

2025年10月

# 資産運用の未来： マクロ環境がもたらす必然性

本稿は、マクロ投資環境に関するアライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）の見解に基づく資産運用業界の展望について概説しており、アセットオーナーにとって戦略的資産配分を見直す必要性が生じる可能性を示唆している。均衡インフレ率の上昇、高水準のバリュエーション倍率、分散投資対象の減少は、それ自体がマイナス材料にはならないとはいえ、ポートフォリオ設計の変更を促すもので、その中核を成す指針は、長期的な購買力を守る必要があるということだ。

マルチアセットの観点から投資の役割が明らかに高まっている。それにはアセットオーナーのニーズに対応することだけでなく、現代の経済における資金調達パターンの構造的变化が反映されている。この変化は、ポートフォリオにおけるプライベート資産への配分比率を押し上げている。さらに、長寿化の進行や分散投資手段としての債券の役割が低下していることを背景に、年金プランの資産配分を見直す必要性も生じている。

資産クラスのリターンが低下するという見通しは、資産配分において持続的なアルファの役割を高める必要があることを意味している。

また、実物資産のトーケン化といったイノベーションは、流動性を損なうことなく多様なリターン源泉を組み込むための重要な一步になると考えている。究極的には、こうした変化は資産クラスの概念を覆すことになる。

イニゴ・フレーザー・ジェンkins  
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: アラ・ハームズワース\*\*、  
ロベルタス・スタンチカス\*、モーリーン・ヒューズ\*\*

コンサルタントの視点から見れば、業界に関する見解は数多く存在する。本稿では意図的にそれらとは異なる視点から、付加価値をもたらすとともに、戦略的なマクロ見通しに基づく考え方を提示してみたい。業界関係者の注目は、最近のマクロ見通しをめぐる不透明感、様々な資産クラスにまたがる好調なリターン、市場における集中度の高まりに集まっているかもしれない。だがABは、アセットオーナーは投資見通しを立てる上で新たなパラダイムに直面していると考えている。それは、過去数十年にわたり標準的だったやり方を変える必要があることを物語っている。このパラダイム・シフトは、リターンの想定、資産配分、ガバナンス、組織構造に影響を及ぼす。本稿では、これが資産運用業界にとって何を意味し、どう適応していくべきかについて考察したい。

アセットオーナーが直面する課題は変化している。これまで長年にわたる課題は、低利回り環境下でいかにリターンを創出するかということだった。今は、明らかに潤沢な利回りを得ることができる。その結果、一部の投資家にとっては資産配分が容易になったかもしれないが、大半の投資家にとっては、それは結局のところ幻想にすぎないと思われる。投資目的によって異なるが、確定拠出年金、寄贈基金、ソブリン・ウェルス・ファンド、そして退職資金を貯蓄しようとする個人に助言を提供する者にとっては、実質リターンと購買力の保護を目標としなくてはならないが、それはますます達成が困難になっているとABは考えている。そうしたマクロ見通しの要点をまとめると、以下のようになる。

1. リターン源泉は潤沢にあるが、それから将来も高いリターンを得るのは難しそうだ。なぜなら、資産クラス全般にわたってバリュエーションが高水準にあるほか、長期的な経済成長率が低下するリスクがあるからだ(人口動態の変化、脱グローバル化、気候変動がその原因で、人工知能の進歩はそれらのマイナス効果を部分的に相殺するにすぎない)。
2. 今回の景気サイクルではインフレは明らかに抑制されたようであり、市場におけるインフレ先行指標もあまり上昇していない。しかし、金や他の法定通貨資産の価格は全く異なる動きを示している。ABでは、インフレが依然として長期的なリスクとなるような構造的要因(公的債務や脱グローバル化など)が働いていると考えている。
3. (1)と(2)を合わせれば、結局のところガバナンスの問題となる。何を投資目標やベンチマークとすべきだろうか?投資家は、これまで何十年もの間、見通しを形成するために用いてこなかった方法で、実質リターンの創出や購買力の保護に焦点を当てる必要がある。
4. それに加え、分散投資対象も長年にわたり豊富にあったが、そうした状況は2022年に変化した。多様なリターン源泉を見つけることは依然として容易ではなく、資産配分や投資手法のさらなる変更が必要になっている。

ABは最近のリサーチでこの問題を詳細に分析しているため、本稿ではこうしたマクロ見解の根拠については説明しない。<sup>1</sup> このマクロ的な見解はアセットオーナーに問題を提起し、戦略的な資産配分だけでなく、ガバナンスも変える必要があることを物語っている。この変化は資産運用業界にとって、それに対応する機会を生み出すことになる。

このプロセスにおける重要なステップは、今後10年間の投資見通しの変化や、過去40年間との相違によって戦略的資産配分とガバナンスを変える必要性が生じる理由について、アセットオーナーと投資家を納得させることだ。後者については、目的的性格が変化していることを明確に示しており、様々なタイプの投資家にとって、他の目標よりも購買力保護の重要性を高める必要が生じている。

## マルチアセット投資はアクティブな投資…そしてOCIO

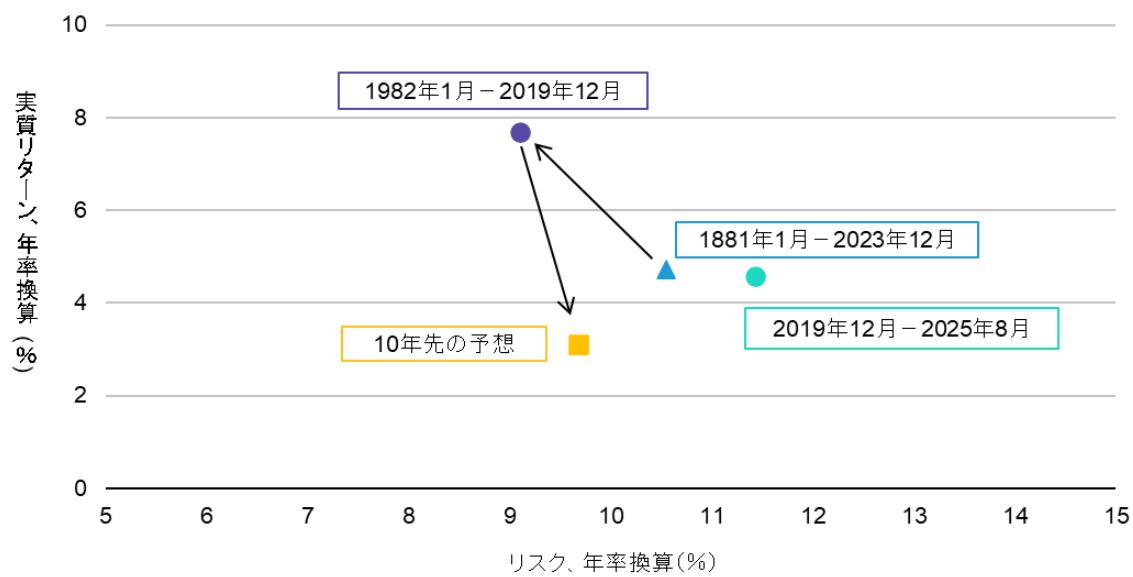
投資環境に関するABの見方は、マルチアセット投資の位置づけが変化していることを示唆している。後になって振り返れば(常に心強い材料になる)、株式と債券はどちらも過去40年にわたりプラスのリターンを生み出し、しかも両者が逆相関の関係にある中でそれを達成した。こうした状況においては、マルチアセット投資に対価を支払う必要がないと投資家が考えたとしても無理はない。60:40(株式に60%、債券に40%を配分する)という「パッシブ」なマルチアセット投資手法があるという誤った考えを信じ込んでしまった可能性もある。しかし、株式と債券が同時に下落した2022年の出来事は、そうした安易な考えを揺るがした。ABはさらに、プライベート資産や非伝統的資産(法定通貨資産やファクター戦略など)をしっかり組み入れた、よりアクティブなマルチアセット運用アプローチが不可欠だと確信している。しかも、資産内での伝統的なアクティブな戦略の役割が低下した今、アクティブ運用であると投資家が認識する領域において、こうしたアクティブなマルチアセット投資の比率は高まっていきそうだ。

60:40ポートフォリオは、これまで何度も終焉を迎えたと宣告されてきた(筆者もその一人だ)。だが2022年には、こうした戦略がどんな問題を引き起こしうるかを示す事例が起きた。投資家は60:40が資産配分の中立的な基準になるという前提を捨て去ることが必要で、マルチアセットに対して異なるアプローチを取る必要性についてより深く考えなくてはならない。図表1は、米国における株式、債券、及び両者を60:40に組み合わせた場合の実質リターンとボラティリティの関係を示している。1980年から

<sup>1</sup> 「[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](#)」をご覧ください。

2020年までの期間は、リターンと戦略間の分散効果の双方を異常なほど押し上げ、これが同戦略の人気を支えてきたが、それは長期的な標準値をはるかに上回るものだった。ABは10年後についてはるかに慎重な予測をしており、実際のところ、過去5年間のリターン(緑色で表示)は、リターンは長期的なトレンドを下回っている一方、ボラティリティが高くなっている。

図表1: 60:40のリスクに対するリターンは、過去数10年にわたり異例なほど高かった

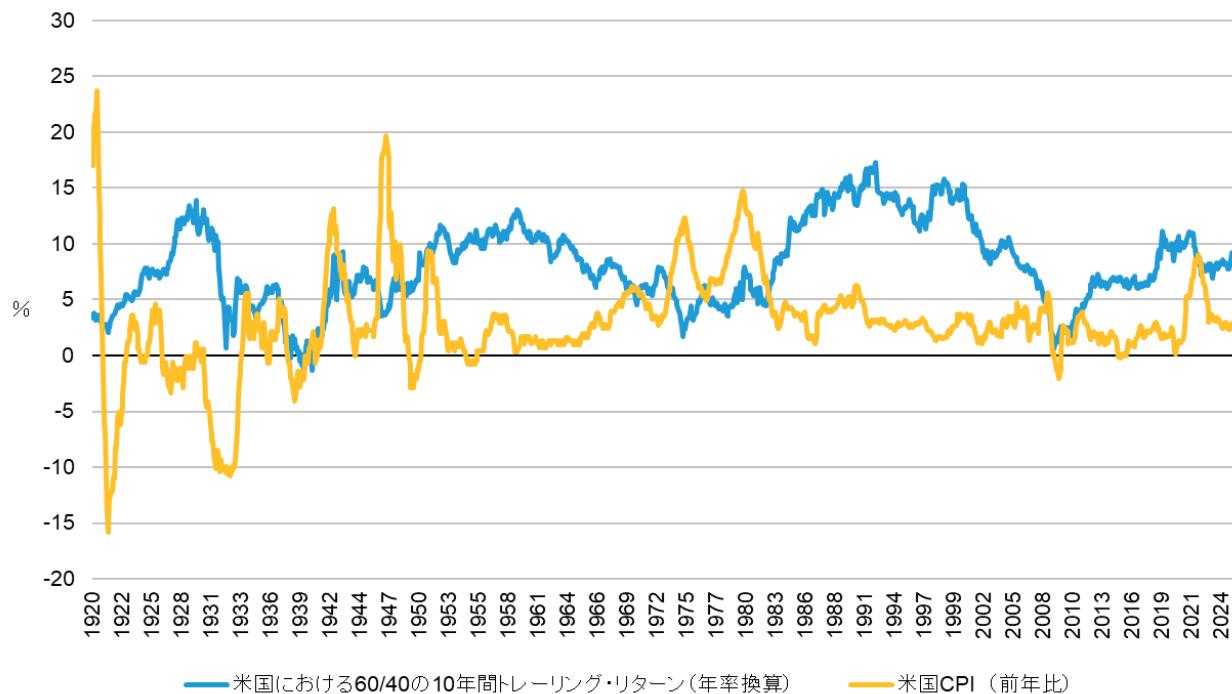


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2025年9月22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、AB

