



ALLIANCEBERNSTEIN®

2026年8月

「100年ポートフォリオ」: 鍵は資産配分よりも 投資姿勢に

超長期投資について今、語ることが逆説的なのは、私たち自身も十分認識している。汎用人工知能(AGI)の実現可能性と気候変動によって、おそらく近代史上で最も投資の先行き不透明感が高まっているためだ。さらに、足元で急激に進む地政学的変化は、過去75年にわたる米国主導の世界秩序が将来も続くと思ひ込む「直近バイアス(recency bias)」を捨て去ることを私たちに迫っている。

それでもなお、超長期の投資を計画する能力を有することは重要だ。資産運用業界では、ファミリーオフィスや政府系ファンド(SWF)が運用する資産の割合が高まっており、こうした投資家は数世代を視野に入れた運用方針を有していることも多い。

長期投資は単に短期投資をつなげたものではなく、投資プロセスも異なるものであるべきだ。実際のところ、これほど長期にわたる投資において重要な特性は資産配分ではなく、むしろガバナンスにある。アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は、超長期投資は幾つかの重要な点で、一般的な投資とは異なると考えている。

イニゴ・フレイザー・ジェンクス

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:

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**

まず、この逆説的な論点から本稿を始めたい。地政学的・経済的な秩序にはこの1年間だけで、過去のほとんどの十年間よりも大きな変化が生じた。加えて、テクノロジー決定論者は人類が10年以内にAGIを実現すると予想しており、その結果、人類文明の発展史上、他に類のない変化がもたらされるだろう。完新世(約1万1700年前から現在まで)において、地球温暖化が前例のないレベルまで進む可能性もあり、それが経済・政治に及ぼす影響を予想することは困難だ。こうした激動の情勢下で、なぜ「100年」という長期的な視点に立った考察を行うことが、冷静かつ妥当だと言えるのでしょうか。私たちは、むしろ資産運用に占めるファミリーオフィスや富裕層個人、政府系ファンド(SWF)の割合が高まっている中で、超長期投資が一層重要になるとみている。こうした投資家は、複数世代にまたがる真に長期的な時間軸に立った資産運用を拡大していくと予想されるためだ。戦略的投資の環境が激変する中で、長期的視点に立つ投資家は、そうした環境変化が自らにどう影響するのかを改めて考える必要がある。

だが「100年ポートフォリオ」とは何を意味するのだろうか。このフレーズそのものに何らかのロジックが含まれるのだろうか。肝心なのは資産配分そのものよりも、むしろガバナンス、ベンチマーク、プロセスだと私たちは考えている。なぜなら、資産配分を一度決めたら100年間リバランスができないわけというのではないからだ。よっておそらく、ガバナンスのプロセスを重視することが超長期投資の鍵となるだろう。

長期投資は短期の投資判断を繰り返したものに過ぎないと言う人もいる。そのような考え方では長期投資と短期投資の違いは見てこないだろう。長期と短期の投資判断が多くの点で重なることは事実であり、長期を重視するからといって短期を無視していいわけではない。だが長期は短期の集合体に等しいという考え方は受け入れがたい。両者の違いが最も顕著になるのはガバナンスであり、特に第三者に資産運用を委託したり、ベンチマークや目標で合意したりする際に伴うエージェンシー問題においてだろう。また投資アプローチによってアルファ(超過収益)の減衰期間が異なるという問題もある。その最も顕著な例として、トレンドの継続を前提とするモメンタム・ベースのシグナルに基づく投資と、平均に回帰するまで相当の期間を要するディープ・バリュ投資とでは、この時間軸が大きく異なる。プライベート資産投資でも同様の違いが生じる可能性がある。資金調達の方法に大きな構造的変化が生じているほか、パブリック株式市場の相対的な重要性が低下していることから、少なくとも短期的な流動性を必要としない投資家にとって、資産配分に占めるプライベート資産の割合は構造的に拡大していくだろう。

超長期の投資について考えるに当たり、投資家は、金融資産の実質リターンが極めて好調だった過去40年間を振り返る必要がある。名目リターンやインフレ率、ポートフォリオのボラティリティという観点から見ると、過去40年間は例外的な期間だった。実際、この期間のリターンはその前の数世紀を上回っており、特異な期間と言えるだろう。それを可能にした世界経済の大金融化は今後も継続するという見方もあるが、ABはこの好調なトレンドが持続する可能性は低いと予想している。さらに考慮すべきなのは、過去80年にわたり続いてきた米国主導の国際秩序に対する「直近バイアス」だ。この間、北大西洋条約機構(NATO)や国際連合(国連)のような組織が国際問題で重要な役割を果たした。このような組織の消滅をモデルに織り込んでいると主張できる投資家はいないだろう。

ここで想定している投資期間は、明らかに一人の人間の生涯よりも長い。個人の一生だけを投資期間と考えるのであれば、少なくとも個人にとって、自分が将来の収入を生み出す力も、資産配分の一部として捉える必要があるだろう。例えば、自分の収入は、株式市場などの影響を受けやすいのか、といった点も踏まえて資産配分を考えるべきだ。

本稿では、100年投資のプロセスを支える中核的な考え方について取り上げる。このアプローチは、従来の投資プロセスとは幾つかの重要な点で異なるが、その違いの多くは資産配分よりも投資プロセスやガバナンスに関わるものだ。こうした新たなプロセスの背景にあるのは、過去40年間の市場環境を例外的に良好な時期と捉え、そのように恵まれた環境が今後繰り返される可能性は低いという将来観だ。100年投資プロセスの主要な柱は以下のとおりである。

- 先行き不透明感の高まりを踏まえ、分散投資の考え方を見直す
- 購買力を確保する必要性／ベンチマークとしてのインフレ率
- リスク指標は投資期間によって異なる。この観点から、株式と債券の相対的リスクは一般通念とは異なる可能性がある
- 資産がディストレスト化し、他の投資家が不安になるような局面での投資のオプション価値を別にすれば、流動性クッションという役割はそれほど重要ではない。しかし、このオプション価値は、ガバナンスの枠組みが整っているか、またそのような状況で実際にディストレスト資産に投資する可能性がどの程度あるのかに左右される。またこの投資アプローチでは、市場全体ではなくある程度個別性の高いディストレスト化した資産への投資に利用できるかどうかも重要で
- 超長期の均衡リターンの予想はバリュエーションよりも「ファンダメンタルズ」に左右される。この点において過去40年間は特別だったのであり、今後40年間もそうなることを予期すべきではない。

ここでは主に投資プロセスについて述べたが、超長期のポートフォリオに求められる特徴とは何だろうか。AB は、超長期のポートフォリオは実物資産の比重を高く設定するか、または実物資産のみで構成すべきだと考えている。実物資産には物理的な資産に加え、株式も含まれる。よってポートフォリオは株式と、厳選された物理的な実物資産を組み合わせたものとなる。超長期の視点を重視するガバナンス体制が確立され、短期的なパフォーマンス測定の要請に妨げられないのであれば、極めて流動性の低い資産への投資余地は明らかに拡大する。より困難な課題は、世界経済がどのような状況であろうと、優れたパフォーマンスを発揮できるポートフォリオを構築することである。そのようなポートフォリオを分散投資の中核的な原動力とすべきであり、歴史的に低相関の資産を流動性の源泉として捉えるべきではない。

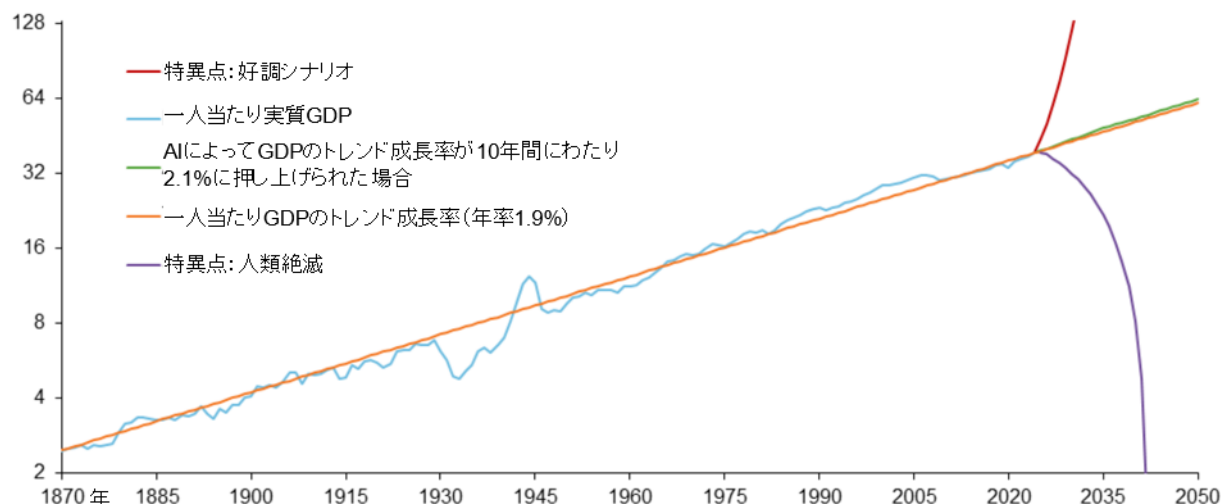
未来はいつも不透明だ…「今回は違う」のだろうか

投資期間が長期にわたる以上、投資家は最終的なパフォーマンスに至るまでの経路リスクと、考える経路の幅広さに対応しなければならない。「未来はリスクが高いように見える」という決まり文句は基本的に無益であり、使いたくはない。確かにいつでもそう主張することはできし、過去数十年にわたりそう主張されてきた。しかし今日では人工知能(AI)と気候という、性質の異なる2つの突出した課題が存在する。これらの課題がもたらす結果は極めて振れ幅が大きいと予想するのには十分な根拠がある。こうした文明レベルの影響を及ぼす2つの要因以外に、少なくとも過去75年間の「直近バイアス」に注意を払うべきことを示す他の要因もある。その代表例が、NATO 存続の危機といった急激な地政学的変化や、米国の富の格差の拡大とそれに伴う社会的・政治的不透明感の高まりだ。

