



ALLIANCEBERNSTEIN®

2024年12月

2025年に考慮すべき5つのテーマ と、それらが米国株、TIPS、暗号資産 の戦略的資産配分に与える影響

本稿では、2025年の5つの投資テーマについて概略を説明している。これらは必ずしも2025年の取引のみに当てはまるものではなく、むしろアセットオーナーが考えなくてはならない課題で、長期にわたる影響もある。これらは、投資家の期待や資産配分の変更が必要になるとアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)が考えているトピックである。

資産配分に関する主な結論は以下のとおりである。ABはグローバル株式に対するオーバーウェイトの推奨を維持し、その中では米国株を明確なオーバーウェイトに修正した。プライベート(非上場)資産へのエクスポージャーは、さらに引き上げる余地があると考えている(ただし、プライベート・エクイティは除外)。また、国債(名目金利)を通じてデュレーションを戦略的にアンダーウェイトとする一方で、米国のインフレ連動国債(TIPS)は明確なオーバーウェイトとしている。金についてはこれまでポジティブな見方を示しており、今回は戦略的資産配分において暗号資産への戦略的なポジションを積み増した。

ABの見方では、インフレ率が中～長期的に上昇することは避けられず、今後は財政の持続可能性に関する疑問が絶えず話題となる可能性が高い。投資家が幅広く実物資産に注力する傾向はまだしばらく続きそうだ。戦術的に見れば、2025年は株式がプラスのリターンを創出すると予想される。

イニゴ・フレイザー・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

アラ・ハームズワース

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:

ロベルト・スタッチカス*、ハルジャスプリート・マンド**、
モーリーン・ヒューズ**

本稿では、2025年の5つの投資テーマについて概説する。今後12カ月の一連の取引について具体的に説明するよりも、一部は長期的な問題かもしれないが、2025年に投資家や資産配分を担当する者が考えなければならない問題について取り上げた。これらのトピックは、今後1年間にわたって顧客とのミーティングで主要な話題となる見通しで、そうした分野では投資家の資産配分を変える必要が生じるかもしれない。

ABがこれまでのリサーチで説明してきた戦略的な背景は、均衡インフレ率の上昇と実質成長率の低下で、投資家は実物資産へのウェイトを高める方向で資産を再配分する必要がある。こうした見方の根底にあるのは、新型コロナウイルス流行前の数十年間に利回りを押し下げた大きな構造的要因が一巡し、場合によっては逆に作用しつつあることだ。それらの要因としては、人口動態の変化、グローバル化の巻き戻し、エネルギー転換、気候変動などが挙げられる。人工知能(AI)は成長の鈍化をある程度和らげる可能性はあるが、成長を下押しする力を完全に相殺することは難しいと思われる。

投資家が2025年の予測やポジション構築に向けて取り組むべき重要なトピックは、米国のトランプ大統領が率いる新政権がもたらす影響だ。本稿執筆時点ではトランプ政権の政策課題はまだ完全には明らかになっていないが、短期的には拡張的で規制緩和に傾く政策が成長を促進するとみられる。だが、中～長期的には、トランプ政権の政策によって均衡インフレ率が上昇し、財政の持続可能性に対する懸念がくすぶる投資環境へとシフトする動きに弾みがつきそうだ。

財政の持続可能性に関する問題は、すでに2024年に行われた投資家とのミーティングで何度も取り上げられており、今後も話題になるだろう。問題は、それがポートフォリオにどんな影響を与えるかということだ。市場がターム・プレミアムの上昇を織り込んでいる可能性もあるが、これについては後述する。しかし、それ以上に可能性の高い影響は、長期的なインフレ期待の変化だと思われる。図表1に、ABが推奨する戦略的資産配分(SAA)の概略を示した。

図表 1: 資産クラスに関する戦略的見解

資産クラス	推奨 対 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、長期的に魅力的なリターン、米国の「例外主義」、トランプ政権下で名目成長率と利益率が上昇する可能性、バリュエーションと市場集中によるリスク
米国小型/中型株	+	トランプ氏の勝利は米国内のビジネスが大きい企業に追い風、歴史的にアクティブ運用マネジャーが高水準のアルファを創出してきた分野
海外の先進国株式	ニュートラル	バリュエーションは魅力的だが、米国よりも人口動態や脱グローバル化が成長にもたらす悪影響を受けやすい、トランプ氏の勝利はユーロ圏の見直しにとってマイナス
英国	+	魅力的なバリュエーションと、ディフェンシブで安定的な成長をもたらすセクター構成
日本	+	好ましいインフレ動向、企業改革が収益を押し上げ、長期的なファンダメンタルズや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
ユーロ圏	-	より厳しい成長見直し、トランプ氏の勝利はユーロ圏にとってマイナス(国防、地政学、関税)、テクノロジー/AI へのエクスポージャーの欠如
新興国株式	アンダーウェイト	
中国を除く新興国市場	ニュートラル	先進国市場と比較して高い成長プレミアム、好ましい人口動態(インド、アフリカ)、構造的なセンチメント指標によるサポート、脱グローバル化で多様化に向けた新興国市場の役割が改善、一部の国では地政学的動向と政策がリスクに、トランプ氏によって見直しに対するリスクが増大(保護主義、米ドル高)
中国	-	好ましくない人口動態、バリュエーションは割安だが、地政学的問題が見直しのリスクに(トランプ氏)
スタイルのプレミアム		
米国グロース株	+*	割高だが、構造的な追い風が吹いている(ROE の持続的な向上、テクノロジーと AI に関するテーマへのエクスポージャー)
米国バリュー株	+*	力強い成長見通しが伴う限り、インフレと金利が上昇する可能性はバリュー株の追い風に
EAFE クオリティ株	+*	魅力的なバリュエーション、米国外のサブ戦略としてディフェンシブな特性やボラティリティの低下をもたらす
EAFE 配当利回り	+*	魅力的なバリュエーション、米国外のサブ戦略としてディフェンシブな特性やボラティリティの低下をもたらす、魅力的なインカム創出源
デュレーション	アンダーウェイト	
米国長期政府債	-	構造的なリスク、低いターム・プレミアム、インフレのボラティリティ、分散投資効果の減少、需要に比べ過剰に債券が発行される可能性
米国中期政府債	ニュートラル/ オーバーウェイト	
米国短期政府債	+	長期債に比べ好ましい(低い)リスク補てん
ユーロ圏政府債	ニュートラル	歴史的にみて魅力的な利回り、米国よりも堅固な財政状況、短期的により好ましい政策見直し、バランスの取れた地政学的リスクと域内の政治リスク
実物資産	オーバーウェイト	
REITs	+*	インフレ率とプラスの相関関係があり、あらゆるインフレ環境下でプラスの実質リターンを上げる実物資産、気候変動(保険コストの上昇)や住宅用不動産の家賃コントロールに関する政策リスクを含む構造的リスク; セクター内で選別色が高まる可能性
天然資源	+*	戦略的なインフレ・ヘッジと実質リターンの提供、インフレ率が高水準にある場合でも株式リスクを分散できる資産(債券とは異なり)、インフレ・ヘッジ手段にもなる主な持続可能な資産の例、気候変動を含む起こりうるリスク(火災による木材焼失リスクなど)
米国の TIPS	+*	長期的に魅力的なリターン、インフレからの保護
プライベート資産	オーバーウェイト	
プライベート・エクイティ	-	全体として株価収益率は拡大しない見直し、過去の大半の時期よりも高い負債コスト; 多くの投資家がすでにオーバーウェイトとしている、高い手数料と流動性をめぐる懸念
プライベート・デット	+	魅力的な現在及び将来の利回り、変動金利によりインフレから保護される、伝統的な与信機関(銀行等)の縮小による恩恵
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リターン がもたらされることによるインフレからの保護効果、エネルギーインフラの更新需要によりもたらされる利益
非不換資産	オーバーウェイト	
金及び暗号資産	+	デュレーションがゼロの非不換資産、G7 通貨の減価リスクからの保護

過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

*ベンチマークへの資産配分は少額またはゼロ

G7: カナダ、フランス、ドイツ、イタリア、日本、英国、米国、EAFE: 欧州、豪州、極東

出所: AB

1. 均衡インフレ率が上昇する理由

インフレは資産配分を考える上で再び中心的な問題となろう。実際、インフレは再び懸念材料となりつつある。2024年にはデイス・インフレ・トレンドが続き、それを受けて中央銀行による利下げや市場におけるインフレ期待の低下につながった。しかし、重要なのは、循環的なインフレと構造的なインフレを混同してはならないことだ。中央銀行は循環的な問題には非常に効果的に対応してきたが、構造的な問題にも同じように効果的な対応ができるかどうかははっきりせず、特に成長に関する制約がある場合にはそう言えるだろう。ABは、今後数年にわたり、5年／5年インフレ・スワップ・レートや10年物ブレイクイーブン・インフレ率が上昇すると予想している。そのトレンドは戦略的資産配分に2つの影響をもたらす。第一に、適度なインフレ水準における、どんなリターン源泉がリターンと分散投資の目的に適しているのかについて検討する必要がある。第二に、ガバナンスに関する問題が生じ、「リターンのボラティリティ」と表現されるリスクと対比した「購買力喪失」のリスクを十分に考慮せざるを得なくなる。

均衡インフレ率が上昇する根拠として注目すべき点は、それを押し上げる要因が本質的に非常に多岐にわたっていることだ。

- 脱グローバル化：サプライ・チェーンや労働市場の分断
- 人口動態：労働力の減少で賃金交渉力が上昇し、多くの高齢者に向けた介護は自動化が難しくコストが上昇する
- エネルギー転換が投資業界の想定よりも遅れる見通しで、それは激しい気象現象などを引き起こし、インフレ率の変動が生じることを意味する
- (どこかの時点で)債務の貨幣化が起きるリスク

これらは長期的な要因である。米国のトランプ政権はこれらをどう変えることができるだろうか？本稿執筆時点では、新たな政策がどんなものになるかははっきり分からない。関税がある水準まで引き上げられる可能性はかなり高い。それがインフレをもたらす要因となるのか、単発的な価格上昇を引き起こすだけなのかは、相当議論できる問題だ。今回は前回と違い、関税引き上げにより、サプライ・チェーンや労働力の確保について考え直す必要性が生じている。サプライ・チェーンを修正すれば、潜在的なコストが上昇する。大まかに言えば、関税は追加的なコストだとABは考えている。

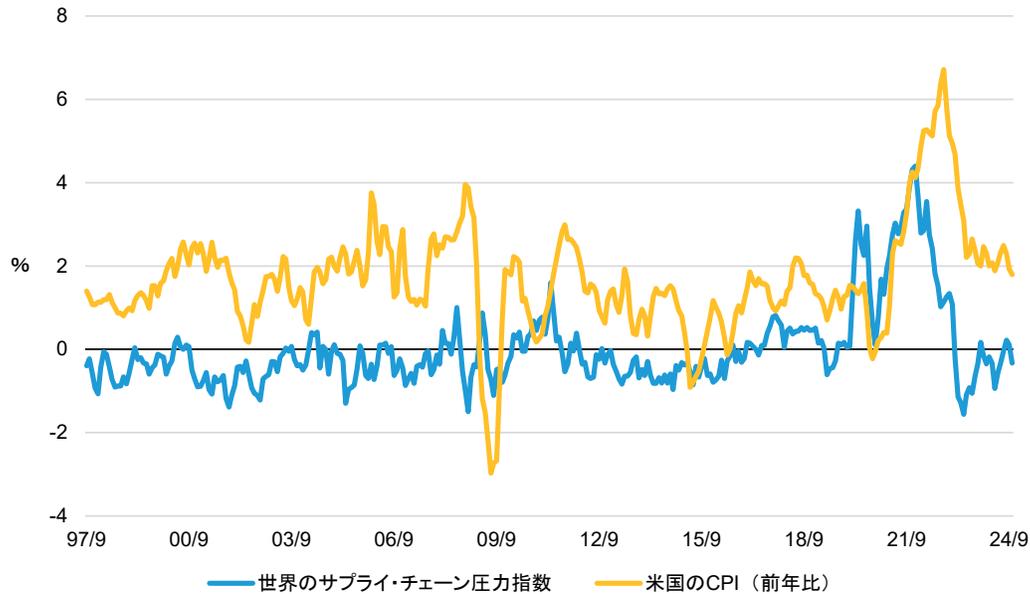
大きな議論の的となっているもう一つのトピックは、米国に流入する移民がどうなるかという問題だ。過去4年間に海外で生まれた労働者が急増した結果、労働市場の需給バランスが緩み、インフレ率を抑制する要因となった可能性が高い。そうでなければ労働市場がひっ迫し、インフレ率をもっと高かったに違いない。新たな移民の流入はすでに鈍化しており、それによるインフレ抑制効果は過去2年間に比べ小さくなるかもしれない。それでも、毎月15万人という多くの移民が依然として米国に流入している。¹トランプ氏は労働者を出身国に送還したい考えを示しているが、現時点ではそれが実現するかどうかは不明確だ。そのため、実際にどんな政策が講じられるかによるが、ABはこの問題はインフレに対して少なくとも中立的とみている一方、リスクは上方に傾いていると考えている。

米国の新政権がインフレに与える影響に関する最後の問題は、財政の持続可能性だ。このトピックについては、別の項目で詳しく取り上げたい。選挙で誰が勝利したとしても財政赤字は問題となっていただろうが、歳出計画が拡大する可能性と中央銀行の長期にわたる独立性に関する疑問は、ますます差し迫った問題となっている。

