



ALLIANCEBERNSTEIN®

2026年5月

# コモディティ、実物資産等、リアル・アセット経済の復活

イラン戦争とそれに伴うエネルギー・ショックを受けて、投資対象としてのコモディティの優先度が急上昇している。本稿執筆時点では、市場は今回のショックを一時的なものを見なしているが、地政学的秩序の変化により、石油に限らずさまざまな商品市場で供給の混乱が生じやすくなっている。一方、人工知能(AI)需要の高まりを背景に、リアル・アセット経済の復活が進んでいる。

米国の役割及び優先順位の変化、米国への信頼の喪失、さらには戦後の貿易グローバル化を支えてきた世界秩序への関与を米国が積極的に担わなくなったことを背景に、各国政府のみならずポートフォリオ・マネジャーにとっても、地政学リスクやレジリエンスは、投資における重要事項として再浮上している。

直近では地政学的リスクの高まりを背景にコモディティへの関心が高まっているが、長期的に見ても実物資産へのシフトが求められており、コモディティはその一角を担う。これは、アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)が強気の見方をしている金とは別枠の議論であり、実際、昨今の地政学的情勢と政府の債務水準を踏まえれば、金はコモディティというより貨幣に近い資産と捉えるべきだとABは考えている。本稿では、金以外のコモディティ、特に産業用金属に焦点を当てる。

コモディティは、ポートフォリオ設計における不足部分を補完するとともに、AI、脱グローバル化と地政学、資源ナショナリズムの高まりに関連したテーマ投資の一部を構成するものでもある。コモディティ指数はエネルギー・セクターのウェイトが高く、現時点ではこのような指数に投資する妥当性はあるが、戦略的に見た場合、ABの確信度は高くない(ただし、エネルギー転換には予想以上に多くの時間がかかるとABは考えている)。本稿では、コモディティへの直接投資、鉱業セクターへの投資、地域配分(中南米への配分)を通じたコモディティ投資について検討する。

過去30年間、世界規模で複雑なサプライチェーンが構築されてきたが、その再編が続く中で、総じてインフレの水準と変動性はいずれも高まると考えられる。

## 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

## ロベルタス・スタンチカス

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー(米国)  
機関投資家向けソリューション シニア・リサーチ・アソシエイト

## 共同執筆者:

アラ・ハームズワース\*\*、モーリーン・ヒューズ\*\*

## 実物資産とコモディティの構造的な投資根拠

イラン戦争を受けてコモディティ投資の重要性が再び高まっており、中でも原油は比較的劣後してきたが、地政学的緊張が高まる中で、分散効果を発揮してきた資産と言える。時として起こるこうしたショックは局所的で短期間に終わるとの見方から、今回の事態を単なる戦術上の懸念事項として片付ける向きもあるだろう。しかし、長期投資の観点からも、学ぶべき教訓があるとABは考えている。まず、過去 18 カ月間に地政学的環境が急激に変化したことで、供給への打撃をもたらす地政学的ショックが発生する可能性は以前よりも高まっている。また、理由は大きく異なるものの、気候変動も断続的な供給混乱のリスクを高め、インフレ率の変動拡大をもたらす可能性がある。したがって投資家は、これまで以上に頻りにインフレ・ショックへの対応を迫られる可能性が高い。

本稿では、戦術的な資産配分ではなく戦略的な資産配分について焦点を当てる。戦略的に見た場合、相互に絡み合う複数の要因によってサプライチェーンの重要性が高まっており、多くの原材料で均衡価格の上昇と価格変動率の拡大が予想される。背景には、AI 主導の成長の下で原材料への需要が増加したことや、地政学的秩序に関する前提が崩れたことがある。後者に関する直近の例として、米国政府は各国に対し、中国以外から調達する重要素材について「安全保障プレミアム」を支払う必要があるとの認識を示した<sup>1</sup>。この 2 つの問題の根源は大きく異なるが、どちらも原材料への需要を押し上げる要因である。

この見方に懐疑的な人々は、ホルムズ海峡の封鎖は特殊なケースだと反論するかもしれない。エネルギー確保の必要性や、その供給を支えるホルムズ海峡の役割の大きさを踏まえれば、これに匹敵するような供給ショックはほかに考えにくいからだ。しかし AB は、今回の出来事を石油やガスにとどまらない大きな問題として捉えている。過去 30 年間には、コスト削減を目的に、かつてないほど大規模で複雑なサプライチェーンが構築されてきた。そしてほとんどの産業では、こうしたサプライチェーンを当然の前提として、ビジネス慣行や経済上の想定、企業組織が形作られてきた。だが、新たな地政学的現実により、このように肥大化したサプライチェーンを企業が維持することは一段と難しくなっている。サプライチェーン再構築の必要性はインフレ率の水準のみならず、その変動を高めることも意味する。そもそも経済は、時代や場所を問わず政治の影響を受けるものであり、近年は投資家はその事実を意識しなくてよい時期が長く続いてきただけに過ぎない。しかし今、この事実が地政学的リスクとして顕在化している。

ここで考えるべきより大きな社会的問題は、経済活動という意味でも、人々の時間の使い方という意味でも、活動の大部分がオンラインで行われるようになり、あたかも物理的な現実世界から切り離されて行われているかのように見えることだ。しかし、それは見せかけに過ぎず、実際のところ物質的な消費はかつてないほど増加している。その背景として、AI のような活動が、表には現れにくいものの電力消費や原材料の使用を通じて大量の資源を消費していることや、グローバル化によって天然資源の主要消費地がシフトしたことが挙げられる。

