。

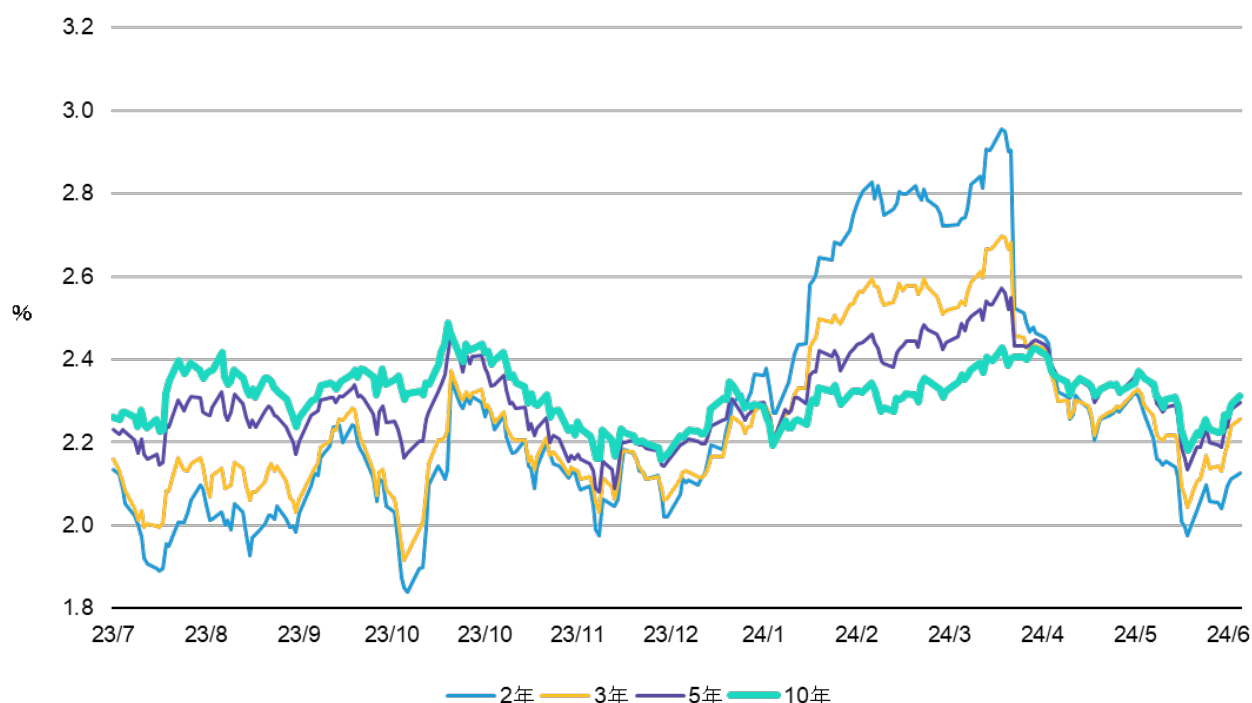
- 景気循環的インフレと構造的インフレの相互作用が現在は一層曖昧になっている。
- 株式市場では現在何が議論されているのか？ 利下げの可能性というサポートがなくなることと比較して、「ノー・ランディング」シナリオの追い風ほどの程度のものなのか？
- （投資家と企業の両方による）米国株式の大量の買いは、「TINA (There is No Alternative)」（他に選択肢はない）の流れが戻ってきたことを暗示している。
- 実現ボラティリティが高まるだけでなく、戦略的リターンが特に（唯一重要である）実質ベースで小さくなることを投資家が想定しているはずだという見解が、最近の進展（バリュエーションの上昇とインフレ）でさらに織り込まれたと AB は考えている。
- 株式と債券は依然として正の相関関係にあり、他の資産クラスで分散投資先を探す必要性を浮き彫りにしている。
- 米国、英国、フランスの選挙はすべて極めて異なるインプリケーションを市場に与えている。米国はおそらく長い歴史の中で社会的に最も重要な選挙に直面している。フランスの驚きの選挙結果は投資家には安堵をもたらしそうだが、今後は不確実性が高い期間になることを暗示している。一方、英国はいくらか混沌とした政治の期間から、それより安定する可能性がある状態に移行した。
- 戦術的にグロース／モメンタム・トレードに立ち向かうのはあまりに困難である。たとえ、それが長期間に及んでいるように見えても、正反対の戦術的スタンスをとるのは耐えがたい。とはいえ、投資家は慎重を期すためにバリュー・トレードを行う必要もある。このレポートではそうしたバリュー・トレードの例を 2 つ提示する。1 つはある意味最も嫌われている株式市場と言える英国である。最近行われた英国の総選挙は、投票前に示された各政党の政策スタンスが近かったことから、来たる米国大統領選とはほとんど正反対であるが、それがカタリストになる可能性がある。このレポートで

取り上げるもう1つのバリュー・トレードは、エネルギー・セクターである。具体的には、同セクターが1年につき発行済み株式数の2%以上の自社株買いを行っており、最も人気がなく、また、バリュエーションに着目する投資機会が少ない市場にあってもフリー・キャッシュフロー（FCF）利回りが魅力的である点を示す。また、潜在的なカタリストについても議論する。

