



ALLIANCEBERNSTEIN®

米国例外主義、AI、 そしてトータル・ ポートフォリオに向けて

市場、戦略的資産配分、
資産運用業界の
将来に関する考察

2026 年版

イニゴ・フレイザー・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 **

モーリーン・ヒューズ *

エグゼクティブ・サマリー

* アライアンス・バーンスタイン・リミテッド（英国）所属

** アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー（米国）所属

序章

毎年発行しているこの書籍の目的は、戦略的見通しと資産配分を結びつける議論を提示するとともに、この議論が今後どのように進化する必要があるかを示すことにある。脱グローバル化や人工知能（AI）などのメガフォースは過去1年間で一段と加速した一方、人口動態の変化、高水準の公的債務、気候変動といったメガフォースも依然として存在する。これらのメガフォースに関連する具体的なテーマの一つは、株式及び通貨の観点から見て、米国が依然として例外的な存在かどうかという問題だ。本稿では、株式に関して肯定的な見解を、通貨に関しては否定的な見解を概説している。同様に、AIもまた投資家に複数の問題を投げかけている。本稿でアライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）が取り上げるのは、その中でも、本質的に最も戦略的、またはマクロ的な性質を持つ問題である。AIの生産性に関する問題は、人口動態や労働の未来と様々な形で密接に結びついていることをこれから示していく。

これらを踏まえると、投資の実務に関する問題が生まれる。これらのメガフォースがもたらす影響により、投資家は全体として、ここ数十年とは異なる投資パラダイムに適応する必要性が依然としてあるということだ。ABは、これが資産運用業界にとって何を意味するかだけでなく、投資手法について具体的に何を意味するかも論じる。ABは、これらのパラダイムに適応するための手段としてトータル・ポートフォリオ・アプローチの有効性を示し、その最終到達点を念頭に本稿の議論を構成している。

戦略的見通しを論じるには、今後数年間の成長率、インフレ率、リスク・プレミアムといった主要な金融変数の行方を左右すると考えられるメガフォースの動向を踏まえる必要がある。ABはそれらを以下のように捉えている。

AI：この1年で急速な進展が見られたが、それが総生産性、労働市場、社会的不平等、そして市場のバリュエーションに対し何を意味するかは、依然として不透明なままだ。AIが提起する認識論や政治哲学といった、より根本的な問いは言うまでもない。

脱グローバル化：イラン戦争は、世界が脱グローバル化に向かっているという見方をさらに裏付ける出来事となった。

債務：国内総生産（GDP）比で見たG7諸国の公的債務は、第二次世界大戦以降の最高水準にある。米国では今や債務の利払い費が国防予算を上回り、直近1年間には市場が英国、フランス、日本についてソブリン・リスクを織り込もうとする場面も見られた。ABは、戦略的な観点から、結果的に債務のマネタイゼーション（貨幣化）によってインフレ率が上昇するリスクが高いと見ている。

人口動態：ほとんどの先進国及び中国では生産年齢人口が減少している。厳格な移民政策を取る場合、米国人口もわずかながら減少することが考えられる。また、過去5年間で出生率が著しく低下しており、これが長期的な影響をさらに深刻化させている。このことは、(AIによる変化は別として)生産性が一定にとどまる場合、成長率の低下を意味する。日本の事例とは対照的に、これはインフレを招く可能性が高いとABは捉えている。

気候問題：AIの影響により、過去わずか18カ月間で電力需要見通しが驚くほど急速に拡大したことで、エネルギー転換目標の実現はさらに遠のいた。ABは、2050年という時間枠での達成は不可能だと考えている。したがって、気温は産業革命前と比較して2度以上上昇することが見込まれ、その結果、成長率が低下し、インフレ率の変動性が高まり、経済の先行きの不透明感が強まると予想される。

本稿では、これらの要因間のトレードオフについて論じている。これらの要因が相まって、均衡インフレ率は上昇すると見られる。AIによる追加的な経済成長については議論の余地が大きいものの、ABの基本シナリオでは、これらすべての要因を踏まえた全体の影響としては、世界経済の成長率は上昇ではなく低下すると考えている。

世界中の投資家とのミーティングにおいて、均衡インフレ率が上昇するという主張への反対意見はほとんど見られない。ただ、どの程度上昇するかについては意見が分かれている。しかし、資産配分はこれに応じた変化をしていないようだ。このかい離は、過去18カ月間における市場の期待インフレの推移と貴金属の値動きとの鮮明な対比に表れている。この間、今後10年間の期待インフレは変化していないが、一方で金価格は70%上昇している(図表1、3ページ)。これらの見方はいずれも長続きすることはないだろう。

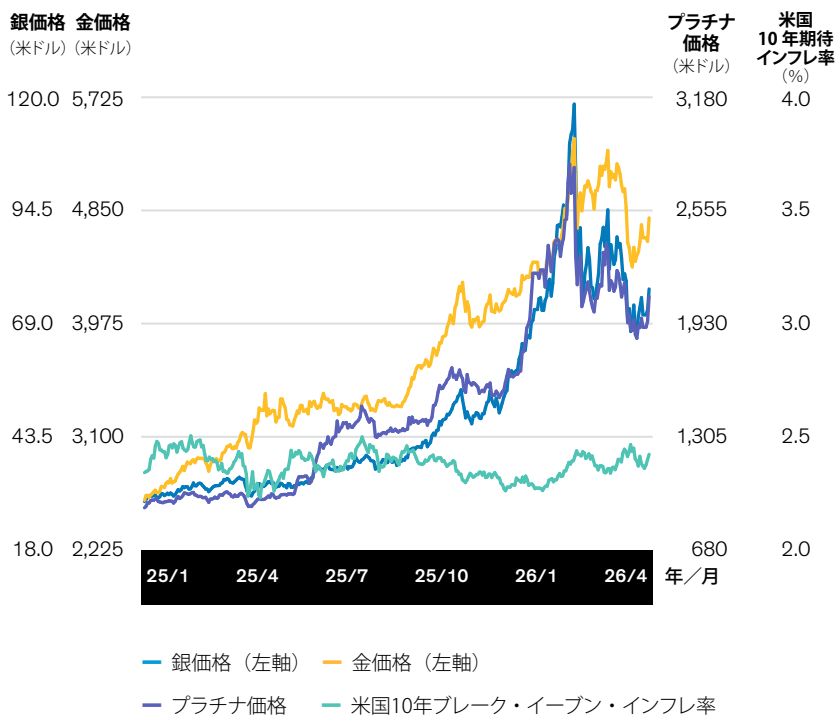
このような議論は、ABの最近のレポートに基づいている。『**ポスト・グローバルの世界に関する仮説**¹』では、これらのメガトレンドについての基本的な考え方を提示した。また、『**不安定化する世界：債務、インフレ、そしてAIが投資に与える影響**²』では、これらの要因のいくつかが市場の特定分野に及ぼす影響について論じた。本稿で最終的に提唱するトータル・ポートフォリオ・アプローチは、『**Are We Human or Are We Dancer?**³』(英語)において提示した、金融におけるプロセスと手法の重要性に関する議論をさらに発展させたものだ。