図表 2: 60/40 のリターンは過去 40 年にわたりインフレ率を上回ってきたが、常に効果的なわけではなかった



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 8 月 31 日現在

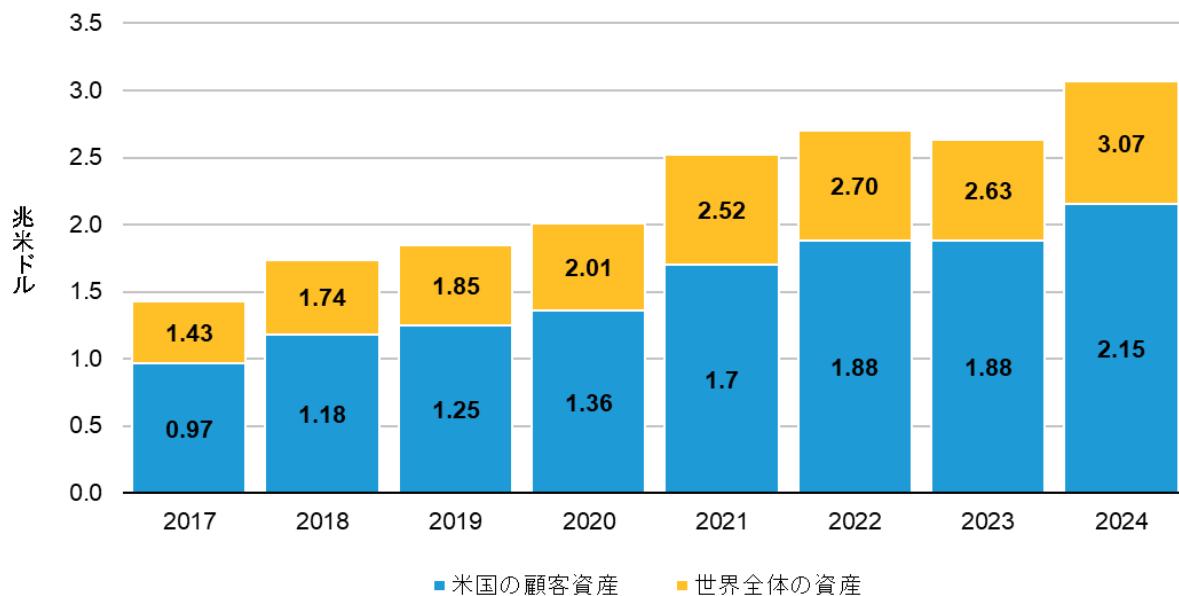
出所: グローバル・フィナンシャル・データ、LSEG データ&アナリティクス、AB

アクティブなマルチアセット投資の必要性に関する認識は、様々な形態で生じる。例えば、キャッシュのリターンやインフレ指標を上回ることを目標に、あらゆる資産クラスに投資するファンドがある。また、マルチアセット・インカム・ファンドという別の形態もある。おそらく、マルチアセットに対するアクティブなアプローチに関する認識の多くは、アウトソース CIO(OCIO)に対する関心の高まりといった形で表れている。

業界に関する調査では、OCIO 市場の成長を示すチャートが数多く存在する。OCIO 市場の資産規模は世界全体で 2019 年の 1.9 兆米ドルから 2024 年には 3 兆米ドルに膨らむと推定されており、その伸び率は MSCI ワールド指数のトータルリターンをわずかに下回るもの、バランス型戦略のリターンを上回る可能性が高い(図表 3)。AB もそうした成長見通しについて同じ考えを持っているが、本稿は業界内部の力学ではなくマクロ的な必然性がもたらす変化に基づいて論じているため、アセットオーナーのリソース不足や受託者責任の履行よりも、伝統的な投資対象を用いた分散機会と比較して一定の実質リターンを達成することが困難であることに重きを置いている。

マクロ的な課題に直面する中で OCIO 契約が増加していることは、資産配分を成功させるためにどんなスキルが必要なのか、また、それが従来型の OCIO アプローチからの変化(たとえば、セクター や 資産クラスをまたいでどの程度積極的にポジションを取るべきかといった問題)を伴うのかどうか、といった疑問を提起している。

図表 3: 急成長する OCIO 市場



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:「投資のアウトソーシングに関する特別リポート」、ペンションズ & インベストメンツ、2024 年 7 月 15 日、AB

根本的には、こうした状況がポートフォリオ・アプローチ (TPA) に対する前向きな姿勢を強めている。AB はこれまで長い間、事前に決定された資産クラスごとの枠組みに基づき戦略的資産配分 (SAA) を決める伝統的なアプローチよりも、TPA の方が好ましいと考えてきた。この概念は理論的に長らく注目されていたが、顧客との面談では、この手法に関する質問が過去 12 カ月に明らかに増加してきた。この関心の高まりには複数の要因があると思われる。それらは、伝統的な分散投資対象がうまく機能しないとの懸念、プライベート資産クラスの成長が従来の資産クラス別投資に疑問をもたらしているという認識、そして一定の実質リターンを生むことがはるかに困難になりそうだという見方である。それはまた、マルチアセット投資がアクティブ運用であり、さらに高度な次元に引き上げなくてはならないという認識の表れでもある。

これには、投資におけるファクターの役割に関する議論が暗に含まれている。投資におけるファクターの役割を積極的に認めようとする姿勢は、これまで紆余曲折を経てきた。過去 10 年の大半において、主要なスタイル・ファクターのリターンが平均を下回ってきた一方で、複数の資産クラスへの単純なエクスポートジャーナーは並外れたリターンを生み出した。こうしたスタイル・ファクターのアンダーパフォーマンスが、ポートフォリオにおけるファクター・エクスポートジャーナーへの関心を薄れさせることになった。AB は過去のリサーチ<sup>2</sup>で、ファクターはポートフォリオにおいてリターン源泉と分散効果という双方の役割を担うことができると指摘してきた。ファクターのリスク・プレミアムが生み出すリターンはゼロではなく、ファクター間の相関は資産クラス間の相関よりも安定していると AB は考えている。したがって、戦略的資産配分に資産クラスと並行してファクターを追加すれば、その効果を高めることができる。

ファクターの役割を認識することは投資判断の伝統的な分類体系を覆すもので、そうした動きは有益である。根本的には、ファクターの役割を認めることは、リスクを分割及び配分する上で可能な限り効率性を高めようとする試みである。それは、実質リターンの低下と潜在的な分散効果が薄れている環境において、理にかなった動きだと考えている。

<sup>2</sup> 「資産クラスとファクター: 違いはどこにあるか?」をご覧ください。

## プライベート資産と流動性のスペクトラム

プライベート資産には既にかなり多くの資産が配分されているが、配分がさらに増加すると考える理由は数多くある（図表4）。アセットオーナーの観点から見れば、それは実質リターンを得る必要性と、分散投資先を求める動きが重なった結果だ。プライベート資産と同じ文脈で分散について言及する際には、常にその意味を明確にしておく必要性を感じている。投資家は、プライベート資産による分散効果が決して「時価評価されない価格」から生じるものではないことを認識しなくてはならない。むしろ、分散効果がある場合には、それは公開市場では得られないリターン源泉（その法的構造の性質、あるいはセクター・エクスポート・ジャーニーのいずれかによって）を購入する能力から生み出される。それに加え、プライベート資産への配分が増加する外的要因として、現代経済における資金調達方法の構造的変化が反映されていることが挙げられる。それは今後も持続すると思われる。<sup>3</sup> プライベート市場で調達される資本の割合が高まっていくという変化は、公開株式市場の縮小が続いていることや、銀行による伝統的な信用創造のシェアが低下していることが一因で、それは今後も構造的に持続していく見通しだ。すべてのアセットオーナーを総合的に考えれば、こうした構造的変化はプライベート資産への配分が引き続き拡大していくことを示唆している。

資産運用会社にとって、それはプライベート資産自体への投資を探るばかりでなく、アセットオーナーが公開資産とプライベート資産を賢明な形で組み合わせるのを支援することも意味する。資産クラスの枠組みが時間とともに薄れていくのに伴い、それらの重要度は一段と高まっていきそうだ。

図表4：プライベート資産への配分をさらに拡大すべき理由…そして、その限界

さらなるプライベート資産の必要性	プライベート市場への配分に限界が浮上
<u>需要（投資家から）</u> <ul style="list-style-type: none"><li>• 公開市場の名目リターンが低下するとの見通し</li><li>• 分散投資の必要性</li><li>• インフレから資産を守る必要性</li><li>• 公開市場では投資できないセクターへのエクスポート・ジャーニー</li><li>• アクティブラリターン源泉を得る必要性</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 流動性が大きな懸念要因<ul style="list-style-type: none"><li>▪ 量的緩和から量的引き締めへの移行</li><li>▪ アセットオーナーのポートフォリオの流動性がさらに低下</li></ul></li><li>▪ 公開市場における流動性のさらなるせい弱化</li><li>• 現在は多くの手数料予算の大半を占めている手数料</li></ul>
<u>供給</u> <ul style="list-style-type: none"><li>• 新たに上場する若く、高成長を遂げている企業の不足</li><li>• 自社株買いで公開株式数が減少</li><li>• 伝統的な信用プロバイダーの後退</li><li>• プライベート資本の柔軟性が高まるという借り手の認識</li></ul>	

