ALLIANCEBERNSTEIN®

2026 年 9 月

苦渋の選択へ？ 債券市場危機か、イールドカーブ・コントロールか

長期債の利回りは数十年来の水準にまで上昇した。財政の持続可能性に対する懸念は何年にもわたってくすぶり続けてきたが、投資ポートフォリオにも、政治的議論にも、目に見える影響を与えるまでには至っていない。今後、最も可能性が高い展開は、両方の議論において「問題が先送りされる」ことだろう。結局のところ、2%を超える実質利回りは多くの投資家にとって魅力的な水準だからだ。

それでも本稿では、その先の局面について考察したい。米国でも欧州でも、財政赤字に対する政治的姿勢は真剣なものとは到底言えない。政治家は空想の世界に暮らしているようだ。退職後に備える貯蓄の必要性と、年金の資産配分が名目デュレーションへの依存を減らす方向へ見直される流れを踏まえれば、変化はいや応なく訪れるだろう。

一般的には支持されにくい立場かもしれないが、アライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）は、債券市場の危機がむしろ望ましい結果になり得ると考えている。そうした危機はおそらく、変革をもたらし、将来の深刻な世代間対立を回避するための唯一の道だと思われるからだ。しかし実際には、政治家は難色を示し、政治的手段によって利回りの上昇を抑え込もうとするかもしれない。その結果、今度はインフレや通貨下落を招くことになる。

利回りの上昇は株式にどれほどの悪影響があるだろうか。これまでのところ、金利上昇の影響は、AI 関連銘柄が主導する業績見通しの上方修正の陰に隠されてきた。しかし、こうしたテクノロジー楽観主義は甘いのではないかと AB は見ている。もっとも、株式に対する戦略的な強気姿勢は依然として正当化されると考える。

これは世界的な問題だが、具体的な状況は国ごとに異なる。米国は（少なくとも一部では）経済が成長しているが、政府債務の償還期間が短いという課題を抱える。欧州諸国は成長力が乏しい上に、年金基金が自国の国債を買うことへの依存度が高まっている点も懸念材料だ。投資家は、2022 年の債券市場の混乱や英国の「トラス・ショック」を経験したにもかかわらず、十分な教訓を学んでいない。投資家は依然として「リスクフリー資産」という神話を信じている。現在の市場が平穏であっても、それは均衡状態ではない。

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**

*アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー（米国）所属　**アライアンス・バーンスタイン・リミテッド（英国）所属

2026 年の債券利回りの上昇によって、投資家と政府は「次に何が起こるのか」という問いを突き付けられている。政府債務は60 年にわたって拡大し、少なくとも過去 10 年間、どの債務水準になると持続不可能に陥るのかが懸念されてきた。今回の金利上昇は市場が財務問題に対してより厳しい姿勢を取り始めた兆候なのだろうか。ベッセント米財務長官が 8 月に円相場と米国長期国債市場に対して行った介入は、この問題に対してより明確な対応が財政主導で取られることを示唆しているのだろうか。長い歴史のなかでは、現在の利回りは例外的に高いというわけではない。しかし、多くの主要国が財政赤字に対して安易な姿勢を取り、年金資産の配分が債券からシフトすることが避けられないなかで、現在の利回り水準は、資産配分と政府の資金調達に関して戦略的な問題を提起している。

本稿では、長期的な観点から今後の選択肢を検討していく。なお、戦略的な論点に徹するため、当面の FRB 政策への示唆についてはあえて取り上げない。上昇しているのはインフレ期待ではなく実質利回りであるため、これは将来の力強い経済成長を示すものであり、特に懸念すべき兆候ではないと指摘する向きもある。AB はそれほど楽観的ではない。これはここ数十年の均衡状態が継続するという前提に基づいた理論的な議論であり、もはや当てはまらない可能性がある。目先の経済成長が非常に力強いのは確かだ。人工知能（AI）の進展を背景に、長期的にも高成長が実現する理由は存在する。しかし、その一方で別の側面で悪い方向に向かう可能性もある（例えば政治的な反発や格差の拡大など）。従って、利回りの上昇は、財政政策への長期的な不信感や、名目資産への需要に対する疑念を反映したターム・プレミアムを示しているとの見方も同程度に妥当だと思われる。長期金利の上昇については、投資家が短期金利の上昇を織り込もうとしている結果にすぎないとの解釈も可能かもしれない。しかし、これは近年見られないほどスティープ化しているイールドカーブの現状とは整合しない。

また、ノルウェー中央銀行が 2026 年 9 月に同国財務省に提出した提案も重要な変化を示している可能性がある [1]。債券エクスポージャー全体やその地域配分は維持したままで、彼らの債券ベンチマークに占める国債の割合を 70%から 50%へ引き下げることが提案されている。これは、長期投資家が流動性と分散投資を確保しようとする際にソブリン債のデュレーションに以前ほど大きな配分を割り当てる必要はないという認識を反映している。また、この見解は債券全般に対して必ずしも否定的ではないことも示している。むしろ論点は、特に戦略的資産配分（SAA）の観点から、名目デュレーションの果たす役割をどう考えるかということであり、さらにはソブリン債以外の分野への投資意欲を示すものだ。具体的には物価連動債、クレジットへのアクティブな配分であり、プライベート・デットも候補となる。

今後については、いくつかのシナリオが考えられる。大きく分けると次の 3 通りだ。まず、現状が維持され、「危機が先送りされる」。次に、政府や投資家にとって痛みを伴う水準まで利回りが上昇し続けるシナリオ。3 つ目は、政府が積極的に利回り上昇を阻止するシナリオだ。

これらの問題が長年議論されてきたことを考慮すると、これまでのように「何とか切り抜ける」展開になる可能性が十分にあることも決して軽視すべきではない。本稿で議論する他のシナリオより、短期的にはこの展開をたどる可能性が高い。この背景には強力な制度的慣性がある。このケースでは、政治家による政策形成の慣性や、グローバルな年金制度のガバナンスにおける慣性が作用し、国債は「リスクフリー」であり、必要な流動性の源泉であるという考えが、安易に維持されている。これは、戦略的資産配分（SAA）における国債の役割を神聖化することに等しい。マールアラーゴ合意が 2025 年初頭に債券投資家に警戒感を抱かせたが（幸いにも後に撤回された）、結局、資金の純流出は生じなかった。同様に、2022 年の株式と債券の同時下落も、戦略的なリバランスを引き起こすことはなかった。世界の機関投資家は、その運用制度上、流動性の高い資産を確保する必要性を他の懸念よりも優先させた。それでもなお、この平穏な状況はたびたび試されている。おそらく最も顕著な例は、直近では「トラス・ショック」と呼ばれる英国債市場の混乱であり、さらに遡れば欧州債務危機が挙げられる。少なくとも米国では、米ドルの基軸通貨の地位に対する疑問が高まるなかで、こうした事態が起きている。基軸通貨の地位の変化は非常に緩慢であり、近い将来の大きな変化を期待すべきではないと以前にも指摘したが、基軸通貨の地位を疑問視する理由は経済面だけではなく、地政学的な要因も存在する。

AB は、こうした平穏はいつまでも続かないと考えており、どのような制度的慣性をもってしても利回りの上昇圧力を抑制することはできないとみている。その背景にある複合的な要因として、人口動態上の圧力（若年層と高齢層という年齢分布の両端）、政府の支出公約と徴税能力との持続不可能なバランス、そして確定給付（DB）年金から確定拠出（DC）年金への移行と、それに伴う実質リターン確保の必要性の高まりがある。理論上、この上昇圧力を変え得るほど大きな力を持つのは AI のみだが、AB はその見方には与しない。超豊穣（スーパー・アバンダンス）と高成長というテクノロジー楽観主義が想定するユートピアは楽観的すぎる考えている。実際、もし AI が本当にそれほどの変革を実現できるのであれば、単なる政府の資金調達問題や SAA よりもはるかに深刻な一連の問題が起こり得る。

[1]「政府年金基金グローバル-債券投資戦略の分析と評価（The Government Pension Fund Global – analyses and assessments of the investment strategy for bonds）」ご参照。
https://www.nbim.no/en/news-and-insights/submissions-to-ministry/2026/the-government-pension-fund-global--analyses-and-assessments-of-the-investment-strategy-for-bonds/ （英語、外部サイト）

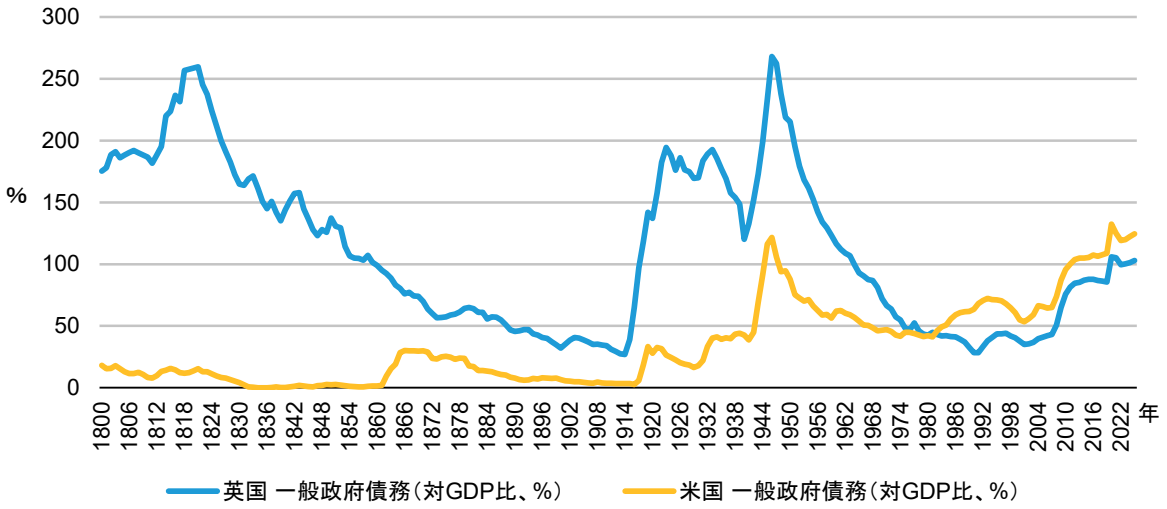
したがって、時期は極めて不確実だが、最終的には 2 つの可能性が存在する。債券市場の危機か、同市場への政府介入、具体的にはイールドカーブ・コントロール（YCC）、またはそれに類似する措置である。たとえ痛みが伴うとしても、AB は債券市場の危機のほうが望ましいと考える。意味のある変革をもたらす唯一の道筋だと思われるからだ。米国、欧州、日本の現在の政治家に変革をもたらす能力があるとは AB には思えないし、それは政策議題にすらなっていない。債券市場は政治家に変革を起こす口実を与える可能性がある。しかし、実際には債券市場の危機が現実味を帯びてきた場合、YCC に向けた政策転換のほうが魅力的な選択肢に映る可能性が高い。