## 景気循環的インフレ 対 構造的インフレ

最近の投資判断を促しているが、同時に、長期的かつ戦略的なポジション形成も特徴づける主な尺度の1つはインフレである。このレポートのポイントは短期的なインフレ指標にコメントすることではない。むしろ、後ろに下がって俯瞰すると、景気循環的インフレと構造的インフレの境界線が今や極めて曖昧になっている点が主なポイントである。例えば、少なくとも米国はそうした状況にあることが、インフレ連動国債（2年、3年、5年）の利回りが最近盛り返し、インフレ連動10年国債の水準に近づいていることからわかる（図表1）。欧州の力学は同じではない。

図表1：インフレ連動中期国債の利回りが上昇し、インフレ連動長期国債の水準に近づいている



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7月1日現在

出所：ブルームバーグ、AB

こうした期待インフレ率の変化は、米国大統領選の結果に対するベッティング・オッズがトランプ氏有利の方向に圧倒的に傾かないうちから始まった。そしてこの変化は、中期的なインフレ期待を高める可能性があるというABは考えている。どちらの候補が選挙に勝っても放漫財政が新政権の特徴の1つになるだろうが、すべてを考慮すると、トランプ氏が勝った方がインフレをより誘発しそうだ。これは、労働市場に多大な追加労働力をもたらした移民を取り締まる政策を行うと同氏が表明したほか、何らかの形で貿易戦争が起きる可能性があるためだ。

ABは引き続き、10年国債のブレークイーブン・インフレ率が示唆する水準を中長期インフレが上回ると予想している。また、この数カ月間に行った欧米の顧客との議論では、明らかに大多数の顧客が、均衡インフレ率の水準がコロナ禍前より間違いなく高くなると予想していることがわかった。変化したのは、そのように長期見通しを引き上げた経緯が今や、短期インフレが高まって長期インフレと一体化するという議論により近いように見える点である。ただし、それら2つは明らかに異なるものである。短期インフレの高まりは経済成長率が高いことが作用したもののだが、均衡インフレ率が高くなるというABの議論は、より外的な脱グ

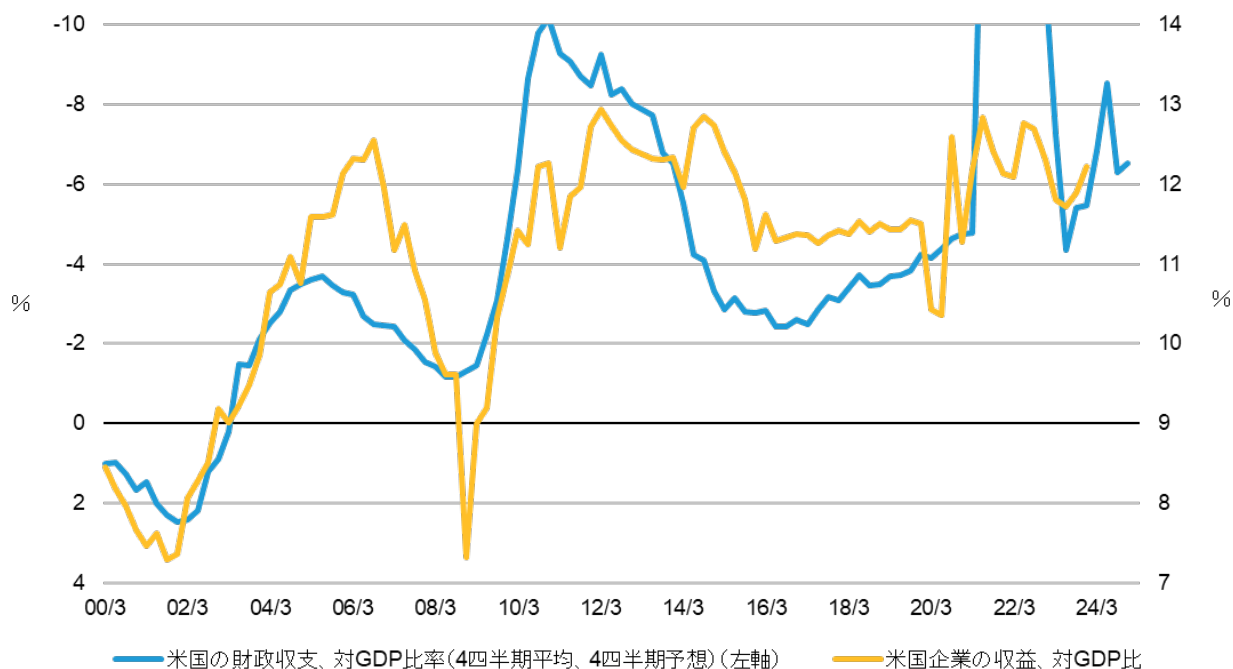
ローバル化の要素をベースとしており、エネルギー移行のほか、人口動態が主導する形で労働者の交渉力が高まる可能性の対価を払っているのだ。