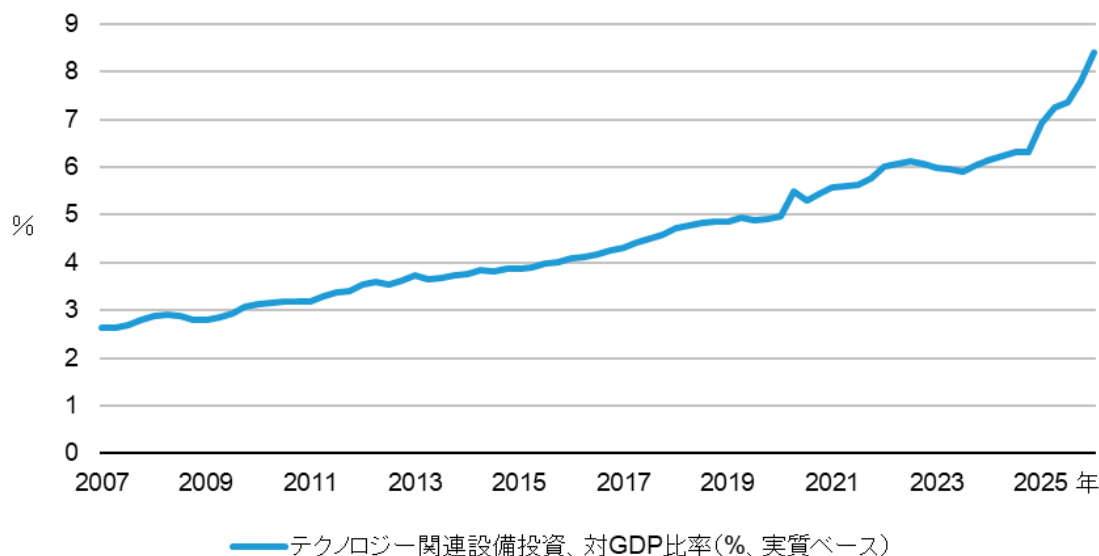
AB の最近のリサーチでは、脱グローバル化と高水準の公的債務の結果、均衡インフレ率は上昇する可能性が高いこと、及び気候変動がインフレ率の変動を高める一因になることが示されている<sup>2</sup>。このため、投資家にとって実物資産に投資する必要性は高まるとみられる。その必要性は有形設備投資を中心とするリアル・アセット経済の復活に伴って一段と高まっており、この点は、AI の膨大なエネルギー需要、さらには発電、原材料、送電網構築などの関連インフラを見れば明らかである。以上のような状況から、AI はインフレ要因なのか、それともデフレ要因なのかという疑問が生じる。AI が労働力を大規模に代替することによって、コスト、特に人件費の削減につながれば、強いデフレ要因となる可能性がある。その一方で、ケイト・クロフォード氏が AI を「資源収奪型」産業と分類したように<sup>3</sup>、AI のエネルギー及び原材料需要は物価押し上げ圧力となる。現在、米国の AI 設備投資は実質ベースで国内総生産 (GDP) の 8% に達しており (図表 1)、その規模は、米国と英国の鉄道ブームや戦後の米国における州間高速道路網の整備といった過去の大規模設備投資に匹敵する。しかし、1 つ異なるのは、主要資産 (今回の場合はコンピュータ・チップ) の耐用年数がはるかに短いという点だ。資産の減価償却を考慮した場合、現在の設備投資の波は、一定期間に必要となる投資規模の点で歴史上最も大きい。

<sup>1</sup> 米通商代表、重要鉱物への支払額を引き上げるよう同盟国に要請、フィナンシャル・タイムズ、2026年4月22日

<sup>2</sup> 以前のリサーチペーパー『不安定化する世界: 債務、インフレ、そしてAIが投資に与える影響』(要約版)ご参照

<sup>3</sup> AIの資源収奪的な性質に関する優れた論考については、ケイト・クロフォードの『Atlas of AI』(AIの地勢図)をご参照。

図表 1: 米国 GDP に占めるテクノロジー関連設備投資の割合が急増



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。  
 2026年4月29日現在  
 出所: マクロボンド、AB