AI に関しては、次のダラス連銀の図表が、AI がもたらしうる結果の振れ幅を端的に示している。次の図表は、成長トレンドが持続した場合や、前例のない飛躍的な高成長が実現した場合、及び人類絶滅に伴ってゼロ成長に急低下した場合を想定し、AI が一人当たり国内総生産(GDP)に及ぼす影響の範囲を示している(図表1)。

図表 1: 各シナリオに基づく AI 主導の一人当たり GDP の変化

1990年の米ドル価(米千ドル)、対数スケール



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。

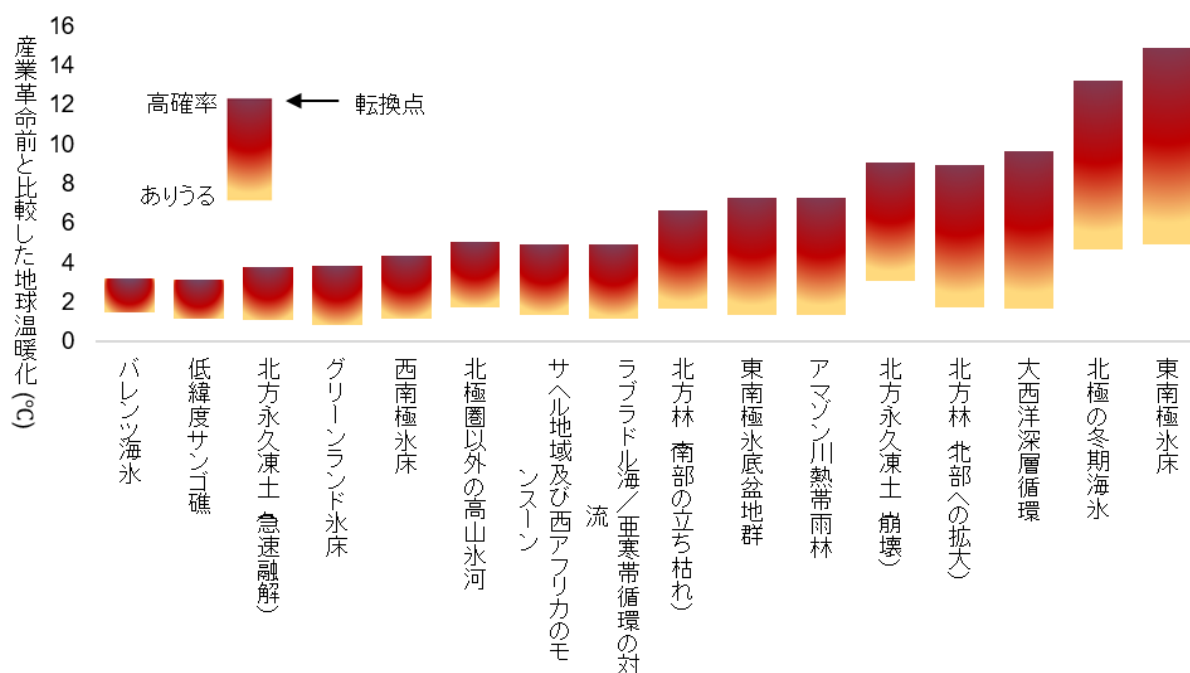
青い線は一人当たり実質国内総生産(GDP)を1990年の米ドル価で表したものです。オレンジの線は1870年から2024年のデータに適合させたトレンド成長率(年率1.9%)を、赤、緑、紫の線はそれぞれ別々のシナリオに基づく一人当たりの仮想GDPを表しています。

2025年6月24日現在

出所: 米経済分析局、ヘイバー・アナリティクス、Macrohistory.net、国連、<https://www.dallasfed.org/research/economics/2025/0624>、AB

同様に気候変動が資本市場の見通しに及ぼす影響も分析したが、主な影響は成長率の中心的な予想値の低下ではない。2050年までに排出量ネットゼロを実現できなかった場合、成長率が低下するとの予想に変わりはないものの¹、気候変動による最大の影響は、成長率とインフレ率という主要な経済変数の振れ幅が拡大することである。その理由はいくつかある。まず、気温が成長に及ぼす影響について自信をもってモデル化できないこと。次に、気温上昇が大規模な人口移動を引き起こし、その結果として政治にも重大な影響を及ぼす可能性があること。さらに、さまざまな非線形的な転換点の発生確率が気温上昇と結び付いていることだ(図表2)。

図表 2: 転換点と非線形的な結果のリスクは気温と共に上昇
1.5°Cから2.0°Cという範囲の真の重要性



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。

2023年7月4日現在

出所: マッケイほか、1.5°C以上の地球温暖化は気候変動の複数の転換点をもたらす可能性(2022年)、トラストほか(2023年): 皇帝の新気候シナリオ、英国アクチュアリー協会 (<https://actuaries.org.uk/media/5d1j5tud/the-emperor-s-new-climate-scenarios.pdf>)、AB

上記の評価が示す、投資家にとっての重要な意味合いは、実質成長率の中心予想が低下することではなく、起こり得る結果の振れ幅が大きく拡大することだ。資本市場の見通しに関する経路リスクを考える際は通常、過去の実績に基づく変動レンジを用いるのが一般的だ。それもできるだけ長い期間の歴史的データを使用することが望ましい。ただし、前述した2つの要因、すなわちAIと気候変動が示唆する経路は、過去に経験した範囲に収まらない可能性がある。このことは期待リターンだけでなく、資産クラスの共分散にも影響を及ぼすだろう。

ポートフォリオを設計する上で、経路リスクの高まりについてどう考えるべきだろうか。このような問題は、各資産クラスのリターンの分布特性に関する確信を弱めるため、ポートフォリオ最適化についての単純な想定を揺るがすことになる。これは曖昧性の回避とも関わってくる。よくある意見は、結果の中央値が変わらなくても中心的な予想値周辺の分布が変わるのであれば、やはり資産配分を変える必要があるというものだ。例えば限界リターンが徐々に低下していく凹効用関数を使用した場合、このような結

¹ 以前のリサーチペーパー『ESG Investing and its Discontents』(英語)ご参照

果が出ることもある。結果の範囲が拡大すればするほど、より低リスクの資産配分にシフトした方がよいと解釈される。しかし購買力の喪失が大きなリスクである場合や、未来が過去数十年間と同じだと想定する「直近バイアス」を明確に避ける必要がある場合、さらに投資期間が長い場合には、「リスクを下げる」ことの意味は複雑となる。リスクを下げるとは過去 40 年間に「安全な逃避先」だった資産にシフトすることではない。

したがって AB は、ちボラティリティをリスクとみなす従来の意味での「低リスク化」を追求するのではなく、さまざまな経済環境を想定した分散投資に重点を置くべきだと考える。目指すのは、世界情勢のシナリオがますます多様化する中で、それに耐えうるポートフォリオを構築することだ。これはポートフォリオの保有資産を広げることである。その際、投資家は次のような問いを投げかける必要がある。「将来的なキャッシュフロー（支払い）は、世界情勢のより幅広いシナリオにどう反応するのか」と。

主要な不確実性の 1 つがインフレである一方で、購買力を確保する必要があることは明かだ。そのため、実物資産への配分を増やすことになる。ここでいう実物資産とは、長期にわたるインフレ局面またはインフレ率の高ボラティリティ局面を通じてプラスの実質リターンをもたらす可能性が高い資産を指す（短期的にインフレ率と正の相関関係にある資産とは区別する）。ここではポートフォリオの古典的な最適化は通用しない。マーコウィッツのアプローチの問題は、常にリターンや分散、共分散の予測能力に対して過度な確実性を前提としていることだった。リスクについて考える上で、その前提だけが唯一の方法であるべきではなかったが、とりわけ気候と AI の影響を明示的に考慮する場合は、一層不適切となる。

