



ALLIANCEBERNSTEIN®

2025年4月

地政学、マールアラーゴ合意、 そして新たな世界秩序に おける投資

ここ数カ月、経済及び地政学的なシステムが揺さぶられている。投資業界は当然ながら関税の影響に焦点を当ててきたが、変化はそれよりも奥深いところで起きている。要は、米国に対する信頼感が疑問にさらされているのだ。

本稿では、債務、米ドル、国防が絡み合う問題について検証したい。米国の政策の急激な変化は、少なくとも一部はこれらの問題に起因しているようだ。だがアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は、グローバル投資家は今や、米国資産と米ドルを異なる視点で捉えていると考えている。

政策を巡る不確実性が極端に高いことから、ボラティリティは高止まりする見通しだ。しかし、投資家はリスクテイクから完全に手を引くことはできない。低成長・高インフレの世界では、投資家にとってはプラスの実質リターンを生み出す戦略的な資産配分が必要となる。

では、何がディフェンシブな資産となるのだろうか？ AB はこれまで、しばらくデューレーションをアンダーウェイトとしてきたが、今では米国国債に高いタームプレミアムが織り込まれている可能性が高いと考えている。さらに、グローバル投資家は米国資産のヘッジ比率を高める必要がある。米ドルの代わりとなり得る通貨は存在しないため、米ドルが突然基軸通貨の地位を失うことはないだろうが、米ドル離れの動きが加速すると思われる。

イニゴ・フレイザー・ジェンキンス
アライアンス・バーンスタイン・リミテッド(英国)
機関投資家向けソリューション 共同責任者

共同執筆者:
ロベルタス・スタンチカス*、アラ・ハームズワース**、
ハルジャスプリート・マンド**、モーリーン・ヒューズ**

2025年初めの数カ月は、地政学的・経済的な枠組みが著しく変化した。関税政策は当然ながら投資業界にとって目先の関心事となっているが、起きている変化はそれ以上に激しい。投資家はそれに対処するのをちゅうちよするかもしれない、それぞれが現在起きていることのいい点と悪い点について、非常に異なる個人的な見解を持っているかもしれない。また、市場は地政学的な要因を価格に反映させることは極めて難しいと感じている。現在の地政学的なニュースの重大さやその激しい動きにより、それに基づいて資産配分を行うことがあまりに困難だと結論付けるかもしれない。だが、それは間違っているとABは考えている。今起きている出来事は重大で、長期にわたって影響を及ぼすだろう。この変化は、リターン見通しを定めるだけでなく、投資家が求めるリターンの種類やリスクの認識にも影響を及ぼす可能性がある。このテーマは今後も引き続き重要な課題になると思われる。

定期的な読者の方はご存知のとおり、ABはこしばらく、投資家は「新たな体制」に直面していると指摘してきた。それは、このレポートを読んでいる大半の人々の投資キャリアをカバーする過去40年間の環境とは異なるものだ。だが、今起きている地政学的な変化は、そのプロセスを加速させている。新たな体制は、もはや5年後といった未来の話ではなく、目の前に現れている。

ABは現在の混乱について、決してあらゆる側面をカバーするつもりはない。本稿ではむしろ、いくつかの特定の分野に焦点を当てるための指針を提供したい。その中核を成す要因として、関連あるトピックとして米ドルと国防の役割に焦点を当て、そこから他の側面にテーマを広げていきたいと考えている。経済的な変数に関して言えば、それは成長、インフレ、債務に影響を及ぼす。これらの変数の変化は、必然的に資産配分に関する疑問につながる。そして今、さらに複雑な問題も生じている。それは、米国の投資家と米国以外の投資家に対して、異なる結論を検討する必要がある可能性があることだ。世界のリスクが高まっているためポートフォリオのアロケーションに関するリスクを削減すべきだと結論づけるのは、全く意味がない。それは、現在起きていることに対する論理的かつ戦術的な1つの対応となり得るかもしれないが、戦略的に考えれば、実質利回りが低い世界では、投資家はリスクを削減するよりも、むしろリスクを引き上げる必要がある。いずれにせよ、「リスクを削減する」ことが何を意味し、何をディフェンシブな資産とみなすかは、もはや完全に明白にはならない。より適切な問いは、リスクをどう配分すれば最善かという問題だ。もっと具体的に言えば、リスク資産、つまり株式、プライベート資産、アクティブなリターン源泉への投資は、まだ正当化できるとABは考えている。しかし、成長とインフレの見通しには新たに短期的なリスクが生じている。もっと戦略的に見れば、これらの高リスクなポジションを相殺するためには何が適切なヘッジ資産で、それが変化したかどうかという問いに急いで答えを出さなくてはならない。

過去1カ月に相次いで発表された数多くの関税策は、明らかに過去数十年にわたる新自由主義的なグローバル・システムとは根本的に異なる新たな経済秩序を生み出した。しかも、これらの発表を棚上げしたり一部を除外したりする気まぐれな対応は、現在の環境における企業の事業計画策定能力が根本的に変化したことを意味している。左派は、新自由主義がグローバル化の恩恵を十分平等に配分できなかったことに不満を抱いている一方で、右派は、政府の権力が過度に強大になったこと(国内総生産(GDP)に占める利益の比率が上昇したにもかかわらず)を批判している。今のところ、新自由主義的な世界秩序に代わるものが、成果の分配を改善するために何もできずにいるように見える。それが政府の権力を縮小することになるのかどうかは、まだはっきりしない。

だが、結局のところ、関税よりも重要な問題がある。米国主導で築き上げられた第二次大戦以降の世界秩序に終わりを告げる地政学的な再編が進んでいる。現状では、北大西洋条約機構(NATO)条約の第5条(集団的自衛権の行使)が依然として有効であるかどうか、全くはっきりしない。実際、特にカナダとグリーンランドの主権が脅威にさらされていることを考えれば、それは有効ではないように見える。他の多国間機関の役割も疑問視されており、米国の同盟国と敵対国間の相対的な序列に関する前提が覆されている。その一部は目新しい話には聞こえないかもしれない。実際のところ、脱グローバル化は長年にわたりテーマとなってきたのではないだろうか？確かにそのとおりだが、わずか数年前に生まれた「フレンドショアリング」という醜い新語を覚えている人はいるだろうか？美的観点から見ればこの言葉は常に醜悪だったが、概念としては今や「ノアの洪水以前」(文字どおり)の古い言葉となっているようだ。より広い視点で見れば、米国は民主主義を推進してきた姿勢を後退させ(例えば、トランプ政権がプーチン氏やエルドアン氏について好意的な姿勢を示しているのに対し、欧州の民主的プロセスに否定的な発言をしていることなど)、国際関係の基本的な前提を覆している。この変化の背景には、多面的な要因が存在しているようだ。広く議論されてきたように、その一因は、他国との合意を取引とみなし、ゼロサムなものだという考え方にあるようだ。また、多国間機関を支援し、単独行動を取るよりもそれらを通じて行動する結果、米国は自国の潜在能力を十分に発揮できずにいるという認識も、そうした行動に反映されているようだ。

本稿に本質的なテーマがあるとすれば、それは信頼の概念だ。信頼は過去2カ月にわたり、徐々に失われてきた。米国に対する信頼は試されている。最も重要なのは外交面での信頼で、欧州やカナダの米国に対する見方は、重要なインフラの変更に要する時間を考慮すれば容易に修復できないほど大きく変化している。本稿の読者の大半にとって、信頼のおそらく最も重要な側面は、グローバル投資家が米国資産に対して抱く見方だ。信頼が失われた他の理由としては、トランプ政権の意向に反する案件を引き受けたとみられる法律事務所に対する措置が挙げられる。さらに、企業の最高経営責任者(CEO)やアナリストがトラン

プ政権に目をつけられないように自己検閲を行っているのではないかという疑問も浮上している。¹ 本稿では後段で、米国国債や米ドルをどの程度ディフェンシブな資産とみなすことができるかについて検討したい。しかし、変化はすでに起きているようだ。

2022年に株式と債券がともに下落した際は、米ドルはディフェンシブな資産として機能し、同年にグローバルなポートフォリオを守った唯一の真に流動的な資産だった。しかし、過去1カ月にわたる米ドルの下落は、もはやそうではなくなったことを示唆している。同様に、米国国債も伝統的な意味でのディフェンシブな資産としての役割を果たしていない。レバレッジを効かせた投資家のポジション解消というテクニカルな要因が働いている可能性もあるが、これらの資産に対するグローバル投資家の姿勢が変化したのではないかという疑問も生じている。

リスク・オフ局面における米国国債の利回り上昇は、トランプ大統領が「リズ・トラス・モーメント」(英国でトラス元首相の政策によって利回りが急上昇した現象)に直面しているのではないかと疑問を引き起こした。大局的に見れば、いずれかの時点でソブリン・リスクが疑問にさらされるのは避けられない。実際、G7諸国のGDPに対する債務の比率は過去数十年にわたり上昇してきたが、コロナ禍以降は長期にわたる金利低下が幕を閉じ、債務を調達する能力に関する疑問が浮上した。このトピックは過去2年間にますます頻繁に話題に上るようになってきている。現在起きている現象は、金利の構造的な低下が終わった中で、ソブリン・リスクをどう価格に反映すべきかという単純な問題ではなさそうに見える。むしろ、そうした資産に投資する投資家がどうなるかといった懸念が、その変化を後押ししている。