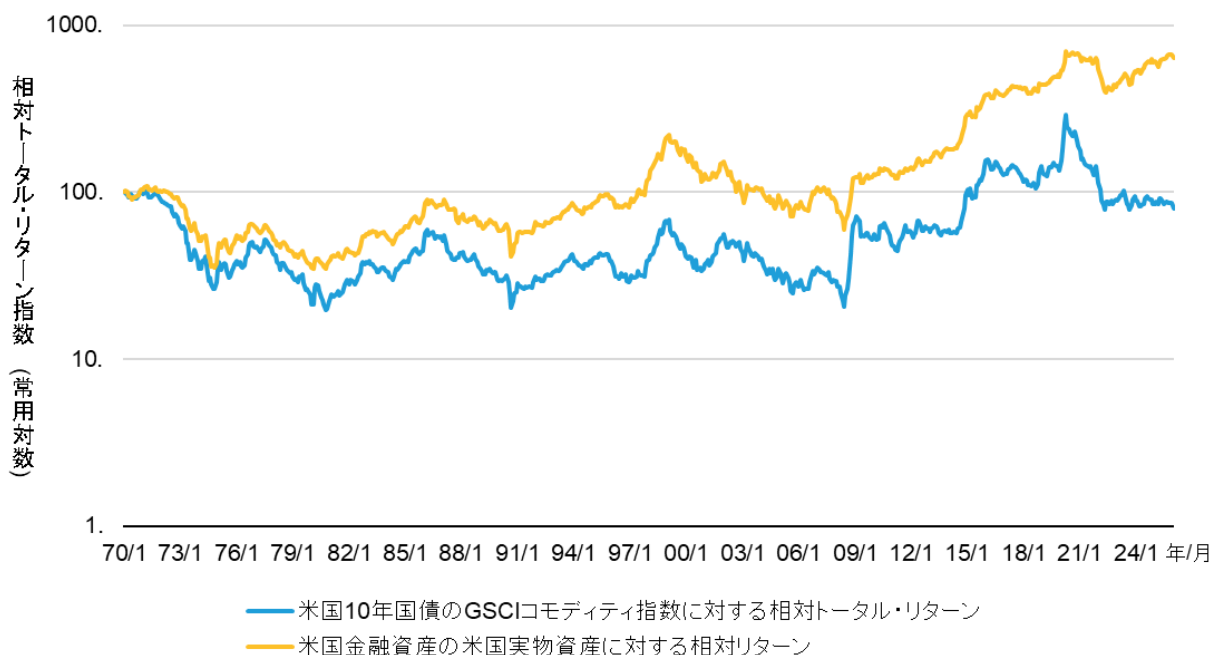
## 実物資産とは何か？

ここ数十年間、金融資産は概して実物資産をアウトパフォームしてきたが、その傾向は現在脅かされている。もっとも、これは全体としての大まかな結論であり、「実物資産」に何を含め、どのようなウェイト付けを行うかによって結果は大きく左右される。実物資産の適切な定義についてはいくつか考えられる。契約上のキャッシュフローがインフレに連動する資産、リターンが実証的にインフレとの相関を示してきた資産、長期にわたるインフレ局面でプラスの実質リターンを生む資産、サプライチェーンに不可欠な資産などがその例だが、実際には投資家の投資期間によってニーズが異なるため、一概に答えるのは難しい。しかし一般論として、少なくとも長期投資家に関しては、「理想的には金融工学に頼ることなく、長期のインフレ局面で実質リターンを生み出せる資産」というような定義が適切だと AB は考える。

あらゆる資産は、実物資産と純粋な金融資産を両極とする軸の上に位置づけることができる。例えば、株式は実物資産の属性を持っている。具体的には、インフレの影響を(不完全ではあるが)配当に反映させることができ、インフレ率が高い(ただし、高過ぎない)時期にプラスの実質リターンを生み出してきた実績がある。一方で、企業は負債も活用しており、ここ数十年は大規模な自社株買いを進めてきた。経済分析では見過ごされることが多いものの、これは株式市場全体のレバレッジが大規模に高まったことを意味する。図表 2 は、実物資産に対する金融資産の相対リターンを 2 種類、対数目盛りで示している。1 つは、コモディティ(ここでは GSCI コモディティ指数)に対する名目債券(ここでは米国 10 年国債)の相対リターンをボラティリティ調整後で比較したものであり、これは相対リターンの明確な(狭義の)定義に沿ったものである。また、広義の定義によるものとして、コモディティと不動産を均等ウェイトで組み合わせた実物資産に対する債券及び株式の相対リターンも示してある。

もちろん、相対リターンの良し悪しは、何を実物資産に含めるかの判断やそのウェイト付けについての判断(これは必然的に不完全なものとなる)による影響を受けるが、全体的な結論は変わらない。図表では、1970 年代と 2000 年代初頭の TMT(テクノロジー・メディア・通信)バブル崩壊時に金融資産が実物資産を著しくアンダーパフォームしたことが示されている。この期間を除けば、特に 1990 年代と世界金融危機(GFC)後の時期など、金融資産は概してアウトパフォームしてきた。しかし、均衡インフレ率の上昇が見込まれる状況下では、名目金融資産(債券)のパフォーマンスは少なくとも低下するだろう。

図表 2: 金融資産の実物資産に対するパフォーマンス(2種類の定義、対数目盛り)



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。

金融資産は、米国10年国債とMSCI米国株式指数のそれぞれのトータル・リターンを均等ウェイトで組み入れたバスケットによって表されています。実物資産は、GSCIコモディティ指数のトータル・リターンとケース・シラー全米不動産価格指数を均等ウェイトで組み入れたバスケットです。

