

# ポートフォリオ戦略：金

## 金：「不可逆の事態が進行中...」

- 金は 2023 年秋以降、一連の急騰を通じて約+30%上昇したが、実際には複合的な要因が作用しており、その動きの中には、特定の出来事やファンダメンタルズと結びつけるのは容易ではない部分がある。金の上昇は、これまで市場を支配していた世界金融危機以降の時代とは、根本的に異なる可能性のある新たな経済サイクルの局面への移行を示唆している可能性がある。
- 今のところ、市場は、中央銀行がいつ利下げに踏み切るかを見極めることに追われている。デysinフレのペースに対する懸念は一時的なものではなく、経済が確実に正常な状態に戻るには、金利はまだしばらくは高水準に維持される必要があるであろうということを市場は織り込んでいる。
- しかし、金価格の高騰は、それとは異なる動きのようだ。金利が過去 10 年との比較において構造的に高水準になったこと、深刻な経済混乱ではないかもしれないが、浅い「調整局面」が迫っていること、中国主導の世界的な貿易拡大が終わりを迎えていること、経済サイクルが短くなってきていること等、これらすべてが、不確実性が継続すると思われる要因となっており、ヘッジの必要性を高めている。
- インフレ圧力(グローバリゼーションの停滞や債務の膨張等)とデフレ要因(AI による生産性向上や経済成長率の下振れなど)の綱引きの中で、中期的なインフレ均衡水準が不透明になっていることも、ヘッジのニーズに繋がっている。
- さらに、不換紙幣に対する信頼が薄れ、ドルに対する反発が高まっていることも金を支えている。短期的には大きな通貨危機はないと思われるが、緩和的財政政策や、ドル取引からの分散化によって、金の新たな魅力は着実に高まるであろう。
- 地政学的リスクと、構造的に国内の不安定化が進んでいることで、ポートフォリオの分散を見直す必要が高まっている。流動性が低下し、バリュエーションが上昇し、アロケーションの過密化が進む中においては、異なる時間軸を持つ、より多様なリスクのポートフォリオへの組み入れを目指すべきであろう。金はその解決策の一つとなるだろう。
- 金の流動性、分散効果、投資における魅力度、そしてポートフォリオの不換紙幣への潜在的なエクスポージャーの低減を考慮すれば、金への配分は高めるべきであろう。

### 「正常化」に向かっているように見える経済サイクルが安心感につながっているようだが、それは間違い

市場は、現在、金融緩和が遅れることを織り込んでいるが、その背景には経済は正常化するという暗黙の了解がある。実際、パンデミックとウクライナ侵攻による供給ショックに起因する不均衡は縮小しており、インフレは正常化し、中央銀行のバランスシートは縮小し、天然ガスとエネルギー価格はピークから大幅に下落し、経済データのボラティリティは通常のレベルに戻っている(次ページの図表参照)。



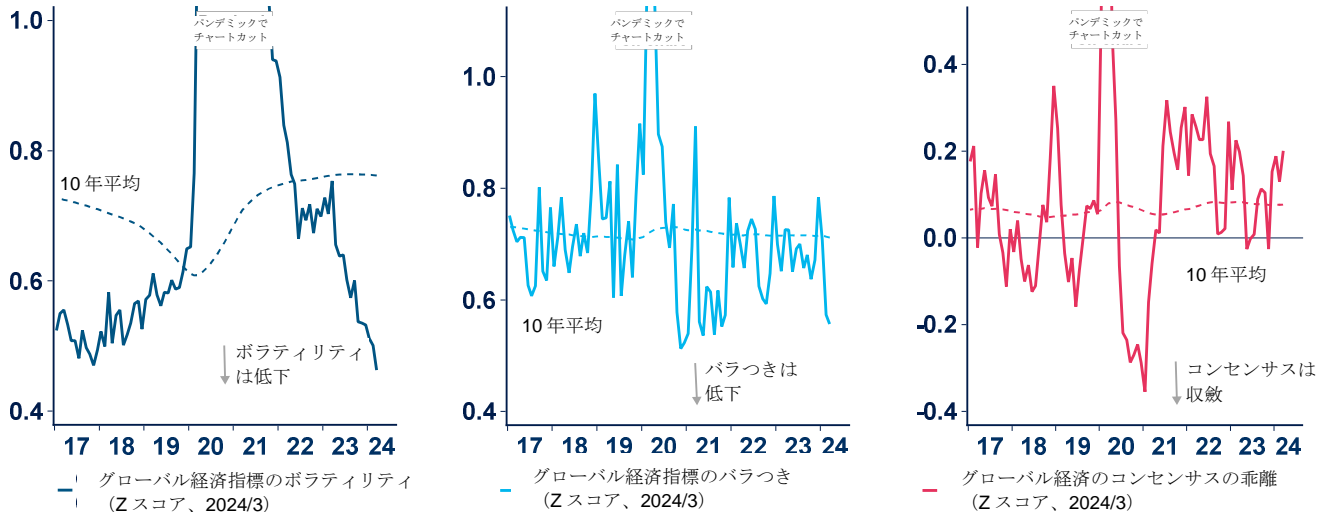
**Jean-Baptiste Berthon**  
Senior Cross Asset Strategist  
– Amundi Investment Institute  
(Amundi II)



