



ALLIANCEBERNSTEIN®

2025年3月

「トランプ・トレード」の巻き戻しは、 短期的なものなのか？

「トランプ・トレード」の巻き戻し、ボラティリティの急上昇、米国株に対する欧州株のアウトパフォーマンスは、それが短期的な変化なのか、それとも長期にわたる弱気相場の始まりなのかといった議論を巻き起こしている。

アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は市場で起きている変化について、戦略的(長期的)なものではなく、戦術的(短期的)なものだと考えている。なぜなら、今の動きは、主に異例なほど高まったコンセンサスが巻き戻されている状況であるからだ。それらには、欧州株よりも米国株を好む傾向や、成長株や超大型株への投資の集中などが挙げられる。そうした動きに乗じて流入した資金は前例のないほど多額に上り、今後さらにリバランスが進む可能性があることを示唆している。しかし、これが深く根付いた力によって推進されてきた戦略的な米国例外主義の終焉を意味するものであるとは考えていない。

投資家はおそらくボラティリティを甘く見ていたもようで、バリュエーションの高さや、市場の集中度、政策を巡る極めて高い不透明感を踏まえれば、高ボラティリティが持続すると考えてポジションを構築する必要がある。加えて、米国企業の短期的な収益見通しも大幅に低下している。それにもかかわらず、ABは2025年の株式リターンについて明るい見方を維持することが適切だと考えている。

最近の市場の変化は戦術的なリバランスだという見方は、今起きている地政学的な変動が途方もない規模であるという認識とも一致している。

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:

ロベルタス・スタンチカス*、ハルジャスプリート・マンド**、
モーリーン・ヒューズ**

足元の「トランプ・トレード」の巻き戻しにより、投資家はこの動きがどの程度一時的なものなのか、それとも戦略的な転換を必要とする動きなのかを問い直している。トランプ・トレードを一言で言い表すことはできないが、株式市場の下落、欧州株に対する米国株のアンダーパフォーマンス、仮想通貨の下落、「マグニフィセント・セブン」のアンダーパフォーマンス、米国の金融株の低迷といった現象を総体的に見れば、それらはいずれもトランプ氏の大統領就任で恩恵を受けるとみられていた取引が逆風にさらされていることを示している（ABはこのリストに米ドルのアンダーパフォーマンスは含めていない。その理由は、トランプ氏が提案している政策が米ドルにプラスに働くかマイナスに作用するかが、全くはつきりしなかったためだ）。

足元の市場の価格調整は衝撃的で、それにはレバレッジの著しい解消も含まれている。ABはこの動きについて、リスク資産に対する恐怖感が高まったというよりも、ローテーションによるものだとみている。それは米国よりも欧州の成長見通しが明るい方向に変化したという見方に基づいている面もあるが、2025年初めに見られた米国に傾斜し、欧州に背を向ける市場心理があまりに極端だったことの反動と言えそうだ。この心理は、過去12ヵ月間に欧州から流出して米国に向かう資金が異例なほど大規模に膨らんだことに表れている。確かに、2025年2月に株価が急落した場面では金価格が上昇したが、その上昇ペースは大統領選挙以降と変わらない（しかも、金の上昇に歩調を合わせて米ドルが下落しているため、ユーロやポンド建てで見れば金は下落している）。実際、2月第1週以降、仮想通貨ETFから55億米ドルが流出する一方で、金ETFには110億米ドル以上が流入している。これはトランプ・トレードが一時的に巻き戻されていることを簡潔に示す例だ。また、年初にスプレッドがタイトな水準にあったクレジットに対するセンチメントが悪化する兆しは見られない。リスクを低減しようとする適切な動きは、これらの市場に現れると思われる。だからといって、例えば今回のようにトレンドが反転した場合にレバレッジをかけたリターンが悪化するといった痛みの度合いを軽視するわけではない。

政策策定における「情報洪水」アプローチが政治や地政学的なストーリーを根本的に変化させたことは間違いない。だが、投資の意味ではどうだろうか？本稿では、焦点を絞るために、この問題をいくつかの具体的な視点から取り上げてみたい。数多くの政策が目まぐるしく発表され、その一部は直前になって変更されたり（例えば関税）、政策を実行するやり方も（少なくとも）従来とは異なったりしていることから、投資家は「不思議の国のアリス」の女王と同じような状況に置かれている。つまり、朝食前に6つの不可能なことを試み、それを信じようとしなければならないような状況だ。しかし、この政策転換は新たな投資環境を形作る一連の構造変化を効果的に前倒しするもので、それはここ数十年にわたり一般的に考えられてきた長期的な見通しを変えるものであっても、必ずしも弱気相場につながるものではないとABは考えている。

結論を言えば、戦術的には、グローバル株式は2025年を通じてプラスのリターンを達成するだろうが、ボラティリティは大幅に上昇すると予想される。さまざまな政策や関税及び報復関税に関する発表は今後も続く見通しで、市場にとっては苦痛を伴う期間となる可能性がある。おそらく、株式市場は規制緩和が関税や他の政策がもたらすマイナス効果を相殺するだろうと期待し過ぎていたのかもしれない。市場に追い風となる規制緩和策が発表される可能性は依然として残っているが、移民政策など市場にとって好ましくない政策も発表される可能性がある。戦略的には、ABは依然として米国例外主義を信じているが、戦術的には、米国がこれまで持っていた相対的な優位性は以前よりも弱まっているようだ。