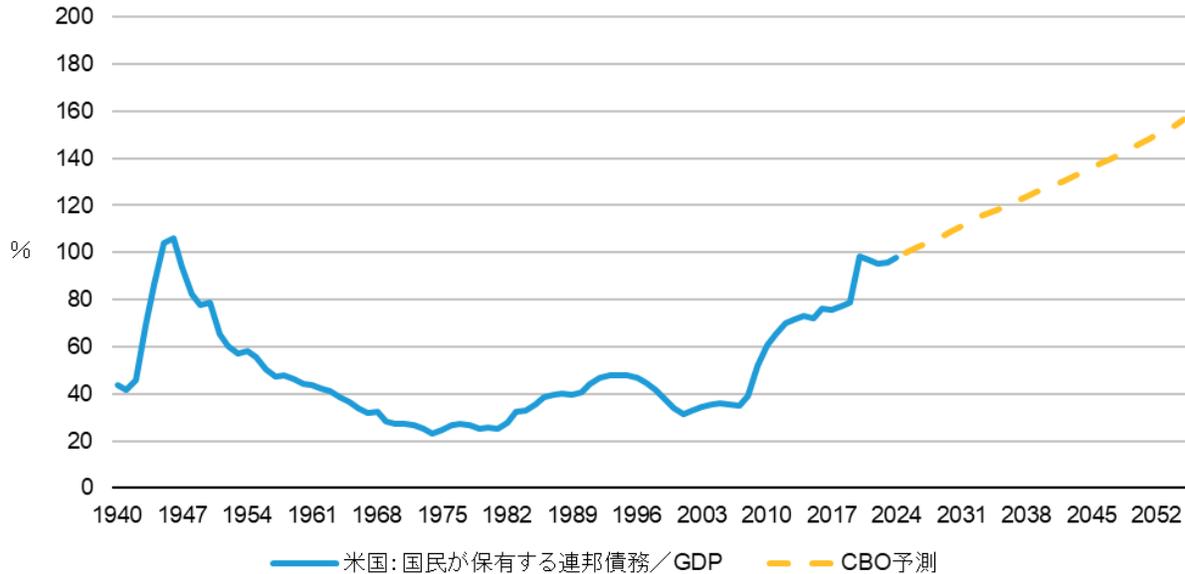
投資業界では関税政策にリサーチの焦点を当ててきたが、それは戦術的な観点から理解できる。しかし、より戦略的な視点で見れば、国防、米ドル、貿易、債務のテーマはすべて密接に関連している。軍事力と国際金融の基盤を構築している米ドルは米国が優位性を持つ2つの領域で、トランプ政権はそこから直接的な価値を引き出そうとしているように見える。債務はその取り組みを進める上で制約要因となる可能性がある。2024年に行われた投資家との会合では、財政の持続可能性に関する問題や、米国国債にソブリン・リスクを織り込む必要があるかどうか度々話題となった。これらは重要なテーマだが、定量的な分析には適していないため、明確な行動を求めることにはつながりにくい。ここ数年は英国やフランスの国債価格にソブリン・リスクが織り込まれた場面はあったものの、最近までは流動性の高い米国国債に対する需要が、ソブリン・リスクをより積極的に市場価格に反映させようとする動きを抑えてきた。そうした状況は変化しつつある可能性がある。

ファーガソン氏の限界

政府債務の対GDP比率が持続不可能となる明確な、または理論的な厳密な限界はない。米議会予算局(CBO)の最新報告によると、米国の債務は2050年までにGDPの150%を超えるとみられている(次ページの図表1)。しかし、日本は2000年にその水準を突破している。確かに、日本の場合は債務の大半を国内勢が保有している(これは債務が国家安全保障に及ぼす問題と関わりがある)ため、直接比較することはできないが、日本の政策当局者はおそらく、ある程度対応を先送りすることができるかもしれない。また、債務は決して米国だけの問題ではない。G7全体で見れば、政府債務の対GDP比率は第二次世界大戦終了時と同じ水準に達している。

¹ 詳細についてはこちらをご参照ください: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-04-10/jpmorgan-analyst-highlights-wall-street-fears-over-criticizing-trump>

図表 1: 米国では政府債務の対 GDP 比率が上昇している



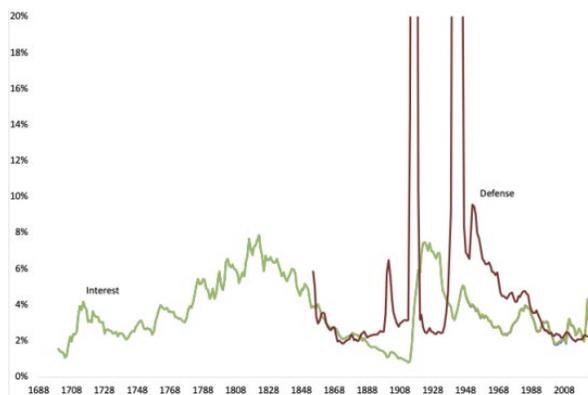
現在の分析は将来の運用成果等を保証するものではありません。予想は今後変更される可能性があります。
 議会予算局 (CBO) の予測は、CBO が 2025 年 3 月に発表した報告書「長期予算見通し: 2025~2055 年」を補足するデータ
 2025 年 4 月 3 日まで
 出所: CBO、AB

しかしながら、別の限界が存在する可能性がある。歴史学者のニール・ファーガソン氏は最近、「ファーガソン限界」(自分の名前ではなく、18 世紀のスコットランドの啓蒙哲学者アダム・ファーガソンにちなんで名付けたようだ)と呼ぶ理論を提唱した。この法則は、債務の利払い費用が国防支出を上回っている大国は、長期にわたって大国としての地位を維持することはできないと指摘している。米国では 2024 年に債務返済コスト(8,820 億米ドル)が国防予算(8,740 億米ドル)を初めて上回ったことから、それは重大な意味を持つ。ファーガソン氏は、債務返済コストが国防支出を上回った結果、国力を失った不幸な国家の例として、ハプスブルク朝スペイン、ブルボン朝フランス、オスマン帝国、オーストリア・ハンガリー帝国を挙げている。技術革新が急速に進む時代には、債務返済の必要性によってライバルに追いつくことが不可能になることから、こうした状況はとりわけ危険が高まる。

この点で米国と最も似ていたのは英国で、特に第一次世界大戦の後がそうだった。英国の国防支出は 19 世紀終盤に債務の利払いコストを上回っていた。第一次世界大戦が始まる直前の 1913 年には、利払いコストの対 GDP 比率は 0.8%で、過去最低水準だったのに対し、国防支出の対 GDP 比率は 3.2%に達していた。戦争が終結すると国防支出は減少したが、債務の利払いコストは 1920 年代初めに GDP の 7%まで急増した(次ページの図表 2)。その結果、英国のハードパワーは著しく低下することになった。また、この時期には世界の基軸通貨としての英ポンドの地位が衰え始め、当初は米ドルとともに基軸通貨の座を維持していたが、第二次世界大戦後にはその力が完全に失われた。

英国の事例で興味深い点は、ファーガソン理論の限界を再び超えることができたことだ。英国の国防支出は冷戦の期間を通じ、債務の利払い費を上回っていた。フォークランド紛争が起きた 1982 年には、英国は GDP の 4.4%を国防に費やしており、現在の米国の比率を上回っていた。しかし、ファーガソン理論の限界を再び超えるには、インフレで債務を解消する政策を取り入れ、それに伴うポンドの大幅な切り下げ(第二次世界大戦直前には 1 英ポンド=5 米ドルだったが、1980 年代初めには 2 米ドルに下落した)が必要だった。これは今の米国と気持ちが悪いほど似ている。

図表 2: 英国の利払い費と国防支出 (1688-2023 年)

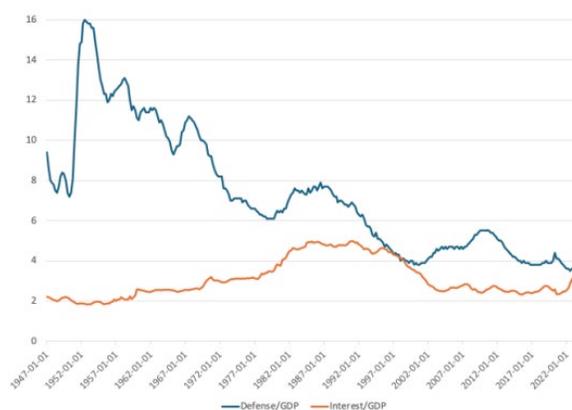


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2025 年 2 月 21 日現在

出所: ニアール・ファーガソン氏 (2025 年)、ファーガソンの法則: 債務利払い、国防支出、国力の財政的制約、フーパー研究所の歴史ワーキングペーパー202502)

図表 3: 米国の利払い費と国防支出 (1947-2023 年)



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。

2025 年 2 月 21 日現在

出所: ニアール・ファーガソン氏 (2025 年)、ファーガソンの法則: 債務利払い、国防支出、国力の財政的制約、フーパー研究所の歴史ワーキングペーパー202502)

この見方に基づけば、率直に言って、債務の水準は国家安全保障上の懸念要因となる。この考えを受け入れれば、地政学的环境が激変している理由について、ある程度説明できるかもしれない。トランプ政権の政策変更の背景にある敵意は、米国の強さが生んだものではない可能性がある。むしろ、それは米国の弱さ、特に中国に対して脆弱だという認識から生じている可能性がある。それはおそらく、米国が同盟国を守るという保証に突然疑問が生じるようになったり、カナダとグリーンランドの主権に関する一見突飛な提案を正当化するため国防問題を持ち出したりしている理由の 1 つかもしれない。