ここ数年の AB のリサーチに共通のテーマは、投資家は 2022 年までの 30 年間の大半と同じように高格付け債のデュレーションによって株式のリスクを分散できると考えてはならない、というものだ。歴史的にみれば、むしろ株式と債券の間に正の相関関係があったことが一因だ。成長以外の要因によるインフレ上昇が予想される場合、中央銀行が金利政策を用いて成長率とインフレ率を引き下げることはより困難になる。だからこそ世界情勢の複数のシナリオに対応できる分散投資の必要性が高まる。

何十年もの間、分散投資とは主に株式と名目ベースの長期国債を組み合わせることだった。今後数十年間の特徴が成長率とインフレ率の見通しに関する不確実性の高まりだとすれば、分散投資の在り方も進化しなければならない。投資家はさまざまな資産クラスだけでなく、異なるマクロ経済環境を想定した分散投資を行う必要がある。その際には、キャッシュフローが名目成長率ではなく実質成長率に連動し、かつ特定の経済シナリオへの依存度が低い資産により大きな比重を置くことが求められる。目指すべきは、ボラティリティ当たりの期待リターンを最大化することではなく、考えうる幅広いシナリオを通じて購買力を維持できるポートフォリオを構築することである。

長期的に最も富を破壊してきた要因は何か

資産運用の中核的な機能が富の保全だとすれば、それに対する最大の脅威は何だろうか。代表例としては、インフレや税金、社会の崩壊または戦争、投資判断の誤りなどが挙げられる。このうち、税金と投資判断の誤りについて一般的な意見を述べることは非常に困難だ。結局のところ、少なくとも課税対象となる投資家にとって、税引き後リターンこそが税引き前リターンより重要な概念であるにもかかわらず、リターン評価において「税引き後ベンチマーク」と呼べるものが存在しないためだ。

税の重要性の大きさについて述べることは可能だが、戦略的な観点からみた場合、投資判断と税務計画のどちらがより重要なのかという点は、おそらく十分に検討されていない。AB のリサーチに共通の主要テーマは、投資家はさまざまな資産クラスのリターンが過去 30 年間よりも低下することを予期すべきだということだ。税制策の短期的な変化や現在の政治家の発言にかかわらず、主要国の債務水準と人口圧力を考慮すれば、税率は構造的に上昇せざるをえない。それ以外の信憑性の高いシナリオを想像するのは困難だ。したがって AB は、ここ数年の高リターン環境と比べ、正味の投資リターンに税務計画が及ぼす影響は高まると予想する。ただし、それ以外の点ではすべての超長期の投資家に共通した一般論を示すことは極めて困難だ。

歴史的に見て、戦争と社会の崩壊は富を破壊する大きな要因だった。シャイデルの『暴力と不平等の人類史 (The Great Leveler)』は、長い歴史の中で、政治改革だけで富の格差が大幅に縮小したケースはまれだと主張している。一般的に、富の格差が大幅に縮小したのは大規模な戦争や社会の崩壊、革命、パンデミックなど極度の混乱が生じた後だった。これらの事象は既存の資本ストックを破壊し、インフレまたは債務不履行を通じて金融資産をむしばみ、課税や国有化、制度改正を通じた大規模な富の再配分につながることで多く、「偉大な平準化要因 (Great Levelers)」として機能する。したがって格差の縮小は、幅広い富の形成よりも、特に金融資産や実物資産を集中的に保有している層の富の破壊または没収の結果として起こる。このテーマに関連して、私たちは最近、夏休み前の書評の一環として、ケンプの『ゴリアテの呪い (Goliath Curse)』²を取り上げた。同書は社会崩壊の歴史を検証し、現代社会への教訓を引き出している。

こうした見方は、ピケティの研究を思い起こさせる。ピケティは著書『21 世紀の資本 (Capital in the Twenty-First Century)』で格差の歴史を分析したことで知られる。同氏は、20 世紀前半に先進国の多くで見られた富の格差の縮小は主に二度の世界大戦と世界恐慌という特異なショックに起因すると主張する。資本の物理的な破壊、戦時の高インフレ、政府の債務不履行、富と所

² 以前のリサーチペーパー『[Book Review Summer '26](#)』（英語）ご参照

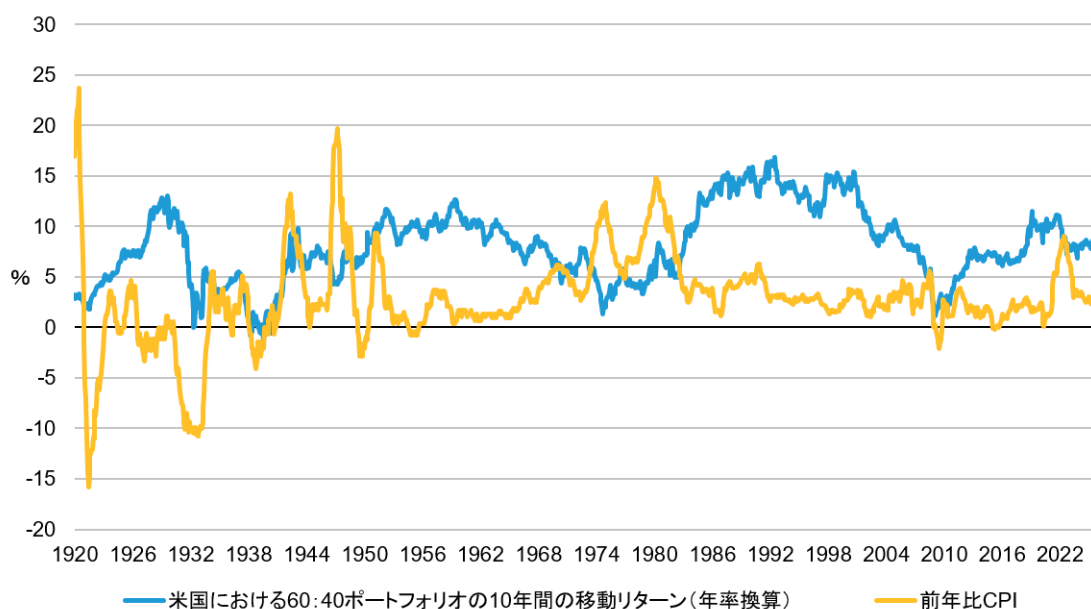
得に対する異例の重課税はいずれも、民間部門に蓄積されていた富を国民所得よりも大幅に減少させることに貢献した。ただし戦後経済が安定化し、資本の蓄積が再び始めると富の格差は拡大に転じており、これらの平準化が恒久的ではなく例外的だったことを裏付けている。

これは投資家にとって考えさせられる教訓だ。歴史的に見て、富を脅かす最大の要因は、往々にして純粋な金銭的要因ではなく政治的・社会的要因だった。これには制度的枠組みや通貨安定の崩壊が含まれる。これらの事象は複数の資産クラスに同時に影響を与え、市場の運営ルールを変えてしまうことも少なくないため、従来の投資リスクとは異なりヘッジが難しい。レジリエンスを高めるための対策としては、(本質的に不完全とは言え)地理的な分散投資や実物資産へのエクスポージャー、流動性の維持などが考えられる。

インフレはこれらのリスクとは異なる。投資プロセス全体の実質的なリターンを目減りさせるものの、投資家を取りうる対策はある。特に、特定のリターン源泉の魅力を評価する際に用いる指標を見直すことが一つの手立てとなる。インフレの重要性を示す例として、株式に60%、債券に40%を配分する60:40のポートフォリオのようなシンプルな戦略について考えて見よう。この戦略はここ数十年、インフレ率を上回るパフォーマンスを発揮しているが、より長い期間と比較すると必ずしもそうではないことが分かる。事実、インフレ率が低く、成長率が高かった1980年以降は60:40のポートフォリオにとって最良の時期だが、それ以前は一貫してインフレ率を上回るリターンを上げることは困難だった。投資期間を十分に長く取った場合、60:40のポートフォリオのパフォーマンスがインフレ率を上回るかどうかは、ほぼ五分五分と言える結果になる。ただし、その実績は極めて期間依存적이다。インフレによって数年分のリターンが打ち消された1940年代や1970年代のような時期もあれば、1990年代から2000年代前半のように60:40のポートフォリオのリターンがインフレ率を大きく上回り、「インフレ率を気にする必要があるのか」と思えるほどの時期もあった。図表3と図表4は、20世紀の米国と英国における60:40のポートフォリオとインフレ率の関係を示している。

ABは最近の書籍³の中で、インフレ率は上振れリスクが高いと予想する理由を解説した。よってこのセクションの結論として、特に長い目で見た場合、重要なのは実質リターンであると言える。