地政学的要因と親近性バイアス

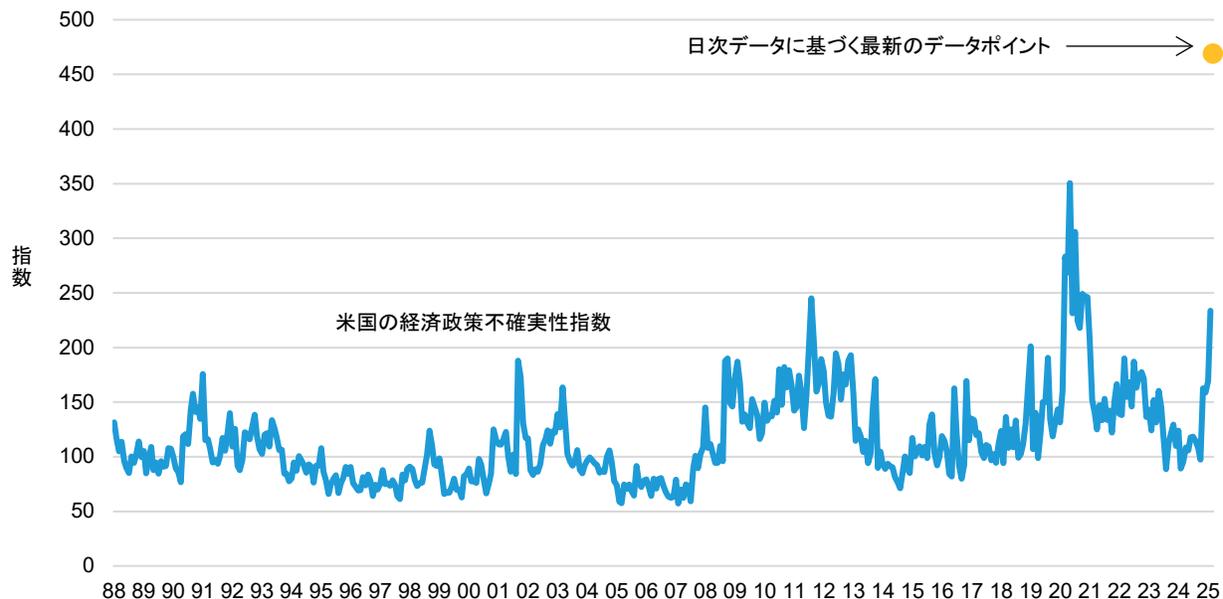
地政学的な変化が投資家との議論のすべてではないが、少なくとも米国においては、それはここ数週間の間起きた最も顕著な変化と言えそうだ。投資家にとっての問題は、発生確率は低いが潜在的に壊滅的な影響を引き起こしかねない他のイベントと同じように、市場は地政学的な問題を織り込むことが極めて苦手なことだ。

ABの戦略的資産配分に関するリサーチのテーマのひとつは、投資家は「親近性バイアス」を認識する必要があるという考えだ。このバイアスにはさまざまなレベルがあり、玉ねぎの皮をむくようにひとつひとつ取り除いていく必要がある。過去2年間に米国で見られたテクノロジー株主導のモメンタム取引や、1982年以降の低インフレ、世界的な労働力の増加、力強い成長、さらに力強い利益といった親近性バイアスがある。そして、戦後80年にわたり米国主導で作られてきた世界秩序も親近性バイアスを生んでいる。率直に言えば、ABはこれらすべてを取り除かなくてはならないと考えている。少なくとも、最初の2つについては規模と価格を評価することは可能だが、後者についてはどうだろうか？それは不可能だと思われる。したがって、株価を予測する際に追加的なリスク・プレミアムとしてそれを用いるのは間違っている。株式リターンの長期的な見通しを引き下げることは、何年にもわたって誤りとなる可能性があり、いずれにしてもその度合いを正しく測ることはできない。それでも、特に長期的な資産配分を任されている人々にとっては、それは重要な問題となる。

サイクル

より分析的な議論ができるのは、サイクルに関する戦術的な問題だ。米企業の短期的な収益見通しは明らかに大きく悪化している。ABの米国の短期的収益インディケーター（次ページの図表1）は、今後12ヵ月の収益が11.2%増加することを示しており、伸び率は年初の15.1%から低下している。これは概ねコンセンサス予想に沿った動きで、コンセンサス予想は年初の14.5%から現在は11.9%に低下している。市場の収益予測には常に大きな誤差があるが、これは大きな変化と言える。国内総生産（GDP）に関する予測を出発点とするトップダウン型の予測とは異なり、ABのモデルは過去において個別に企業収益の予測能力を持っていた幅広いインプット要因を取り入れている。