債務返済コストがハードパワーを維持する上で制約になっているとすれば、考え得る他の対処方法は、成長を促進するか、緊縮策を通じて他の支出を削減することだ。だが、それらはどれも明るい見通しとは言えない。それには、成長の鈍化につながりそうな人口動態の変化を克服する必要があるが、それでも米国は他の主要国に比べて優位性を維持している。

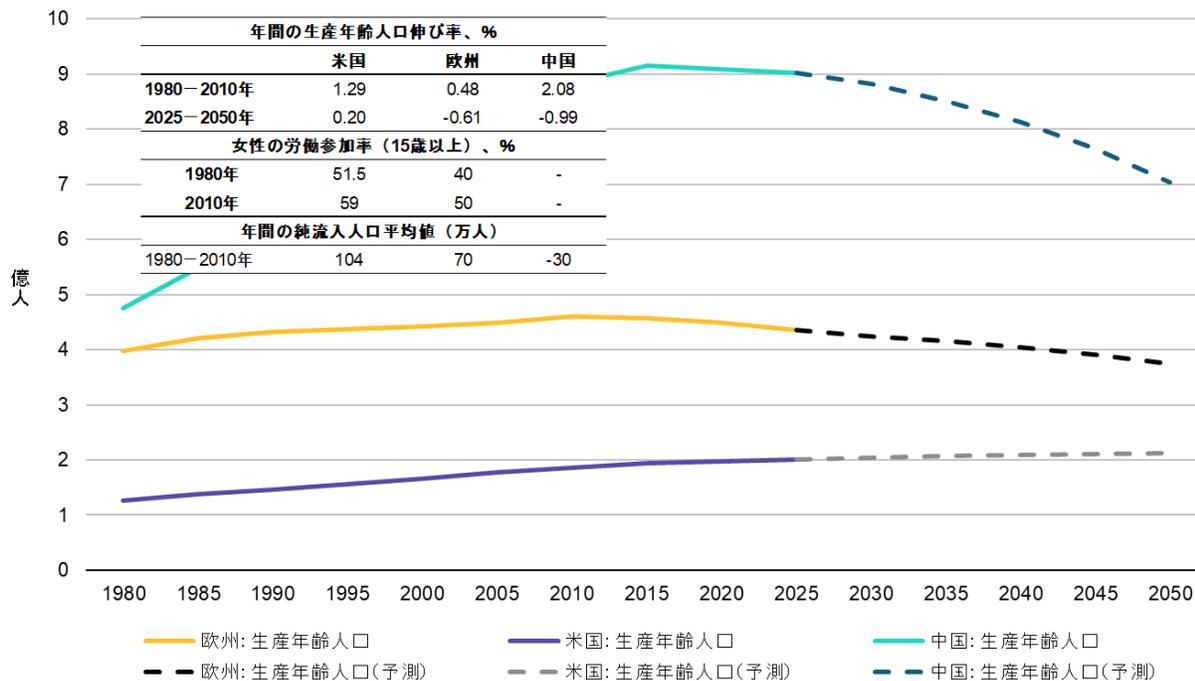
GDP 成長率を分解する 1 つの単純な方法は、次のように表すことができる。

$$GDP \text{ 成長率} = \text{労働者数} * 1 \text{ 人当たり生産性}$$

労働者数は 1980 年以降、ベビーブーマー世代が全面的に労働力に加わったことや、女性の労働参加率の上昇、好ましい(経済的に見れば)移民の流入により、異例なほど高い伸びを示してきた。だが、図表 4 が示すように、もはやそうした状況ではなくなった。

米国は明らかに、欧州や中国に対して依然として相対的に極めて有利な立場にある。米国の生産年齢人口は、今後 10 年間に引き続き増加すると予想されている。それは、米国例外主義が依然として健在だと我々が考えている根拠の 1 つだ。ただし、その伸びは、過去 40 年間に正常だとみられていた水準も小さくなっている。欧州と中国では、生産年齢人口は減少に向かうと見込まれている(次ページの図表 4)。

図表 4: 米国は主要国の中で、人口動態面で依然として例外的—人口動態面での悪影響は少ない



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。

2025年1月17日現在

出所: 国際連合、LSEG データ&アナリティクス、AB

この方程式のもう1つの変動要因は生産性だ。我々は、将来的に生産性の向上が成長率を押し上げるとの見方について、非常に慎重な見方をしている。この点については、AIがもたらす総合的な影響に関する最近のレポートで詳しく説明した。生産性を予測することは非常に困難で、生産性が向上するという想定は、経済的証拠よりも希望的観測を重視しているように見える。確かにAIは変革的な技術だが、タスクのうちどの程度が生産性の大幅な上昇につながるかは、まだ分からない。経済学者のダロン・アセモグル氏は最近、AIによって米国のGDPが今後10年間に毎年0.11%ポイント押し上げられるとの予測を示した。これは確かにプラスになるが、人口の伸び鈍化を補うにはおそらく不十分だ。

長期的な潜在GDP成長率に関する議論では、著名実業家のイーロン・マスク氏が提案した「政府支出を除外してGDP成長率を定義しなおす」ことも検討すべきかもしれないが、ある意味では、削減されるものを統計から除外しようとするこうした手法は疑問を持たれるかもしれない。確かに、投資家はこのようなやり方を見破るのではないだろうか？新興国の間では、国家の統計手法を改めることによって経済をよく見せようとしたケースは数多くある。だが、それがうまくいった例は思いつかない。それには、政府よりも企業の役割が本質的に深く信頼されていることが反映されている。

しかしながら、それはもっと大きな問題に触れることになる。全体の成長の定義には議論の余地がある。マスク氏が示唆するような真剣な意味ではないが、すべての経済活動を1つの数値に集約し、それを政策の焦点とするアプローチには多くの問題が付きまとう。GDPの定義は1940年代に正式に定められたばかりだ。経済学者のダニエル・サスキンド²と経済ジャーナリストのマーチン・ウルフ³は最近、成長の恩恵の不平等な分配に取り組むには指標をどう改善すべきか、また、地球の限界を反映させるには指標をどう変える必要があるかといった問題について論じている。さらに、家庭内労働など、GDPから除外されている活動をどう扱うかという以前からの問題もある。GDPに対しては以前からフェミニスト的な批判があり、高齢化が進む世界においては再びその重要度が高まるとされる。なぜなら、家族の介護のために、生産的な労働(GDPの観点から)に振り向ける時間を減らす必要が生じる労働者が増えているからだ。これらは成長率を高めることにはつながらず、むしろ逆に作用する。脱

² 詳細についてはこちらをご参照ください: <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2024/09/we-must-change-the-nature-of-growth-daniel-susskind>

³ Wolf, Martin. *The Crisis of Democratic Capitalism*. Penguin Books, 2023.

成長運動は道徳的な観点から正当化されなかったとしても、より広範な問題を認識すれば、経済成長を押し下げる圧力がかかることを示唆している。

マールアラゴ合意？

それは、本稿で議論する多くのテーマを結びつける、地政学と投資のもう1つの合流点となり得る問題に我々を導くことになる。それは、債務、取引に基づく他国との関係、米ドルの役割、そして、脅威を振りかざした後にその脅威を取り除く可能性を政策目標の達成に利用する行為だ。過去1カ月にわたり、地政学的及び経済的な新たな現実が、1985年のプラザ合意(米ドルを切り下げた国際合意)の後を引き継ぐ「マールアラゴ合意」につながる可能性について、多くの議論が交わされてきた。そのアイデア4は、認識されているさまざまな問題への対処策となる可能性がある。トランプ政権内には、基軸通貨としてのドルの役割がドル相場を過度に押し上げ、米国の輸出業者が不利な立場に立たされているという認識があるようだ。最近発表された関税策は、ドル相場をさらに押し上げる可能性がある。ドルが基軸通貨としての地位を維持している理由や、それを脅かしかねない要因を特定しようとするれば、唯一の超大国としての米国の役割もしばしば指摘される。それがドルの基軸通貨としての地位にどれほど重要であるかについては議論の余地があるが、もしそうだとすれば、それはドルにとってもう一つの「コスト」となる。同時に、トランプ氏は基軸通貨としてのドルの地位を守りたいとの考えを明確に示しており、国際取引の決済通貨としてドル以外を用いようとする国を制裁する可能性すらほめかしている。

そこには、ある程度の内在的な矛盾が存在している。世界の基軸通貨を持つことの利点の一つは、敵対国を制裁するため、基軸通貨へのアクセスを遮断できることだ。ロシアがウクライナに侵攻した際にもそうした措置が取られた。しかし、基軸通貨がこのように「武器化」されればなおのこと、他国が代替手段を見つけ出そうとするインセンティブが強まることになる。それと関連ある問題として、米国内債のかなり高い割合を海外勢が保有していることや、前述したように国防支出を制約する可能性がある債務返済コストがある程度海外に流れているという認識がある。これらの問題にどう対処すればいいのだろうか？

マールアラゴ合意がどんな内容になるのかについて、公式な政策は発表されていない。実際、最近の混乱局面における米ドルの急激な下落は、ドル相場を押し下げるため明確な介入に踏み切る圧力を和らげる効果があったようだ。しかし、より協調的なアプローチを採用する場合、米ドルの切り下げを中核的な政策目標としながら、その基軸通貨としての地位を維持するいくつかの方法が考えられる。

