



ALLIANCEBERNSTEIN®

不安定化する世界： 債務、インフレ、そして AIが投資に与える影響

市場、戦略的資産配分、資産運用業界の
将来に関する考察

2025年

イニゴ・フレーザー・ジェンキンス

アラ・ハームズワース

ロベルタス・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

エグゼクティブ・サマリー

序章

本稿では、中長期的な投資に関する考え方を提示したい。全体の内容を2つのパートに分け、パート1では「課題」、パート2では「対応策」について論じる。パート1では、投資家が直接または間接的に直面する主な戦略的課題について取り上げた。戦略的課題は、過去数十年にわたり金融資産の力強い実質リターンを牽引してきた構造的な追い風が一巡したか、あるいは反転する可能性があることだ。その例としては、脱グローバル化、高水準の公的債務、人口動態の変化などが挙げられる。トランプ政権下における米国の急激な政策転換は、新たな体制への移行を加速させ、米国主導の戦後秩序に幕を閉じる新たな地政学的現実を生み出している。気候変動が成長に与える長期的な影響がはっきりしないことも、さらなる不確実性をもたらしている。人工知能（AI）がこれらの要因の一部を相殺すると期待されているが、それがどの程度大きな効果をもたらすかは不明確だ。

パート2では、これらの課題に対応するために投資家ができることや、実施すべきことに焦点を当てている。それは、リスクを分けて、それらに配分する適切な方法は何であるかということだ。予想される実質リターンが（依然としてプラスではあるが）低下し、分散投資の余地が少なくなれば、実質リターンを得る必要がある投資家は、より多くのリスクを取る必要が生じる。これは、すべての資産クラスが割高に評価されており、見通しが不透明な市場環境においては、無神経な発言のように聞こえるかもしれない。しかし、アライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）はより悪い結果（購買力の喪失）を回避するためにはリスクを取る行動が重要だと考えている。全体として、現在の投資環境は実物資産への配分を増やし、パッシブ投資よりもアクティブ投資の役割を拡大する必要があることを物語っている。

今はまさに地政学的な秩序が著しい変化を遂げている時である。地政学的なリスクを市場が適切に評価することは難しいため、リターンを予測する上で地政学的リスクを重視するのはおそらく間違っている。それでも、地政学的要因は著しい不透明感をさらに高めており、AIや気候変動と並んで、将来のシナリオを考える際に、はるかに広範なシナリオについて検討する必要性を生み出している。また、さまざまな種類の親近性バイアスが存在し、投資家を混乱させている。本稿の多くは、実質リターンが高水準だった1980年代以降の親近性バイアスと関わりがあるが、一方で過去80年にわたる米国主導の戦後秩序に対する親近性バイアスも存在しており、それを短時間で紐解いて値付けするのは極めて難しい。

過去40年間はおそらく、金融資産の実質リターンにとって、これまでで最善の環境が持続した時期だったが、それが将来について何らかの弱気シグナルとなっているわけではない。ABは、主要な資産クラス全般にわたってプラスの実質リターンを維持できる可能性が高いと考えている。しかし、その実質リターンが大幅に減少するというABの予測は、資産配分を変える必要があることを示している。高い実質リターンが得られた過去数十年の間に、世界的に重要な変化が起き、年金に関するリスクを取る責任が個人にシフトした。金融業界の主な社会的役割の1つが年金を確保することだとすれば、高い実質リターンを得られた時代が終わったことは、特に年金プランの資産配分について何らかの対応が必要であることを示している。長寿化とインフレ率の上昇は、この問題をさらに深刻化させている。そのため、本稿では年金設計に関する問題に焦点を当てている。

インフレ率が過去数十年の水準を上回るという見方は広く受け入れられているが、投資家の間では、その見方を資産配分に反映させるのをためらう雰囲気がある。そのため、本稿のテーマから導かれる「行動の呼びかけ」は、ポートフォリオの配分や設計を変えることである。その具体的な成果は、それぞれの投資家やその信念、時間軸、投資目標によって異なる。それでも、このシフトはだまかに次のようにまとめることができる。

- ・ 実物資産（上場株式、実物資産、インフレ連動債を含む）へのエクスポージャーを拡大する
- ・ プライベート資産（プライベート・デット、インフラストラクチャー、天然資源を含むが、おそらくプライベート・エクイティは除く）へのエクスポージャーを拡大する
- ・ パッシブな資産クラスのベータが生み出す実質リターンが低く、分散効果が低い場合には、すべての資産クラスにおいてアクティブなリターンへのエクスポージャーを引き上げる
- ・ 金や暗号資産など非法定のゼロ・デュレーション資産へのエクスポージャーを拡大する
- ・ 年金運用におけるグライドパス戦略に基づけば、リスク資産への投資を長期にわたり継続し、理想的には退職後も投資を続ける

「ポスト・グローバルの世界における仮説」と題する前回のレポートの[エグゼクティブ・サマリー](#)では、投資家が新たな投資環境に直面していることを説明した。本稿では、その新たな環境についてアップデートし、特に公的債務、インフレ、AIといった具体的な分野に焦点を当てたい。また、異なる問題から生じる影響についても検証している。それは、エネルギー転換が業界の多くが想定しているよりもはるかに長くかかると思われることだ。

これは本質的にパラダイムの変化と言える。トーマス・クーン氏の著書「科学革命の構造」¹では、パラダイムは人々に共通の言語を提供すると説いている。ABのリサーチは、その共通言語を表現しようとする試みを目的の一つとしている。十分な時間を経てから振り返れば、パラダイムの変化は明白に見えるかもしれない。だが現実には、変化が進行している間

は、それが明白になることはほとんどない。新たなパラダイムを取り入れる論理的に「正しい」タイミングを決定する具体的な方法はない。² 新たな投資環境が始まったと宣言するのは、結局のところ無謀な行為で、投資家にとって長期的には有害な結果をもたらすことになりかねない。

本稿は今後数年ではなく中・長期的な視点に焦点を当てており、目先の政策決定については詳しく分析していない。それでも、第2次トランプ政権によって、新たな投資環境が到来したという見方が急速に広まっている。米国主導の戦後秩序の崩壊といった新たな環境が金融市場全体にどんな影響を与えるかを評価するには、かなり長い時間がかかりそうだ。しかし、関税や厳格な移民政策による「跳ね橋を上げる」アプローチは、新たな環境が始まる時期を早めることになりそうだ。これはもはや緩やかに移行する構造的要因に関する議論ではなく、より切迫した問題となっている。関税自体は、エコノミストらが正しく指摘するように、インフレそのものではなく一時的な価格上昇をもたらすに過ぎない。しかし、それに続くサプライチェーンの再編は長期的なコストを押し上げる可能性がある。厳格な移民政策はインフレ率の循環的な上昇につながる可能性がある一方で、本稿で指摘するように、多くの国における労働力の減少という構造的な人口動態の変化が起きることを示唆している。

