

### 海外アセット・オーナーに学ぶ金投資の実例

昨今の価格高騰を受け、年金基金の投資対象としても注目度が高まっている金ですが、実際に同資産を投資対象として組み入れている国内の企業年金は多くありません。今回の年金ニュース解説では、海外アセット・オーナー（Future Fund及びTRS）の金投資の実例から、年金基金が金を投資対象として組み入れる際のポイントを整理します。

#### はじめに

企業年金等の国内アセット・オーナーの中であまり採用が進んでいない金ですが、近年の金価格の急騰などを受け、注目度が高まっています。

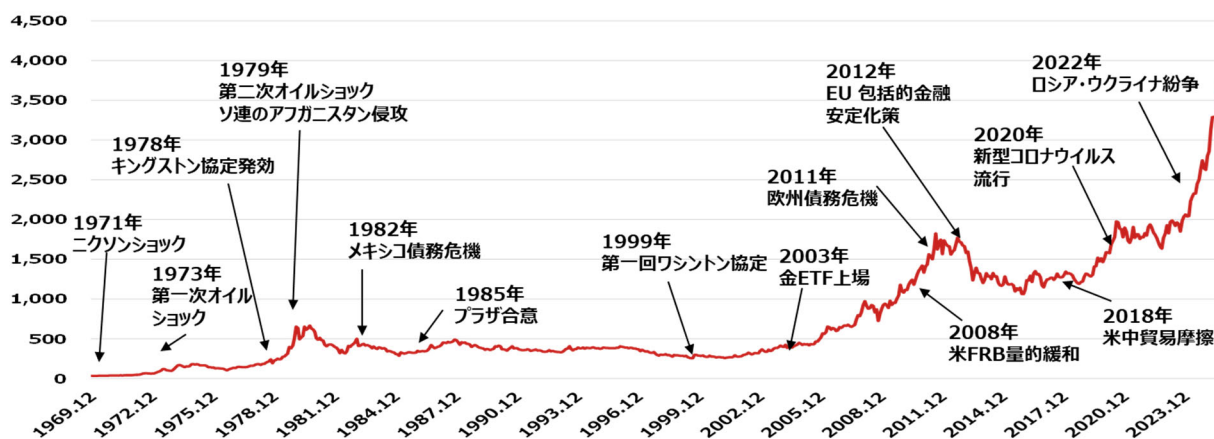
一般的に金投資のメリットとしては、インフレ耐性や地政学リスク拡大局面での有効性、株式との低相関、流動性の高さなどが挙げられます<sup>1</sup>。

一方で、インカム収益がないことや、長期の期

待りターンの算出が難しいことなどから、資産クラスとして組み入れる際の整理の仕方や、ポートフォリオの最適化が難しいといった点が、国内の企業年金にとって金投資のハードルの一つとなっていると考えられます。

本稿では、海外アセット・オーナーの金投資の実例を紹介し、金をポートフォリオに組み入れる際のロジックなどのポイントを整理していきます。

図表 1 金価格の推移



(注) 1トロイオンス当たりの価格(米ドル建て)

(出所) Bloomberg より NFRC 作成

<sup>1</sup> 金の特徴については、「年金ニュース解説 No.967 投資対象としての金」(金親、2025年11月25日)をご覧ください。

## Future Fund(豪州)の金投資

### ● 運用アプローチ

オーストラリアのFuture Fundは、同国の将来世代のために投資し、長期的な財政基盤を強化するために2006年に設立されたソブリン・ウェルス・ファンドであり、2025年9月末の運用資産額は約2610億豪ドルとなっています。

Future Fundの資産運用では、あらゆる投資機会の期待リターンとリスクは常に変化しているという考えの下、固定的な政策アセット・ミックスや参照ポートフォリオは定められていません。長期的な政策アセット・ミックスを設定していないため、ポートフォリオにおけるリスク水準の管理には実質の株式エクスポージャー（EEE、Equivalent Equity Exposure）が用いられ、現在はEEEが60~70%になるようにポートフォリオが構築されています。