## 株式市場の力学

2024年の政策金利引き下げについては、市場の期待は6回予想から1回予想に薄れているが、それでも米国の株式市場は年初来で見て15%近く上昇している。リスク資産と債券の両方で年初時点の期待はそうした利下げ予想だったが、それに代わって米国が景気後退局面入りを回避できていることや、超大型グロース株のパフォーマンスが良好なことからサポートを受けている。割引率の低下期待を相殺するのに十分なほど短期的な利益成長が確実に上振れている訳ではないが、人工知能(AI)が主導する利益成長見通しをみてしまうとそうしたポイントは重要ではなくなるようである。なお、リスク資産ではAIの成長や景気循環的な強さに加えて、他の2つの重要なサポート要因について考える必要がある。

1つ目のサポート要因であり、企業の収益性をサポートする放漫財政では、米国の水準は突出している(図表2)。ABでは、誰が選挙に勝っても短期的には高水準の財政支援が続くと考えている。縮小するのが政治的に難しいためである。選挙結果が影響を及ぼすのは、減税であれ支出であれ、財政支援がどのような形をとるかだろう。そうした財政支援は引き続き実施されそうなことから、リスク資産の短期的なサポートとして過小評価すべきではない。財政支援によって政府債務の持続可能性をめぐる長期的な疑問が生じるのは確かである。債務の持続可能性は、ABが最近行った顧客とのミーティングで頻繁にトピックになっており、ABが最近発行したレポートでも議論している<sup>1</sup>。

図表2: 米国企業の収益性は財政刺激策によってサポートされている



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。

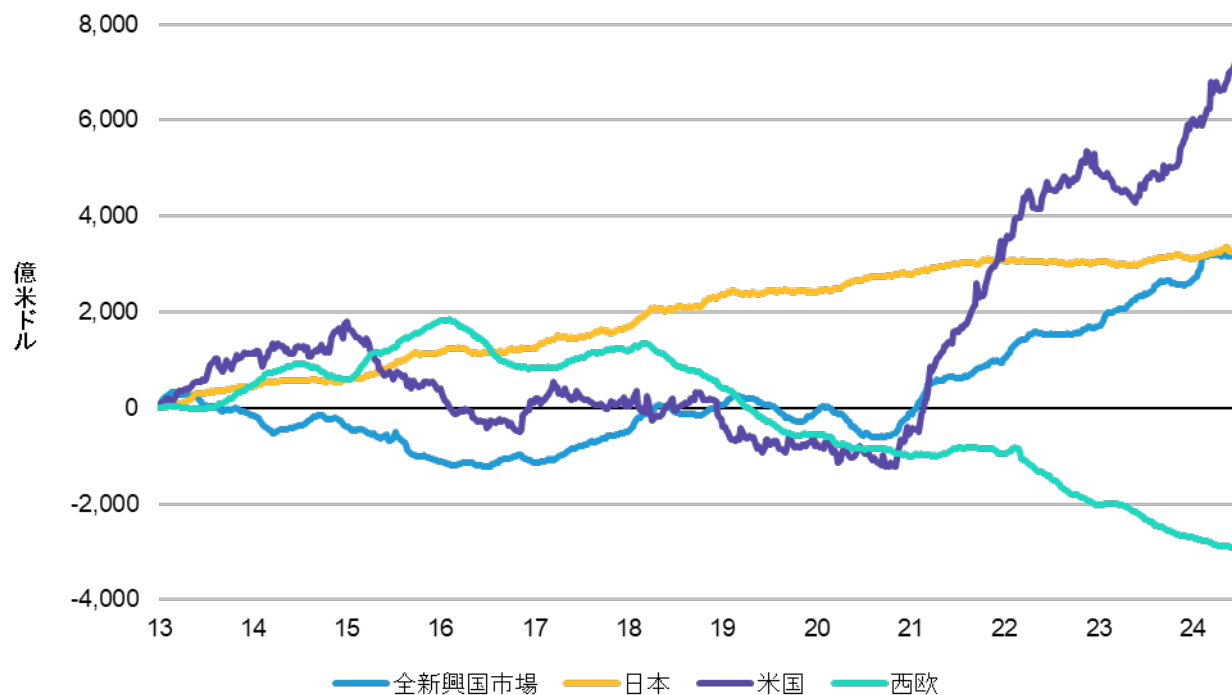
2024年5月8日現在

出所: トムロン・ロイター・データストリーム、AB

<sup>1</sup> 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[Notes from the Road: Summer 2024](#)、(AB、2024年6月26日、英語)をご参照ください。

リスク資産にとって2番目に重要なサポートは資金フローであり(図表3)、2024年の米国(及びアジア新興国市場の)株式はかなりの買い越しとなっている。具体的には、グローバル株式への年初来の買い越し額は2,300億米ドル超となっており、そのうち最大額が米国に流入している。そうした株式への資金流入とマネー・マーケット・ファンド(MMF)からの資金流出が同時に起きていた時期もあったが、利下げがさらに先送りされたことからMMFは今では資金流入に転じており、また株式への資金流入も続いている。