空想の世界に暮らす政治家

米国 30 年国債利回りが 20 年来の水準に上昇したことについて、これまでに非常に多くの議論や報道がなされてきた。同様に、ベッセント米財務長官による 8 月の 2 つの介入も、それに関連する疑問を呼び起こした。円への介入は、円の不安定さが日本勢による米国債売却へつながる事態を防ぐことが主たる狙いだったのだろうか。同様に、長期債買い入れの増額は、負債コストの抑制を目的とする大規模介入プログラムの始まりなのだろうか。

しかし、リチャード・ニクソンが 1971 年に米国を金本位制から離脱させて以来、債務水準は上昇を続けているのに、今更なぜ心配するのだろうか。現在の政府債務の水準は、対国内総生産（GDP）比で見ると、かつて米国及び英国で、ナポレオン戦争、第一次世界大戦、第二次世界大戦といった国家の存亡に関わる戦時にのみ経験された水準である（*図表 1*）。幸いにも国家の存亡をかけた戦争の危機はないが、今日、私たちはそれほどの債務水準に達している。それは単に消費を下支えして、人々の生活を満足させるために積み上げられてきたように見える。生産性を向上させるために一貫して資金が投資されてきたわけではなかった（なお、近年、期待が高まっている AI による生産性向上の可能性は別の議論であり、これについては後述する）。

図表 1：現在の債務水準を上回ったのは、米国及び英国では国家存亡をかけた戦時のみ



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 30 日現在
出所：Anansi Data Analytics、AB

しかし、それで何が問題なのか。日本の事例が示しているように、債務水準が極めて高水準に達しても、投資家が大規模な離反を引き起こすとは限らない。AB は以前のレポート[2]で、政府支出に占める債務返済費の割合が、おそらく財政運営に対するより厳しい制約条件になると論じた。ニアール・ファーガソン氏は、大国が国防費より債務返済により多くの資金を費やすようになれば、その国はもはや大国とは言えないと指摘し、その例として英国、オスマン帝国、オーストリア・ハンガリー帝国を挙げた[3]。米国は 2024 年にこの憂慮すべき節目をすでに通過した。しかし、それでさえ変化を促すには不十分かもしれない。英国の例を見てみよう。第二次世界大戦以降で欧州最大の戦争が起き、気まぐれな米政権によって北大西洋条約機構（NATO）の安全保障

[2] 以前のリサーチペーパー『The Dollar: Half Awake in a Fake Empire?』（英語）ご参照。
[3] ニアール・ファーガソン、ファーガソンの法則：債務返済費、軍事支出、そして国家権力の財政的限界（Ferguson's Law: Debt Service, Military Spending, and the Fiscal Limits of Power）、スタンフォード大学フーバー研究所歴史ワーキングペーパー、スタンフォード、カリフォルニア、2025年2月21日。
https://www.hoover.org/sites/default/files/research/docs/HAHWGWorkingPaper-212502-Ferguson%27s%20Law-Final.pdf（英語、外部サイト）

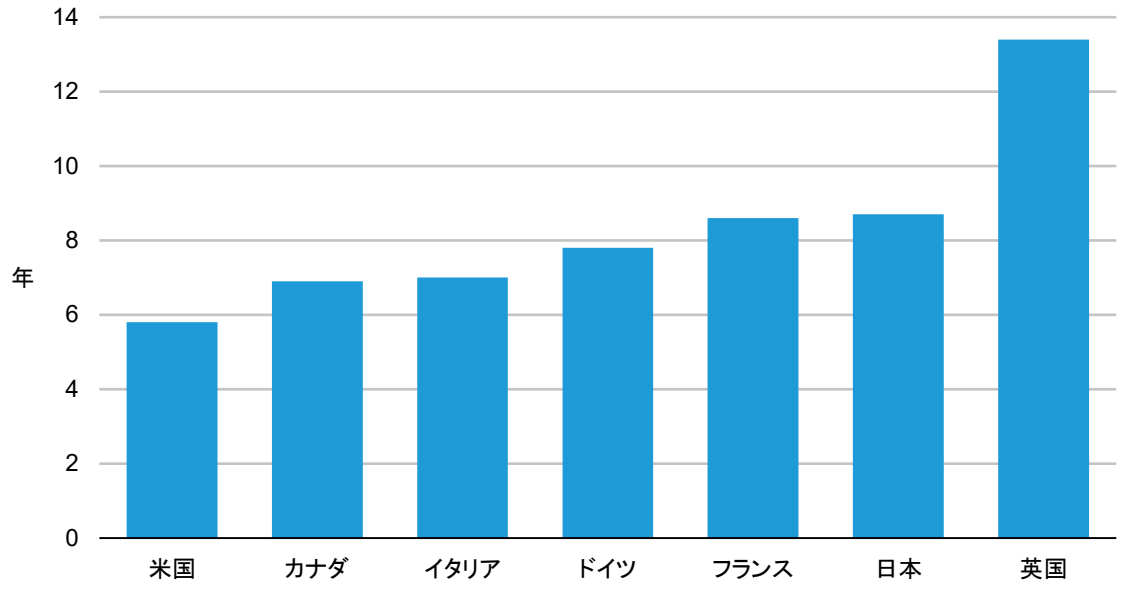
上の約束の信頼性に根本的な疑念が生まれ、弾道ミサイルの防衛体制が驚くほど不十分であることも明らかになっている。さらに国防費増額の公約が存在するにもかかわらず、新財務相（以前は国防相を務め、まさに予算不足を理由に辞任していた）は支出配分の見直しを断念した。要するに、財政的な制約が厳しすぎるのだ。国防上の脅威ですら人々を動かせないのであれば、他に動かし得るものは思いつかない。

細かい点は異なるが、大半の主要国で同様のパターンが見られるとABは考える。債務の対GDP比率は、危機を引き起こすことなく数十年にわたり上昇してきた。しかし、1980年から2020年の期間は極めて特殊な時期であったと考えている。人口動態の恩恵、グローバル化、高い水準からの金利低下、さらには気候変動に伴う外部不経済を価格に織り込む必要がなかったことなど、追い風に恵まれていた。今日ではいずれも当てはまらない。それにもかかわらず、政治家はこの事実を有権者に真剣に説明を始めてすらいない。前回の米国の選挙では、民主党も共和党も財政上の公約に対する姿勢は無責任なものであった。同じことは欧州にも当てはまる。英国政府は財政上、極めて高い制約を受けているため、変革の実行や将来への投資、緊急性の高い国防支出への対応すら困難になっているように見える。フランスでは、次期大統領選挙を見据えた候補者の動きがすでに始まっているが、一方ではメランション氏がフランス国債を「帳消しにせよ」と要求し、他方ではル・ペン氏が退職年齢の「引き下げ（より若い年齢から受給できる）！」を含む広範な財政上の公約を掲げている。政治は空想の世界で展開されているとしか言いようがない。

問題の本質は国によって異なる。米国は少なくとも現在のところ経済は成長し、米ドルは基軸通貨の地位を維持している。欧州、英国、日本は経済成長に乏しい。さらに、英国などの市場では、年金基金が国債を大量に保有していることが、かつては利点であった。国内債券の有力な買い手が身近に存在することを意味するためだ。しかし、DCへの移行が進み、株式リスクをヘッジする債券の有効性も低下している。また国債をリスクフリーと見なす考えに対しても疑念が高まりつつある。こうした変化によって、機関投資家による国債の高い保有比率は、むしろマイナスに働く可能性がある。

米国の問題はこれとは異なり、国債の償還期間の短期化が財政のぜい弱性を高めている点にある。この問題は短期的には、ステーブルコイン発行体やヘッジファンドによる短期国債への需要急増で緩和されてきたが、この追加需要がいつまでも続くとは考えにくい。利回りの変化を背景に、他の国々もこの債務の短期化へ動き始めている。特に注目されるのは、イングランド銀行が最近、この方向に沿った方針転換を発表したことである。