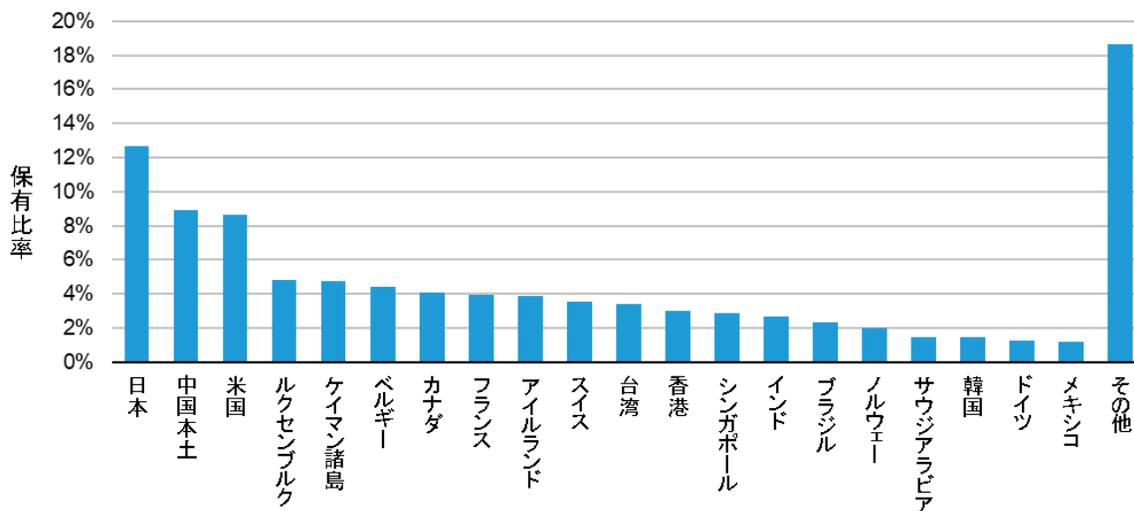
その一つは、プラザ合意の例にならい、米ドルの切り下げに関する国際的な合意を目指すことだ。だが、特に国際的な議論が対立的な方向に転じた後で、他の国々はそうした措置に同意するだろうか？おそらく、関税の免除や安全保証と抱き合わせることで、他の国々に合意を受け入れるよう促すことはできるだろう。これは、トランプ政権が好んでいるように見える国際合意の取引に見立てる傾向とも合致している。プラザ合意後の1年間に、主要通貨に対する米ドル指数(DXY)は23%下落した。

その関連で議論される潜在的な政策措置として、海外勢が保有する米国内債を長期債に転換する案が挙げられる。そのアイデアの一例は、低クーポンの100年債だ。⁵これに関する公式発表はないため、この提案をどの程度重視すべきかははっきりしない。米国内債を保有する海外の投資家がこの提案に同意するとすれば、その理由は何だろうか？やはり、関税の免除や防衛面での安全保証と引き換えに同意する可能性はあるだろう。海外勢は米国内債の30%を保有しており、最大の保有国は日本、中国、英国だ(次ページの図表5)。債務返済に有意な影響をもたらすためには、長期債への転換は中国だけでなく、同盟国にも大きな影響を与える形で幅広く実施されなくてはならない。

⁴ Stephen Miran: A Users Guide to Restructuring the Global Trading System

⁵ 詳細については以下をご覧ください: <https://www.ft.com/content/8a71dceb-806f-4681-80f9-416aa4c366ca>

図表 5: 海外の米国国債保有比率



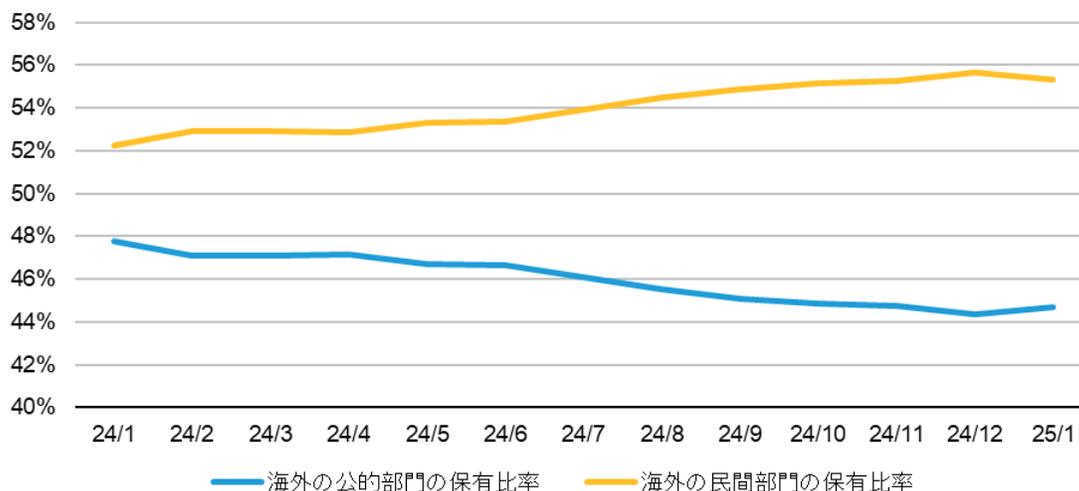
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2025年1月30日現在

出所: 米国財務省、AB

中央銀行の政府機関など、米国が発行する債券を保有する公的部門の海外投資家は、より政策目標を達成するため、こうしたスワップに同意する可能性があるかもしれない。しかし、欧州や日本の保険会社や年金基金など、保有シェアが拡大している民間部門の投資家は、それに対してどんな対応を取るかは、(控えめに言っても)極めて不明確だ(図表 6)。

図表 6: 海外の民間投資家による米国国債の保有比率が上昇



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。

2025年1月30日現在

出所: 米国財務省、AB

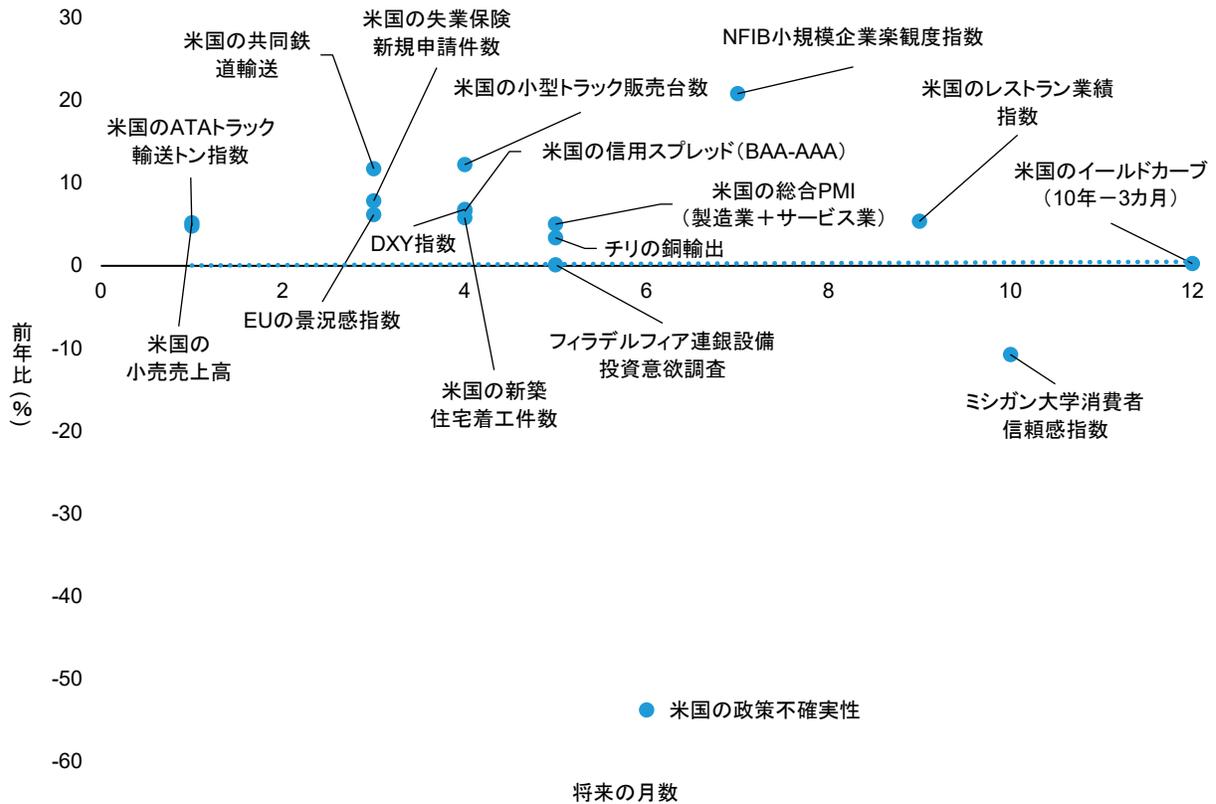
この措置が目的の達成に寄与した場合、その効果はどの程度で、投資家にとってどのような意味を持つのだろうか？最も明確な影響を受けるのは米国以外の投資家だ。為替エクスポージャーをどれだけヘッジすべきかについては常に議論になり、業界内でさまざまな見解が示されている。一般的に言えば、債券ポートフォリオではヘッジ比率が高く、株式ポートフォリオでは低くなる。これに関する1つの考え方は、債券は先進国のクロスレートよりも変動幅が小さいのに対し、株式は一般的に変動が激しいことだ。もう1つのポイントは、米ドルは過去数十年間に大半の通貨に対して上昇してきたため、米国以外の投資家は主にヘッジ比率を低くすることによって利益を得てきたことだ。為替ヘッジについてどんなアプローチを取るにせよ、こうした合意が成立する可能性があるとするれば、米国以外の投資家は短期的にコストがかかったとしても、米国資産のヘッジ比率を高めることを検討すべきだと思われる。