実際のポートフォリオ構築は、その時々を経済環境に応じて3年に一度TAA（Tactical Asset Allocation）が設定されますが、経済環境に変化があった場合にはTAAの変更やTAAからの逸脱が認められています。

### ● 金投資の位置づけ

Future Fundでは、TAAの投資対象として、「オーバーレイ」と呼ばれる資産クラスが設定されています。同資産クラスはポートフォリオ全体のリスク・リターン特性を調整するために設定された戦略的投資手法のことで、各国の通貨やインフレスワップ、コモディティなどの商品が投資対象となります。

金は、この「オーバーレイ」内部の通貨やコモディティの一部として、ETFを通じて投資されています。2021年以降、金のエクスポージャーを増やしていることが公表資料<sup>2</sup>で説明されています。

直近の金の投資残高は10億豪ドルを超え<sup>3</sup>、これはポートフォリオ全体の約0.4%です。

同資料では、様々なリスクシナリオを想定してポートフォリオの頑健性を検証しており、特にインフレ率上昇シナリオにおけるポートフォリオの脆弱性が指摘されています。「地政学リスクやインフレ懸念などが顕在化する中で、価値の貯蔵手段として機能する金の配分を増やしている」と説明されています。

図表 2 Future Fund が設定している資産クラス

資産クラス	概要
キャッシュ	短期金利など
クレジット	社債、MBS、HY債、ローンなど
上場株式	豪州、先進国、新興国株式
PE	VCやバイアウトなど
有形資産	不動産、インフラ、森林など
オルタナティブ	絶対収益戦略やリターン源泉の多様化に資する戦略
オーバーレイ	通貨、インフレスワップ、コモディティなど

（出所）Future Fund「Statement of Investment Policies」（2025年8月）より NFRC 作成

<sup>2</sup> Future Fund 「- Position Paper - Portfolio Resilience: Part One」、2025年11月。

<sup>3</sup> Australian Financial Review 「Future Fund pivots to gold and active funds in a 'permacrisis' world」、2025年11月18日。

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて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。本資料は、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。

## TRS(米国テキサス州)の金投資

### ● 運用アプローチ

TRS(テキサス州教職員退職年金基金)は、米国テキサス州の教職員を対象とした退職年金を運用しており、2025年8月末の運用資産額は約2250億米ドルです。同基金の長期の目標資産配分であるターゲット・アロケーションの策定にあたっては、以下の3つの経済シナリオを活用しています。

- 「シナリオ1」: 高成長・高インフレを想定
- 「シナリオ2」: 低成長・高インフレを想定
- 「シナリオ3」: 低成長・低インフレを想定

具体的には、「シナリオ1」で良好なパフォーマンスが期待されるグローバル株式に57%、「シナリオ2」で良好なパフォーマンスが期待される安定資産に21%、「シナリオ3」で良好なパフォーマンスが期待される実物資産に21%、いずれのシナリオについてもバランスの取れたエクスポージャーを有するリスクパリティに5%を配分しています。

図表 3 TRS のターゲット・アロケーション

資産クラス	目標	下限	上限
グローバル株式	57%	50%	64%
安定資産	21%	14%	28%
実物資産	21%	14%	28%
不動産	15%	10%	20%
エネルギー・天然資源・インフラ	6%	1%	11%
コモディティ	0%	0%	5%
リスクパリティ	5%	0%	10%
(レバレッジ)	-4%	-	-

(出所) TRS 「2025 Annual Comprehensive Financial Report」(2025 年 8 月)より NFRC 作成

### ● 金投資の位置づけ

TRSは、「実物資産」の中の「コモディティ」の枠内で金に投資を行っています。コモディティの目標配分は0%となっていますが、+5%までの乖離が認められており、2025年8月末時点で同資産への配分割合は0.16%となっています。