図表3：米国：ここ数十年にわたり60:40ポートフォリオのリターンがインフレ率を上回っているが、より長期と比較すると必ずしもそうではない



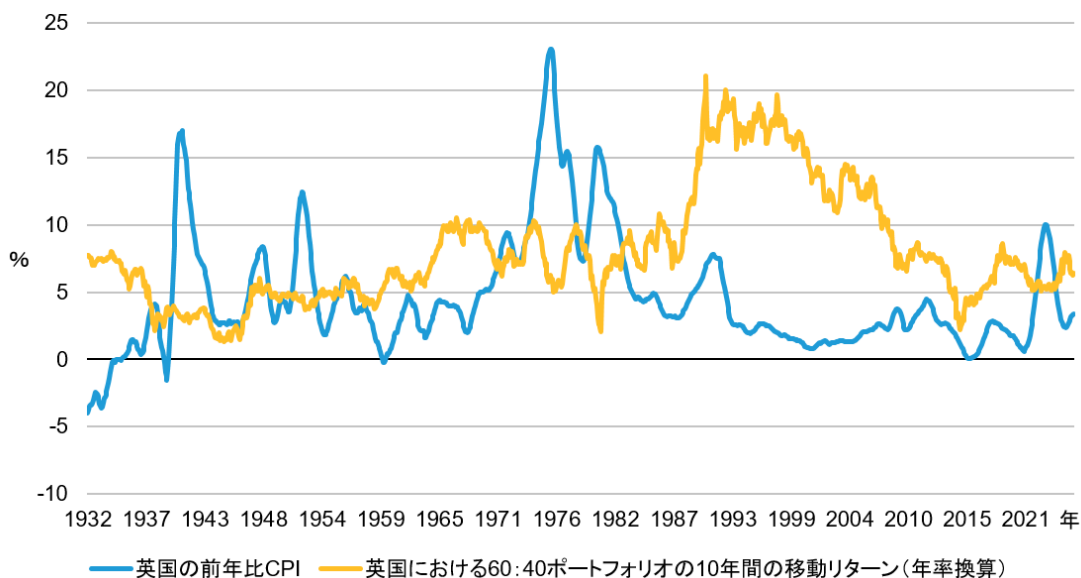
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026年8月11日現在

出所: Anansi Data Analytics、マクロボンド、AB

³ サマリー版『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』ご参照。フルバージョンは『The Book 2026 Edition: US Exceptionalism, AI and Towards the Total Portfolio』(英語)ご参照

図表 4: 英国: 長期で比較すると 60:40 ポートフォリオも特にインフレに対して優位とは言えない



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 12 月 31 日現在

出所: Anansi Data Analytics、マクロボンド、AB

ベンチマーク、ガバナンス、リスク指標

投資期間を超長期に設定する場合は、ガバナンスやリスクの測定方法といったトピックについて深く考えざるを得ない。この点について AB が提案する、重要かつ望ましいいくつかの主要原則は以下のとおりである。

- 1) 市場に基づくクロスアセットのベンチマークは不可能かつ無意味であると認識すること
- 2) 購買力の確保に重点を置くこと
- 3) 投資期間によってボラティリティの指標を変えること
- 4) 超長期投資にはミッションまたはアセット・オーナーが決定したより幅広い目標に合致する投資ガバナンス構造が必要であること

資産クラス別の標準的な配分比率というものはなく、おそらく地域別配分についても同様だ(時価総額に基づくウェイトの役割については本稿の後段で述べる)。運用業界はベンチマーク体系を開発したが、その選択肢の幅広さを確実性と誤解してはならない。株式市場では、時価総額が標準的な配分方法として受け入れられてきたが、実際は選択肢の 1 つに過ぎず、パブリック株式には適しているものの、プライベート・エクイティには向かない。さらに、時価総額方式は他の資産クラスには適用できず、ましてや資産クラス間の配分比率を決める際には役立たない。現実的に考えて、デット資産、パブリック株式、プライベート資産の「時価総額」を加算し、その大きさに応じてそれぞれに「パッシブ」投資を行うことはできない。仮に可能だとしても、望ましいリスク配分の方法でないことはほぼ明白だろう。こうした限界があるからこそ、投資家は単に投資可能な市場の構成から離れた視点でベンチマークを探る必要がある。

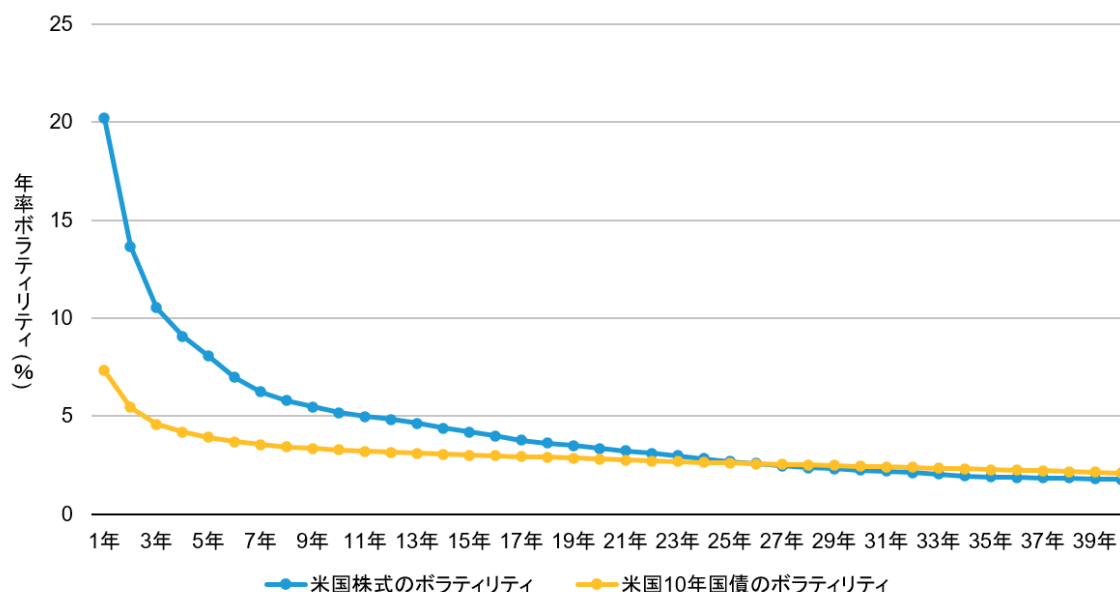
さらにこのアプローチを裏付けるのが、前のセクションで触れた、購買力を維持する重要性だ。どのリスク指標を使用するかによって差が出るかもしれないが、AB は長期的には購買力を保全することの方が重要だと考えている。予想ボラティリティはそれほど重要ではなく、実際のところガバナンス手続きが機能している限り、予想ボラティリティの重要性は極めて低い(もちろん、ボラティリティが大幅に上昇した場合は必ずしもそうとは言えない)。

リスクの測定や、各資産クラスのリスクの序列を考える上で、投資期間は大きな意味をもつ。例えば、株式は債券よりボラティリティが高いとよく言われるが、仮にリスク指標をボラティリティだけに絞ってもその結論に至るかどうかは保有期間次第だ。1900年以降、米国株式を1年間保有した場合のリターンボラティリティは年率20%だが、米国10年債では年率7.5%である。だが保有期間が長期化すると両資産クラス間のボラティリティの差は縮小し始める。事実、26年間保有した場合の株式と10年債の年率ボラティリティは同じ2.6%に収れんする(図表5)。

なぜ一般通念に相反する、そのようなことが起きるのだろうか。株式のボラティリティの大半は景気サイクルの影響で生じる。20年という期間には複数の景気サイクルが含まれるため、リターンのうち、指数構成銘柄の長期的な実質成長率に起因する部分が大きくなる。対照的に債券はインフレ・リスクの影響を受けやすく、その影響は時間とともに大きくなる。

この意見を裏付ける学術研究はいくつかある。キャンベルとピセイラ⁴は、現金と短期国債がリスク・フリーなのは短期間のみであり、長い目で見れば投資家は再投資リスクに直面すると指摘した。両氏は、リスク・フリー資産に最も近いのは長期のインフレ連動債だと結論づけ、株式のリターンはある程度平均に回帰するものの、株式の長期的なリスクの上昇ペースは1年間のボラティリティから想像されるより遅いと指摘した。