成長、企業利益のシェア、寡頭体制

短～中期に見れば、混乱気味の米国の政策発表や、経済政策の焦点が前のめり気味に関税に集中している状況を背景に、企業利益の伸び率見通しが著しく低下している。一連の政策発表、特に関税に関する政策発表の頻度やそれが変更されるペースの速さが、本当に混乱状態であるかどうかは議論の余地がある。むしろ、経済政策において「MAGA(米国を再び偉大に)」が何を意味するか解釈に関する異なる見解の対立を反映している可能性もある。あるいは、それは交渉上の優位性を得るための計算し尽された手段かもしれない。その背景にある動機について論じることは、本稿の目的ではない。ただし、明らかなのは、関税とそれを取り巻く不確実性が企業の利見通しを押し下げ、企業が投資計画を立てにくくなっていることだ。

2025年初時点では、幅広い経済指標や他のマクロ変数と一致する企業の利益成長をモデル化したABの企業利益成長指標(次ページの図表7)は、12カ月先の利益成長率が15%に加速することを示していた。この指標は現在、政策をめぐる不確実性の急激な高まりと消費者信頼感の大幅な悪化を背景に、0.5%に急低下している。インプットされる一部の変数に遅行性があることを踏まえれば、それがさらに低下する可能性がある。政策の不確実性が高止まりし、それに伴い企業の投資計画に関する不透明感が続く明確なリスクがあるため、利益に関するリスクは下方に傾いている。したがって、2025年に企業利益が減少する確率は五分五分だと思われる。この急速な動きにより、利益見通しは実質的にゼロ成長に移行したため、戦術的な株式見通しは極めて判断が難しくなっている。

図表 7: 米国企業の戦術的な利益指標 (2025 年 4 月時点の予測: 0.5%)



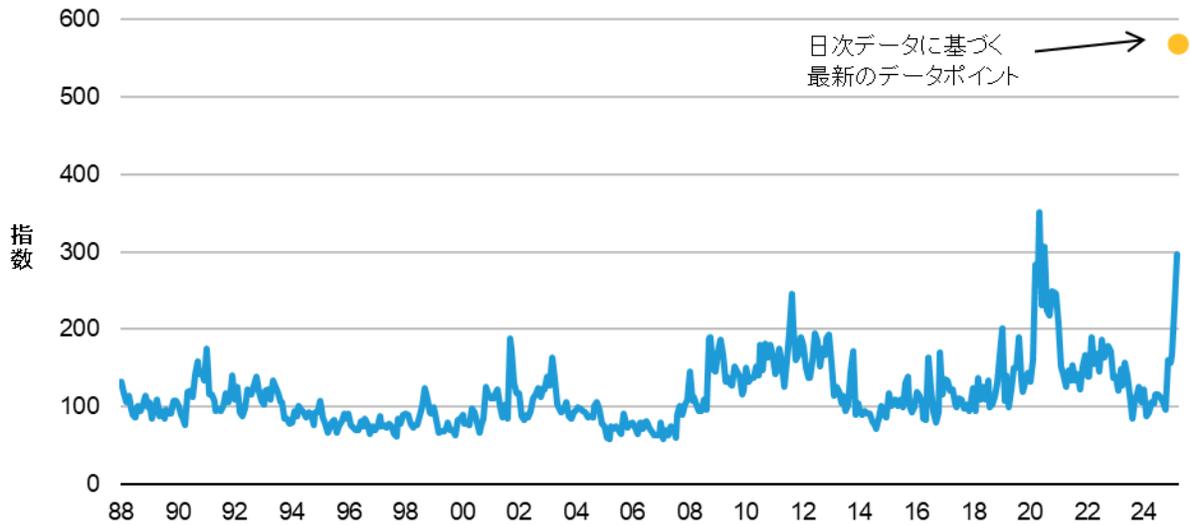
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2025年4月14日現在

出所: ブルームバーグ、FRED、LSEG データ&アナリティクス、AB

ABの利益指標にインプットされる要因のうち、最も大きな変化が見られたのは政策に関する不確実性が急激に高まったことだ(次ページの図表8)。今の状況を過去の事例と比較することは困難だが、通常なら、ベーカー・ブルーム・デイビス経済政策不確実性指数は、景気サイクルに関する不確実性が広がっている時期に短期間にわたり急上昇する傾向がある。現時点におけるリスクは、政策の不確実性が高止まりすることで、それは企業利益に悪影響を及ぼすことになる。

図表 8: 米国の経済政策不確実性指数



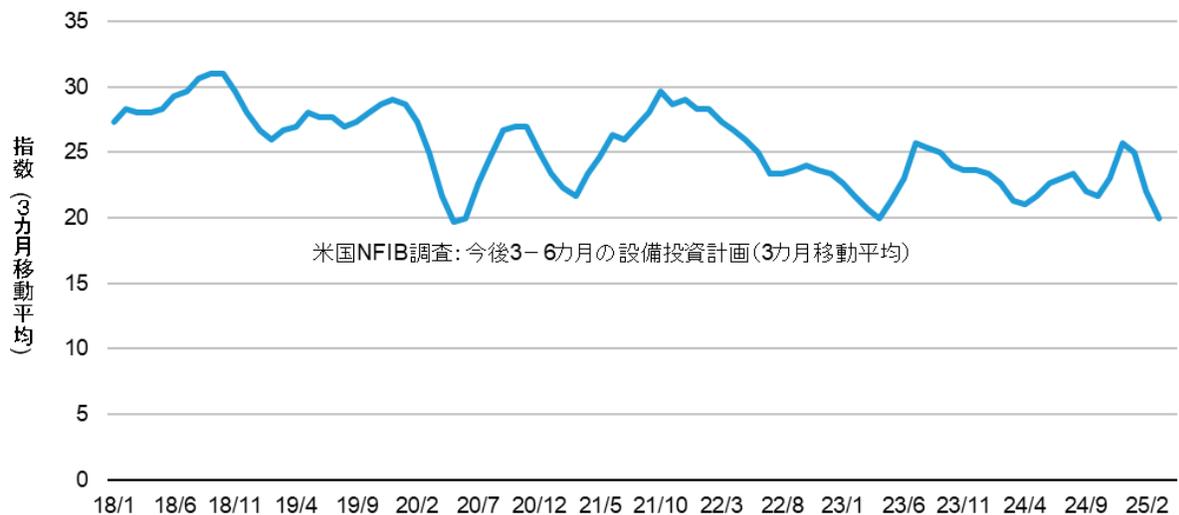
現在の分析は将来の成果等を保証するものではありません。

2025年4月8日現在

出所: LSEG データ&アナリティクス、AB

政策不確実性の高まりがもたらす影響の1つは、企業の設備投資意欲が急激に落ち込むことで、それは特に米国の小規模企業の間で顕著に見られる(図表9)。それらの企業では米大統領選後に規制緩和への期待から設備投資意欲が著しく高まったが、政策の優先課題が関税に関する問題にシフトしたことに伴い後退している。

図表 9: NFIB 小規模企業設備投資計画



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3月31日現在

出所: LSEG データ&アナリティクス、AB

トランプ政権は、規制緩和が成長を押し上げると約束(あるいは、少なくとも投資家はそう期待)していた。それに関してさらなる多くの政策が発表される可能性はまだ十分にあり、それによって少なくとも部分的には戦術的な利益見通しが改善することは間違いない。

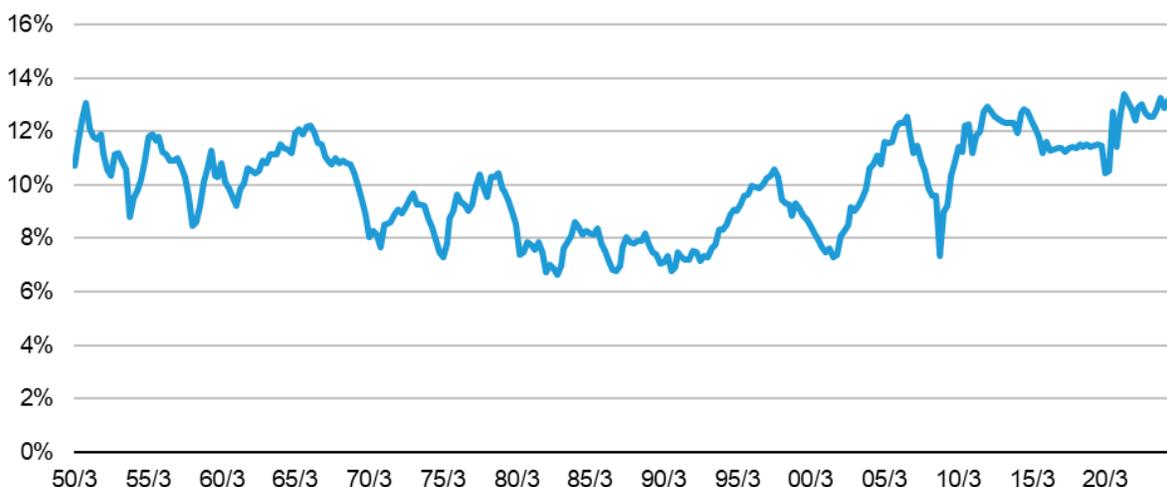
しかし、本稿の主な焦点は 12 カ月の利益見通しではなく、より長期的な展望だ。関税が成長を脅かしたり、不安定な政策発表がいつまでも続いたりすれば、それは成長にどんな影響を与えるのだろうか？米国や他の先進諸国、中国では、生産年齢人口の減少や極端な気候現象が起きるリスクにより、すでに今後 10 年間に成長が鈍化するとみられている。世界貿易の急激な縮小は、成長がさらに落ち込むリスクを生んでいる。