図表 2: 政策を巡る不透明感が急上昇



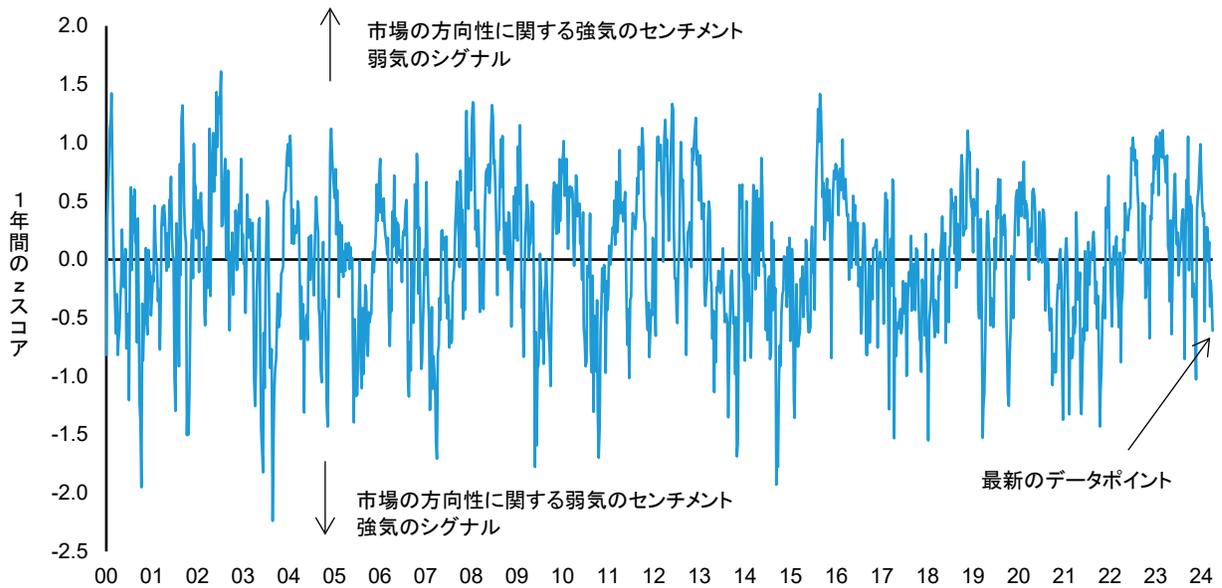
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2025年3月13日現在

出所: Policyuncertainty.com、AB

ABのコンポジット・センチメント指標(次ページの図表3)は、投資家心理が12月と1月の高揚感がすべて消える水準まで低下していることを示しており、現在はマイナス圏にある。しかし、明確な買いシグナルを発するほど大幅なマイナスの領域には達していない。

図表 3: コンポジット・センチメント指標は若干のマイナス



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。

コンポジット・センチメント指標は、VIX のボラティリティ・スプレッド、プット／コールレシオ (シカゴ・オプション取引所 (CBOE) におけるプットとコールの総取引高に基づく)、商品先物取引委員会 (CFTC) のナスダック投機的ポジショニング、II 調査のブル／ベアレシオ、EPFR の株式ファンド・フローデータを加重平均した 52 週 z-スコアを週次ベースで示したものです。この指標は逆張り指標で、過度に強気のセンチメントは売り推奨、過度に弱気のセンチメントは買い推奨につながります。このシグナルは 4~6 週間程度の短期の時間軸において有効性が最も高くなります。

2025 年 3 月 14 日現在

出所: ブルームバーグ、CBOE、CFTC、LSEG データストリーム、AB

米国株 vs. 欧州株

3 月に行われた投資家との対話で寄せられた資産配分に関する主な質問のひとつは、米国株に対する欧州株の相対的なパフォーマンスに関する問題だった。特に、欧州のアウトパフォーマンスは短期的なものなのか、それとも長期にわたる変化の始まりなのかという点が大きな関心を集めた。

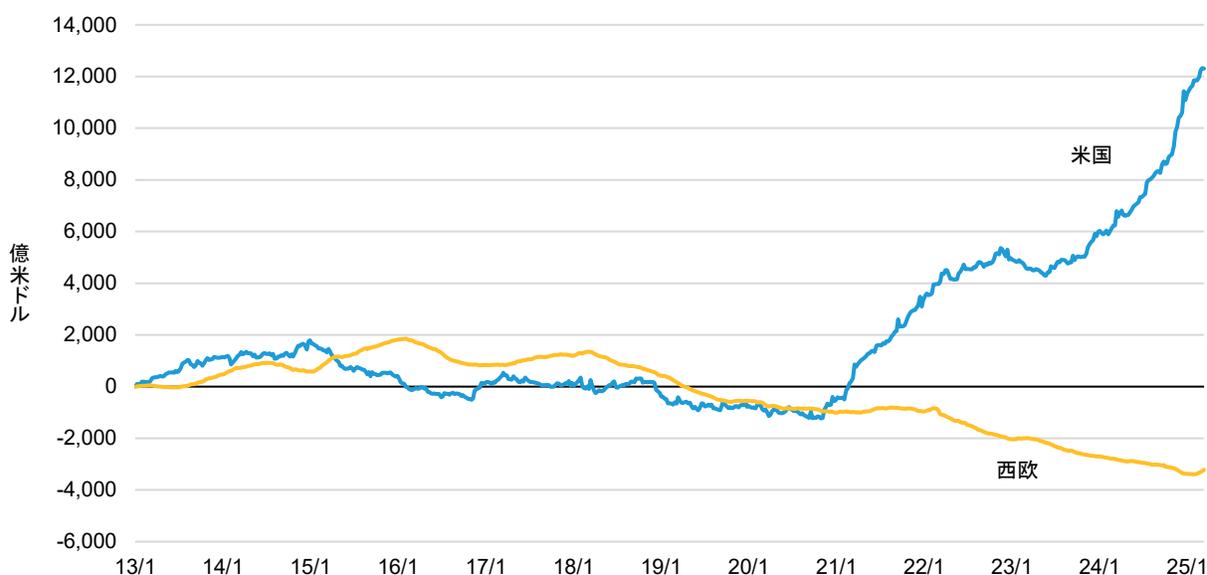
AB はそれについて、戦略的(長期的)ではなく戦術的(短期的)な動きだとみているが、それ以前に米国株を有望視するコンセンサスが極めて強かったことを踏まえると、今起こっている変化は著しく大きなものとなり、しかも持続する可能性があると思われる。最近になって「米国例外主義は終焉を迎えた」という意見を何度か耳にしたが、AB はそうは考えていない。この反応は、その言葉が誤解されていることを示している。米国例外主義は、センチメントやサイクル、政策発表によって変化しうる戦術的な命題として理解すべきではない。真の米国例外主義は、以下の事項に基づく戦略的なものである。