図表3: 株式の地域別累積資金フロー



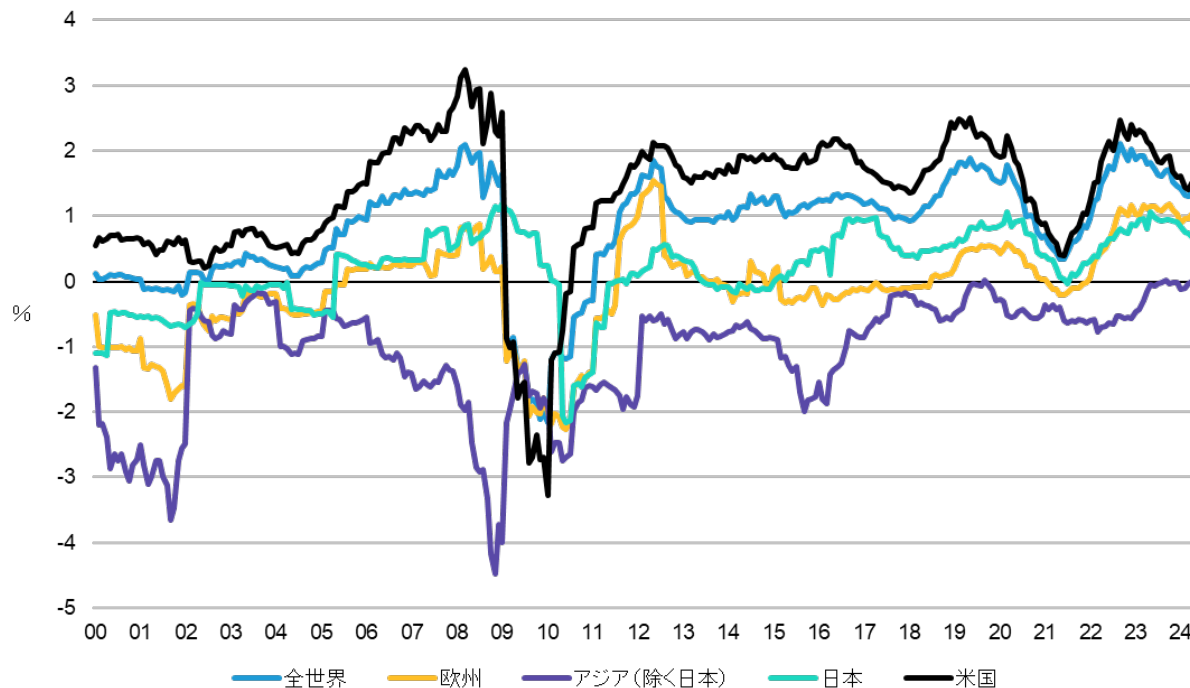
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年6月26日現在

出所: EPFR、AB

ただし、ある一つのカテゴリーからの需要は、投資家からの資金フローを上回っている。それは、企業の自社株買いである。投資家の資金フローとは異なり、この力学はどの地域でも同じとなっている(次ページの図表4)。

図表 4: ネット・ベースの地域別自社株買い利回り



**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。**

この図表は先進国市場を地域別に示しています。日本以外のアジアは中国を除きます。

2024年6月27日現在

出所: ファクトセット、IBES、AB

市場のトレンドや投資家の見解を踏まえれば、「他に選択肢はない」、つまり (there is no alternative の頭文字をとって) TINA の投資モードが戻ってきたようである。投資家はスプレッドが小さいクレジット投資には慎重であるというのが、AB が顧客とのミーティングで頻繁に聞くコメントである。イールド・カーブがフラットであることや債務の持続可能性が懸念されることから、明らかなデレージョンのトレードは選択肢にはない。そのため、投資家は米国株式を買い続けているのだ。

AB は顧客とのミーティングで、市場バリュエーションについての懸念が著しく欠けているという印象を受けている。懸念の欠如は、例えば米国株式指数のコールの売りボリュームが減少するなどの、弱気派のあきらめにも反映されているようである。額面通りに受け取れば気掛かりな状況だが、そうしたセンチメントはそもそもどの程度広がっているのだろうか？ ファンド及び上場投資信託 (ETF) の買い需要などの資金フローに基づく指標、または中央銀行の海外株式の需要全般に関する指標の全地域の運行データを合計すると、そうしたセンチメントが広がっていることがうかがえる。