トランプ氏が選挙運動で約束しながら、まだ完全に実行されていない政策の 1 つは規制緩和だ。それが企業を支え、GDP の伸び鈍化を相殺する可能性はあるのだろうか？もしそうだとすれば、どれほど大幅な規制緩和が必要になるのだろうか？それを定量的に測る 1 つの方法は、GDP に占める企業利益の比率に注目することだ。米国では GDP に占める企業利益の比率は、他の国々と比較しても、米国における過去の長い歴史と比べても高い水準にある。2000 年以降はその比率が平均 11.2%だが、それ以前の 50 年間は 9.2%だった(図表 10)。この点に関するポジティブな解釈(株式保有者の視点から)は、それは米企業の活力を示す象徴であるということだ。

社会的な観点から見れば、それにはおそらく限界があると思われる。なぜなら、GDP に占める企業利益の比率が非常に高いことは、本質的に寡頭体制にほかならないからだ。AB は、こうした状況はある段階で社会的及び政治的な反発を引き起こす恐れがあると強く懸念しており、米国では左派ポピュリズムが生まれる可能性がある。ただし、これは将来のテーマであり、今のところすぐに企業のパワーが縮小する兆しはほとんど見られない。実際、AB が指摘しているように、企業は人工知能(AI)の開発をしっかりと牽引しているため、当面は利益の比率が上昇する可能性が高い。なぜなら、どんなタイプの AI を開発し、リリースするかを決めるうえで、おそらく社会的目標の達成よりも、利益の最大化が重視されるからだ。しかも、企業が成長をけん引しているという認識はイーロン・マスク氏が最近提言した、GDP の計算から政府支出を除外するという提案にも合致している(詳細については後述したい)。

規制緩和がもたらす利益率の高まりは、GDP 成長率の鈍化を相殺する可能性があるが、それは容易に達成できることではない。GDP の伸びと企業利益に関する過去の推移を比較すると、両者は景気サイクル全般にわたって強い連動性が見られる。しかしながら、規制によって利益率が変化すれば、GDP 成長率の低下を相殺できるほど、その比率が大きく押し上げられる可能性がある。GDP に占める利益の割合はすでに過去最高水準に達している(図表 10)。GDP 成長率の低下を補うためには、利益の伸びを維持できるよう、その比率をさらに引き上げる必要がある。それは未踏の領域だが、トランプ政権が非常に企業寄りの政策を取っていることを考えれば、それが実現する可能性はある。GDP に占める利益の割合には社会的な限界があり、それが一定水準を超えると国民の反発が生じると AB は考えているが、米国ではまだその限界が試されていない。

図表 10: 米国の GDP に占める企業利益の比率



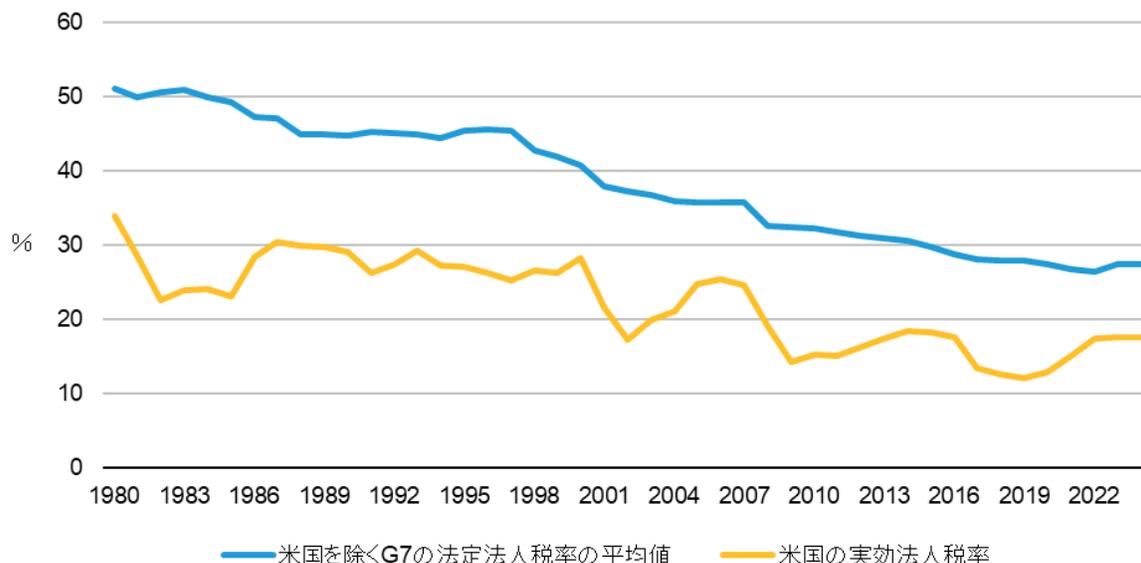
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024 年 12 月 31 日現在

出所: LSEG データ&アナリティクス、AB

米企業にとって有利だった要因の1つは実効税率で、それは過去25年間に28%から17.5%に低下している。それは、米国のテクノロジー業界にとりわけ大きな優位性をもたらしてきた。テクノロジー業界の成功にけちをつけるつもりはないが、少なくとも成功の一部は税の裁定によるものだったことを認識する必要がある。これは、米国が自らの力を活用しようとする意欲の変化を示す明確な例のように見える。トランプ政権以前には、経済協力開発機構(OECD)が提案した法人税の最低税率を定めることなど、グローバルな税制協力に関する議論があったが、今はそうした議論が影を潜めているようだ。そのため、米企業の利益に対する有利な税制は当面維持される見通しで、GDP成長率の低下を一部相殺する可能性がある。だが、欧州委員会のフォンデアライエン委員長が、米国の関税措置への対抗手段として、特に米国のサービス及びデジタル広告収入への課税を提案していることに留意する必要がある。⁶ それは、米国の実効法人税率を押し上げる圧力となる可能性がある。

図表 11: 米国の実効法人税率 VS 米国を除くG7の平均



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。

注: 米国の実効税率は税の控除前及び控除後の企業利益総額に基づいて計算

2025年4月11日現在

出所: タックス・ファウンデーション(www.taxfoundation.org)、FRED、LSEG データ&アナリティクス、AB

2025年は何度も「米国の例外主義は死んだ」という意見を耳にした。だが、ABはそれに同意しておらず、この反応は「例外主義」という表現を誤解しているものだと考えている。いかなる米国例外主義も、センチメントやサイクル、政策の動向に応じて変化する戦術的な主張として理解すべきではない。真の米国例外主義は、以下のような基盤に築かれた戦略的なものである。

1. 他の先進国や中国と比べて相対的に好ましい人口動態見通し: 米国では生産年齢人口の増加率は鈍化するが、依然としてプラスの伸びを維持できるとみられるのに対し、他の地域では減少している
2. 米国企業の構造的に高い利益率水準と、高い利益率を維持できる能力を示唆するテクノロジー業界の成功
3. 他の地域に比べて高い地理的なサプライチェーンの安定度
4. 国内市場の規模によるメリット
5. 基軸通貨としての米ドルの地位。最近の出来事でドルが基軸通貨でなくなる時期が早まる可能性があるが、米ドルの代わりとなる信頼できる通貨が存在しないため、予測可能な将来においてはその地位が維持されるとみられる

⁶ <https://www.euronews.com/my-europe/2025/04/11/von-der-leyen-ready-to-hit-tech-and-services-in-useu-trade-war>

ここ数カ月に起きた政策に起因するショックにもかかわらず、これらの構造的な要因に変わりはないため、グローバル株式ポートフォリオにおける AB の戦略的(戦略的という点を強調したい)ポジションは、引き続き米国株をオーバーウェイトとしている。

投資に関する結論

過去 1 カ月の政策発表が示唆する世界経済の変化の規模やペースを踏まえれば、投資家がどうしていいか分からなくなり、当面、様子を見るだけの人たちもいるかもしれない。だが、それは適切な選択肢とはならない。戦略的に見れば、投資家は低成長と高インフレという世界的な見通しに直面している。株式であろうが債券であろうが、リスクを取るうえで必要なプレミアムも高くならざるを得ない。もっと戦術的な観点で言えば、成長見通しは大幅に低下しており、2025 年は一株当たり利益の伸び率がマイナスになる可能性も十分にある。

これまで起きた調整と、低成長下においてインフレを上回るリターンを得る必要性を考慮すると、投資家はプラスの実質リターンを創出できそうな資産への投資を継続しなくてはならない。それでも、ボラティリティはかなり高い水準が続きそうだ。ボラティリティはこれまで長期間にわたり異例なほど低水準にあったが、そうした状況は幕を閉じたため、戦術的にはポートフォリオの一部にディフェンシブな取引を取り入れる必要性が高まっている。しかし、市場がこれほど混乱している中で、具体的にどんな取引がディフェンシブと言えるのだろうか？

最大の疑問は、米国国債と米ドルが全般的に持つディフェンシブな資産としての役割だ。米国々債は関税を巡る紛争の初期段階では底堅い動きを示したが、関税戦争が激化するのに伴いパフォーマンスが悪化し、4 月 4 日以降は利回りが上昇してきた。米国国債利回りと米ドルの相関関係(DXY 指数で測定)は、突如として崩壊した。

図表 12: ストレスの兆候: 米ドルが下落する一方で利回りは上昇している



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。

2025 年 4 月 11 日現在

出所: LSEG データ&アナリティクス、AB

グローバル投資家は米ドル建て資産のヘッジ比率を高めるべきだと AB は考えている。米国以外の投資家にとって、米ドルを保有するリスクは高まっている。トランプ氏が大統領選挙前に表明した政策方針が米ドルにとってポジティブなのかネガティブなのか、常に不明確だった。関税は米ドルを押し上げる要因となるが、成長見通しの低下は逆の方向に作用する。さらに、本稿で指摘するように、トランプ政権は米ドルの下落を歓迎していると考えられるべき理由がある。トランプ政権の政策策定における優先順位の変化と、それが明らかに強引に実行される可能性を踏まえれば、米ドル以外で投資する投資家は米ドルについて異なる視点で考えるべきだと思われる。