1 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、**ポスト・グローバルの世界に関する仮説**(AB、2024年5月) https://www.alliancebernstein.co.jp/app/wp-content/uploads/2024/09/The-Book-2024_Executive-Summary-J.pdf

2 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、**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**(AB、2025年6月) https://www.alliancebernstein.co.jp/app/wp-content/uploads/2025/09/The-Book-2024_Executive-Summary-J.pdf

3 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、**Are We Human or Are We Dancer?**(英語、AB、2021年7月) <https://www.alliancebernstein.com/content/dam/global/insights/insights-whitepapers/are-we-human-or-are-we-dancer.PDF>

図表 1：貴金属価格と市場の期待インフレ率のかい離が際立つ

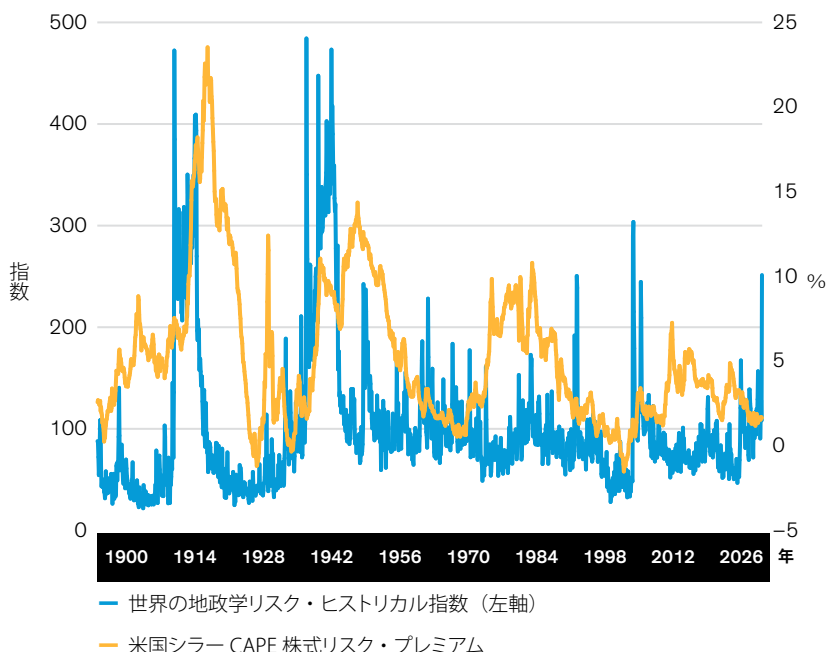


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026年4月8日現在 | 出所：マクロボンド、AB

上記では明示的に提示していない要因の一つに地政学がある。しかし、これは誰も軽視できないほど重要な要因だ。2025年初頭に米国の現政権が発足して以来、地政学は投資や市場の見通しを左右する要因の中でも最も大きな変化を遂げた。この変化は、AIや気候変動を除けば、世界経済、関税、その他のマクロ要因に関わるいかなる事象よりも重要であり、その影響は長期に及ぶとABは考えている。起こったことは、米国が主導してきた戦後秩序の大幅な解体である。イラン戦争は当然ながら大きく報じられたが、グリーンランドをめぐる対立もおそらく転換点だったと考えられる。額面通りに受け止めれば、米国が北大西洋条約機構（NATO）加盟国の領土を武力によって奪取すると脅したことになるからだ。同様に、国連などの多国間機関の地位低下、国家元首に対する「斬首作戦」の明白な常態化、国際法を少なくとも形式的にでも尊重すべきだという従来の考え方からの決別は、いずれも激変な変化と言えよう。

図表 2：地政学リスク指数と株式リスク・プレミアム



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。

CAPE：景気循環調整後株価収益率

2026 年 4 月 8 日現在 | 出所: Dario Caldara / Matteo Iacoviello, 「地政学的リスクの測定」、アメリカン・エコノミック・レビュー第 112 巻、第 4 号（2022 年 4 月）：1194-1225 ページ、<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.20191823>；マクロボンド、ロバート・シラーのデータベース、S&P、AB

NATO の終えんを織り込むモデルは誰も持っていない。その上、市場は地政学リスクを事前に織り込むことは苦手だ。過去 150 年間、地政学リスクの変化はリスク・プレミアムの上昇によって事前に織り込まれるのではなく、むしろ何か「発生」した時点で織り込まれる傾向にあった（図表 2）。こうした影響は発生時期の予測が困難であり、その規模も極めて大きいため、リターン予測にそれらを含めるのは誤りだと AB は考える。この点は、以下の株式セクションで論じる。投資家はまた、取引だけでなく、重要鉱物やコモディティのサプライチェーンに対し、技術的、専門的なアプローチを取るよりはむしろ、政治的・地政学的な意図を優先させるアプローチを念頭に置く必要があり、これは一過性ではなく、今後も続く変化だと AB は考えている。

米国及び米国資産の役割

本稿の最初の2章では、グローバル・ポートフォリオにおける米国資産の役割に焦点を当てている。米国株式や米ドルが例外的な存在かどうかは、顧客との多くのミーティングで取り上げられる極めて重要なテーマであるだけでなく、前述したメガトレンドのいくつかにも関連している。具体的には、AIとそれがもたらす生産性向上の可能性、高水準の債務及びインフレがその必然的な帰結かどうかという問い、そして各国間の人口動態の違いが該当する。