2026年4月23日現在

出所: マクロボンド、AB

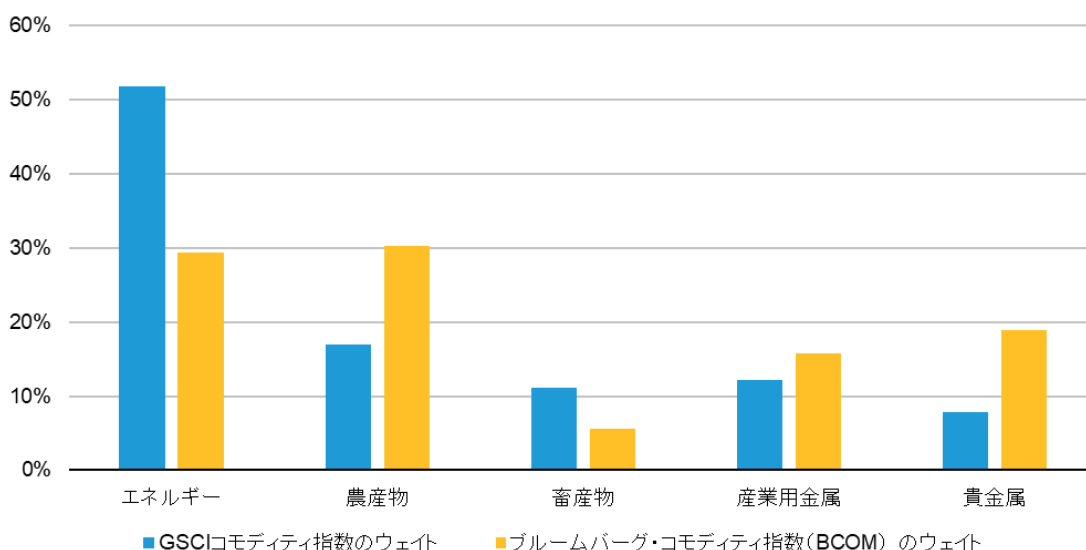
## 貨幣としての金と、コモディティ資産のウェイト付け

本稿ではポートフォリオにおけるコモディティの役割に焦点を当てるが、貴金属は対象外とする。ABは2019年以降、金に対して強気の見方を維持しており、貴金属に対する長期的に強気の見方は変わらない<sup>4</sup>。しかし、(1)地政学的秩序の崩壊、(2)G7諸国における高水準の公的債務を考慮すると、金を単なるコモディティと見なすことはもはや適切ではないと考える。現在の政治経済情勢を考慮すると、金は貨幣として捉えるべきである。これはポートフォリオ運用の日常的なニーズからかけ離れた単なる用語上の区別に聞こえるかもしれないが、ABはこの区別が今後ますます重要になると考えている。同じ結論は、より否定的な考え方、すなわち、金は(暗号資産と同様に)実用性がないためコモディティに分類するのは不自然だという考え方からも導き出される。

では、金は除くとして、他にどのような資産をコモディティとみなすべきだろうか。また、そのような資産に対してどの程度のウェイトを割り当てるべきだろうか。この点をコモディティ全体にわたって検討し、さらにマルチアセットの観点に広げて考えた場合、各資産のウェイトを決めるための当然の方法や既定の方法がないことは明らかだろう。パッシブな投資選択というものは存在せず、大半のコモディティ指数のウェイトは、エネルギーに大きく偏っている(図表3)。石油とガスの供給確保を巡る不確実性が高まっている現在の状況では、こうした指数への投資は適切かもしれないが、戦略的に見た場合、ABの確信度は高くない。

<sup>4</sup> 以前のリサーチペーパー『不確実性ととも金投資を継続する根拠とは』ご参照。

図表 3: GSCI コモディティ指数及びブルームバーグ・コモディティ指数のセクター別内訳



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。

2026年4月20日現在

出所:ブルームバーグ、S&P グローバル、AB

単純なアプローチとしては、コモディティは実物資産であるから、実物資産へのエクスポージャーを増やしたいのであれば、単に総合コモディティ指数に投資すればよいということになる。しかし AB は、そのような考え方は安易であり、投資家が現在直面している環境の変化に十分に対応できないと考えている。従来、総合コモディティ指数ではエネルギー・セクターのウェイトが歴史的に高く、このような指数構成は今後適切ではなくなる可能性がある。一方で、化石燃料が座礁資産化するという見方には、AB は賛成しない。エネルギー転換が仮に実現できたとしても、予想以上に長い時間がかかると考えられるためである<sup>5</sup>。もっとも、経済的に重要なコモディティの相対的な比重は今後変化していく可能性が高い。