より長期的な要因について詳しく説明すると、脱グローバル化の重要な点は、中国で1980年代初めに鄧小平が改革を進めて以来、特に2001年の世界貿易機関(WTO)加盟以降において、中国が世界のデフレに大きな役割を果たしてきたことだ。現在はそのプロセスが終わり、賃金やモノの価格を通じて先進国にインフレをもたらす潜在的な経路となっている。例えば、経済学者のジャラベルとセイジャーは2019年に、中国からの輸入が1%ポイント上昇すると、消費者物価が1.9%低下することを突き止めた。だが、サプライ・チェーンの再編はインフレ率のボラティリティも押し上げた可能性が高い。次ページの図表2は、連邦準備制度理事会(FRB)が測定したサプライ・チェーンの圧力の変化に、消費者物価指数(CPI)の変化を重ね合わせている。サプライ・チェーンがショックを受ければ、インフレ率のボラティリティが押し上げられることになる。

¹ <https://www.cbp.gov/newsroom/stats>

図表 2: サプライ・チェーンとインフレ率の関係



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

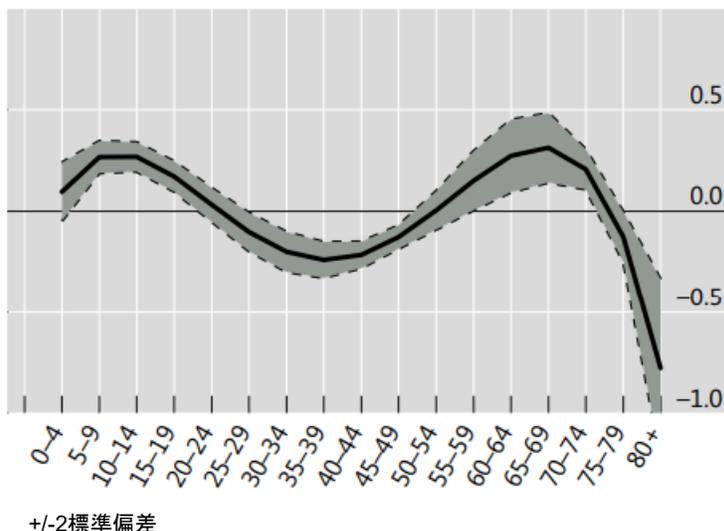
2024年10月31日現在

出所:ブルームバーグ、AB

人口動態の変化は、インフレ圧力を高めるとABは考えている。ミーティングでこうした見解を示すと、相手が困惑した表情を浮かべることがある。それは、「それは日本でも起きたが、そのトレンドは著しいデフレを引き起こしたのではなかったのか?」といった反応だ。ABは、先進国と中国における生産年齢人口の減少は異なるものだと考えている。第一に、生産年齢人口の減少は多くの市場で同時に起きている。第二に、日本では他の分野で依然としてデフレ圧力が非常に大きかった時に人口の高齢化が進んだ。

次ページの図表3は、それぞれの年齢層がインフレに与える影響を示している。労働者の数が増えればデフレにつながる。なぜなら、消費量よりも生産量が多くなるからだ。一方、仕事をしていない人が増えればインフレ圧力が高まる。国連の人口予測に基づけば、今後は労働者の数が減り、退職者の数が増加する見通しだ。その結果、インフレの基準値が3%程度上昇すると予想される。

図表 3: 各年齢増がインフレに与える影響 (1870—2016 年)



この図表は例示のみを目的としています。

出所: ミカエル・ユセリウスとエロッド・タカツ(2018年): 人口動態とインフレ率の永続的な関係(BIS ワーキングペーパー第 722 号)

<https://www.bis.org/publ/work722.pdf>、AB

超高齢者の増加がデフレをもたらすという調査結果は注目に値するが、彼らが必要とする支出も増加する見通しだ。認知症などは年齢が重要なリスク要因であるため、今後はさらに患者が増えると予想される。このような症状に対処するコストが最も増加すると予想されるのは介護分野で、なぜならばそれは自動化が難しいからだ。こうした点は労働市場にも当てはまる。AB は以前のリサーチ²で、米国では 75 歳以上の人口に対する介護労働者の比率が比較的安定していると指摘した。この年齢層の人口が増えるほど介護労働に従事するため他の生産的な業界から離れなければならない人が増え、他の分野における労働力獲得競争が激しさを増すことになる。

エネルギー転換がインフレをもたらすのか、それともデフレにつながるのかという議論については、最近のレポートで詳しく取り上げている。³ エネルギー転換そのものがインフレにどんな影響を与えるかという問題はさておき、エネルギー転換には投資業界関係者の多くが予想しているよりも長い時間がかかるというのが AB の見方だ。その結果、不確実性は高いものの、気候に悪影響を与える可能性が高い。それは極端な気象イベントが起きる頻度が高まることを意味する。AB はエネルギー転換に関する最近のレポート⁴で、これに関するさまざまな学術的研究を紹介した。それらは、世界の総合インフレ率に年 0.8~0.9% の影響が生じることを示唆している。

インフレの抑制が効かなくなる、と AB が予測していると結論付ける前に、デフレ圧力が働いていることも理解しなくてはならない。他の条件が同じ場合、成長率の低下はインフレ率を押し下げる要因となる。自動化も大きなデフレ圧力をもたらす。消費者物価指数(CPI)に占める比重の高い不動産コストや介護費用などは自動化が難しいが、その他のサービス価格には自動化によるデフレ圧力が働く。しかも、米国や英国のように、退職後の貯蓄の責任が個人に移行している社会では、予想される実質リターンの低下と長寿化は、貯蓄を増やす必要があることも意味している。それは長い時間を要することで、かつより必要にせまられることとなるかもしれない。しかし、それは貨幣の流通速度を押し下げる可能性がある。

そのため、AB では、インフレ率は抑制が効かないというよりは、むしろ適度に上昇すると予想している。その前提として、投資家が実質リターンを確保するために必要な長期インフレ率は 3%前後だと考えている。

² イニゴ・フレイザー・ジェンキンスとアラ・ハームズワースによる『[A Triumvirate of Macro Mega-forces](#)』(AB、2023年6月28日、英語)をご参照ください。

³ イニゴ・フレイザー・ジェンキンスとアラ・ハームズワースによる『[Can the Energy Transition Happen?](#)』(AB、2024年11月18日、英語)をご参照ください。

⁴ ibid

図表 4: インフレとデフレ双方の力が働いている: 戦略的に時間軸を考える

デフレ要因	インフレ要因
<ul style="list-style-type: none"> • 長期的な成長見通しの低下はインフレ率が低下することを意味している • テクノロジーと自動化は長年にわたりデフレ圧力をもたらしてきた。AI はそれに革命をもたらし、インフレの根拠を弱めるのだろうか？ • コロナ禍で先送りされていた消費が一巡すれば、貯蓄が増え、名目ベースの貯蓄のリターンが低下する一方、インフレ率が上昇するという人々の認識は、より資金を確保しようとする必要性を感じる。すなわちマネーの長期的な流通速度が低下する 	<ul style="list-style-type: none"> • 戦略的な視点では、インフレは以下の要因によって引き起こされる: <ul style="list-style-type: none"> ◦ 脱グローバル化(供給/労働コストへの影響) ◦ 人口動態(労働力の減少と介護費用) ◦ 労働者の交渉力?(労働力の供給減 対 AI の影響) ◦ エネルギー転換と気候: エネルギー転換はインフレをもたらすか、それともデフレにつながるか? 悪天候はインフレのボラティリティにどのような影響を与えるか? ◦ 債務の貨幣化? 債務の対 GDP 比率は第二次世界大戦以来の最高水準にある。その解決策はインフレ以外にないのか?

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

インフレに勝る、ないしヘッジする資産を選択する際に考慮すべき重要な要素として、インフレ率との短期的な相関関係と、長期的にプラスの実質投資リターンを生み出す能力の 2 つが挙げられる。短期的にインフレに対するベータ値が高くない資産であっても、長期的な視野で投資する投資家にとって、それは依然として重要である。AB は米国の消費者物価指数(CPI)上昇率が 4% 以下の場合を「緩やかなインフレ」と定義しているが、そうした局面では長期的に実質リターンを追求するポートフォリオ配分において、株式が重要な役割を果たしてきた(図表 5)。長期的にインフレに勝れないヘッジする他の有効な投資対象としては、不動産、農地、森林、インフラストラクチャーなどが挙げられる。一方、原油や金などの資源や幅広いコモディティは、歴史的に短期的なインフレ率の急上昇と密接な関連があるため、短期的にインフレをヘッジする必要がある投資家にとって有効なツールとなる。債券に関しては、米国インフレ連動債(TIPS)やデュレーションの短い米国短期国債が短期的に有効なヘッジ手段となってきた。

図表 5: インフレ対策: 長期的な投資家はインフレとの相関よりも実質リターンを必要としている

緩やかなインフレ		高インフレ	
長期的な投資家: 実質リターン	短期的な投資家: インフレに対する高いベータ	長期的な投資家: 実質リターン	短期的な投資家: インフレに対する高いベータ
不動産	幅広いコモディティ指数	不動産	原油
株式	原油	農地、森林	金
農地、森林	金	株式のインカム収入、フリーキャッシュフロー利回り	幅広いコモディティ指数
バリュー株	資源株	インフラストラクチャー	資源株
インフラストラクチャー	モメンタム株		モメンタム(クロスアセット)
	再生可能エネルギー/送電		TIPS
	TIPS		米国短期国債
	米国短期国債		

この図表は例示のみを目的としています。

出所: AB

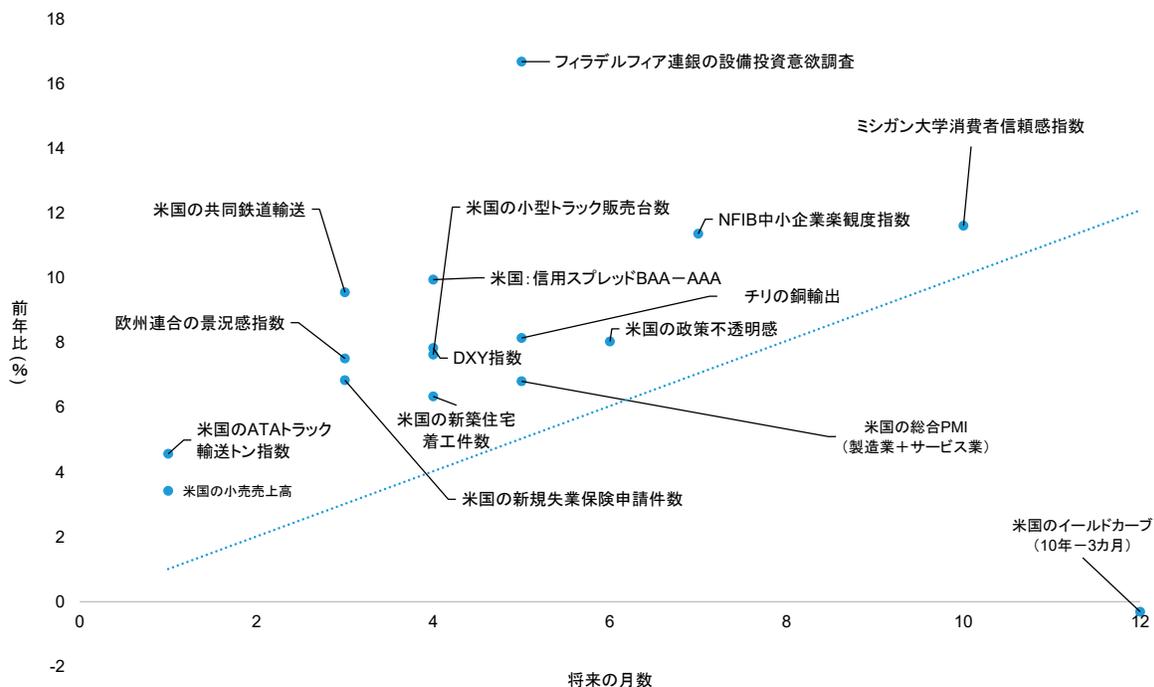
2. リスク資産に投資する戦術的な理由

本稿の大半は長期的なポジション構成を見直す必要性に関する問題を取り上げているが、2025年の見通しについても戦術的な視点で考える必要がある。その点については、ABは今後12カ月のグローバル株式に対して強気の見方をしている。

この強気の見方を支えている主な理由は、米国がソフトランディング、ハードランディング、ノーランディングのどれに直面するかについて2024年に激しい議論が交わされた結果、成長見通しは依然として明るいという結論に達したことだ。ABは、向こう1年間の企業利益を予測するうえで最も有効なセクション横断的なデータと最も整合性のある12カ月前の企業収益伸び率予測をモデル化している。このモデルによると、今後12カ月の一株当たり利益(EPS)は12.1%増加する見通しだ。これはまさしくソフトランディングではなく、もしかしたらノーランディング(再加速)と言えるのかもしれない。

この増益率は、ボトムアップ型のコンセンサス予想(14%以上)と比較しても驚くような数字ではない。特に、こうした予測の誤差を考慮すればそう言える。だが、これはFRBが依然として金利を引き下げる見込みの中での話である。FRBは1995年以降、景気後退の兆候が見られない中では金利を引き下げていないため、これはポジティブな要因となる。