**Vincent Mortier**  
Group Chief  
Investment Officer



経済指標のボラティリティは低下、バラつきも縮小しているが、経済コンセンサスの乖離は拡大



出典: マクロボンド、ブルームバーグ、アムンディ・インベストメント・インスティテュート。最終データは2024年4月10日現在。Zスコアは平均からの標準偏差の数値。

しかし、残念ながら、世界経済が新たな均衡に向かっているとは思えず、ましてや、「昔の普通(ノーマル)の状態」に戻る可能性はさらに低いと思われる。金の高騰と、主に工業用需要に牽引されると他の貴金属と金との二極化にも、このような懐疑的な見方が反映されている。

- 第一に、流動性が低下するなか、金利は過去 10 年間の平均を大幅に上回る水準で相当の期間、推移することになろう。このことは、先進諸国の中立金利は 1%から上昇し、2%超の水準に落ち着くという見方に対する懐疑が高まっていることを強調している。一度、インフレ率の急上昇を経験した中央銀行は、以前よりも、相当警戒的になるであろう。流動性の拡大が抑制される結果、シクリカル・アセットは過去 10 年間における通常の状態に比べて、より強い制約を受ける可能性がある。
- 第二に、世界経済は金利上昇に対して予想以上の抵抗力を示している。しかし、経済的な混乱が拡大しなかったこと(商業用不動産を除く)は、「修復局面」における推進力が低いことも示唆している。
- 第三に、過去 20 年間にわたる目覚ましい成長の後、中国は、現在、特に不動産部門における過剰生産能力を是正しなければならなくなっている。世界の成長に対する中国の寄与は構造的に低下する見込みだが、この動きは、コモディティ、投資、インフレ等にさまざまな影響を及ぼすだろう。国内消費の低迷を考えると、中国は輸出に注力し、相手国の経常収支をさらに圧迫する可能性が高い。他のアジア諸国の世界貿易への寄与は増大する可能性が高いが、グローバル・サプライ・チェーンにおけるその影響拡大には時間がかかるだろう。
- 第四に、資源供給は、過去 10 年は、地政学的緊張が限定的な中で、米国でのシェールガス発見と厳しい商品価格競争にサポートされてきたが、今後は、脱炭素化による需要の急増に伴い、より大きな紛争の種となるだろう。
- 第五に、パンデミックによって誘発された労働市場と消費行動(モノからサービスへ)の変化は、経済モデルにおける不確実性の増大を示唆し、また、民間部門から政府のバランスシートへのクレジットのリバランス(公共支出の抑制による、民間投資の余地拡大)を意味する。
- 最後に、貿易やサプライチェーンの流動性の低下、在庫の不安定化、需要の頻繁な変化、情報や資本の流れのスピードの上昇等によって、経済サイクルは、過去の 7-10 年から、3-5 年に短くなると思われる。

このような理由から、一旦、金融市場が方向転換すれば、次のサイクル局面ではさまざまな不確実性が生じ、金に逃避先を求めるようになると予想される。AI の生産性向上の規模、エネルギー・トランジションの進展、民間部門の再レバレッジの可能性などが、モニターすべき重要な指標となるだろう。