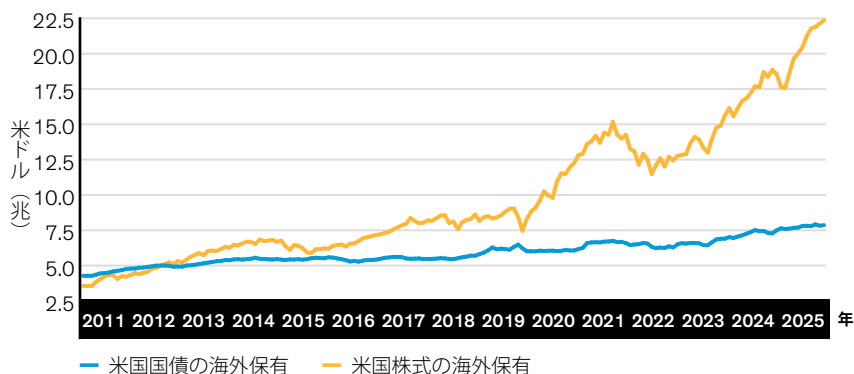
ポートフォリオにおける米国資産の役割とウェイトに関して、この1年間、ミーティングで膨大な時間を使って議論してきた。2025年初頭、世界の大半の投資家は米国資産を選好する姿勢を取っていた。しかし、昨年5月に広範な関税導入が発表された「解放の日」によって状況は大きく変わった。それ以降、気まぐれとも言えるような政策発表が相次いだことで、米国に対する信頼が大きく揺らいでいる。その結果、2025年初頭に見られた米国に対する一様に強気な見方はもはや存在しない。現在では、米国に対して非常に幅広い見方が存在する。米国株式に懸念を抱く投資家は、市場の集中、米国機関への攻撃、高い市場バリュエーションを理由に挙げることが多い。しかし、米国株式のアンダーウェイトはポートフォリオに対して、大きなアクティブ・リスクを伴うため、多くの投資家はその実行をためらっている。第1章で述べた通り、戦略的な観点から、グローバル株式の中で米国株式をオーバーウェイトすることが実際に適切であるとABは考えている。この見解の根拠は、成長性であり、米国では企業利益の伸びが世界の他の地域を上回る可能性が高いという点にある。この見方を裏付ける要因はいくつかある。生産年齢人口はおおむね横ばいで、絶対的な水準では過去40年のように増加することはないが、他の主要市場との比較では良好であり、相対的に高いGDP成長を示唆している。AIによる生産性向上についてどう考えるにせよ、米国企業の方がこれを有効に活用できる可能性が高い。一方、米国の例外主義には望ましくない面もある。それは、米国企業が規制当局を取り込んだことで、数十年にわたって実効法人税率がほぼ一本調子で低下している。GDPに占める企業利益の割合の上昇にはおのずと限界があるはずだ（そうでなければおそらく革命が起こるだろう）とみていたが、ABは近年見解を変え、米国のGDPに占める企業利益の割合が近い将来に平均回帰するとの想定を放棄した。何らかの理由で、米国の有権者はこの点をあまり問題視していないようだ。また、国内市場の規模が巨大なことや、サプライチェーンの地理的な安全性が相対的に高いことも米国株式を選好する要因として挙げられる。これらを総合すると、すでにベンチマークで大きな構成比を占めてはいるが、米国株式をそれ以上にオーバーウェイトとすべきだとの見方をABは支持している。

一方で、米国国債と米ドルに対しては弱気な理由が明確に存在する。最近、イラン戦争中に米ドルのパフォーマンスは堅調だったが、ABは米ドルがすでにピークを打ったと考えている。これは為替レートの観点ではなく、国際取引や中央銀行の外貨準備に占めるシェアという点においてだ。財政の持続可能性に対する懸念（これは米国固有の問題というより、実際にはG7全体の問題である）、地政学的理由からBRICS（ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカ）諸国による米ドルの代替手段の模索、米国への信頼の喪失（恒久的なものとなるだろう）が相まって、米ドルの安全資産としての地位が低下している。

ただし、こうした動きは急激な影響を及ぼすものではない。基軸通貨の地位は緩やかに変化するものであり、今回は 1920 年代から 30 年代にかけて 20 年を要した。また、米ドルの代替手段は現在のところ存在しない。さらに、ステーブルコインを他のデジタル通貨よりも優先するという米国の決定は、実際には米ドルに対する新たな需要を生み出している。第 2 章のこの点に関する議論では、世界の投資家は米ドルのエクスポージャーをより積極的にヘッジすべきだと提言している。また AB は、米国の名目長期債が、安全資産としての役割や、（デフレーション全般と同様に）株式リスクの分散手段としての役割を果たせるとは考えていない。

それにもかかわらず、ここ数年間、世界の投資家は米国債券を売り越していないという明白な事実がある（図表 3）。これは、例えば一部のアジアや北欧の年金基金が売却の検討を表明した発言とは相反しており、注目を引くものだ。これまでのところ、流動性への懸念やここまでの運用慣行が、ポートフォリオを再構築したいという口頭での意向の表明を圧倒的に上回っている。

図表 3：米国国債及び米国株式の海外保有状況



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。

2026 年 4 月 8 日現在 | 出所：マクロボンド、米国財務省、AB

4 イニゴ・フレーザー・ジェンキンス、ポール・ゲイト、アラ・ハームズワース、グローバル・クオンツ戦略：金保有の強力な根拠、バーンスタイン・リサーチ、2019 年 2 月 11 日

ここで、第3章のテーマである金について触れたい。ABは2019年以来一貫して、金に対して戦略的に強気を推奨している⁴。ABにとって、これは決して金だけを考慮した見解ではなく、株式に対する積極的な戦略的推奨と整合的なものだ。機関投資家が金を保有する主な理由は、インフレ率がどのような水準にあっても、金と株式との相関がゼロ近辺に維持されているという実証的な裏付けがあるためである。しかし、相関がないというだけでは、資産配分モデルにおいて金をオーバーウェイトにする十分な理由にはならない。しばしば指摘されるように、金について信頼できる価格目標を明示することは難しい。投資家はかつて、金を物価連動国債の利回りと関連付けて考えていたが、ロシアがウクライナに侵攻した際にこの関係は崩れ、現在の新たな地政学的環境下では、この関係が再び成立する理由は見当たらない。170年間という超長期の期間で見れば、金の実質リターンは平均で年率約0.6%であったという事実を根拠とすることもできる。しかし、これには難点がある。このリターンは極めて断続的であり、戦略的なポジションの根拠としては不十分と思われる。とはいえBRICS諸国、とりわけ中国が（時期や数量は不明ながら）地政学的な必然性から金購入を拡大すると仮定すれば、それによって目標実質リターンは多少高くなると見られる。もう一つの戦略的理由は、公的債務がすでに極めて高い水準に達している状況での法定通貨の見通しにある。これらを総合すれば、金に対して前向きな見方を取るのに十分である。ABはこれに、銀や暗号資産など、特性がやや異なる他の非法定通貨資産を組み合わせるが、基本的には金を第1に考えている。

2026年初頭のイラン戦争の際、金が安全資産として明らかに機能しなかった点について言及すべきだろう。これは戦略的な金投資にとって問題となるのだろうか。ABはそうは考えない。前述した要因はいずれも極めて長期的な性質を有するものであり、戦術的な観点から言えば、パフォーマンスが低迷する期間がないとは言えない。2025年には、投資家の金に対する需要が著しく高まった。具体的には、4四半期にわたって、投資家の金需要は宝飾品需要さえ上回ることであり、これは1980年代以降見られなかった現象だった。その後、流動性資産への需要やマージン・コールへの対応が、これまでパフォーマンスが非常に好調だった金に売り圧力をもたらした。

最後に、これは単なる言い回しの問題かもしれないが、ABは、もはや金をコモディティとして捉えるべきではないと考えている。この新しいパラダイムにおいて、金はより通貨に近い性質を示している。このパラダイムに関する議論が正しければ、非法定通貨資産全般の役割は、今後さらに拡大するとABは考えている。

AI

AIには複数資産についての戦略的な見通しに関連する、複数の異なる論点が存在する。

- AIは総生産性をどの程度向上させることができるのか。
- AIへの設備投資の水準は妥当か。そして、これは市場のバリュエーションやセクター・ローテーションにとってどのような意味を持つのか。
- AIは大量の資源を必要とする。これを資源収奪型産業と見なすべきか。もしそうであれば、インフレや物的経済への投資リターンにどのような影響を与えるのか。