図表 6: 米国の各種経済指標: 米国企業の増益率の現時点の予想は前年比 12.1%



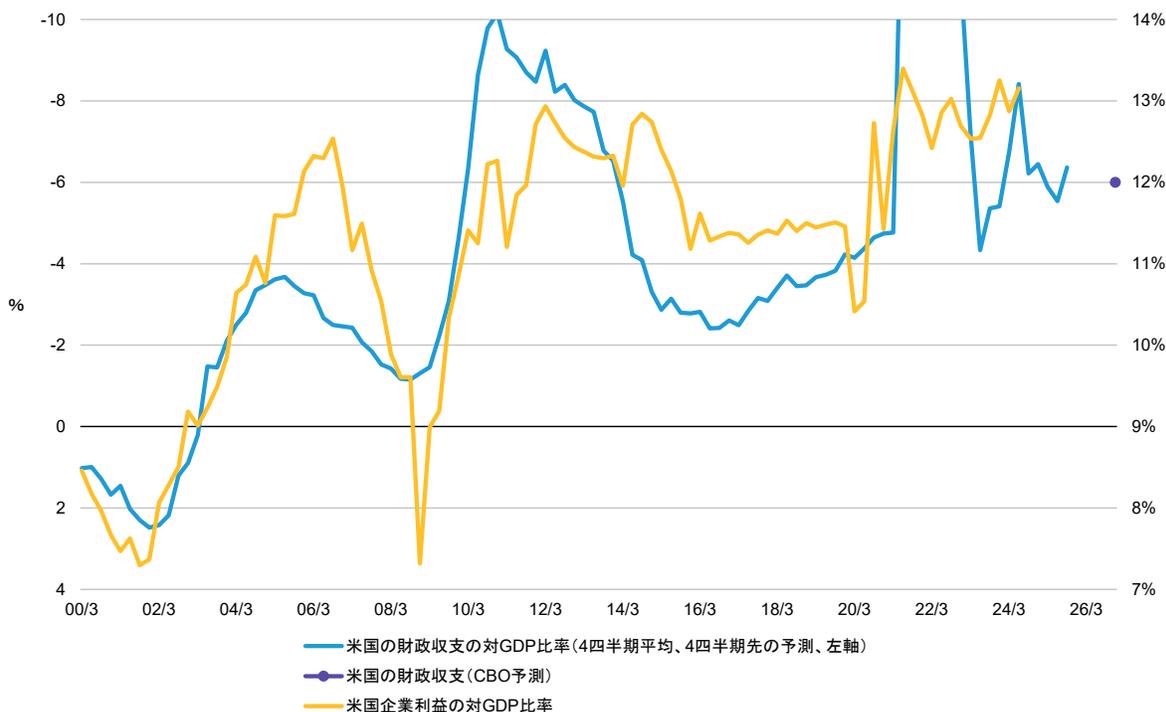
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年11月15日現在

出所:ブルームバーグ、FRED、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

企業収益の伸びに加え、利益率についても楽観視できる理由がある。それに関する今後の疑問は、「米国が極めて高い利益率をいつまで維持できるか？」という問題だ。ある時点では、社会的に容認できないとみなされるようになるかもしれない。だが、その見方は変化している。トランプ政権の誕生により、企業の利益率は今後も高い水準を維持できるようになりそうだ。規制が緩和され、巨大企業に対する監視の目が甘くなるとみられることが、その助けとなるだろう。さらに、財政支出が拡大されるとみられることも、今後1-2年間の利益率を支える要因となる(次ページの図表7)。いずれは米国の利益率に圧力がかかる場面が訪れるだろうが、アウグスティヌスの願いが貞節であるように、まだその時期は来ていない。

図表 7: 米国企業の収益力は財政刺激策で支えられている



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。

2024年9月30日現在

出所: トムソン・ロイター・データストリーム、AB

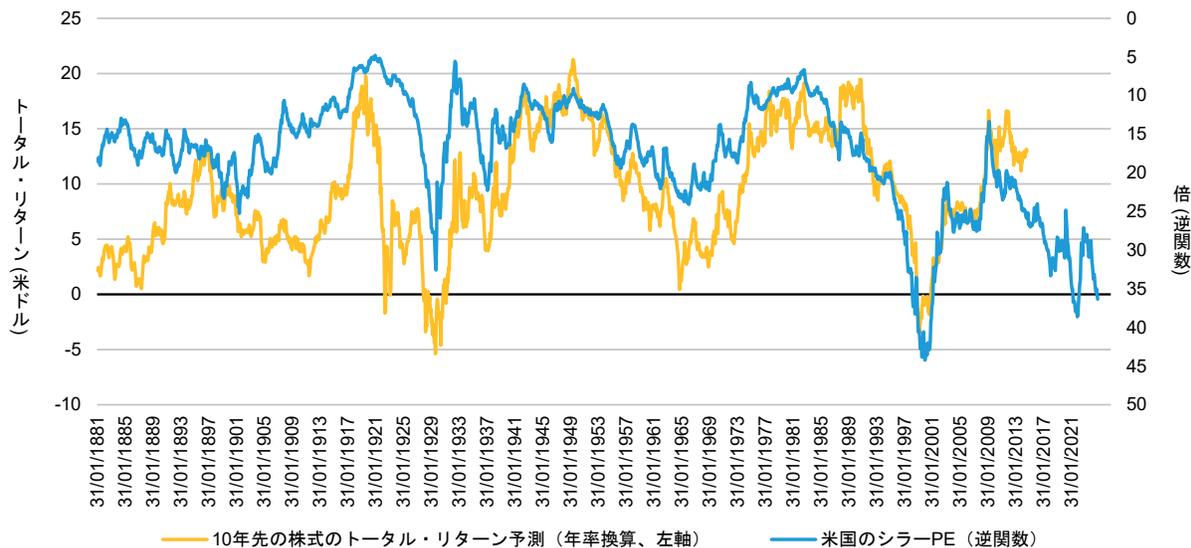
バリュエーションは株式にとって主な制約要因となる。そのことを明確に認識し、その事実から目を背けてはならない。つまり、世界の株式市場は割高な水準にあるということだ。しかし、その意味するところも明確に理解する必要がある。それは、市場の下落は避けられないという意味ではない。言うまでもないことだが、バリュエーションが発するシグナルに従って株式のポジションを取っていた投資家は、長年にわたって著しくアンダーパフォームしてきたに違いない。いずれにせよ、すべての資産クラスは割高な水準にある。それは債券、クレジット、プライベート・エクイティにも当てはまる。しかし、だからといって資産配分に関して、(通常は)絶対的な判断を下すこともできない。

こうした見方に対する最もネガティブな指標はシラーPE(株価を10年間のインフレ調整後利益で割った数値)だろう。額面どおりに受け取れば、これはトータル・リターン・ベースで見ても米国株の名目リターンがゼロであることを意味している(次ページの図表8)。こうした状況を完全に無視することはできないが、その見方を相殺したり支えたりする要因もある。まず、バリュエーションの時間枠はあくまで長期的に見て参考にはなる、ということだ。平均回帰がいつ起きるかは決してわからない。シラーPEは過去150年間のデータに適用した場合、最も有効なバリュエーション指標のひとつとなるが、それはあくまで10年先を予測する場合に限られる。短期的な視点で見れば、収益(前述したとおり)とセンチメント(以下で詳しく説明する)の方がはるかに重要な役割を果たす。

しかも、成長率が低い世界では実質利回りが低水準にとどまる大きな理由があるとABは考えている。それに加え、インフレ率が緩やかに上昇するという見通しは、株式という実物資産に対する投資家の需要が構造的に持続することを示唆している。企業による自社株買いも引き続き株式の需要を押し上げている。これらを総合的に勘案すると、必ずしもバリュエーションが長期的な平均値に回帰するとは限らない。

バリュエーションの高さを完全に無視することはできないが、それはボラティリティが2024年よりも高くなることや、市場の下落が避けられないことを必ずしも意味するものではないと、ABは結論付けている。

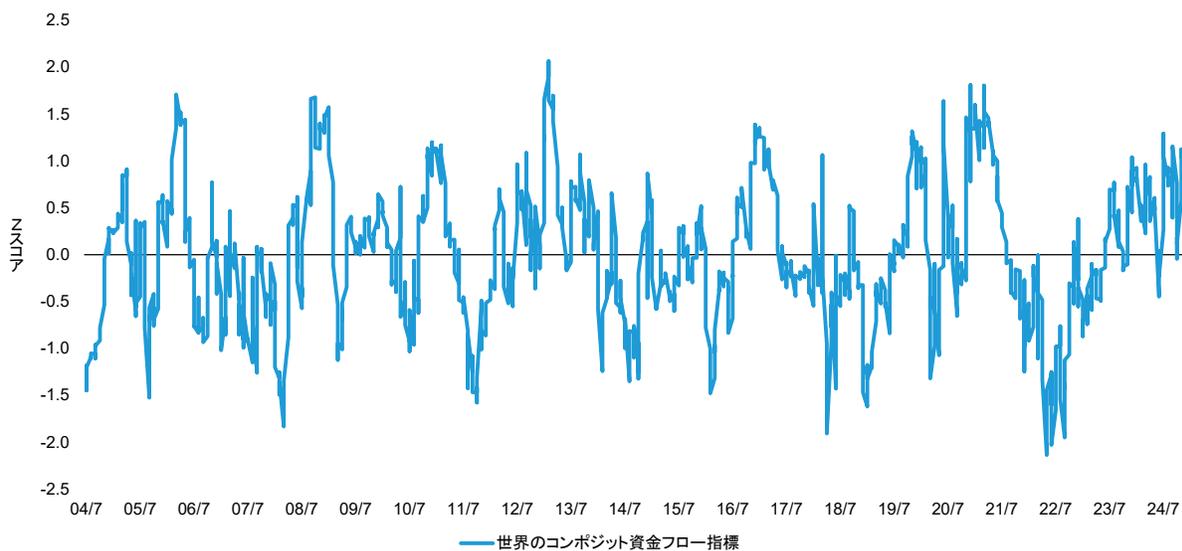
図表 8: 米国のシラーPE と 10 年先の株式リターン予測



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。予想は今後変更される可能性があります。
 2024 年 10 月 30 日現在。
 出所: ロバート・シラー氏のデータベース、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

短期的、戦術的にもっと敏感なのはセンチメントである。2024 年初め以降、世界の株式市場には 6,200 億ドルを越す資金が流入している。特に米国株への資金流入が目立っており、資金が流出しているのは欧州市場だけだ。その結果、資金フローに基づく投資家心理の指標は弱さを示す水準にあり、今後 3 カ月は少なくともボラティリティが高まることを示唆している(次ページの図表 9)。しかし、本稿は 2025 年全体の見通しに焦点を当てており、これらのセンチメント指標は戦術的なボラティリティの高さと整合的ではあるが、世界の株式が今後 1 年間にプラスのリターンを上げるという AB の見直しを変えるものではない。

図表 9: 世界のコンボジット資金フロー指標は、投資家のセンチメントが高いことを示している



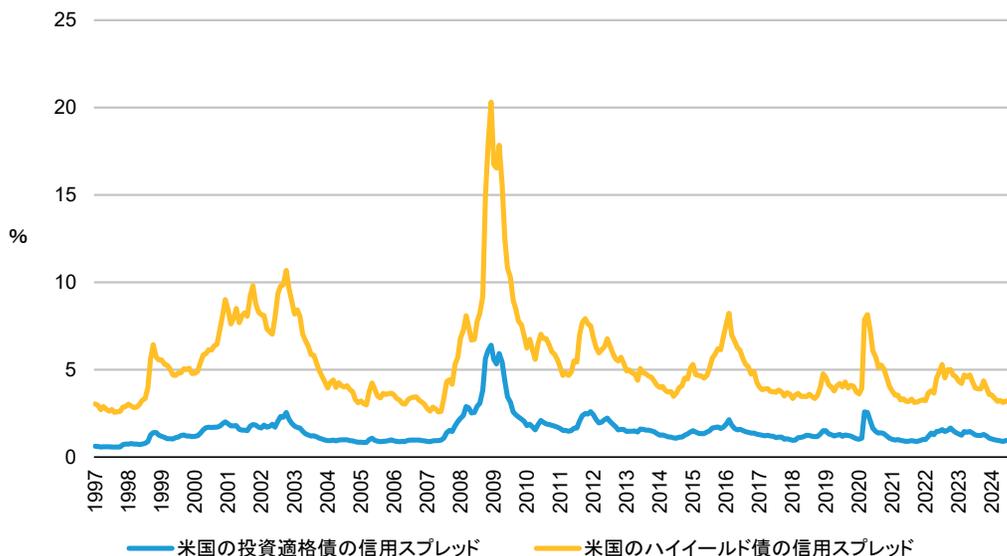
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年11月20日現在

出所:EPFR、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

リスク資産への配分において、クレジットは短期的にどんな役割を果たすのだろうか？このトピックに関する投資家とのミーティングでは、全体的な利回りと比較したスプレッドの重要性について意見が分かれることが多い。確かに利回りは魅力的だが、広く認識されているようにスプレッドはタイトな水準にある(次ページの図表 10)。タイトなスプレッドを正当化する理由(企業のレバレッジ水準の低さ、債務の期限到来、景気後退の回避など)は十分にあるが、短期的にバリュエーションが妥当だと考えるのは難しい。

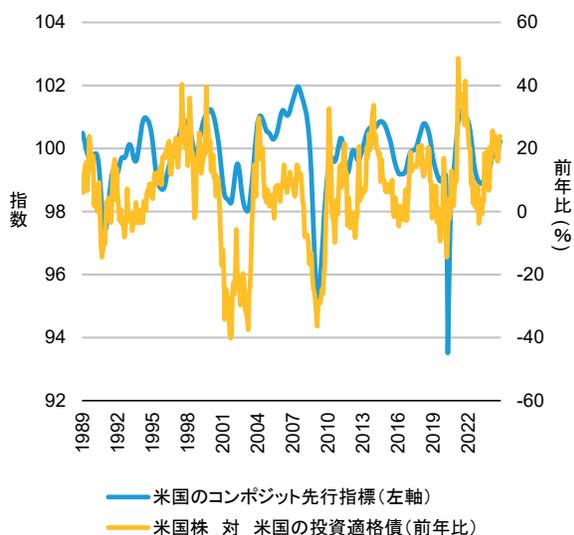
図表 10: クレジット・スプレッドは非常にタイトな水準にある



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。
 2024年10月31日現在
 出所: FRED、AB

