

## Market Matters

# 米国以外にも 投資すべきか？



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）  
投資ストラテジスト

米国の株式市場は、過去10年間で、他の先進国を**215%以上\***もアウトパフォームしてきました（米ドルベース）。また、**2024年**も他の先進国を上回りました。この素晴らしい実績を見て、投資家が「なぜわざわざ米国株以外を保有するのか」と問うかもしれません。一方で、今後これほど劇的な勝率を記録することはないと予想するなら、ポートフォリオにおいて米国株以外にも注目する良い機会となるのかもしれません。

\* 出所：2024年8月31日現在のファクトセット、AB

## 主なポイント



過去10年間、米国株式は他国の株式を大きく上回ってきましたが、足元の米国株のバリュエーションは非常に高い。



米国の構造的優位性には、より優れた収益性と、長期的に堅調な経済ファンダメンタルズによるところが大きい。



過去、米国株式はアウトパフォームしていましたが、他の地域に配分することで、ポートフォリオの耐性が高まる。

## 米国株式とその他の国・地域の株式の戦略的資産配分のケースを詳しく見てみよう。

昨今の米国株式の高いバリュエーションは、アウトパフォームの可能性を今後低下させる可能性があります。なぜならば、今後10年といった長期にわたる期待リターンは、最初のバリュエーションのレベルに大きく影響を受けるためです。

2024年10月現在、米国の株式市場は世界の株式市場に対してこれまで最も高い51%のプレミアムで取引されていました。過去平均においても29%超のプレミアムで取引されています（下図参照）。こうしたプレミアムは、実質利回りが低水準で推移す

ると考えているのであれば、正当化されるかもしれません。また、米国株式市場には構造的優位性があると考えれば、今後の株価の下支え要因となるかもしれません。

### 米国株式のバリュエーションは史上最高水準に近い



### 米国の優位性：高い収益性と若い人口

米国企業はこれまで他国企業と比べても収益性が高く、足元の株主資本利益率 (ROE) はEAFEの10.3%に対して16%です（下図参照）。短期的には、高い収益率はバリュエーションにおける平均回帰よりもはるかに重要な株式リターンのドライバーであり、プレミアムを正当化することができます。

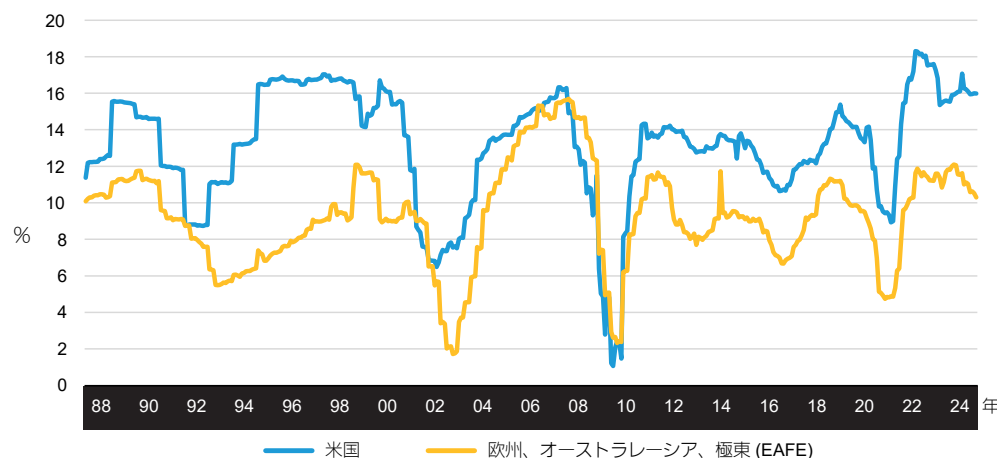
また、米国は、今後10年間、経済・市場の成長において最大の課題と目される高齢化や脱グローバル化などにおいても切り抜ける力を有しているかもしれません。

また、労働力不足は労働者に賃上げを要求させ、企業の利益を圧迫する可能性もあり、経済成長の足かせにもなりかねません。

国連 (UN) の予測では、世界の生産年齢人口は今後10年間で年間0.2%減少する模様です。生産性が一定であれば、労働者数の減少は生産性の低下を意味し、低い成長を示唆します。

こうした点において、米国は、他の先進国市場や中国よりも人口構成が若くなっています。この恩恵は歴史的に見れば低くなっていますが、国連は、米国の生産年齢人口は今後数年間、年率0.3%の成長が見込めると予測しています。