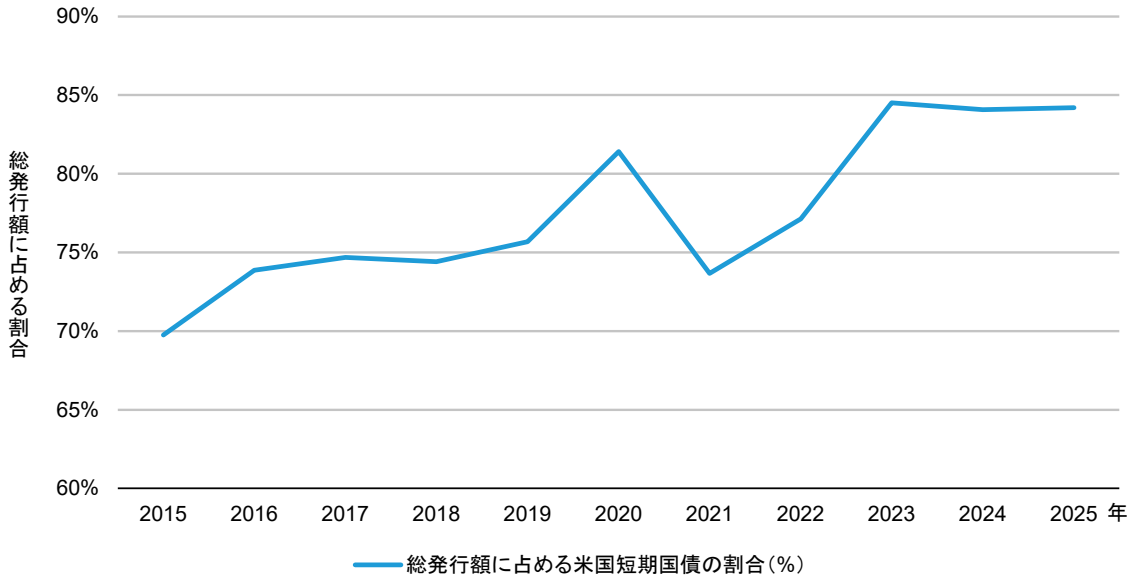
図表 2：主要国の平均債務年限



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30日現在
出所：イングランド銀行及び英国財務省の算出。英国財務省、債務管理レポート2026－27年度（付属文書A、図A.5、24ページ）より引用、ブルームバーグL.P.、AB

米国の加重平均債務年限は約 5 年と他国より短く、この状態は以前から続いている。しかし、これは新規国債発行に関するより大きな問題を覆い隠している。つまり、景気後退期以外では異例となる短期債発行へのシフトが起きているという事実だ(*図表 3*)。

図表 3: 米国の債務年限の短期化 — 米国の債務発行額に占める米国短期国債の割合が異例の高水準に



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 15 日現在
出所:SIFMA、AB

これはすべて、経済や金融に関する問題というよりは政治問題に帰着する。経済や金融はそもそも常に政治に影響を受けてきたのであり、一部の人々がその事実を都合よく忘れようと考えただけにすぎない。このことはさらなる困難を示唆している。政治的コンセンサスの分裂、ならびに極左及び極右政党の台頭はすでに定着しているように見え、これらは国債市場の長期投資家にとって問題となる。複数回の選挙をまたいだ先の政策環境を見通すことが困難になるからだ。これは特に英国のような国では問題となる。英国の単純小選挙区制(First-Past-The-Post システム)は、二大政党と少数の第三勢力で構成される従来の体制には適していたかもしれないが、多数の政党が競合する新たな政治環境には不向きだからだ。

同時に、米国主導のルールに基づく国際秩序の揺らぎや、NATO をはじめとする安全保障同盟の存続に対する脅威は、主要国が国防支出を大幅に増加させる必要性を意味している。しかし、必要とされる水準にはまだ達していない。

老後問題・・・そして債券への需要

現状が今後も続くと言いたくなる気持ちは理解できる。結局、現状維持こそが通常のデフォルトの帰結だからだ。しかし、現状維持は不可能だと考えている。それは現代社会が抱える老後問題に関連する 2 つの理由からだ。一つは、人々(つまり有権者!)が退職後の生活を維持できるかという問題。もう一つは、その退職後の生活を支えるためにどのような資産が必要とされるかという問題である。そもそも「退職」という概念は主に 20 世紀初頭に生まれたが、今日の現実に合わせて十分見直されてこなかった。この老後問題は以下の要因が絡み合ったものだと AB は見ている。

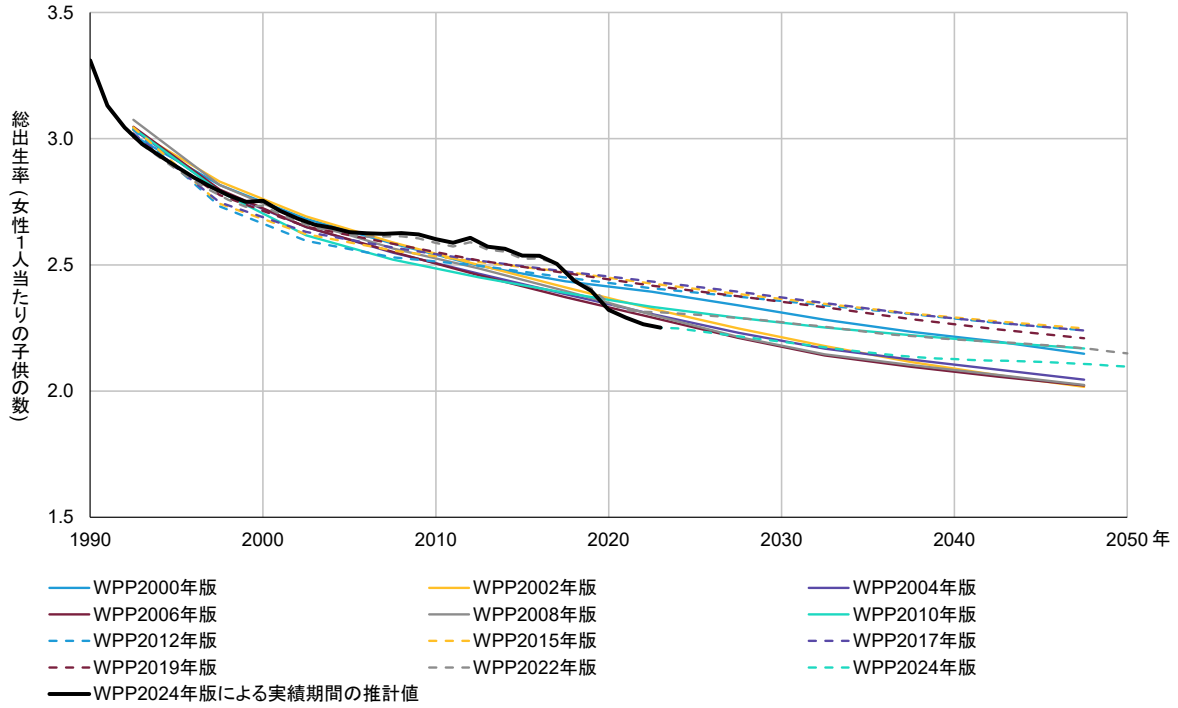
- 人口動態問題Ⅰ:長寿化。無論、長寿化自体は非常に喜ばしいが、積立方式の年金制度では非常に多額の貯蓄が必要となり、賦課方式の年金制度では将来世代の納税者がはるかに多くの負担を負わなければならないことになる。そしてこれは次の問題につながる。

- 人口動態問題Ⅱ:少子化。出生率は数十年にわたり低下してきたが、特にここ 10 年は異例の早さで低下しており、その影響が富裕国と貧困国を問わず広く観察されていることは注目される。例えば、メキシコの出生率は現在、米国と同水準にある。多くの長期計画の基礎となっている人口動態の前提は見直しが必要だ。なぜなら、現状は、広く用いられ

ている国連の人口予測の中位推計ではなく、低位推計に近づいているからだ。これは GDP 成長率の見通しに下押し圧力をかけることになる。確かに、これは長期的な課題であり、その影響が顕在化するのは遠い将来である。だが、次世代に負担を先送りする財政政策運営を続けるのであれば、まさにその将来への影響こそが議論の中心でなければならない（*図表 4*）。

図表 4：一般的な人口動態の前提は下方修正を余儀なくされる可能性が高い

国連世界人口推計（WPP）の各改訂年における世界の出生率予測（中位推計）



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 14 日現在
出所：マクロボンド、国連人口部、AB

余談になるが、おそらく議論を呼ぶ見解ではあるものの、少子化は実際には望ましいことだと AB は考えている。地球の温暖化を 2℃以内に抑えるには手遅れだが、出生率の低下には、地球に与える人間の広範な影響を軽減し、「人新世」（人間の活動が環境に大きな影響を及ぼす時代）の問題を緩和する上で幅広い意味合いがある。また、より多くの子供を産むことは「善」であるとする倫理的な議論に対しても懐疑的だ。これについては AB の「Book Review 2026 年夏」に掲載した「*After the Spike*」の書評を参照されたい [4]。人口動態に関する今後のレポートでも、このテーマを詳しく扱う予定である。

以下に老後問題に関連する要因をさらに挙げる。

- 均衡インフレ率の上昇：ここでは議論を繰り返さないが [5]、均衡インフレ率は過去数十年より上昇すると AB は考えている。例えば、2%ではなく 3%程度だろうか。これによって退職後の生活にかかるコストがさらに増大する。
- 移民受け入れの政治的困難さ：人口動態問題に対する一つの解決策となり得るのは移民の拡大だが、大半の主要国ではその実行は政治的に難しいとみられる。