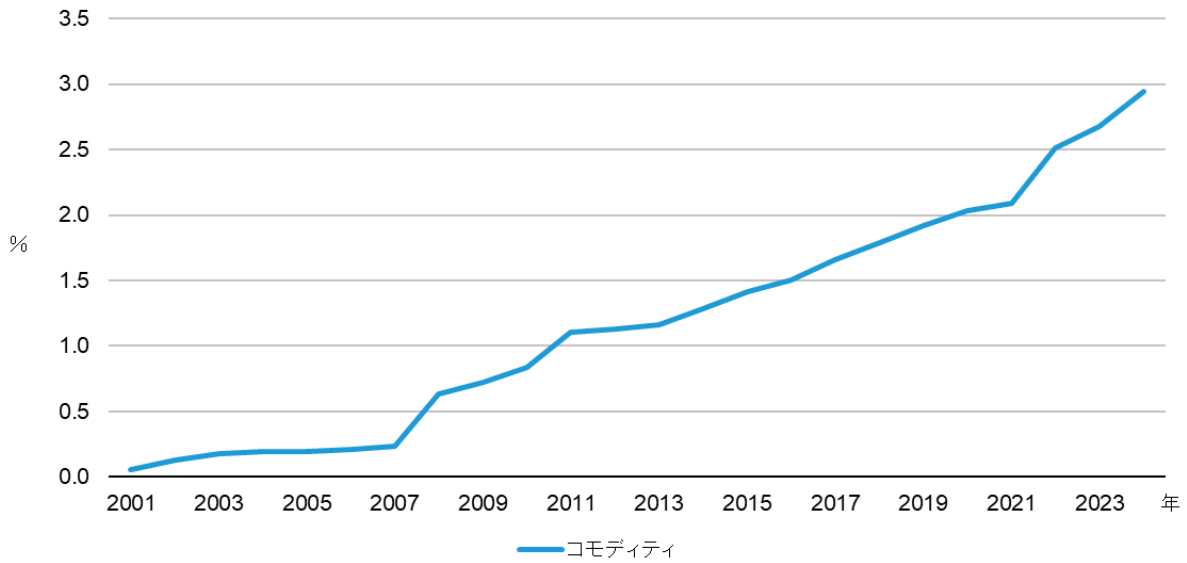
この点に関する予想には難しい面もある。米国主導の戦後秩序の終えん、気候変動、AI 経済における資金需要の急増といった要因が複雑に絡み合っているため、今後、特定の資産やコモディティの相対的な重要性は、十分なデータが存在する過去 50 年間のいかなる時点とも異なるものになる可能性が高い。

### 機関投資家のコモディティへの配分

機関投資家のコモディティへの配分に関して信頼できるデータを入手することは難しい。おそらく、利用できる最も包括的なデータは、米国公的年金データベースの資産配分データ(図表 4)であろう。これによると、過去 20 年間にわたり米国の公的年金基金におけるコモディティへのエクスポージャーは構造的に上昇傾向にあり、最新のデータでは 3%に達していることが示されている。

<sup>5</sup> 以前のリサーチペーパー『[Can the Energy Transition Happen?](#)』(英語)ご参照

図表 4: 米国の州及び地方自治体年金基金におけるコモディティへの平均的な配分比率



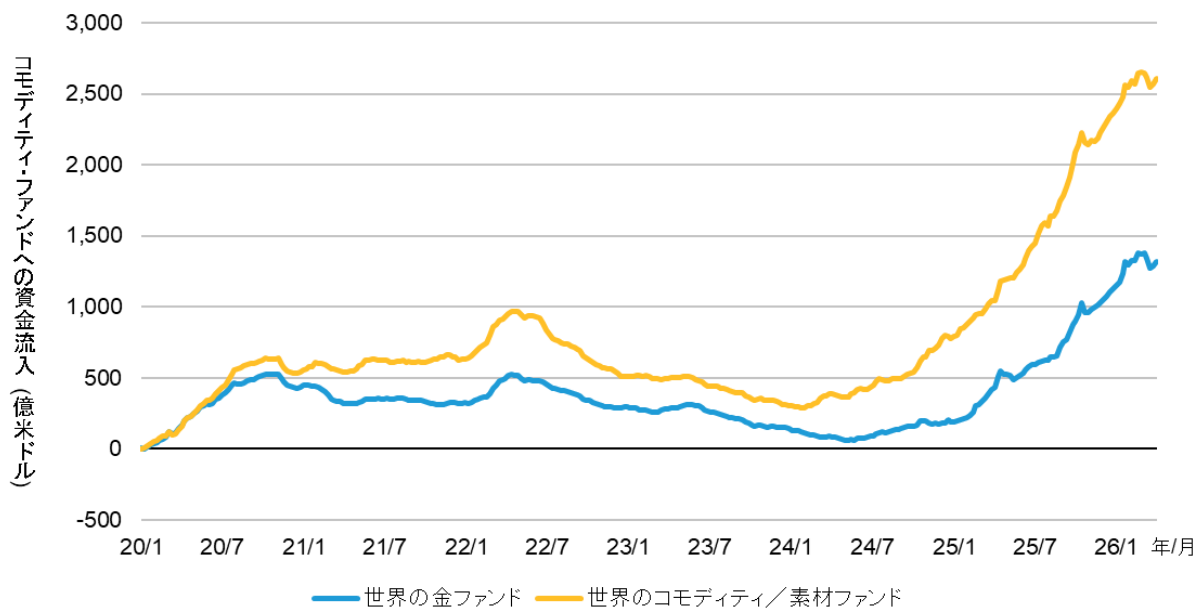
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026年4月1日現在

出所: 公的年金データベース ([www.publicplansdata.org](http://www.publicplansdata.org))、AB

しかし、データを詳しく検討すると、注意すべき点がいくつかある。第一に、平均的な配分比率は少数の基金による大規模な配分によって大きくゆがめられており、データの一部が古くなっている可能性もある。また、配分比率の上昇は、広範なコモディティへの配分が構造的に増加した結果ではなく、主に一部のファンドによる金へのエクスポージャーの追加と、近年の金価格の急騰によるものである。図表5が示すように、過去5年間の金ファンドへの資金流入は、コモディティ特化型上場投資信託 (ETF) 及び投資信託への流入総額のほぼ半分を占めている。