中期的なインフレ均衡水準が不透明なため、ヘッジが必要

金は、インフレが極端な水準(ハイパーインフレ、スタグフレーション、デフレ)にある局面、および、政策対応に説得力が足りない状態が続く限り、インフレに対する強力なヘッジを提供するであろう。したがって、インフレのボラティリティと金との相関は高い。短期的には、米国の健全な消費、世界の流動性の拡大、そして底堅い世界成長もあり、特に米国で、ディスイン

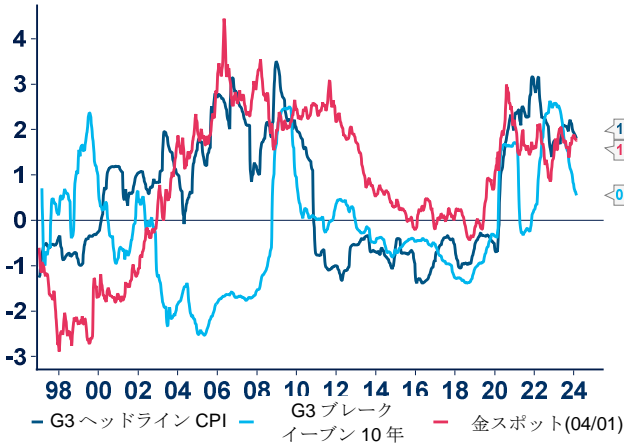


フレの継続に対する懸念に広がっているが、これは、金融政策のピボットが遅れるという点において、金に対しては、強弱入り混じったニュースとなっている。長期的には、インフレ圧力(グローバル化の停滞、再オンショアリング、サプライチェーン・バッファの拡大、膨らむ公的債務、潜在的な民間部門の再レバレッジ)とデフレ要因(AI 主導の生産性向上、過去平均以下の経済成長、人口動態とエネルギー・トランジションによるインフレへの多様な影響)の綱引きはヘッジの必要性を高め、金を押し上げるだろう。

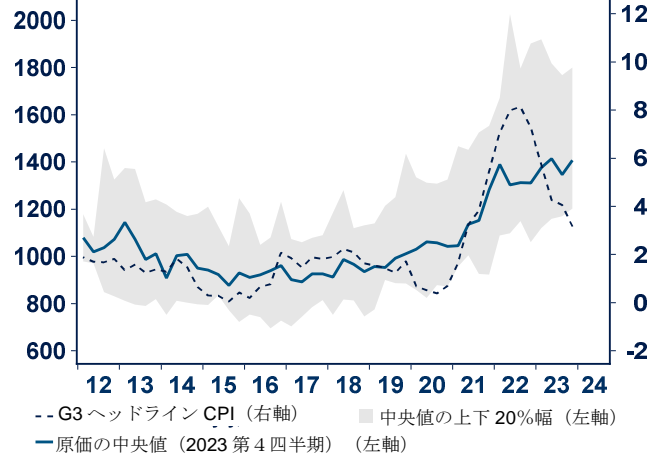
金はインフレ率の変動に敏感

インフレが金価格に反映

金対インフレ・ブレイク・オープン・ボラティリティ (すべて 10年 Z スコア)



金の原価の推計



出典: マクロボンド、ブルームバーグ、アムンディ・インベストメント・インスティテュート。最終データは 2024 年 10 月 4 日現在。

出典: マクロボンド、ブルームバーグ、アムンディ・インベストメント・インスティテュート。最終データは 2024 年 4 月 10 日現在。ローテール/アップテール平均 20%はサンプル中の下位(上位)20%の平均値。