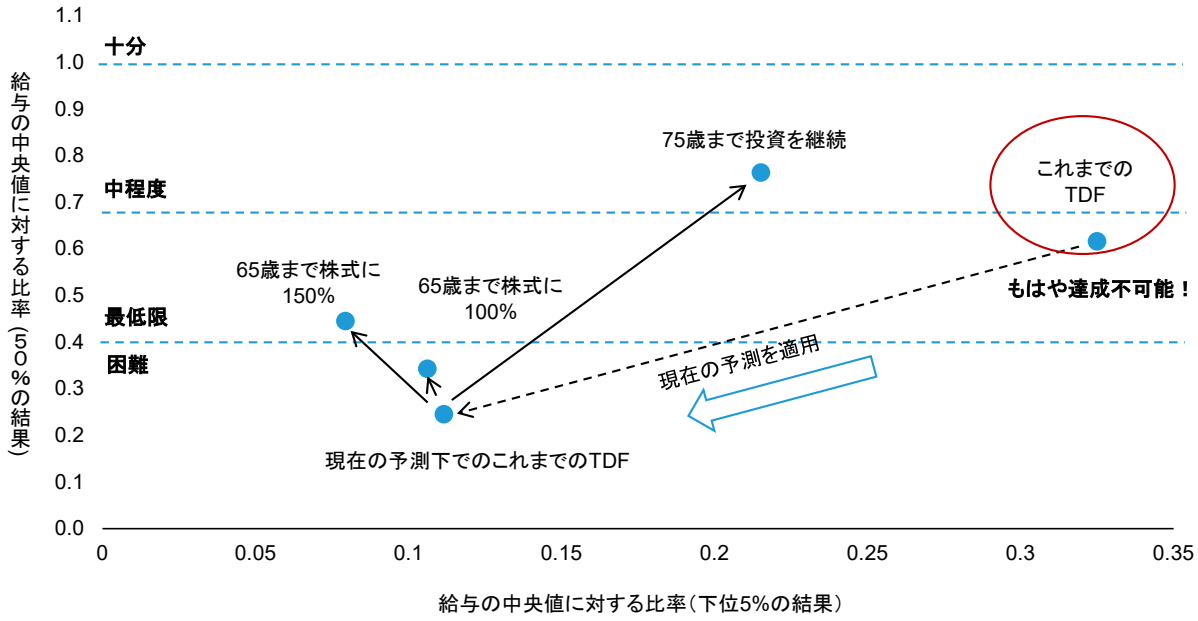
[4] https://www.alliancebernstein.com/content/dam/global/insights/insights-whitepapers/book-review-summer-2026.pdf（英語）
[5] 以前のリサーチペーパー『米国例外主義、AI、そしてトータル・ポートフォリオに向けて』ご参照。

- 将来のリターンの低下：退職後の生活設計を実現可能に思わせていた要因は、株式と債券の資産クラス間バリュエーションが歴史的に低水準にあったことだ。AB はバリュエーションの長期的な平均への回帰が必ず起きると主張しているわけではない（そのような見方は非常に弱気なものとなるだろう）。しかし同時に、主要資産のバリュエーションがさらに上昇するという説得力あるシナリオが存在するとも言えない。これは、とりわけ、将来のリターンが低下する可能性を高める一因になっている。したがって、積立方式の年金制度では、必要とされる貯蓄額はさらに増加する。

図表 5 において、20 代前半で貯蓄を開始し、毎年給与の 8%を退職貯蓄プランに拠出して 65 歳で退職する人について、退職後の予想年間所得を国民所得の中央値に対する比率として示している。横軸は、下位 5%の最悪ケースで達成される結果である。したがって、これは期待される退職後所得の下振れリスクとして捉えられる。ターゲット・デート・ファンド（TDF）の過去のリターンと過去のインフレ率を用いると、65 歳で退職しても許容可能な水準の老後所得を確保できる可能性がある。しかし、「リターンの低下」、「株式と債券の分散効果の低下」、「インフレ率の上昇」という AB の予測を前提に置き換えると、現在のモデルは破綻していることが示唆される。生涯を通じてレバレッジをかけて 100%株式に投資したとしても十分ではない（しかも受け入れにくいリスクを伴う）。貯蓄資金を必要とされる規模まで増加させる唯一の方法は、さらに 10 年長く働くことである。この前提には、リスク資産への投資を長く維持することも含まれている。

図表 5：資産運用業界の社会的役割―老後に安定した生活を送ることは依然として可能なのか

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。予想は今後変更される可能性があります。

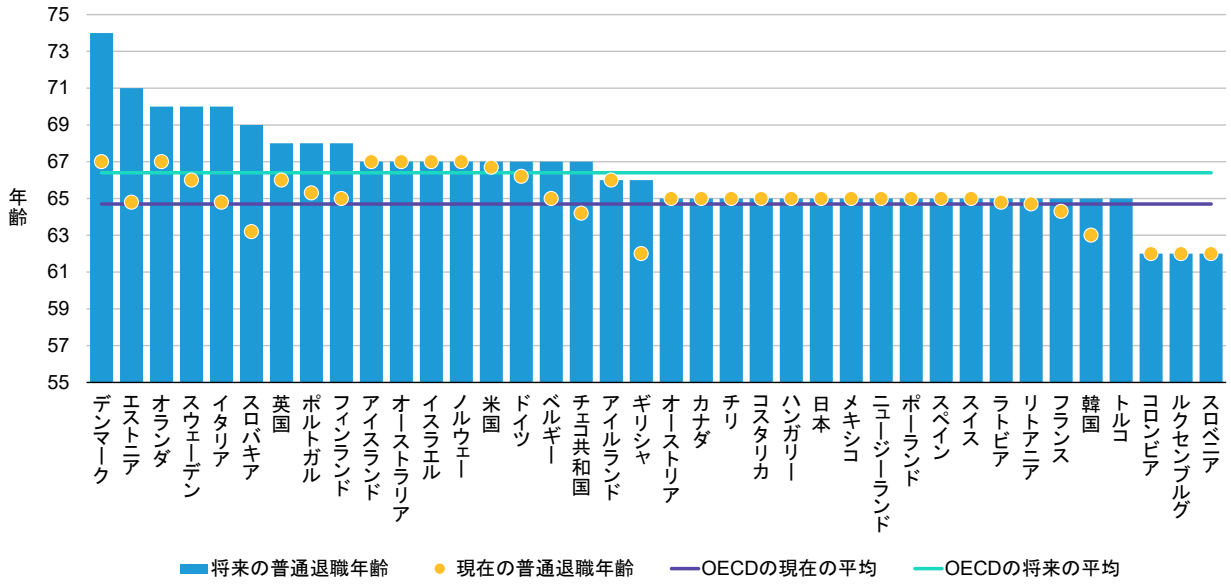
この図表は、退職後の予想所得の中央値（年金率）と下位 5 分の 1 パーセンタイルとの関係を示したもの。これらの結果が退職後の生活水準（快適さの度合い）とどのような関係があるかを示す線を重ねて表示しています。英国年金・生涯貯蓄協会（PLSA）の定義に基づき、国民所得の中央値に対する割合としての退職後必要額を使用しています。基準となるターゲット・デート戦略は、45 歳まで株式に 100%投資し、その後 10 年間に均等に資産配分を変更し、55 歳までに債券を 100%としています。表示した例は以下のとおり。（1）これまでのターゲット・デート戦略は 1970 年以降の完全な生涯貯蓄サイクルにわたる当該戦略のリターンの中央値を示しており、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・デート構造に、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 の予測を適用している。（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：Anansi Data Analytics、マクロボンド、PLSA、AB

老後の資金問題を解決する唯一の方法は、より長く働くことだ。一部の国ではすでにそうした兆候が見られ始めているが、そのほとんどで退職年齢の引き上げ幅はごくわずかにとどまると予想されている（*図表 6*）。退職年齢を 1 年単位で小幅に引き上げる程度では到底解決には至らない。

図表 6：一部の国では予想退職年齢が上昇しているものの、全体としてその変化は依然限定的



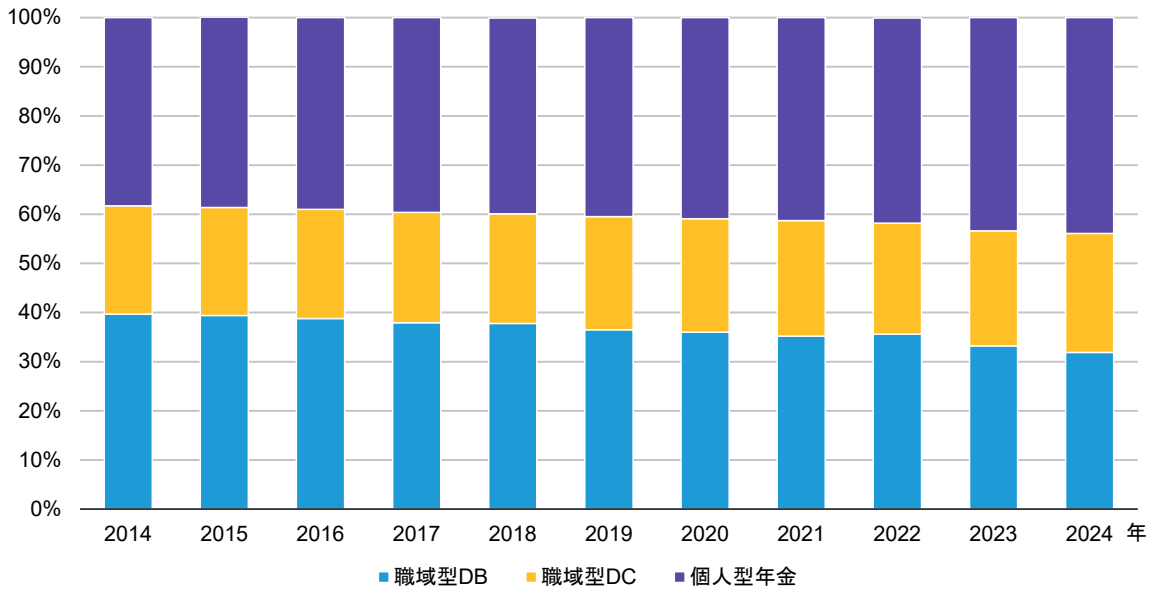
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
OECD：経済協力開発機構
注記：この図表は 22 歳から就業し、キャリアを継続した男性の現在と将来の退職年齢を示しています。
2025 年 11 月 27 日現在
出所：OECD（2025 年）、図表で見る年金 2025 年：OECD と G20 の指標：OECD Publishing、パリ、AB