1 THOMAS KUHN 著「THE STRUCTURE OF SCIENTIFIC REVOLUTIONS」シカゴ大学プレス (1962年)

2 JOHN WORRALL 著「[SCIENTIFIC REVOLUTIONS AND SCIENTIFIC RATIONALITY: THE CASE OF THE 'ELDERLY HOLDOUT'](#)」
(1990年)

今日の投資家にとって、それはインフレと成長の問題に帰着する。短期的にさまざまな変化が起きているにもかかわらず、過去30年間にわたる中央銀行主導の正統性は依然として有効であり、先進国のインフレ率が引き続き2%近辺で推移すると考える人はいるだろうか、それとも、インフレ率が高くなり水準で新たな均衡点を見出すことを示唆するさまざまな要因は存在しているのだろうか？また、今後10年間の成長率が、1980年代以降にたどってきた平均的に健全なペースを維持すると考えるべきだろうか、それとも、それは長期的に見れば特殊な時期で、そうした状況が繰り返されることは考えにくいと判断すべきなのだろうか？本稿では、これら双方の問いについて、後者の見方が妥当だと論じている。

経済的・金融的な変数の枠組みだけを通じてこの問題を議論するのは近視眼的だと思われる。新たな投資環境に関する根拠の多くは、社会的・政治的な選択に左右される。例えば、労働の未来はインフレに関する議論の核心を成す問題だ。生産年齢人口の減少、移民制限、介護分野に他の業界から労働力を移動させる必要性は、労働と資本の交渉力が明確に変化したことを意味するのだろうか？それとも、AIを主な原因とする非組合員労働者の消滅が、さまざまな業界における資本の力をさらに強化するのだろうか？AIの時代における民主主義と地政学の未来はどんなものになるのだろうか？米国が同盟国との防衛協定から手を引くことで、安全保障に関する環境はどう変化するのだろうか？

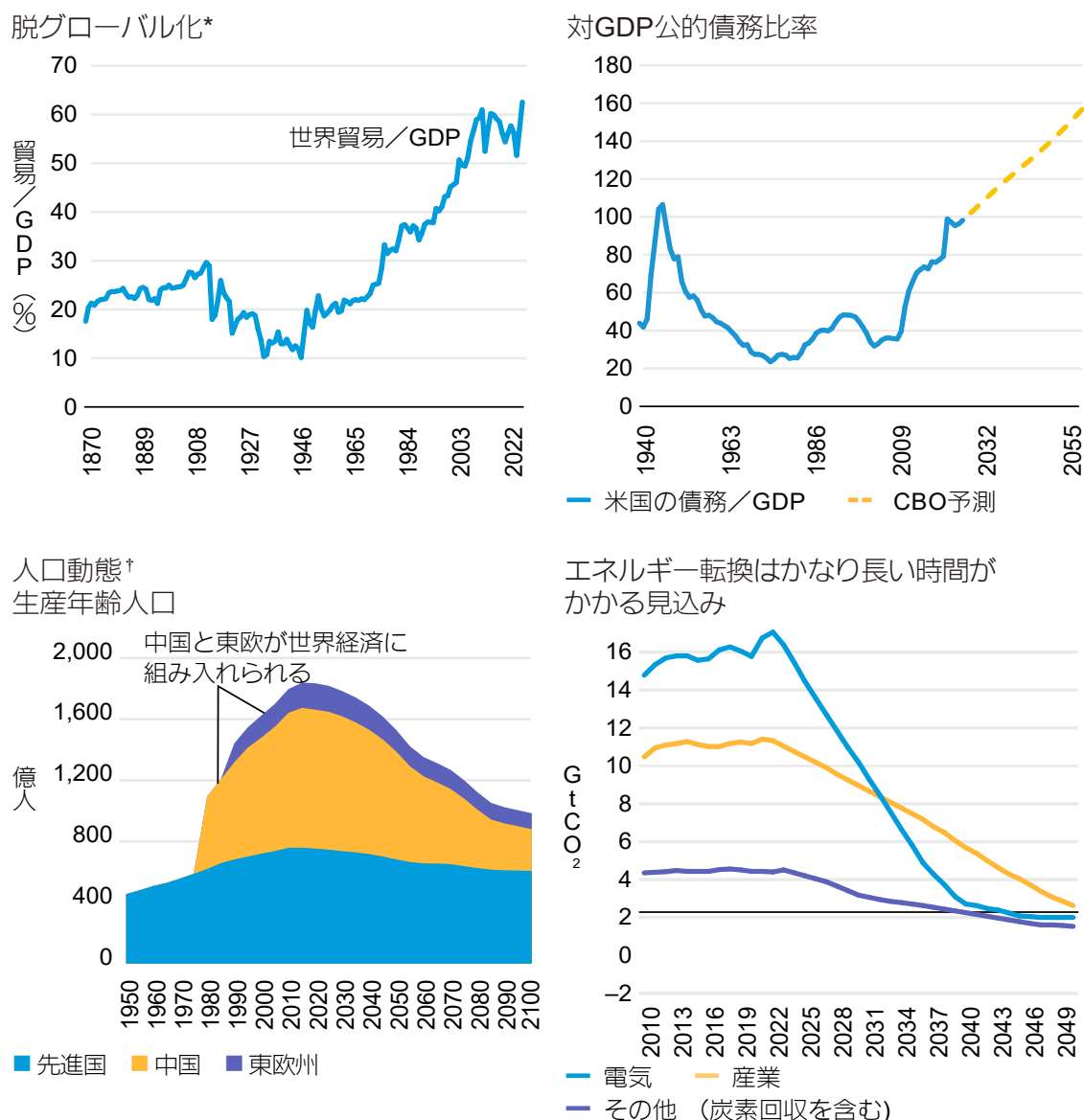
実際のところ、巨大企業による半独占的なテクノロジー・プラットフォームの台頭、経済的競争がどれほど活発であるかに関する疑問、歴史的な高水準にある政府債務、資本調達が開市場以外で行われる傾向、米ドルの役割に対する挑戦、そしてトクン時代における「お金」の意味についての課題などを考慮すると、資本主義の性質そのものが変化したのかどうかについて問わなくてはならない。

パート1: 課題

パート1では、いくつかの主なマクロ要因に焦点を当てたい。ABの見方では、それは長期的なインフレ率を上昇させ、成長率を押し下げるリスクがある。これらの要因には、明らかにインフレ要因になるとみられるグローバル化の後退、成長率を押し下げる一方でインフレ率を押し上げる可能性がある人口構造の変化、政府債務、そしてエネルギー転換が現在の予想よりはるかに長くかかる可能性が高いという見方が含まれる（次ページの図表1）。また、AIがこれらの問題をどの程度相殺できるか、特に幅広い分野で生産性を押し上げる効果についても、まだ疑問が残っている。

さらに、市場構造の役割についても触れたい。特に市場における高い集中度（前例がないわけではないが）、ポートフォリオの流動性低下と非株式化がもたらす影響、株式市場の構造的な縮小などが挙げられる。

図表1: メガフォースは新たな投資環境の到来を示唆



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。

*貿易は、GDPに占める割合として測定された財とサービスの輸出及び輸入の合計。†色付けされた部分は、それぞれの地域における20～65歳の人口の規模を表しています。右上図は議会予算局（CBO）の予測で、CBOが2025年3月に発表した報告書「長期予算見通し：2025～2055年」を補足するデータを表しています。右下図は、2050年までに炭素排出量ネットゼロを実現するために必要な排出量の変化を示しています。左上図と右上図は2021年12月31日現在、左下図と右下図は2024年12月4日現在 | 出所: LSEGデータ & アナリティクス、OUR WORLD IN DATA、国連人口部、世界銀行、AB