図表5: 保有期間が長期化すれば株式と債券のリスクは逆転する



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。

注記: 図表は1900年1月から2026年7月までの期間を対象としています。

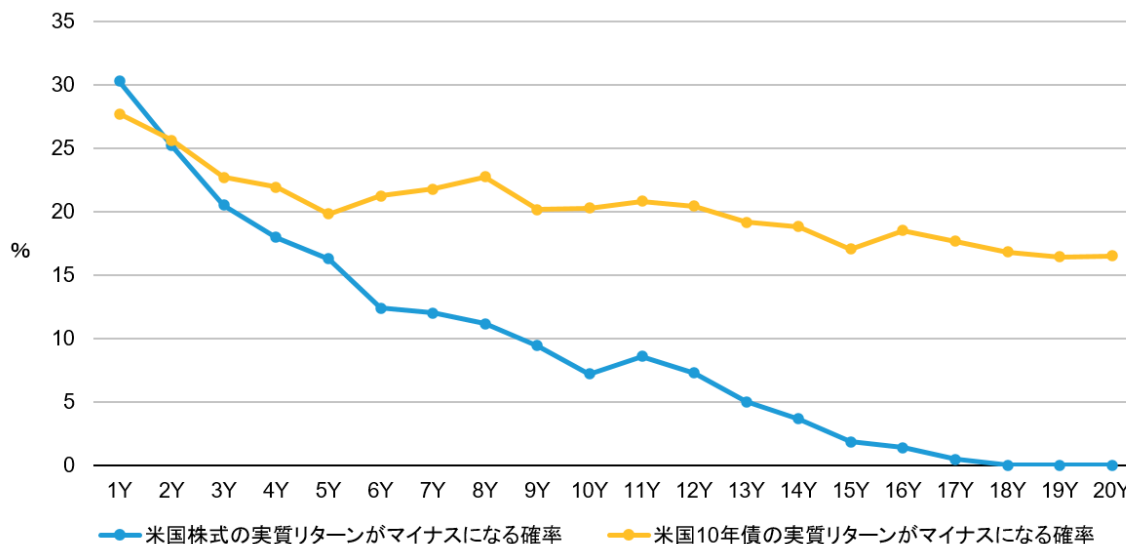
2026年8月11日現在

出所: Anansi Data Analytics, AB

上の図表は、購買力を守れるかどうかには焦点を当てる場合、リスク指標としてのボラティリティには限界があることを示している。よって、さまざまな投資期間の実質リターンがマイナスとなる確率の方がリスク指標としては有益と言えるだろう。図表6は、1794年以降の米国の債券と株式に関して、その確率を示している。測定期間が2つ以上の景気サイクルにまたがる場合、株式の実質リターンがマイナスになる確率は大幅に低下する。これは米国を対象とした調査であり、全資産クラスの全体的な実質リターンがマイナスになる可能性は、完全なキャピタル・ロスを経験した国を対象に含めた場合よりも低くなっていることに注意が必要である。しかし、ここで指摘しておきたいのは長い目で見た場合、実物資産の方が名目資産よりも相対的に有利という点である。

⁴ 戦略的資産配分: 超長期投資家のためのポートフォリオ選択 (Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors) (キャンベル及びピセイラ、2002年)

図表 6: 投資期間別に見た、米国の株式・債券の実質リターンがマイナスになる確率



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。

図表は 1794 年から 2025 年までの期間を対象としています。

1794 年から 2019 年のデータは以下のマッカリー (2021 年/2023 年) に、2019 年以降のデータは Anansi Data Analytics に基づいています。

出所: エドワード・F. マッカリー。"Where Siegel Went Awry: Outdated Sources & Incomplete Data." ワーキングペーパー、サンタ・クララ大学 (SRN: <https://ssrn.com/abstract=3805927> で入手可能)、AB

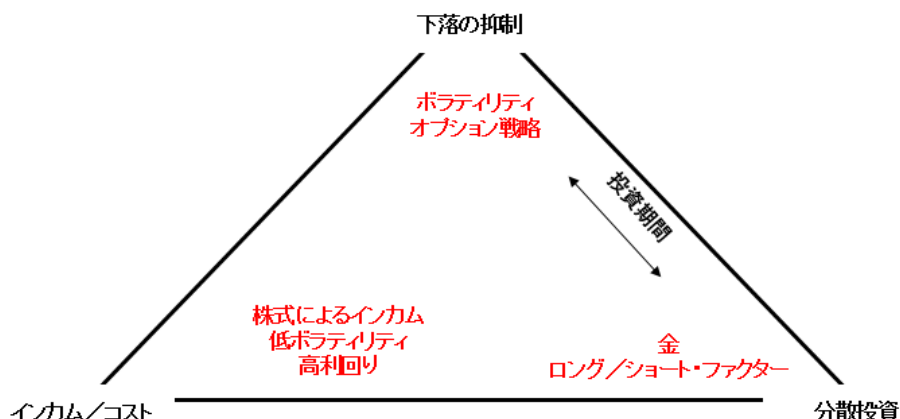
超長期投資においてドローダウンはどれほど問題になるのか

投資期間が長期化するにつれ、下落ヘッジの重要性は低下するというのが AB の主張である。「過去 50 年間の株式市場の下げ幅が最も大きかった日々を回避できていれば、リターンは X 倍高かっただろう」という言い方をよく耳にする。リターンが最悪だった日が極めて大きな影響を及ぼしていることは間違いない (時系列で見た株式市場のリターンは左側がファットテールになっている) が、それが意味を成すのは、戦術的な資産配分モデルに基づいて市場へのエクスポージャーの規模を調整する意思がある場合のみだ。たとえても、そのようなモデルが出すシグナルが正しい確率はどの程度だろうか。間違った上昇シグナルをうのみにしたり、下落局面から逃げ遅れたりした場合、どのような影響が生じるのだろうか。

短期の投資家であれば、何としてでも下落を避けようとする姿勢は理解できるし、下落リスクを回避するためならリターンを取り逃す価値はある。しかし AB は、長期の投資家は下落の回避をそれほど重視せず、他の懸念事項を優先すべきだと考えている。

ポートフォリオに任意の資産を追加する際は、手数料控除後のネット・リターンと、その資産がポートフォリオのリスクに与える変化とのトレードオフを考慮する必要がある。だが、この時、リスクは何で測ればよいのだろうか。短期の投資家は下落の抑制をより重視する一方で、おそらく長期の投資家は、既にポートフォリオに含まれる資産との長期的な相関の見通しを重視すべきだろう (図表 7)。

図表 7: 投資期間のトレードオフ: インカム／コスト、下落抑制、分散投資のトレードオフ



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

このトレードオフは、流動性の役割という別の問題とも関係している。100 年を視野に入れて投資する場合、流動性ニーズは高いと思われるが、当然ながら分配や出金に関する明確な要件がある場合はその限りではない。

ただの長期的な平均分散の最適化と、長期的なポートフォリオ運用の違いの 1 つは、他の投資家がディストレスト資産を売っている局面で買いに回れる余地を残しておくかどうかだ。流動性バッファを確保する長期的なメリットは以下の 2 つである。

- 1) 危機時に投げ売りを行う必要がない。
- 2) ディストレスト資産への投資にはリターン獲得機会がある。

最初のメリットは極めて重要だ。しかし本稿は、主に従来の意味での資産・負債総合管理が不要な超長期の投資家（例：政府系ファンドまたはファミリーオフィス）の視点から書いている。この場合、事実上投げ売りが必要となる可能性が少ないため、1 つ目のメリットはそれほど重要ではない。したがって、超長期の投資家にとってより重要なのはリターン獲得機会と言えるだろう。

この意味で、流動性は「オプション価値」と解釈することができる。このオプション価値は、リスク資産に十分投資しないことに伴う機会コストと比較して評価しなければならない。流動性クッションの価値と、投資のタイミングを選ぶ価値は区別する必要がある。タイミングを見極める価値に懐疑的な声は常に存在するが、それにはシンプルだがもっともな理由がある。タイミングの見極めスキルを発揮するには膨大な時間がかかるという事実が過小評価されがちだからだ。ここで AB が指摘しているのは、市場の極端なゆがみを利用することだ。市場の下落を予測しようとする戦略ではなく、下落後に反応できることの価値について述べているのである。

市場全体で見ると、市場の下落後の買い増し機会というオプション価値を利用するために流動性資金を維持することが、長期にわたってフル投資を行わないことによる機会コストを正当化するとは言い難い。「資金の 1%、2%または 5%を流動性の高い低リスク資産で保有しておき、株式市場が 10%、20%または 30%下落した時に現金化して株式を買う」というシンプルなトレーディングのルールに従った場合、米国市場のような幅広い株価指数に投資し続けた場合よりも、アンダーパフォームしがちである。だが、オプション価値が市場全体にパッシブな買いを入れるのではなく、個別資産を購入することだった場合、状況は大きく変わり得る。ディストレスト資産を購入するために流動性を確保しておく価値は大きく高まる可能性がある。

「保有期間が X 年なら Y%を現金で保有する」という万能な答えはない。結局のところ、投資家は現金のオプション価値と、現金保有の機会コストというマイナス要素を天秤にかけなければならない。タイミングを見極めるスキルの問題もあるが、それよりも重要なのは、景気サイクルを通じてディストレストの投資機会を発掘し、活かすという本質的なガバナンス上の課題である。

前セクションとの関連で言えば、経済・市場の経路リスクが拡大する世界では、資産がディストレスト化する可能性が高まる。そのため流動性資金を維持する価値も高まると考えられる。