- AIは必然的に雇用不安を生み出すのか。それとも、構造的失業を引き起こさなかった産業革命以降の他の技術革新と同様に、AIはもう一つの技術変化に過ぎないのか。より根本的には、AIは格差の拡大を意味するのか。
- AIは、人間の真実を判断する認識の枠組みや真実という概念にどのような影響を与えるのか。その社会的影響はどれほど深刻か。
- AIは民主主義と両立するか。

これらすべての論点について、いくつかのレポートが執筆される可能性があり、実際にそうなるだろう。本稿では、その中でもいくつかの論点が交差する分野に焦点を当て、最終的にはそれが戦略的なリターンやリスク水準にとって何を意味するかを考察する。

図表 4：AIと人口動態、気候変動が経済成長に与える影響

米国		ポジティブ・シナリオ	中間シナリオ	ネガティブ・シナリオ
人口動態	移民が最近のペースで継続	-0.6		
	中間		-0.8	
	厳しい移民政策			-0.9
気候変動	成長への影響なし	0.0		
	学術研究の平均値		-0.2	
	気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク（NGFS）のシナリオ			-0.6
労働・資本分配	企業側の分配割合が拡大	0.1		
	変わらず		0.0	
	労働側が分配割合を回復			-0.1
AI	必要とされる AI による押し上げ効果	0.5	1.0	1.6
	テクノロジー楽観論	2.5		
	最近の学術研究の平均値		1.0	
	Acemoglu、「AI の単純なマクロ経済学」			0.1

現在の分析や予測は将来の成果等を保証するものではありません。

2025 年 9 月 15 日現在 | 出所：Daron Acemoglu、「AI の単純なマクロ経済学」、エコノミック・ポリシー第 40 巻、第 121 号（2025 年 1 月）13–58 ページ、気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク、AB

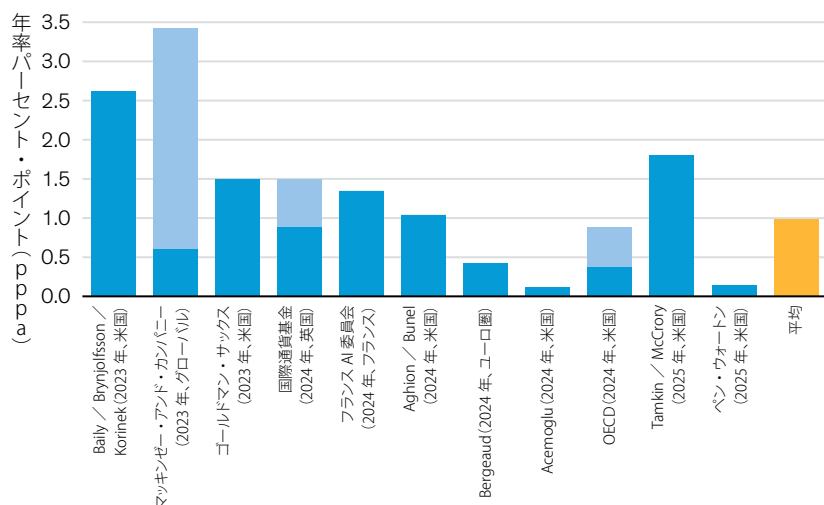
当然のことながら、AI が生産性を向上させるとの期待は大きい。「AI と人口動態」の章では、AI が一定程度、生産性を向上させると主張する際には慎重でなければならないと AB は指摘している。総生産性の大きな変化が本質的に予測可能であるとは限らない。生産性に関する長期的な想定が年率 1 パーセント・ポイント (pppa) を上回って変更されたのは、2000 年のテクノロジー・メディア・テレコムバブルの時が最後であり、その予測はその後修正を余儀なくされた。このため、まず、総生産性の成長率に関する仮定の作成から始めて、その後見通しを作成する手法には AB は懐疑的である。その代わりに、他のメガトレンドが成長に及ぼすマイナスの影響を推定し、AI がこの落ち込みを補うことが可能かを検討することで、予測プロセスを「逆算のアプローチ」で取り組む方法が望ましいと AB は考えている。

米国に関しては、このように数値を「積み上げる」ことが最も容易だ。生産年齢人口の変化と気候変動（戦略的成長率を押し下げる 2 大要因）に関する AB の中心シナリオに基づく、過去 40 年間の平均ペースで安定的な成長を維持するには、AI が今後 10 年間で生産性の成長率を 1 pppa 引き上げる必要がある（図表 4、8 ページ）。そこで問題となるのは、持続可能な 1 pppa の生産性成長は現実的かどうかだ。

この問題に答える一つの方法は、歴史に目を向けることだ。19 世紀初頭の蒸気機関の導入は、近代人類史上初めて持続的な生産性向上をもたらし、英国の一人当たり成長率を 0.8 pppa 押し上げた。したがって、もし AI が蒸気機関と同等の効果を持つのであれば、成長率低下の大部分を相殺できる可能性がある。これとは別に、この予測を試みた最近の学術研究にも言及する（図表 5、10 ページ）。こうした予測についてまず指摘すべき点は、その予測範囲が 0.1 pppa から 3.5 pppa と、あまりにも広すぎる点だ。したがって、こうした予測の誤差範囲はあまり参考にならない。とはいえ、平均値は 0.9 pppa であり、これもまた、AI が成長率低下の大部分を相殺できる可能性を示唆している。もっとも、それはここ数十年、我々が経験してきた水準に近い成長率を維持するにとどまり、成長率そのものをさらに押し上げることを意味しない。さらに、この見通しは、不平等、政治、地政学の観点における AI のマイナス面を考慮していない。米国以外では、人口動態の見通しがより悲観的で、AI の恩恵も米国より限定的となる可能性が高いために、米国のように、他の要因による逆風を AI によって大半を補うことは一般的に難しいと思われる。

生産性の変化は社会的にプラスにもマイナスにも作用し得る。生産性向上の予測では、生産性の向上が労働単位当たりの生産性を高めることによるものか、これまで自動化されていなかった業務を自動化して、従来の労働力を不要にすることによるものか、その割合は示されない傾向がある。200 年にわたり自動化や雇用喪失に対する懸念がたびたび表面化してきたが、技術革新が構造的失業の持続的な増加につながったという証拠は一切ない。もっとも、この見方はあくまで全体的なものであり、全体像の陰で、社会の一部の層が極度の苦境に陥った時期が存在したことを覆い隠している。したがって、社会的影響の分析には、全体だけでなく横断的な分析が必要だ。経済的な観点から言えば、様々な懸念は存在していたが、過去にテクノロジーは新たな雇用の創出につながってきたというのが実情だ。