ABはこれらの課題を、それぞれ無関係な個別の課題だとはみなしていない。むしろ、さまざまな経路を通じて相互作用を生み出し、戦略的展望を形作る要因になると考えている。

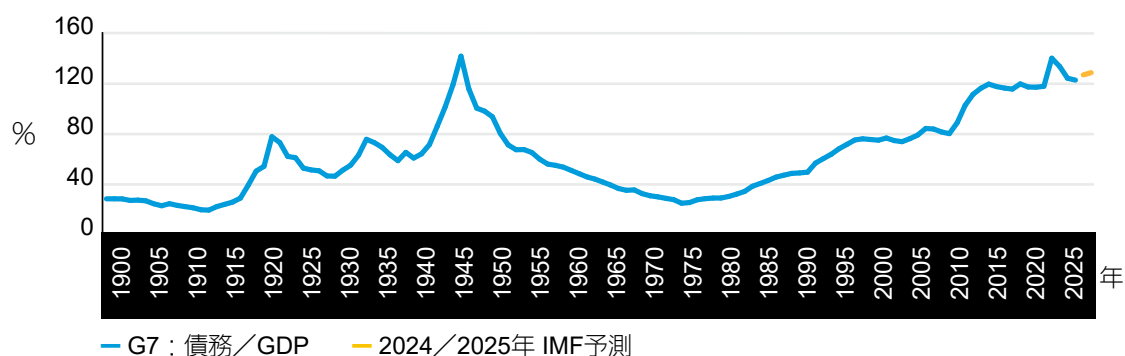
新たな投資環境に何よりも大きな影響を及ぼす要因は均衡インフレ率の上昇で、第1章ではそれについて検証したい。

公的債務

国内総生産（GDP）に対する公的債務の比率は第二次世界大戦終了時と同水準に達している。最近の投資家とのミーティングでは、これに関する議論は主に米国が焦点となっていたが、この問題はG7各国にも当てはまる（図表2）。過去数世紀において、先進国の債務がこれほど高い水準に達したのは、国家の存続が脅かされかねない紛争が起きた時しかなかった。

今回、債務がこれほど大きく積み上がった理由は、消費者の満足感を維持するためだ。公的債務は過去数十年にわたり増加してきたが、その規模は金利の長期的なトレンド変化と相まって、政府支出に占める債務返済コストの比率を数十年にわたり押し上げていく見通しだ。米国では、債務の返済コスト（2024年は8,820億米ドル）が国防予算（2024年は8,740億米ドル）を上回っており、この比率は懸念を抱かすにはいられない。歴史家のニール・ファーガソン氏は、ハプスブルク家、旧体制下のフランス、オスマン帝国、大英帝国が経験した不幸な例を挙げ、「国防費よりも債務返済に振り向ける支出が多い大国は、その偉大さを長く維持することはできない」と指摘している。³これは、GDPと比較した債務の全体的な水準よりも厳しい制約要因となる可能性があり、米国の政策転換を見守る上で有効な視点となるかもしれない。

図表2：G7諸国の対GDP債務比率（GDP加重平均値）



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G7諸国の対GDP政府債務比率について、米ドル建ての名目GDPで加重平均した値を示しています。1900～2023年はグローバル・フィナンシャル・データ、2024／2025年の予測は国際通貨基金（IMF）のデータを使用しています。

2024年11月18日まで | 出所：グローバル・ファイナンス・データ、IMF、AB

3 ニール・ファーガソン著, [FERGUSON'S LAW: DEBT SERVICE, MILITARY SPENDING, AND THE FISCAL LIMITS OF POWER](#), フーバー研究所、歴史ワーキングペーパー202502（2025年2月21日）

第1章の「高インフレの未来と実物資産の必要性」では、債務増大に対する政治的に最も容易な解決策は、インフレ率を若干高めに維持することかもしれないと論じている。

この点については、第6章の「トークン、権力、非雇用、価値低下：トークンへの戦略的配分」で再び取り上げ、この債務ダイナミクスが通貨の将来にどんな意味を持つかについて考察している。地政学的な観点から見れば、これは米国国債が安全資産としてどの程度まで機能するかという問題と密接に結びついている。2025年にたびたび政策が変更されたことは、米国に対する信頼感に深刻な打撃を与え、財政の持続可能性に関する議論を急ぐ必要があることを物語っている。

人口動態と脱グローバル化

この問題に関するもう1つの極めて大きな要因は人口動態で、特に先進国と中国における生産年齢人口の減少が重要な意味を持つ。これらの国々において労働者の減少で起きるとみられる最も明白な影響は、他の条件が同じ場合、将来の成長率が低下する可能性があることだ。それは、生産性が一定水準で推移することを前提としている。AIに対する期待は、おそらく労働力の減少を補うことができることにある。議論の余地があるかもしれないが、ABは人口動態がインフレ率を押し上げる要因にもなるとみている。もっとも、1990年代以降の日本の高齢化はデフレにつながったのではないだろうか？第1章では、年齢層の相対的な規模の変化がインフレ見通しに与える影響について、さまざまな角度から分析している。介護コストの増加は、高齢層による支出増につながる可能性がある。介護は自動化がとりわけ困難な分野であるため、それは他の産業から介護分野に労働力をシフトさせる要因となりそう。その結果、他の業界における労働力の獲得競争がさらに激しくなるだろう。ある意味で、人口構造の変化と脱グローバル化は表裏一体である。中国や欧州における生産年齢人口の減少や、米国における生産年齢人口の伸び鈍化は、グローバル化に伴って生産年齢人口が増加した分を、かなり減殺することになる。関税や移民に関するルール変更による世界の労働力のさらなる分断は、この傾向に拍車をかける要因となりそう。

動きが(かなり)鈍いエネルギー転換

インフレと成長の見通しを変える可能性のある非常に異なる要因はエネルギー転換で、その問題は第2章の「エネルギー転換は実現可能か？もし実現しなければ、資産配分にどんな影響が生じるか？」で取り上げている。ABでは、エネルギー転換は金融業界が現在想定しているよりも、はるかに長い時間がかかると考えている。2050年までに炭素排出量ネットゼロを達成できるほど行動を大きく変えることは、政治的・社会的に極めて困難であることが明らかになるだろう。しかも、最も貧しい人々の生活水準を引き上げるためには、新興国における電力需要の増加を認めざるを得ないということは長年認識されてきた。一方で、先進国では電力需要が少なくとも鈍化すると期待されてきた。だが実際には、AIデータセンターによって膨らむ電力需要の規模が、2026年夏までに日本の総電力使用量に相当する水準に達する見通しだ。これらすべては、気温上昇幅を産業革命前に比べ摂氏1.5～2.0度に抑えると定めた「パリ協定の目標範囲」を突破する可能性が極めて高いことを物語っている。こうした気温上昇は、永久凍土や氷床の融解など、後戻りできない深刻な影響が生じる確率を高めることになる。今のところ、この道筋をたどる可能性は極めて高いように見える。

