



ALLIANCEBERNSTEIN®

2026 年 9 月

AI 投資は 「すべてを巻き込む取引」

人工知能(AI)は投資家の関心を独占している。AIの資金需要は資産クラス間で連鎖的關係を生み出しており、AI関連へのエクスポージャーを分散させることが著しく困難になっている。アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)はAI関連トレードに対して決して弱気ではなく、株式及び米国に前向きな見方を維持している。そもそも、戦術的に市場の天井を予測すること自体、無意味だろう。しかし、AI関連トレードが低調な場合にも耐えられる、強固なポートフォリオを構築することは急務だ。

米国資産、とりわけ株式に対して海外から需要が加速していることも、AI関連銘柄が売られる局面で、米ドルが従来ほどディフェンシブな資産として機能しない可能性を示すもう一つの理由である。同様に、株式市場では増資や新規発行によってリスクが高まり、クレジット市場ではスプレッドの縮小とAI関連エクスポージャーの拡大によって、そのディフェンシブ性に疑問が生まれている。

株式をオーバーウェイトとするポートフォリオ全体において、考えられるディフェンシブな取引には、バリュー株や、ヘルスケアとエネルギーの両セクター、場合によっては円が含まれる。クレジット市場では、ABはパッシブ運用よりもアクティブ運用を選好する。長年、有望な投資先に位置付けてきた金についても、引き続き前向きな見方を維持している。

イニゴ・フレーザー・ジェンキンス

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド(英国)
機関投資家向けソリューション 共同責任者

共同執筆者:

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**

AI 関連トレードは多様な方面に影響を及ぼしており、金融市場で最大の投資テーマとなっている。重要な点の一つは、投資に必要な資金需要と、米国における AI 構築への世界的な投資意欲が高まることで、異なる資産間の連動性がどのように高まっているか、ということだ。マルチアセット・ポートフォリオにおいて分散投資先をどう見いだすかという点は、すでに戦略上の課題であったが、AI 関連トレードの圧倒的な存在感によってこの課題が一層深刻になっている。AB は AI 関連トレードに否定的な見方はしておらず、株式への戦略的なオーバーウェイト、及び世界の他の地域と比較した米国株式へのオーバーウェイトを引き続き推奨している。しかし、投資家は AI 関連トレードのボラティリティに対して頑健なポートフォリオを構築する方法を早急に見つける必要がある。

本稿は、数カ月先の方向性を予測する戦術的レポートではない。AI の資金需要がすべての領域に関係してくる中で、ポートフォリオの頑健性向上を提案するものだ。

AI に関して言えば、現実のより大きな問題は金融面よりも社会面にある。AI 企業への力の集中、資源への需要、さらに生産性の向上という前提が裏側で労働市場に深刻な悪影響を与えるリスクは、いずれも結果的に AI が政治問題化することを示唆しており、実際、その兆しはすでに現れ始めている。これはやがて、市場間の相互連関をさらに高めることになるだろう。この観点から見れば、AI によって資産クラス横断的なバブルが起こるリスクの方が、AI が実際に機能して社会的問題が発生する場合よりも、まだ扱いやすい問題なのかもしれない。しかし、それは別のレポートで論じるべき話題だ。本稿では、AI 関連トレードにおける資本集中のリスクに対し、全体的なポートフォリオの観点からどのように対応すべきかを論じる。

株式の視点

AI 関連トレードが最も顕著に現れているのは株式市場だ。目的に懐疑的な声もあった中東介入で十分な成果がみられなかったことや、地政学的状況の全般的な悪化、米国消費者信頼感の低迷、債券利回りの大幅な上昇(今回のレポートのテーマ)といったマイナス要因にもかかわらず、今年の株式市場は 11%という非常に堅調な上昇を記録している。しかし、指数の上昇が目目される一方で、米国の 12 カ月先の予想 PER(株価収益率)は 19.4 倍、世界では 18 倍と、高めではあるものの、極端に割高とは言えない。割高感があるのは、過去 10 年の利益に基づくシラー PER の 41 倍という数値だ。これは、仮に今の相場がバブルだとすると、その性質がやや特殊であることを示唆している。バリュエーションの過熱というよりは、むしろ利益予想が過大になっていると言えるためだ。

現在の利益予想、ひいては PER は正当化できるだろうか。正当化できるシナリオは存在している。図表 1 では、総生産性の向上がさまざまな度合で進んだ場合に、(AI 企業が総生産性の向上を収益化する能力についていくつかの補助的前提を置いた上で、)セクターの将来利益がどのように推移するのかを考察する。ここでは、AI による生産性向上の規模を定量化しようとする最近の学術文献から着想を得て、生産性向上の 3 つの具体的な水準を示している。生産性向上が低い場合では、AI による生産性押し上げ効果が年率(pa)0.1%にとどまると仮定している。これは AI に対して比較的慎重な見方を示す Daron Acemoglu 氏の研究に基づくものである¹。0.9% pa の生産性向上は、総生産性向上に関する学術的及び準学術的なコンセンサスを AB なりに整理したものである²。一方、テクノロジー楽観派が大幅な向上を予想していることは改めて説明するまでもないだろう。

¹ Daron Acemoglu 氏、*AI の単純なマクロ経済学*(マサチューセッツ工科大学、2024 年)

² 副次的証拠として、2030 年までの中位シナリオにおける GDP の押し上げ効果は、James A. Davidson と Matthew J. Slaughter の両氏が引用したマッキンゼーの 2025 年調査の結果と一致している。同調査では、2030 年までに AI エージェントが米国において年間 2.9~6.4 兆米ドルの新たな経済価値を生み出すと推定されていた。「AI ショックを生き抜く方法—政治危機を回避するためのポリシー・プレイブック」、*フォーリン・アフェアーズ*(2026 年 7 月/8 月号)

図表 1: ハイパースケーラーの設備投資と生産性向上シナリオ別の想定 PER

	低 (+0.1%)	中 (+0.9%)	テクノロジー 楽観論 (+2.5%)
基準となる先進国の国内総生産 (GDP) (2025 年)	74,000	74,000	74,000
AI 企業の当初の利益 (2025 年)	385	385	385
基準となる 2030 年の名目 GDP (4% pa 成長)	90,032	90,032	90,032
AI による追加的な成長率 (%ポイント、pa)	0.1	0.9	2.5
各シナリオに基づく 2030 年の GDP	90,466	93,996	101,386
AI による GDP の増加分 (2030 年)	434	3,964	11,354
AI 企業の獲得可能な最大市場規模 (GDP 増加分の 10%、億米ドル)	430	3,960	11,350
AI 企業の利益 (想定利益率 20%、億米ドル)	86.7	792.7	2,270.8
基準となる非 AI 事業利益 (セクター全体、2030 年、億米ドル)	5,400	5,400	5,400
AI 及び既存事業利益 (セクター全体、2030 年、億米ドル)	5,490	6,190	7,670
2030 年の時価総額 (5 年間にわたり株価が 7% pa 上昇、億米ドル)	174,000	174,000	174,000
各シナリオに基づく PER (2030 年)	31.7	28.1	22.7
米国市場の 12 カ月後予想 PER	19.5		
ハイパースケーラーの 12 カ月後予想 PER (相対水準)	1.63	1.44	1.16

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。

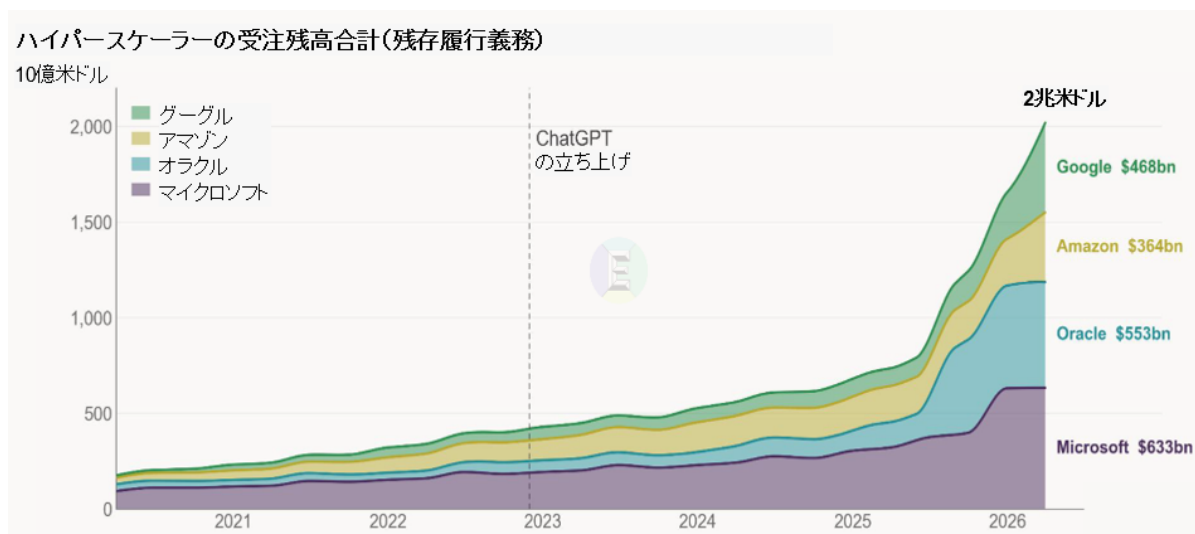
上記のモデルは 3 つの生産性向上シナリオ (低: 0.1%、中: 0.9%、楽観論: 2.5%) に基づくハイパースケーラー (マイクロソフト、アルファベット、アマゾン、メタ、オラクル) の 2030 年の想定 PER を示しています。GDP の増加分の 10% がハイパースケーラーに帰属し、増加分の利益率は 20% と想定しています。また、既存事業の利益成長率を 7% pa、2030 年までの株価上昇率も 7% pa と想定しています。