1. 他の先進国や中国と比較して、人口動態の見通しが非常に好ましい。米国の生産年齢人口は増加ペースが鈍化するもののプラスの伸びを維持する見通しで、他の地域では絶対ベースで減少している。
2. 米企業の収益性が構造的に高水準にあることや、テクノロジー業界が成功を収めていることは、今後も高い利益率を維持できることを示唆している。
3. 他の地域に比べ地理的な面でサプライチェーンがしっかり守られている。
4. 自国市場の規模による恩恵を受けている。
5. 米ドルは準備通貨としての地位を確立している。それを弱体化させようとする試みはあるものの、予測可能な将来にわたり、その地位は揺るがないと思われる。

ここ数ヶ月は政策が市場に衝撃を与えているにもかかわらず、こうした構造的要因が市場を支えていることから、AB は米国資産に対する戦略的なポジションを引き続きオーバーウェイトとしている。しかし戦術的なスタンスは異なる。戦術的に欧州を重視している最も大きな理由は、2025 年初めに欧州市場に対する悲観的なコンセンサスが極めて大きかったことだ。1 月に AB がニューヨークで開催した CIO フォーラムでは、米国を楽観視し、欧州を悲観視するコンセンサスに異議を唱える声はまったく聞かれなかった。定量的に見れば、過去 12 カ月間に米国株に 6,000 億米ドルという異例なほど多額の資金が流入する一方で、欧州株から 600 億米ドルが流出したという事実が、この見解を裏付けている(図表 4)。米ドル建てで考えると、これほど大規模な資金フローの相違が生じたことは過去に例がない。そのため、何らかの外的なショック(この場合は政策変更)がコンセンサスを揺るがした場合、その結果、生じる変動は大きなものとなる可能性がある。

ここで、1 月の相対的なフローの反転を示すチャートを拡大鏡で見たい。この期間に、欧州には 170 億米ドル、米国には 450 億米ドルの資金が流入した。したがって、このコンセンサスに基づくポジションの見直しはまだ続く可能性がある。

図表 4: 今回の動きに先立ち、異例なほど多額の資金が米国に流入／欧州から流出する動きが起きた：累積、パッシブとアクティブの株式フロー



過去の分析は将来の運用成果等を保証するものではありません。

2025 年 3 月 14 日現在

出所: EPFR グローバル、AB

次ページの図表 5 は、過去 30 年間に欧州株が米国株に対して著しくアウトパフォーマンスした期間を示している。例えば 1999—2002 年、2003—2010 年など、最も長期にわたってアウトパフォーマンスが持続した期間には、欧州企業の一株当たり利益 (EPS) が米国企業を上回る伸びを示した。それに対し、最近になって欧州株がアウトパフォーマンスしている期間は、本質的に一過性のものだ。今回のアウトパフォーマンス期間に際立っているのは、それに先立つ 12 カ月間に米国に流入した相対的な資金の規模である。

図表 5: 過去に欧州株が持続的に米国株をアウトパフォームした期間

開始日	終了日	期間	欧州株と比較した米国株の EPS 伸び率(%)	欧州株と比較した米国株への資金 フロー、時価総額に対する比率(%) (それ以前の 12 ヶ月)
1992 年 9 月 30 日	1994 年 4 月 29 日	19	11.31	
1996 年 11 月 29 日	1998 年 8 月 31 日	21	-8.20	
1999 年 1 月 29 日	2002 年 4 月 30 日	40	-5.51	
2003 年 3 月 31 日	2010 年 8 月 31 日	90	-31.01	6.86
2014 年 10 月 31 日	2015 年 3 月 31 日	5	2.64	-1.66
2021 年 11 月 30 日	2023 年 2 月 28 日	15	1.35	1.34
2024 年 12 月 31 日	?	?	?	6.63

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。

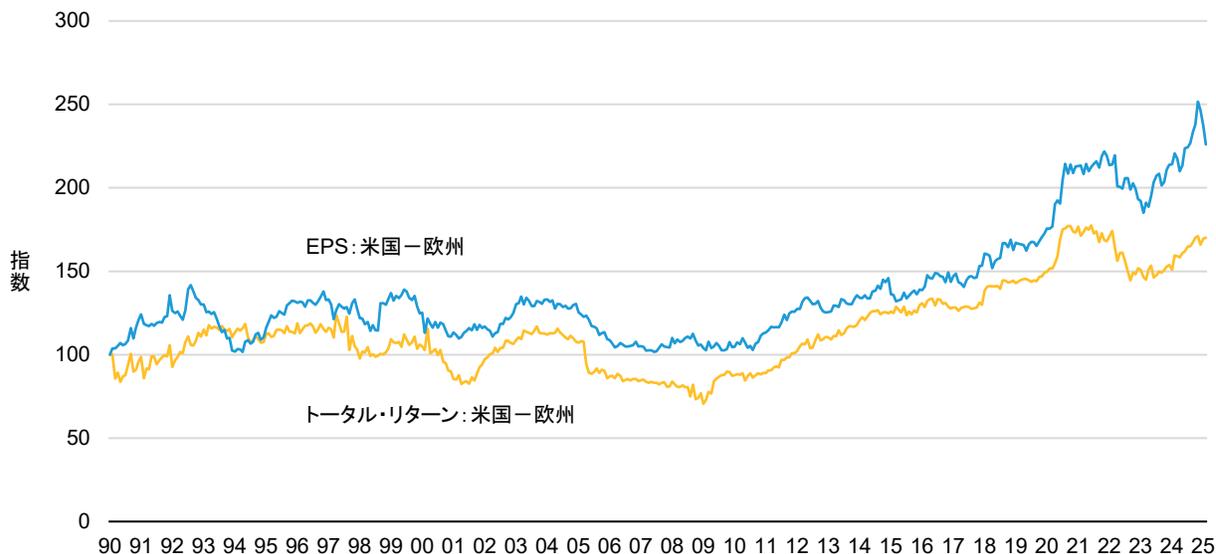
注: 一株当たり利益の伸び率と株式への資金フローに関するプラスの数値は、米国の利益成長率と資金フローが欧州よりも大きかった期間を示しています。