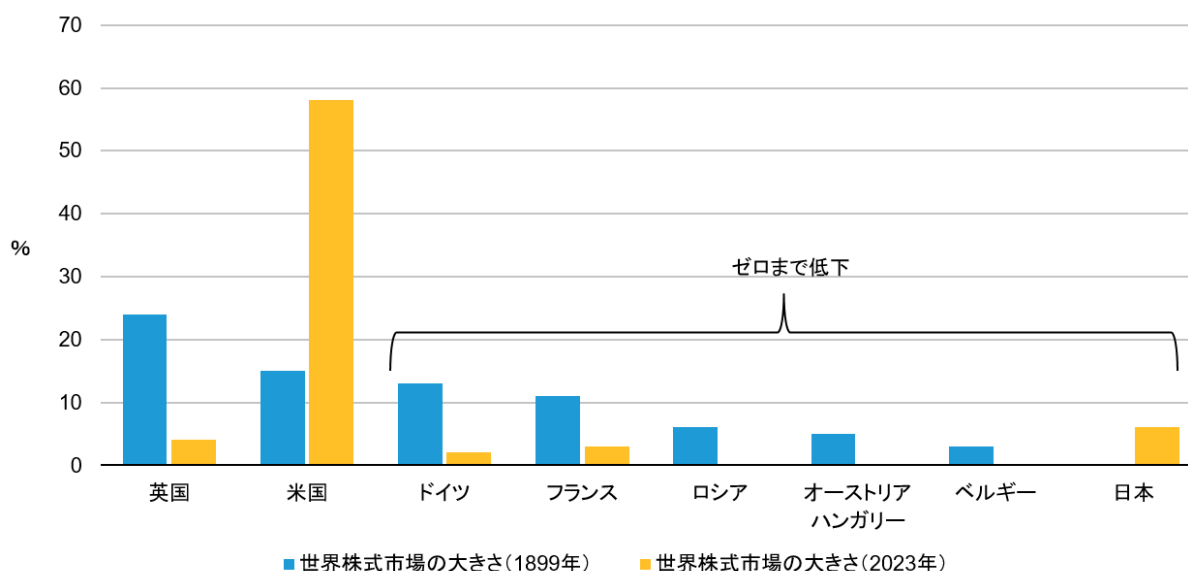
長期投資における時価総額加重の有効性と「生存者バイアス」の危険性

株式市場での投資では、時価総額加重がデフォルトのアプローチであり、「パッシブな」投資判断を構成すると見なされている。しかし、AB はその見方に異議を唱えたい。時価総額加重の市場ポートフォリオは、どの時点においても最も流動性の高い投資方法であり、定義上、誰もが投資できる唯一のウェイト構造であることは認識している。ただし、この考え方が通用するのは株式市場だけだ。債券投資では発行残高に基づいてウェイトを決定することは比較的によくあることかもしれないが、企業であれ国家であれ、負債の多い好ましくない発行体をオーバーウェイトしてしまうという問題がある。他の市場ではそのような制約はない。AB はプライベート・エクイティについて消極的な姿勢を取るものの⁵、その重要な利点の一つは、時価総額加重型ベンチマークに縛られず、投資機会として最も魅力的な領域に資本配分が可能であることだ。

だが、時価総額加重では、超長期投資を検討する場合にのみ、別の問題が浮上する。超長期の時価総額加重のリターンは、米国がたまたま「うまくいった」ために大きく膨らんでいるのである。米国は債務不履行に陥ったり、他国に侵略されたりしたことがなく、革命も経験していない。その上場株式市場は一貫して成長の源泉だった。そのため超長期投資における効果を測る目安としては相応しくないと私たちは考えている。図表 8 は、1899 年時点の時価総額に基づいて世界の株式市場を順位付けしている。米国と英国の実質リターンはプラスだったが、それに続く 6 市場はその後の 50 年間のいずれかの時点で価値がゼロになっている。したがって、米国のリターン実績に基づくデータを、遠い将来や世界全体の予想に当てはめるのは危険である。

図表 8: 「うまくいった」市場が与える間違った安心感

1899 年時点における時価総額上位市場



過去の分析や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。

2022 年 12 月 31 日現在

出所: エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ及びマイク・ストーン、DMS データベース (2023 年)、モーニングスター、FTSE ラッセル全世界指数シリーズ月次レビュー (2022 年 12 月)、AB

最近の研究ペーパー⁶で述べたように、AB は米国の戦略的優位性は今も続いていると考えている。例えば、良好な人口動態、企業収益性の高さ、エネルギー供給の安定性などだ。したがって、米国が世界の株式時価総額の 3 分の 2 を占める現状を踏まえると、現時点では時価総額加重アプローチがデフォルトとして最適と思われる。しかし、超長期で見た場合、各国のウェイトは明確ではなく、これまで考えられてきたより幅広い分散投資を行う余地がある。

⁵ 以前のリサーチペーパー『ポートフォリオにおけるプライベート資産: 戦略的意義の再評価』ご参照

⁶ 以前のリサーチペーパー『The End of US Exceptionalism?』(英語)ご参照

この問題は、顧客との最近のミーティングでも活発に議論されている。よく尋ねられる質問は「ポートフォリオでは米国資産のウェイトをどの程度にすべきか」というものだ。ベンチマークとする MSCI 指数または FTSE 指数のウェイトをそのまま反映するなら、米国資産が最も大きなシェアを占めることになるが、長期的なリスク予算の賢明な配分方法と言えるだろうか。AB は、それ以外の地域別リスク配分方法をデフォルトとした投資家を知っている。

AB は、長期的投資では時価総額加重という考え方を完全に放棄すべきだと主張しているわけではない。ただ長期の見通しを立てる場合、グローバル市場の時価総額加重のリターンとして一般に観測される実績が、生存者バイアスの影響を強く受けていることに留意しなければならない。これは超長期のリターンを予想する上で慎重になるべきもう 1 つの理由であり、後ほど資本市場の見通しについて論じる際に再び取り上げる。

成長の方程式

どのような投資でも、要として欠かさないのはリターンとボラティリティの見通しである。ボラティリティ(と共分散)は長い間持続する傾向があり、むしろ資産または資産クラスの基本的な特性に近いので、私たちは将来予測において「今後も過去と同じような状態が続く」という強い前提を置いている。唯一意見が分かれるのは、いつからいつまでを「過去」と定義するかという点だ。AB は、戦略的な投資判断を下すためには 1980 年以前まで遡らなければならないと考えている。同年以降はリターンとインフレ率という面で特殊な期間だからだ。したがって、米国国債の将来の実現ボラティリティは、1950 年代以降の平均水準を前提としている。それによって、1970 年以前に見られた債券利回りの長期的な上昇局面も分析対象に含めることができる。同様に、株式と債券の相関関係についても、1980 年代よりずっと前まで遡った長期平均をみると、「負の相関」ではなく、「正の相関」であることが示唆されている。

だが、将来リターンの予測にはどの指標を用いるべきだろうか。ある側面から見れば、基本的な仕組みはシンプルだ。長期的なリターンは、提示されている利回り水準、成長率、平均回帰を合計したものとして捉えることができる。もっとも、これらのデータは予測可能性や時間軸にばらつきがある。バリュエーションがどの程度平均回帰するのかを見極めることは「科学というよりアート(経験や直感)」の側面が強い。

投資家とのミーティングでも、このことは非常に「活発な」議論的となっている。資本市場に関して長期見通しを立てる役割を担う人々によく見られることだが、今後の低リターンを予想する一方で、株式市場が一貫してそれよりはるかに高いリターンを実現してきたことを強く意識している。実際、投資家とのミーティングでは何度か「あなた方(著者をはじめとする市場ストラテジスト)は何年も前から株式リターンが低下すると言いつつ続けていたが、そうはなっていない」と指摘されることがあった。以前このテーマについて検討した際、株式の長期見通しに関してチーム内でも 100%意見が分かれた。⁷ こうした見解の相違は、バリュエーションの平均回帰に関する予想と、経済成長の予想とでは、性質が異なることを認識すれば、ある程度説明できる。バリュエーションを軽視してはならないが、平均回帰のタイミングは本質的に知りようがないことも受け入れなければならない。また利益配分率(政府または労働者との間で、どの程度所得が企業側に帰属するか)といった要素は、時間と共に変化する可能性があることも認識する必要がある。ここ数十年間はたまたま企業優位の時代が続いてきたが、以下で指摘するようにそれにも限界がある。

図表 9 はバリュエーション指標と、それらが今後 1 年～10 年間の米国株式の将来リターンを予測する上での有効性をまとめたものだ。1881 年以降の長期データを用いた分析では、ロバート・シラーによる景気循環調整後株価収益率(CAPE)が最も有効な指標であることが分かった。この分析からは、予想期間が長くなるほど有効性が高まるというバリュエーション指標のもう 1 つの重要な特徴も浮かび上がる。期間が 1 年の場合はシラー CAPE でさえ将来リターンをあまり説明することができない。しかし予想期間が 5 年～10 年間に伸びると、リターンのうち当初のバリュエーションによって説明できる部分が大幅に拡大する。だが株式についての悲観的な見方が 10 年間も間違っていたのに、そのような議論に何のメリットがあるだろうか。

⁷ イニゴ・フレーザー・ジェンキンス、アラ・ハームズワース。ポートフォリオ戦略:S&P 4000かS&P 8000か ストラテジストの間でも意見が分かれる(*Portfolio Strategy: S&P 4000 or S&P 8000? Our strategists disagree*)、バーンスタイン・リサーチ、2019 年9月18日