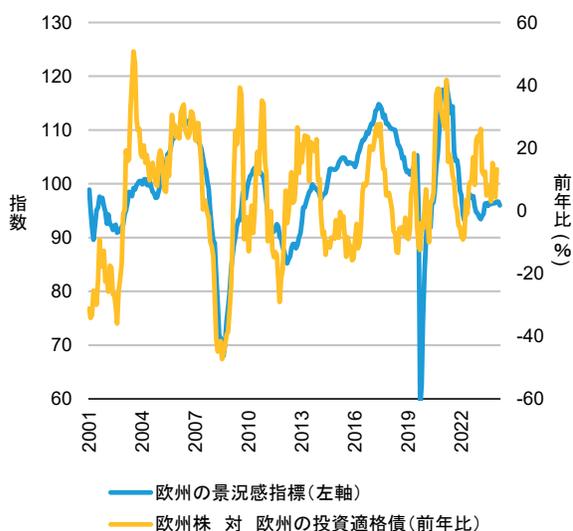
短期的な視点で株式とクレジットを比較するうえでより重要なのは成長見通しだ。図表 11 と 12 は、米国と欧州の双方において、クレジット（投資適格債）のパフォーマンスが上回った時期と成長が著しく鈍化した時期が重なっていたことを示している。現在はこうした状況が当てはまらないため、今のところクレジットよりも株式の方が好ましいと考えている。

図表 11: 景気サイクルを通じた米国株と投資適格社債のパフォーマンス



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
 2024年10月31日現在
 出所: FRED、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

図表 12: 景気サイクルを通じた欧州株と投資適格社債のパフォーマンス



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
 2024年10月31日現在
 出所: FRED、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

3. 選挙後の戦略的資産配分の変化

米国の選挙は戦略的資産配分(SAA)にどんな影響を与えるのだろうか？簡単に言えば、方向性としては、戦略的方針に大きな変化はない。しかし、トランプ氏の勝利は一部の分野における確信を強める形となった。具体的に言えば、インフレ率は中～長期的に上昇し、変動しやすくなることや、投資家が国債保有のリスクに対して大きなリターンを求めようになり、米国債の利回りが徐々に上昇するということだ。ABは引き続き株式をオーバーウェイト、デュレーションをアンダーウェイトとする方針で、インカム創出を目指すうえで中期債や格付けの高い債券へのエクスポージャーを重視している。

株式では、地域別のポジション構成をやや調整している。ABは米国へのエクスポージャーを引き上げて若干のオーバーウェイトとする一方で、ユーロ圏へのエクスポージャーをアンダーウェイトに引き下げたほか、中国を除く新興国をオーバーウェイトからニュートラルに引き下げた。ユーロ圏のバリュエーションは魅力的で、好ましい要因となっているが、それがアウトパフォーマンスを維持する要因になるとは考えにくい。地政学的な不透明感が高まり、すでに急増している国防支出をさらに拡大する必要が生じるとみられるほか、テクノロジー・セクターにも成長をけん引する力が欠けている。新興国市場は、米ドル高とトランプ政権が保護主義的政策を取る可能性を背景に、政治的な逆風の影響を受ける可能性がある。英国と日本についてはオーバーウェイトを維持し、中国は引き続きアンダーウェイトとしている。付録の図表 28-39 は、こうした AB のポジション構成の根拠となる主なバリュエーション及びファンダメンタルズ要因の一部を示している。

よく知られている通り、変化が予想される主な分野としては、財政政策、貿易、移民、エネルギー、規制、そしてもちろん外交政策が挙げられるが、政策が変更される時期や詳細については多くの不確実性がある。税制に関しては、トランプ氏は期限切れを迎える減税・雇用創出法の条項を延長し、法人税の引き下げを含む新たな減税策を提案する可能性が高い。それは財政赤字が持続することを意味し、長期国債の利回りを押し上げる要因の 1 つとなりそうだ。それは、AB がすでにネガティブなポジションを取っている米国の長期債に対する悲観的な見方を裏付けるものだ。

貿易に関しては、トランプ氏は中国製品に 60%、他国の製品に 10-20%の関税を課すなど、幅広い関税を提案している。それが実施されるかどうかは極めて不透明だが、地政学的及び経済的な分断、すなわち脱グローバル化を加速させる可能性がある。それは中期的にインフレ率を高止まりさせる構造的要因となり、AB はすでにそれに備えたポジションを取っている。合法的な移民が減少すれば労働市場に影響を及ぼすほか、インフレ圧力を高め、労働力の高齢化に伴う供給面の制約といった他の要因に上乗せされることになる。

銀行規制の巻き戻しを含む規制緩和、巨大テック企業に対する反トラスト政策の見直し、エネルギー生産の促進、エネルギー関連インフラの拡充、インフレ抑制法の一部縮小なども、トランプ氏の政策課題に挙がっている。これらの措置は、エネルギー、金融、テクノロジーといったセクターの株式に恩恵をもたらす可能性がある。そうした可能性は、米国の成長を重視している AB の戦略的なオーバーウェイトを改めて確認するものであると同時に、米国のバリュー株の見直し改善にもつながる。また、米国の小型株は国内企業に友好的なトランプ政権の政策による恩恵を受ける可能性があり、戦略的資産配分の一環としてそれらへのエクスポージャーを検討することを推奨したい。欧州、豪州、極東(EAFE)については、この地域の見通しがより厳しくなっていることから、配当利回りを重視したディフェンシブなエクスポージャーが理にかなっていると考える。ディフェンシブなセクターは歴史的な水準と比較して株価収益率が低い水準にあり、市場全体と比べて魅力的な利回りが提供されている。

そうした環境下、インフレ率が上昇し、変動しやすくなる可能性を踏まえれば、TIPS、REIT、コモディティなどの実物資産や、インフレに敏感に反応する資産へのエクスポージャーの重要性も改めて指摘しておきたい。しかし、債券利回りの上昇、米ドル高、気候変動を食い止める取り組みが後退する可能性を考慮すると、REIT やコモディティへのエクスポージャーは今後、より慎重かつ選択的に構築する必要がある。この点については、今後さらに詳細な見解を示したいと考えている。

トランプ氏の勝利は市場構造やアクティブ運用にどんな影響を与えるのだろうか？AB のリサーチでは、株式間の相関、バリュエーション・スプレッド、市場の集中度がいずれもアクティブ運用マネジャーのリターンをけん引する重要な役割を果たしていることが示されている。これらの要因のうち、最初の 2 つは引き続き追い風となっている。バリュエーション・スプレッドは市場やセクター全体、及びその内部で高水準にある一方で、株式間の相関は依然として低い水準にある。それとは対照的に、市場における集中度の高さにより、マグニフィセント・セブン(アップル、アマゾン、アルファベット、メタ、マイクロソフト、テスラ、エヌビディア)などがパフォーマンスをけん引したため、他の銘柄へ分散したアクティブ運用マネジャーにとっては向かい風が続いていた。また、集中度がいずれ解消されるとしても(足元解消されつつあるが)、そのタイミングを計ることは難しくなっている。2025 年にかけては、上位企業の利益成長が鈍化する一方、他の企業利益の拡大が予想されているが、巨大テック企業は米国における規制環境の改善による恩恵を受ける見通しで、それは引き続き市場の集中度を高める要因となる可能性もある。それでも、高水準のバリュエーションは依然としてリスク要因で、逆方向に向かう可能性もある。

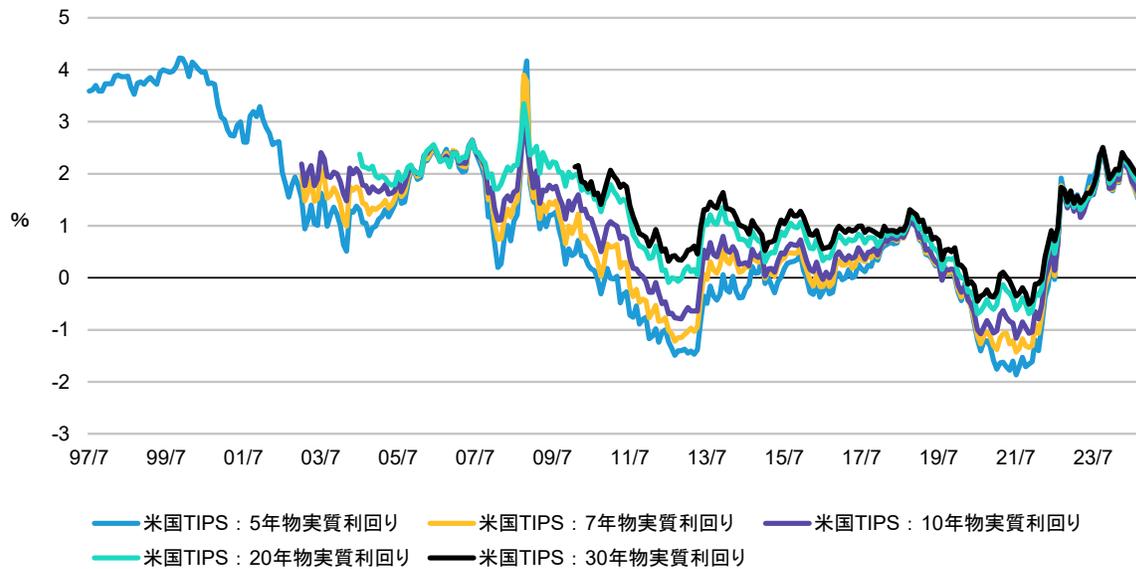
同時に、バリュー株の見通しが改善すれば、バリュエーション・スプレッドが平均回帰に向かう可能性があり、バリュー型の運用、コア/混合型のアプローチ、システムティック/クオンツ運用を手掛けるマネジャーや、バリュエーションを投資プロセスのインプット要因として取り入れている他の戦略にとって、より大きな投資機会が生まれる可能性がある。

4. TIPS、金、暗号資産への投資の根拠

AB が近年手掛けてきた戦略的なリサーチの多くは、均衡インフレ率が上昇するとの見方に基づき、投資家はそれにどう対応すべきかという点に焦点を当ててきた。財政の持続可能性に対する投資家の懸念の高まりは、資産配分という観点から対応する必要のある新たな問題だ。つまり、ポートフォリオ全体のリスクについて考える際には、インフレ率の上昇と G7 通貨の下落リスクを考慮する必要があるということだ。さらに、こうした環境においては、株式リスクを分散する債券の能力が制約されるとみられることも、その重要性を一段と高めている。

TIPS などインフレ連動証券の利回りは、こうした見解とは対照的であるように見える。米国の 10 年物 TIPS の利回りは上昇しており、現時点では実質利回りが 2010 年以降のレンジ上限にある。他の市場におけるインフレ連動証券や他の満期物についても、同じ方向に変化している(図表 13、次ページの図表 14)。

図表 13: TIPS の残存期間別利回り

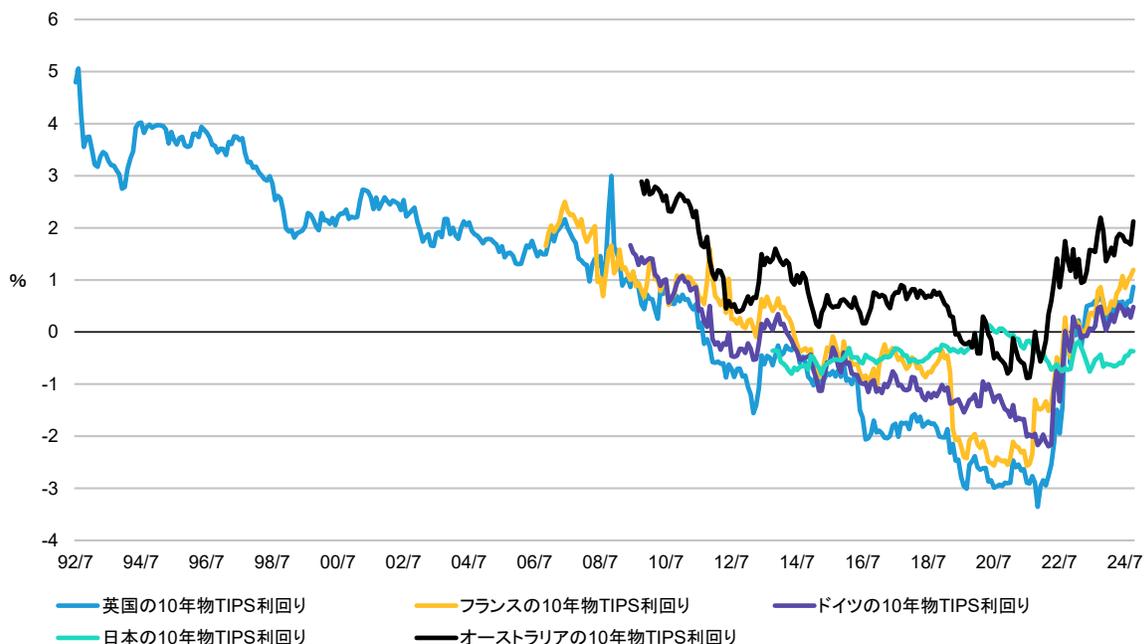


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年10月31日現在

出所: トムソン・ロイター・データストリーム、AB

図表 14: 国別の 10 年物インフレ連動債利回り



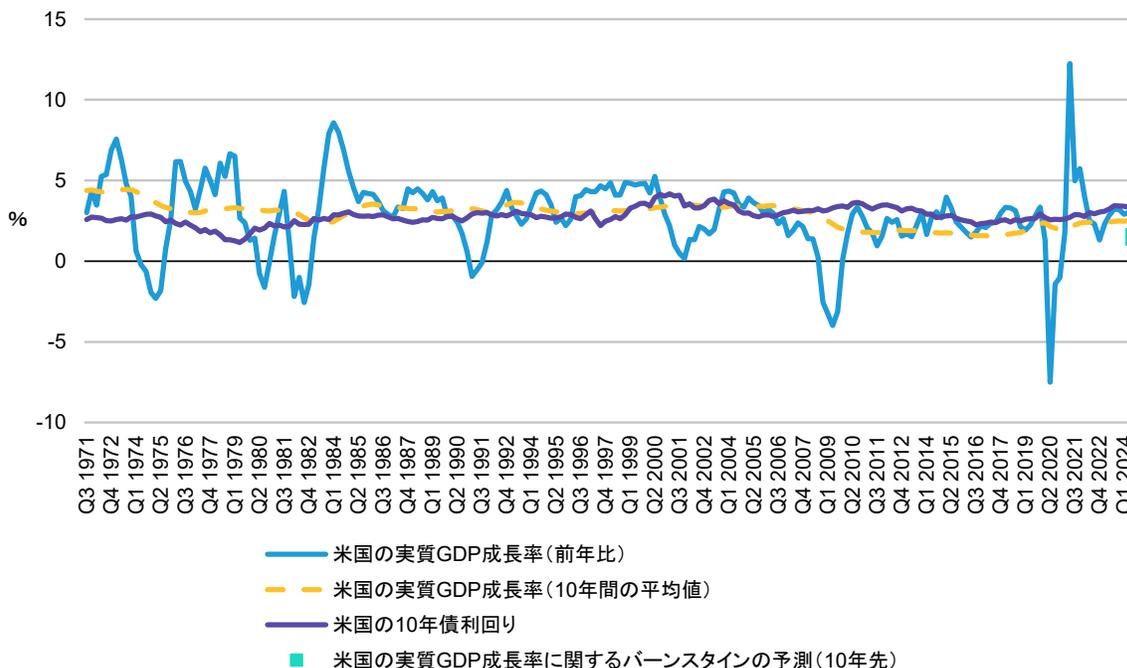
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年10月31日現在