図表 5：AI による生産性向上の学術的予測

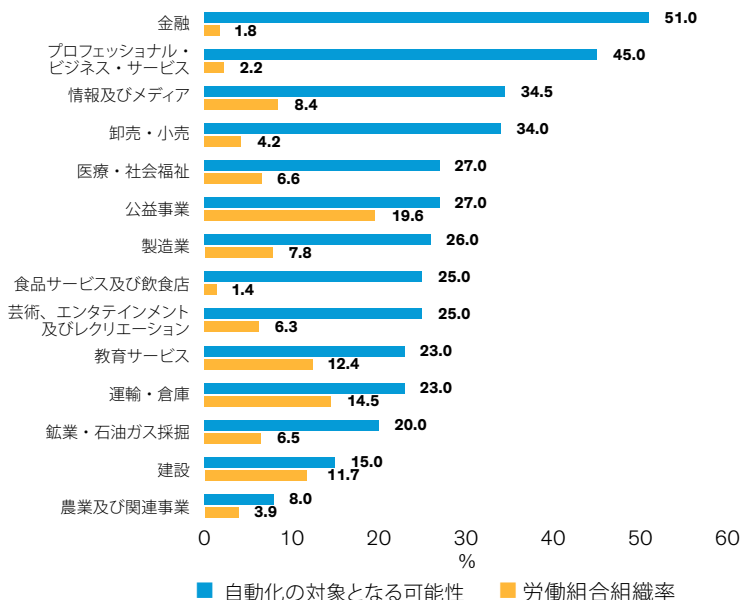


現在の分析は将来の成果等を保証するものではありません。

主な予測結果に幅がある場合は、その下限と上限を水色の棒グラフによって表示。また、予測が全要素生産性 (TFP) に関するものである場合、資本ストックの調整に用いる標準的な長期乗数を 1.5 として、労働生産性の予測伸び率を算出 (Acemoglu / Aghion / Bunel, Bergeaud, OECD)。予測の対象は括弧内の国または地域。

2025 年 12 月 18 日現在 | **出所**：フランス AI 委員会：Alex Tamkin / Peter McCrory、クロードとの会話から AI の生産性向上効果を推定する、アンソロピック、2025 年 11 月 5 日：Alexander Arnon、生成 AI が将来の生産性成長に与える影響の予測、ペン・ウォートン予算モデル、ペンシルベニア大学、2025 年 9 月 8 日：Antonin Bergeaud、「欧州の生産性の過去、現在、未来」プレゼンテーション、ECB 中央銀行フォーラム 2024：変革の時代における金融政策、セッション 4：短期的及び長期的なユーロ圏の生産性、パルトガル・シントラ、2024 年 7 月 3 日：Daron Acemoglu、「AI の単純なマクロ経済学」、エコノミック・ポリシー第 40 巻、第 121 号 (2025 年 1 月)：13–58 ページ：Francesco Filippucci / Peter Gal / Matthias Schief、「奇跡か神話か？人工知能によるマクロ経済上の生産性向上の評価」、ワーキングペーパー、**OECD 人工知能論文集**、No. 29、OECD 出版、経済協力開発機構、フランス・パリ、2024 年、<https://doi.org/10.1787/b524a072-en>：Jan Hatzius / Joseph Briggs / Devesh Kodnani / Giovanni Pierdomenico、人工知能が経済成長に及ぼし得る大きな影響 (Briggs / Kodnani)、グローバル・エコノミクス・アナリスト、ゴールドマン・サックス、2023 年 3 月 26 日：Martin Neil Baily / Erik Brynjolfsson / Anton Korinek、**マインド・マシン：AI による生産性向上の可能性**、ブルッキングス研究所、2023 年 5 月 10 日、<https://www.brookings.edu/articles/machines-of-mind-the-case-for-an-ai-powered-productivity-boom/>：Mauro Cazzaniga / Florence Jaumotte / Longji Li / Giovanni Melina / Augustus J. Pantan / Carlo Pizzinelli / Emma J. Rockall / Marina Mendes Tavares、「生成 AI：人工知能と仕事の未来」、スタッフ・ディスカッション・ノート、国際通貨基金、2024 年 1 月 13 日：マッキンゼー・アンド・カンパニー：Philippe Aghion / Simon Bunel、**AI と成長：現状は？**、サンフランシスコ地区連銀、2024 年 6 月、AB

図表 6：AI へのエクスポージャーと労働組合組織率



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。

2023 年 6 月 29 日現在 | 出所：アクセンチュア、米国労働統計局、米国労働省、AB

こうした背景があるとはいえ、現在の技術革新の波は、少なくともここ数十年に起こった重工業の自動化の波とは異なっているように見える。その違いは、職種の AI へのエクスポージャーと、それらの職種における労働組合組織率との間に著しい差があることだ。少なくともこれは、労働者側と資本側の交渉力におけるバランスが、資本側に有利な方向にシフトしていることを示唆している（図表 6）。本稿では、生産性向上と雇用喪失のトレードオフに関するモデルを提示する。もちろん、現在のような初期段階では、生産性向上に関して、労働力の置き換えと労働力の能力向上の内訳は定かではないが、このモデルを用いることで、トレードオフの規模を把握することができる。

本稿で AI を人口動態と組み合わせで議論しているのは、両者は、戦略的な観点からいくつかの理由によって密接に関係しているからだ。大局的には、先進国市場及び中国における生産年齢人口の減少によって、過去 40 年間に経験してきた世界と比べ、成長率が今後低下していくことが実現する可能性は最も高い。生産性が一定の場合、生産年齢人口が、

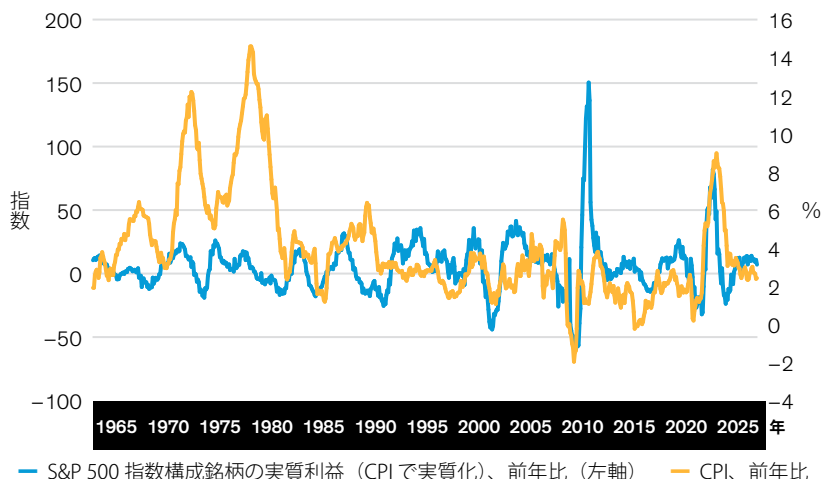
米国ではほぼ安定的に推移する一方、中国では1 pppaの減少が見込まれるため、全体的な成長率に関する当初の前提が1980年以降の平均に比べ、大きく変化することになる。AIは（もちろん大規模な移民を除けば）、規模的にこれを相殺できる唯一の要因となる。