この問題が成長やインフレに与える影響は、大きな議論的となっている。ABは、気温がGDP成長率に与える影響を定量化しようと試みた27件の学術研究結果について検証した。そこで得られた推定値の範囲がかなり広範にわたったことは、主な影響は予想成長率の水準が変化したことよりも、それらの予測に関する不確実性が劇的に高まったことであることを示している。

同様に、エネルギー転換の遅れがインフレ率に与える影響は複雑である。これは、行動を変える試みについて刺激策を重視するか、それとも税制を重視するかによって異なってくる。また、エネルギー転換は短期的にインフレにつながる可能性が高いものの、長期的にはデフレを招く要因にもなり得る。しかし、気温上昇幅が摂氏2度を突破した場合に起こり得る極端な気象現象の頻度増加は、インフレ率の変動がはるかに激しくなる可能性を示唆しており、投資家はそれについて考慮しなくてはならない。この問題がインフレのボラティリティを高める可能性は、投資家がモデルに組み込むべき重要な要因になると思われる。

AI

全般的な成長見通しについて検討する際は、AIの導入が成長を支える要因の一つとして他の下押し要因を相殺する可能性が期待できる。ABは出発点として、AIにはポジティブな面とネガティブな面があるが、そのバランスはかなり偏っていると考えている。当然ながら、最大の希望は、AIが蒸気機関の発明に匹敵する生産性の向上をもたらし、成長トレンドを変化させる可能性があることだ。もう1つのポジティブな要素（株主の視点からはポジティブだが、社会的な視点からはそうではない）は、企業がAI開発の主導権をしっかりと握っているため、GDPに対する企業利益の割合が長期にわたって高水準を維持し、利益率のさらなる上昇につながることだ。一方、ネガティブな面としては、次ページの図表3で示すように、格差が拡大するリスク、インターネット・コンテンツの多くが人間によって生成されなくなる世界における民主主義の未来に関する疑問、地政学的リスクの増大などが挙げられる。こうした実存的リスクは市場に織り込まれにくいと、リターン予測にも反映されない。それでも、これらは戦略的なリスクとなる。

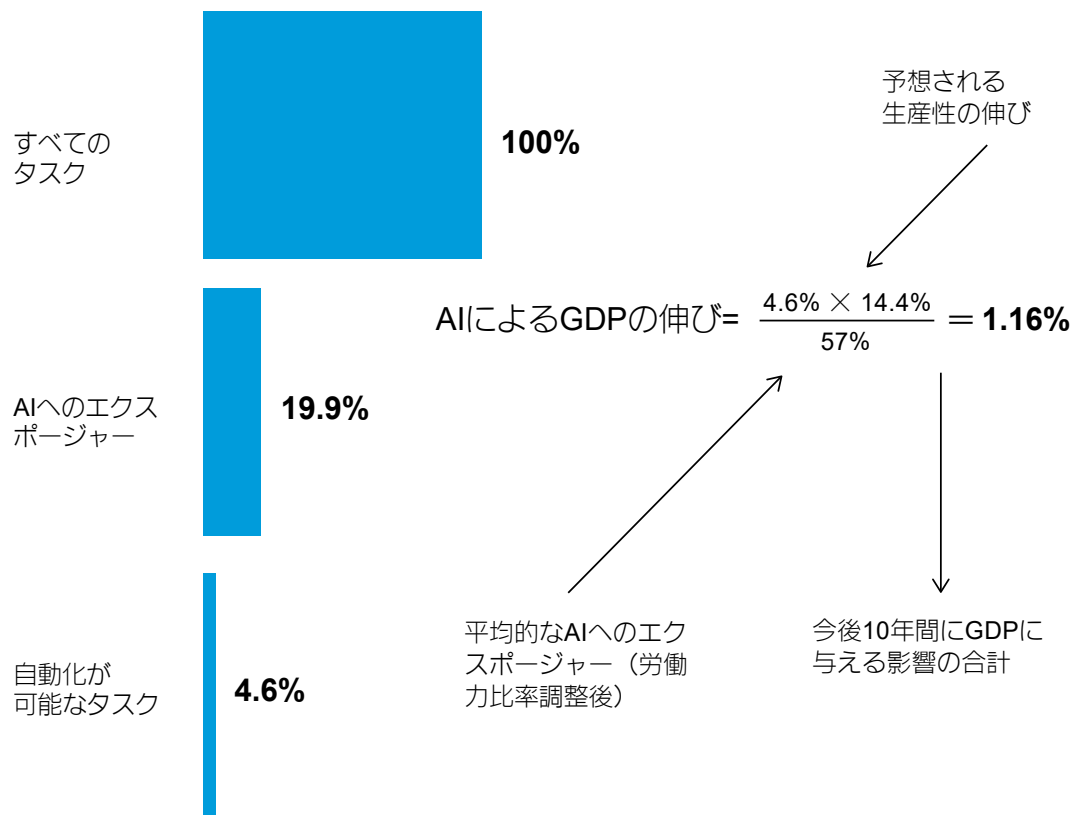
図表3：AIは投資をどのように変えるか？

投資家にとってポジティブな要因	投資家にとってネガティブな要因
生産性や成長率を押し上げる可能性	富の不均衡の拡大（富裕層がさらに裕福になる一方で、雇用が損なわれる可能性？）
企業が主導権を握っている— 長期にわたり高い利益率を維持	政治的な影響：AIは民主主義と共存できるか？ AIは地政学的な不確実性が高まることを示唆
市場はこれらの要因を迅速に織り込む傾向	市場はこれらを価格に反映させるのが苦手—将来に向けてリスクが蓄積される？

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。出所：AB

生産性はどの程度伸びる可能性が高いのだろうか？ABのResearchでは、この問題を分解して分析しようと試みている。ABの推定では、生産年齢人口の減少、脱グローバル化、気候変動による複合的な影響を考慮すれば、全体のGDP成長率を一定に保つためには、AIは今後10年間に生産性を年間1.5%ポイント程度押し上げる必要がある。こうした変化は過去にも起きたことがあるが、それは歴史的な範囲の上限に近い水準であり、このような高い数字を基本シナリオとして想定するのは難しい。

図表4：AIが今後10年にわたりGDP成長率に与える影響の予測



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16日現在 | 出所: グロン・アセモグル著「The Simple Macroeconomics of AI」マサチューセッツ工科大学（2024年）、AB

2024年にノーベル経済学賞を受賞したダロン・アセモグル氏は、すぐに自動化が可能なタスクの割合と、経済的に実行可能な自動化のペースを考慮すると、AIは今後10年間にわたりGDP成長率を1%ポイント程度（つまり、1年当たり0.1%）押し上げるだろうと指摘している。⁴これは依然として大きな変化だが、成長を押し下げる要因を相殺するには十分ではなさそうだ（前ページの図表4）。

第3章の「機械、民主主義、資本主義、封建制：異なる時代に関する5冊の本、それは投資にとって何を意味するか」におけるAIに関する議論は、今後数年間の重要なファンダメンタル要因に言及している主な書籍に関するレビューの一部である。これらの書籍に基づくポッドキャストも[こちら](#)（英語）で聴くことができる。