2026 年 8 月 30 日現在

出所: ブルームバーグ、ファクトセット、AB

このように見ると、投資に対する AI の影響は、企業利益をどれだけ生み出せるかということにある。AI がバブルであるかどうかは利益の見通しにかかっており、想定した複数のシナリオのうち、どのシナリオを進むかによって、株式のリターンが決まる。問題は、最新世代の画像処理装置 (GPU) の減価償却期間内には、どのシナリオが実現の可能性が最も高いかを見極められない点だ。しかし、少なくとも現在 2 兆米ドルを超えるクラウド収益の受注残 (図表 2) に基づけば、生産性の低位シナリオは最も可能性が小さいと言えるだろう。この受注残高の実現に 5 年を要すると仮定すれば、年間 4,000 億米ドルのランレートとなり、これは上記の表の「中位」の予測における獲得可能な最大市場の想定規模と同程度だ。ここには多くの不確実性はあるものの、おおむね前述の中位シナリオと整合しているが、テクノロジー楽観論シナリオの可能性も残されている。しかし、これだけの収益受注残が現在存在するのであれば、生産性の低位シナリオはありそうにないと思われる。なお、この評価では収益と支出から生産性の向上を推定していることには注意が必要だ。この分析では、AI による生産性向上が、実際の職場でどの程度確認され、労働需要にどのような影響を与えるかは考慮していない。

図表 2: クラウド収益の受注残高は、小幅な生産性の向上の可能性が低いことを示唆



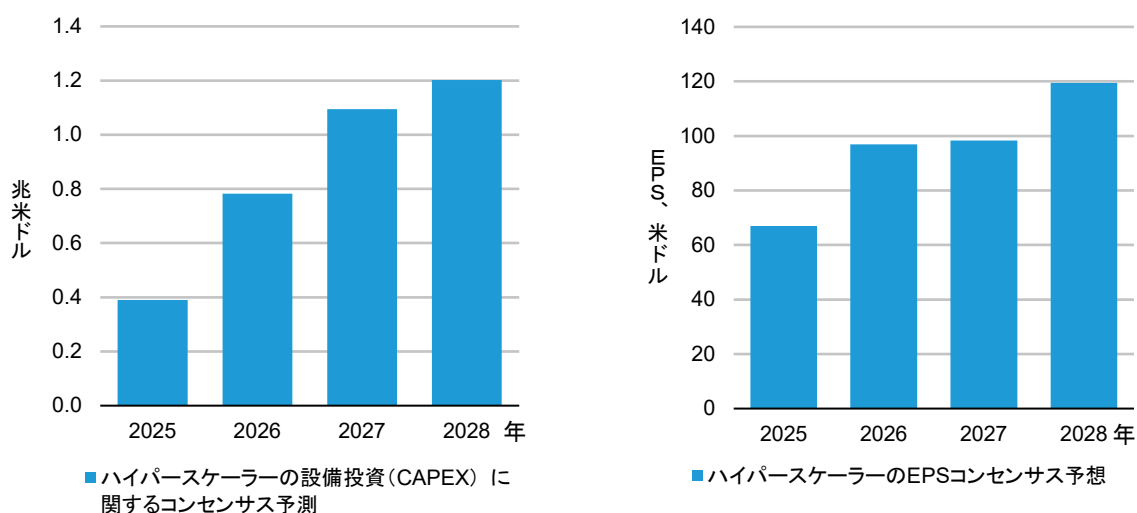
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026年6月25日現在

出所: Azeem Azhar, William Gildea, Hannah Petrovic (PhD), Nathan Warren, Marija Gavrilov, 「AI 経済の状況」、Exponential View、2026年6月、AB

株式市場を支えているのは、結局のところ企業利益への期待である。したがって、最近の利益予想の上昇が持続しなければ、市場にとって問題となる可能性がある。しかし、予想は依然として上方修正が続いている(図表3)。トークン単位の料金設定へ移行しようとする動きも、これまでのところ収益に悪影響を及ぼしていない。

図表 2: ハイパースケーラーの設備投資と利益予想は上方修正が続いている



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。予想は今後変更される可能性があります。

注記: ハイパースケーラーには、アップル、グーグル、マイクロソフト、メタ、オラクル、アマゾンが含まれます。

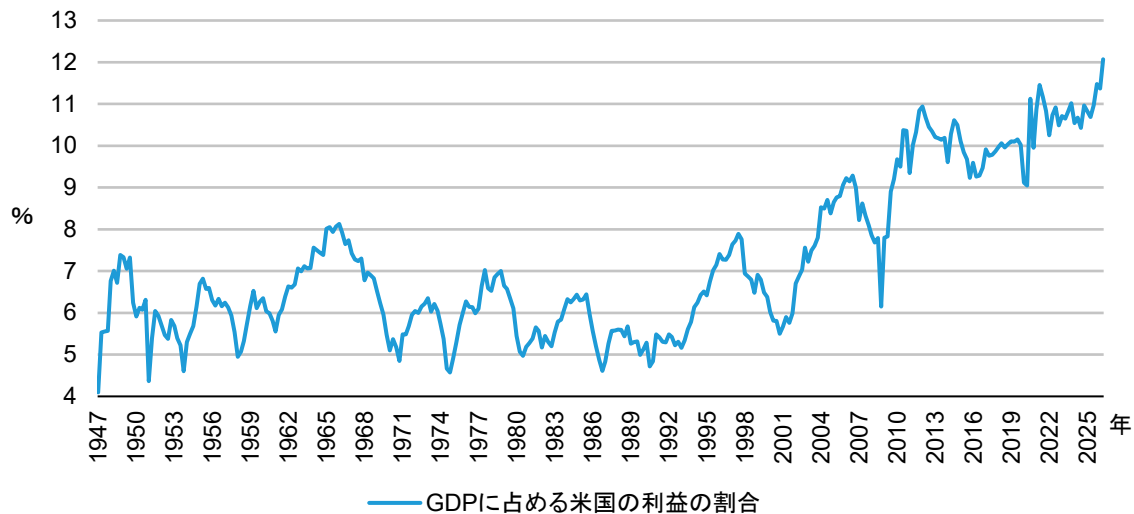
EPS: 一株当たり利益

2026年9月8日現在

出所: ブルームバーグ、AB

利益予想の拡大と、バリュエーションを正当化する上記の分析はともに、AI ブームの重要な要素、すなわち、GDP に占める利益の割合が、現代では前例のない水準からさらに上昇することを示唆している(図表 4)。以下で論じるように、海外資本を引き寄せているのは、まさに米国企業のこの利益の伸びである。この伸びの一部は、規制当局が企業側に取り込まれて規制がゆがめられる「規制の虜(regulatory capture)」として説明できるかもしれない³。このため、「企業利益の拡大は社会的・政治的な反発を招かずどこまで続くのか」という疑問が生じる。しかし、AI との関連で特に重要なのは、ハイパースケーラーや半導体企業、その他の AI エコシステムを構成する企業が、国家安全保障というカードを切れるようになったことだ。爆発的な設備投資需要に直面する中、これらの企業の利益を再分配しようとする本格的な政策が打ち出されれば、「中国に先を越される」という声上がることは容易に想像できる。AB は企業利益への反発は今後強まると考えており、実際、その兆しはすでに現れている。しかし、企業の強大な力を長年にわたり容認してきた米国の歴史を踏まえると、企業利益の国内総生産(GDP)シェアは当面、高水準に維持されるだろう。

図表 4: 米国では GDP に占める企業利益の割合が異例の上昇



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026年9月3日現在

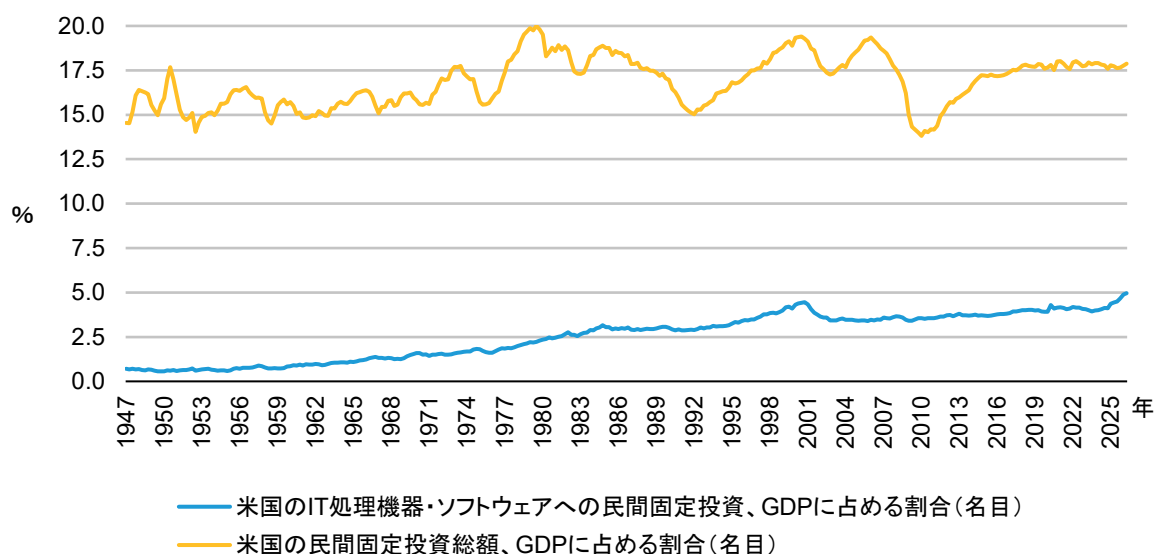
出所: BEA、マクロポンド、AB

資金調達の見点

上記とは別の視点から見ると、現在の環境を特徴づけているのは、設備投資需要である。これは、例えば 10 年前に共有されていた見方からの急激な転換を意味する。実物設備投資の需要は減少しており、GDP に占める資金需要の割合も低下していくと当時は想定されていた。しかし、実際には、今は歴史上、特に活発な設備投資時期にある。米国では、固定資本投資全体の対 GDP 比率が 18%と、TMT(テクノロジー・メディア・通信)ブームの最盛期であった 2000 年とほぼ同水準にある。しかし、テクノロジー部門の比率は、当時のピークの 4.5%に対し、現在は 5%に達している(図表 5)。

³ この点に関するABのリサーチについては、以前の記事『[The Dystopian Symbiosis: Passive Investing and Platform Capitalism](#)』(英語)をご参照ください。