健康データにおけるいくつかの劇的な変化は、こうした状況を緩和できるだろうか。AB はこれに関連して特に二つの点を重視している。1）過去 10 年間に認知症の発症率が大幅に低下した。その原因は十分に解明されていないようだが、認知症は就業期間の大きな制約要因であると同時に、自動化が困難な介護コストの押し上げ要因となってきた。そのため、この問題は以前想定されていたほど深刻ではない可能性がある。2）第 2 の重要な問題は、GLP-1 製剤の台頭である。長期的な健康改善という直接的な効果があるだけでなく、肥満や関連疾患の改善を通じて就業期間に与える間接的な支援効果は重要である。とは言え、労働力に破壊的な影響をもたらす AI が、ここで大きく関係してくる。健康状況の改善は、65～75 歳のより多くの人々が働き続けることを可能にすることで、老後問題を緩和する。当然のことながら、それはこの年齢層がこなせる仕事の需要を、AI 主導の経済が創出することを前提としている。65 歳以上の年齢層の雇用で近年最も増加したのはサービス業である。しかし、皮肉なことにサービス業は AI の影響を強く受ける分野でもある。

もう一つの問題は政治的なものだ。退職年齢をわずかに引き上げる穏健的な改革でさえ強い反発を招いてきた。これは、政治家が制度改革への十分な地ならしに着手していないことを示している。米国、英国、オランダのように、退職生活を賄うための貯蓄制度が一般的に整備されている国では、これは政府の問題ではないという考えも一部存在する。AB はそのような見方は取らない。退職後の資金が不足している場合、たった一度の選挙結果によって、不足分が政府の負担へと転化されることになりかねないからだ。一方、賦課方式の制度では、退職後の資金を賄う貯蓄のクッションがそもそも存在しないため、状況が一段と悪いことは明らかだ。

「老後問題」のもう一つの側面は、退職貯蓄制度がもたらす“成果物”が、さまざまな資産に対する需要にどう影響するかということだ。DB プランから DC プランへの移行は何年にもわたって続いている。すでにかなりの段階まで進展しており、*図表 7* が示すように、過去 10 年間の平均成長率が今後も続くと仮定すれば、OECD 諸国では、2030 年までに DB の割合が 29%に低下する一方、職域型 DC と個人型 DC を合わせた割合は 71%に達する見通しである。

図表 7：DC 資産は退職資産に占める割合を着実に拡大している



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。
OECD 諸国における総資産に対する DC 資産の割合（%）。OECD（2025 年）、年金市場の動向 2025 年、OECD Publishing、パリより引用。
2026 年 9 月 15 日現在
出所：OECD、AB

こうした移行は資産配分に重大な影響を及ぼす。DB プランには将来の給付負債を抱えているため、その大部分と整合するように名目資産を保有する合理性がある。特に新規加入を停止した DB プランの場合は、最終的には保険会社へ売却することでリスク回避を図るため、その傾向が強く、保険会社にも名目債券を保有するインセンティブが働く。対照的に、DC プランでは名目債券を大量に保有すべきだという明確な理由はない。「グライド・パス」（一定ルールに基づく資産運用計画）の後半、例えば 70 歳前後以降に購入される長寿保険の一部として債券を保有することはあり得るが、それらの債券は従来の年金基金の債券投資よりも著しく短いデュレーションとなるだろう。積立者の中年期のある時点で年金資産が増加し始めたときに、株式から債券へリバランスすることで「リスクの低減」を図る従来のモデルは、高インフレで長寿化が進む世界では明らかにリスクの高い選択肢のように思える。

これは、英国、日本、オランダのように、米国ほど厚い投資家基盤を持たない比較的小規模な市場では、はるかに深刻な問題である。そのような国々では、同セクターが債券の 3 分の 1 から半分を保有している（*図表 8*）。その保有高が減少していけば、誰が代わりに受け皿となって買い支えるのかという問題が生じる。

これは大きな構造変化の一部である。近年は、中央銀行が国債購入を徐々に減らす一方で国債発行量は増加してきた。その結果、価格変動に敏感な投資家の保有割合が拡大している。

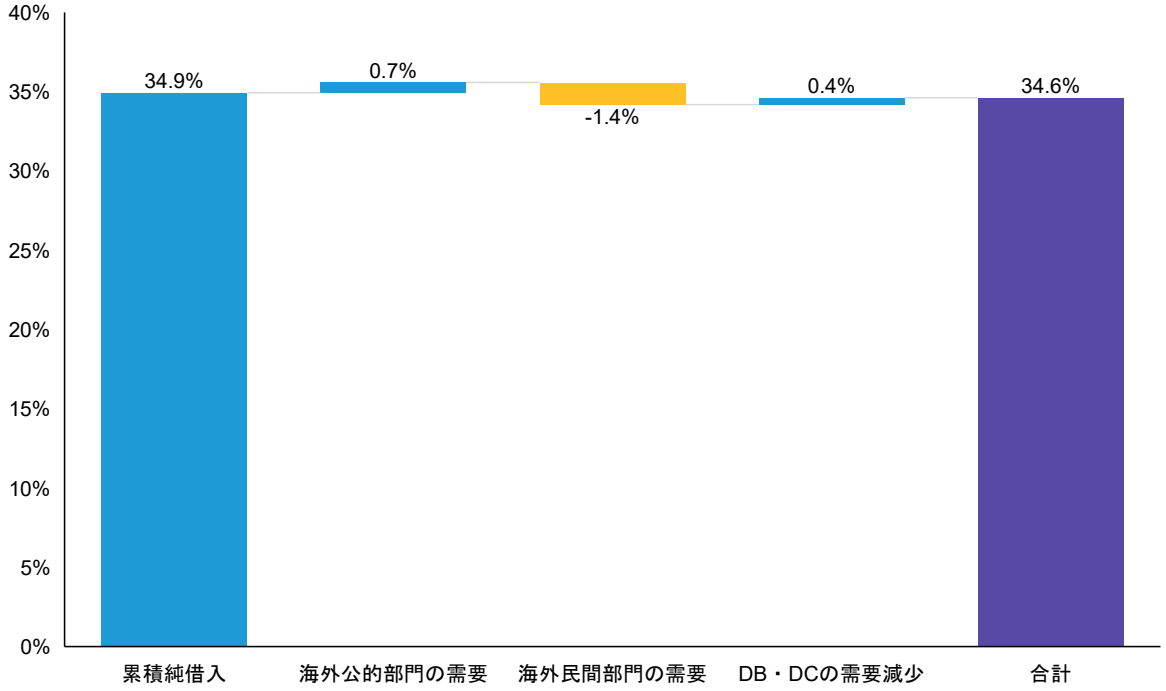
図表 8：年金基金と保険会社が保有する長期国債の割合

国	長期デュレーションの定義（残存期間）	投資家の定義	長期デュレーション国債の推定保有割合	時点	コメント
英国	15 年超	DB 年金 ＋ 保険会社／LDI	約 35–45%	2025／26 年	BOE／ONS／DMO のデータからの推計。DB 年金は引き続き長期ゾーンに大きなエクスポージャーを有するが、その程度は減少。イングランド銀行の推定では、年金／LDI による英国債購入の加重平均残存期間は、2018 年の約 25 年から 2026 年には約 14 年に低下。イングランド銀行（英語、外部サイト）
米国	10 年超	民間 ＋ 公的年金 ＋ 生命保険会社	約 8–12%	2025／26 年	概算値。FRB の資金循環統計は部門別米国債保有額を示しているが、残存期間別の内訳は示していないため、ここでは部門別の保有額に全体の残存期間構成を適用して算出。英国、オランダ、日本とは異なり、米国の年金基金は超長期国債を保有する構造的ニーズが比較的乏しい。FRB（英語、外部サイト）
オランダ	20 年以上	年金 ＋ 保険会社	約 45–55%	2025 年	DNB の証券レベルの保有データからの推計。オランダの年金・保険の需要は負債とのマッチングのために長期ゾーンに集中。DNB の調査では残存期間 20 年前後及びそれ以上の国債を年金・保険が大量に保有と明確に記録。OECD（英語、外部サイト）
フランス	20 年以上	年金 ＋ 保険会社	約 20–25%	2025 年第 3／第 4 四半期	フランス銀行／ECB の証券保有データからの推計。この数値の大半は保険会社が占める。多くはフランス国債のみではなくユーロ圏の国債全体に分散されている。フランス銀行（英語、外部サイト）
日本	20 年以上	公的／私的年金 ＋ 生保／損保	約 35–45%	2025 年 12 月	財務省／日本銀行の保有者データと満期データを組み合わせた推計。特に保険会社は長期国債に集中。国債全体では、保険会社が 14.0%、年金は 8.7%保有。20 年以上の国債に占める両者の合計保有割合はこれを大幅に上回る。

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 年現在
出所：英国：英国債務管理局（DMO）・イングランド銀行・ONS・OBR、FRB 資金循環統計（Z.1）、オランダ中銀（DNB）、フランス銀行、ECB 証券保有統計、日本の財務省、日本銀行、AB