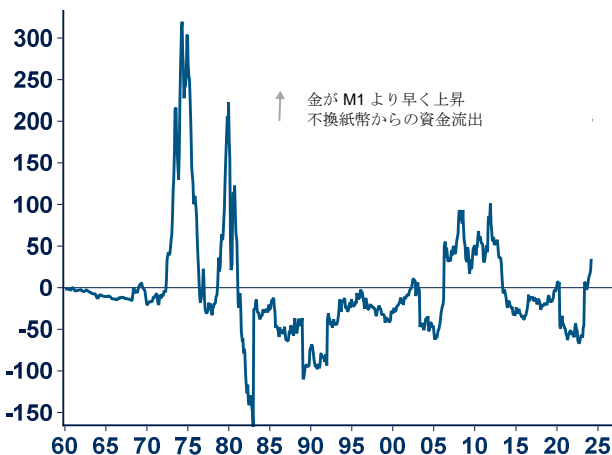
通貨価値低下のリスクは加速しており、長期的には痛みを伴う調整を強いられるだろう

世界全体の債務が 3 億ドルを超え、世界 GDP の 3.3 倍に達していることを考えると、金や暗号通貨への最近の集中的な投資は驚くに値しない。不換紙幣からの資金流出は、インフレがピークに達した直後の 2022 年秋には始まっているが、その規模は 70 年代後半から 80 年代前半、そして世界金融危機前後に匹敵するものである。しかし、i) 足下の金融の引き締め政策、マクロ流動性の鈍化、ii) あと数カ月は続く量的引き締めと米国の財政赤字のより長期での資金調達の緩やかな増加、iii) インフレが債務基準を緩和しているため、EU 周縁国においても明らかなストレスは見られず、債務の持続可能性に差し迫った圧力がかかっていないこと、iv) 深刻な通貨切り下げに直面している通貨はわずかであり、v) 米国の資産と成長見通しが相対的に魅力的であることから、世界金融システムにおけるドルの役割はほとんど揺らいでおらず、当面のドルに対する脅威も限定的でしかないこと等を考慮すると、ドルの価値の大幅な下落は起こらないと思われる。

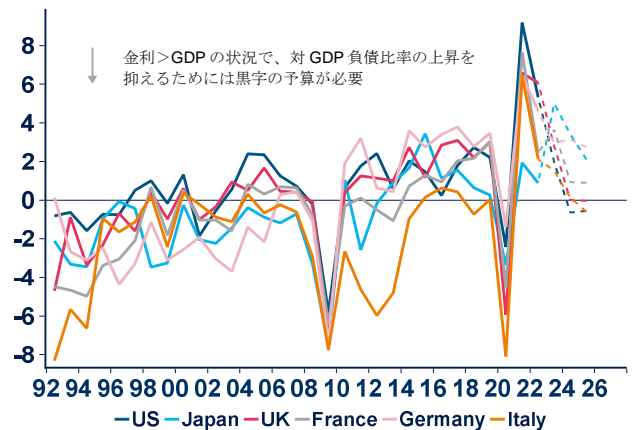
ウクライナ侵攻以来の不換紙幣の価値の低下

債務の持続可能性に直ちにリスクはない

金対 G3 狭義のマネーM1 (3年ローリング、03/24)



世界の債務のサステナビリティ (名目 GDP 対 10 年国債金利、04/09)



出典マクロボンド、ブルームバーグ、アムンディ・インベストメント・インスティテュート。最終データは 2024 年 10 月 4 日現在。

出典マクロボンド、IMF、アムンディ・インベストメント・インスティテュート。最終データは 2024 年 4 月 10 日現在。



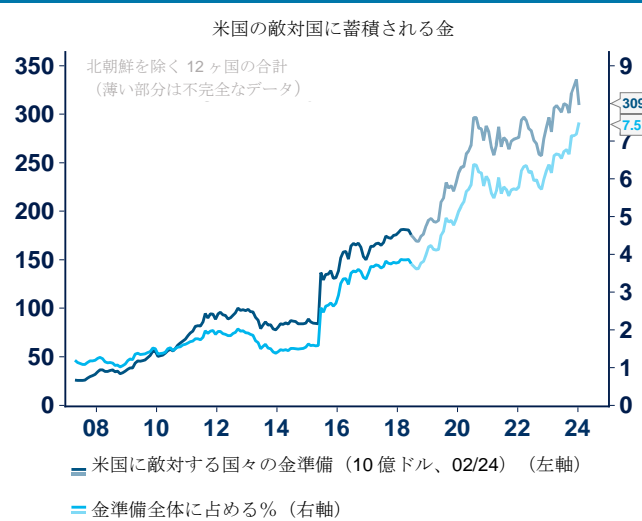
しかし、米国の選挙が迫り、また、エネルギー・トランジションが加速するなか、米国の財政赤字が過去最高記録を更新し続ける可能性があることから、金には通貨安リスクが織り込まれると予想する。外貨準備の欧米通貨での保管に消極的な傾向が強まっていることも、大きな支援材料となっている。特に、2014年のクリミア併合以来、米国の敵対勢力とみなされる国々は金を購入し続けている。米国が最近、2022年に凍結された2850億ドルのロシア資産を差し押さえる計画だとの発言が、最近の金とビットコインの急騰につながったと思われる。