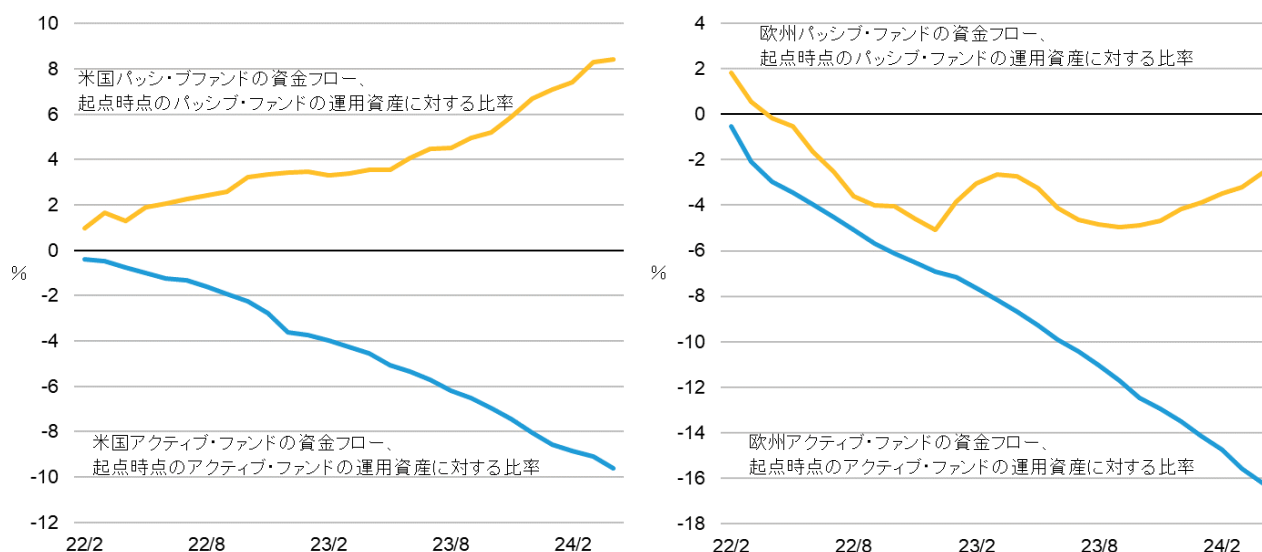
ただし、その他の戦術的なセンチメント指標が比較的落ち着いているのは支援材料である。具体的には、NASDAQ 先物の投機的ポジション形成が減少しているほか、恐怖指数 (VIX) は低いことと同時に、実現ボラティリティが急速に下がるなかでさえ安定して推移している。そのため、投資家は VIX がなぜ低いのか当惑するかもしれないが、実現ボラティリティとのかい離幅が最近の実績と比べて大きくなっている状況である。問題は、一握りの銘柄に投資が著しく集中する市場にあってこれらのセンチメント指標が同様に有効なのかである。

これに関する AB の解釈は、インフレが高水準にあってなかなか下がらない場合は、ポートフォリオの主要部分であり、実物資産であることから恩恵を受ける株式については、中長期的かつ戦略的な見通しから詳しく説明する方が簡単である。戦術的には、市場の高いバリュエーションやモメンタム・ファクターの極めて高いバリュエーションが、それを許容するセンチメントが広がり過ぎているという明確なシグナルの不在とともに、ボラティリティは高まるものの、株式市場が現在から年末まで上昇するはずだと示唆しているというのが AB の見解である。



資金フローの力学で注目すべき興味深いポイントは、(一方は選好され、もう一方は嫌われている)米国と欧州を比べると、資金フロー全体の動きは極めて異なるにもかかわらず、アクティブ・ファンドからの資金流出はどちらの地域でもほとんど同じペースで進んでいる点である(次ページの図表 5)。米国と欧州のネット・ベースの資金フローが大きく異なるのはパッシブ・ファンドのみが影響したものであり、AB はこの力学が近い将来変わるかどうかという質問を受けることが多い。一握りの銘柄に投資が集中しているほか、バリュエーションについての懸念が欠けているという意味で、パッシブ市場は「よりリスクを伴う」ようになっている。しかし、そうした事実を踏まえて資金フローの力学を変えたいという見解を AB は目にしていない。この状況を変えるであろう鍵となるのは、新たなレジームのリターンが小さくなる見通しであり、かつインフレが高まり、分散効果の後退が、通常のパッシブ・ポジションがインフレをアウトパフォームする可能性は低く、資産配分の新たなアプローチが必要であることを暗示していると、投資家が気づくことである。しかし、そうしたプロセスには時間を要すると AB は認識している。