現在の財政赤字の水準は、将来の国債発行額が高水準になることを示唆している。視野を広げると、ここにはさらに大きな問題が存在する。自社株買いが新規発行を上回っていたことで公開株式市場は数十年にわたり縮小してきた。ここにきて、AI 主導による資本需要の急増によって、新規発行と自社株買いがほぼ均衡に近づき、純発行超過に転じるリスクも存在する。したがって、この発行超過は資産クラス全体に関わる問題である。しかし、株式については、実質リターンを求める投資家が購入する必要性がより明確だ。プライベート・デットなど、債券の一部にも同じことが言えるが、名目国債については、この点はそれほど明確ではない。*図表 9* では、AB による米国債の需給見通しを提示している。供給の増加は、プライマリー・バランスの赤字と、増大する国債費の調達ニーズの両方を反映している。米国債に対する海外公的部門の需要は 10 年以上にわたり横ばいであり、米国へのエクスポージャーを抑制する動きを背景に、今後数年間でこの需要がわずかに減少すると想定している。また、DB から DC への移行の一環として、グローバルな年金基金の需要もわずかに減少すると想定している。最も不確実なのは海外民間部門の需要動向だ。この需要は 2020 年以降大幅に増加したが、価格やリスクの変化に敏感でもある。AB は需要拡大が継続すると想定しているが、近年の極めて高い水準ではなく、2000 年以降の平均ペース程度にとどまるとみている。結論として、米国債の自然な需要と供給の間には大きなギャップが生じる可能性があると思われる。

図表 9：米国債の需要と供給（2026～2030 年）



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。
AB は CBO の予測に沿った国債発行額を想定し、米国へのエクスポージャーを削減しようとする試みから海外公的部門の需要がわずかに減少すると想定しています。DB から DC への移行の一環として、グローバルな年金基金のエクスポージャーが 10%減少すると想定しています。海外民間部門の需要は年率 1.5 パーセント・ポイントで成長が続くと想定しています。数値は 2026 年第 1 四半期時点の米国債発行残高合計に対する割合（%）として表しています。
2026 年 9 月 29 日現在
出所：CBO、FRB、マクロボンド、AB

株式及び債券の純発行額や需要によって、その価格が直接決まるわけではない。しかし、この需給環境の変化が今後のボラティリティの上昇を示唆していると AB は考える。国債の場合、ここ数十年間の低ボラティリティが今後も継続するという想定は楽観的すぎる可能性がある。

テクノロジー楽観主義の甘さ

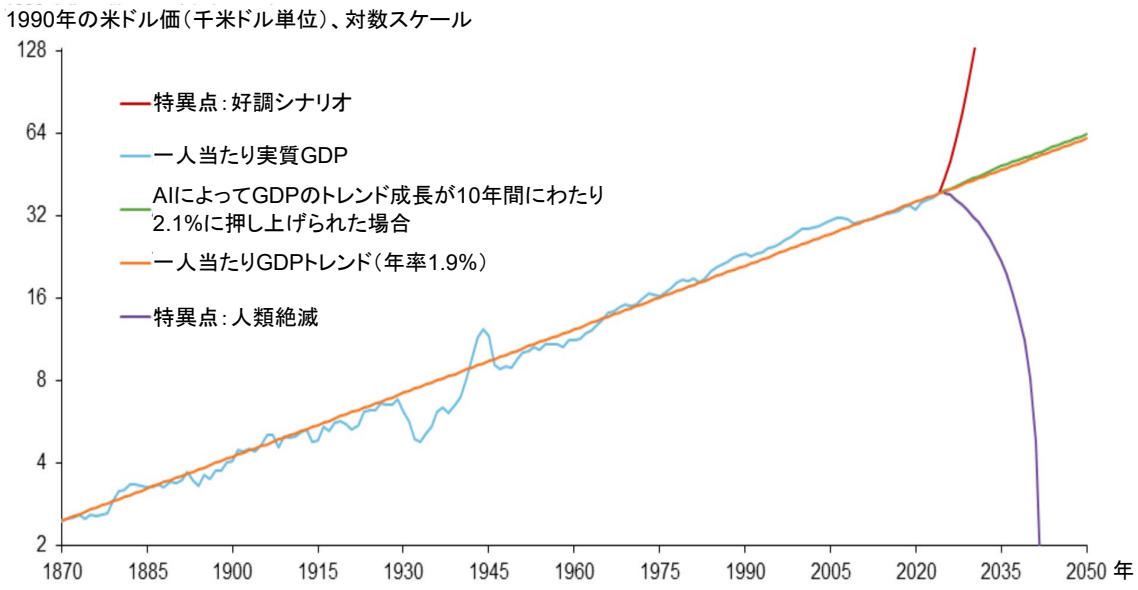
理論上は、AI による高成長が実現すれば、これらの問題をすべて解決できる可能性がある。CBO の分析によれば、非農業部門における全要素生産性の伸びが、ベースラインの推定値である 1%より構造的に 0.5 パーセント・ポイント高ければ、現在の財政赤字を前提としても、対 GDP 比の債務水準は 113%で安定すると見込まれる。例えば、イーロン・マスク氏の「超豊穣」の世界観を受け入れるなら、財政赤字は実際には大した問題ではない。もっとも、その過程でインフレ率が上昇する可能性は別として、である。AB はこれを主に戦略的な問題だと考えるが、短期的な戦術的意味合いもある。広く議論されているように、米国が景気後退を回避してきた背景には AI ブームとその資本需要があり、AI の資本需要は世界の幅広い資産クラスの資金を呼び込んできた。このため、AI 関連トレードにおいて、短期的な失望リスクに対するヘッジはますます困難になっている [6]。理論的には、AI 関連トレードが逆回転すれば、戦術的に債券に資金が向かう可能性はあるが、そうした事態は同時にリスクを高める可能性もある。例えば、財政支援を求める声が高まる場合や、米国債を大量に保有するヘッジファンドのポジション縮小（デグロッシング）への懸念を引き起こす可能性がある。

[6] 以前のリサーチペーパー『AI投資は「すべてを巻き込む取引」』ご参照。

AB は、マスク氏が最近表明した「超豊穣」の主張には強く反対する。機械による大幅な生産性向上によって人間の労働が無意味になるという主張は以前にも存在し、産業革命の時代にまで遡る。例えば、1818 年にロバート・オーエンは『労働者階級のための 2 つの意見書（*Two Memorials on behalf of the working classes*）』の中で、科学の進歩が「まもなく人間の労働を富の創出においてほとんど無益なものにするだろう」と宣言した [7]。AB はロバート・オーエンを、マスク氏のように評価が分かれる人物と同列に置くことで名誉を傷つけるつもりはない。要するに、そのような期待は以前にも表明されてきたということだ。それにもかかわらず、どれほど大きな技術的革新が起きたとしても、超豊穣の時代が到来することはなかった [8]。これには 2 つの理由がある。第一に、その恩恵が平等に分配されないことだ。資本の保有が不平等である以上、社会を脅かしかねない格差拡大を招く可能性が高い（この点を踏まえると、マスク氏の主張はとりわけ誠実さを欠くものに映る）。第二に、人々はより高い生活水準を求め続けるため、必要とされる成長水準も押し上げるからだ。同じ要因によって、ケインズが 1930 年に示した「2030 年までに週労働時間が劇的に短縮される」という予測も実現しなかった [9]。これとは別に、超豊穣の見解は、AI が持つ資源収奪的な側面や、その側面がインフレ・リスクを高め、地球環境の限界に対する挑戦となることを無視している。

AB は、一人当たり GDP 成長率の今後の経路についてダラス連銀が簡潔な図表で示した見解に同意する。さまざまな議論が盛んに行われているが、最も可能性の高い経路は、米国が 1 世紀以上にわたって実現してきた、一人当たり GDP 成長率の緩やかな上昇が今後も継続するというものだ。他の 2 つの可能性も提示されている。すなわち、一つはマスク氏が言う超豊穣への道であり、もう一つは人類の絶滅に伴って経済成長がゼロへ転落する世界である（*図表 10*）。しかし、ここで最も可能性が高いのはその中間にあるシナリオだ。これに関して AB が以前のリサーチでも指摘したように、少なくとも米国において、AI による生産性向上が、人口動態、脱グローバル化、気候変動といった要因による成長押し下げ圧力をおおむね相殺できる可能性は十分にある。しかし、これは失われる成長の埋め合わせにすぎず、成長そのものを新たな水準に引き上げるということではない。

図表 10：AI 時代における経済成長に関する 3 つのシナリオ



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（英語、外部サイト）、AB

[7] ロバート・オーエン、1818年、*労働者階級のための2つの意見書*。
[8] 以前のリサーチペーパー『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』ご参照。
[9] ケインズ、1963年「孫たちの経済的可能性」*説得論集*、W.W. Norton & Co.、358-373ページ。

テクノロジー楽観主義者が想定する形で、AI が人間の労働を不要にするほど、実際に機能したと仮定してみよう。その場合、社会的な混乱は甚大なものとなるだろう。短期的には失業の急増が予想され、おそらく消費を前提とした経済は崩壊する。有権者からは強力な反発が生まれ、一握りの富裕層に権力が移り、他の人々が生計の手段を失う形で格差は途方もなく拡大するだろう。ルーク・ケンプ氏が近著『ゴリアテの呪い（*Goliath's Curse*）』で見事に示したように、人類の長い歴史を通じて、このような不平等な状況は、超豊穣な社会の到来ではなく、むしろ社会の崩壊を予見してきたのである [10]。

以前にも指摘したように [11]、ユニバーサル・ベーシック・インカム（UBI）は解決策にはならないと AB は考えている。実務的な面では本稿の核心テーマである債務がすでに高水準で財政余力に限りがあるためだ。より根本的には、仕事が人々の生活に意味を与えるという側面を UBI では満たすことができないからだ。そのような政策手段を取ることで、民主主義の機能や、「何をもって真実とするか」という認識についても根本的な疑問が提起されることになるだろう。