これらの要因の相互作用にアプローチする、全く異なるもう一つの方法は、これまで問われてきた「将来、同じ数だけの労働者は必要なのか」という問いから始めることだ。この問いは19世紀初頭以来、公の場で幾度も提起され議論されてきたが、技術進歩によって将来、今ほど多くの労働力は不要になるとの結論には一度も達していない。この事実を踏まえると、この問い自体に暗黙のうちに含まれている、「将来、大量の労働者が不要になる」との主張は慎重に評価すべきだとABは考える。一方で、AIによる自動化が生産年齢人口の減少を相殺し得るという主張に対しても、ABは懐疑的だ。これらは全く異なる要因であり、同じ規模で作用するとは限らない。また、地理的・時間的な影響も異なる可能性が高い（つまり、米国に比べ、相対的に生産年齢人口が減少する欧州では、労働需要への影響がより緩やかになるだろう）。

AIに関する第2章「AIへの設備投資：めまいを覚えるほどの規模がもたらす光と影」では、AIに関連する巨額の設備投資は正当化できるかというテーマを掘り下げる。全体的な生産性向上について複数のシナリオを提示するが、その生産性向上のうち、AIハイパー・スケーラーがどの程度を売上として計上できるかについて一定の前提を置いて分析している。必要となる生産性向上は非常に大きいものの、決して実現不可能な水準ではない。ABの結論は、米国の超大型テック企業のバリュエーションを合理的に正当化することは可能だということだ。より大きな問題は、設備投資予算の大部分を占める半導体チップの減価償却サイクルよりも短い時間軸で、売上の推移を明確に把握することは困難だという点にある。現在に匹敵する設備投資サイクルは過去にもあった（鉄道網の整備、電化など）が、設備投資の減価償却を調整すると、一定期間に必要な投資規模の点で、現在の設備投資サイクルはおそらく史上最大である。これは、いずれ利益の推移について十分な情報が得られない「エアポケット」に陥る局面を迎える可能性が高いことを意味している。この点は大型ハイテク銘柄にとって弱気材料ではないが、市場のボラティリティ水準の想定は、非常に楽観的であることを示唆している。このため、ポートフォリオにはディフェンシブな投資が必要だが、これは本稿の別の箇所でも論じている。

AIは、成長に対する構造的な下押し圧力を相殺できる可能性を持つ、唯一の現実的な要素だが、AIが成長に与えるネットの影響はプラスだと広く想定されていることは、少し驚くことかもしれない。ABの中心的な予測もこの見方と同じだが、これは生産性向上に関する特定の前提に基づいた結果であることには注意が必要だ。別の可能性としては、AIが「あまりにも優秀」なため、労働力を積極的に代替し、結果的に需要を縮小させること、不平等を拡大させて社会的反発を招くこと、国の政治や地政学を極めて不安定化させることなどが考えられる。

図表 7：実物資産としての株式



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。

前年比：対前年同期比

1964 年 12 月 31 日から 2026 年 1 月 31 日まで | 出所：ファクトセット、マクロボンド、S & P、AB

株式

株式に対する戦略的に前向きな見方は、本稿で提示したマクロ見通しから導かれる結論の一つだが、それは積極的な結論ではない。株式は「十分に割高と評価されている」ため、冷静に見て、いかなる時間軸でも、株価収益率の拡大は見込めない。経済成長については、上振れではなく、下振れリスクがある。さらに、市場は集中度が高まっている。こうした状況は必ずしも好ましいとは言えないが、株式の主な投資根拠は、それが実質資産であり、しかも流動性の高い資産だという事実にある。均衡インフレ率が上昇する可能性が高まる中、投資家は実質リターンの創出が可能な投資対象に注目する必要に迫られるはずであり、株式はその中核に位置づけられると考えている。

インフレ率が緩やかに上昇する限り、株式は実質資産のように機能することが可能だという実証的裏付けは、この見方にとって重要だ。均衡インフレ率が 4% を超えない限り、株式市場では実質利益が堅調に拡大する（図表 7）。

市場の高いバリュエーションや集中度は無視できない。米国市場における上位 10 銘柄のウェイトで測定される集中度は、過去にも見られた水準だ。1960 年代や第一次世界大戦前にも、同様の水準を記録した。米国以外の市場でも、この水準の集中度を定期的に上回っていた。とはいえ、過去からの推移と比較すると高水準にある。AB の調査によれば、高水準のバリュエーションと高水準の集中度が同時に存在する場合、これは市場がマイナス・リターンとなる必然性を意味するのではなく、ボラティリティが高まることを示唆している。したがって AB は、株式に対して戦略的な強気スタンスを維持する中でも、特に、裏付けのある投資テーマが存在する場合には、ディフェンシブな取引を組み入れる余地があると考えており、この点については後述する。

本稿で概説した戦略的見通しに対して、世界は確かに以前より「リスクが高まっている」のだから、それは資産価格、特にリスク・プレミアムに反映されるべきだという反論は妥当なように見える。資産価格理論に従えば、そう考えるべきだ。しかし、いくつかの要因を踏まえると、この考えは必ずしも強固ではない。第 1 に、「将来はリスクが高いように見える」というわなに陥ってはならない。過去を振り返れば、いつの時点でもそう言えたはずだ。とはいえ、気温が 2 度を上回って上昇することや AI は、これまでに経験したことのない新たな種類のリスクのように感じられ、これら 2 つの要因によって、いかなる長期予測でも、シナリオの幅が大きく広がるという見方には十分な根拠がある。さらに、過去 18 カ月間で最大の変化は、地政学的秩序の崩壊である。先に指摘したように、戦後の米国主導の秩序や NATO が終えんを迎えるリスクが資産価格に与える影響に関して、説明可能なモデルは誰も持っていない。第 2 に、株式リスク・プレミアムがこの種のリスクを事前に織り込むことを示す証拠はほとんど存在しない以上、そのような前提を長期的に組み込むことは誤りとなる可能性がある。

戦略的な株式予測の詳細を丹念に検討することは可能だ。成長率見通しのわずかな変更は、年間株式リターンの予測値を約 50 ベーシスポイント (bps) 上下させる可能性がある。しかし、均衡株式リスク・プレミアム (ERP) の前提の変更は、年間リターンの想定を 200 bps 以上も動かす可能性がある。これはすべてのストラテジストにとって大きな問題だ。均衡 ERP の前提の変更は、常に科学というよりも芸術の域に属する。均衡の前提の根拠となる期間は過去のいつの時点か。シラー株価収益率が 39 倍にある現在、たとえ ERP を引き上げたくても、その余地はほとんどないのが厳然たる事実だ。もし、引き上げれば、株式リターンの予測はマイナスとなり、戦略的に株式を売却するよう推奨せざるを得なくなる。それを正当化できるとは思えない。

これは、おそらく論理の飛躍や本末転倒のように聞こえるだろう。確かにそうかもしれない。しかし、長期投資家にとっては、たとえそのリターンがここ数十年で投資家が経験してきた水準を大幅に下回っても、株式がプラスの実質リターンをもたらし得るという証拠の方が重要だと AB は考えている。高いバリュエーションには、ある程度それを正当化する要因も存在する。企業の収益性の持続性が高まっていることを示す証拠、実質金利が上昇して平均値に回帰するとは限らないという観察結果、企業利益が GDP に占める比率の上昇が挙げられる。以前述べたように、こうした状況には限界があるはずだが、その限界が近づいているという証拠は見当たらない（社会的観点からは驚くべきことかもしれないが）。