図表 3: 米国の総固定資本投資とテクノロジー・セクターの割合



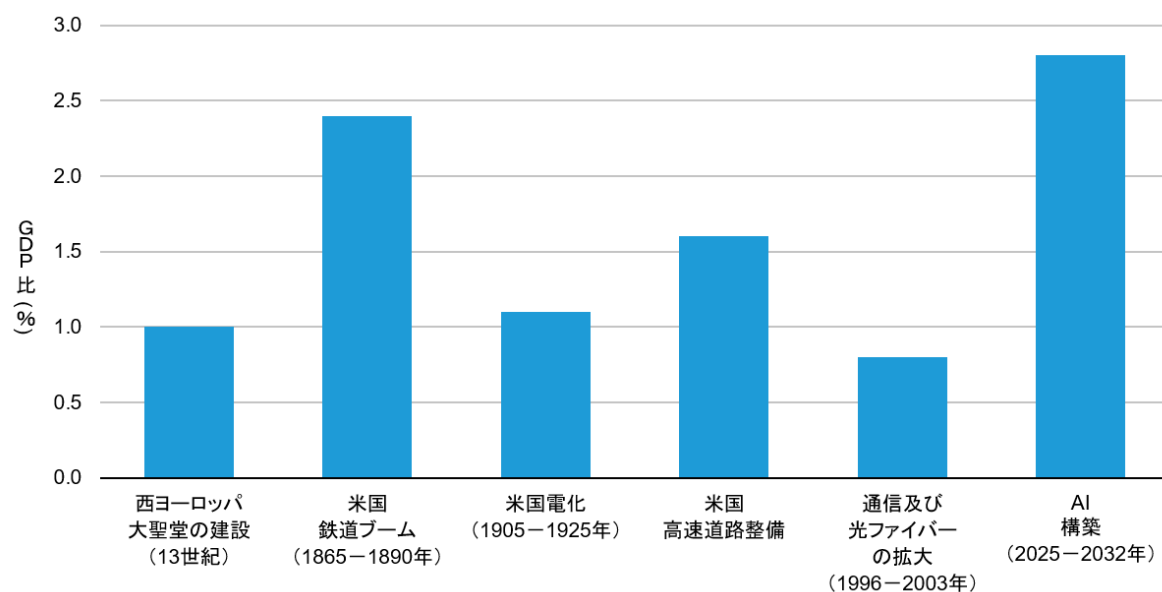
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026年9月9日現在

出所: BEA、マクロボンド、AB

図表 6 では、過去の設備投資活況局面における設備投資の規模と、AIに必要な設備投資の規模の推計値をあわせて示している。最新の推計によると、AI構築は、英国や米国の鉄道ブームや、第二次世界大戦後のインフラ構築を上回り、これまでに見られた中でも最大規模の設備投資期になる可能性がある。さらに実際には現在の設備投資の強度は、こうした比較以上に大きいとの議論もある。設備投資額を資産の減価償却期間で調整して比較すると、例えば鉄道インフラと比較してGPUの耐用年数が短いことから、現在の設備投資の大きさがさらに際立つ。これが史上最も強力な設備投資支出だという見方も、決して誇張とは思われない。

図表 4: 現在の AI 設備投資と過去の設備投資ブームとの比較



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。

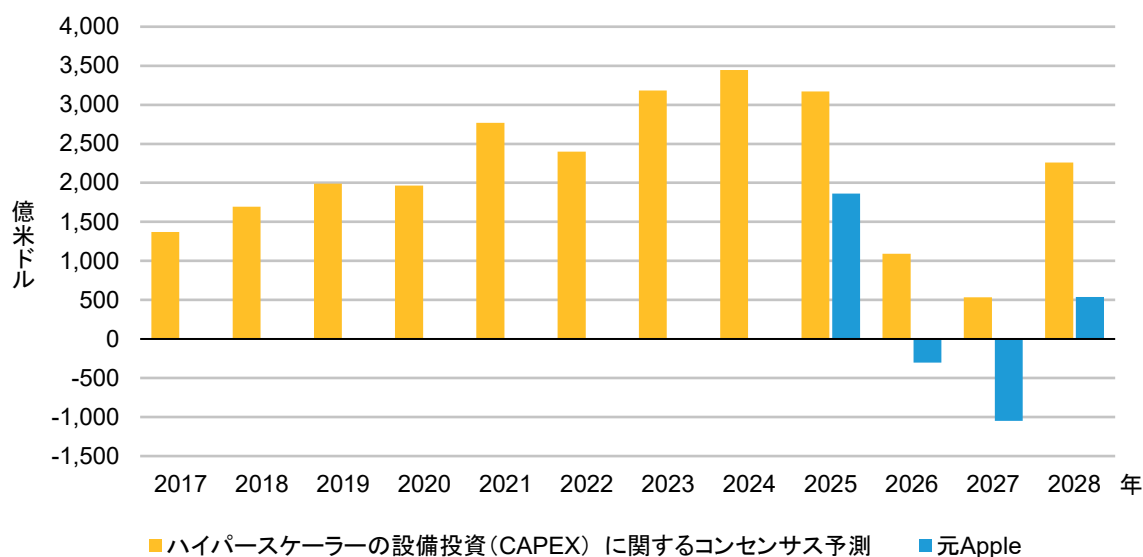
2026 年 9 月 15 日現在

出所: Eltjo Buringh, Bruce M.S. Campbell, Auke Rijpma, Jan Luiten van Zanden, 「ヨーロッパの『大聖堂の時代』(西暦 700~1500 年)における教会建築と経済」、*Explorations in Economic History* 76 号 (2020 年): 101316、

<https://dspace.library.uu.nl/server/api/core/bitstreams/36fd9e1e-1db4-4140-9d01-ce9bbe7b8363/content>, Stijn Van Nieuwerburgh, 「AI 構築に向けた資金調達」(ワーキングペーパー、コロンビア・ビジネス・スクール、2026 年 3 月 19 日)—英国及び米国の鉄道、運河、米国のハイウェイ、AI の比較に関する出所、https://business.columbia.edu/sites/default/files-efs/imce-uploads/svannieuwerburgh/papers/FinancingAIBuildout_03192026.pdf、AB

こうした設備投資では、手元資金だけで賄うことが難しくなり、他の資金調達手段に依存する必要性が急速に高まっている。この変化は顕著であり、市場でも広く注目されている。アップルを除くハイパースケーラーは、フリーキャッシュフロー(FCF)が急速に悪化し、追加の設備投資を外部資金に依存しなければならない水準に達している(図表 7)。

図表 5: ハイパースケーラーのフリーキャッシュフローのコンセンサス予想



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。

注記: ハイパースケーラーには、アップル、グーグル、マイクロソフト、メタ、オラクル、アマゾンが含まれます。

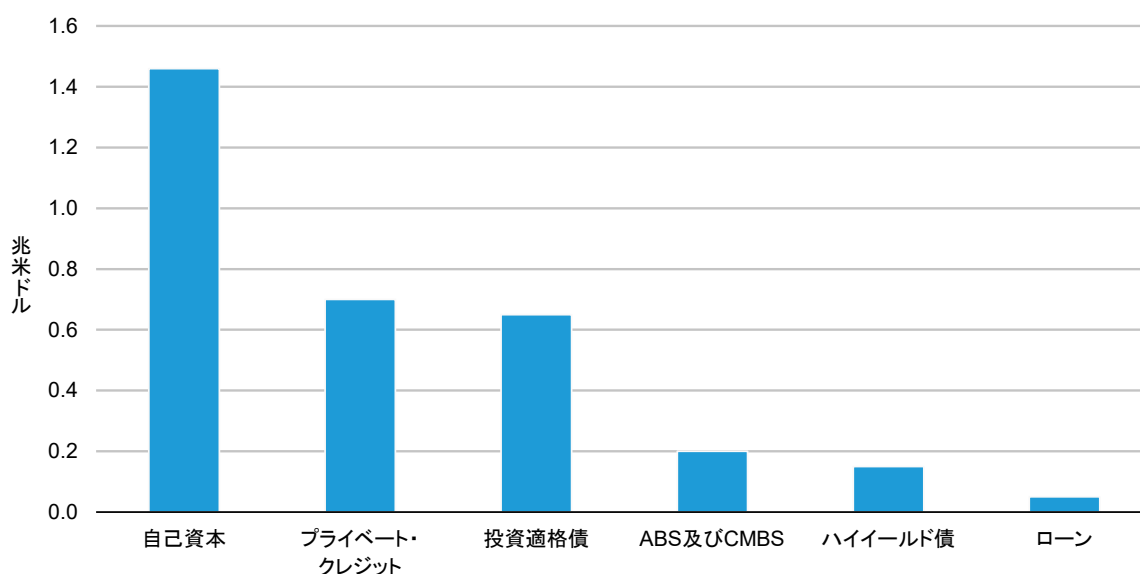
2026 年 9 月 8 日現在

出所: ブルームバーグ、AB

こうした設備投資需要と、それによるキャッシュフローの枯渇を考えると、企業がこの規模の投資資金を調達するために他の手段に頼らざるを得ないのは当然だ(図表 8)。これこそが、ここ 1 年で急速に起きていることだ。この見方に基づけば、設備投資資金を調達する必要性そのものが、金融システムにぜい弱性をもたらす要因となり得る。こうした議論を悲観的立場から論じた例として、ニュースレター配信サービス「サブスタック」の記事『[Peak Cheap: The AI Boom Isn't 2000, It's 2008](#)』(英語、外部サイト)が挙げられる。

こうした資金需要のぜい弱性が懸念されるのは、コンピューティング能力を構築する側と利用する側との間で、互いの成長を前提とする循環的な依存関係が生じつつあるためである。前述のコンピューティング能力の受注残高は、大手 AI モデル開発企業が将来十分な収益を上げられるとの期待を前提に、今後数年間にわたりコンピューティング能力を消費することを確約したテイク・オア・ペイ(最低取引保証)契約の規模を示す指標である。マクロ的な観点からは、こうしたコミットメントは、AI が生み出すと期待される経済全体の生産性向上のうち、相当な割合をこれらの企業が収益化できるという暗黙の前提に基づいている。