出所:ブルームバーグ、AB

TIPSの利回りはどの水準が魅力的だと考えるべきなのだろうか？1つの出発点として、TIPSの利回りを実質成長率のトレンドと関連付けることが考えられる。米国におけるTIPSの歴史の中で、これらの投資の利回りはほぼ全期間にわたって実質国内総生産(GDP)成長率を下回ってきた。唯一の例外は、景気後退期の短期間だけだった。トランプ政権下で拡張的な政策に転じるとみられることで、戦術的な見通しは改善するものの、人口動態、脱グローバル化、気候変動のすべてが、戦略的な視点で見れば成長率が低下トレンドをたどることを示唆している。長期的な成長トレンドが低下するとの見方に基づけば、現在の高いTIPS利回りは特異な水準に見えるため、魅力的な投資機会となる。

図表 15: 成長トレンドと比較すれば、TIPS の利回りは魅力的に見える



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。

2024年9月30日現在

出所: トムソン・ロイター・データストリーム、AB

TIPS の利回りは、経済成長と直接比例するわけではない。TIPS の利回りには、長期的な潜在成長率に貯蓄需要の純増減とターム・プレミアムを加味した要因が反映される。通常、モデルでは名目債に対する TIPS 市場の相対的な規模を考慮した流動性プレミアムも上乗せされるが、公的債務が高水準に達している中でそれがどの程度持続するのかについては疑問が残る。TIPS の利回りをこのように分解して考えれば、TIPS を有望視するのにどんな問題があるのだろうか、といった疑問が生じる。主なりスクは、ターム・プレミアムまたはソプリン・リスクがより積極的に価格に織り込まれることだ。実際、米大統領選挙の 1 カ月前に、TIPS の利回り上昇はターム・プレミアムが価格に織り込まれる動きが始まったことなのかと顧客から尋ねられた。

ターム・プレミアムはより積極的に価格に織り込まれるべきだと AB は考えている。次ページの図表 16 が示すように、コロナ禍以降、ターム・プレミアムの推定値はやや上昇トレンドをたどっている。しかし、ターム・プレミアムが変化するタイミングを予測するのはどんな場面でも非常に難しい。しかも、G7 諸国は債務問題に対処する上で、債務不履行に陥るよりも、インフレを通じて債務を軽減しようとする可能性の方がはるかに高い。そのため、満期まで資産を保有できる投資家にとっては、それはさほど懸念すべき問題ではない。

図表 16: 米国の 10 年物ターム・プレミアムの推定値



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

注: ターム・プレミアムの推定値は、トビアス・エイドリアン、リチャード K. クランプ、エマニュエル・モンク著「線形回帰によるターム構造の価格設定」(ジャーナル・オブ・フィナンシャル・エコノミクス、2013 年 10 月)に基づいて算出

2024 年 10 月 31 日現在

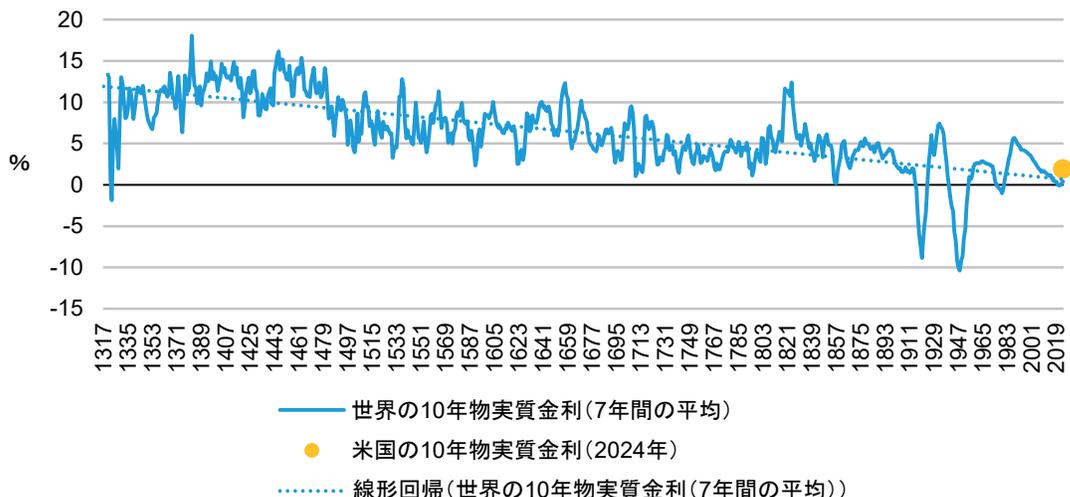
出所: ニューヨーク連邦準備銀行、AB

一方で、TIPS を有望視する見方が間違っている可能性があることも認識しておくなくてはならない。それは、大きな成長余地があるという考えだ。長期的な成長率は労働者数と生産性によって左右される。米国の生産年齢人口は引き続き増加する見込みだが、少なくとも大量の移民なしでは、過去数十年と同じペースの伸びを維持することは難しい。したがって、高成長のシナリオは、AI によって生産性が大幅に向上するという、テクノロジーに対する楽観的な見方に依存している。GDP と TIPS の関係を示した上の図表は、それが実質利回りの均衡水準を押し上げる可能性があることを示唆している。しかも、それは政府債務の問題をインフレではなく、経済成長によって解決できる可能性を示唆している。しかし、別途説明したように⁵、AI による生産性の拡大が、成長を押し下げる他の大きな要因を完全に相殺できるほど大きな効果があるかどうかは疑わしい。

過去 2 年間の実質利回りの変動は、投資家に立ち止まって考える理由を与えたようだ。だが、名目債とインフレ連動債の相対的な関係を踏まえれば、低成長・高インフレの環境においては、後者が望ましいと強く考えている。また、戦略的な視点で見れば、実質利回りは長期的に低下トレンドをたどる強い傾向があることも指摘しておきたい(次ページの図表 17)。

⁵ イニゴ・フレイザー・ジェンキンス(他4名)による『ポスト・グローバルの世界に関する仮説』(AB、2024年5月)をご参照ください。

図表 17: 700 年にわたる世界の実質金利



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。

2018年までは、実質金利は世界のユニバースで表示。2018～2024年は米国の10年物実質金利

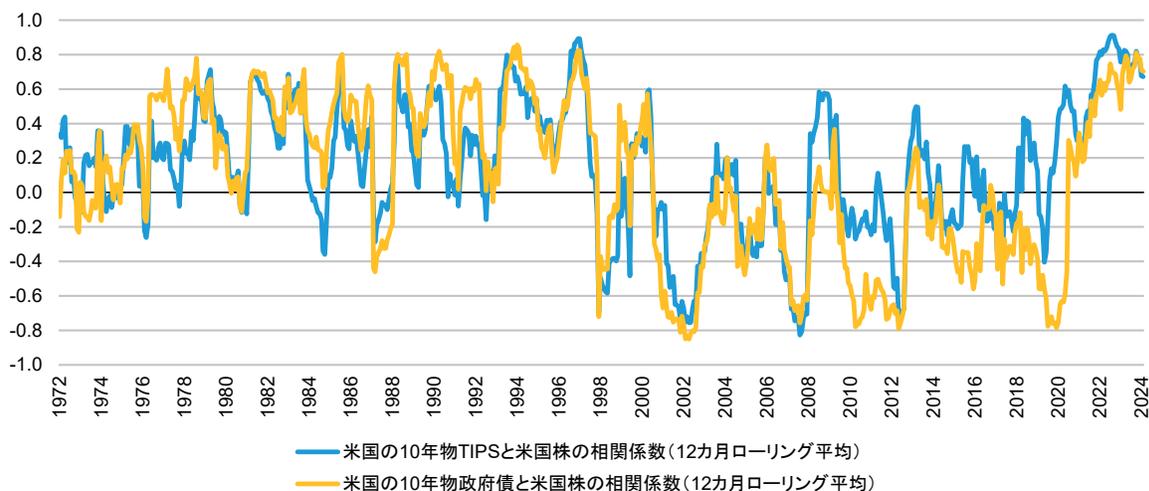
2024年11月18日現在

出所: Schmelzing (2019年)、<https://www.bankofengland.co.uk/working-paper/2020/eight-centuries-of-global-real-interest-rates-r-g-and-the-suprasecular-decline-1311-2018>、AB

TIPS が役立つ分野の一つは、株式リスクに対する分散である。ポートフォリオを構築するうえで重要な課題の一つは、インフレの水準とボラティリティが高まる環境において株式リスクを分散できる資産を見つけ出す必要があることだと AB は考えている。そうした環境では名目債は有効な分散投資対象とはならないが、インフレ連動債も役立つことが判明している(図表 18)。そのため、AB は別の資産を検討することにした。

図表 18: TIPS も名目債も株式リターンを分散する効果はない模様

米国の TIPS 及び政府債と株式の相関



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

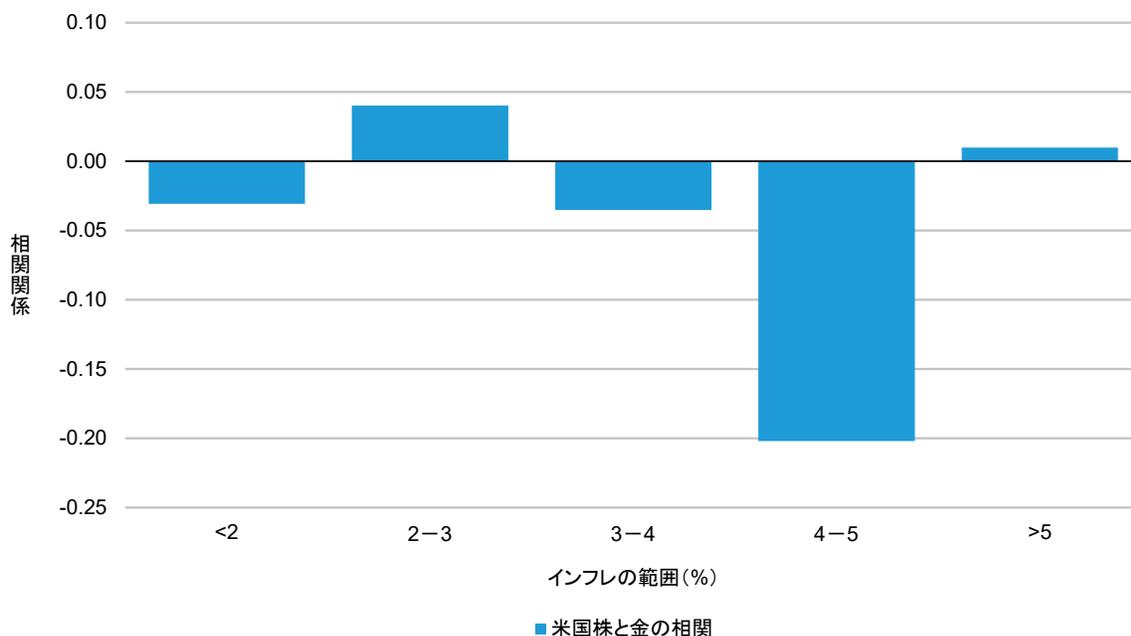
2024年10月31日現在

出所: データストリーム、AB

金

株式へのエクスポージャーを分散させる必要があることが、AB が戦略的に金を引き続きオーバーウェイトとしている大きな理由である。確かに、金と株式はどちらも過去 1 年間に力強く上昇した。しかし、金の大きな魅力は、長期的に見れば株式との相関関係がゼロに近く、インフレがどんな水準にあってもその関係が変わらないことだ。債券(名目金利)にはそうした傾向はみられない(図表 19)。

図表 19: 異なるインフレ環境下における金と株式の相関



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。

注: 図表はインフレの範囲別の 1969 年から 2024 年 10 月までの 12 カ月ローリング相関を示しています。

出所: データストリーム、グローバル・フィナンシャル・データ、AB

確かに、金のリターン見通しは高くない。過去 170 年間の実質リターンは年率 0.2% で、ほとんどゼロと言っていい。しかし、ポートフォリオにおける金の役割はリターンそのものよりも、分散効果にあると AB は考えている。実際のところ、金はインカム収入を生まず、ごく限られている産業用途以外にはほとんど必要とされておらず、社会的な合意によってのみ価値が認められている資産であることを考えれば、リターンがゼロに近いのは当然と言える。