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

ABが考えるに、真の制約要因は流動性である。経験則やコンサルタントの助言などに基づく制限を否定するわけではないが、こうした影響はピアグループ分析に基づくものとなりがちで、特定の世界情勢に左右され、最終的に修正されることになる。制約要因としての流動性が重要性がさらに高まるとみられる理由は、アセットオーナーのポートフォリオの流動性が一段と低下しており、残っている流動性にさらなる圧力がかかっているからだ。また、市場におけるミクロ構造が変化しているため、公開市場でも流動性が一段と手に入りにくくなっている。

制約要因として流動性に焦点を当てることは、プライベート市場への資産配分に重大な影響をもたらす。投資家は流動性のない資産をひとまとめにして配分するよりも、ますます流動性のスペクトラムに注目することになりそうだ。そう考えれば、10年単位の長期投資では、数年以内にキャッシュが返還される、または流動性イベントが事前に定義されているプライベート資産のいくつかの戦略が好まれる可能性が高い（例えば、プライベート・エクイティよりもプライベート・デットやアセット・バックト・ファイナンスが好まれる）。

<sup>3</sup> 「[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](#)」をご覧ください。

過去 10 年間にプライベート資産に配分された資本は、大半がプライベート・エクイティに振り向けられた。だが、今後はマクロ環境に基づく投資機会が変化するのに伴い、配分先が広がると予想される。平均的なプライベート・エクイティ投資家は、将来のリターンが過去のリターンに追いつけないことに失望するのではないかと懸念される。プライベート・エクイティのリターンは全般的に次のようにモデル化することができる。

$$\text{プライベート・エクイティのリターン} = (\text{レバレッジなしのリターン}) + \text{金融レバレッジ} * (\text{レバレッジなしのリターン} - \text{債務コスト}) + \text{バリュエーション倍率の上昇} - \text{手数料}$$

その結果、次のようになる。

$$\text{レバレッジなしのリターン} = \text{インカム利回り} + \text{実質成長率}$$

問題は、将来のリターンという観点から見て、今の債務コストがプライベート・エクイティ業界がそれなりの規模で存在していた過去の水準よりも高いほか、バイアウト倍率などに基づく参入時点のバリュエーションが過去最高に近い水準にあることだ。したがって、平均的なプライベート・エクイティ投資ではバリュエーション倍率の拡大がほぼゼロ近くになるという結論に達する。

それでも、依然としてプライベート・エクイティに配分する余地はあるが、その魅力は上位 4 分の 1 に入るマネジャーを選別する能力から生じる。プライベート・エクイティ投資のパフォーマンスは、アクティブ運用される上場株式に比べ、ばらつきがかなり大きい。そのことは、資産を配分すべき理由は依然としてあるが、投資家はその配分の本質をしっかりと把握する必要があることを意味している。重要なのはアルファとマネジャーの選択で、資産クラスのペータではない。率直に言えば、平均的なプライベート・エクイティ投資における非流動性プレミアムはゼロであるように見える。

図表 5: プライベート・エクイティのリターン予測

								ネットの 実質リターン (上位 5 分の 1)	ネットの 名目リターン (上位 5 分の 1)
	配当 利回り	実質 成長率	債務/ 資本	実質 債務 コスト	レバ レッジ後 リターン	株価 収益率	グロス の実質 リターン	ネットの 実質リターン (基本シナリオ)	ネットの 名目リターン (基本シナリオ)
プライベート・エクイティ (バイアウト・ファンド)	2.0%	4.0%	1.2	4.0%	8.4%	0.0%	8.4%	3.8%	6.8%
								ネットの 実質リターン (下位 5 分の 1)	ネットの 名目リターン (下位 5 分の 1)
								-8.2%	-5.2%

いかなる推測や予測も、それが実現すること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。

シミュレートした、または仮定のパフォーマンスには、固有の限界があります。

2023 年 12 月 31 日現在

出所: ブルームバーグ、ファクトセット、FRED、AB

それとは対照的に、プライベート市場の他の分野は、実質リターンと分散効果を求める投資家のニーズを満たす上で大きな役割を果たすことができる。ここ数年はプライベート・デットに多額の資金が流入しているが、流入がさらに拡大する余地があるとABは考えている。その理由としては、銀行など伝統的な貸し手の後退、資本回収までの期間の短期化、そして非流動性プレミアムが事前に把握できることが挙げられる。プライベート・デットは急速に拡大しつつある分野で、数多くのサブセクターが存在している。

図表 6: 特定のプライベート資産クラスの属性

期待リターン (手数料 控除後の 実質ベース)	運用資産 総額 (米ドル)	資本の大半 が返還される までの 予想期間	クーポンが 変動か 固定か?	米国株との 相関係数
ダイレクト・レンディング (シニア債やメザニン債を含む)	4%	~1兆	5~6年	変動
アセット・パックト・ファイナンス	さまざま	~6兆	3~4年	ほぼ変動
プライベート・エクイティ	4%	~13兆	7年以上	不明

いかなる推測や予測も、それが実現すること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。

シミュレートした、または仮定のパフォーマンスには、固有の限界があります。

注: 相関データは 1991 年 12 月から 2025 年 8 月まで。資産担保証券のリターンはブルームバーグ ABS 指数、ダイレクト・レンディングのリターンはプレキンのダイレクト・レンディング指数に基づきます。

\*プライベート・エクイティについては、経済的現実を反映するため相関係数を 1.0 と想定しています。必要に応じてこの相関を異なる方法で定めることもできます。

予想リターンは AB 機関投資家向けソリューションの予測。

出所: ブルームバーグ、プレキン、AB

それは数多くのプライベート・デットのリスクを無視するものではない。プライベート・デットの拡大により、システムティック・リスクの中心が銀行から年金基金、保険会社、他のアセットオーナーに移行することに対するマクロ的な懸念がある。規制の観点からは、このリスクの追跡が困難になりかねないと懸念されている。だが最終的には、それはディスクロージャーや透明性に関する要件によって解決できるため、それほど懸念する必要はないと AB は考えている。AB はむしろ、銀行などレバレッジを多用するシクリカルな投資家よりも、レバレッジを利用しない年金基金や保険会社といった長期的な投資家がこうしたリスクを抱える主体として適した場所かもしれないと考えている。

しかし、ミクロ面のリスクもある。この規模の資産クラスは、実際のデフォルト・サイクルで検証されたことがない。これは確かに懸念すべき問題で、真剣に受け止める必要がある。つまり、マネジャーの選定プロセスでは、デフォルト管理の実績とプロセスをかなり重視しなければならない。3 つ目のリスクは、ここ数年間に流入している資本の規模で、今は個人投資家の資金もそれに加わっている。この資産配分の変化は方向性としては正しいと思われるが、期待リターンの低下や貸し出し条件の質の低下を通じて、資金調達側に対する投資家の交渉力が変化する。過去のデフォルト・サイクルで検証されていないセクターに巨額の資金が流入し、さらにはここにきて個人投資家の資金も流入している状況には不安を感じざるを得ない。投資家は将来的に失望を味わうことになる可能性をしっかりと認識しなくてはならない。しかし、それは過去のデータには現れていない。それでも、プライベート・デットはプライベート・エクイティと異なり、流動性プレミアムを事前に把握することで、特定の投資家にとって魅力的かどうか判断することができるメリットがある。

これらのリスクはどれも無視してはならないが、基本的に全ての資産クラスが完全に適正な価格水準にあると考えて評価する必要がある。戦略的資産配分や資産運用業界全体にとって、これらの異なる種類のリスクを慎重に配分することが課題となっている。

この資本流入のもう一つの側面は、資産運用業界の役割の一部はオルタナティブ投資を拡大することにならざるを得ないということだ。この動きは既に始まっており、例えば米国、英国、オーストラリアなどでは年金基金によるプライベート資産への投資が拡大しており、その流れはさらに進むとみられている。本稿では、年金の未来やトークン化の進展などに関する他のセクションでこのテーマを取り上げるが、資金調達の中心が伝統的なソースから離れていくのに伴い、より広範なアクセスを求める需要が高まっているそうだ。

## 保険／資産運用の連携

マクロ的な観点から見ると、保険会社と資産運用会社の関係は他業界の動向とはかわりなく拡大していく見通しだ。資金調達方法の変化と、マクロ経済見通しが示唆するリターン源泉のタイプ別需要の変化が、その動きを後押ししている。

保険会社は長期資本の供給源となり得る。それは、成長のために用いられる限界的な資本単位が公開市場よりもプライベート資産を通じて調達されがちになった今の時代において、保険会社が重要な役割を果たすことができるということを意味している。資産運用業界にとっての変化は、長期資本の供給源としての保険会社の重要性を押し上げるとみられることだ。それは戦略的提携を通じて実現すると予想される。クリアウォーター・アナリティクスのデータによると、サードパーティが運用する保険資産は2024年に25%拡大し、過去最高の4.5兆米ドルに達した。プライベート市場への投資は、その21%を占めるまで拡大している。<sup>4</sup>

それとは別に、異なる投資環境に対応するリターン源泉を得る必要がある。本稿の「現代の退職問題」というタイトルの項目では、高インフレ時に投資家に利益をもたらすと同時に、長寿リスクに対応できるリターン源泉の必要性について説明している。それは変額年金、生命保険、他の関連商品への需要があることを示唆している。ここで示したマクロ環境下では、固定年金よりもリターンが変動する可能性を秘めた商品の魅力が高まる。しかも、長寿リスクへの備えは投資よりも保険の問題と言えるため、このソリューションは退職プランにとって重要な要素となりそうだ。

生命保険資産は大幅に増加している。国際決済銀行のデータによれば、生命保険会社の運用資産総額は2022年に約35兆米ドルに達した。これは世界の金融資産の8%に相当し、20年前の14兆米ドルから急拡大している。<sup>5</sup> 金融資産総額に占める割合は必ずしも増えているわけではないが、それでもその伸びは目を見張るものがある。ABでは、マクロ的な理由に照らせば、この伸びはさらに高まると考えている。

これに対し、社会的な観点からの反論もある。退職後の生活に必要な資金に占める変額年金や生命保険の割合が高まれば、インフレ率の上昇に伴うリスクが個人に転嫁されることになる。だが、ABの見方では、確定給付型年金の衰退や国家が保証する年金の将来の実質価値に対する疑問から、決断はすでに下されていると思われる。

こうした状況は、保険会社と資産運用会社の共同行動に機会があることを示唆している。保険会社は長期的な実質リターンを創出する専門的な能力を高める必要があり、高インフレ環境下で長寿リスクをカバーする保険を提供する上で中心的な役割を担うことになりそうだ。