図表 6: 2026～2028 年の AI 設備投資の予想資金調達源



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。

ABS: 資産担保証券、CMBS: 商業用不動産担保証券

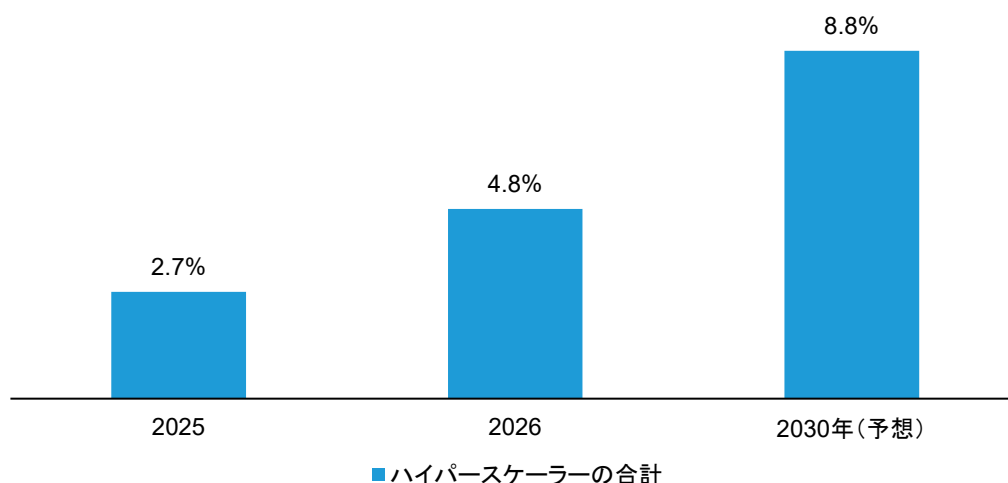
出所: モルガン・スタンレー・リサーチ(イングランド銀行、金融安定レポート、2026 年 7 月に掲載)。数値は、世界のデータセンター設備投資(2026～28 年)の資金調達源に関するモルガン・スタンレーの推計で、対象はハイパースケーラー及び非ハイパースケーラーです。

2026 年 7 月 30 日現在

出所: モルガン・スタンレー、イングランド銀行、AB

こうした資金調達において、債券発行の割合が急速に高まっている。このシフトにより、投資適格(IG)債券市場の構成が変化しており、同市場のパッシブ投資家は、過去と比べてハイパースケーラーの債券へのエクスポージャーがはるかに大きくなる見込みだ(図表 9)。テクノロジー・セクターは 2025 年に米国 IG 債券市場の 2.7%を占めていたが、2026 年後半には 4.8%、2030 年には 8.8%に達すると見込まれている。これは、クレジット市場それ自体にとっては、必ずしも問題ではない。しかし、クロスアセット・ポートフォリオの設計という観点では、クレジット市場へのパッシブ投資が株式市場リスクへの有効な分散投資手段となり得るのかという疑問につながる(特に、本稿の別の箇所でも論じているように、米ドルのディフェンシブ性が低下している場合は、この問題はなおさら重要となる)。

図表 9: 投資適格債券指数に占めるハイパースケーラーの割合



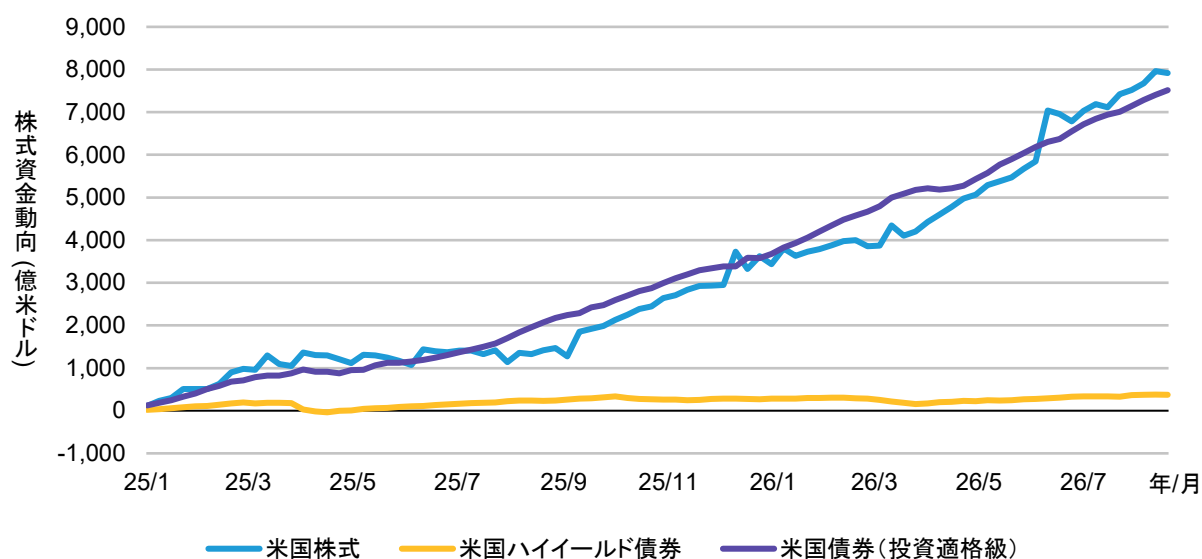
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。予想は今後変更される可能性があります。

2026年7月31日現在

出所: アポロ・アナリシス、ブルームバーグ、AB

重要な問題は、市場がこうした発行を吸収する準備ができているかどうかであり、特に最近のペースで発行が続く場合（設備投資予測から、現時点ではこのような状況が示唆される）はなおさらだ。クレジット市場への資金流入は非常に堅調で、実際に一貫して増加が続いており、需要に停滞の兆しは見られない（図表 10）。したがって現時点では、この発行分を吸収することに問題はなさそうだ。しかし、株式市場のバリュエーションが高い状況にあるのと同様に、クレジット市場のスプレッドは非常に狭く、リスクの吸収余地が乏しい。集中化が進んでいる株式市場に対して、この資産クラスが果たす分散効果が疑問視される場合は特にそうである。

図表 7: 投資家には追加のクレジット発行を吸収する余力があるようだ



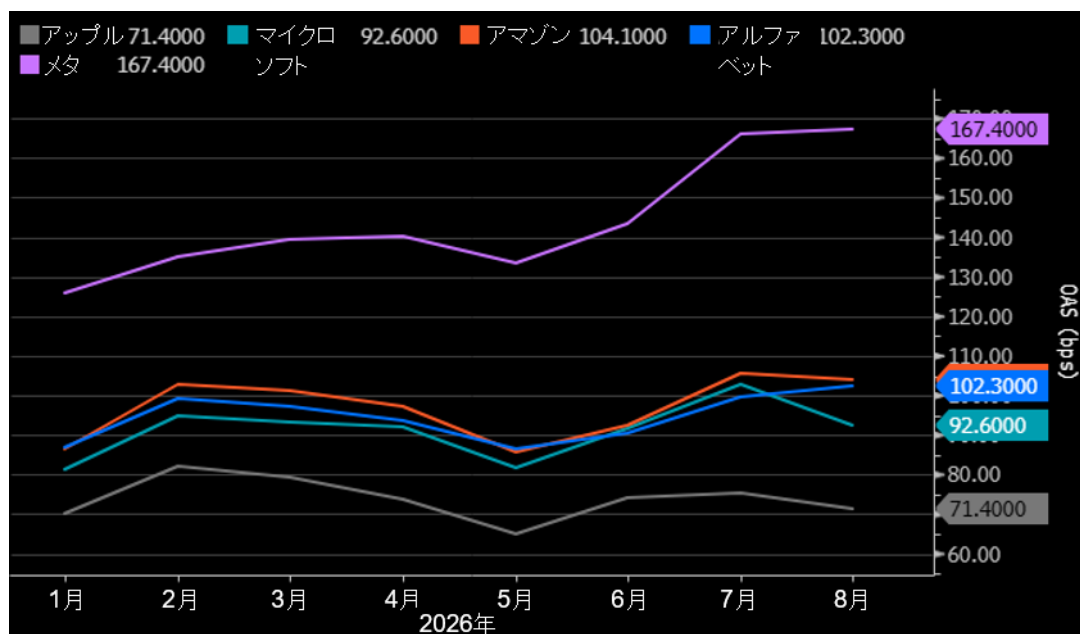
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026年8月28日現在

出所: EPFR、AB

資金調達動向に対する懸念が高まったことから、夏にかけてクレジット・スプレッドはわずかに拡大した(図表 11)。これは、デフォルトに対する実際の懸念というよりは、発行量の増加を背景に市場が高いリスク・プレミアムを要求する動きと整合しているように見る。

図表 8: 米国のハイパースケーラー — 2026 年年初来の平均クレジット・スプレッド(OAS、ベース・ポイント)



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。

OAS: オプション調整後スプレッド

2026 年 8 月 30 日現在

出所: ブルームバーグ、AB

AI ブームに伴う資金調達ニーズ、及びその結果であるクレジット市場における AI 関連エクスポージャーの急増は、確かにリスクであり、金融システムのぜい弱性を高めている。しかし同時に、こうしたリスクやぜい弱性が顕在化する時期は不透明だ。確かにレバレッジは大幅に増加したが、ハイパースケーラーの FCF がマイナスに転じたのは今年になってからに過ぎず、外部資金への依存とレバレッジの上昇がしばらく続く可能性は十分にある。