大きな未知数の1つは、AIが職場と仕事の未来に与える影響だ。第6章の「トークン、権力、非雇用、価値低下：トークンへの戦略的配分」では、このテーマに触れている。AIとトークンはかなり異なる形で労働と資本の関係を変える可能性がある。それらはさらに、労働とは何かという問題にも疑問を投げかけている。つまり、コンテンツを作成し、それをプラットフォームに投稿する行為が、マルクス主義的価値理論における「労働」に該当するかどうかという問題だ。そうした労働には報酬が支払われないが、AIはそれが労働に該当すると考えている。

楽観的な人々は、過去200年にわたりテクノロジーが進歩してきたにもかかわらず、構造的に失業が増える兆しは見えないと指摘している。雇用が失われた分野では、全般的な需要の増加によって新たな雇用が創出されている。悲観論者は、技術進歩の恩恵が均等に分配されていないことや、技術進歩が実質所得を押し上げるまでに、場合によっては数世代もかかることを問題視している。年金に関する章では、人々はこれまでよりもかなり長く働かざるを得なくなるだろうとの見方を示し、提供される仕事の種類が、長期化する労働者としての時間に適したものになるかどうか疑問を投げかけている。そのことは、働く必要性や労働意欲にどんな影響をもたらすのだろうか？ロバート・スキデルスキー氏は、2030年までに週当たり労働時間が15時間に短縮されるというケインズの予測は3つの理由から間違っていると指摘している（第3章「機械、民主主義、資本主義、封建制：異なる時代に関する5冊の本、それは投資にとって何を意味するか」を参照）。第1に、欲求と必要性、そして実質的な生活水準の向上を目指す願望を区別する必要がある。第2に、生産性向上の恩恵は不均等に分配される。第3に、労働はコストであるだけでなく、個人に意味を与えるものである。AIによって労働の意味合いが再定義される中、これら3つの課題は密接に絡み合っている。

第3章では、成長のもう1つの柱である資本主義の機能についても論じている。競争力はどの程度、経済のけん引役として引き続き機能するのだろうか？巨大なテクノロジー・プラットフォームの出現は、成長にとって重要な役割を果たしてきた競争が弱まる予兆なのだろうか？ヤニス・ヴァルファキス氏は、テクノロジー・プラットフォームの台頭が資本主義の終焉をもたらし、テクノロジー主導の封建制に置き換えられたとすら主張している。それは、AIがある程度の「特異点」に到達すると予測しているわけではなく、既に現実となっている世界を言い表している。ヴァルファキス氏の主張は、金融界のいたるところで利益について議論されているにもかかわらず、それがもはや主導権を握っていないというものだ。彼の主張における唯一の皮肉は、資本主義の衰退をもたらしたのは組織化された労働者ではなく、大企業の力であるという点だ。

4 ダロン・アセモグル著「THE SIMPLE MACROECONOMICS OF AI」マサチューセッツ工科大学（2024年）

同じ章では、資本主義の機能に関する問題である、民主主義との相互作用について論じている。マーティン・ウルフ氏は、自由放任な資本主義は、最終的に民主主義と共存できなくなるという率直な見解を示している。ここでもAIが重要なカギを握っている。AIは社会における勝者と敗者の格差をさらにひろげることになるのだろうか？もしそうだとすれば、それは民主主義の機能にとって何を意味するのだろうか？

パート 2: 対応策

パート2では、投資家はこれらの課題にどのように対応すべきかについて考察したい。パート1で示した見解から適切なポートフォリオの設計という課題への移行は、資本市場のリターンに関する想定に基づくものだ。ABの主な予測は次ページの図表5に示してある。これは、主要資産クラスの実質リターン（重要なのは実質リターンのみであるため）を世界金融危機以降のボラティリティと対比したものだ。矢印は、リターンとボラティリティが今後10年間に動くこととABが予想している方向を示している。

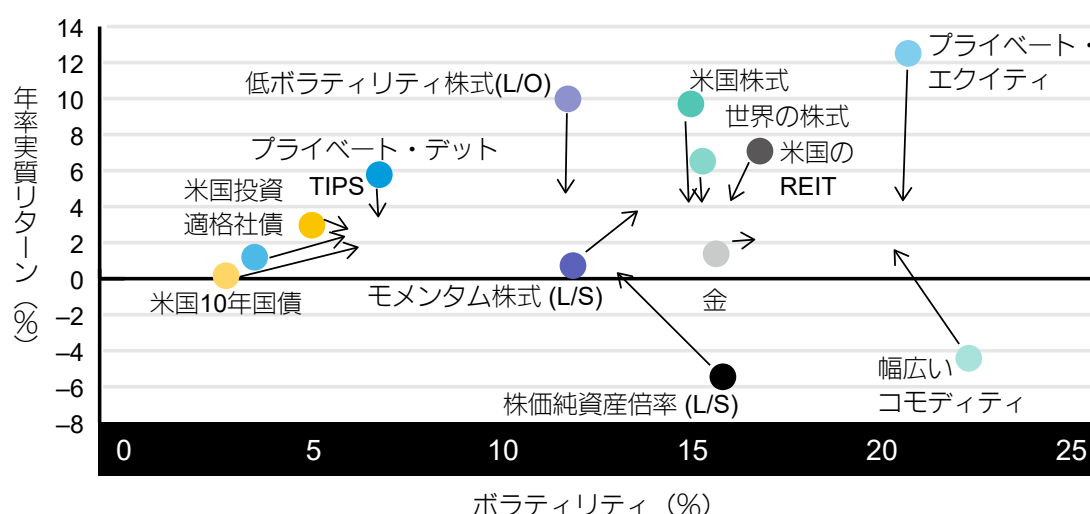
この図表5で最初に指摘すべき点は、投資家が利用可能なリターン/リスクの「スペース」が大幅に縮小することを示唆しているものの、それは弱気のシグナルではないことだ。それは、投資家の大規模な資産配分の大半についてプラスの実質リターンを実現する道筋を示している。ただし、これはより厳しい見通しであり、多くの投資家にとってポートフォリオを修正する必要があることを示唆している。

このグラフに関する解釈の1つは、利用可能なリターン/リスクの「スペース」の縮小が、資産クラスのリターンにおけるリターン/リスク比率を接近させるということだ。投資家はこれにどう対応すべきだろうか？それは、彼らが目指す目標や負債によって異なる。例えば、名目ベースの負債を抱える投資家にとっては、リターン/リスク比率の接近は、おそらくポートフォリオのリスクを削減できることを示唆している。債券よりもわずかに高いリターンを得るために株式でリスクを取るの見合わなくなる可能性がある。それでも、ABが主張したいのは、名目ベースの負債を抱える投資家は総投資額に占める比率が縮小していることだ。より大きな投資資金は、実質リターンを必要としている（または、少なくとも暗黙のうちに実

質リターンを求めている)。その場合は逆の結論が導かれ、一定レベルの実質リターンを達成するためには、投資家はより多くのリスクを取ることが必要になる。

そのため、戦略的資産配分の重要な点は、リスクを分解し配分する上で最も効率的かつ適切な方法について検討することだ。投資家が利用できる選択肢としては、株式のリスクを引き上げる（インフレ率の上昇が抑制されていない場合、株式は実質資産であるため）、非流動性リスクを取る、パッシブ運用よりもアクティブ運用を重視する、ファクター・リスクを取る、年金設計においては退職に向けてリスク資産への投資を長期にわたり維持する、などが挙げられる。理想的には、投資家はこれらの選択肢のいくつかを組み合わせることが望ましい。なぜなら、それらは完全な相関性があるわけではないからだ。