## 現代の退職問題

ここで、不快な一連のシナリオを提示しよう。

- 均衡インフレ率の上昇(脱グローバル化、債務、人口動態)
- インフレ率の変動幅の拡大(極端な気象イベント、政策の不確実性)
- 資産クラス全般にわたる期待リターンの低下(成長期待の低下、当初バリュエーションの高騰)
- 利用できる分散投資対象の減少(株式と債券の相関が引き続きプラス)
- 長寿化の進行(確かに好ましいことだが、経済的には厳しい!)
- より多くの貯蓄を確保する必要性と、AIの普及に伴う労働者の交渉力低下及び所得格差の拡大
- 確定給付型年金(DB)の縮小に伴う個人へのリスク転嫁(DB年金で恩恵を受ける世帯の割合が減少)
- 政府のセーフティネットの実質的価値が脅威にさらされている(既に高水準にある公的債務、扶養比率の上昇、平和の配当の喪失)

<sup>4</sup> [FundFire - Managers Forge Strategic Partnerships, Hire to Crack Insurance Channel](#) (外部サイト)

<sup>5</sup> [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt2409.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2409.htm) (外部サイト)

これらの要因は、退職に向けた従来のアプローチに深刻な問題をもたらしている。この問題に対処しうる方法の一部は、資産運用会社とアセットオーナーが対応できる範囲の枠外にあり、最終的には、定年の年齢、退職後の生活水準、移民政策、拠出率に関する前提といった社会契約に関する政治的な問題となる。

結局のところ、この複合的な要因が、過去 50 年間に普通のことになった長年にわたる退職生活を楽しもうとする人々の能力を脅かしている。しかし高齢者は投票所に足を運ぶため、退職制度を守る必要性は政治的に重要な課題となるだろう。世代間の公平という重大な問題を生み出す若年層への課税を通じた取り組みを別にすれば、投資業界が重要な役割を担うことになる。退職後の生活資金の調達を支える社会契約は、途方もなく大きな社会問題となりそうだ。よく議論される長寿化という問題だけでなく、資産クラスのリターン見通しの低下、分散投資能力の減退、均衡インフレ率の上昇、移民受け入れを拒もうとする政治的な動きも打撃をもたらす。こうした問題は最終的に、今後数年にわたりポピュリズムを拡散する原動力となるだろう。現在、この問題に直面している一部の欧州諸国の状況は、先進国及び中所得国が抱える長期的な問題の始まりに過ぎない。

この問題を定量化するため、図表 7 では退職後の予想所得(国民所得の中央値に対する割合で表示)を縦軸に、その予想結果の下位 5 分の 1 を横軸に示している。

表示した例は以下のとおりである。

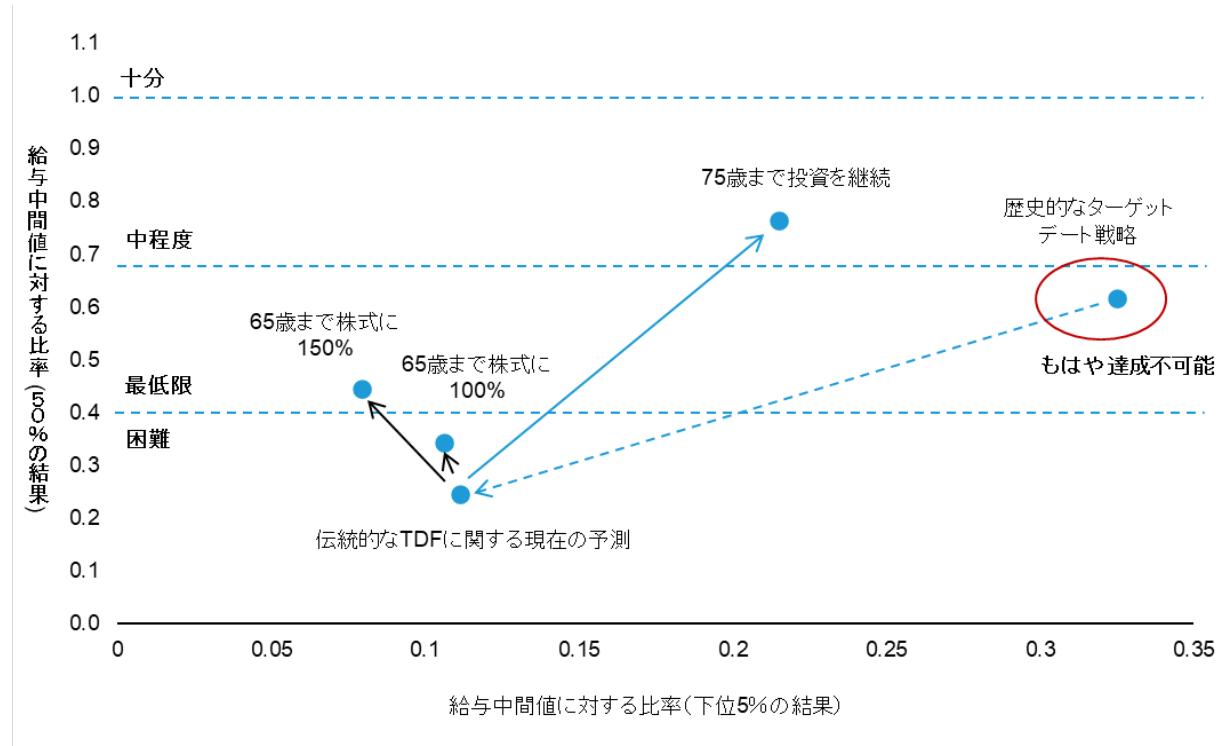
1. 歴史的な実績: 伝統的で単純なターゲット・データ戦略の過去 30 年間のリターン。45 歳まで資産の 100%を株式で保有し、55 歳までに段階的に国債 100%に移行、65 歳で退職する。
2. 資産配分の構成は同じだが、実質リターンが低下し、株式と債券が正の相関を示す(つまり、厳しい結果)という AB の予測を適用。
3. より長期にわたりリスクを取る最も単純な方法: グライドパス全体で株式に 100%を配分し、65 歳で退職する(それでも十分なリターンは得られない)。
4. より長く、より大きなリスクを取るが、65 歳で退職する; 65 歳までグライドパス全体にわたり株式に 150%のエクスポージャーを維持する(必要なリターンは達成するが、下位 5%に入るという許容できないリスクを取ることになる)。
5. 65 歳以降もリスク資産への投資を継続し、より長く働く。65 歳まで株式で資産の 100%を保有し、75 歳で退職するまで段階的に 100%国債に移行する(過去の実績には及ばないが、それなりに十分なリターンが得られる)。

これらはグライドパスに対する極めて単純なアプローチであることは認識している—異なるリスク特性を持つ資産を組み合わせたり、貯蓄を年金に一気に転換することから生じるリスクを軽減したりする、もっと効率的な方法はある。しかし、この手法を使えば、問題の規模や可能な解決策を提示することが容易になる。この極めて単純化したグライドパスに関して留意すべき点は、5 番目の選択肢がもたらすリスクだ。それは横軸上で下位 5%の結果を示しているにもかかわらず、かなり多くの割合の人々が短期的なリスクにさらされる可能性があるため、社会的な問題を引き起こしかねない。

この分析から得られる結論を解釈すると、厳しい現実が明らかになる。つまり、在職期間を通じて中間値の所得を得て、毎年給与の 8%を従来の単純なターゲット・データ構造(キャリア中盤で株式から債券へ再配分)に拠出していた場合、退職後に困難な状況に直面することになる。ここでは「困難」の定義について、65 歳で退職することを前提に、退職後の年間所得が英国の年金・生涯貯蓄協会 (PLSA) が定める「国民の所得中間値の 3 分の 1 未満」とする。<sup>6</sup> このように過去の実績から厳しい乖離が生じていることが、変革の必要性を促している。

<sup>6</sup> "Picture Your Future: Retirement Living Standards," Pensions and Lifetime Savings Association, accessed on July 25, 2024, <https://www.retirementlivingstandards.org.uk> (外部サイト)

図表 7: 資産運用業界の社会的役割とは?依然として退職することはできるのか?おそらく可能だが、より長くリスクを取る必要がある。債券は低リスクではない!



いかなる推測や予測も、それが実現すること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。

シミュレートした、または仮定のパフォーマンスには固有の限界があります。

この図表は、退職後の予想収入中間値(年金率)を、退職後の収入の下位 5 分の 1 パーセンタイルと対比したもの。これらの結果が、退職後の生活水準(快適さの度合い)とどんな関係があるかを示す線を重ねて表示しています。退職後の必要額は、英国年金・生涯貯蓄協会 (PLSA) の定義に基づき、国民所得の中間値に対する割合で示しています。基準となるターゲット・データ戦略は、45 歳まで株式に 100% 投資し、その後 10 年間に均等に資産配分を変更し、55 歳までに債券を 100% としています。表示した例は以下のとおり。(1)歴史的なターゲット・データ戦略は 1970 年以降の完全な生涯貯蓄サイクルにわたる当該戦略のリターン中間値を示しており、リターン分布は 1941 年以降のすべての結果を対象としたより長い遡及期間を用いている。(2)同じターゲット・データ構造に、リターンが低下し、株式と債券が正の相関を示すという AB の予測を取り入れている。(3)キャリア全体を通じて株式に 100% 投資するという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株式に 150% 投資する。(5)65 歳まで株式に 100% 投資し、その後 75 歳までに債券が 100% となるよう均等に再配分する。75 歳で退職する。

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

当然だが、将来のリターンが低下するとの見方には異論があるかもしれない。テクノロジーに対して楽観的な見方をする向きは、AI の普及で生産性が押し上げられ、ひいては成長率も高まる可能性があると指摘するだろう。成長率が変革的に押し上げられれば、成長資産の価格上昇を支える要因となるほか、公的債務を削減する道筋を各國政府にもたらし、それによってインフレ・リスクが低下する可能性もある。こうした見方は AB の基本シナリオではないが、いずれにせよ、年金制度にとって必ずしも明確に好ましい見通しとは言えない。AI 主導の生産性向上と雇用喪失の相互作用に関して AB が最近実施したリサーチ<sup>7</sup> は、成長の下押し圧力を十分に相殺できるほど AI が生産性を押し上げるには、労働市場に著しく破壊的な影響を与える必要があることを示している。それはひいては、退職資金を貯蓄する労働者の能力が疑問にさらされることを意味する。つまり、労働者は分配の問題に直面することになる。

それは資産運用業界にとって何を意味するのだろうか?