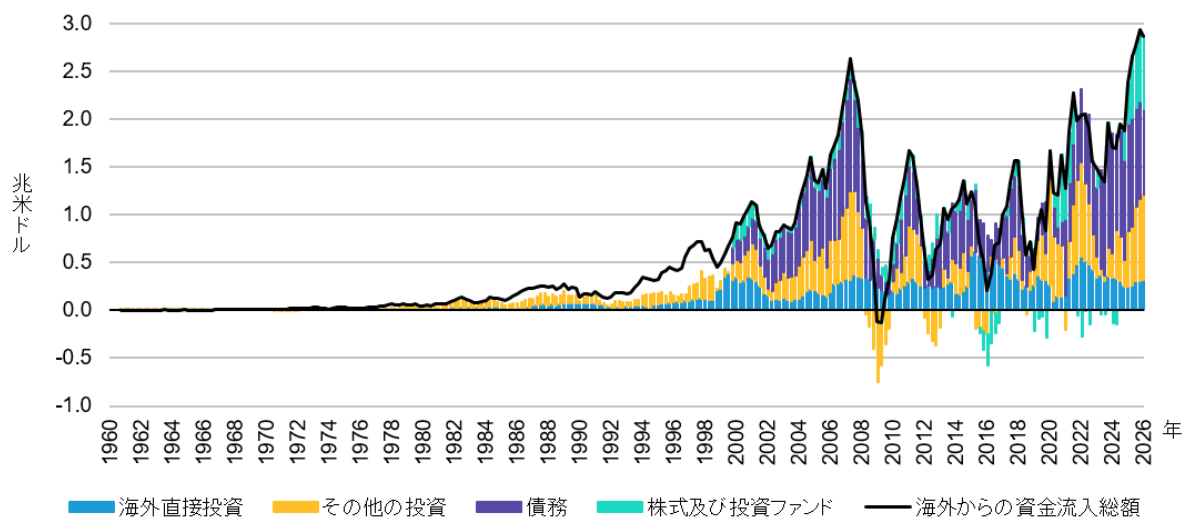
投資家の中でも、クレジット市場にパッシブなエクスポージャーを持つ者にとって、これはより大きな問題となる。こうした投資家のポートフォリオではセクター構成が変化するためだ。ハイパースケーラーは、株式市場に比べればクレジット市場に占める割合は依然としてかなり小さいが、株式市場とクレジット市場にパッシブに投資する場合、これら市場間の相関が高まる要因となり、分散効果を期待する根拠は薄れる。米ドルや名目債券のディフェンシブ性が低下する可能性が高いという状況を踏まえると、これには注意が必要だ。これこそが、本稿全体を通じて繰り返し強調している、AI 投資は「すべてを巻き込む取引」であるというテーマであり、それによって分散投資がより困難になっているということだ。ポートフォリオ全体のエクスポージャーという観点から見れば、この問題は、クレジット投資において、パッシブ運用ではなく、アクティブ運用の必要性が高まっているとの主張に十分な根拠を与える。

資金フローの視点

米国は数十年にわたり、世界的な資本移動の主要な受け皿となってきた。これは、米国がより高い成長率を期待できることを考えれば、十分な理由がある。しかし、AI ブームの直近の局面では、世界の投資家は前例のないペースで米国資産を購入している(図表 12)。歴史的には、こうした海外からの資金流入の受け皿としては、米国債券がその大部分を占めてきたが、最近の増加は米国株式が最も大きな割合を占めている。過去 2 年間に米国への資金流入は 5.2 兆米ドル増加したが、そのうち 23% 近くが米国株式となっている。最近増加しているもう一つの要素は、経済分析局(BEA)が「その他」に分類している項目であり、これは主に貸付金や通貨・銀行預金で構成されていると考えられる。

米国債券に対する海外投資家の相対的な需要の低下（並行して、海外公的部門による保有が民間部門による保有に置き換わっていること）は、海外資金流入による米ドルの下支えが、株式市場のパフォーマンスと密接に結びつく可能性が高まっていることを意味する。ただ、これは、あくまで債券の相対的な割合の低下に過ぎない点を強調しておきたい。依然としてネットの流入額は堅調に推移しており、財政の持続可能性に関するさまざまな懸念にもかかわらず、海外投資家が逃避している兆候は見られない。

図表 9: 米国への海外資本流入...株式が大幅に増加している



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。

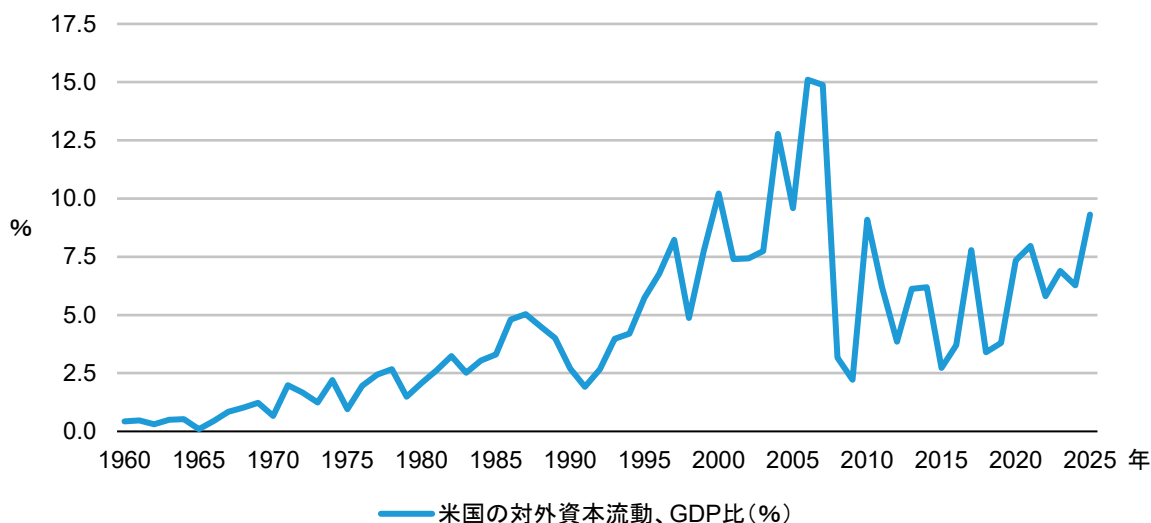
注記: 数値は各時点における直近 4 四半期の累計を示します。

2026 年 9 月 2 日現在

出所: BEA、マクロボンド、AB

また、国内総生産に占める割合で見ると、米国への海外資本の流入は、TMT バブルや世界金融危機(GFC)直前を除けば、過去最大となっている(図表 13)。もっとも、こうした時期との比較は、決して縁起の良い話とは言い難い。

図表 10: 米国資産への海外資本流入額の対米国 GDP 比率



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026 年 9 月 2 日現在

出所: マクロボンド、米国 BEA の国際取引統計/FRED(海外資本流入)、AB

この資金の流れという側面は、米ドルの基軸通貨の地位というテーマに関連している。このテーマは、戦略に関する今日の議論では、常に水面下でくすぶっている。米ドル建て資産に対する資金流入は、米ドルの覇権を支えたとされる、1970年代のペトロダラー体制（産油国によるドルを使った原油決済）などと比べて、はるかに大規模である。とはいえ、これが米ドルにプラスに働くわけではない。ABは別のレポート⁴で、なぜ米ドルの基軸通貨の地位が脅かされていると考えるかについて論じている。一方で、これが直ちに通貨価値の下落につながると考えるべきではないとも指摘している。特に、他の主要通貨の公的債務が高い水準であることを考慮すれば、そのような判断を性急にすべきではない。

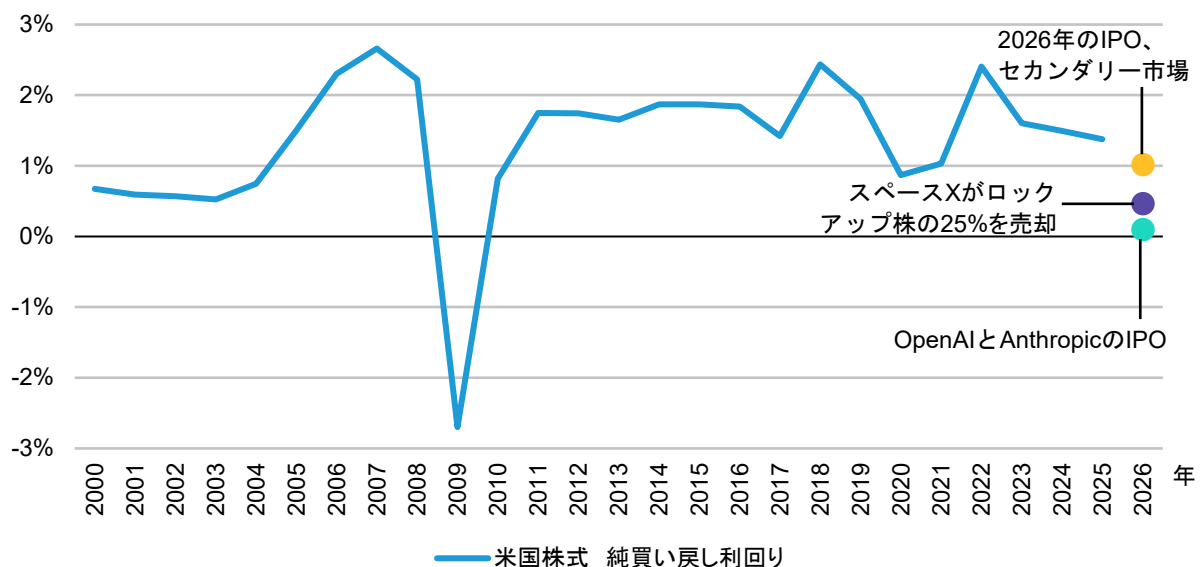
世界の投資家が米国に資金を振り向けるのは合理的だ。米国は高い成長が見込まれる投資先と見なされており、この点にはABも同意する。しかし、AIが「すべてを巻き込む取引」となっている状況では、こうした資金フローの規模や、世界の貯蓄を還流させる動きであることを踏まえると、AI関連トレードがつかずいた場合に、ディフェンシブ性のある資産として米ドルに依存することは、ポートフォリオに潜在的なぜい弱性をもたらす可能性がある。こうした資金の流れが逆転するリスクがあるからだ。

株式発行・自社株買いの視点

AI投資需要がもたらした最も顕著な変化の一つは、エクイティ・ファイナンス（新株発行を伴う資金調達）への需要の変化だ。大手ハイパースケーラーは2025年までキャッシュフローがプラスだったが、現在では資金調達の必要に迫られている。米国企業は、GFC時の一時的な中断を除き、自社株式の買い戻しを行ってきた。図表14では、今後12カ月間の株式発行と買い戻しのバランスに関して、いくつかの可能性を示している。AIに関連する追加の資金需要は、株式発行と自社株買いをより均衡に近づける可能性が高いが、明確な発行超過に転じるとまでは考えにくい。