2024 年は金が非常に力強く上昇し、世界の株式を上回るパフォーマンスを見せたことは、投資家を不安にさせるかもしれない。それに対する AB の主な答えは、金を購入する理由は分散投資で、短期的なリターンを得るためではないということだ。2 つ目の理由としては、今はほとんどの資産が割高だということが挙げられる。金は値付けできないというのは有名な台詞だが、他の(ほぼ)すべての資産は評価できる。シラーPE と現在の 10 年債利回りを過去の水準に照らして考慮すれば、金は今後 10 年間に 60/40 型のポートフォリオをアウトパフォームすると予想される(次ページの図表 20)。株式に関する AB の見通しに沿って考えれば、シラーPE レシオが完全に平均回帰する可能性は低いと思われるが、しかし、株式のバリュエーションを無視し、債券利回りのみに基づいて予測した場合でも、金は 60/40 ポートフォリオと同水準のパフォーマンスを示すと考えている(次ページの図表 20 の最下段)。

図表 20: 金 対 60/40: 株式バリュエーションと債券利回りに基づく平均(年率換算)リターン

金：60/40 (10年間のリターン)

	←					平均	
	低	2	3	4	高		
シラーPEが割安	1			-3.2	-5.2	-15.7	-12.3
	2	-6.1	-5.5	4.0	-11.9	-16.7	-8.2
	3	-6.1	-0.3	-8.0	-12.1	-16.0	-6.6
	4		1.9	-4.8			0.5
	5		10.7	6.4			8.1
シラーPEが割高							
平均	-6.1	3.1	-0.1	-9.8	-15.9		

起点となる債券利回りが低ければ金はあまりリターンを押し下げる要因とはならない

起点となる株式バリュエーションが高ければ金はリターンを押し上げる

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。

データは 1972 年 1 月から 2020 年 4 月 30 日まで

出所: ロバート・シラー氏のデータベース、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

金相場を支えるもう 1 つの要因は、中央銀行による購入だ。その背景には、米国ドルを「武器」として利用しようとする動きが戦略的に自分たちの害になると考える国々が、米ドル離れを試みていることがある。もっとも、米ドル離れの試みが早期に成功するとは考えにくい。なぜなら、中国が人民元を完全な交換可能通貨とすることに消極的だとみられるほか、代替通貨として利用できるほど大量の金は存在しないからだ。それでも、戦略上の必要性から、中央銀行は引き続き金の重要な買い手となる可能性が高い。中央銀行による購入の影響は、図表 21 におそらく最も明確に示されている。図表 21 は、実質利回りとの間に通常見られる負の相関関係が崩れたことを示しており、それはロシアによるウクライナ侵攻を受け、米国がドルへのアクセスを制限した時期と一致している。

図表 21: 米ドルへのアクセスを「武器」として利用する動きが、金と実質金利の相関関係を変えた



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。

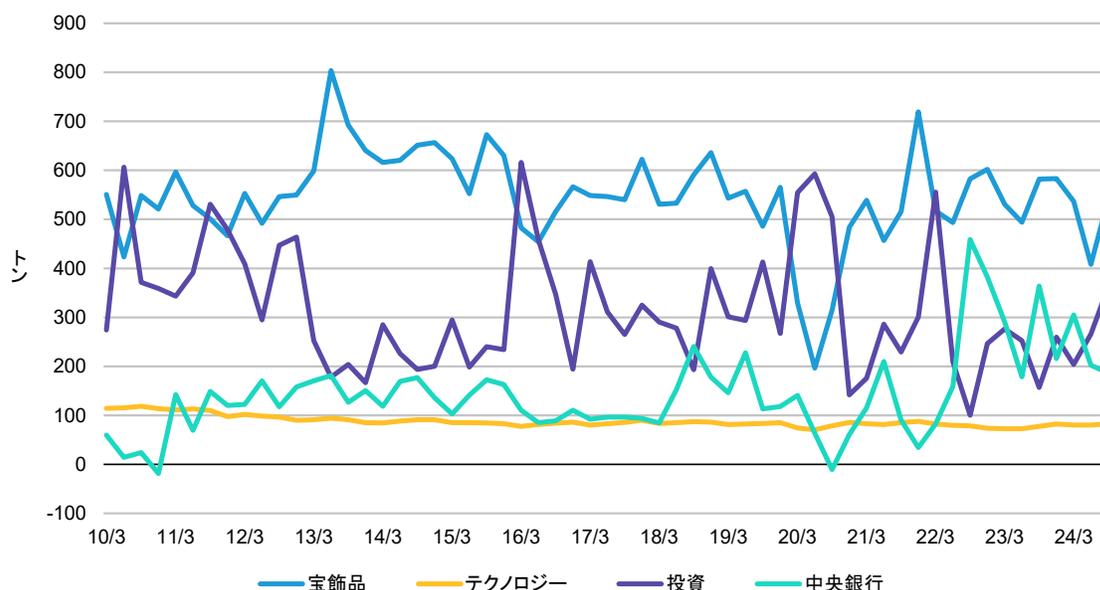
2024 年 11 月 18 日現在

出所: トムソン・ロイター・データストリーム、AB

2022年9月には、金購入全体に占める中央銀行による購入の比率が、過去20年間で最高に達した。その後2年間は比率が低下したが、その一因は、金価格の著しい高騰を受け、金を購入する投資家層が拡大したからだ(図表22)。中央銀行による金購入は今後も持続する見通しで、FRBによるさらなる利下げを受けて実質利回りが低下すれば、金を買い入れる投資家にとって戦術的な「おまけ」となる。

それらを総合的に考えれば、TIPSと金は、投資家にとって最も「リスク・フリー」に近い資産となる。この言葉を使うことにもためらいがある。なぜなら、それは投資に関する意思決定を単純化しようとする最近の傾向に、希望的観測が重なったものと思われるからだ。ABは以前、「リスク・フリー資産」などは存在しない理由について説明したことがある。⁶

図表 22: 金の需要源の比率



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。

2024年9月30日現在

出所: ワールド・ゴールド・カウンシル、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

戦略的な保有資産としての暗号資産

金需要の拡大、ターム・プレミアムの上昇リスク、不換通貨の不確実性など、機関投資家にとって、それが暗号資産など、他のゼロ・デュレーションの不換資産の保有を拡大すべき十分な需要を生み出すのかという疑問が生じる。ABはそうなると考えている。

ABは暗号資産、特にビットコインとイーサリアムについて、SAAにおける戦略的なオーバーウェイト・ポジションに引き上げている。もっとも、「オーバーウェイト」と言っても、暗号資産は機関投資家が使用するベンチマークに(まだ)含まれていない。したがって、ABの見解は、ゼロではない戦略的ウェイトが必要だということを意味する。

機関投資家による暗号資産の保有に関するABの見方は変化している。コロナ禍以前は、資産配分において暗号資産の果たすべき役割はないと考えていた。しかし、コロナ禍の期間に中央銀行のバランスシートが膨らみ、財政支出も拡大されたことから、暗号資産は検討に値する資産であるという考えに大きく転換した⁷。さらに最近になって、暗号資産は通貨の減価リスクを分散する手段の一つとして特定の役割を果たし得ると考えるようになった。しかし、規制に関する不透明感、個人投資家の高い取

⁶ イニゴ・フレイザー・ジェンキンス他著『Global Quantitative Strategy: The End of Pax Americana』(AB、2019年1月、英語)をご参照下さい。

⁷ イニゴ・フレイザー・ジェンキンス他著『Portfolio Strategy: Cryptocurrencies in asset allocation – I have changed my mind!』(AB、2020年11月30日、英語)をご参照ください。

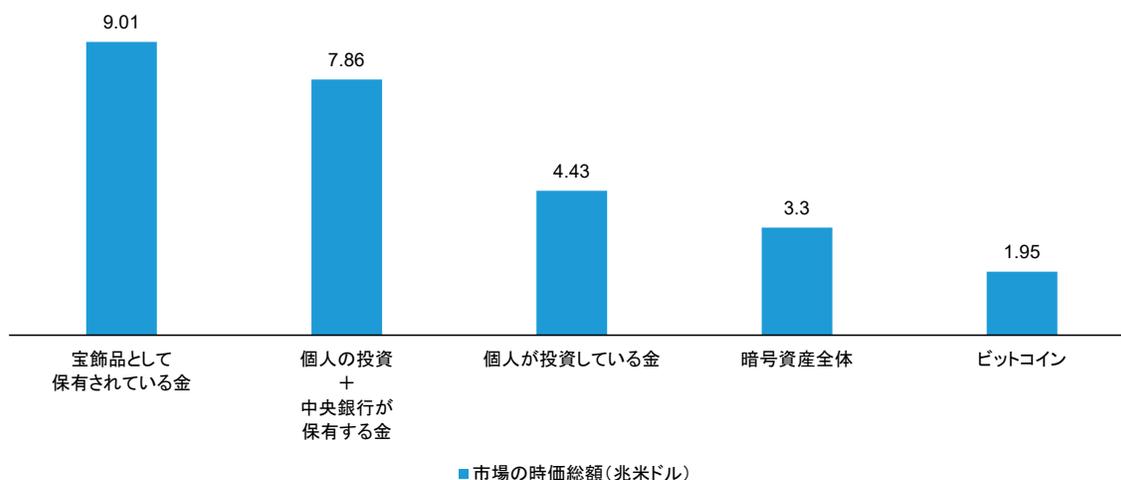
引シェア、ボラティリティの高さにより、その役割がはっきりするのは、規制がもっと明確になってからだと考えている⁸。トランプ氏が大統領選で勝利を取ったことで、その考えは2つの点から見直しが行われている。第一に、財政の持続可能性と、それがインフレ率を押し上げる可能性があることが重要性を増している。第二に、選挙運動を通じてトランプ氏が暗号通貨に友好的な姿勢を示していたことを踏まえると、規制が明確になる時期が早まる可能性が出てきた。

トランプ氏が選挙期間中にデジタル資産の愛好家を取り込み、業界に有利な一連の改革を約束したことから、2期目のトランプ政権は暗号資産を明確に支援する初の政権となる見通しだ。連邦議会では、暗号通貨を支援する議員が主要な委員会を率いるポストに登用されそうだ。それらを総合的に考えると、暗号資産業界の最大の要望に沿った形でさまざまな金融規制が改正されることはほぼ間違いないと思われる。

業界の要望リストには、暗号通貨が消費者や金融システムにもたらす潜在的なリスクの抑制に重点を置いてきた規制当局が、暗号資産の正当性を高めるために独自の道を切り開くことが可能になるような立法措置が含まれている。業界の主な目標は、この問題に関する証券取引委員会の影響力を変えることにある。

ABは、暗号資産の価値を評価するのは不可能だと考えている。また、投資の根拠として暗号資産の価値を評価できるという主張に対しては、依然としてかなり懐疑的な見方をしている。だが、暗号資産の価値を評価することはできなくとも、それを測定することはできる。図表23は、投資のため保有されている金と、暗号資産全体の規模を比較したものだ。一方が他方よりも大きくなくてはならない理由はない(これは延々と議論できるテーマだ!)。ABは単に、デレションがゼロの非不換資産に対する需要が高まる一方で供給が限られているため、両者の価値が連動して上昇するはずだと指摘しているに過ぎない。現在の価格に基づけば、中央銀行の保有分を考慮する以前でも、すべての暗号資産の時価総額は、個人が投資のため保有している金の価値よりも1兆米ドル少ない。

図表 23: 金と暗号資産の相対的な市場規模



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: 金のデータは 2023 年末時点で保有されている金の価値及び最新の金価格を使用

2024 年 11 月 21 日現在

出所: トムソン・ロイター・データストリーム、ワールド・ゴールド・カウンシル、www.coinmarketcap.com、AB

ビットコインは過去 12 カ月に 120%、米大統領選挙後には 34% 上昇しており、超短期的な戦術的エクスポージャーについては当然ながら懸念せざるを得ない。特に、暗号資産に有効な評価基準はないという AB の考えを踏まえれば、なおのこと心配になる。しかし、世界の資産オーナーのポートフォリオに占める暗号資産の組み入れ比率はごくわずかにすぎないため、暗号資産を明確にオーバーウェイトとするのは妥当だと感じている。今、声を大にして叫べば、今後数年のうちに暗号資産への資産配分が始まるかもしれない。

暗号資産に関する懸念のひとつは、ビットコインのようなコインは供給が限られていることがよく知られているものの、新たなコインは簡単に作成できることだ。そのため、暗号資産全体としての供給量には限界がなく、長期的な価値に関する懸念が生じてい

⁸ 『A Painful Epiphany』(AB、英語)の第9章「ポートフォリオにおけるデジタル資産の役割」をご参照ください。

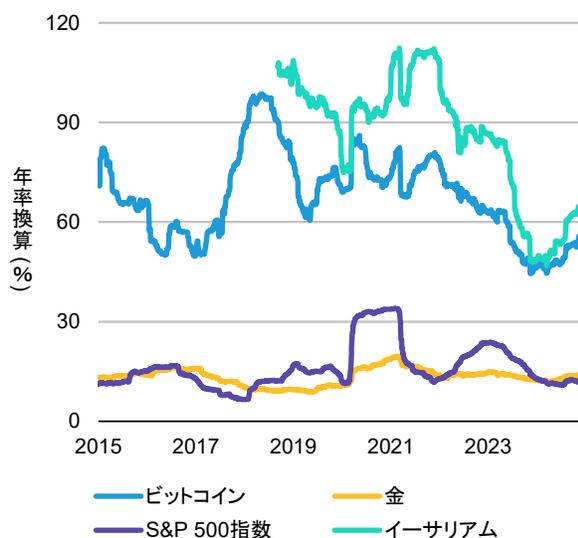
る。こうした懸念は AB の耳にも届いているが、実際には、機関投資家のポートフォリオへの組み入れが検討されるコインはごくわずかしかないため、実質的には供給量は限られていると AB は考えている。そのため、AB はビットコインとイーサリアムに焦点を当て、それらをオーバーウェイトとしている。ビットコインは時価総額が約 2 兆米ドルと、圧倒的に規模が大きな暗号資産で、基盤が最もしっかり確立されている。イーサリアムは時価総額が 4,000 億米ドルを超える暗号資産で、ビットコインに次ぐ規模を持っている。また、イーサリアムはトークン化された実物資産の開発に用いられる主なブロックチェーンとなる可能性が高い。これについては本稿では取り上げないが、投資すべき強い根拠が別にある。