図表 5: 金及びコモディティ・ファンドへの資金流入



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。

2026年4月8日現在

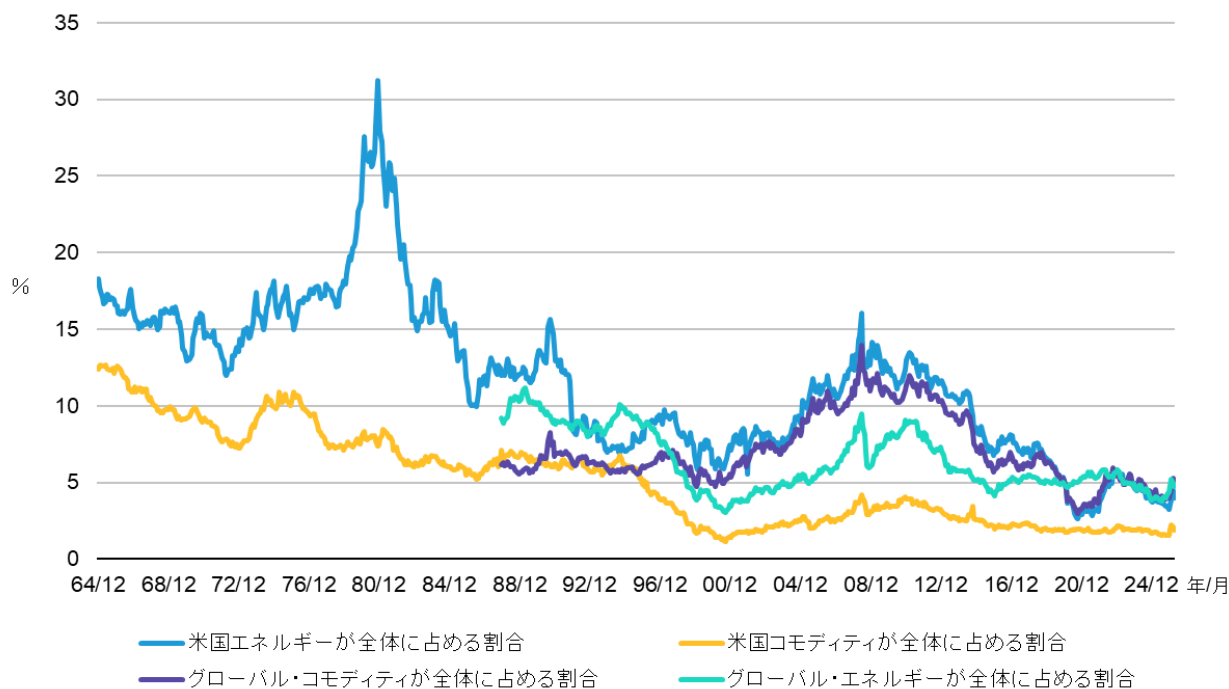
出所: EPFR、AB

一方、サンプルに含まれるいくつかの大型ファンドは、コモディティへのエクスポージャーを直接開示しておらず、実物資産またはインフレヘッジ戦略に対する広範な配分の中に含めている。また、コモディティに特化したアクティブ株式運用マネジャーへの配分は、株式配分に含まれている可能性が高い。AB が選好するトータル・ポートフォリオ・アプローチの観点では（以前のリサーチペーパー『総合芸術作品としてのポートフォリオ設計:トータル・ポートフォリオ・アプローチ』をご参照）、そのような配分はおそらくコモディティへのエクスポージャーとみなされるだろう。したがって、機関投資家のコモディティ配分に関する構造的な傾向について、明確な結論を導き出すことは難しい。

しかし、パブリック市場とプライベート市場におけるコモディティ（エネルギーを含む）の相対的な重要性に関するデータは、より明確である。図表 6 が示すように、パブリック市場におけるエネルギーその他コモディティ資産のウェイトは、過去 15 年間にわたり構造的に低下している。同様の低下傾向はプライベート市場でも確認でき、天然資源のウェイトは 2016 年のピーク以降縮小が続いている（図表 7）。

このような理解は AB の実務経験とも合致する。金に投資している一部の投資家（前述のとおり、AB は金をコモディティとは区別すべきだと考えている）を除けば、投資家からのコモディティについての問い合わせ状況を見る限り、投資家のコモディティ保有比率はかなり低いようである。実物資産が金融資産に対して長年アンダーパフォームしてきたことが、コモディティは魅力的なリターンの源泉ではないとの見方につながっている可能性がある。