図表 9: 投資期間が 10 年間に近づくほどバリュエーションの重要性は高まる・・・
バリュエーション指標の有効性のまとめ

1881 年以降の月次データ	調整済み決定係数(R ²) (%)			
	1 年後	3 年後	5 年後	10 年後
シラーCAPE	3.1	8.1	11.9	15.2
移動 PE	0.1	0.4	0.1	13.0
株式リスク・プレミアム(ERP)	0.0	0.1	0.1	11.3
CAPE(5 年)	1.6	4.9	10.2	9.6
ERP(10 年)	0.0	0.2	0.1	6.3
配当利回り	1.3	1.3	4.8	1.9

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。

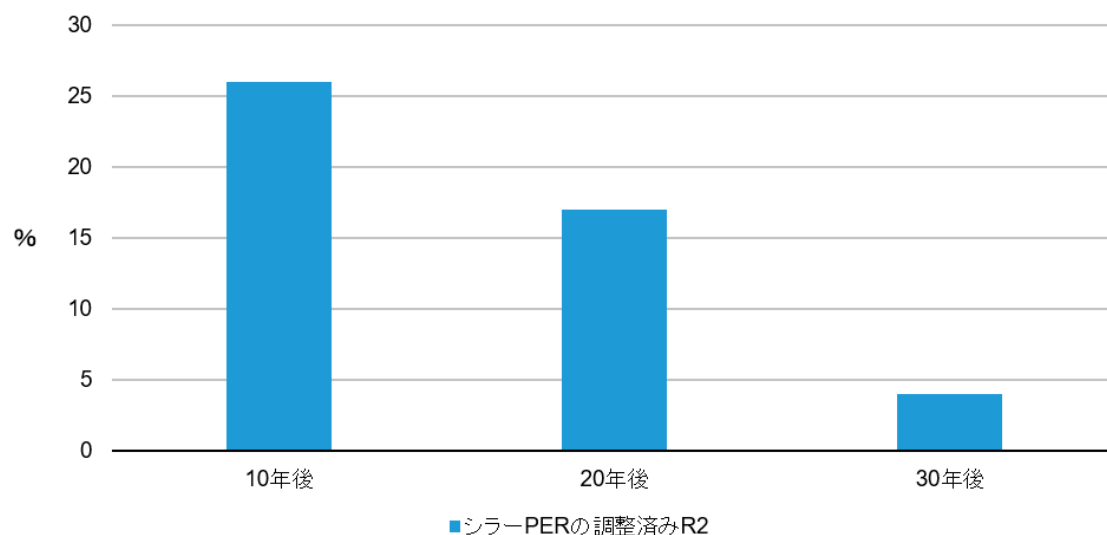
上記の表は、各バリュエーション指標と比較した将来リターンの回帰の調整済み R² 値を示しています。

2025 年 6 月 18 日現在

出所: ロバート・シラーのデータベース、米国 Federal Reserve Financial Accounts、FRED データベース、バーンスタイン・リサーチ、AB

さらに、ある時点を超えると、投資期間があまりにも長くなるため、当初のバリュエーションの重要性が再び低下する。図表 10 が示すように、20 年後や 30 年後といった超長期になると、将来リターンを予測する上でシラーPER(CAPE)の有効性は急激に低下し、30 年後はほぼ予測不能になる。

図表 10: しかし超長期になるとバリュエーションの重要性は低下



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。

上記の表は、シラーCAPE と比較した米国株式の予想トータル・リターンの回帰の調整済み R² 値を示しています。

注記: 分析は 1881 年 1 月から 2025 年 3 月までの期間を対象としています。

出所: グローバル・フィナンシャル・データ、ロバート・シラーのデータ・ライブラリー、AB

リターンを予測する上で資産のバリュエーションが重要な情報であることは間違いなく、AB は「バリュエーションが重要ではない」という主張には否定的だ。とは言え、利益成長率と規制政策はそれ以上に重要である可能性があるため、リターン予測にはバリュエーションだけでは不十分である。期間にも注意が必要だ。AB は、超長期の株式リターンの予想に関しては「ファンダメンタル

ズ」の方が重要だと考えている。遠い将来のある年における期待リターンは、その年に実現するキャッシュフローの実質成長率によって決まると見なすべきであり、その結果、リターン・モデルは以下ようになる。

実質リターン = インカムゲインの利回り + 実質配当成長率

実質配当成長率は以下のように表すことができる。

実質配当成長率 = 労働者 1 人当たり GDP 成長率 + D (生産年齢人口) + D (GDP に占める企業利益の割合) + D (GDP に占める企業利益の割合)

労働者 1 人当たり成長率と人口増加率を分けて分析するのは、今後 50 年超の人口動態の変化は過去 50 年と比べ大きく異なるものになると見込まれるためであり、さらに人口動態は実際に予測可能だからである。過去 50 年間の力強い経済成長は、後述するその他の要因に加え、例外的に良好な人口増加の追い風によって部分的に支えられてきた。

図表 11 はこの点をより掘り下げたものだ。過去 50 年間には、ベビーブーマー世代が働き始めたことや(米国への)大量移民などが大幅な人口増加を支え、女性の労働参加率の上昇もそれに拍車をかけた。こうした動きは今や逆転しているか、終わりを迎えている。国連の「世界人口推計 (World Population Prospects)」の中心シナリオによると、米国では生産年齢人口の伸び率が大幅に鈍化し、欧州と中国では生産年齢人口が減少する見通しである。この推計は長期的な移民流入トレンドが続くことを前提としており、移民流入がゼロになった場合は米国の生産年齢人口も減少に転じる。ただし、減少率は他の先進国市場や中国を下回る。これと並行して、1980 年代後半以降に進展したグローバル化によって、世界の労働力プールの実質的な規模はさらに拡大した。

2050 年までに人口が増加する地域は主にアフリカであり、インドがそれに続く。しかし、私たちはこうした地域による成長寄与を予測には織り込まないことにした。これらの地域が 1980 年代から 1990 年にかけての中国と同様の形で世界経済に統合される可能性が低いと考えているためだ。先進国に関して言えば、米国がやや有利だ。人口がほぼ横ばいで推移すると予想されるためだが、それでも投資家がこれまで経験してきた人口増加率と比べれば、大きく下回る水準になる。

図表 11: 労働力の長期的な変化

	米国	欧州	中国
生産年齢人口の年間増加率 (%)			
1980 年から 2010 年	1.29	0.48	2.08
2025 年から 2050 年	0.20	-0.61	-0.99
15 歳以上の女性の労働参加率 (%)			
1980 年	51.50	40.00	—
2010 年	59.00	50.00	—
平均年間純移民数 (万人)			
1980 年から 2010 年	104	70	-30

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: マクロボンド、AB

この計算で重要な他の変数は生産性であり、AI への期待を踏まえると、特に注目度の高い論点である。もっとも、生産性の変化を予測することに関しては、投資運用業界も経済学もその実績は決して芳しいものではなかった。確かに 1990 年代後半には生産性が上昇したが、当時多くの人が予想していたほどには長続きしなかった。分配の問題も存在する。すなわち、AI による生産性向上のメリットを社会と経済がどこまで享受できるのかという点だ。このことは全体的な経済成長率を予想する上で短期的には重要ではないかもしれないが、超長期投資に影響を及ぼす、社会的・政治的リスクをもたらす。

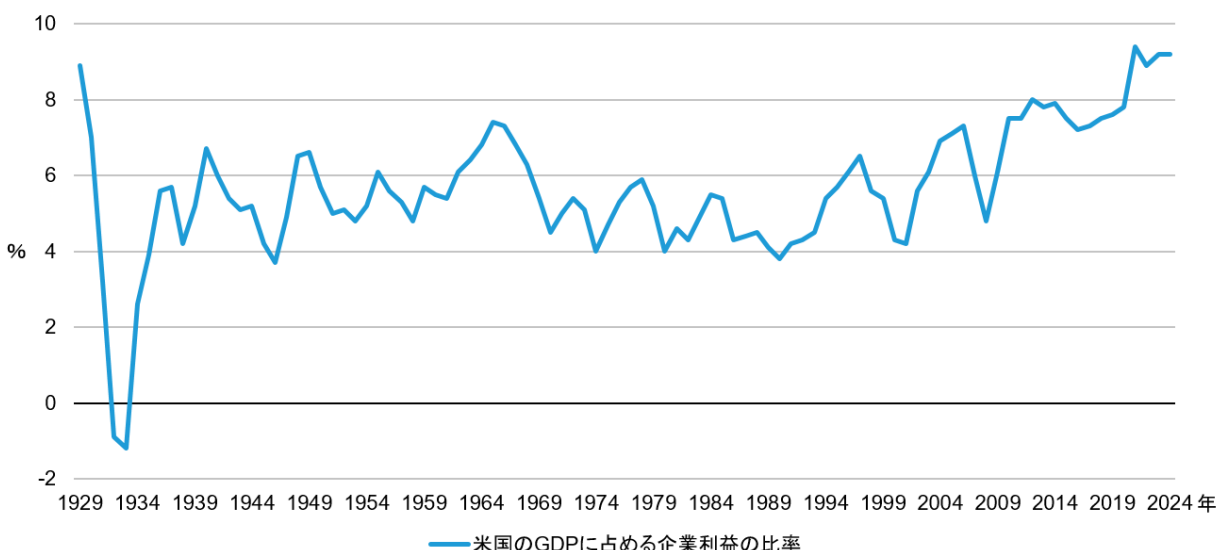
AB は他のリサーチ⁸で、まず人口動態の変化と気候が成長に及ぼす悪影響を評価することで、AI が生産性に及ぼす影響を「リバース・エンジニアリング」するアプローチを取り上げた(ここでは前述した経路リスクに関するより広範な議論ではなく、気候が