苦渋の選択：債券市場危機か・・・それとも YCC か？

では、今後はどのような経路をたどるのだろうか。

変化をもたらす一つの経路は、何らかの形で債券市場に危機が発生することだ。債券市場の危機という言葉は明確に定義されておらず、よく誇張して用いられることは認めるが、それでもなお有用な表現だと考えている。なぜなら、危機が現実味を帯びるようになると、政策変更を促す可能性があるからだ。議論を進めるために、現在の水準からイールドカーブの長期ゾーンが少なくとも 200 ベーシス・ポイント（bps）上昇することを想定する。これは、英国でリズ・トラス前首相の壊滅的な政権運営の時期に生じた変動幅であり、ユーロ圏債務危機におけるイタリア国債の利回りの上昇幅に近い。これに匹敵する上昇が、現在の金利水準に上乗せされた場合、その影響はおそらく政治面にまで及び始める。短期的な影響はもとより、とりわけ重要なのは、財政の持続可能性に関する長期的な前提そのものが揺らぐことだ。「危機」を別の形で定義することもできる。それは、ある時点で突然、国債の買い手がいなくなることだ。これが投資家にとって何を意味するかは次のセクションで論じるが、こうした事態で政策当局はどのような対応を取るのだろうか。

多額の債務を抱える複数の主要国において、この規模の変動が生じれば、政治的変化を余儀なくされる可能性が高い。政治家が「不可抗力事態（force majeure）」を宣言し、過去の政策が持続可能でなかったと認める姿が想像できる。さらに、「これは世界的な事象であり、自国だけの問題ではない」と説明することもあり得る。これは、常に都合のいい逃げ道となる。確かにそのような調整は痛みを伴うだろうが、それでもなお、おそらく好ましいことだと AB は考える。単なる先送りは問題を悪化させ、世代間の公平性を巡る問題もさらに深刻なものになるだろう。

危機は問題を一気に片付ける効果を持つかもしれない。しかし、政策当局が危機の発生そのものを許容しない可能性もある。何らかの形で危機の発生が現実味を帯びれば、それを未然に防ぐために政策変更が実施されることは十分に想像できる。政治的には財政再建は大きな痛みを伴う。一方で、通貨切り下げやインフレの痛みは受け入れやすい。

8 月に米国で長期債の買い入れが増額されたことは、その試金石だったと言えるかもしれない。最終的には、こうした動きがイールドカーブ・コントロール（YCC）につながる可能性がある。その可能性は、顧客とのミーティングで時折話題に上っていた。かつては、たいてい遠い将来の話や、ごく例外的なケースとして取り上げられた。しかし今や、それほど非現実的ではなくなった。もちろん、YCC は過去にも実際に実施されており、1942 年に米国で、2016 年からは日本で導入された。米国の場合、長期国債利回りに 2.5%の上限が設定され、FRB はその水準を維持するために必要なだけ国債を買い入れることに同意した。日本では、日本銀行が国債利回りをゼロ近辺に維持することを目標とした。米国では、財政上の目的であったが、日本の場合は金融政策上のものであった。再びこれを実行する場合の根拠は財政上のものになるだろうが、今日の影響を 1940 年代と比較することは、特に国際的な視点から捉えようとすれば、非常に困難であることは明白だ。

実務上、これは何を意味するのだろうか。主要な目的はおそらく、利回りに上限を設けるような国債買い入れを通じて、債務コストを経済の名目成長率以下、またはそれに近い水準に抑えることであろう。例えば米国で実行するためには、政権が米ドルの価値を犠牲にすることを容認し、インフレ率の上昇に寛容になることが必要となるだろう。米ドルはいずれにせよ強含んでおり、AI 関連投資への資金供給を目的とする世界的な資金流入の恩恵を受けていることを考慮すれば、米ドルに対するリスクは管理可能だと思われる。さらに、財政の持続可能性への懸念から引き起こされた債券市場の危機に直面しても、他の「すべての国」も同じ状況にあるという事実によって、米ドルへの影響が緩和される可能性がある。少なくとも大半の主要国はそうである。このような措置を実施する上で、中央銀行と財務省との間で相対的な役割に関する議論が長引くことが考えられる。AB は、どのような経路であれ、それがインフレを招く可能性が高いと考えている。（金に対する通貨価値への影響とは異なる）相対的な為替レート

[10] 以前のリサーチペーパー『Book Review Summer '26』（英語）における最近の書評をご参照。
[11] 以前のリサーチペーパー『AI投資は「すべてを巻き込む取引」』ご参照。

への影響は、一国が単独で行動するのか、各国が協調して実施するかによって異なるだろう。しかし、今日、国際協調を実現することは、おそらく極めて困難だ。この措置が機能して利回り水準を経済の名目成長率以下に維持するには、債務水準が高い国において、中央銀行と財務省がどのような役割分担を行うにせよ、大規模な政策コミットメントが必要となる。つまり、今年の夏にベッセント長官が行った米国債市場の長期ゾーンに対する介入をはるかに上回る規模が求められる。

利回り上昇を容認するか、または介入するかという選択の是非やリスクは、元々の考え方によって意見が分かれるだろう。一見すると、債券市場の危機が政府支出の縮小につながることは、政治的立場が右派の人々には好ましい状況に思えるかもしれないが、必ずしもそうとは限らない。というのも、こうした危機状況によって退職年齢を大幅に引き上げる必要が生じるほか、企業や個人に対する実効税率を大幅に上昇させることになりかねないからだ。したがって、制度の長期的な維持にとっては危機のほうが望ましいかもしれないが、実際は危機が迫るにつれて、YCC が選択される可能性が高まるのではないだろうか。

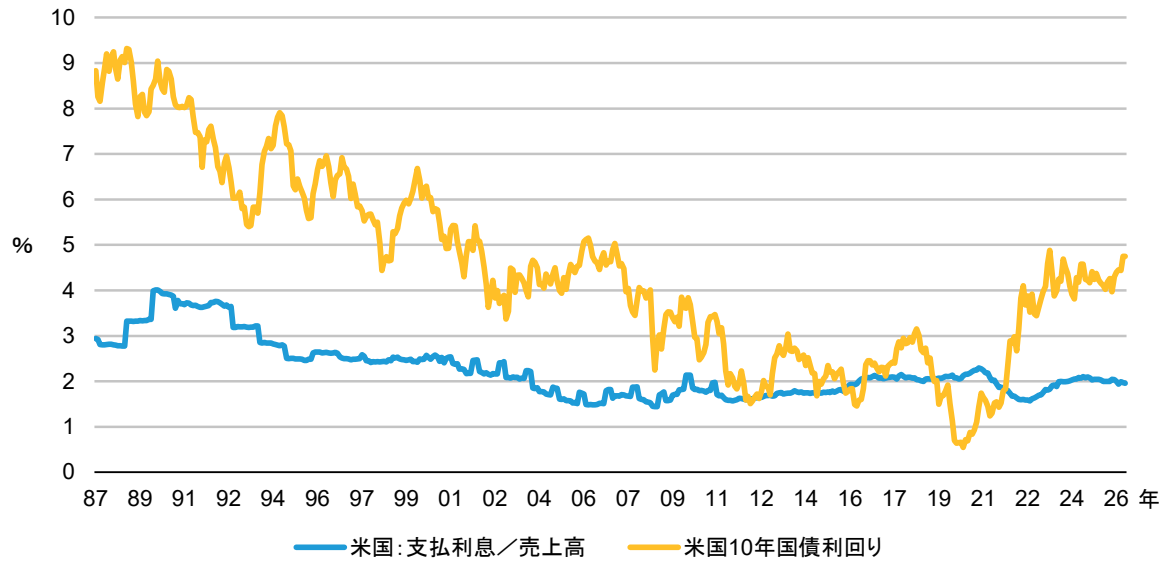
そして、投資家は避けられない痛みを受け入れるしかないのか

これは投資家にとって何を意味するだろうか。本稿は SAA に関するレポートではなく、エッセーの形で執筆しているため、最後に推奨資産配分を提示するという制約には縛られない。それでも、ここまでの議論を踏まえた帰結を述べることはできる。2026 年には、2 つの別個の理由から資本コストが大幅に上昇した。第一に、本稿で論じた債券利回りの上昇である。第二に、実体経済の復活と資本需要の急増が資本コストを押し上げた。その一方で、企業収益の見通しが前例のないほど大幅に上方修正されたことが他の懸念を覆い隠してきた。

よく尋ねられる質問の一つに、「10 年国債利回りがどの水準に達すると株式にとって弱気材料となるのか」というものがある。これは簡単に答えられそうに見える質問の一つだが、実際にはそうではない。理論的には資本コストの上昇は現在の資産の適正な株価収益率を低下させるが、近年の株式市場は必ずしもバリュエーションにけん引されてきたわけではない。より可能性が高い経路は、資本コストの上昇によって成長期待が冷やされるというものだろう。米国の消費者は、例えば英国などと比べると、住宅ローンの期間が長く、金利上昇に対する感応度が相対的に低いかもしれない。しかし、財政規律が問われるほど債券利回りが上昇すれば、おそらく成長期待が大きな打撃を受けることになるだろう。

プラスの側面としては、AI の設備投資の予想は依然として上方修正が続いており、これは株式の支援材料として捉えることが可能だが、こうした傾向はいつまでも続かないだろう。本稿のテーマにより密接に関連する点として、米国企業の金利コストが現在低水準にとどまっていることを指摘したい。*図表 11* が示すように、コロナ後の低金利期に企業は債務の大部分を借り換え、年限を長期化したため、企業の金利コストは過去 4 年間にわたりほぼ横ばいで推移し、国債利回りの上昇には追随してこなかった。要するに、企業は低金利に合理的に反応し、債務を長期化させたが、政府はそうしなかった。また、先般の FRB の利上げにもかかわらず、金融環境の広範な指標は緩和状態を示している。