市場がボラティリティを過小評価していることを踏まえ、AB はディフェンシブな投資を組み入れたいと考えている。特に、戦略的な裏付けがあるテーマが存在する分野ではなおさらだ。その一例がヘルスケアだ。AB は 2025 年にこのグローバル・セクターに対して戦略的に前向きな見通しを打ち出し、それ以降、現在もその見方を維持している。この点に関しては、「米国のヘルスケア：構造的な成長機会に対する魅力的なバリュエーション」の章で詳述している。ヘルスケアは、本稿で述べているマクロの構造的テーマと合致し、高齢化という人口動態の変化から長期的に恩恵を受ける可能性が高い。また、医薬品開発と介護の両分野において、AI の恩恵も期待できる。同セクターはすでにアウトパフォームしているが、依然として長期平均に比べて割安な水準で取引されている。確かに短期的な規制リスクは存在するものの、これらはポートフォリオの他の分野におけるリスクとは性質が異なる。さらに、ポートフォリオ構築の観点から見ると、大型テクノロジー株に依存しない成長要素をポートフォリオ全体に組み入れることができる。

ポジショニング

長期的な均衡インフレ率の上昇、成長率の小幅な低下、高い当初株価収益率という戦略的見通しは、将来的に実質リターンが低下し、従来のリターン源泉から得られる分散効果が減少することを示唆している。しかし、主要な資産クラスがプラスの実質リターンを生み出すと考えているため、これは弱気な見通しではない。16 ページの図表 8 では、AB の資本市場に対する予想が過去 15 年間の平均とどのように異なるかを示している。結論として、投資家が達成可能なリターン／リスクの「スペース」は、以前よりも小さくなるということだ。

AB は過去のレポートにおいて、他の目標よりも購買力の維持を優先する必要がある投資家（すなわち投資家の大多数）は、インフレをベンチマークにすべきだと論じてきた。これは、戦略的に実物資産へのオーバーウェイトが必要であることを意味し、株式は実物資産の中で最大の割合を占めるものである⁵。AB は名目デフレーションへのアンダーウェイトを維持し、プライベート資産、ファクター投資、非法定通貨資産への投資を引き続き推奨する（図表 9、17-18 ページ）。

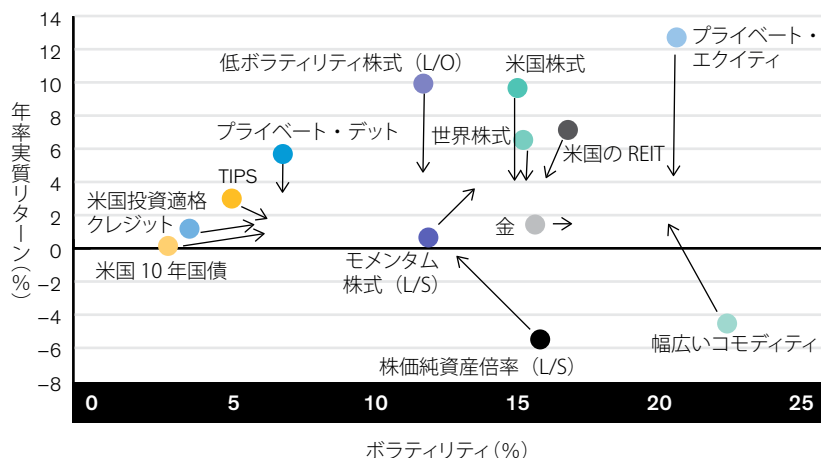
投資の実務

本稿の後半では、投資プロセスと、戦略的見通しがポートフォリオ構築にどのような変更をもたらすかを考察する。戦略的見通しや資産クラスのリターン予測について論じるだけでなく、投資パラダイムの転換は、投資手法そのものを変更させるのに十分なものと AB は考えている。

AB は、投資パラダイムの転換の論理的な帰結として、トータル・ポートフォリオ・アプローチ（TPA）に対する関心の高まりを示していると考えている。TPA の考え方は 10 年以上前から存在しているが、顧客からこのアプローチに関する質問が顕著に増加している。

⁵ 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、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（AB、2025 年 6 月）
https://www.alliancebernstein.co.jp/app/wp-content/uploads/2025/09/The-Book-2024_Executive-Summary-J.pdf

図表 8：資本市場の予想はばらつきを見せている



過去の分析や現在の予測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、REIT：不動産投資信託、TIPS：インフレ連動国債。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米国小型バリュエーション指数に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プ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：ブラックロック、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、MSCI、プレキン、AB

これには2つの理由がある。第1に、投資家は、何らかの形で、リターンの低下と利用可能な分散効果の低下というABの見方を認めていることが挙げられる。第2に、投資家はTPAを、ポートフォリオにおいてパブリック資産とプライベート資産への投資を統合する手段と見なしている。

「総合芸術作品としてのポートフォリオ設計：トータル・ポートフォリオ・アプローチ」と題した章では、TPAへの関心の高まりが今後も続くとABが考える理由、TPAとは何か、TPAが資産配分にとって何を意味するのかを解説している。TPAの本質は、投資における

図表 9：資産クラスに関する戦略的見解

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」は依然として成立／バリュエーションと市場の集中がリスク要因
米国中小型株	+	歴史的に、アクティブ運用マネジャーによる強力なアルファ創出が期待できる分野
海外の先進国	中立	バリュエーションは魅力的だが、米国に比べて人口動態や脱グローバル化による成長へのマイナス影響が大きい
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
欧州	中立	成長のけん引不足が課題。最近のインフラと防衛の支出増加が支えとなる可能性。バリュエーションはオーバーウェイトの根拠には不十分だが、水準が割安のためアンダーウェイト回避
EM 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投資先としての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／トランプ大統領のために見通しに対するリスクが上昇（保護主義、米ドル高）
中国	-	好ましくない人口動態／不動産不況／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、構造的な追い風がある（ROEの持続性向上、テクノロジー及び AI テーマへのエクスポージャー）
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
デュレーション アンダーウェイト		
米国国債：長期債	-	構造的なリスク／財政の持続可能性、脱ドルの動き／インフレ率のボラティリティ／分散効果の消滅
米国国債：短期債	+	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
ユーロ圏の国債	-	過去に比べ魅力的な利回り／地政学的リスクと域内の政治リスクで相殺

資産クラス	推奨 vs. 60/40	コメント
実物資産 オーバーウェイト*		
REIT 及び天然資源資産	中立	実物資産：戦略的インフレヘッジ
米国 TIPS	+ *	魅力的な長期リターン／インフレからの資産保護
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
プライベート資産		
プライベート・エクイティ	中立	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	+	現在及び将来の利回りは魅力的／変動金利がインフレから資産を保護する役割を果たす／伝統的な銀行貸出の減少が追い風に
非法定通貨資産		
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／脱ドルの動きから恩恵