図表 6: エネルギー・セクター及びコモディティ・セクターのウェイトは過去最低水準付近

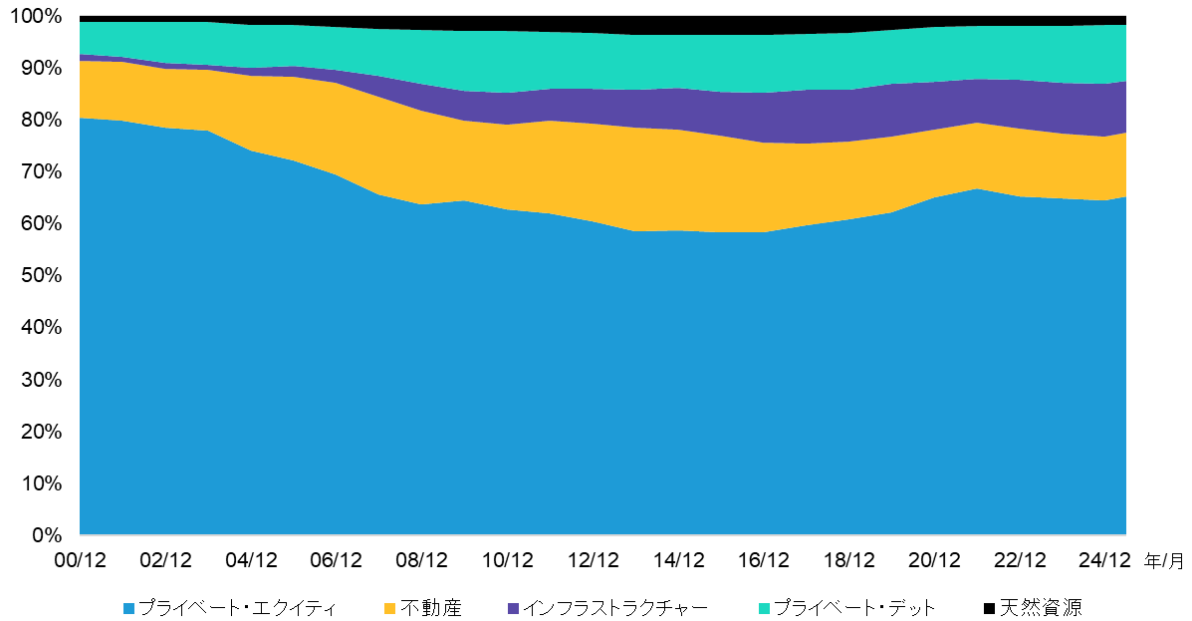


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026年4月26日現在

出所: ファクトセット、AB

図表 7: プライベート市場の運用資産残高に占めるカテゴリー別構成比



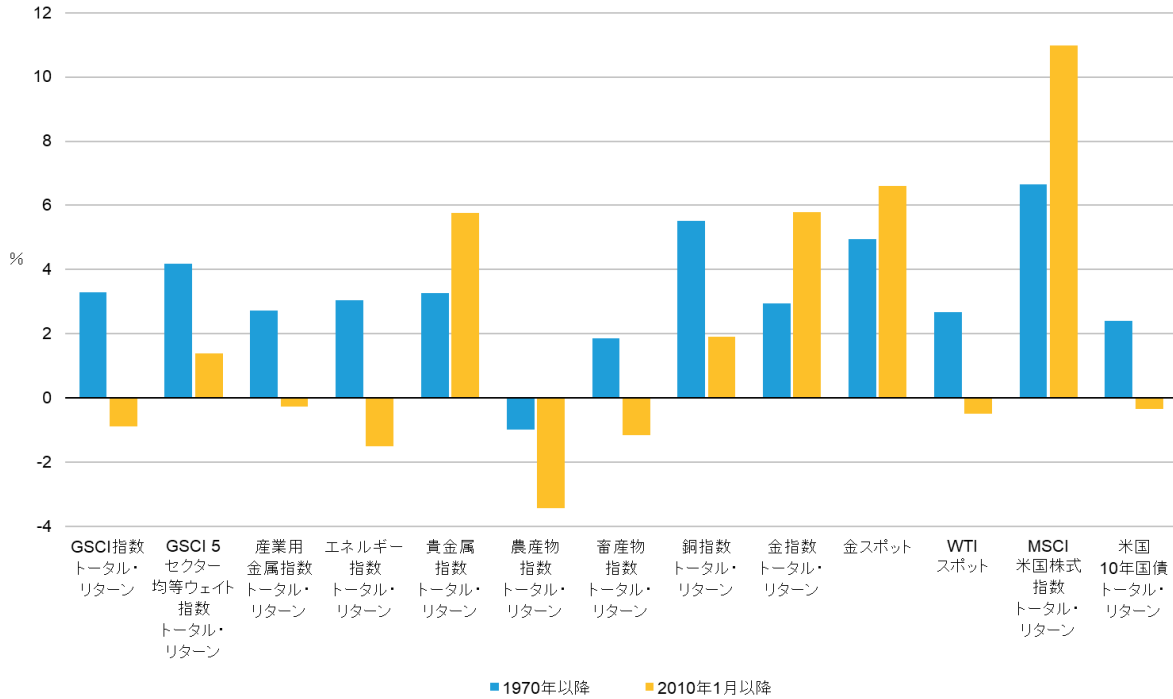
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
 2025年12月31日現在  
 出所: プレキン・プロ、AB

### コモディティへの配分はどうあるべきか？

ポートフォリオにおいてコモディティが埋めるべき不足部分は存在するだろうか。次のセクションでは、GSCI 指数、5つの個別サブセクター(産業用金属、エネルギー、貴金属、農産物、畜産物)、銅、金のリターンを個別に分析する。1983年算出開始のエネルギー、1974年算出開始の貴金属など、一部のデータ系列は歴史が比較的浅いため、1970年まで遡ることができる金スポット価格とウエスト・テキサス・インターミディエート(WTI)原油ベンチマークのスポット価格データも含めている。これにより、1970年代のスタグフレーション期の影響を捉えることができる。

過去15年間のコモディティの実質リターンは、貴金属を除けば、長期平均を大幅に下回っている。コモディティ全体のリターンが過去の平均(均等ウェイト指数に基づく)である実質4%に回帰した場合には、ABの世界株式リターンの中期予測と同じ水準になる。