財政プレミアムの上昇



出典: マクロボンド、ブルームバーグ、アムンディ・インベストメント・インスティテュート。最終データは2024年10月4日現在。

クリミア併合に伴う金の買い占め増加



出典: マクロボンド、ブルームバーグ、アムンディ・インベストメント・インスティテュート。最終データは2024年10月4日現在。

### 地政学的リスクの高まりと国内情勢の不安定化は、金を押し上げる見込み

世界の秩序は変化しており、地政学は長期にわたって市場を左右する要因となるだろう。米中対立の激化、より多極化する勢力図、グローバルな問題への非協調的な対応、欧米モデルの影響力の低下、加速する軍拡競争、保護主義や地域ブロックの強化、基幹資源の供給確保の争い、ハイテク・半導体競争などは、すべてよく知られた材料である。膨れ上がる債務もまた、しばしば紛争の重大な拡大要因となってきた。さらに、持続不可能な富の分配によって国内の安定が損なわれ、その結果、西側民主主義諸国でも政治的分断が進み、社会的連帯が弱まっている。気候変動の課題とコスト、AIの急速な革命、サイバーセキュリティの脅威の増大、高齢化、移民の流れなど、いくつかの重要なディスラプションも社会への圧力を強める可能性がある。金の現在の急な「コンタンゴ」(先物価格がスポット価格より高い状況)は、通常、中期的なリスクの高まりを示唆している。

地政学が市場にどのような影響を与えるかは時代によって大きく異なるが、それは地理的条件や拡散リスク、短期的・長期的な地政学的・経済学的意味合い、さらには、これらのリスクを回避するための各国の能力や資源の不均衡の関数である。

第二次世界大戦後の重要なショックを見ると、地政学の、金、ボラティリティ、原油への影響は、市場に、脆弱なマクロ経済環境による問題が起きていないときには、簡単に切り離すことができたことがわかる。一方、これらのショックが市場に最も大きな影響を与えたのは、インフレ率の急上昇に寄与した、あるいは、その一因となったときであった。これとは対照的に、低成長時や低インフレ時には、その影響はより希薄で不均質であった。現在、中期的にもインフレの不確実性は過去の水準以上に高止まりする可能性が高いため、地政学に対する金の感応度は高まると予想される。

地政学的ショックが市場に与える影響とマクロ的背景の影響(第二次世界大戦後)