2025 年 3 月 10 日現在

出所: EPFR グローバル、IBES、MSCI、LSEG データストリーム、AB

図表 6 は、指数化した米国株と欧州株の相対パフォーマンスと、現地通貨建ての相対的な EPS の伸び率を示している。それは、欧州株が持続的にアウトパフォームするには、高い利益成長を維持することが必要であることを示している。パフォーマンスの変化を予測するには、バリュエーションだけでは十分ではない。冷静に考えれば、米企業の短期的な収益見通しが悪化する一方で欧州企業の収益見通しが改善しているにもかかわらず、欧州企業が長期にわたり米企業を上回る利益成長を達成できるとは予測できない。

図表 6: 米国株と欧州株の相対パフォーマンス及び相対的な EPS の伸び率



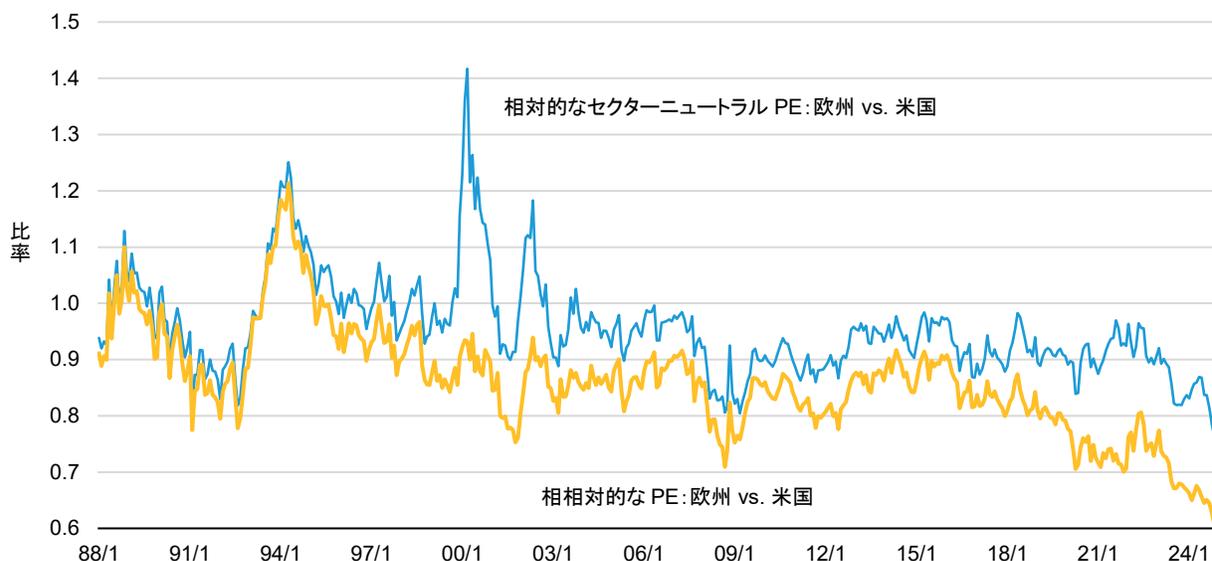
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2025 年 2 月 28 日現在

出所: LSEG データストリーム、AB

バリュエーションに関しては、欧州株が「割安」に見えるという声をよく耳にする。相対的なバリュエーションがそれぞれの地域の相対的なパフォーマンスを予測する優れた要因ではないという点はさておいても、上の図表に示されているように、市場におけるセクター構成の違いを考慮する必要がある。これらのセクターの違いを調整すると、欧州株は現在、12ヵ月先の予想株価収益率(PE)に照らせば米国株よりも18%割安な水準で取引されている。歴史的に見れば、欧州株のディスカウント幅は平均4%であるため、今の水準は割安感が強いと言える。そのため、欧州株は最近の回復を踏まえても、セクター調整ベースで割安な水準にある。ABはバリュエーションが戦術的な取引を行う理由になるとは考えていないが(それが効果を生むまでには時間がかかる)、欧州に対して戦術的に中立的なポジションを取るだけでなく、欧州をオーバーウェイトしたい投資家にとっては、バリュエーションは少なくとも障害とはならない。

図表 7: 米国株に対する欧州株の相対バリュエーション(12ヵ月先の予想 PE)



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2月28日現在
 出所:ファクトセット、AB

ファクター

最近の市場の混乱局面における主なファクターの動きとしては、ディフェンシブ・バリューやインカム、低ボラティリティが好調に推移している一方で、グロースがアンダーパフォームしていることが挙げられる。次ページの図表 8 と 9 では、欧州と米国におけるファクターのパフォーマンスを示している。