実際の運用は、2009年に立ち上げられた特別な金ファンドを通じて行っています。同ファンドの内部では、金・銀のETFに加えて貴金属関連株式に投資が行われています。

### ポートフォリオ構築に際してのポイント

#### ● 期待リターン算出の難しさをどう克服するか

Future FundとTRSの金投資の実例を見てきましたが、この2例には「機動的判断に基づいた金投資を行っている」という共通点があります。

Future Fundは「資産の期待リターンやリスクは常に変化している」という投資哲学の下、長期の政策アセット・ミックスを策定せずにその時々々の経済・市場環境に応じた配分を行っています。

TRSは、そもそもコモディティの目標資産配分は0%であることから、政策アセット・ミックスとしては金を投資対象としていないとも言えますが、実際のポートフォリオでは金への配分があります。

企業年金が金投資を行う場合にも、同様の整理の仕方が適していると著者は考えています。すなわち、長期的な政策アセット・ミックスの中の一つの資産クラスとして金を設定してしまうと、インカムリターンがないことの説明の難しさや、ポートフォリオ最適化における期待リターン算出の難しさに直面してしまいます。

企業年金においては、政策アセットミックスの設定の仕方にもよりますが、例えばヘッジファンドや実物資産などの資産クラスの中の1戦略として、「インフレ耐性や地政学リスク拡大局面での有効性、株式との低相関、流動性の高さ」などを理由として金を組み入れるといった整理が考えられます。

## ● 投資方法について

金のエクスポージャーを取る上では、現物、現物を裏付けとするETF、先物取引、金鉱株などの手法があります。各手法のメリット・デメリットは図表4の通りですが、企業年金で採用する場合にはETFや先物取引などの投資手法が現実解となりそうです。

図表 4 各投資手法のメリット・デメリット

手法	概要
現物取引	【メリット】 純粋な金価格の変動を享受できる
	【デメリット】 保管コストがかかる
ETF	【メリット】 純粋な金価格の変動を享受できる
	【デメリット】 現物価格とETFの価格が乖離することもある
先物	【メリット】 反対売買を行えば現物保管は不要 レバレッジをかけることもできる
	【デメリット】 理論上、保管費用が先物価格に上乗せされる
金鉱株	【メリット】 現物保管は不要
	【デメリット】 会社の業績や株式市場の影響を受ける

（出所）NFRC 作成

## ● 為替ヘッジについて

現物を裏付けとするETFなどの場合、米ドル建てでの金価格に連動する場合がほとんどであるため、日本のアセット・オーナーが投資する場合には、米ドルの為替ヘッジを付けるか否かも重要な検討事項となります。

一般的に、金は米ドルの信用低下局面で価格が高騰するため、円高・米ドル安局面で上昇、円安・米ドル高局面で停滞する傾向があります。そのため、金単体で見ると、為替ヘッジを付けない方がリスクが低くなります（図表5）。

一方で、株式との関係という意味では、為替ヘッジをかけた方が金本来のリターン特性を享受できる（米ドル円の為替変動の影響を受けない）ため、金と株式の相関は低くなります（図表5）。

実際に、金と株式のポートフォリオで為替ヘッジの有無によるリスク・リターンの変化を試算すると、図表6の通りです。金をポートフォリオに組

み入れることで、ポートフォリオ全体のリスクが低減する効果が確認できますが、金に為替ヘッジをかけることで、より効果的にリスクを削減できていることが読み取れます。

また、為替ヘッジの有無を考える上では、金の「インフレとの連動性」や「インカムリターンがない」といった特徴も考慮することが重要です。基本的に為替ヘッジは米国の短期金利をショートするのと同等の効果があるため、為替ヘッジを付けることで金のインフレとの連動性は低減する可能性があります。また、金は定期的なインカムリターンがないため、キャピタルリターンが為替ヘッジコストを上回る水準でなければ、マイナスリターンとなってしまうことにも注意が必要です。