米国以外の投資家は、米国の政府債に関する他のリスクにも直面している。より大きなタームプレミアムが価格に織り込まれる結果、イールドカーブがスティープ化するとみられるからだ。

ABは推奨する資産配分において、戦略的にしばらくデュレーションをアンダーウェイトとしてきたほか、政府債がリスク軽減と分散化という歴史的な役割を果たせるかどうか疑問視してきた。そのため、投資家はポートフォリオを構築する上でより広範なアプローチを取り入れ、分散化を実現する必要がある。それには、流動性の乏しい資産やファクター戦略、アクティブ戦略を活用することが例として挙げられる。

投資家が政府債のリスクについて検討する際は、特に投資適格の債券の保有比率を引き上げることが1つの選択肢となる可能性がある。投資適格の債券及びクレジット全般を否定的に見る向きは、今の状況が始まった時点でスプレッドが非常にタイトな水準にあったことや、成長の悪化がスプレッドの拡大を招く可能性があることを指摘している。だが、それらが政府債に代わる役割を果たす場合には、相対価値に基づくスプレッド取引に用いられるわけではないため、それはさほど懸念すべき要因とはならない。ABは、政府債に対するスプレッドが小さいにもかかわらず、全体的な利回りが魅力的だという理由で投資家が前向きな姿勢でクレジットを購入していることを、常に不思議だと感じていた。景気サイクルによってスプレッドが拡大するリスクは依然として存在する。しかし、特に地政学的視点から見た場合、また米国政府資産を特に懸念している投資家にとっては、重要なのはクレジットの利回りで、スプレッドはそれほど重要ではない。

実際、新たな地政学的環境は、スプレッドとリスク・プレミアムに関する従来の分析手法を根本から揺るがしている。図表13に示すように、過去10年間は米国の投資適格社債指数は、残存期間が同じ政府債券に比べリスク調整後リターンがはるかに高く、特に過去2年間はその傾向が顕著だった。従来は、クレジットはデフォルト・リスクを補うために政府債に対するスプレッドが必要で、株式は資本構造が低成長リスクにさらされているため、さらに大きなスプレッドやリスク・プレミアムが必要だとするという考え方が主流だった。しかし、その考え方は今も通用するのだろうか？ABは、ソブリン・リスク、クレジット・リスク、株式リスクが互いに積み重なるリスクであるという従来の考え方に同意していない。これらは単に異なる種類のリスクにすぎない。別の言い方をすれば、リスクフリー金利などというものは存在しない。

図表 13: 米国の投資適格債のリターンとボラティリティ VS. デュレーションが同等の米国政府債 VS. 世界の政府債: 過去2年及び過去10年のデータ

	過去2年		
	米国投資適格社債 7-10年指数	米国10年国債 指数	ブルームバーグ・グローバル 総合国債指数
リターン	6.11	1.38	1.17
リスク	6.02	8.22	8.00
リターン/リスク	1.01	0.17	0.15
過去10年			
リターン	2.79	0.71	-0.13
リスク	5.71	7.20	6.99
リターン/リスク	0.49	0.10	-0.02

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。

2025年4月2日現在

出所:ブルームバーグ、AB

次ページの図表14では、ディフェンシブと考えられる幅広いリターン源泉について、最近のパフォーマンスを示している。これらはリスクの水準が大きく異なるため、必ずしもリターンの大きさを直接比較することはできない。しかし、一部はうまく機能し、一部は機能しなかったことは明らかだ。株式のクオリティ・ファクターは十分に機能しなかったのに対し、低ボラティリティ・ファクターは全般的に高い有効性を示した。これにはバリュエーションがある程度反映されており、クオリティ・ファクターは今の状況になる前にバリュエーションが通常よりも高い水準にあった(次ページの図表15)一方で、低ボラティリティ・ファクターは割高ではなかった。総利回りよりもスプレッドに基づけば、投資適格債も今の状況になる前のバリュエーションが割高だった。そのため、クロスアセットの観点から見れば、クオリティ・ファクターはディフェンシブな特性が低いと言うことができる。

図表 14: 1 月末以降、「クオリティ」はディフェンシブでなくなっている

	資産	2025年1月31日以後のパフォーマンス
クオリティ株式	MSCIワールド・クオリティ (レラティブ)	-0.46
	ワールドROE (L/S)	-1.85
	ワールドROE (SN) (L/S)	-3.8
低ボラティリティ株式	ワールド低ボラティリティ (SN) (L/S)	14.61
	MSCIワールド・ミニマム・ボラティリティ (レラティブ)	13.21
	ワールド低ボラティリティ (L/S)	12.66
高FCF株式	ワールドFCFイールド (L/S)	12.89
	ワールドFCFイールド (SN) (L/S)	9.56
その他資産	金	6.87
	円・米ドル	6.73
	グローバル社債総合	1.16
	グローバル総合	2.16
	iShares短期TIPS	2.17
	iShares短期米国政府債券	0.76

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。

リターンは米ドル建てのトータル・リターン・ベースで計算。MSCI ワールド・クオリティ及びミニマム・ボラティリティ・ファクターは時価総額加重型のファクターで、パフォーマンスは MSCI ワールド指数との比較で測定されています。他のクオリティ、低ボラティリティ、高フリーキャッシュフロー (FCF) 利回りファクターは、MSCI を一定のファクター(「複合」スタイルについてはファクターの混合)に基づき 5 分位に分割し、それぞれの上位 5 分の 1 と下位の 5 分の 1 に属する株式で構成されるロング・ショート(L/S)ポートフォリオを形成することによって構築されます。これらのポートフォリオの組み入れ銘柄は均等加重され、ポートフォリオは四半期ごとにリバランスされます。セクターニュートラル (SN) ファクターは、ファクター・ポートフォリオにおいてそれぞれのセクターの割合が等しくなる方法で構築されます。

ROE: 株主資本利益率

2025 年 4 月 8 日現在

出所: ブルームバーグ、ファクトセット、LSEG データ&アナリティクス、MSCI、AB

図表 15: ディフェンシブとなり得るファクターのバリュエーション(歴史的な水準と比較した Z スコアのバリュエーション)

	資産	Zスコア (2005年以降)
クオリティ株式	ワールドROE (SN) (L/S)	1.54
	ワールドROE (L/S)	1.31
	MSCIワールド・クオリティ (レラティブ)	0.8
低ボラティリティ株式	ワールド低ボラティリティ (SN) (L/S)	-0.77
	ワールド低ボラティリティ (L/S)	-0.25
	MSCIワールド・ミニマム・ボラティリティ (レラティブ)	-1.02
高FCF株式	ワールドFCFイールド (SN) (L/S)	-0.36
	ワールドFCFイールド (L/S)	-0.6
その他資産	グローバル社債総合 (OAS)	0.32
	グローバル総合YTM	-0.98
	米国TIPS (5年)	-0.89
	米国3カ月物預金金利	-1.18

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。

注: 値が小さい(またはマイナス幅が大きい)ほど、歴史的な平均に対するディスカウント幅が大きいことを示します。MSCI ワールド・クオリティ及びミニマム・ボラティリティ・ファクターは時価総額加重型のファクターで、それらのバリュエーションは MSCI ワールド指数と比較した相対的な 12 カ月先の予想株価収益率(PE)で測定されます。他のクオリティ、低ボラティリティ、高フリーキャッシュフロー (FCF) 利回りファクターは、MSCI を一定のファクター(「複合」スタイルについてはファクターの混合)に基づき 5 分位に分割し、それぞれの上位 5 分の 1 と下位の 5 分の 1 に属する株式で構成されるロング・ショート(L/S)ポートフォリオを形成することによって構築されます。ファクターのバリュエーションは、ロング・ショート・ポートフォリオの 12 カ月先予想 PER の中間値として計算されます。グローバル総合指数、米国の TIPS、米国の 3 カ月物預金金利については、満期利回りでバリュエーションが測定されます。グローバル社債総合指数については、オプション調整後スプレッド(OAS)でバリュエーションが測定されます。セクターニュートラル (SN) ファクターは、ファクター・ポートフォリオにおいてそれぞれのセクターの割合が等しくなる方法で構築されます。