図表 11: 米国企業は純発行に転じるのか？

将来の発行見通しを反映した純自社株買い利回り



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6月24日現在

出所: ファクトセット、AB

こうした株式需給の変化はどれほど重要なのだろうか。持続的な純発行へと傾けば、過去20年間にわたり米国株の最大かつ一貫した買い手であった企業部門が市場から買い手としては姿を消すことになる（図表15）。過去30年間、米国企業は（差し引きで）8兆米ドルの自社株買いを行ったのに対し、海外投資家による累積需要は、「わずか」3兆米ドルにとどまっている。自社株買いの純額がゼロに転じるとは、確かに強気材料とは言えないが、必ずしも弱気の兆候でもない。もちろん、企業収益の推移は引き続き株価の正当性を支える要因にはなっており、これが大きな議論のテーマであることは明らかだ。ABはこうした変化について、株式市場を弱気に向かわせる要因とは捉えておらず、むしろ、ボラティリティを高める要因

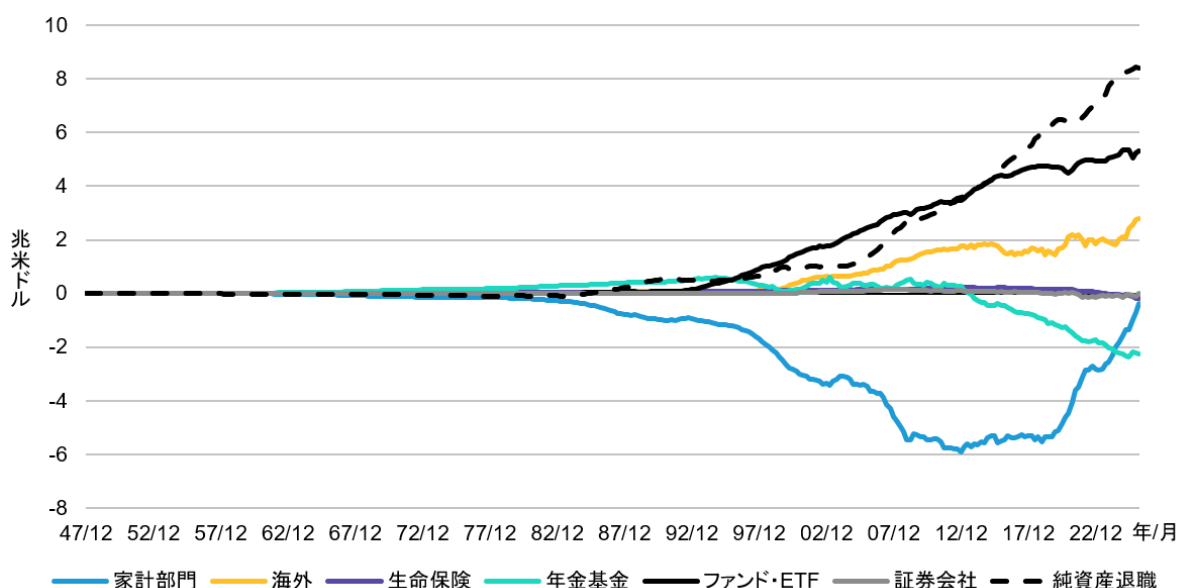
⁴ 以前のペーパー『[The Dollar: Half Awake in a Fake Empire?](#)』（英語）をご参照ください。

だと見ている。株式市場のボラティリティは、時価加重型指数への大規模な資金流入によって、これまで人為的に抑制されてきた、というのが AB の考えだ。

株式の新規発行は、他の資産クラスの発行規模との相対的な比較の中で捉える必要がある。株式市場は発行の純増に直面しているが、世界の年金制度が確定給付 (DB) から確定拠出 (DC) への移行を進めることによって、株式に対する需要の長期的な増加も見込まれる。一方、国債市場では発行量が大幅に増加している。これは主要先進国の財政状況の結果であり、また、前述の DB から DC への移行に加え、債券が分散投資先としてかつてほど効果的ではないという実証的な知見によって、債券に対する需要が減少する可能性は高い。これは株式にとって絶対的な意味での強気材料ではないが、資産クラス全般のリターンの見通しと比較すると、株式は他資産と比べて悪くない選択肢となる可能性がある。

ただし、このセクションの主な結論は、今後はボラティリティの上昇が見込まれるという点である。

図表 15: 退職資金における株式の需要(ネット)



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 3 月 31 日現在

出所: EPFR、AB

ポートフォリオ

こうした議論は今日の投資にとって何を意味するのか。もし AI がバブルであるなら、それは奇妙なバブルだ。なぜなら、「これはバブルだ」との指摘が広がっているにもかかわらず、なお人々は AI に投資しているからだ。こうした動きの天井を予測することは無意味に思われる。AB が考える生産的なアプローチは、AI 関連トレードにどう投資するのが最善かを判断すると同時に、AI 関連銘柄が売られる局面でも乗り切れる、幅広いポートフォリオの構築を試みることだ。「すべてを巻き込む取引」の性質を考えると、これは容易なことではない。

本稿の核心的結論は、株式市場に対する AB の見方は引き続き強気だということだ。この見方は、長期的には株式が最も規模が大きく流動性も高い実物資産だという見解に基づいており、短期的には好調な企業収益の見通しに支えられている。こうした見方に立ちながら、AB は米国株式へのオーバーウェイトを継続する方針であり、これは結果的に AI 関連トレードにエクスポージャーを持つことにつながる。では、この方針を軸として組み合わせるべき投資戦略は何だろうか。

ディフェンシブではない可能性がある資産は何か

このセクションでは、まず問題提起から始めたい。AI が生み出している資金需要は極めて旺盛であり、その存在感が巨大なため、従来はディフェンシブだと見なされていた資産が、ディフェンシブではなくなった可能性がある。AI 関連銘柄が売られる局面では、米ドルやデューレーションが助けにならないことが十分にあると AB は考えている。このような事態は、一時的な暴落の形で訪れるとは限らず、相場の低迷期や方向感を欠く局面として、たやすく起こり得る。

米ドル: AB は以前、デューレーション(長期債)に対して否定的な見解を発表した⁵。したがって、戦略的資産配分ではデューレーションをアンダーウェイトとしている。2022 年に米ドルは分散効果を発揮しなかったが、多くの投資家が米ドルから資産を移さなかったのは奇妙に思える。しかし、本稿で論じてきた観点からは、米ドルはディフェンシブではないというリスクが存在する。AB は通常、通貨(金を除く)について大きな方向性を打ち出すことに慎重だ。しかし、米ドルに関しては、以前からよく知られている基軸通貨の地位や財政の持続可能性に関する戦略的な観点からの懸念のほかに、(1)AI 関連トレードへの直接的な資金流入、及び(2)AI に起因する、米国は例外的な存在という、より広い観点に基づく資金流入の両方から恩恵を受けてきたことが問題となる。誤解のないように言えば、AB はこうした動きに反対しているわけではない。他地域との比較で、米国をオーバーウェイトとする評価を維持している。ただ、AI に関連するディフェンシブな取引を求める場合、米ドルはそれほど安全な逃避先とは見なせないだろう。

クレジット: 潜在的にぜい弱な「ディフェンシブ」トレードとしては、投資適格(IG)債券も挙げられる。もちろん債券は通常、相場下落局面に株式よりも良好なパフォーマンスを示す。しかし、IG 債券がディフェンシブ性を示す度合いは、投資開始時点のスプレッド水準に左右される。これは、過去 30 年間の米国市場でも確認されている。S&P 500 指数が 10%超下落した局面では、当初の IG 債券のオプション調整スプレッド(OAS)が 100 ベーシス・ポイントを上回っていた場合、IG 債券指数のパフォーマンスは平均で S&P 500 指数を 27%上回った。しかし、IG 債券の OAS が 100 ベーシス・ポイント未満の場合、アウトパフォーマンスは平均 13%にとどまった。

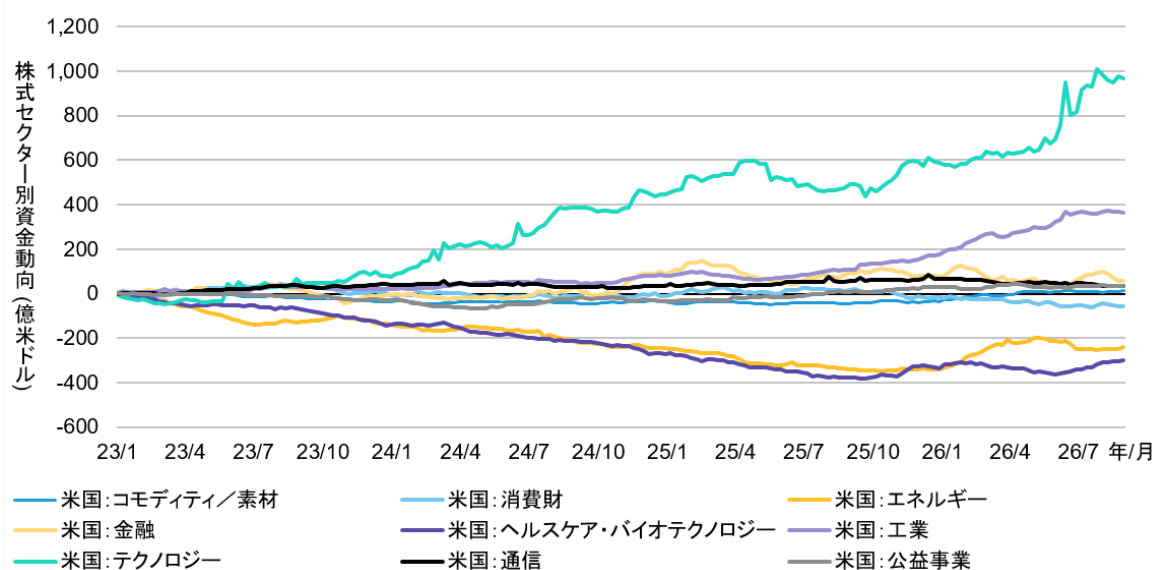
さらに、現在は二つの問題がある。一つ目はクレジット市場でテクノロジー・セクターの比重が高まっており、AI 関連銘柄固有の株式リスクを分散できるかどうか疑問視されていることだ。二つ目は、機関投資家がポートフォリオでプライベート資産の配分を著しく高めたため、流動性が高い IG 債券は売却が容易な資産になっていることだ。