図表 5 通貨戦略毎のリスク・リターンと相関

	金 (ヘッジなし)	金 (ヘッジあり)	MSCI ACWI (ヘッジなし)
リターン（年率）	13.4%	8.5%	8.5%
リスク（年率）	15.3%	16.1%	17.8%
世界株式との相関	0.233	-0.077	---

（注） データ期間は2000年1月～2025年12月

（出所）Bloomberg より NFRC 作成

図表 6 金&株式ポートフォリオ リスク・リターン

ポートフォリオ	金に為替ヘッジをかけるか			
	ヘッジなし		ヘッジあり	
	リターン	リスク	リターン	リスク
（参考） 株:100%	8.5%	17.8%	8.5%	17.8%
金: 1% & 株:99%	8.6%	17.7%	8.5%	17.6%
金: 5% & 株:95%	8.8%	17.1%	8.7%	16.9%
金:10% & 株:90%	9.2%	16.5%	8.8%	16.0%

（注） データ期間は2000年1月～2025年12月。リスク・リターンは年率表示。株式はMSCI ACWIを想定

（出所）Bloomberg より NFRC 作成

本資料は、お客様への情報提供を目的として作成したものであり、特定の有価証券の売買または商品の推奨・勧誘等を目的としたものではありません。本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。本資料内の記述、グラフ・表・数値データ等の内容につきましては、信頼できると考えられる情報に基づいて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。本資料は、野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。配布されたお客様限りでご使用ください。本資料のいかなる部分も一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング、野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、本資料の全部もしくは一部を複写、転送または再配布することはご遠慮ください。



#### 《MSCI データの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc. (「MSCI」) の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

#### 《FTSE 世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE 世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLC により運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。

#### 《金融商品取引法に基づく情報開示》

会社名： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社  
金融商品取引業者： 登録番号 関東財務局長(金商) 第 451 号  
加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号(第 011-00961 号)  
報酬等： 当社がサービスの対価として、お客様にご負担いただく報酬(税込)の上限は下表の通りですが、投資助言の対象、運用手法、サービス内容等に応じて、お客様との協議により個別に決定いたします。報酬額の計算方法はお客様との個別協議に基づいて決定するために、事前に表示することができません。

	助言契約	一任契約
年間基本料率 もしくは年間報酬額 <sup>(※)</sup>	0.55% もしくは 2,200 万円	0.825%

<sup>(※)</sup> 上記は単一のサービスに対するものであり、複数のサービスを組み合わせた契約には当てはまりません。

投資リスク 当社の業務に関して、お客様が負担する投資リスクには主に以下のようなものがあり、投資する商品の価格が変動しますので、運用資産に損失が生じ、元本を割り込むおそれがあります。

- 株価変動リスク： 株式相場の変動により、投資する株式等の価格が変動するリスクがあります。
- 金利変動リスク： 市場金利の変動により、投資する債券等の価格が変動するリスクがあります。
- 為替変動リスク： 通貨価格の変動により、投資する外貨建て資産の価格が変動するリスクがあります。
- 信用リスク： 投資する証券の発行体の信用状況の変化により当該証券の価格が変動するリスクがあります。
- 流動性リスク： 流動性に乏しい商品(プライベート・エクイティ・ファンド等)について、不利な条件でしか換金できないリスクがあります。
- デリバティブ固有のリスク： デリバティブ(先物・オプション等)が対象資産の価格変動と連動しないリスクがあります。
- 投資対象リスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、ベンチャー企業を含む非公開企業を投資対象とするため、一般に高いリスクを有します。
- 投資案件が確保されないリスク： プライベート・エクイティ・ファンドは、当初想定された金額を満たす投資案件が確保されないリスクがあります。

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次の URL にてご登録をお願い致します。

<https://nenkin.nomura.co.jp>

編集・発行： 野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社  
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒103-0007 東京都中央区日本橋浜町3-21-1 日本橋浜町Fタワー16F  
TEL: 03 6703 3991 Email: [nenkin@jp.nomura.com](mailto:nenkin@jp.nomura.com)