**図表 5: アクティブ・ファンドからの資金流出はどちらの地域でもほとんど同じペースだが、パッシブ・ファンドは異なる**  
(アクティブ・ファンドとパッシブ・ファンドの累積資金フローの比較、グラフの起点時点の運用資産に対する比率)



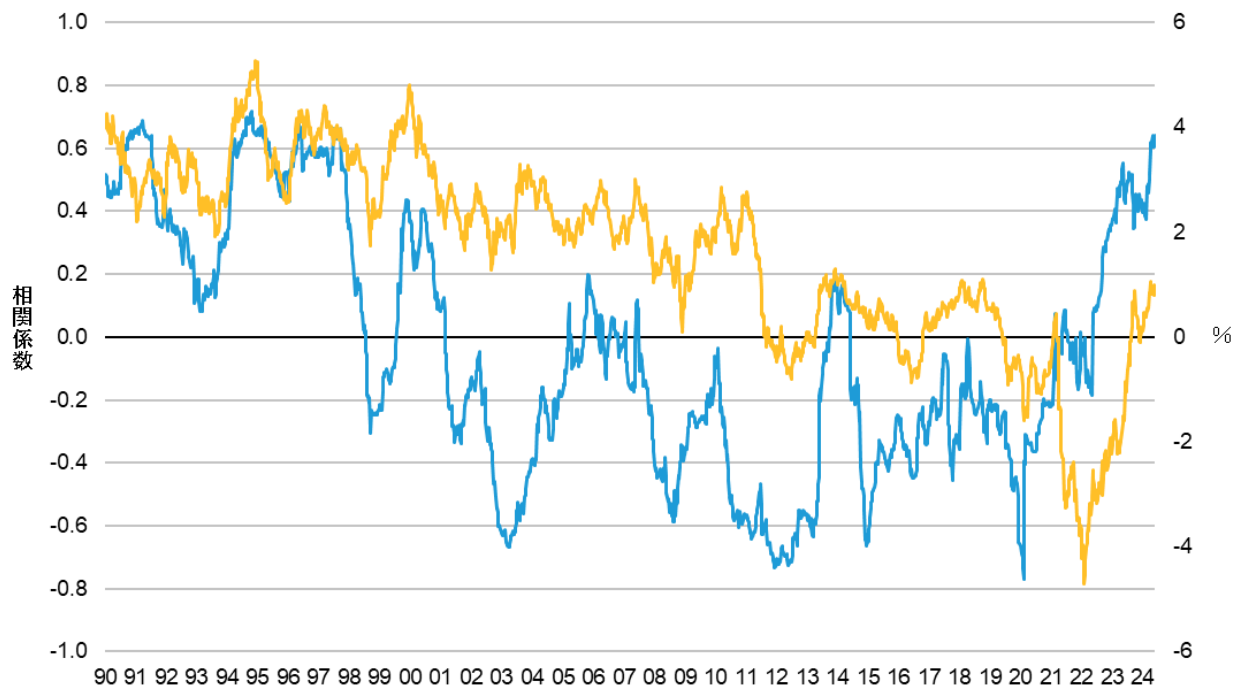
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年4月30日現在

出所: EPFR、AB

AB はまた、株式と債券の相関が引き続き高く、ポートフォリオの分散投資のソースとしてこの相関に依拠している投資家にプレッシャーを与え続けている点にも注目している。この相関は利回り水準との歴史的關係を維持している(次ページの図表 6)。したがって、これは戦略的資産配分の問題だけではなく、短期的な分散投資の必要性もあると言える。

図表 6: 米国株式・債券の相関係数と米国債券実質利回りの比較



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6月25日現在

出所: データストリーム、AB

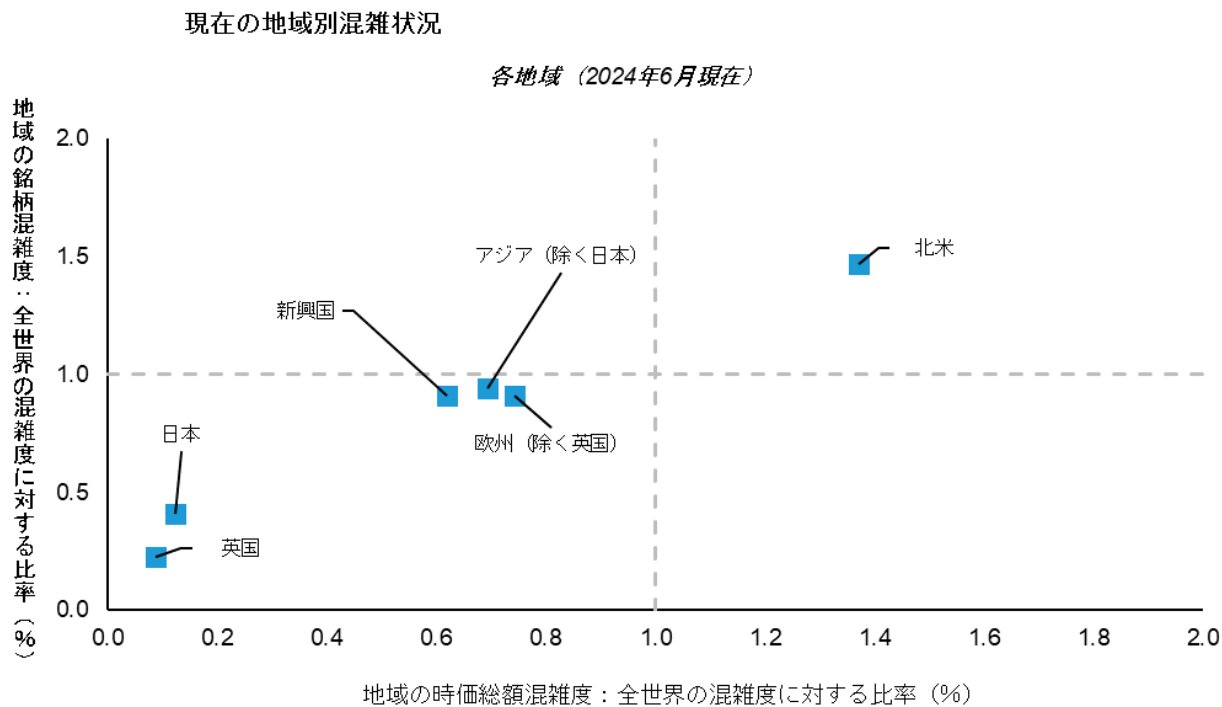
ABは最後に、戦術的にグロス／モメンタム・トレードに立ち向かうのはあまりに困難である点に注目している。それでもなお、グロス／モメンタム・トレードが極めて広がっている状況を考慮すれば、慎重を期してバリュエーションが主導するドローダウンを抑制するため、投資家はバリュエーション・トレードのポジションを持つ必要もあると考える。ABはそうしたポジションの構成要素になりうる2つの例を次のように提示する。