ROE: 株主資本利益率

2025 年 4 月 8 日現在

出所: ブルームバーグ、ファクトセット、LSEG データ&アナリティクス、MSCI、AB

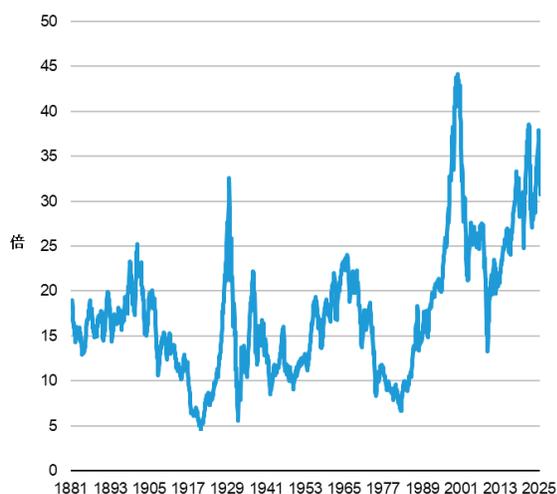
AB は、当面は金や非法定通貨といったゼロ・デレション資産へのアロケーションをオーバーウェイトとすべきだと主張してきた。金は今の環境下で非常に力強いパフォーマンスを示してきた。AB は、高リスクの実物資産をオーバーウェイトとしている一般的なポートフォリオ配分において、金に対する強気の見方を維持している。一部の投資家は、リターン目標を設定できないこと(それはもっともな懸念だ)や、最近の上昇幅の大きさについて懸念している。そのことは金が「割高」だという印象を与えるかもしれないが、むしろ、それは大半の資産クラスのバリュエーションが適正な水準にあることを物語っていると AB は考えている。現在の債券利回りやシラーPE の水準を踏まえれば、金は今後 5 年にわたり 60:40 ポートフォリオと同水準のパフォーマンスを示す傾向があり、金がパフォーマンスの足かせになるとは考えていない。金には明らかにポジティブな要因がいくつかある。それらは、1) インフレ率が高水準にあっても株式との相関関係がゼロを維持している、2) 中央銀行の需要は今後も旺盛に推移する見込みで、それがどれだけ長続きするか予測することはできないが、米ドル離れが進む中で金の追い風になるとみられる、3) すべての G7 諸国で債務の対 GDP 比率が極めて高い水準にあり、インフレや金と比較した価値の引き下げが魅力的な政策となっている、などである。

株式の戦術的な見通しは、控えめに言っても極めて複雑だ。かなり不安定な政策は、短期的に利益成長の鈍化リスクを生み出しており、今後は利益見通しがさらに引き下げられる可能性が高い。それは関税の直接的な影響によるものかもしれないし、政策の急激な変化が長期的な投資に関する意思決定を妨げるためかもしれない。これまでは、大統領選後に規制緩和が成長を

促進すると期待されていた。それはまだ実現する可能性があるものの、今のところ失望を招いている。成長の鈍化ペースが利益の減少を招くほど大きくなるリスクは確かにあるが、まだ確実に上がったわけではない。関税の発動が延期されたことは、いわゆる「トランプ・プット」が存在することを示すサインかもしれない。それでも、トランプ政権は関税の延期は一時的な措置にすぎないと表明している。コロナ禍や世界金融危機の教訓は、いずれ当局が介入する可能性があることを物語っているが、現在の環境においてその可能性はあるのだろうか？ ある時点になれば、追加関税は意味をなさなくなる。なぜなら、関税の対象となる国同士の貿易がゼロになるからだ。もしその2カ国が米国と中国だとすれば、そうした事態は現在のバリュエーションに織り込まれていないと思われる。

戦略的に見れば、投資環境がかなり好ましくないにもかかわらず、株式をオーバーウェイトとすべき理由は依然として存在しており、その理由を明確にする必要がある。それは楽観的な見通しによるものではない。世界の成長は低下し、ボラティリティは高まると予想される。最近の混乱で株式のバリュエーションが低下したにもかかわらず、世界的な株式のバリュエーションは歴史的な水準よりも依然として高い水準にある(図表 16 及び 17)。AB は、バリュエーションが完全に平均回帰する必要はないと考えているが、バリュエーションの低下は、リターンが過去数十年よりも低くはならないと予測する十分な理由にはならない。むしろ、株式をオーバーウェイトとする理由は、投資家にとってそれが何としても必要だからだ。実質リターンが必要だとすれば、世界の株式市場は最大の実物資産である。

図表 16: 米国の景気循環調整後シラー株価収益率 (P/E)

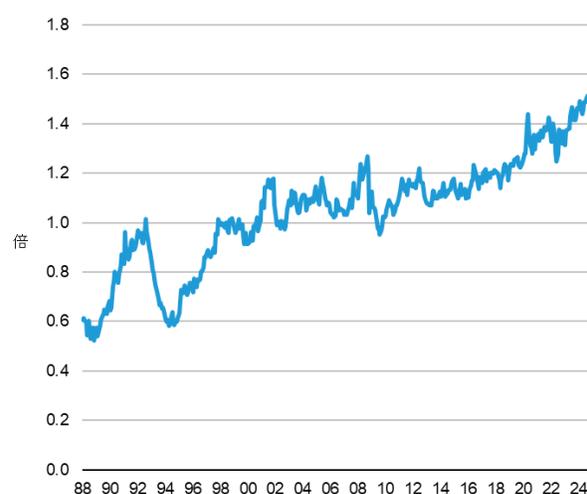


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2025年4月5日現在

出所: ロバート・シラー氏のデータベース、AB

図表 17: 米国と EAFE の 12 カ月先の予想株価収益率 (P/E)



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。

2025年4月10日現在

出所: ファクトセット、AB

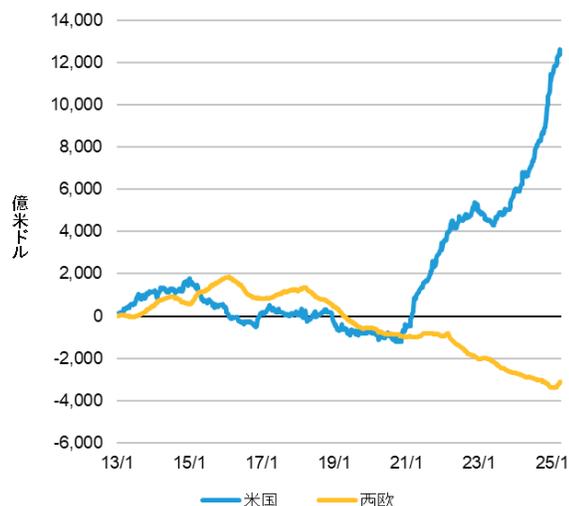
何がバリュエーションの均衡水準を形成するかについては、著しい不透明感がある。現時点で資本市場の予測を立てるには、直近バイアスを排除することなどが必要になる。1980年以降の高成長及び低インフレ環境という直近バイアスは、明らかに幕を閉じたと思われる。それを「プライシング」しようとする試みは可能で、ABも資本市場予測でそれを試みている。しかし、米国主導で世界秩序を形成してきた過去80年の「直近」バイアスを排除することによる影響を、どう計算すればいいのだろうか？

株式アロケーションに関しては、米国への集中という問題もある。戦術的には、米国株式からの資金流出や他の地域への資金流入が続き、他の地域よりも米国が過度に選好されるという異例なほどの偏重は少なくともある程度解消されると予想される(次ページの図表 18)。もっとも、それは他の地域の見通しをより楽観的とする理由とはならない。ドイツの財政政策の転換は確かに大きな意味を持つが、関税による打撃も予想される。しかし、年初における株式市場の顕著な特徴は、他の地域よりも米国を選好するというコンセンサスが著しく強かったことだ(はっきりさせておくと、ABもそれに同意していた)。

ABが2025年1月にニューヨークで開催した最高投資責任者(CIO)フォーラムでは、米国を選好し、欧州を避けることで見解が一致していた。より定量的に見ると、この見方は、過去12カ月間に米国株式に6,000億米ドルという前例のない多額の資金が流入した一方で、欧州株式から600億米ドルが流出したことに表れている。米ドル建てでみると、これほど大規模な資金フローの格差は過去に例がない。したがって、何らかの外的ショック(今回の場合は政策変更)によってコンセンサスが覆された場合、

値動きが激しくなる可能性がある。今のところ、過去2カ月に起きた相対的な資金フローの反転をチャート上で確認するには拡大鏡が必要なほど、小さな変化にとどまっている。この期間には欧州に270億米ドルが流入した一方で、米国にも540億米ドルが流入した。そのため、コンセンサスとなっていたポジションの再調整はさらに進む可能性がある。さらに、米国以外の投資家が米国株式市場に対してよりネガティブな姿勢に転じ始めた兆候も現れており、最近の米国株式市場は米国に拠点を置く投資家の買いで支えられている(図表19)。

図表 18: 米国と欧州の株式ファンドの累積資金フロー



図表 19: 米国と米国以外の投資家による米国株の購入姿勢が分かれている



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。

2025年4月2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。

2025年4月2日現在

出所: EPFR、AB

過去12カ月にわたる米国への資金流入と他の地域からの資金流出の規模を考慮すると、短期的には、米国株のアンダーパフォーマンスが続く可能性は十分にある(図表18)。だが戦略的に見れば、前述したように、米国例外主義を支える要因は依然として存在すると思われる。確かに、今は以前ほど明確ではなくなっているが、人口動態、国内市場の規模、エネルギー供給の動向は、米国を他の主要市場と差別化する要因となっている。しかも、過去のリサーチで指摘したように⁷、米国では個別企業レベルで利益を維持する能力が高く、それはバリュエーションを正当化する大きな要因となる。

結論

これらを総合的に勘案すると、最近の政策発表は、低成長と高いボラティリティを主な特徴とする新たな投資環境への移行を急速に加速させている。本質的に、これは新たな地政学的・経済的秩序が形成されていることを意味している。この過程において、特に米国に対する信頼感が破壊されており、その結果、グローバルな投資家による米国資産の購入意欲が試されている。

しかしながら、成長率が低下し、長期的な均衡インフレ率が上昇する環境においては、投資家にとってリスクの低いポートフォリオに逃げ込むことは選択肢とならない。プラスの実質リターンにつながる戦略的なアロケーションが必要となる。それでも、どんな資産が分散投資の対象となるかについては、しっかり定まらない状態が続きそうだ。

⁷ 詳細についてはこちらをご参照ください: <https://www.alliancebernstein.com/americas/en/institutions/insights/investment-insights/productivity-democracy-power-and-truth-the-influence-of-ai-on-markets-and-investing.html>

当資料は、2025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