### 米国企業の収益性は引き続き高い 株主資本利益率 (ROE)



## 脱グローバル化、国内調達力、AI効果

脱グローバル化もまた、米国に有利に傾く可能性があります。この過程では、企業はサプライチェーンや生産能力を見直す必要に迫られます。また、既存の貿易関係も再考する可能性があります。したがって、輸出の減少を補って余りある国内消費市場を持つ米国は有利であると考えます。また、コスト競争力のあるメキシコなどは、米国と地理的に近いことが利点となると考えます。

また、米国はエネルギーの自給自足が可能で、農地やその他の天然資源にも恵まれています。ドイツ、日本、韓国など他の先進国は、成長を輸出に依存する一方、エネルギーやその他のコモディティにも大きく依存しています。

さらに昨今の人工知能（AI）の躍進にも注目が集まります。AIの影響を完全に予測することは難しいですが、米国とその強大な

テクノロジー・セクターは、その利点を最大限に享受できる立場にあると言えます。AIによる生産性の向上は、そのまま米国経済成長と収益性の向上につながると考えられます。また、より迅速で広範な自動化は、人口動態の変化やグローバルな労働市場の細分化に起因する将来の労働力不足を緩和するのに役立つと考えます。

## 要するに・・・

伝統的に、長期的な経済・市場見通しの前提では、米国以外の市場でも米国株式をアウトパフォームする資産クラスは散見されます。その根拠は、米国以外の市場はリスクが高いため、その代わりに高いリターンが要求される、という原則に基づくものです。しかし、こうした議論は均衡状態においてのみ成立するものであり、投資環境は新たな局面に差し掛かっているという私たちの見解からすれば、今後、どのようにアロケーションをしていくべきか議論の余地があります。

経済ファンダメンタルズから株式リターンを予測しポートフォリオを構築する場合、米国の優れた成長率は、想定されるバリュエーションの平均回帰の影響をより小さいものとします。ここ数十年、地域別の相対的パフォーマンスを決定してきたのは、バリュエーションではなく収益の伸びでした。今後、問題は、潜在的な平均回帰のタイミングですが、バリュエーションの予測は不確実性が伴います。平均回帰は重要なツールですが、それに頼ると何年も誤った予測をしてしまう危険性があります。

米国は、より良好な人口動態、脱グローバル化に対するより高い強靭力、より優れたセクター構成など、構造的な優位性を享受しています。さらに、AIで潜在的な生産性を高める可能性を有しています。このような利点は、バリュエーション・プレミアムを正当化することにつながります。したがって、米国株と世界株の相対的なバリュエーションが、歴史的な平均値まで下がることは考えづらく、これはまさに、さまざまなリスクのバランスを慎重に検討する必要があります。

米国株式のバリュエーションの平均回帰リスクは残りますが、一方で、他の国・地域の成長リスクも高く、慎重にならざるを得ません。ただ、バランスを考えると、米国を他の市場に対して大幅にオーバーウェイトするよりも、リスクの源泉を分散してポートフォリオを検討した方が良いと考えています。

したがって、リターンに焦点を当てるだけでなく、リスクを吟味した上で分散投資をすることがより重要になると思われます。これまで米国株式の有効な分散先として目されてきた米国債は、今後数十年、効果的な分散手段にはなりにくい、と考えるからです。一方、脱グローバル化はこれまでの投資の枠組みにおいて再考を促すことになるでしょう。これまで、グローバル化により地域間の平均的な相関関係は数十年にわたり上昇を続けてきましたが、脱グローバル化はこの傾向を逆転させる可能性があります。そうなれば、国家や地域をまたいで分散投資するメリットが高まる可能性があります。

## 要約すると・・・

米国株式のバリュエーションは高位に推移していますが、米国の人口動態がより良好であることや、AIイノベーションを活用するセクター・プロフィールが優れていることなど、米国の経済ファンダメンタルズは構造的に優位性があるとみています。その結果、米国以外の株式の米国株式に対する相対的なアウトパフォーマンスは、歴史的に見て縮小するとみており、米国株式へのエクスポージャーを継続することは正当化されると考えます。ただ、リスク面では、より良いポートフォリオ分散を求める動きから、地域分散がより重要となるでしょう。

当資料は、2024年10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