図表5: 異なる資産クラスの過去及び将来の予想リターンとリスク



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。

L/O: ロングオンリー、L/S: ロング・ショート。円は投資家が購入可能な主なリターン源泉の2010年1月から2022年12月までの実質リターンとボラティリティ。矢印は今後5~10年に関するABの機関投資家向けナソリューション・チームの予測。プライベート・エクイティのリターンに関するデータは、1986~2019年に設立された1,562のファンド（完全に清算されたパートナーシップを含む）について集計したケンブリッジ・アソシエーツの米国プライベート・エクイティ指数に基づきます。すべてのリターンは手数料、費用、成功報酬を差し引いたネットベースのリターン。データは運用担当者に無償で提供。プライベート・エクイティのボラティリティは、MSCI米国小型バリュー指数に15%のレバレッジを適用して推定。プライベート・デットの過去及び将来のボラティリティは、米国の上場している投資適格クレジットのボラティリティで表示。その数値は、上場している米国ハイイールド債の過去のボラティリティとブレキンのダイレクト・レンディング・リターン指数の中間値。ファクターの将来のボラティリティは、1950年以降のヒストリカルな平均と一致すると想定。

2023年10月5日現在|出所:ケンブリッジ・アソシエーツ、ファクトセット、セントルイス地区連銀、ケネスR.フレンチ氏のデータ・ライブラリー、LSEGデータ&アナリティクス、MSCI、ブレキン、AB

本稿では、いくつかの分野における投資の意味についてより詳細に検討している。それらは、年金の設計はどう変更することができるのか、アルファとベータの役割、非法定資産とトークンの全般的な役割などに関する問題だ。

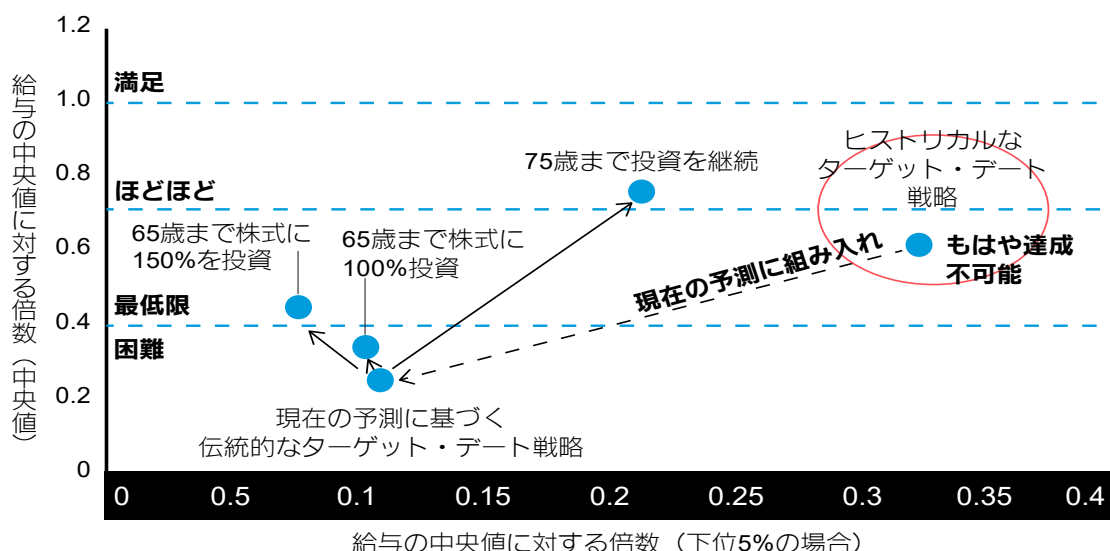
年金及び債券

この戦略的見通しは、年金プランの資産配分にとって重要な意味を持つ。年金は全体としてかなり大量の債券を保有しているが、それは今後数年間に著しく削減される見通しだ。その一因は、確定給付型(DB)型から確定拠出型(DC)型に移行する年金基金が増えていることだ。長寿化と高インフレという組み合わせは、実物資産へのシフトが必要になることを意味している（実物資産には株式も含まれる）。ABが主張するように、インフレ率が上昇する中で、インフレ率を押し上げている要因が成長につながっていない場合には、債券は株式リスクの分散手段として効果が弱まることから、債券の役割はさらに低下することになる。

第5章の「年金と債券: 蜜月の終焉?」では、年金プランが十分なリスクを取り、退職後の生活を支えるためには、リスク資産への投資期間を長く続けることが重要なステップの一つであると指摘している。次ページの図表6は、個人が収入の8%を単純なDCのターゲット・デート戦略に投資した場合における、全国の給与と中間値と比較した退職後の年金収入の割合

を、最悪のシナリオである5パーセンタイル値と対比している。右端の点は、過去数十年の株式と債券の実質リターンが再現可能だと想定した場合の結果を示している。この点はまた、株式と債券のリターンが負の相関関係にあると想定している。だが、ABでは、こうした結果はもはや現実的ではないと考えている。株式と債券の実質リターンをABの予測に置き換え、相関係数を引き上げると、キャリアの中盤で資産配分を債券にシフトし始める方法に従った投資家の退職後の予想収入が大幅に減少することになる。

図表6：年金の予想収入 VS. 悪い結果になるリスク



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、退職後の予想収入の中間値（年額）を、退職後の最悪シナリオである5パーセンタイル値と対比して表示。これらの結果が、退職後の生活の満足度とどんな関係があるかについて、年金と生涯貯蓄協会（PLSA）が定義する退職後における必要支出が、全米の所得中央値の何パーセントであるかを重ねて表示。基本的なターゲット・デート戦略は、45歳まで株式に100%投資し、その後10年間で均等に再配分し、55歳までに100%債券にシフトするという方法。示された例は次のとおり：(1) ヒストリカルなターゲット・デート戦略は、1970年以降の完全な生涯貯蓄サイクルにおけるこうした戦略がもたらすリターンの中央値を示し、リターン分布は1941年以降のすべての結果までさかのぼる長い期間を使用、(2) 同じターゲット・デート構造に、ABの予測する低いリターンと、株式と債券のプラスの相関を当てはめたケース、(3) キャリア全体を通じて株式に100%投資して高いリスクを取る単純なアプローチ、(4) キャリア全体を通じて150%を株式に投資、(5) 65歳まで株式に100%投資し、その後75歳までに債券に100%シフト、75歳で退職。

2024年5月31日現在 | 出所：グローバル・フィナンシャル・データ、LSEGデータ&アナリティクス、PLSA、AB

そのメッセージは、年金資産が一定の規模に達し始めた段階で債券にシフトしても、リスクは低下しないということだ。65歳になるまで株式への投資を続けたとしても、単純なターゲット・デート・ファンドで過去と同じ水準のリターンを達成するには不十分だ。しかし、75歳まで投資を継続し、最後の10年間だけ債券にシフトし始めることは、はるかに優れた方法だ。しかも、ここで説明しているように、その年齢で利用可能な魅力的な年金利率も予想リターンを押し上げる要因となる。