米国において年初来のパフォーマンスが最も低調なファクターはコンポジット・グロースで、9%下落(ロング/ショート)している。コンポジット・グロースは欧州でもパフォーマンスが最も悪いファクターで、3.3%下落した。小型株も欧米双方で大幅にアンダーパフォームし、米国では6%、欧州では9%近いマイナスとなった。モメンタムは欧州と米国で著しい格差が生じ、米国で5%近く下落した一方で、欧州で6%近く上昇した。グロースのアンダーパフォーマンスは、これまで大量に資金が流入していたアイデアから投資家が手を引いていることを示している一方で、小型株へのシフトは循環的な見通しが悪化していることを物語っている。

バリューは両地域で大幅にアウトパフォームしており、配当利回りは米国でとりわけ好調で、9%近く上昇した。低ボラティリティも両地域で2025年初年から大幅に上昇しており、特に米国では大きくアウトパフォームしている。これらのファクターはいずれも本質的にディフェンシブな性格を持っている。

図表 8: 米国におけるファクターのパフォーマンス

ファクター	1ヵ月	3ヵ月	6ヵ月	12ヵ月	年初来
米国: コンポジット・バリュース	14.04	10.29	-1.19	4.75	7.41
米国: 12ヵ月予想 PE	10.23	7.88	2.34	-0.17	5.92
米国: 株価純資産倍率	9.15	4.97	1.15	0.42	3.22
米国: 配当利回り	15.40	12.27	-2.63	10.99	9.61
米国: ROE	2.22	0.86	-0.57	-0.23	0.21
米国: コンポジット・グロース	-11.70	-8.91	-2.07	-13.17	-9.03
米国: 長期的な利益成長率	-11.30	-4.28	5.91	-1.46	-4.95
米国: 内部成長率	-0.10	-3.18	-6.61	-12.20	-3.27
米国: 短期的な利益成長率	-11.48	-4.88	5.54	3.54	-4.70
米国: モメンタム	-11.69	-5.03	0.81	-0.88	-4.81
米国: 低ボラティリティ	13.84	12.01	-3.22	8.15	8.28
米国: FCF 利回り	5.49	2.94	0.54	-3.24	2.07
米国: 低レバレッジ	-5.94	-7.24	-4.38	-11.76	-5.64
米国: 小型株 vs. 大型株	-3.75	-6.21	-6.62	11.04	-5.88

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: ファクターは、MSCI を特定のファクター(「コンポジット」スタイルの場合はファクターの組み合わせ)に基づいて 5 等分し、それぞれの上位及び下位 5 分の 1 の銘柄でロング/ショート・ポートフォリオを構築することで作られます。ポートフォリオに組み入れられる株式は均等加重され、ポートフォリオは四半期ごとにリバランスされます。リターンは米ドル建てのトータルリターン・ベースで算出しています。

2025 年 3 月 11 日現在

出所: ファクトセット、IBES、AB

図表 9: 欧州におけるファクターのパフォーマンス

ファクター	1ヵ月	3ヵ月	6ヵ月	12ヵ月	年初来
欧州: コンポジット・バリュース	10.13	13.75	15.26	23.10	11.45
欧州: 12ヵ月予想 PE	8.37	12.76	19.28	22.90	10.67
欧州: 株価純資産倍率	10.99	13.10	16.15	21.93	11.32
欧州: 配当利回り	6.74	8.79	6.93	13.79	8.36
欧州: ROE	-1.69	-2.43	-1.60	-7.77	-2.06
欧州: コンポジット・グロース	-4.33	-3.59	-0.21	-4.79	-3.25
欧州: 長期的な利益成長率	-2.77	0.26	3.15	-0.32	-0.57
欧州: 内部成長率	-3.92	-4.05	-1.29	-10.95	-3.43
欧州: 短期的な利益成長率	-2.52	-1.66	-1.75	0.01	-1.29
欧州: モメンタム	1.21	7.24	13.03	13.40	5.90
欧州: 低ボラティリティ	4.71	5.91	0.16	8.10	5.28
欧州: FCF 利回り	7.02	5.47	7.88	12.54	5.83
欧州: 低レバレッジ	-2.67	1.20	12.57	4.14	1.71
欧州: 小型株 vs. 大型株	-4.81	-8.65	-7.55	-3.09	-8.91

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: ファクターは、MSCI を特定のファクター(「コンポジット」スタイルの場合はファクターの組み合わせ)に基づいて 5 等分し、それぞれの上位及び下位 5 分の 1 の銘柄でロング/ショート・ポートフォリオを構築することで作られます。ポートフォリオに組み入れられる株式は均等加重され、ポートフォリオは四半期ごとにリバランスされます。リターンは米ドル建てのトータルリターン・ベースで算出されます。

2025 年 3 月 11 日現在

出所: ファクトセット、IBES、AB

図表 10 は、米国と欧州における現在のファクターのバリュエーションをまとめたもので、それぞれの指標についてスクリーニングした、下位 5 分の 1 の銘柄と比較した上位 5 分の 1 の銘柄に関するファクターの PE を 30 年間の PE 中間値と比較した Z スコアとして示している。これは、ファクターが過去の推移と比較して割高な水準にあるか、それとも割安な水準にあるかについて、経済的な視点から解釈したものだ。米国では、ROE の高さで示されるクオリティが現在最も割高なファクターで、過去の平均を 0.5 標準偏差上回る水準にある。クオリティ・ファクターは欧州でも大幅なプレミアムで取引されているが、欧州で最も割高なファクターは低レバレッジとコンポジット・グロースだ。興味深いことに、米国ではコンポジット・グロースは過去の平均に近いバリュエーションで取引されている。