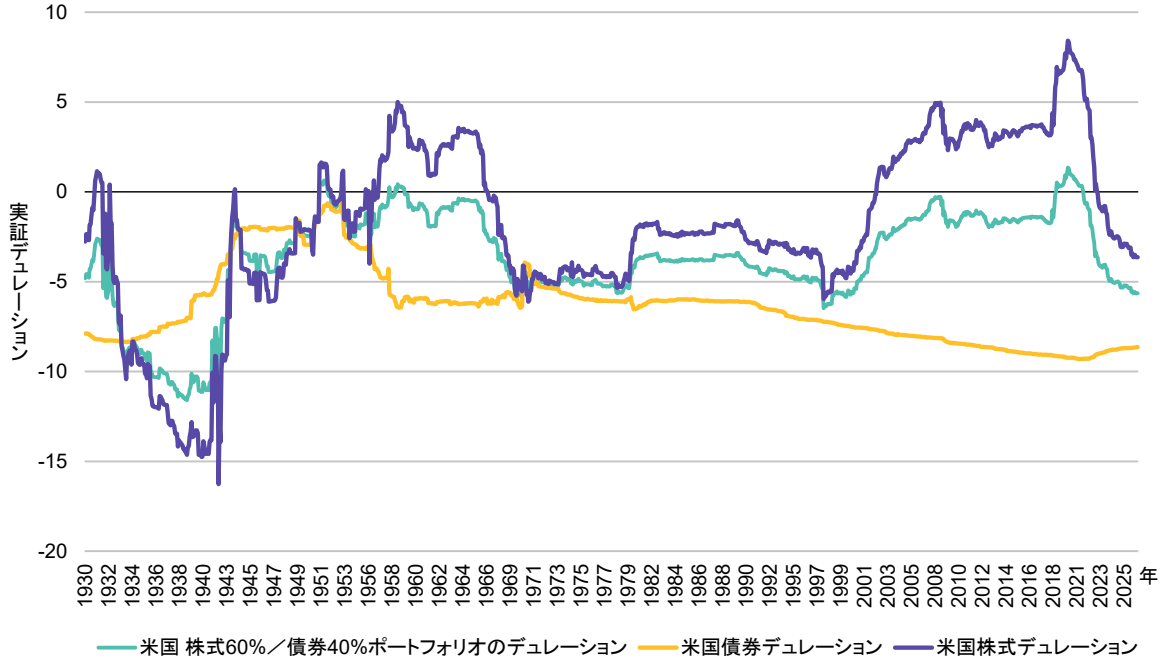
図表 11：債務の長期化により米国企業の金利コストは低水準を維持



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：ファクトセット、マクロボンド、AB

これに対して、成長株の好調なパフォーマンスは、株式市場のデュレーションが伸びた可能性が高いことを意味し、長期金利の変動、特に最近見られたような実質金利の変動に株式市場がぜい弱になっていることを示している。この変化は株式市場の実証デュレーション（empirical duration）の推移に表れていると AB は考える。*図表 12* では、米国株式、債券、そして株式 60%：債券 40%ポートフォリオの実証デュレーションを、金利変動に対する価格変動の単純回帰ベータとして、プロットしている。プラスの値は従来の意味でのマイナスのデュレーションを意味する。この指標がプラスからゼロに近づいていることは、株式市場のデュレーションは大幅なマイナスからゼロに近い水準へ移行していることを意味している。

図表 12：米国の株式、債券、株式 60%／債券 40%ポートフォリオの 10 年ローリング・デュレーション



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。
2026 年 8 月 31 日現在
出所：マクロボンド、AB

さらに、株式資産の正味現在価値がその投下資本利益率と資本コストとの差によって決定されるのであれば、資本コストの上昇は投資に求められるハードルを引き上げ、株式市場で個別銘柄のリターンのばらつきを拡大させるだろう。

利回り上昇がインフレ期待ではなく実質金利によって引き起こされているため、株式にとっては問題ではないという指摘が見受けられる。その論拠は、こうした変化は金融政策の対応を必要とするインフレ・リスクではなく、長期的成長率が上昇するという想定によってもたらされているはずだというものだ。しかし、AB はその見方に必ずしも同意していない。この考え方は、過去 75 年間の均衡が依然として有効であることを前提としている。もし有効ではないとしたらどうだろうか。インフレ期待とは対照的に実質利回りが上昇しているのは、投資家が長期的な政策や債券に対する長期的な需要について確信が持てないことを反映している可能性のほうが高いと AB は考える。

リスクフリー金利という概念が存在するモデルでは、その金利を土台として、株式のリスク・プレミアムや債券のターム・プレミアムが上乗せされていると通常考えられている。AB はリスクフリー資産が存在すると考えたことは一度もないが、債券利回りを巡る議論では、同様の考え方に傾く人々が増えているように見受けられる。これはまた、株式リスク・プレミアムとターム・プレミアムが単純に上乗せされるのではなく、互いに関連しながらも、それぞれが異なる性質を持つ別個のものとして捉えるべき市場構造を示唆している。

何らかの形で YCC を導入すれば、名目資本コストに上限を設けることで、株式投資家にとってはおそらく比較的痛みの少ない道筋となり、少なくともインフレが穏やかなものであれば株式市場は乗り切れる。未解決の大きな課題は、YCC の実施がインフレにどのような影響を与えるのかという点にあり、おそらくインフレ率は上昇するだろう。米ドルと他の主要通貨との為替レートへの影響はそれほど明確ではない。YCC 政策はおそらく米ドルに極めてマイナスに働くが、他の国も同じ状況にある場合、こういった国も同様の措置を検討する必要があるのだろうか。また、それが可能なのだろうか。

こうしたリスクは、非法定通貨資産でゼロ・デュレーションの資産、すなわち主に金がより大きな役割を果たすことを示唆しており、このシナリオでは金がおそらく真の勝者となるだろう。債券利回りが上昇する危機シナリオでは金の役割は明らかだと思われるが、YCC の下でも、名目利回りが抑制される可能性がある一方で、米ドルやインフレに対する悪影響が金需要を押し上げるだろう。

ここ直近の利回り上昇局面で、金が下落したことに注目している。これを見て、一部の投資家は、ウクライナ戦争以前のように、米国物価連動国債（TIPS）の利回り上昇が金価格の下落につながるという関係性が、再び現れる兆候だと解釈するかもしれない。利息を生まない金を保有することで、実質的なインカム収入を放棄するという機会費用が増大するためである。この点について AB は必ずしも同意できない。この関係性が崩れた背景には、新たな地政学的現実があると AB は考えており、その環境は今後も継続する可能性が高いとみている。

ここで、TIPS について触れておきたい。高水準の政府債務に人口動態の変化や地政学的問題が重なり、長期的な政策運営の不確実性が高まっていることを考慮すると、インフレ期待には上振れリスクが存在すると AB は考える。これまでのところ利回りの上昇幅の大半がブレーク・イーブン・インフレ率ではなく実質利回りにあったことは、意外だったと認めざるを得ない。しかし、現在の水準からすれば、選択肢があるならば、名目デュレーションよりも TIPS を選好する。一部で TIPS が依然としてやや特殊なものと見なされ、一般的なベンチマークに入っていない現状は、率直に言って奇妙だと AB は感じている。脱グローバル化が進む、債務水準が高い世界では、TIPS は債券ユニバースにおいて、明らかに中核資産だ！

冒頭で述べたように、AB は債券全般に対してではなく、特に名目デュレーションの役割に対して否定的な見方をしている。したがって、一例を挙げれば、パッシブなロング・オンリーのアロケーションがあまり有効でない場合、アクティブ債券運用が有用な役割を果たす可能性がある。

AB は、米ドルの基軸通貨の地位が（極めて緩やかに）脅かされていると見ている。ただし、それをそのまま「米ドルに弱気になるべきだ」とする見方に直接結びつけることには慎重だった。その理由は米ドルに代わる信頼できる代替手段が存在しないことであり、また前述のとおり、他の大半の主要国も財政面で同様の状況にあるからだ。しかし、ここで議論した相互関係に加え、資産クラスを横断したグローバルな資金フローを通じて、米ドルが AI 関連トレードの動向とより緊密に結びついている同時並行のトレンドもあり [12]、米ドルのリスクは高まっている。これは、AB が以前から述べてきた結論を裏付けるもので、非米ドル圏の投資家は米ドル・エクスポージャーのヘッジ比率を引き上げるべきだと考える。

投資には、特定の資産の方向性に対する見方だけではなく、方法論そのものに関する面も存在する。これらは特定の資産に対する見解よりも、さらに重要な意味を持つ可能性がある。例えば、債券市場の危機がより持続可能な解決策につながるという AB の考えは、税負担の増加を意味する。現在の政治家が何を主張しようとも、増税はどこかの時点で実施されなければならないと考えるが、債券市場の危機はこの変化を加速させるだろう。このシナリオは、税務計画があらゆる投資家の税引き後純利益に関してより大きな役割を占めるようになるという AB の結論を裏付けるものだ。

利回り上昇に対してどのような政策が取られるにせよ、財政の持続可能性がより重要な問題となっている事実は、多くの投資家にガバナンス上の問題を提起している。まだ実質リターン目標を重視していない投資家は、状況の変化に直面してその方向に向かわざるを得ないだろう。その一方で、これらすべての問題は、多くの資本市場の前提において、リターン、ボラティリティ、共分散の想定値を抜本的に見直す必要性を示唆している。そうした前提は往々にして過去 30 年間を「標準的な環境」と見なしているが、実際には特殊かつ例外的な期間だったと思われるからである。

[12] リサーチペーパー『AI投資は「すべてを巻き込む取引」』ご参照。

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