⁸ サマリー版『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』ご参照。フルバージョンは『The Book 2026 Edition: US Exceptionalism, AI and Towards the Total Portfolio』(英語)ご参照

成長に及ぼす影響についての「線形的な」中心シナリオだけを評価する)。当該リサーチで示したように、米国の成長率を 1980 年以降の平均と同水準に維持するためには、AI によって生産性を年率 1.1%ポイント前後押し上げる必要がある。これは 19 世紀の英国において蒸気機関の発明後に実現した持続的な成長率と整合している。また、AI による全体的な生産性の上昇を予想しようとしたほとんどの著名な学術論文の平均的見通しにも沿った水準である(ただし、予想そのものには大きな幅がある)。

GDP に占める企業利益の比率についてはどうか。米国ではこの比率が異例の高水準にある。AB は 5 年から 10 年のリターン予測において、この比率が平均水準へ低下する(平均回帰する)という想定をやめている。理由の一つは、ここ数十年、企業権力の拡大に対して、米国の有権者が意外なほど強い懸念を示していないようにみえることだ。加えて現在、どの AI を開発または配備するか判断を民間企業に委ねるという選択(そう、選択だ)が下されつつある。よってどちらかと言えば、GDP に占める企業利益の比率は短期的には一段と拡大するだろう。だが何らかの限界はあるはずだ。いずれかの時点で GDP に占める企業利益の比率が大きくなりすぎ、特に富の格差の拡大を伴う場合、革命的な反動が起きるリスクがある。政府はその段階に至る前に何らかの対策を講じるだろう。本稿では、超長期のリターンを予想するため、GDP に占める企業利益の比率は現行水準から変わらないと仮定する。ただし、株式保有のリスクは上昇よりも下落する可能性の方が高いという前提に立つ。

図表 12: 米国の GDP に占める企業利益の比率は異例の高水準にある



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。

2026 年 8 月 18 日現在

出所: BEA、マクロボンド、AB

上記の計算式に実質成長率とインカムを代入して得られた結果を図表 13 に示す。ここでいう「世界」とは、実質的に米国を含む先進国を指す。中国を含めた場合、人口動態による悪影響がさらに大きくなるだろう。これは今後、実質リターンが低下することを意味するものの、実質リターンは依然としてプラスであり、弱気材料ではない。ただしバリュエーションの平均回帰が起こった場合、これらの予想リターンは大幅に低下する。

図表 13: 長期的な株式の予想均衡リターンとその寄与要因

%ポイント、 年率	インカム(配当利回り+ 純自社株買い)	労働者 1 人当たりの GDP 成長率	人口増加	実質リターン	過去 100 年間の 実質リターン
米国	2.5%	2.0%	0.0%	4.5%	6.7%
世界	2.5%	2.0%	-0.2%	4.3%	n/a

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。

注記: 世界には先進国のみが含まれます。

2026 年 8 月 10 日現在

出所: マクロボンド、AB

世界を変革する AI の力と、ひいては社会全体の生産性への影響について強気な見方をする人々は、私たちの予想値を低すぎると考えるかもしれない。しかし、いずれにせよ AB による資産配分の推奨の方向性は変わらない。AB は株式などのリスク資産をオーバーウェイトとするが、AI についてより強気な見方を取れば、オーバーウェイトの姿勢は一段と強化される。

結論

超長期の投資家は、通常の投資期間のリターン予想では織り込む必要のないリスクも考慮に入れる必要がある。例えば AI がもたらすとされているプラスの影響には生産性の向上が含まれ、市場は明らかにその最も可能性が高いシナリオを織り込もうとしている。しかし、その一方で AI は富の格差の拡大などの悪影響をもたらす可能性もあり、政治と地政学に及ぼす影響を警戒する声もある。AB はそのような潜在的な負の要因を資産のリターン・モデルに組み込むべきではないと主張してきた。市場は通常、そのような「存立にかかわる」リスクを事前に織り込むことはまれだからだ。だが、超長期投資ではこうしたリスクも考慮に入れる必要があるのかもしれない。その場合、リスク資産の長期的な期待リターンは低下すると予想される。

同様に、債券市場では財政の持続可能性と公的部門の債務上限についても議論されている。そのような懸念に対するよくある反応は、財政問題は「先送りできる」というものだ。しかし超長期投資ではそのような懸念を無視するのはより困難になるだろう。

今日、超長期投資を考える場合には、金融関係者の多くがこれまで経験してきた投資環境と比べて、今後の戦略的見通しがどう異なる可能性があるのかについて、明確な見解を持つ必要がある。同時に、投資のプロセスと目標に関する考え方を持つことも重要である。

では、実際の投資ではどのような対応が求められるのだろうか。

ガバナンス:

- インフレへの対応及び購買力の維持を、投資成果を測る上での重要なベンチマークとして位置付ける
- 分散投資については、単に資産間のリターン相関が低いことを意味するのではなく、世界情勢のさまざまなシナリオでポートフォリオが生き残るための能力として真剣に考える必要がある
- トータル・ポートフォリオ・アプローチは有効である可能性が高い。パブリック市場とプライベート市場を含め、ポートフォリオの異なる部分に存在するリスクに横断的に対処する必要があるためだ。
- 長期の投資期間は、投資家が設定した幅広い目標を達成するためのガバナンス体制の構築を可能にし、むしろ促す可能性さえある。例えば、投資家が最終的な投資成果の一部として重要だと考える長期的ミッションに沿って投資を行うことが考えられる。

資産配分：

- 購買力の維持を重視する場合、実物資産に特別な役割を与えることを意味する。その結果、ほぼ実物資産だけでポートフォリオが構築される可能性が高い。デフインフレ局面またはリターンに影響が出るような政変期などには、これは必ずしも正解とは言えないかもしれない。しかし、長期的な投資環境に関する AB の見通しと、脱グローバル化や公的債務、気候変動リスクといった要素は、いずれも実物資産への資産配分を行う根拠となる。
- デフォルトの資産配分は株式へのエクスポージャーが中心となるだろう。AB は、株式は実物資産の最大のプールであり、インフレ率が高くなりすぎない(4%を超えない)限り、インフレ調整後ベースでプラスのリターンをあげることが可能だと見ている。重要な問題は、実質リターンと分散投資の魅力的なトレードオフを実現するために、株式へのエクスポージャーと組み合わせるべき資産は何かという点である。
- もう一つの中核的なエクスポージャーは流動性の低い資産となる可能性が高い。流動性の低い実物資産の例としては、直接所有する不動産への大規模なエクスポージャーなどが挙げられる。そのほか、農地、森林、インフラストラクチャーも該当する。この資産配分には、「実物資産(リアル・アセット)はどの程度リアルなのか」という疑問が付きまとう。そのため長期の投資家は、移動できないという特性を持つ物理的な実物資産が、異常気象による損害に伴う接収などのリスクを乗り越えられるのかという問題を考慮しなければならない。しかし多くの場合、極端な状況下でも土地の所有権は守られるという証拠がある。⁹
- 最後に、非法定通貨資産が長期投資で果たしうる役割を指摘しておきたい。AB は金をはじめとする非法定通貨資産への戦略的資産配分に関して非常に前向きな見方を取っている。金のように株式と相関がない資産は有益ではあるものの、それほど重要というわけではなく、金が超長期的投資に果たす役割の重要性はやや低下したと言っていい。しかし極めて長い期間でみると金には特有のメリットがあります。投資家がたびたび指摘する懸念事項の 1 つは、金のリターンが非常に断続的であり、超長期投資には向かないことだが、この点はそれほど大きな問題にはならない。加えて、長期的にはすべての不換通貨が金に対して大幅に下落したことを示す強力な証拠がある。¹⁰ 最後に AB は、非法定通貨資産は金融システムを崩壊させるようなリスクに対するヘッジ手段になりうると考えている。

⁹ 土地の所有権は多くの場合守られるという証拠はあるが、必ずしもそうとは限らない。例えばハンリー及びトレイマン(2004 年)、ヨーロッパ・ソシオロジカル・レビュー—「東欧のポスト共産主義への転換によって共産化以前の不動産関係は復活したか(Did the Transformation to Post-Communism in Eastern Europe Restore Pre-Communist Property Relations?)」及びアセモグル、カントーニ、ジョンソン及びロビンソン(2011 年)、AER —「急進的改革の結果：フランス革命(The Consequences of Radical Reform: The French Revolution)」ご参照。

¹⁰ この点に関する AB のリサーチについては『[Dancing Through the Lightning Strikes? The Ongoing Case for Gold](#)』ご参照。

当資料は、2026年8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