イーサリアムは 2022 年 9 月にプルーフ・オブ・ワーク方式からプルーフ・オブ・ステーク方式に移行し、直接的な電力消費量と炭素排出量がほぼ 100%削減された。そのため、ビットコインの電力消費量の多さを懸念する投資家にとっては、イーサリアムの方が魅力的な投資対象となる可能性がある。しかし、電力消費量に関する懸念は、単にパッシブな S&P 指数に投資している投資家には当てはまりそうにない。S&P 指数は 2024 年、AI の将来性に対する期待感から上昇しているが、AI による今後 2 年間の電力需要は日本の総電力消費量に匹敵する見通しで、その意味で言えば、投資家がビットコインの電力消費量を問題視するのは、やや偽善的であるように見える。

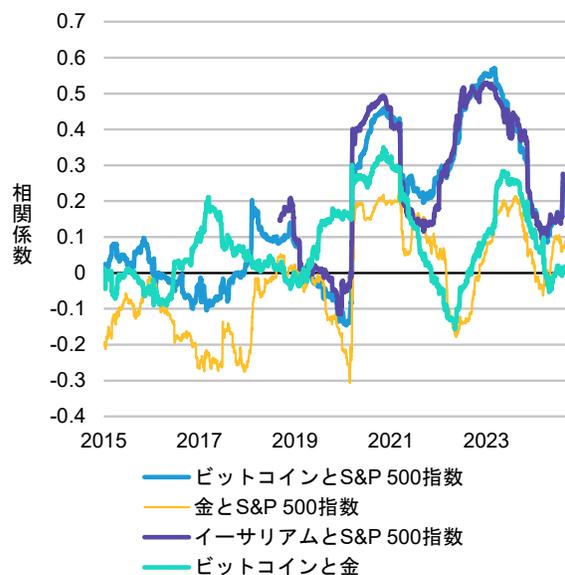
ビットコインやイーサリアムをポートフォリオに組み入れる際の問題は、ボラティリティの高さや、リスク資産との相関関係が不明瞭なことだ。規制が明確になり、機関投資家による投資が拡大するのに伴い、ボラティリティは低下傾向が続くと予想される。過去 12 カ月におけるビットコインの年率換算した日次価格変動の標準偏差は 55%だった(図表 24)。それに対し、過去 10 年間の金の日次リターンの年率換算ボラティリティは平均 14%未満だった。それはビットコインのボラティリティの最低水準になるとみられるが、中～長期的には、この水準を大きく上回るボラティリティが続くと考えられる。

暗号資産と他の資産との相関関係はさらに複雑だ。暗号資産は明らかに主に景気循環との連動性が高い資産と同じような動きを示し、コロナ禍に見舞われた時期には株式との相関関係がかなり高かった(図表 25)。最近では、株式との相関関係が低下する一方で、金との相関関係が高まる一時的な兆しが現れている。

図表 24: 暗号資産、金、株式の 12 カ月ローリング・ボラティリティ



図表 25: 暗号資産、金、株式の 12 カ月ローリング相関



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024 年 11 月 19 日現在

出所: トムソン・ロイター・データストリーム、AB

過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024 年 11 月 19 日現在

出所: トムソン・ロイター・データストリーム、AB

本項の要点は、AB は株式を戦略的にオーバーウェイトとしているということだ。そのポートフォリオでは、TIPS、金、暗号資産はそれぞれ若干異なるものの、補完的な役割を果たしている。TIPS は魅力的な実質利回りを提供し、国債の保有資産の一部となっている。それに加え、デフレーションがゼロの資産(金と暗号資産)と、株式との相関関係がまったくない状態で安定している資産(金)を保有する必要がある。

5. プライベート資産へのエクスポージャーは拡大する…だが、一律ではない

公開資産と非公開資産(プライベート資産)の適切なアロケーションや、プライベート資産の枠内におけるアロケーションは、2025 年も引き続き大きな議論の的になると予想される。AB は長い間、大半の投資家にとってプライベート資産への全般的なエクスポージャーを引き上げることが望ましいと考えており、その見方に変わりはない。しかし、プライベート・エクイティについては依然として懐疑的にみており、そのリターンは期待を裏切るだろうと考えている。そのため、プライベート資産に流入する限られた資金は、プライベート・エクイティ以外の分野に振り向けることになる。

プライベート資産へのエクスポージャーが今後も拡大すると考える主な理由は、アセットオーナーにとって、実質的なリターンと分散投資の魅力的なトレードオフを見つけ出す必要があるからだ。AB は、低頻度でしか評価されない価格が分散投資を構成する要因とはならないことを明確に認識している。むしろ、プライベート資産の分散投資は、公開市場では得られないリターン源泉を見つけ出す能力から生まれる。しかも、現代の経済では、成長資金の調達はますますプライベート資本への依存度を高めている。公開されている株式数は絶対ベースで縮小しており(たとえ株価が上昇しても)、クレジットの供給全体に占める銀行融資のシェアも低下している。個人投資家がそれに対応する必要はないが、アセットオーナー全体としては、資本調達方法の変化に合わせてアロケーションも変更されていきそうだ。

プライベート資産へのアロケーションにとって真の限界となるのは流動性だと AB は考えている。もちろん投資家ごとに異なる。しかし、量的緩和(QE)から量的引き締め(QT)への移行を目指す動きが続いていることや(利下げを継続する場合、2025 年上半期に終了予定)、投資家のポートフォリオの流動性が低下している様子、及び公開市場の流動性が一段と脆弱になっているという市場におけるマイクロ構造の変化は、いずれも流動性の必要性が高まっていることを示している。

図表 26: プライベート資産の長所と短所

プライベート資産へのアロケーションを拡大する必要性	プライベート市場へのアロケーションを制限する要因
<p><u>需要(投資家から)</u></p> <ul style="list-style-type: none"> 公開市場の名目リターンが低下する見通し 分散投資の必要性 インフレから資産を守る必要性 公開市場にはないセクターへのエクスポージャー アクティブなリターン源泉を得る必要性 <p><u>供給</u></p> <ul style="list-style-type: none"> 市場に上場する若い成長企業の乏しさ 自社株買いで公開市場の株式数が縮小 伝統的な与信機関(銀行等)の減少 プライベート資本の柔軟性が高まっているという借り手の認識 	<ul style="list-style-type: none"> 分母効果: 現在は多くのファンドが目標に対してプライベート資産をオーバーウェイトとしている 流動性に対する懸念の高まり: <ul style="list-style-type: none"> QE から QT(2025 年上半期に終了予定) アセットオーナーのポートフォリオの流動性が低下 公開市場における流動性のぜい弱性の高まり 手数料: プライベート市場は今や、手数料予算に占めるシェアが最大となっている

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。

出所: AB

プライベート・エクイティについては、プライベート・エクイティが登場して以来約 20 年の歴史と比べ、バイアウト倍率の高さや債務コストの上昇が将来のリターンに与える影響を踏まえ、引き続きネガティブな見方をしている。⁹ そのため、限界的な資金フローは、プライベート資産の他の分野に多く流入すると予想している。

しかし、もっともな懸念要因もある。過去 6 カ月に行った顧客とのミーティングでは、プライベート資産に投資している投資家の大半がこの分野への投資を積み増す意向を示した一方で、懐疑的な見方も増えており、そうした懸念も無視できない。だが、これ

⁹ イニゴ・フレイザー・ジェンキンスとマシュー・バスによる『戦略的資産配分におけるプライベート資産の役割: マクロ的視点からの考察』(AB、2023年4月)をご参照ください。

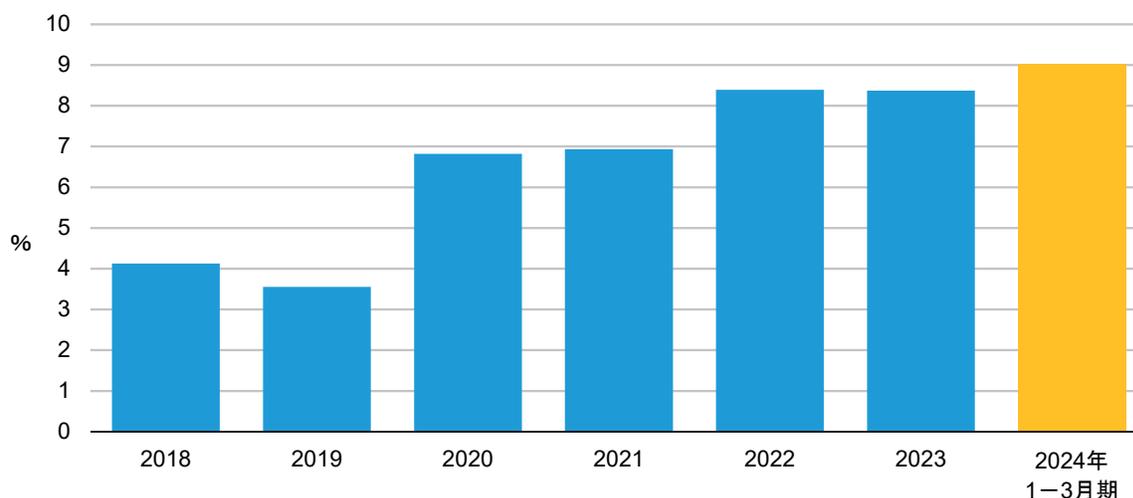
は選択肢が限られているアロケーション全体の視点で考える必要がある。AB は過去 1 年にわたり、投資家が得られる実質リターンや分散効果の範囲が過去数十年に比べ縮小していることを、リサーチの中心的なテーマとしてきた。

基本的には、それはポートフォリオのボラティリティとして測定されるリスクと購買力が失われるリスクとの間に緊張関係が存在することを示している。後者がもたらすより大きな問題を先送りするためには、ボラティリティを通じて測定されるリスクを引き上げる必要があるかもしれない。本当に重要な問題は、投資家がそのためにどんなリスクを取りたいと考えるかということだ。株式リスクや非流動性リスクの引き上げ、アクティブなエクスポージャーなどは、いずれもその答えとなり得る。

プライベート・クレジットに関する潜在的な懸念は、ミーティングで耳にする具体的な懸念事項の一つだ。プライベート・クレジットへの資金流入はここ数年、著しく拡大している。その結果、投資家と借手との交渉力に偏りが生じている模様だ。この偏りは、実現可能な利回りや証券の条件の質に表れる可能性がある。しかし、プライベート・エクイティとは異なり、少なくとも事前に非流動性プレミアムを確認し、それが魅力的かどうかを評価することができる。

もう一つの懸念要因は、現金ではなく現物での支払いが増えていることである。国際通貨基金(IMF)が最近公表したところによると、上場プライベート・エクイティ・ファンドの全収入の 9%が現物で支払われており、その比率は 2019 年の 4%から上昇している。

図表 27: 米国 BDC (ビジネス・ディベロップメント・カンパニー) の金利や配当収入に占める現物収入の割合



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。

2024年3月30日現在

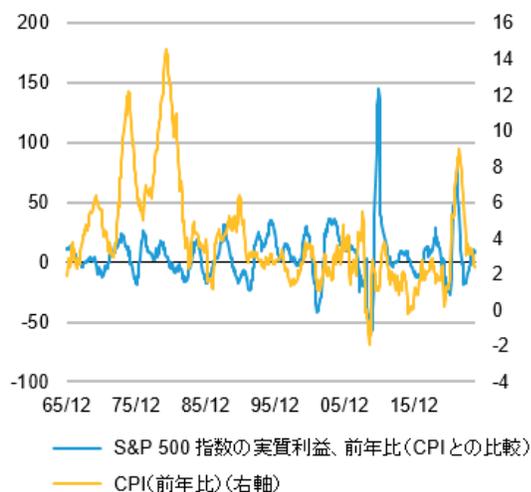
出所: IMF、AB

高インフレへの対応策となり得る資産クラスとしてのプライベート・クレジットの大きな魅力である変動金利という特性は、金利が低下するのに伴い、利回り面の魅力が低下することを意味する。これらすべての面において、この資産クラスは 18-24 カ月前に比べ、絶対ベースの魅力が低下している可能性がある。それでも、他の選択肢と比較すれば魅力的であり、他のアロケーションと並行して活用するのに適していると思われる。そのため、AB はプライベート・クレジットをオーバーウェイトとするよう執筆時点では推奨している。

最後に、シャドーバンクの台頭というマクロ的な懸念が生じる可能性についても指摘しておきたい。規制当局は、問題がどこに潜んでいるのか明確に把握できないことを懸念している。それは金融システムにおけるシステムック・リスクの所在が変化したことを意味している。確かに、それは潜在的な懸念事項で、規制当局がその透明性を高める方法について検討することは間違いない。しかし、理論的には、この変化はポジティブな効果をもたらす可能性があり、少なくとも好ましいものだ。レバレッジを活用していない長い時間軸を持つ年金プランがこのリスクを取るのには、レバレッジを取り入れ、景気循環にさらされやすい上場している銀行が取っているリスクと比較すれば、改善と言えるかもしれない。