依然としてディフェンシブと考えられる取引

ヘルスケア: AB はヘルスケア・セクターが効果的なディフェンシブ・トレードになり得ると引き続き考えており、戦略的に強気のスタンスを維持している。このセクターは、エネルギー・セクターとともに、近年、投資家の人気という点では相対的に敬遠されてきた(図表 16)。AI が経済的に期待通り機能するのであれば、ヘルスケアが AI の恩恵を受けるとの見方には十分な根拠がある。最近のパフォーマンスは堅調だが、このセクターは米国でも世界でも、過去 30 年間の相対的なバリュエーションの観点から依然として割安である(図表 17)。背景には医療政策の不確実性などの理由はあるが、このリスクが特に AI 関連銘柄の投資リターンリスクと密接に関連しているとは考えにくい。

⁵ 以前のペーパー『[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](#)』をご参照ください。

図表 16: 投資家の資金動向を見るとヘルスケアとエネルギーは敬遠されてきた

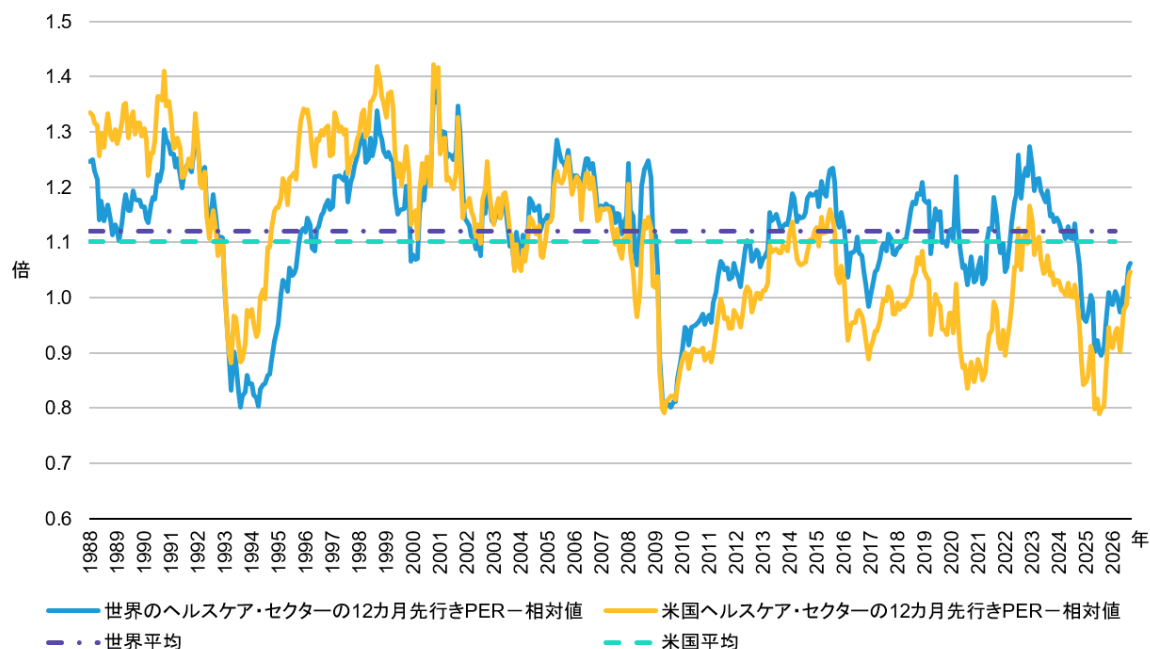


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026年9月4日現在

出所:EPFR、AB

図表 17: ヘルスケア・セクターの相対バリュエーションは依然として過去との比較で割安な水準にある



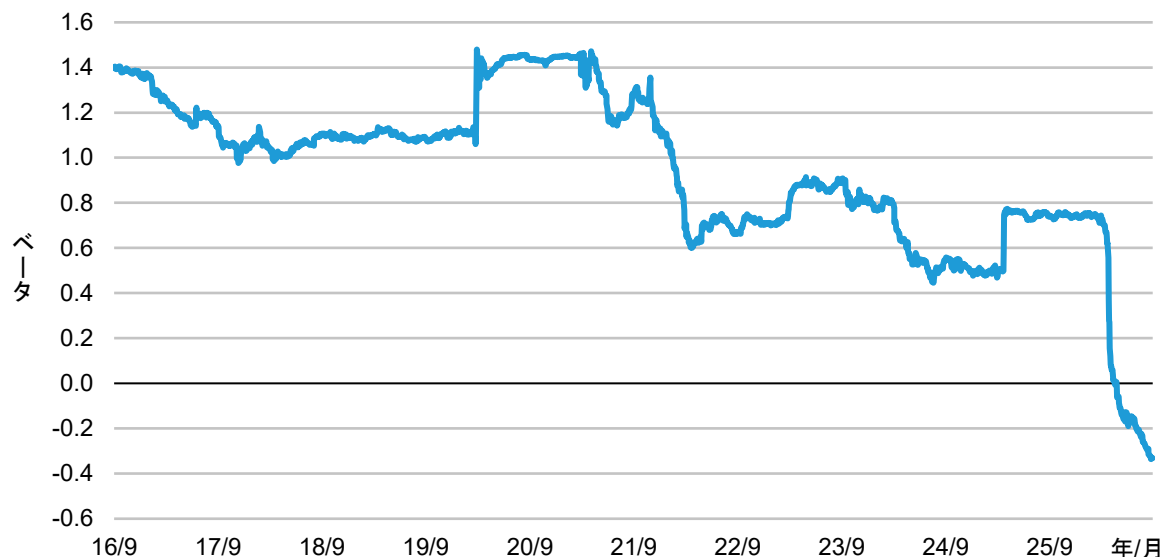
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026年9月30日現在

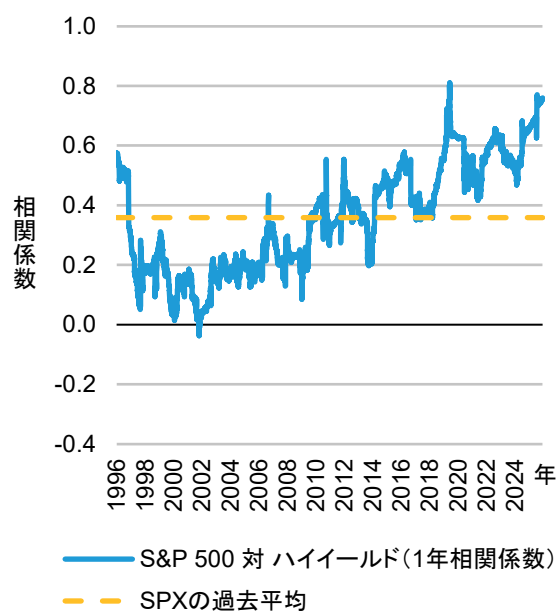
出所:ファクトセット、AB

エネルギー: 図表 16 に示すように、投資家から敬遠されているもう一つの株式セクターはエネルギーだ。他にこのセクターが有する顕著な特徴は、世界の総合市場指数に対するベータが現在マイナスである点だ(図表 18)。これは、市場で超大型テクノロジー株の割合が高まっているために、負のベータを示す銘柄が通常よりも多くなっている現象の一部である。こうした状況は異例であるものの、過去に前例がないわけではない。また、このセクターは FCF が相対的に魅力的な水準にあり、この指標の観点からはディフェンシブ・バリュー・セクターに分類される。