過去の分析や現在の予測は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

EAFE：欧州、オーストララシア、極東；EM：新興国市場；REIT：不動産投資信託；ROE：自己資本利益率；TIPS：インフレ連動国債

* ベンチマークに対する配分が小規模またはゼロの資産

2026 年 4 月 13 日現在 | 出所：AB

サイロ（縦割り構造）を排除することにある。一例として、主として資産クラスに基づいて資産配分を行うのではなく、資産クラス、ファクター、戦略を表す一連のリターン源泉としてポートフォリオを捉えることが挙げられる。このアプローチを採用する者の大半は、この定義に同意するだろうが、これが実務上何を意味するかという点は大きく異なっている。そこから、TPA の採用における数多くの障壁についての議論につながる。TPA を採用するには、ガバナンス構造やリスクの定義を大幅に変更する必要がある、そうした変更は慎重な姿勢で取り組まなければならない。さらに、組織変更や、移行を主導する個人のキャリア・リスクを伴う可能性が高い。したがって、完全な形式での採用には相当な時間を要すると見られ、「折衷案」が多く採用されるだろう。

本稿では、TPA を構成する要素に関する AB の見解を提示し、それが従来の戦略的資産配分とどのように異なるかを示す。その結果、ポートフォリオはファクター戦略やアクティブ戦略への配分比率が高くなり、従来の資産分類には収まりきらないニッチな戦略の余地も増えることになる。TPA の採用が進めば、資産配分全体にも変化が生じると AB は

考えている。例えば、実物資産やプライベート資産への配分が高まり、ファクター戦略への投資が増加し、名目債券への配分は低下する可能性が高い（TPA の一つの目的は、株式リスクの分散手段としてより幅広い投資対象の活用を促すためである）。これは、固有のアルファの定義に関する AB の以前の研究をさらに発展させたものと AB は捉えている。というのも、TPA ポートフォリオを構築する上で、この特性を備えたリターンを特定することは重要だからだ⁶。一般的には、これは投資においてプロセスに一層焦点を当てるべきだという AB の主張と合致しており、この考え方は AB のレポート、『**Are We Human or Are We Dancer?**⁷』（英語）で詳細に論じている。

「第 8 章—資産運用の未来：マクロ的要請」では、戦略的投資見通しの変化が、資産運用業界全体にとって何を意味するかを考察している。購買力を維持できるリターンを生み出す必要性と、ポートフォリオにおいてプライベート資産の役割の拡大が続く可能性が高いことを踏まえると、マルチアセット投資や OCIO（アウトソースド CIO）体制が引き続き増加すると見られる。一方、限界的な資本調達が多くがプライベート市場で実行される世界では、長期資金の提供者としての保険会社の役割がさらに高まるため、保険会社と資産運用会社との提携も増加するだろう。

最大の投資課題の一つは、現代の退職問題である。具体的には、インフレ率の上昇、平均寿命の延伸（もちろん、これ自体は喜ばしいことだ）、期待リターンの低下、確定給付型年金制度の利用機会の減少、債務水準と人口動態上の課題を背景に、国のセーフティネットの実質価値が脅かされていることが挙げられる。これは主に社会的・政治的な問題であり、多くの主要国に当てはまる。しかし、この問題の解決策を見いだす手助けは、資産運用業界が果たすべき役割だ。

資産運用業界の将来とマクロ的潮流を結ぶもう一つの接点は、デジタル資産の役割にある。当初の焦点は暗号資産の役割にあるが、ポートフォリオにおける非法定通貨資産へのエクスポージャーが望まれるようになる世界において、暗号資産には果たすべき役割があると AB は引き続き考えている。しかし、業界にとって長期的に重要な役割は、資産のトークン化を進め、それによって低流動性の実物資産を容易にポートフォリオに組み込めるようにすることだろう。最後に、第 5 章では、投資における AI の役割、特に AI が金融モデルの構造をどのように変化させるかについて考察する。AB は、少なくとも短期的には AI が投資判断をどの程度自動化できるかについて懐疑的である。理由の一つは、金融市場が再帰性（市場参加者の予測や行動が市場価格を形成するという自己循環的構造）を持つためだ。

6 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、モーリン・ヒューズ、**ポスト・グローバルの世界に関する仮説**（AB、2024 年 5 月）
https://www.alliancebernstein.co.jp/app/wp-content/uploads/2024/09/The-Book-2024_Executive-Summary-J.pdf

7 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、モーリン・ヒューズ、**Are We Human or Are We Dancer?**（英語、AB、2021 年 7 月）
<https://www.alliancebernstein.com/content/dam/global/insights/insights-whitepapers/are-we-human-or-are-we-dancer.PDF>

ディストピア

本稿の最終章はガリレオ式対話形式によるフィクションである。フィクションであるとはいえ、そのテーマは極めて深刻だ。ABは、現代の投資における2つの特徴、すなわち時価総額加重型指数のパッシブ運用による市場の席けん及び少数の超大型企業の出現について論じている。ABは、いずれかの特徴が他方を引き起こしたと主張しているわけではないが、両者は相互に絡み合い、ディストピア的な共生関係を形成している。ディストピア的だと考える理由は、超大型企業の行動が競争を阻害していることに加え、パッシブ運用の対象である指数において市場集中度が大きく上昇したことから、「パッシブ」投資は普及が始まって以降の数十年間に比べてリスクが高まっているためだ。

超大型企業の台頭が、競争状況や資本主義の機能にとって何を意味するかについては議論の余地がある。それらは資本主義の勝利を表していると主張することもできるだろう。しかし、ABは必ずしもそうは思わない。寡占は競争を阻害する可能性がある一方で、企業と国家間の交渉力の変化も示唆している。こうした巨大企業の台頭は、独占禁止法の執行が十分ではなかったことや、いわゆる「規制のとりこ（規制当局が本来監視すべき対象である企業や業界団体の利益の擁護者・代弁者のようにになってしまう現象）」が進んだことを示唆している。これは、資本主義経済の機能を活性化させたいと考える人々にとってのジレンマである。競争を促進する動きは、集中度の高い市場におけるリターンを脅かす可能性があるからだ。実務的な面から言えば、投資家が今後経験するであろうボラティリティについて、市場は過小評価している可能性がある。

本稿の全体的な論旨は、金融資産のリターンを最終的に規定する構造的要因に変化が生じているというものである。つまり投資家は、1980年代初頭以降の極めて特殊な時期であったと証明された状況と比較して、リターンや資産間の相関関係が異なるものになると想定する必要がある。これは必然的に市場構造や企業とその他のステークホルダーとの力関係に関する問題とも結びついている。そのメッセージは弱気なものではないが、投資家は戦略的な資産配分を見直すべきであることを示唆している。その一つの対応策として、個別の資産クラスごとの「サイロ化」から脱却し、ポートフォリオ全体に焦点を当てることをABは提案する。

当資料は、2026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ようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

・ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をご覧ください。

・ お客様にご負担いただく費用：投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ・ 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限 3.3%（税抜 3.0%）です。
- ・ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限 0.5% です。
- ・ 保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】一般社団法人資産運用業協会／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