### 総選挙後の英国

ポートフォリオに保有する資産の候補として現時点で欧州の上場株式を示唆するのは、ほとんど不適切に聞こえるかもしれない。投資家が欧州株式に退屈を感じているためだ。ABの見解では世界中で最も嫌われている市場は英国だが、英国は今や世界中で最も混雑していない市場としてもスクリーニングされている(次ページの図表7)。英国の市場構成はバリュエーション・トレード向きの堅実なセクターに偏っており、テクノロジー・セクターがないことから、モメンタム・トレードを支持する投資家の支配的なマインドセットは断固として受け入れないとみている。



図表 7: 最も嫌われている市場: 英国の混雑度は極めて低い



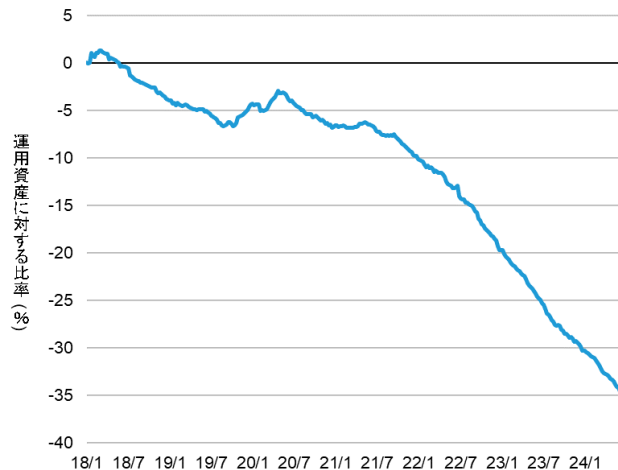
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年6月13日現在

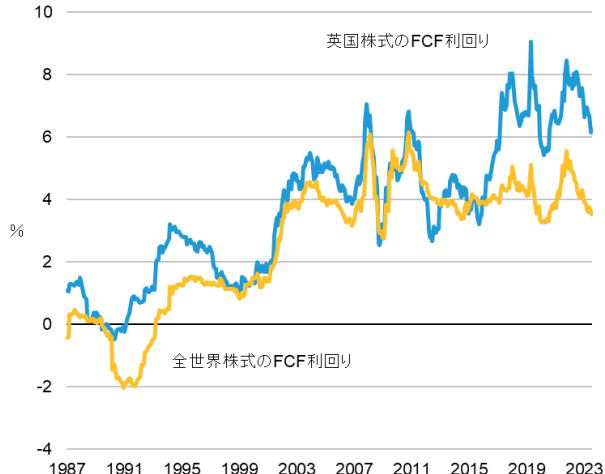
出所: バーンスタイン計量分析チーム、AB

AB では、以上のようにあまり混雑していないことに加えて、英国株式ファンドからの資金流出が、極めて一本調子で続いている性質を指摘したい(次ページの図表 8)。さらに、英国市場の FCF 利回りは世界平均を著しく上回っている(次ページの図表 9)。