バリューは両地域とも依然として過去の平均を大幅に下回る水準にあるが、その度合いは欧州の方がはるかに大きくなっている。欧州では、配当利回りやフリーキャッシュフロー利回りといったインカムベースのバリューファクターが最も割安な水準にあり、ディスカウント幅は 2 標準偏差近くに上っている。低ボラティリティも引き続き、両地域において過去と比較してバリュエーションが魅力的な水準にある。

図表 10: 米国と欧州のファクターのバリュエーション(Z スコア)

ファクター	米国の L/S ファクターのバリュエーション、 12 カ月予想 PE (z スコア)	欧州の L/S ファクターのバリュエーション、 12 カ月予想 PE (z スコア)
ROE	0.55	1.29
短期的な利益成長率	0.27	1.57
モメンタム	0.20	-0.65
長期的な利益成長率	0.18	0.71
コンポジット・グロース	0.07	1.91
低レバレッジ	0.02	2.00
小型株 vs. 大型株	-0.05	-0.82
12 カ月予想 PE	-0.28	-1.06
低ボラティリティ	-0.31	-0.47
FCF 利回り	-0.39	-1.86
内部成長率	-0.68	0.86
配当利回り	-0.84	-1.74
株価純資産倍率	-0.89	-1.34
コンポジット・バリュー	-1.03	-1.43

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: ファクターは、MSCI を特定のファクター(「コンポジット」スタイルの場合はファクターの組み合わせ)に基づいて 5 等分し、それぞれの上位及び下位 5 分の 1 の銘柄でロング/ショート・ポートフォリオを構築することで作られます。ファクターのバリュエーションは、ロング/ショート・ポートフォリオの 12 カ月先の予想 PE の中央値の比率として算出されます。値が小さい(またはマイナス幅が大きい)ほど、過去の平均に対するディスカウント幅が大きいことを示します。

2025 年 3 月 11 日現在

出所: ファクトセット、IBES、AB

こうした比較が重要な意味を持つのは、それらのファクターについて将来の見通しを立てることができる場合に限られる。ファクターのポジショニングに関する将来の見通しは、サイクルとバリュエーションの見通しに左右される。AB にとって一貫している見解のひとつは、ボラティリティがしばらく異常なほど低かったという考えで、その一因は米国のグロース株にほぼ同じペースで資金が流入してきたことだ。しかし、市場のバリュエーションが高く、指数の集中度が高いことは、ボラティリティも上昇することを意味している。投資家はボラティリティが上昇した新たな環境に慣れなくてはならない。そう考えれば、低ボラティリティ・ファクターが割高な水準にないことは興味深い。株式に対する強気の見方を持っている場合に、低ボラティリティは保有すべき魅力的なファ

クターだと AB は考えている。低ボラティリティのパフォーマンスが最も悪化するの、市場のリターンが 10%を超える場合だ。現在の環境ではそうした状況が起きるとは考えにくい。

図表 11 が示すように、米国の巨大銘柄の 12 ヶ月先の予想 PE は 2025 年初めの 32 倍から 27 倍に低下しているが、それ以外の米国株は同じ期間に 18.5 倍から 17.5 倍に低下しているに過ぎない。しばしば指摘されるように、TMT バブルとは異なり、今回は巨大テクノロジー企業が利益を上げている。しかも、米国では収益性の持続力が高まっている。したがって、これは構造的な変化が起きているというよりも、行き過ぎた株高の調整だと AB は考えている。最も可能性が高いシナリオは、巨大銘柄が今後 12 ヶ月にわたり市場平均並みのリターンをあげることだ。つまり、巨大銘柄は市場をけん引する役割は失うものの、そのバリュエーションが長期的な平均まで一気に回帰することはないと思われる。

図表 11: 米国の他銘柄と比較した巨大銘柄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。

2025 年 3 月 12 日現在

出所: ファクトセット、AB

巨大銘柄とは異なり、小型株もパフォーマンスにとって非常に悪いファクターとなっている。AB はそれについて、景気サイクルが加速しているという見方から、より緩やかに成長しているとの見方に変化していることが直接的な原因だと考えている。小型株へのエクスポージャーを考慮すると、そのことはプライベート・エクイティにも影響を及ぼしている可能性がある。それがプライベート・エクイティの価格に反映されることはしばらくないだろうが、同セクターにとって長期的な問題が増大している。つまり、ドライバウダー（待機資金）が増える結果、当初の投資価格が高くなり、結果的に将来のリターン見通しが低下することになる。AB はプライベート・エクイティのリターンについて慎重な見方を維持しており、他のプライベート・アセットの方が好ましいと考えている。

ポジショニング

結論として、政治や地政学的な分野では確かに巨大な構造変化が起きているものの、最近の市場の下落は弱気相場の始まりというよりも、ポジションの調整だと AB は考えている。これまで、強いコンセンサスがあるポジションに前例のないほど多額の資金が流入した。米国による一連の政策発表は、市場が期待していたほど好ましいものではなかった。市場の追い風となりそうな規制策が発表される可能性は十分にあるが、トランプ政権の政策に気まぐれな面があることを考えれば、それを頼りにするのは賢明とは言えない。

ここにきて米国のインフレ・データに若干の変化が現れ、非常に緩やかながらもデイス・インフレ傾向が続いていることに大きな関心が寄せられているが、チャートを拡大して見ると、特筆すべき点はインフレ期待が安定していることである。米国では成長見通しと歩調を合わせるように 5 年先 5 年物インフレ・スワップが若干低下する一方で、欧州では財政見通しの著しい変化を受け