<sup>7</sup> [AI vs. Demographics: Or might shrinking populations not be so bad if robots are taking jobs, anyway?](https://www.global-financial-data.com/research/ai-vs-demographics-or-might-shrinking-populations-not-be-so-bad-if-robots-are-taking-jobs-anyway/) (英語)をご覧ください。

- 低リターン・高インフレ・株式と債券の正の相関という環境下では、ターゲット・デー戦略のグライドパスに関する伝統的なモデルを見直す必要がある。この変更の一環として、退職者が資金不足に陥らないよう十分なリスクを取る方法について、慎重に検討しなくてはならない。株式への配分はすでに引き上げられているが、均衡インフレ率の上昇から購買力をいかに守るかといった観点から、配分比率をさらに高める余地がある。
- 保有資産の範囲を見直す。特に注目すべき点は、プライベート資産の保有を拡大することだ。本稿では別途、プライベート資産の一般的な利点について説明しているが、年金グライドパスの視点から見た主な魅力は、分散効果の提供と実質リターンとの関連性である。
- デュレーションが長い名目債券の役割を縮小する。特に、キャリア中盤に貯蓄額がかなりの規模に達し始める時期に「リスクを引き下げる」のは好ましくない。この点については、[「年金と債券投資：長きにわたる蜜月関係は終わりを迎えるのか？」](#)と題するABのレポートで詳しく論じている。
- 長寿化の進行や高インフレを踏まえ、退職後の収入を確保する必要性に焦点を当てる姿勢を強める。
- ベンチマークの見直しを検討する。ABは以前から、クロスアセット投資には金融市場における真のベンチマークが存在しないと考えてきた。それでも、業界は当然ながらベンチマークを好んでおり、付加価値を評価するための基準を必要としている。ターゲット・デー・ファンドにとって、それは必然的にピアグループの平均に基づくベンチマークにつながるが、経済的に最も合理的なベンチマークではないかもしれない。業界ではこの点に関する議論が活発化する見通しで、将来の長期的なインフレ率を上回るという運用目標がより明確な役割を担うことになるかもしれない。

結局のところ、資産運用業界にとって、こうした変化は2つの基本的な側面を認識することに帰する。第1に、退職資金の貯蓄は必然的に能動的な意思決定であり、退職に向けた受動的なグライドパスや資産配分などは存在し得ない。第2に、投資業界の社会的役割を懸念する人々は2つの主な役割を担っており、その一つは個人が退職できるようにすることだ(もう一つの社会的役割は、資本主義経済において資本の効率的な配分を支援することだ)。企業が確定給付型(DB)年金を強みとして差別化を図った時代は遠い昔に終わったが、実質リターンの創出が困難だという認識が高まれば、少なくとも確定拠出型(DC)年金を通じて、年金プロバイダーが差別化を検討する契機となり得る。

## アクティブ運用の必要性、市場の集中、アクティブ運用の投資機会

過去2年間、アクティブ運用業界は輝かしいパフォーマンスを残せなかった。市場で高リターンを上げる銘柄が一部に集中したため、ロング・オンリー戦略のマネジャーがベンチマークをアウトパフォームするのは極めて困難だった。その結果、基本的にはアクティブ運用に対する信頼感が損なわれる可能性がある。しかし、長期的なポートフォリオの構築を目指す資産配分担当者からは、アクティブ戦略への配分を支持する声が多く聞かれる。

アセットオーナーにとっての問題は、高いバリュエーションと将来の成長鈍化の見通しは、時価総額加重型のパッシブなインデックスに幅広いエクスポートを構築しても、リターンが低下することを示唆していることだ。ABは今後10年間の世界の株式の実質リターンを年4%と予測している。これは過去数十年の水準と比べれば悲観的に聞こえるかもしれないが、弱気な見方ではない。少なくとも実質ベースのリターンはプラスになると見込んでいる。

リターンが低下する環境では、投資家はアルファへのエクスポートを拡大する必要がある。過去10年間、先進国市場のパッシブ株式のリターンはインフレ率を年9%上回ったのに対し、上位4分の1のアクティブ運用マネジャーの超過リターンは年1.65%(手数料控除後)だった。アルファ創出のために費やした労力を考えれば、このパフォーマンスはさほど素晴らしいとは言えないかもしれない。しかし、ABが予測する年4%という実質リターンに照らせば、この超過リターンは相対的には大きなものと言える。

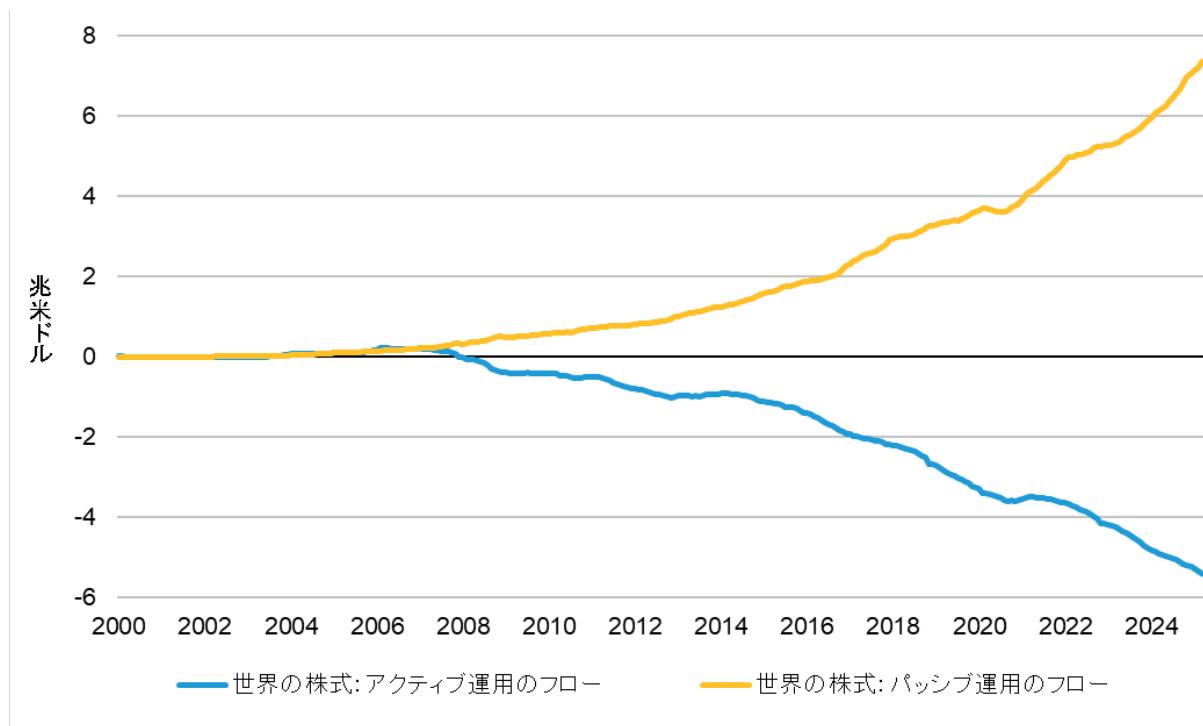
これは決して、より積極的な戦術的資産配分(TAA)を追求すべきと言っているわけではないことを強調したい。タイミングを計るスキルを証明するには非常に長い期間が必要で、レジームが転換していることを示す正当な根拠がある場合にはとりわけ困難だ。アクティブな運用アプローチを支えるアルファ創出の原動力の一つとして、タイミングが間違なく役割を果たしている一方で、銘柄選択や執行など他のルートも数多く存在する。例えば、公開市場とプライベート市場、定量的手法とファンダメンタルズ分析を網羅する多様なアルファ創出ツールを活用したり、可能であれば時間軸の分散を活用したりすることが重要になる。<sup>8</sup> アルファの役割を拡大するには、ポータブル・アルファなどのアプローチも活用できる。アルファとベータを慎重に分離する方法に

<sup>8</sup> イニゴ・フレーザー・ジェンキンス他 *Global Quantitative Strategy – Time-horizons in Finance: Bayesian trees for market allocation*, Bernstein Research, February 16, 2016

に対する認識が高まっているほか、資産配分全体にとってそれほど重要ではない市場からもアルファを得られるようになったことで、ポータブル・アルファが見直されているとABは考えている。

パッシブ運用される株式市場の割合はどの程度がピークになるのか、といった質問がよく寄せられる。「過度の」パッシブ運用はある時点で市場における相関や非効率性といった形で何らかの破綻に至るという仮説がある。ABの考えでは、こうした見方は間違っている。パッシブ投資は資本主義の資本配分機能を破壊するという10年前にABが公表した見解<sup>9</sup>ですら、そうしたことはリアルタイムでは決してわからないとの認識を示し、「市場を救う」フィードバック・メカニズムを構成する要因にはならないと指摘している。いずれにせよ、アクティブからパッシブへの累積的な資本シフトは、金融の世界において実際に単調な直線に見える数少ない事象の一つである(図表8)。この流れの転換点を本気で予測しようとする者はいるだろうか?

図表8: アクティブ及びパッシブ株式ファンドへの世界的な資金フロー



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。

2025年6月30日現在

出所:EPFRグローバル、AB

この単調な再配分には大きな理由があった。この期間の初めには、アクティブ運用の手数料を課しながらパッシブ運用並みのリターンしかもたらさないマネジャーがあまりに多かった。もう一つの理由が明らかになったのは後になってからだ。それは、リターンが非常に高かった時期には、アクティブ運用がもたらす超過リターンの重要性が低かったことだ。さらに、手数料に関する業界の認識というあまりく好ましくない理由もあった。手数料は当然ながら重要な問題で、それを最小限に抑えることは投資家にとって中心的な目標となる。しかし、事前に定められた表面上の手数料を最小限にするという誤った概念に焦点が当てられ、手数料控除後のリターンの最大化を目指すという視点は忘れ去られていた。後者は事前には分からぬいため難しいのは当然だが、そこに真の目標を定めなくてはならない。

資本市場のリターンが今の高い水準を維持することは考えにくいという認識と、手数料に関する多少異なる見方が、アクティブ運用からパッシブ運用への移行を鈍化させると思われる。それでもその動きが逆転することはないだろうが、そのテーマについては別の機会にとっておくことにしたい。