図表 8: 英国株式ファンドの累積資金フロー



図表 9: 英国株式と全世界株式の FCF 利回りの比較



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 6 月 12 日現在

出所: EPFR、AB

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 6 月 12 日現在

出所: ファクトセット、IBES、AB

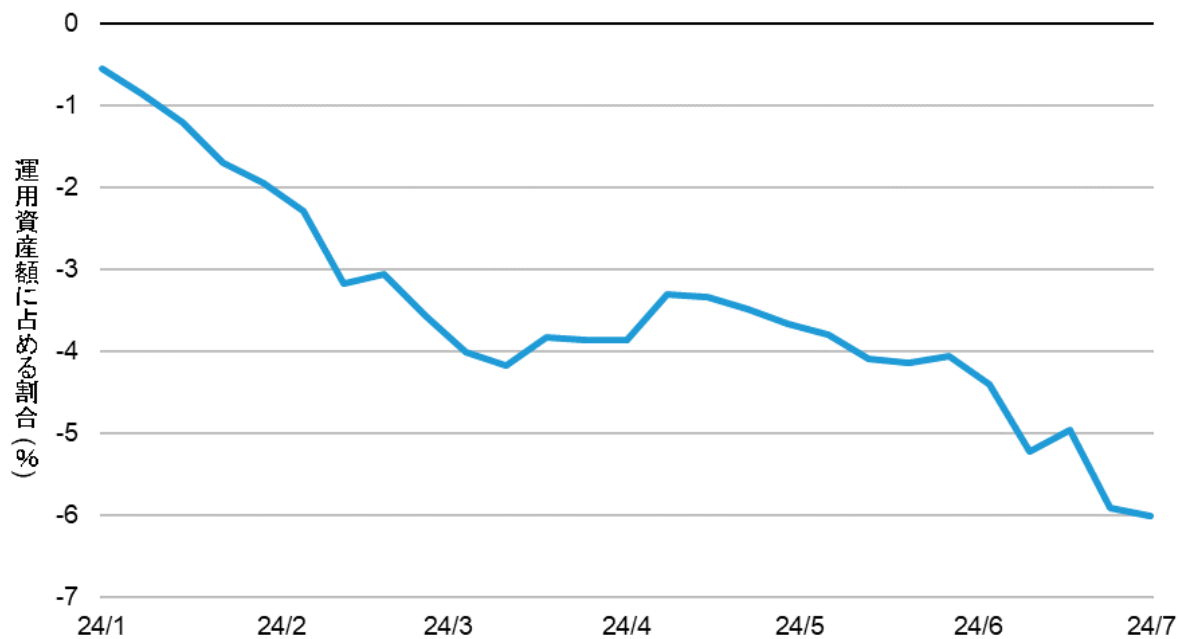
確かにそうである。これはバリュートレードであり、米国以外の上場株式では、人気を集めている特性が重複していることはほとんどない。また、FTSE100 指数全体の時価総額は、米国の時価総額が最も大きい上場企業 5 社のどれよりも小さい。しかし、投資家はモメンタム・トレードのボラティリティを抑制するため、バリュートレードへのエクスポージャーをいくらか持つ必要があると AB は主張したい。2024 年は多くの投資家が選挙を意識しているが、英国と米国の選挙がさらに異なる展開とはならないだろう。米国の選挙戦は社会的に極めて重要である。対照的に、英国の選挙はいくらか混沌とした英国政治の期間に区切りをつけ、安定する可能性があり、欧州や米国がとるであろう道筋とは異なる中道派の期間に向かうものである。主要政党が選挙前に示した財政計画の概要が非常に似通っていたため、その意味では選挙結果はほとんど「つまらない」ものだと見なされるかもしれない。しかし、投資家にとって「つまらない」のはおそらく良いことだと AB は主張したい。選挙が終わればそれがカタリストになって資金がいくらか流入する可能性があるだろう。AB は喜んで嫌われている英国市場をオーバーウェイトにすることを考えている。

### 戦術的にはエネルギー・セクターにより楽観的

バリュートレードのなかでもう 1 つ興味深いのはエネルギー・セクターである。理由の 1 つには、バリュエーションに着目する機会が少ない市場にあって同セクターのバリュエーションが魅力的なことがある。バリュエーションはいくつかの見方をすることができるが、AB が特に強調したいのは FCF 利回りであり、金融を除くグローバル株式市場の 3.5% に対して同セクターはグローバルベースで 5.8% あるのだ。同セクターが魅力的な 2 つ目の理由は自社株買いであり、グローバル及びネット・ベースで 1 年につき発行済み株式数の 2% 以上の自社株買いを行っている。これには、先進国の上場株式市場全体が現在縮小しており、今後とも現実的な予想期間を通して縮小し続けるだろうという背景がある(この傾向がどのくらい続くのかについて、AB は喜んで投資家と議論したい)。エネルギー・セクターは大規模なセクターのなかでは最も早いペースで自社株買いを行っている。

AB はこの数カ月間、コモディティに関して、年金や保険会社の顧客からの増え続ける質問に直面した。コモディティは(どちらかと言えば投資期間が短い投資家向けの)インフレ耐性が高いポートフォリオでは役割があるが、投資期間が長い場合のコモディティへの資産配分が何を意味するのかについては、行うべき重要な議論がある。おそらくそうした資産配分のウェイトは、時間の経過とともにエネルギー商品を減らして銅を選好する方向にシフトするだろう。とはいえ、エネルギーの移行には以前想定していたよりはるかに長い期間がかかっており、財政が制約されると同時に生活費はるかに広範囲で漸増していることから、各国政府は移行期間を延長しなければならないかもしれないと理解しつつある。そうした想定期間の延長がエネルギー・セクターの中期的なカタリストになる可能性がある。また、資金フローの観点からすればエネルギー・セクターはまったく人気がなく、エネルギーに特化した株式ファンドの運用資産の 6% が、過去 12 カ月間で資金流出となっている(次ページの図表 10)。

図表 10: グローバルベースのエネルギー・セクター株式の資金フロー



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7月3日現在

出所: EPFR、AB

当資料は、2024年7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、全て投資者の皆様へ帰属します。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