出典: アムンディ・インベストメント・インスティテュート。重大な地政学的ショックの際のハイライト。



## 金への配分を増やしてポートフォリオの分散効果を高めるべきと考える7つの理由

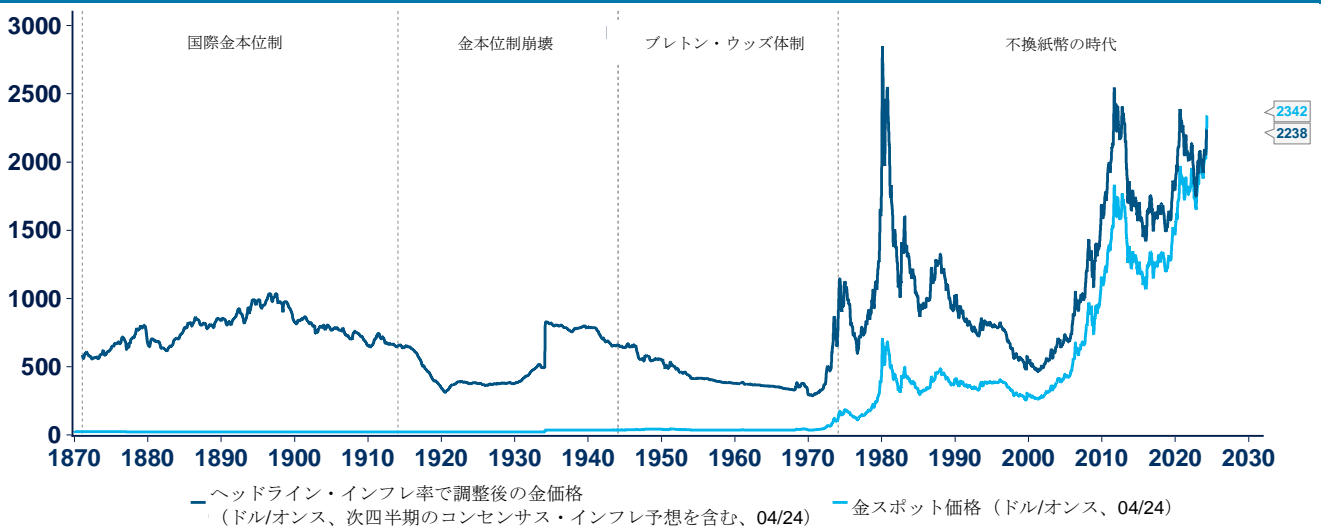
第一に、金市場の流動性は高く、取引相手のリスクも限定的である。金に投資する最も伝統的な方法は、地金の延べ棒やコインを購入することだ。しかし、現物の地金の移動や保管に伴うリスクやコストを避けるために、金上場商品(ETCを含む)や金証書を購入することもできる。先渡し、先物、オプションなどのデリバティブを通じて金に投資することもできる。金に間接的に投資する方法としては、金鉱会社の株式があるが、これらは全体的に割安に見え(予想PERは16倍)、相対的に魅力的な配当利回り(1.8%)を実現し、営業利益率の改善を享受し、ROEを改善する余地もある。

第二に、金は、非常に魅力的な分散投資先でもある。分散投資の黄金時代は終わった。株式と債券のリターンは、今後は徐々に中立に戻る可能性が高いが、現在はプラスの領域にあり、統計的に見ても安心できる状況ではない。さらに、世界的に流動性が低下し、バリュエーションは上昇し、アロケーションが過密となり、過去10年間の正常な状態に戻る可能性は極めて低いと思われるなかで、投資家は異なる時間軸を持つ、より多様なリスクに直面している。そのため、相対価値裁定取引、ヘッジファンドのアルファ、戦術的トレーディング.....そしてメジャーなリーグでも活躍しそうな金など、より幅広いツールを組み合わせることで、分散投資の強化を再考しなければならないだろう。米ドルとスイスフランはある程度安全と思われるが、このような代替となる可能性のある明確なセーフヘイブンは、それ自体が不換紙幣であり、反対に動きに弱い。オプションやボラティリティは短期的な戦略であり、実物資産は流動性が低く、暗号通貨は十分に成熟しておらず、供給管理やサイバーセキュリティに関する重要な問題に直面している。

第三に、金は、その本質から、地理上の場所、タイミングに関係なく、世界規模で混乱が広がる際には、複雑にカスタマイズ化されたヘッジ手段の便利な代替として、幅広いリスクからのプロテクションを提供する。重要なことは、金は、通常、かなり前にリスクを価格に織り込む傾向があるため、市場の支配的なプレーヤーであるバイ・アンド・ホールドの投資家(金融機関や年金基金を含む)は、最適なエントリー・ポイントを見極めることにあまり重点を置いていないことである。

第四に、金は保険であると同時に投資手段でもある。インフレ調整後の金価格は過去の高値からまだ乖離しており、金の保有は依然として進んでいない(分散投資では5%未満、世界の外貨準備高の13%、その大半は中近東の中央銀行が保有している)。したがって、金利が反転し、利下げが始まれば、ETFの資金流入も再開する見込で、金を保有する機会費用も低減するだろう(過去を見ると、金は+10%程度、急上昇する)。全体として、金にはさらなる上昇の可能性があるというアムンディは見ている。アムンディのフェアバリューモデルは、2,300ドル/オンスを最初のマイルストーンとし、2,500ドル/オンス前後を中期的な均衡として示唆している。