てそれがやや上向いている。最近のレポートでも指摘したように、現時点ではリスクは上振れ方向にあると AB は考えている。そう考えれば、5 年先 5 年物インフレ・スワップにほとんど動きが見られないのは驚くべきことかもしれない。

この分析による主な戦術的な結論の以下の通りである。

- AB は引き続き、グローバル株式は 2025 年を通じてプラスのリターンをもたらすと予想している。
- ボラティリティは高い水準でリセットされる見通しで、AB はそれを踏まえ、過度に割高な水準にはなさそうに見える低ボラティリティ・ファクターが有望だと考えている。
- この期間に流入した資金の規模を考慮すると、欧州株式が戦術的にアウトパフォームする余地は十分にあると考えられる。それでも、一連のファンダメンタル要因が米国株に有利に働いていることを踏まえれば、戦略的には米国が好ましいという考えに変わりはない。

次ページの図表 12 では AB が推奨する戦略的な資産配分を示している。戦略的な観点から、AB はプラスの実質リターンを得ることに資産配分の重点を置いているため、デューレーションについては引き続き戦略的にアンダーウェイトとしている。

図表 12: 資産配分に関する戦略的な見解

資産クラス	推奨 vs. 60:40	コメント
先進国株式	オーバーウェイト	
米国大型株	+	実物資産、長期的に魅力的なリターン、「米国例外主義」、トランプ政権下で名目成長率と利益率が押し上げられる可能性、バリュエーションと市場の集中がリスク要因
米国中小型株	+	トランプ氏の勝利は国内重視型の企業に追い風、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	ニュートラル	バリュエーションは魅力的だが、米国に比べ人口動態と脱グローバル化が成長の足かせに、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、ディフェンシブで安定した成長をもたらす魅力的なセクター構成
日本	+	好ましいインフレ動向、企業の改革が企業収益を押し上げ、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	-	成長見通しがさらに悪化、トランプ氏の勝利はユーロ圏にとってマイナス(防衛、地政学、関税)、テクノロジー・セクターや AI へのエクスポージャーが不足
新興国株式	アンダーウェイト	
中国を除く新興国	ニュートラル	先進国と比較したプラスの成長プレミアム、好ましい人口動態(インド、アフリカ)、センチメント指標が構造的な支えに、脱グローバル化が分散投資先としての新興国の役割を改善、一部の国では地政学的要因や政策がリスクに、トランプ氏が見直しに対するリスクを押し上げ(保護主義、米ドル高)
中国	-	好ましくない人口動態; 割安なバリュエーションにもかかわらず政策や地政学的要因(トランプ政権)が見通しのリスクに
スタイル・プレミアム		
米国グロース	+*	割高だが、構造的な追い風(ROEの持続的な向上、テクノロジーや AI のテーマに対するエクスポージャー)が吹いている
米国バリュー	+*	インフレ率や金利が上昇する可能性は、力強い成長見通しが伴う限りバリュー株に恩恵をもたらす
EAFE クオリティ	+*	魅力的なバリュエーション、米国以外におけるさほど良好ではない戦略的見直しに対してディフェンシブな特性やボラティリティの低下を提供
EAFE 配当利回り	+*	魅力的なバリュエーション、米国以外におけるさほど良好ではない戦略的見直しに対してディフェンシブな特性やボラティリティの低下を提供; 魅力的なインカム源泉
デュレーション	アンダーウェイト	
米国政府債: 長期	-	構造的なリスク、期間プレミアムの低さとインフレ率のボラティリティ、分散効果の低下、需要に比べて債券が過剰に発行される可能性
米国政府債: 中期	ニュートラル/ オーバーウェイト	
米国政府債: 短期	+	長期債よりも(低い)リスクに照らして高いリターン
ユーロ圏政府債	ニュートラル	過去の水準と比較して魅力的な利回り、米国よりも健全な財政状態; 短期的により好ましい政策見直し、それとバランスが取れた地政学的リスクと国内の政治リスク
実物資産	オーバーウェイト*	
REIT	+*	インフレ率と正の相関関係があり、あらゆるインフレ環境下でプラスの実質リターンをもたらす実物資産。構造的なリスクには、気候変動(保険コストの上昇)や住居用不動産の家賃抑制に関する政策リスクが含まれる、この分野では選別的な投資が必要
天然資源	+*	戦略的なインフレ・ヘッジ、実質リターンの提供。インフレ率が高い場面でも(債券とは異なり)株式リスクを分散できる。持続可能な資産の主な例で、インフレ・ヘッジにもなる。考えうるリスクとしては、気候変動(例えば、木材の焼失による破壊リスク)が挙げられる
米国 TIPS	+*	長期的に魅力的なリターン、インフレからの資産保護
プライベート資産		
プライベート・エクイティ	-	全般的には株価収益率が拡大せず、過去の大半の期間よりも債務コストが高くなる。すでに多くの投資家がオーバーウェイトとしている。手数料が高く、流動性に関する懸念がある
プライベート・デット	+	現在及び将来の利回りが魅力的。変動金利であるためインフレから資産を守る効果がある。伝統的な信用プロバイダー(銀行)の存在感が薄れていることによる縮小の恩恵を受ける
インフラストラクチャー	+	インフレが緩やかな環境、高い環境のどちらでも長期的にプラスの実質リターンを生み出し、インフレから資産を保護する効果が得られる。エネルギー転換が追い風となる
非法定資産		
金及び暗号資産	+	通貨の下落リスクをヘッジする手段となる

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。

*資産は少額またはベンチマークへの配分なし

2025年3月14日現在

出所: AB

当資料は、2025年3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