トークンと暗号資産

暗号資産とデジタル・トークンの利用拡大は、パート1で大まかに説明した主な社会、経済、政治的なテーマと密接に結びついており、それらは、変わりつつある仕事の未来を形作る上で重要な役割を果たしている。つまり、一部の労働形態の雇用不安を高める可能性がある一方で、最も過小評価されている人々によるマネーへのアクセスを向上させる可能性がある。暗号資産とトークンは、古くから議論されてきた「お金とは何か」という問いに新たな緊急性をもたらしている。デジタル・トークンと暗号資産に関する議論は、必然的に「権力」に関する問いにつながる。それは、誰が権力を持ち、どのように行使するかといった問題だ。

資産配分における暗号資産の役割は、公的債務の水準と、政府が債務の実質的な価値を引き下げる便利な手段としてインフレ率を押し上げようとするリスクに大きく左右される。これと並行して、地政学的情勢の急激な変化や安全資産としての米ドルの地位に対する疑問から、一部の国々の間でドル離れを試みようとする動きが再び勢いを増している。それは主に

暗号資産よりも、金への資金流入を招いている。しかし、いずれは非法定でゼロ・デューレーションな暗号資産に対する十分な需要が生じ、ポートフォリオにおける暗号資産の役割が認識されることになるだろう。

投資家にとって、今後は暗号資産よりも、実物資産のトークン化が注目を集めるテーマとなりそうだ。トークン化に対する需要を喚起する要因はテクノロジーそのものよりも、投資家にとって実物資産が必要であるというマクロ的な要因と、これらの資産の多くに流動性がなければアロケーションに限界があることだ。

アルファの発見

実質リターンが低い世界では、目標を達成する1つの方法は、リスクを引き上げる効率的な方法を見つけ出す論理に従い、パッシブ戦略よりもアクティブ戦略への配分を増やすことだ。直感的に言えば、パッシブな資産クラスのベータのリターンが低下した場合に、もし（「もし」であることを強調したい）持続可能なアルファにアクセスできれば、それは最終投資家のリターンのより大きな割合を占めるようになる。

アルファが持続する確率が高いことは重要な要因だ。だが、アクティブ運用業界はここ数年、輝かしい成果をほとんど上げていない。小型株や新興国市場など、一部の分野では例外もあるが、市場の集中度がかなり高い環境はアクティブ戦略に厳しい状況をもたらしている。これに対するABの主な対応策は、独自のリターン（パッシブ戦略の単純な組み合わせを上回るパフォーマンス）を創出できるマネジャーの選択に焦点を当てることだ。この手法については、以前のレポートで詳しく説明している。ABはこのアプローチの重要な実践の結果として、イディオシンクラティック・アルファ（以下、「固有のアルファ」）が伝統的なアルファ（超過リターン）よりもはるかに持続性が高いことを指摘してきた。

しかし、それで全てではない。アルファが手に入る場所と、投資家のコア・ベータを配分する最大の市場が存在する場所との間に、大きなミスマッチが生じる可能性がある。しかし、このジレンマは解決策を示唆している。それは、より豊富なアルファ創出機会が存在する「より速くの市場」に資産を配分することだ。それは、小規模で未開拓の株式市場や、ロング/ショート戦略などが該当する。そのため、この章ではポータブル・アルファに焦点を当てている。簡単に言えば、ポータブル・アルファは、投資家がマネジャーの独立したスキル・ソース（アルファ）と市場へのエクスポージャー（ベータ）を組み合わせるメカニズムで、通常は先物、フォワード、スワップなどのデリバティブを通じて活用される。投資家はデリバティブを利用することで、通常はインデックスのパッシブな形態でベータ・ストリームへの合成エクスポージャーを構築することができる。ABはポータブル・アルファを活用することで、例えば60/40ポートフォリオの場合、完全にパッシブなアプローチと比較して、リターン/リスクのトレードオフを著しく拡大できることを示している。

この仕組みを機能させるためには一定の条件を満たす必要があり、ポータブル・アルファはレバレッジを伴うため、リスクを引き上げることになる。しかし、ここでもポートフォリオ全体の観点から捉える必要がある。投資家は購買力が失われるリスクが高まることを防ぐため、投資リスクを取る必要がある。問題は、より多くのリスクを取りたいと考えるかどうかではなく、どんなリスクが最も適切であるかということだ。こうしたアプローチは、隠れたベータを最小化し、マネジャー間の相関が低く、真のスキルを持つマネジャー（ABにとって、これは固有のアルファが必要であることを意味する）を選択する必要があることを物語っている。もう1つの欠点は、こうしたアプローチによって複雑さが増すことだ。ABの投資アプローチには、常に「オッカムの剃刀」の考え方を取り入れたいと考えている。しかし、これについても、ポートフォリオ全体のニーズの観点で考えなくてはならない。

第7章の「ポータブル・アルファ：復活」では、ヘッジファンドのロング/ショート・アルファについても紹介しており、特にマルチマネジャー・ヘッジファンドに焦点を当てている。

現在の低いリターン見通しと、集中化した市場でアクティブ運用マネジャーが直面する課題は、リターンを生み出す方法について広範かつ革新的なアプローチを検討することを投資家に求めている。ABでは、投資家はアクティブ運用をあきらめるべきではなく、アルファの創出機会が依然として豊富にある、効率性が低く、未開拓の市場セグメントでアクティブ運用を進めるべきだと考えている。

ポータブル・アルファは、投資家が望ましいと考える戦略的な資産配分を犠牲にすることなく、幅広いアルファ源泉にアクセスする柔軟性をもたらす強力なツールとなる。これは、アルファ及びベータのプール間のミスマッチに対処する洗練された解決策を提供するもので、顧客とのミーティングで話題に上ることが増えているテーマである。

戦略的な資産配分

この章の最後に、これまで説明してきた見解を全般的な戦略的資産配分にまとめてみたい。本稿で指摘した課題は、それぞれの資産クラスの枠内ではなく、すべての投資に関するリスクや配分を考慮する「トータル・ポートフォリオ・アプローチ」に多くの投資家を導くことになる。これは、投資家が活用できるリターン/リスクの「スペース」が縮小していることに対する有効な対応策だ。上で指摘したように、実質リターンを明示的または暗黙的に求めている投資家は、より大きな投資リスクを取る必要がある。その手段としては、最大の実物資産である株式へのエクスポージャーの拡大、非流動的な資産に対するエクスポージャーの拡大、アルファ及びファクターへの配分などが挙げられる。さらに、年金のグライドパスに関する視点から見れば、リスク資産への投資をより長く、理想的には定年を超えるまで継続することができる。これらは

いずれも、互いに補完的なアプローチとなり得る。どのアプローチを選択するかは、投資家の信念、時間軸、流動性要件などによって左右される。

それは現実的に何を意味するのだろうか？次ページの図表7では、ABが今後10年間に適切であるとする戦略的な資産クラスに関する見解及び配分を示している。この配分の主な特徴は、実物資産の比率をかなり高めていることだ。そこでは、株式、米国インフレ連動国債（TIPS）、他のプライベート資産をオーバーウェイトとしている。ABでは、インフレ率が抑制されないまま上昇している場合、株式が実物資産になると考えている。