金価格は、まだ、インフレ調整後で見ると過去の水準を下回っている



出典マクロポンド、ブルームバーグ、アムンディ・インベストメント・インスティテュート。最終データは2024年10月4日現在。

第五に、今、ほとんどの投資家が債券の配分を引き上げているが、金によって、不換紙幣への高いエクスポージャーを緩和することができる。金はドル建て以外のポートフォリオにおいても非常に魅力的であり、安全な避難場所を求めている場合、ドル高による金のリターンの相殺を避けることができる。



第六に、相対的に見て、金はメインストリームの資産と比べて魅力的である。メインストリームの資産の大半は、現在、高めの価格設定になっている一方で、利回り(現金控除後、リスク調整後)は通常より低くなっている。

最後に、まとめとして、分散投資とヘッジの観点から、金はグローバルな分散ポートフォリオの中で 5~10%配分すべきと考える。<sup>1</sup>

中央銀行の金購入は終わっていない



ドル建て以外のポートフォリオにとって魅力的な金

様々な通貨における金のリターン

	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	Average
2004	4.6	-2.9	-2.4	0.2	-3.8	-0.6
2005	17.8	35.6	31.7	35.6	36.5	28.2
2006	23.2	10.2	8.1	24.3	14.1	15.8
2007	31.9	19.0	29.7	23.6	22.3	22.7
2008	4.3	9.4	44.2	-15.5	-2.3	14.0
2009	25.0	21.5	11.5	28.7	21.9	16.7
2010	29.2	38.2	33.3	12.6	16.5	23.6
2011	8.9	12.6	9.8	3.3	9.3	8.8
2012	8.3	6.6	3.5	21.7	6.0	7.6
2013	-27.3	-30.5	-28.7	-11.7	-29.4	-24.8
2014	0.1	14.0	6.3	14.2	11.9	10.0
2015	-12.1	-2.1	-7.0	-11.8	-11.5	-6.0
2016	8.1	11.3	28.9	4.9	9.8	12.0
2017	12.7	-1.0	2.9	8.8	8.0	5.3
2018	-0.9	4.1	5.2	-3.4	0.2	3.9
2019	18.4	20.7	13.9	17.3	16.4	18.1
2020	24.6	14.3	20.7	18.4	13.7	17.1
2021	-4.3	3.0	-3.4	6.7	-1.4	-0.5
2022	0.4	7.1	13.1	15.1	2.0	8.6
2023	14.6	10.7	8.2	22.5	4.4	12.7
2024	11.6	13.6	12.5	20.2	19.9	15.5

出典マクロボンド、ブルームバーグ、アムンディ・インベストメント・インスティテュート。最終データは 2024 年 10 月 4 日現在。

出典マクロボンド、ブルームバーグ、アムンディ・インベストメント・インスティテュート。最終データは 2024 年 10 月 4 日現在。

## AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

1. In an increasingly complex and changing world, investors have expressed a critical need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios. Situated at the heart of the global investment process, the Amundi Investment Institute's objective is to provide thought leadership, strengthen the advice, training and daily dialogue on these subjects across all assets for all its clients – distributors, institutions and corporates. The Amundi Investment Institute brings together Amundi's research, market strategy, investment insights and asset allocation advisory activities. Its aim is to project the views and investment recommendations of Amundi.

2. <https://research-center.amundi.com/>

### Chief editors

**Monica Defend**

Head of Amundi Investment Institute

**Claudia Bertino**

Head of Investment Insights & Publishing, Amundi Investment Institute

### IMPORTANT INFORMATION

This document is solely for informational purposes. This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction. Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice. Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management S.A.S. and is as of Last available data as of **10/4/2024**.

Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management S.A.S. and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks. Furthermore, in no event shall Amundi have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages due to its use.

Date of first use: **12 April 2024**.

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 - Head office: 91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com).

Photos: © IStockPhotos / MarsYu.

<sup>1</sup>「中央銀行の資産配分における金」2019年3月号参照。



## 本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、アムンディ・インベストメント・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インベストメント・インスティテュートの見通し、予想、予想意見等(以下、見通し等)は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務(直接的、間接的を問わず)を負うものではありません。弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

### アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号: 関東財務局長(金商)第 350 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