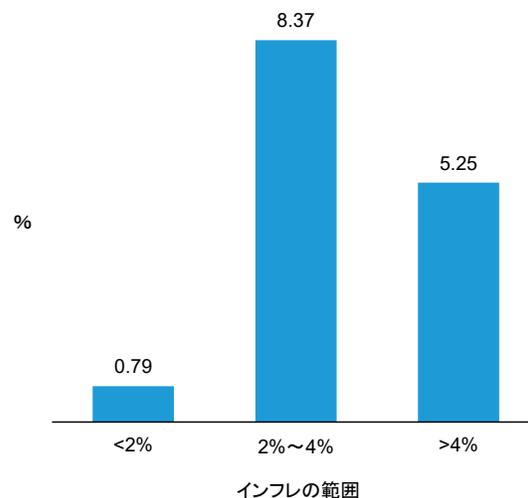
付表

図表 28: 総利益とインフレ率の実質伸び率



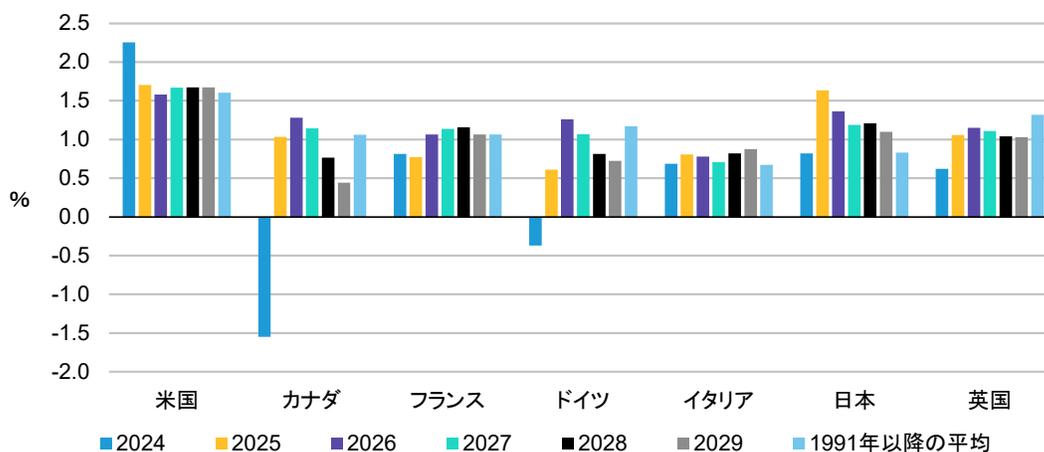
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
データは 1964 年 12 月 31 日から 2024 年 10 月 30 日まで
出所: ファクトセット、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

図表 29: インフレの範囲別の総利益の平均実質伸び率



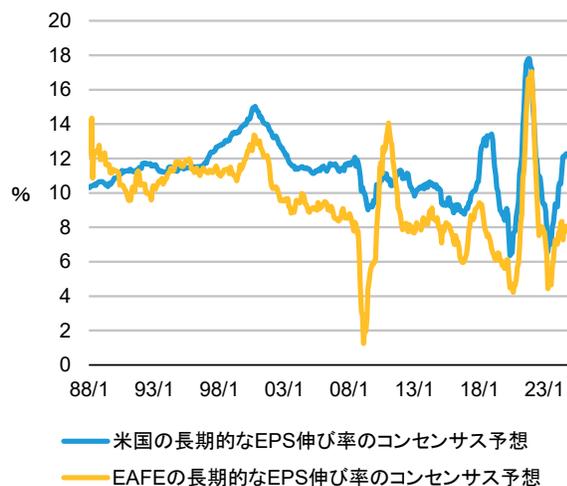
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
データは 1964 年 12 月 31 日から 2024 年 10 月 30 日まで
出所: ファクトセット、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

図表 30: ファンダメンタルズ: GDP 成長率見通し
IMF による GDP 成長率予測



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
2024 年 10 月 30 日現在
出所: IMF、AB

図表 31: 長期的な EPS 伸び率のコンセンサス予想

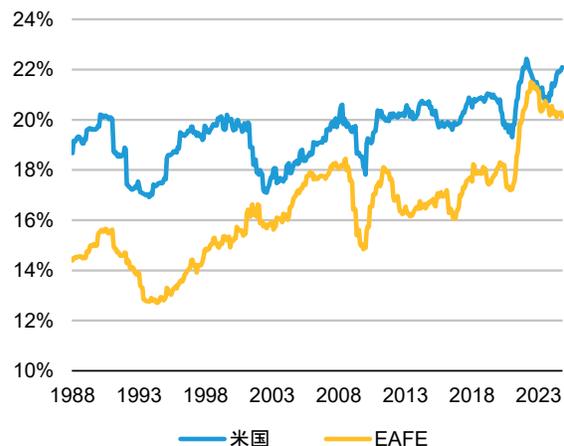


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年10月31日現在

出所: ファクトセット、AB

図表 32: EBITDA 利益率

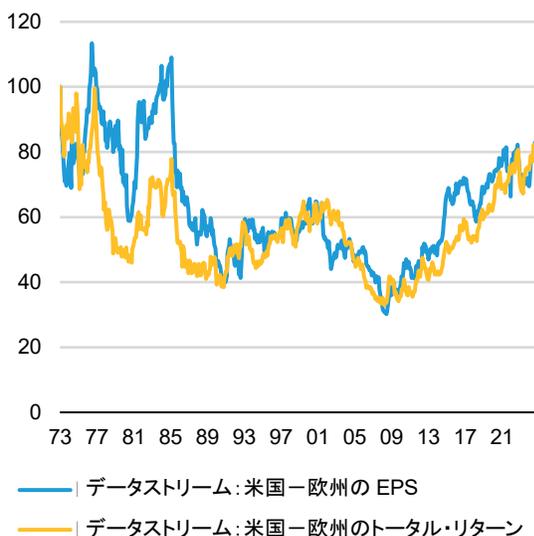


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年10月31日現在

出所: ファクトセット、AB

図表 33: 米国と欧州の相対的な増益率及びリターン (米ドル)



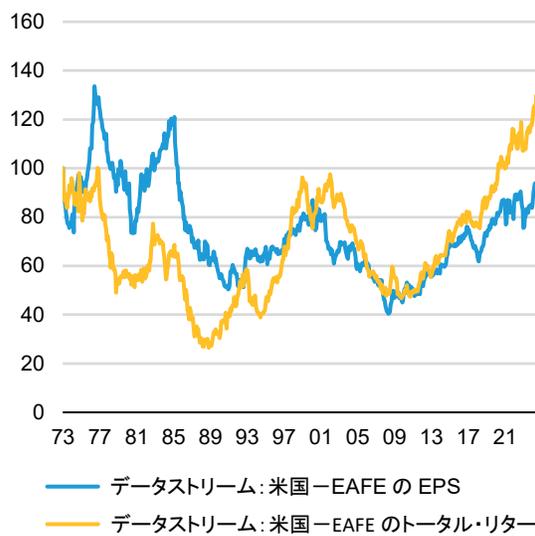
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

相対的な EPS 伸び率と相対的なトータル・リターン

2024年10月30日現在

出所: トムソン・ロイター・データストリーム、AB

図表 34: 米国と EAFE の相対的な増益率及びリターン (米ドル)



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。

相対的な EPS 伸び率と相対的なトータル・リターン

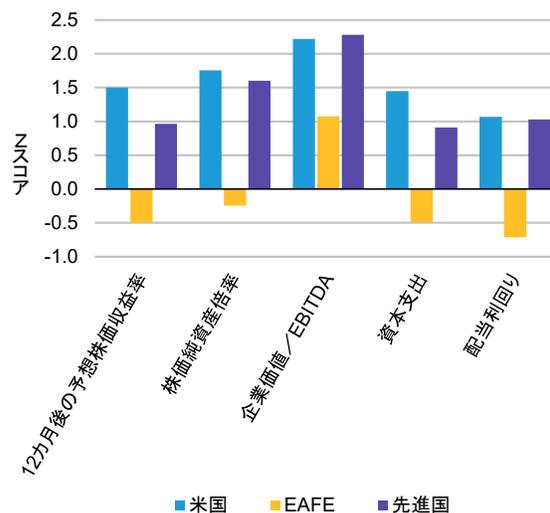
2024年10月30日現在

出所: トムソン・ロイター・データストリーム、AB

図表 35: 現在のバリュエーション
(過去の平均値との対比)

Z-スコア	米国	EAFE	先進国
12カ月後の予想 株価収益率	1.50	-0.50	0.96
株価純資産倍率	1.75	-0.24	1.60
企業価値/EBITDA	2.22	1.07	2.28
資本支出	1.45	-0.50	0.91
配当利回り	1.07	-0.71	1.03

図表 36: 現在のバリュエーション
(過去の平均値との対比)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年10月31日現在

出所: ファクトセット、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

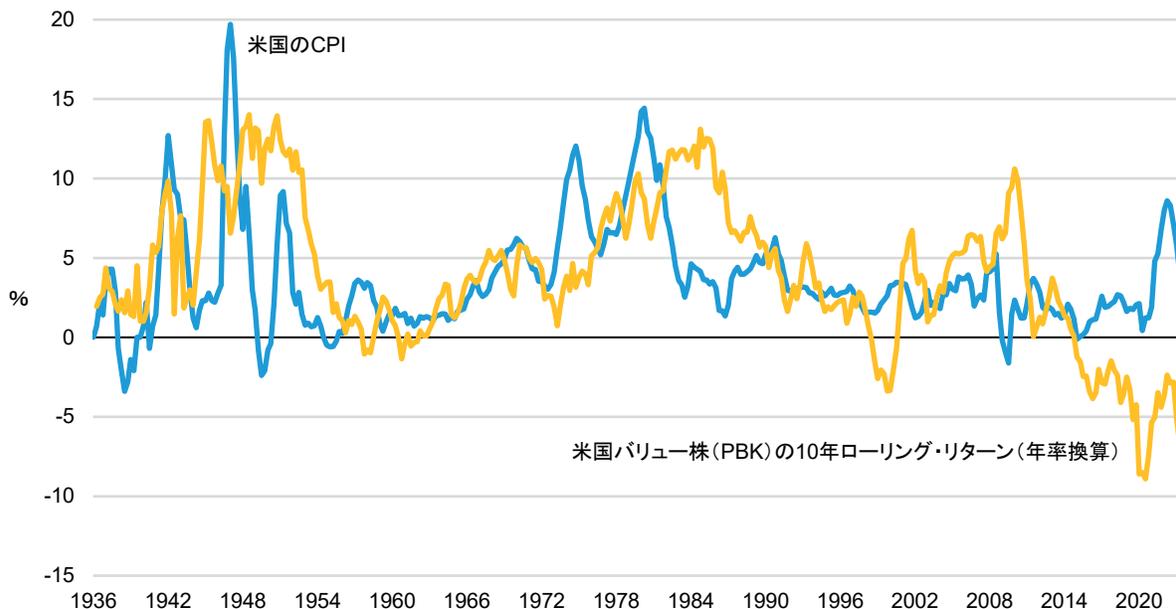
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年10月31日現在

出所: ファクトセット、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

図表 37: インフレ率とバリュー株の90年間: なくなったのはインフレだけか?

米国の消費者物価上昇率とバリュー株のリターン



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。

この図表は、株価純資産倍率が最も低い20%の銘柄と最も高い20%の銘柄を用いて、ケン・フレンチ氏のバリュー・ファクター・ポートフォリオの10年間のローリング・リターンを示しています。インフレ率は米国のCPI指数の変化。

データは1936年1月1日から2024年3月31日まで

出所: ケネス・フレンチ氏のデータ・ライブラリー、トムソン・ロイター・データストリーム、AB

図表 38: EAFE の高配当利回りファクターのバリュエーション



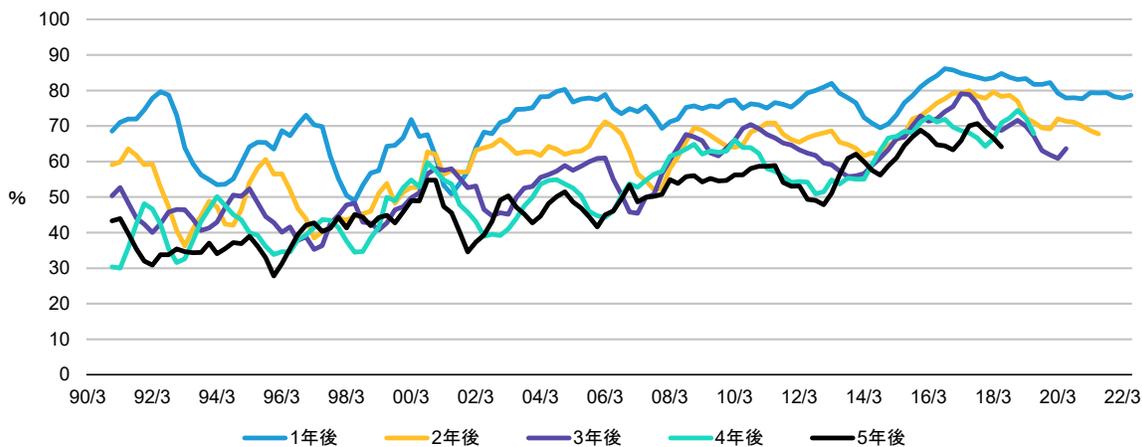
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2024年10月31日現在

出所: トムソン・ロイター・データストリーム、AB

図表 39: 収益性の高い米企業は長期間それを維持している

株主資本利益率が高い上位 10%の米国株のうち、1~5年後も上位 20%に入っている銘柄の割合



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。

1990年以降の各四半期において、MSCI USA 指数の株式を株主資本利益率の 10 分位(セクター内)ごとにグループ分けし、特定の時点において上位 10%に入っている銘柄が、その後の 1~5 年後に上位 20%に入っている割合を算出。四半期ごとの数字は 4 四半期で平準化。

データは 1990年1月1日から 2023年6月30日まで

出所: ファクトセット、MSCI、AB

当資料は、2024年12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、全て投資者の皆様へ帰属します。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】一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／一般社団法人第二種金融商品取引業協会