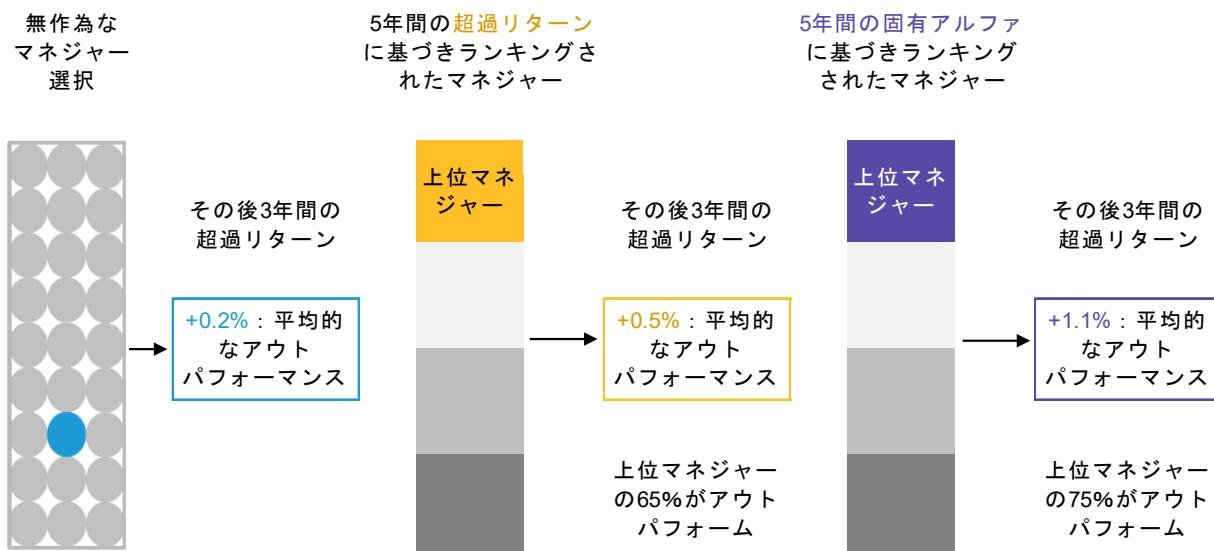
<sup>9</sup> イニゴ・フレーザー・ジェンキンス他 *Fund Management Strategy - The Silent Road to Serfdom: Why Passive Investing is Worse Than Marxism*, Bernstein Research, August 23, 2016

今日、アクティブ運用への配分が好ましいと考える中心的な戦略的根拠は、資産クラスの「ベータ」が生むリターンが低い環境においては、最終投資家のリターンに占める持続的なアルファの割合が高くなるという点にある。この見方が支持されるためには、リターンが持続的なものでなくてはならない。AB のリサーチは、ベンチマークに対する超過リターンとして測定される従来のアルファよりも、固有のアルファの方が持続性が高いことを示している(図表 9)。この図表では、手数料控除前のリターンを表示していることに留意してほしい。手数料控除後ベースでは、無作為に選ばれたマネジャーはアンダーパフォームする傾向があり、無作為に選ばれたマネジャーと特定のマネジャーの差はさらに顕著になる。

固有のアルファ、つまり単純かつ持続的なファクター・エクスボージャーを排除したアルファは、持続性という点でより優れた候補となる。なぜなら、そうした方法で運用されるポートフォリオは、ファクターのパフォーマンスの変動による悪影響を受けにくいからである。

図表 9:「固有の」アルファを見つけ出す

固有のアルファは持続性が高い



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。

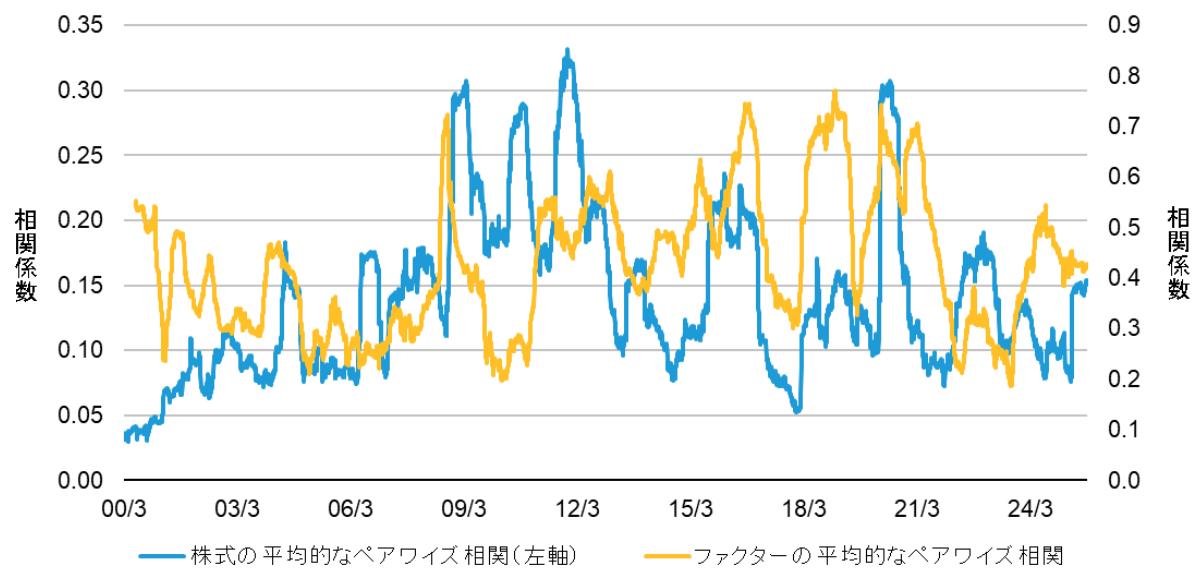
ベンチマークに入った世界のマネジャー2,000のサンプルに基づきます。

リターンは手数料控除前のグロースペース。2006年1月1日から2014年12月31日まで。

出所: eVestment、モニングスター、MSCI、AB

投資の集中は戦術的に依然として困難な問題だが、株式間の平均的なペアワיז相関とファクター間のそれがともに低くなっているなど、市場構造にはより好ましい側面もある(図表 10)。

図表 10: ファクター間と株式間の平均的なペアワイズ相関は低い



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。

株式の相関は、MSCI オールカントリー・ワールド指数の構成銘柄のローリング 6 ル月間における日次株価リターンの平均的なペアワイズ相関で表示。

2000 年 7 月 4 日から 2025 年 8 月 28 日まで

出所: ファクトセット、I/B/E/S、MSCI、AB

結論: アクティブラボ運用業界が圧力にさらされているといったコメントばかり聞こえるかもしれないが、将来的に考えれば、より大きな課題を抱えているのはおそらくアセットオーナーである。資産クラスのデータがもたらす将来のリターンが低くなると予想されること、戦略的資産配分(SAA)プロセスの一環として、慎重にアルファを追加する必要があることを示唆している。

### デジタル資産: トーカン化、仮想通貨、ステーブルコイン

ブロックチェーンに基づく資産への投資に関する論評の多く(大半ではないにせよ)は、この技術の利点を称賛することから始まる。本稿では、マクロ経済見通しとアセットオーナーのニーズという視点から異なる見方を提供したい。それは、デジタル資産の活用が顕著に進むことを示唆している。規制及び運用の面からお互いの足掛かりとなるため、ここではこれらの資産を一括して取り上げるが、実際には、ポートフォリオにおいて大きく異なる役割を果たしている。

今のところ、最も投資家の需要が多いデジタル資産は仮想通貨だ。一部のマネジャーにとって、仮想通貨へのアクセス提供とマルチアセット・ソリューションを組み込む能力が、デジタル資産投資のうえで当初の焦点となりそうだ。それでも、資産運用業界にとって、トーカン化資産の成長が最大の変化になるだろう。

AB は以前から、ビットコインやイーサリアムなどの仮想通貨がポートフォリオにおいて有用な資産になり得ると考えており、<sup>10</sup> 2024 年以降は戦略的資産配分(SAA)について顧客にアドバイスする際に、より広範な法定通貨資産に対するエクスポートヤーの一環として仮想通貨を保有するよう明確に推奨してきた。<sup>11</sup> AB にとって、法定通貨資産を支持するマクロ的な根拠は、均衡インフレ率が高水準で推移する可能性が高いという見解だ。そのため、投資家は株式を含む実質資産への多額の配分が必要となるだろう。この観点から、実質リターンと分散効果の魅力的なトレードオフをもたらす資産が必要となる。その中核となる資産は言うまでもなく金である。この文脈における金の主要な特性は、インフレの水準にかかわらず株式との相関が変わらない

<sup>10</sup> イニゴ・フレーザー・ジェンkins他 *Portfolio Strategy: Cryptocurrencies in asset allocation – I have changed my mind!* Bernstein Research, November 30, 2020

<sup>11</sup> 「[2025年に考慮すべき5つのテーマと、それらが米国株、TIPS、暗号資産の戦略的資産配分に与える影響](#)」をご覧ください。

ことだ。相関に関するそうした理由に加え、脱米ドル化の動きと中央銀行による金の購入需要が、リターンを支えるさらなる要因となり得る。<sup>12</sup>

そのため、これは主に金に投資すべき戦略的な理由となるが、AB の見解では、他の非法定通貨資産やゼロ・デュレーション資産も金の恩恵にあやかることができそうだ。2025 年は銀やプラチナでこうした動きが起きており、主な仮想通貨も同じように恩恵を受けると思われる。これらの資産にとってさらなる追い風となるのは、規制の明確化が進むとみられることだ。現時点では、仮想通貨がヘッジとして機能することを示す実証的な裏付けはないことを AB は十分に認識している。結局のところ、金やリスク資産との相関は何度も変化しており、実際、リスクが特に高まっている場合には、仮想通貨はリスク資産と同じような動きを示す傾向がある。しかし、個人投資家の関与が高い導入初期の段階では、これは避けられないことだと思われる。また、仮想通貨には本質的な価値がないことを明確にしておきたい。だが、それは金についても当てはまることで、決してポートフォリオにおけるそれらの役割を妨げるものではない。

ステーブルコインは、おそらく過去 1 年間に最も変化を遂げたデジタル資産で、米国では規制当局がますます受け入れる姿勢を強めているほか、トランプ政権は米国において中央銀行デジタル通貨(CBDC)ではなく、ステーブルコインを優先的なデジタル通貨として位置付ける考えを示唆している。そのことは、公的な通貨よりも民間の通貨の方が大いに好まれていることを意味している。AB の見解では、ステーブルコインは成長が続き、マクロ経済にとって重要な役割を果たすようになると思われる。米ドルが現在の地位を維持できるかどうかに関する議論の一環として、ステーブルコインの発行体が米国債の需要全体に占める比率が高まっていることが指摘されている。また、将来の銀行システム、ひいては信用創造に関する議論の中でもステーブルコインの存在が取り上げられている。資産運用会社にとっては、ステーブルコインの取引が必要になるだろうが、投資に関する見解を抜本的に変えるような影響を及ぼすとは考えにくい。おそらく、業界の一部プレイヤーにとってコインの発行は魅力的で、それを投資資産に組み入れたいという顧客の要望に応えることが重要になりそうだ。しかし、法定通貨に連動するというステーブルコインの性質を踏まえれば、例えば暗号資産のように投資に関する選択肢を根本的に変えるものではない。