図表 18: エネルギー・セクターは市場に対して負のベータを示している



図表 19: 米国株式市場とハイイールド債券の相関は過去最高水準にある

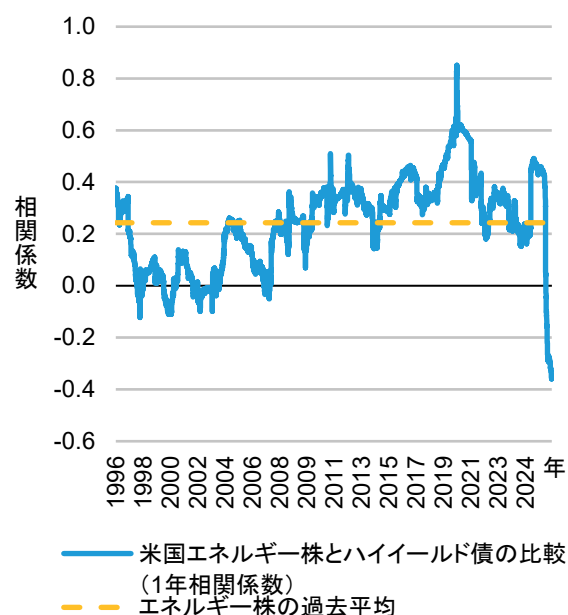


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026 年 8 月 30 日現在

出所: マクロボンド、AB

図表 20: 米国のエネルギー・セクターは、ハイイールド債券に対して著しい負の相関を示す唯一の株式セクター



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。

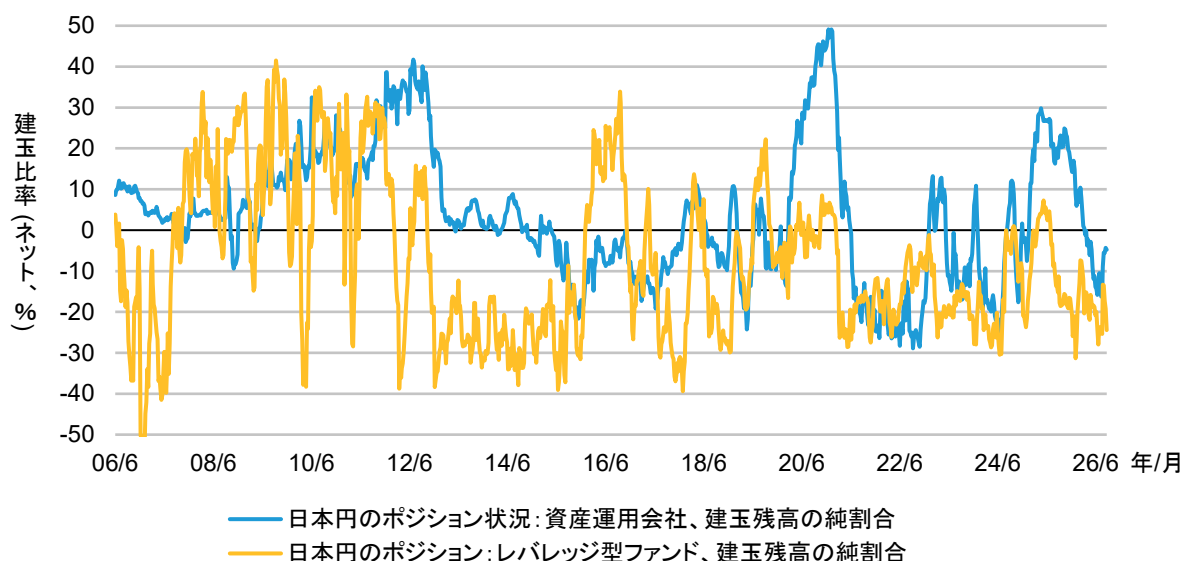
2026 年 8 月 30 日現在

出所: マクロボンド、AB

円: 興味深い可能性として、AI 関連銘柄の下落という特定の状況では、円がディフェンシブな取引対象となり得る。ただし、これには十分な注意が必要だ。そもそも円は何年にもわたり、売られ過ぎと指摘されてきたが、その都度円買いを行っていたとすれば、必ずしも良い投資判断にはならなかったからである。最近の円相場の高いボラティリティや、政策介入の予測の難しさも、投資家をちゅうちょさせる要因になるかもしれない。

しかし、AI 関連トレードの巻き戻しに対するヘッジとして円が機能し得ると考える重要な理由がある。それは、これまで米国や AI 関連銘柄への世界的な資金流入の影響で、円が下落圧力を受けてきたと考えられるからだ。その過程では、一部で円キャリートレードが資金調達手段として利用されてきた。(図表 21)。

図表 21: CFTC の日本円のオプションと先物のポジション



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 9 月 9 日現在

出所: CFTC、マクロボンド、AB

円のパフォーマンスと米国を中心とした AI 関連トレードへの世界的な資金流入との間に相関関係があるという証拠を見つけるのは確かに難しい。しかし、多くの要因が影響していることに加え、AI 関連への資金流入がほぼ一本調子であることを考えれば、そこに分かりやすい相関関係が見いだされるのはむしろ不自然だろう。2025 年には、円とマグニフィセント・セブン(米巨大テック銘柄 7 社)の超過リターン(すなわち、円安はマグニフィセント・セブンのリターンの上昇と整合していた)。今では、その相関は弱まっており、円安と S&P 500 指数全体のリターンとの間に、より密接な相関が見られる。これは、米国株式への資金流入が続く中、AI 関連トレードがより幅広い銘柄に広がりつつある兆候かもしれない。

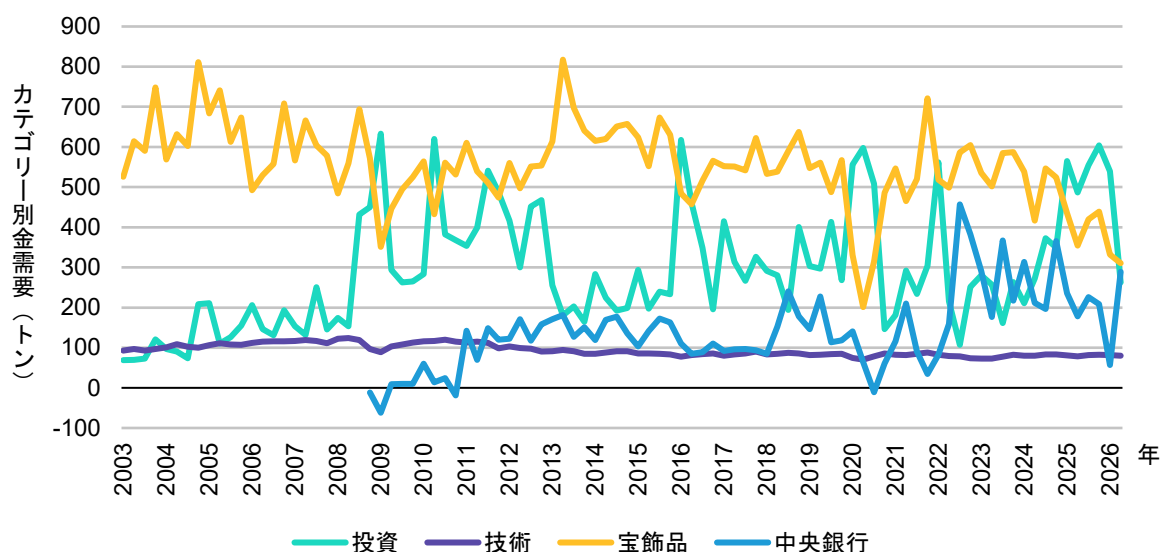
株式やクレジットが十分に評価されている状況や割高な状況では、「割安」な資産、より具体的には平均回帰が見込まれる資産を見つけることが重要となる。したがって、円へのエクスポージャーは、分散を目的とする資産クラス横断的なバリュー・トレードの一環と見ることができる。

金: AB は金に対する戦略的な強気見通しについてすでに詳しく論じてきたため、ここではその詳細をあらためて説明しない⁶。そうした長期的な投資判断の論拠は依然として有効であり、今回の AI の議論は別にしても、投資家は金へのエクスポージャーを引き上げるべきだと考える。そのような戦略的な論点に加え、本稿の文脈において金がディフェンシブ資産と判断する具体的な理由がある。第一に、AI 関連トレードの巻き戻しはドル安要因となる可能性が高いが、同時に他の分野の成長見通しにもリスクをもたらす。そのような状況下で、金はディフェンシブな役割を果たす可能性が高い。

さらに、昨年後半には個人投資家や CTA(商品投資顧問業者)による金の買いが過度に膨らんでおり、その反動が今年 2 月以降の金の低調なパフォーマンスにつながったと考えられる。しかし、こうした投資家の金需要は通常の水準に戻ったように見える。今年初めの時点では、投資家の金購入量がジュエリー業界の購入量を上回るという極めて異例の状況が発生していた。しかも、この状況は 6 四半期という前例のない期間にわたって続いていた。最新のデータ(2026 年第 2 四半期)では、金への投資家需要がジュエリー需要を下回る、より通常に近い状態に戻っていることが確認された(図表 22)。

⁶ 以前のペーパー『不確実性ととも金投資を継続する根拠とは』をご参照ください。

図表 22: 2025 年の投資家による金の「過度」の購入は現在沈静化



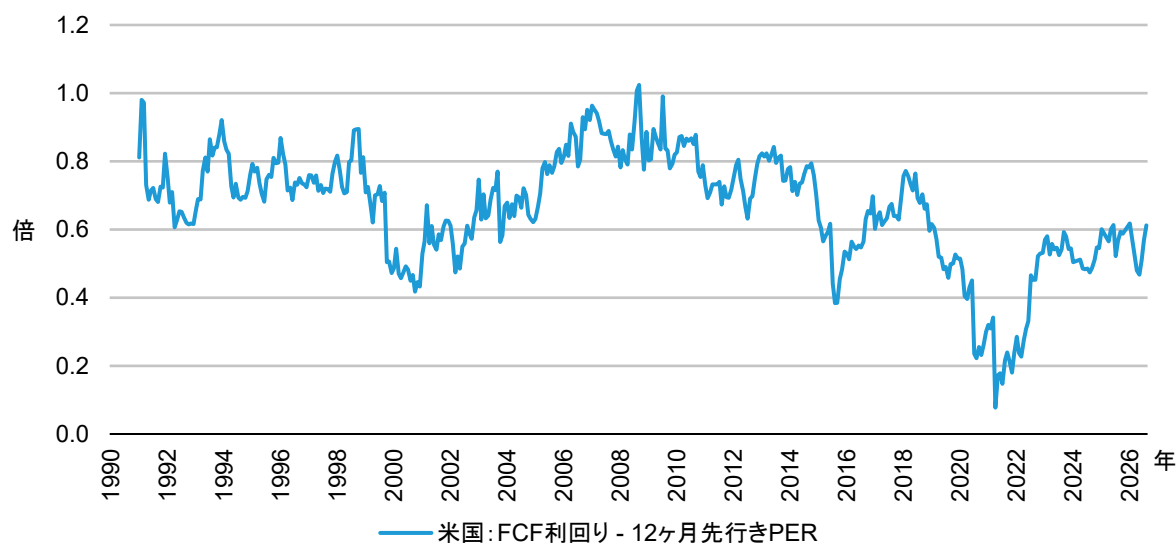
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026 年 9 月 8 日現在

出所: マクロポンド、ワールド ゴールド カウンシル、AB

バリュー株: バリュー・ファクターは、この 1 年間である程度の回復を見せた(もっとも、もともと低い水準ではあった)。ただ、バリュー株が一層上昇するための戦術的なきっかけを明確に示すのは難しい。「割安だ」と主張するだけでは明らかに不十分だ。それでも、AI 関連株が売られた場合のポートフォリオ対応策という観点では、バリュー株には十分な投資妙味がある。特に AB として注目したいのは、FCF 利回りに基づくバリュー指標である。良好なパフォーマンスにもかかわらず、この指標は過去 35 年間の平均な割安度を依然として下回っている(図表 23)。

図表 23: FCF 利回りファクターのバリュエーション



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: このファクターは、過去 12 カ月の FCF 利回りで企業を順位付けし、上位 20% の企業をロング、下位 20% の企業をショートする等金額加重のロング/ショート・バスケットとして定義されます。

2026 年 9 月 8 日現在

出所: ファクトセット、AB

当資料は、2026年9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