株式に関しては、「米国例外主義」の考え方を受け入れた配分となっている。確かに他の地域の株式は割安な水準にあるが、過去30年にわたり地域別のリターンを左右してきたのはバリュエーションではなく、利益成長が大きな役割を果たした。米国例外主義に基づく取引は2025年に大きな打撃を受けたが、少なくとも株式へのエクスポージャーについては、相対的に好ましい人口動態、米国企業の高い利益率、国内市場の規模、エネルギー供給に関する安全保障を踏まえれば、米国例外主義は依然として機能していると思われる。

ABは実質リターンを重視する投資家の配分について、戦略的な時間軸における名目デフレーション資産をアンダーウェイトとしている。これは、名目債が十分な実質リターンを創出できないと考えているわけではなく、債券が株式リスクの分散手段として過去数十年ほど効果的には機能しないと判断しているからだ。

ABは、ファクターに対して明確な配分を割り振ることが妥当だと考えている。その理由の1つは、低リターンの環境は、ファクターが全体的なリターンに貢献するためのハードルを引き下げるからだ。また、ファクターには相対的に安定したペア相関があるため、ポートフォリオの分散効果を高めることにつながる。資産クラスが割高な水準にある中で、ポートフォリオの少なくとも一部をバリュエーションの平均回帰に賭けようとするれば、ファクターの有効性は資産クラス内の配分によって左右されることになり、ファクターはそこで重要な役割を果たす。

ABはプライベート資産への配分を大きく高めることを推奨しており、本稿でもそう繰り返している。低リターンの世界では、投資家はリターンと、非流動性プレミアムが追い風となりそうな投資機会を探し出すため、網を広げざるを得なくなる。さらに、分散効果も重要な意味を持つ。重要なのは、分散効果が時価評価を得られないことに依存していないことだ。ABは、過去の価格が分散効果に寄与しないと明確に指摘してきた。むしろ、分散効果は、公開市場では得られないリターン源泉にアクセスできる能力から生み出される。こうした資産に関する議論でしばしば見落とされる点は、プライベート資産に投資する根拠の一部は投資家の欲求とは関係がないことだ。むしろ、現代の社会において資本が調達される場所がシフトしていることが反映されている。今は上場株式数が絶対ベースで減少しているほか、伝統的な銀行が供給する信用のシェアも低下している。

最後に、ABは非法定のゼロ・デフレーション資産への配分も提言している。その主な目的は、インフレ率が上昇する環境において、オーバーウェイトとしている株式のポジションを分散する手段を見つけ出すことにある。また、公的債務の持続可能性に関する問題がさらに緊急性を帯びた場合に投資家が直面するリスクも反映されている。金については、これまでしばらく前向きな見方を示してきた。金価格は確かに著しく上昇したが、現在の地政学的背景が引き続きその根拠を支えていると考えている。

最後に、今はすべての資産クラスが割高な水準にあることを指摘して締めくくりたい。資産配分に関する判断は、さまざまなリスクの種類によって異なってくる。株式の場合、本稿で論じたような戦略的な期間にわたって市場が間違いなく下落することを意味しているわけではないが、パッシブなインデックスはよりリスクが高いことを示しており、インデックスの集中度によってリスクはさらに増大することもある。そのため、戦略的な資産配分を考える上では、アクティブ運用も認識する必要がある。下に示す資産クラスのリストにはアクティブな資産は含まれていないが、それはすべての資産クラスに横断的に適用される。

図表7：資産クラスに関する戦略的な見解

資産クラス	推奨 vs.60/40	コメント
先進国株式		
オーバーウェイト		
米国大型株	+	実物資産／魅力的な長期リターン／「米国例外主義」／バリュエーションと市場集中度がリスク要因
海外の先進国	中立	バリュエーションは魅力的だが、人口動態と脱グローバル化が成長に与えるマイナス効果が米国よりも大きい
英国	+	魅力的なバリュエーション／魅力的なセクター構成がディフェンシブで安定的な成長に寄与
日本	+	好ましいインフレ動向／企業改革が企業利益を押し上げ、長期的なファンダメンタルズと株主のリターンを改善／魅力的なバリュエーション／分散投資の恩恵
新興国株式		
アンダーウェイト		
中国を除く新興国	中立	先進国を上回る成長プレミアム／有利な人口動態（インド、アフリカ）／構造的なセンチメント指標が支えに／脱グローバル化が分散化に向けた新興国の役割を改善／一部の国では地政学的情勢と政策がリスク要因
中国	-	好ましくない人口動態／バリュエーションは割安だが、政策と地政学的要因が見通しのリスク要因（トランプ政権）に
スタイルのプレミアム		
米国グロース	++	割高だが構造的な追い風（ROEの持続的な向上／テクノロジーとAIに関するテーマへのエクスポージャー）
米国バリュー	++	インフレ率と金利が上昇する可能性は、力強い成長見通しが伴っている限りバリュー株に有利
EAFEのクオリティ	++	魅力的なバリュエーション／力強さが失われている米国外の戦略的見通しにとっては、ディフェンシブな特性とボラティリティの低下
EAFEの配当利回り	++	魅力的なバリュエーション／米国以外の力強さを欠く戦略的見通しにとっては、ディフェンシブな特性とボラティリティの低下／魅力的なインカム源泉

資産クラス	推奨 vs.60/40	コメント
デュレーション		
アンダーウェイト		
米国政府債：長期	-	構造的なリスク／低いターム・プレミアムやインフレ率のボラティリティ／分散効果の消滅／需要を上回る債券の発行見通し
米国政府債：中期	中立／ オーバーウェイト	
米国政府債：短期	+	長期債よりも（低い）リスクで高いリターンが得られる可能性
ユーロ圏政府債	中立	過去に比べ魅力的な利回り／米国よりも強固な財政状況／短期的な政策見通しは好ましいが、地政学的リスクと域内の政治リスクで相殺
実物資産		
オーバーウェイト*		
REIT	+	インフレとプラスの相関関係があり、すべてのインフレ環境においてプラスの実質リターンを得られる実物資産。構造的リスクとしては気候変動（保険コストの上昇）と住居用不動産の賃料規制に関する政策リスクが含まれる／この分野では選択的な投資が必要
天然資源資産	+	戦略的なインフレ・ヘッジ手段となり、実質リターンを創出。インフレ率が上昇しても株式リスクを分散する資産（債券とは異なり）。インフレ・ヘッジにもなる主な持続可能資産の例。気候変動がリスク要因（例えば、木材の火災による破壊リスク）となり得る。
米国のTIPS	+	魅力的な長期リターン／インフレからの資産保護
プライベート資産		
プライベート・エクイティ	-	全体として株価収益率は拡大せず、過去の大半の期間と比べ債務コストが上昇する見通し。多くの投資家がすでにオーバーウェイトとしており、手数料の高さと流動性が懸念要因
プライベート・デット	+	魅力的な現在及び将来の利回り。変動金利がインフレから資産を保護する役割を果たす。伝統的な信用プロバイダーの減少が追い風に
インフラストラクチャー	+	インフレ率が中程度から高い環境において長期的にプラスの実質リターンが得られるため、インフレから保護される。エネルギー転換が追い風に
非法定資産		
金及び暗号資産	+	G7通貨の下落リスクに対するヘッジ手段

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。

*ベンチマークに対する配分が小規模またはゼロの資産

出所: AB

当資料は、2025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