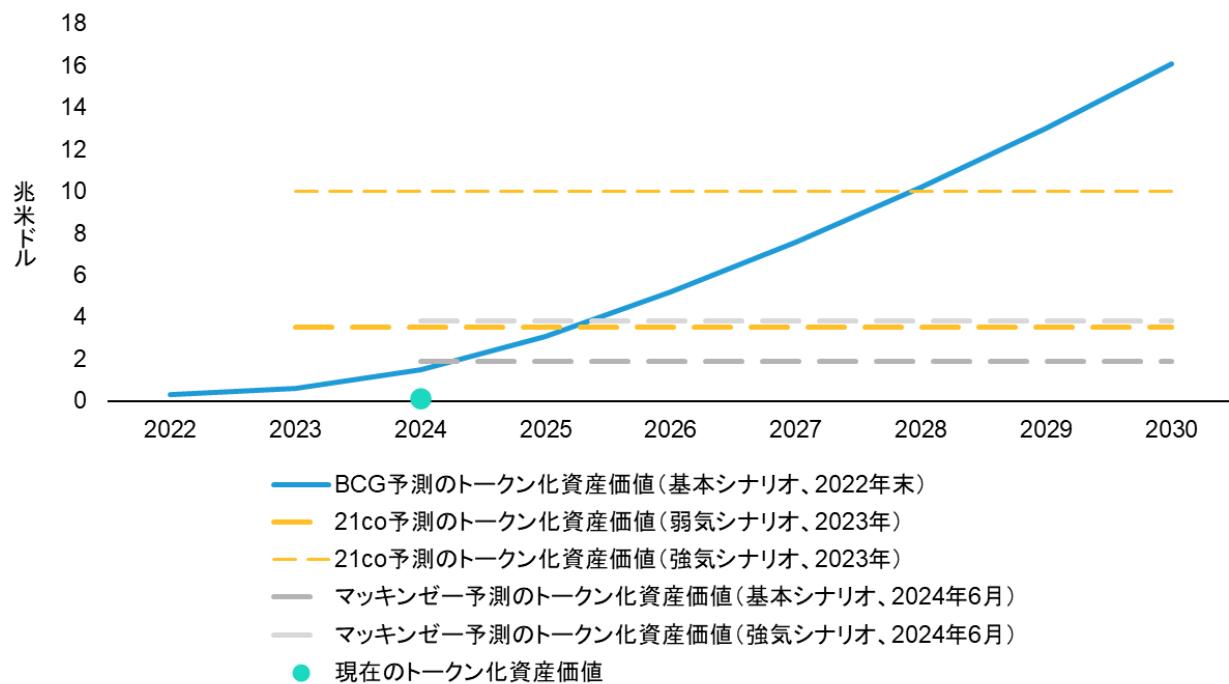
しかし、真の価値はトーケン化、特に実物資産のトーケン化にあると考えている。アセットオーナーが直面するとみられる、実物資産へのエクスポートジャーナル拡大と流動性向上の必要性がトーケン化を推進する強力なマクロ要因となっている。実物資産への需要は、均衡インフレ率が上昇する一方で成長率が低下するという見方が背景にある。流動性に対する需要を生んでいる要因は、公開市場における流動性が一段と不安定になっていることと、多くのアセットオーナーのポートフォリオで非流動的な資産の比率が上昇していることで、市場がストレスに見舞われている場面では流動性の高い資産への圧力が高まることになる。トーケン化は非流動的な資産へのエクスポートジャーナルを細分化できることから、ポートフォリオ設計における重要な要素となると AB は考えている。

AB は何年か前からトーケン化資産の必要性を指摘してきたが、今のところ、実際の配分比率はなお小規模にとどまっている(図表 11)。この分野が成長するには明確な規制を定めが必要であるほか、より多くのアセットオーナーが実物資産のエクスポートジャーナルを拡大すべき理由を納得する必要があるが、それは時間が解決してくれると思われる。より複雑なマルチアセット投資の中心となる他の分野と同様に、公開株式市場の力強い上昇により、トーケン化を進める必要性はやや覆い隠されてきた。今のところ、この分野の第一歩はファンドのトーケン化だったが、これまでアクセス困難だった資産がトーケン化によって購入できるようになれば、この分野が脚光を浴びることになろう。

もっと壮大な構想もある。AB では、トーケン化が最終的に資産クラスの概念を覆し、より効率的なクロスアセット・アクティブ投資、つまり AB が長年信奉してきた純粋な形のトータル・ポートフォリオ・アプローチに近い形態にとって不可欠な役割を果たすようになるとを考えている。資産運用会社にとっては、トーケン化資産の組成を支援するとともに、それらをマルチアセット・ポートフォリオに組み込むことがそのステップとなる。

<sup>12</sup> 「[Investing in a Post-Global World](#)」(英語)をご覧ください。

図表 11: トーケン化資産の導入予測



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。予想は今後変更される可能性があります。

注:トーケン化資産の現在価値は 2024 年 7 月 30 日現在

2024 年 7 月 30 日現在

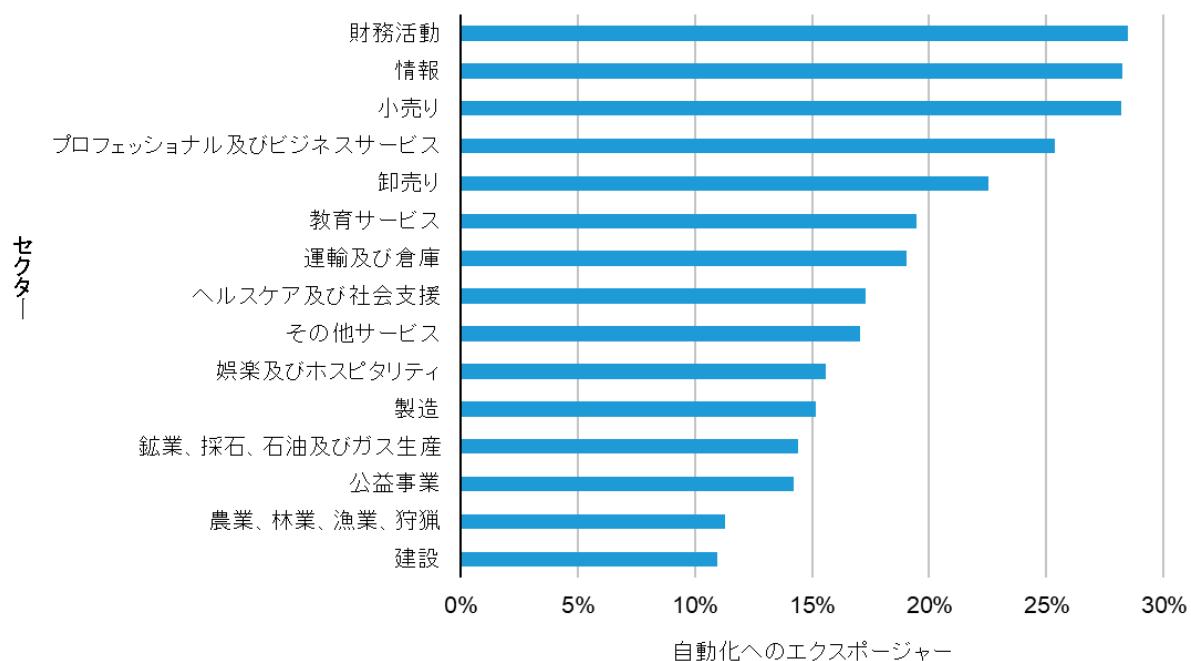
出所:21co、ボストン・コンサルティング・グループ(BCG)、デューン・アナリティクス、マッキンゼー、世界経済フォーラム、AB

## AI ツールと AI へのエクスポート

AI の総合的な影響について AB が最近実施したリサーチでは、金融が AI の影響を最も受けるセクターの一つである理由について論じた。エクスポートを測定する最も一般的な方法は、個々のタスクの AI へのエクスポートを測定することから始め、それを職業レベルやセクター・レベルで集約することである。例えば、エロンドウ氏は 2023 年に、米国の職業データを O\*NET 職業データベースから取得し、人間による注釈及び GPT-4 を活用して、様々なタスクがどの程度 AI の影響を受けるかを示すデータセットを構築した。O\*NET のデータベースは 900 以上の職業について、一般的な仕事内容や詳細なタスクに関する情報を提供しており、それぞれの職業には通常 20~40 種類の異なるタスクが含まれている。個々のタスクが自動化されている度合いのスコアをそれぞれの職業のタスク・ウェートと組み合わせることで、自動化に対する総合的なエクスポートを算出できる。

金融業界の業務フローには、大量の文書の要約、データの統合及び変換、コードの編集及び作成、文書のフィードバックなど、多くのタスクが含まれており、これらはいずれも大規模言語モデル (LLM) が非常に高い能力を発揮する分野である。これはコンピュータ・サイエンス・プログラミング、事務・管理支援、法務と並び、自動化による影響度が最も大きな仕事の一つだ。経済に関する産業も個々の職業の集合体とみなすことができる、このプロセスを一步進め、主なセクターごとに自動化による影響度を計ることができる。下の図表 12 に示されているように、セクターの付加価値のシェアで加重平均すると、金融セクターが AI の影響を最も受けやすいことが分かる。

図表 12: LLM による自動化へのセクター別エクスポージャー  
業界の付加価値シェアに基づく加重平均値



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。

注: 職業レベルの自動化に関するデータはアセモグル氏が提供。付加価値に関するデータは BEA のインプット・アウトプット・テーブルから取得。

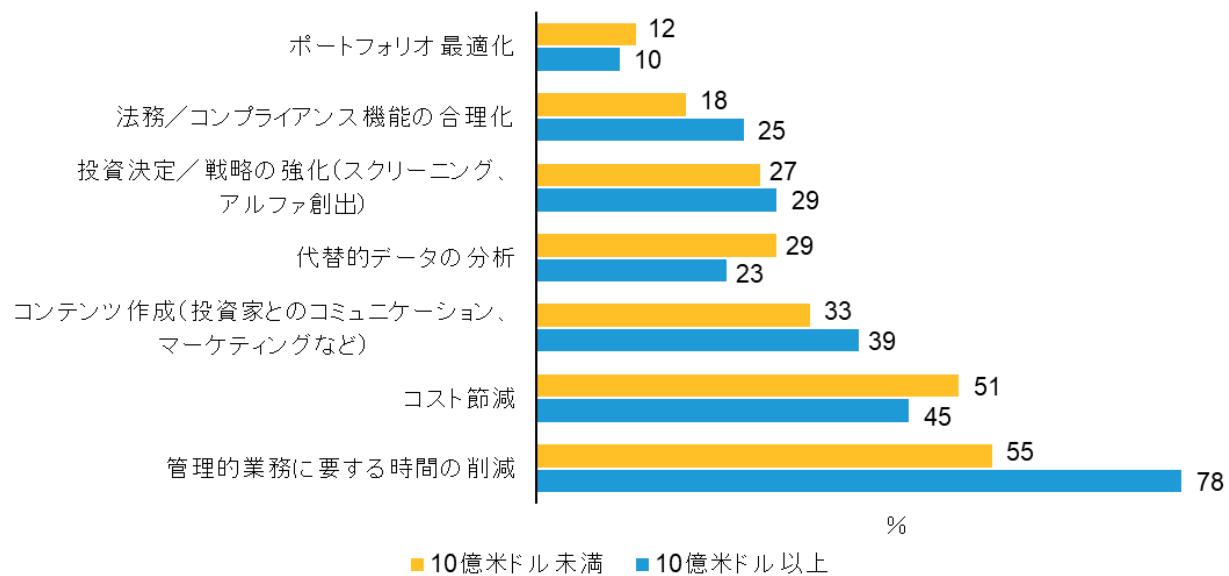
2024 年 5 月 12 日現在

出所: ダロン・アセモグル氏、BEA、AB

この議論には 2 つの要素がある。一つは、特定の産業がどの程度 AI の影響を受けているかという問題で、もう一つは、生産性が向上するとすれば、それは仕事が自動化プロセスに置き換えられることによるものか、それとも労働の生産性向上によるものか、という問題だ。

業界調査によれば、現時点における AI 利用の大部分は、金融分野における管理業務、コミュニケーション、オルタナティブ・データの分析に集中している(図表 13)。例として、物流分野におけるハイパー・パーソナライゼーションの動きが挙げられる。

**図表 13: AIMA の 2023 年第 4 四半期ヘッジファンド調査**  
ヘッジファンドは汎用 AI ツールの導入によって大きな優位性が得られると考えている



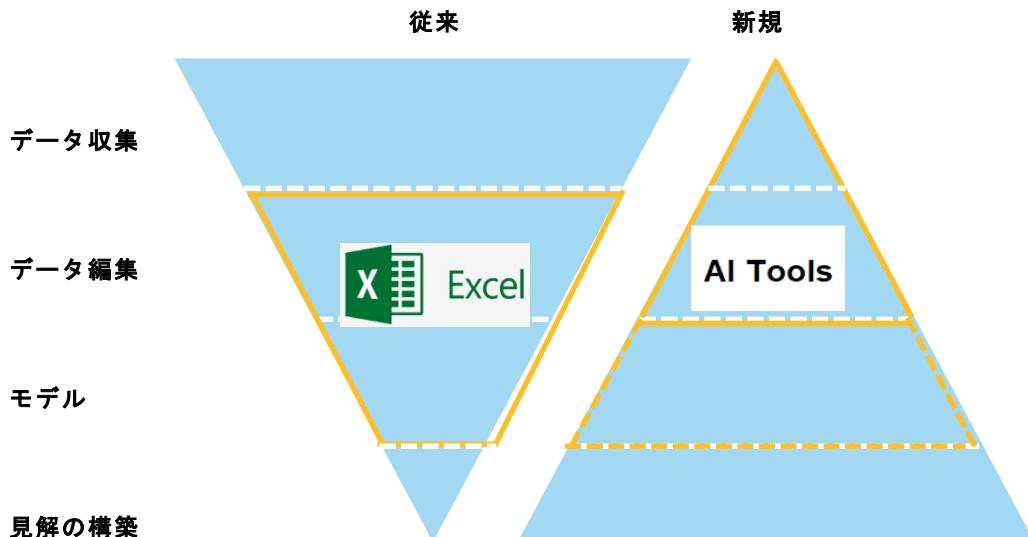
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2025 年 3 月 14 日現在

出所:バーンスタイン・リサーチ、AB

AI は投資アナリストの役割も変える可能性がある。図表 14 は、重点が移行する可能性のある分野を示している。これは、Python(パイソン)によって一部の分析タスクが自動化されたことを受け、AB が 7 年前に初めて公表した図表を更新したものである。

**図表 14: リサーチ・アナリストの時間の使い方の変化**



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 10 月 22 日現在

出所:AB

もっと根本的に見れば、AI がモデル構造、つまり財務分析に用いられるアプローチを支える構造的要因に著しい変革をもたらすと AB は考えている。企業の財務モデルに関する短い歴史を例にとってみよう。理論的には、1990 年代初めに財務分析に革命的な変化が起き、紙に書かれたスプレッドシートからマイクロソフトのエクセルに移行した。だが、モデル構造の観点から見れば、それは決して根本的な変化ではなかったと言える。数字を消しゴムで消して鉛筆で書き直す必要がなくなったため、モデルを更新するのは確かに容易になった。その結果、モデルにいくつかの行が追加されたが、紙のスプレッドシートからデジタル版への移行に際し、モデルの構造 자체が変化することはなかった。

ずっと後になって、Python の普及がモデル構造に変化をもたらす可能性が高まり、AB も 10 年前にそうした見方を示した<sup>13</sup>が、そうはならなかった。実際に起きた変化は、モデルへの入力が大量のウェブスクレイピング（ウェブサイトから自動的に情報を抽出する技術）に変わり、入力されるデータが桁違いに増加したことである。しかし、企業評価に用いられるモデルの構造 자체は本質的に変化せず、単に多様なデータを入力できるようになったに過ぎない。テクノロジーがモデリング手法に革命的な変化を引き起こす可能性はあったが、様々な要因（組織的な惰性、需要不足、セルサイド・アナリストの正式な情報開示に関する規制）によってイノベーションの進展が鈍化した。

AI への容易なアクセスは、紙のスプレッドシートが姿を消して以来、財務モデルの構造に最も大きな変化をもたらす新たなアプローチを生み出す可能性がある。ここで、認識論的な問題を提起したい。仮にそうなった場合、予測精度は間違いなく向上するだろうが、説明能力は向上しない可能性がある。もちろん、アウトパフォーマンスにつながるのであれば、予測に関する説明がなくとも、多くの人はそれでも仕方ないと感じ、十分に満足するだろう。金融分野では、大抵の場合それで十分かもしれない。だが、AB が指摘するように、モデルが間違いを犯した場合はそうではない。間違いが起きた時には説明が求められる。

投資に関する意思決定を AI を使って自動化することは難しいように思われる。その理由の一つは、金融市場は自己参照的であるためだ。金融には科学のような法則が存在せず、せいぜい時間とともに変化する条件付きの経験則しかない。もっと率直に言えば、投資家はうまくいかなかった場合に誰かを非難したくなるほか、さらに重要な点として、誰かに説明してもらいたいと考える。

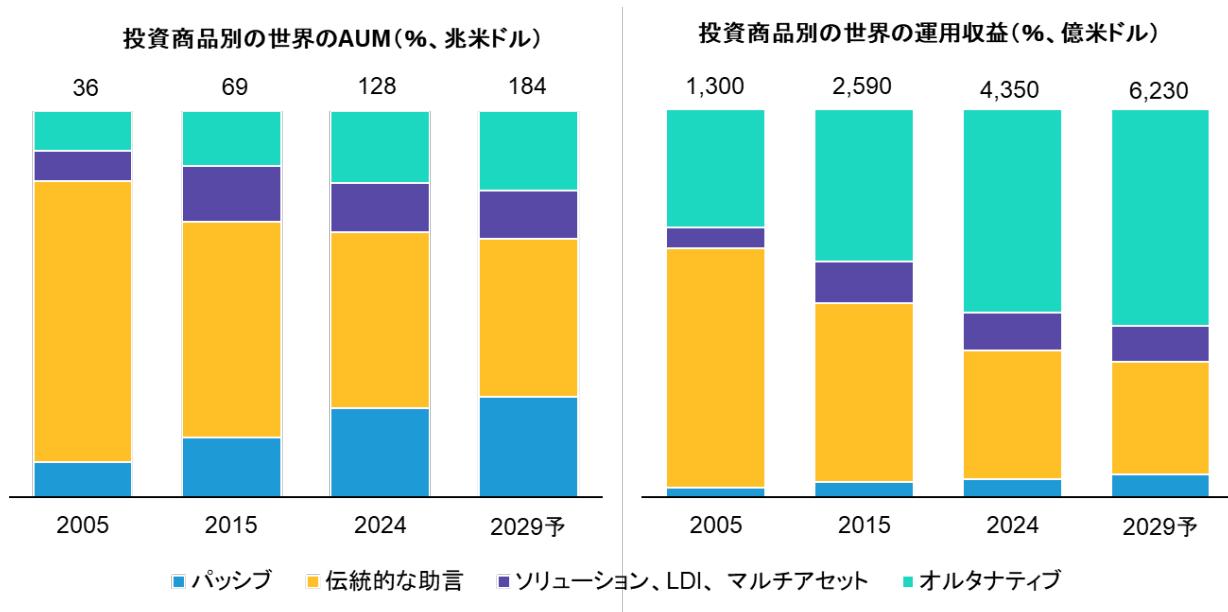
## 手数料

この業界では、資金の流れの多くは手数料によって左右される。これはもちろん理解できるが、それが実際に何を意味するかについては間違って伝えられている。AB が特に懸念しているのは、表面的な当初手数料が重視されていることで、それは重要な問題ではない。最も重要なのは、手数料を差し引いた実質リターンを最大限に高めることだ。しかし、それを事前に把握することは不可能であるため、心理的な近道として前者に焦点が当てられている。マクロ見通しを立てるためにはリスクの分解及び配分に関するより効率的な方法が必要だという AB の見解は、理想的には、手数料に関する考え方をポートフォリオ全体の手数料控除後リターンの最大化に重点を置いた方に変えることを意味している。それでも、こうした動きが早々に起きると考えるのは甘すぎると認識している。

当面は、パッシブ運用とオルタナティブ運用を重視するバーベル型の資産配分（図表 15）が続く見込みだが、本稿で説明した AB の見方では、こうした区分は時間とともに薄れていくと予想される。

<sup>13</sup> イニゴ・フレーザー・ジェンkins他 *Global Quantitative Strategy: Why company models need to move out of Excel and into Python*, Bernstein Research, October 4, 2018

図表 15: オルタナティブ投資は世界の運用資産の 25% 以下であるにもかかわらず、運用収益の 50% 以上を  
生み出している



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。

AUM:運用資産残高

2024 年 12 月 31 日現在

出所:BCG、AB

当資料は、2025年10月現在の情報を基にアライアンス・バーンスタン(AB)が作成したものをアライアンス・バーンスタ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標等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指標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・バーンスタン及びABはアライアンス・バーンスタン・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