図表 8: 1970 年以降及び 2010 年以降の実質リターン



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。

リターンは米国消費者物価指数で調整されています。

2026年4月23日現在

出所: マクロボンド、AB

しかし、インフレ率の水準別にリターンを見てみると、重要な相違点が見えてくる。貴金属、銅、エネルギーは、インフレ率が高い時期(具体的にはインフレ率が年率4%を超える時期)に実質ベースで株式をアウトパフォームする傾向があり、これは大きな利点の1つである。

図表 9: インフレ水準別に見たコモディティの実質リターン

	CPI上昇率		
	2%未満	2-4%	4%超
GSCI指数トータル・リターン	-16.9	9.5	14.5
GSCI 5セクター均等ウェイト指数トータル・リターン	-8.5	7.6	10.8
産業用金属指数トータル・リターン	-6.8	9.7	13.6
エネルギー指数トータル・リターン	-24.1	14.1	38.7
貴金属指数トータル・リターン	3.5	6.9	4.7
農産物指数トータル・リターン	-8.1	0.2	10.1
畜産物指数トータル・リターン	-7.5	5.6	7.6
銅指数トータル・リターン	-4.6	15.3	16.1
金指数トータル・リターン	3.6	6.1	2.7
金スポット	3.9	8.1	8.1
WTIスポット	-17.8	10	19.5
MSCI米国株式指数トータル・リターン	9.6	12.9	1.1
米国10年国債トータル・リターン	7	4.5	-1.8

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。

この表は、米国のさまざまなインフレ局面での前年比実質リターンの平均を示しています。インフレ率は米国消費者物価指数で測定されています。

2026年4月23日現在

出所: マクロボンド、AB

景気サイクルの状況も重要な検討事項であり、高インフレが高成長の結果なのか、それともスタグフレーション的ショックの結果なのかを考える必要がある。以下の図表 10 と図表 11 では、OECD 景気先行指数 (CLI、G20 ベース) が示す成長局面に従ってインフレ局面を分類している。この指数は、100 を上回ると景気拡大局面、100 を下回ると景気後退局面を示唆する。大半のコモディティ (特に産業用金属と銅) は景気サイクルに連動する性質を持ち、高インフレが高成長によって生じている局面に限り、実質リターンが大幅なプラスとなっている。一方、スタグフレーション的なショックが発生している局面では、エネルギーと金のみがプラスの実質リターンを示している。

図表 10: 景気拡大期におけるインフレ局面別の前年比実質リターンの平均値

CLIが100超	2%未満		2-4%		4%超	
	前年比実質リターンの平均 (%)	全月数に占める割合 (%)	前年比実質リターンの平均 (%)	全月数に占める割合 (%)	前年比実質リターンの平均 (%)	全月数に占める割合 (%)
	GSCI指数トータル・リターン	-7.7	8.0	14.2	28.7	17.8
GSCI 5セクター均等ウェイト指数トータル・リターン	-0.7	8.0	11.7	28.7	15.5	21.8
産業用金属指数トータル・リターン	7.5	9.2	19.2	29.9	26.9	17.0
エネルギー指数トータル・リターン	-12.0	10.5	21.5	32.6	37.1	12.6
貴金属指数トータル・リターン	1.2	8.5	8.3	27.6	7.4	20.4
農産物指数トータル・リターン	-2.9	8.0	2.2	28.7	14.2	21.7
畜産物指数トータル・リターン	1.8	8.0	7.0	28.7	12.7	21.7
銅指数トータル・リターン	11.8	9.2	26.5	29.9	30.4	17.0
金指数トータル・リターン	1.0	9.4	6.9	30.6	5.3	15.2
金スポット	1.7	8.0	9.9	28.7	10.8	21.7
WTIスポット	-3.6	9.9	19.8	31.7	22.1	14.0
MSCI米国株式指数トータル・リターン	18.2	8.0	15.0	28.7	5.5	21.7
米国10年国債トータル・リターン	1.6	8.0	1.3	28.7	-1.6	21.7

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。

CLI は OECD 景気先行指数 (G20 ベース) を指します。100 を上回る CLI は景気拡大期を示します。インフレ局面は米国 CPI 指数によって測定されています。

2026年4月23日現在

出所: マクロボンド、AB

ただし、これらのインフレ局面の中にはサンプル・サイズがかなり小さいデータが含まれていることに留意が必要である。例えば、トレンドを下回る経済成長と高インフレを伴うスタグレーション期は、全観測期間のわずか約 10%に過ぎない(図表 11)。

図表 11: 景気後退期におけるインフレ局面別の前年比実質リターンの平均値

指標	2%未満		2-4%		4%超	
	前年比実質リターンの平均 (%)	全月数に占める割合 (%)	前年比実質リターンの平均 (%)	全月数に占める割合 (%)	前年比実質リターンの平均 (%)	全月数に占める割合 (%)
GSCI指数トータル・リターン	-22.3	13.7	1.0	16.1	8.4	11.8
GSCI 5セクター均等ウェイト指数トータル・リターン	-13.0	13.7	0.4	16.2	2.0	11.6
産業用金属指数トータル・リターン	-15.1	15.7	-5.8	18.5	-9.6	9.7
エネルギー指数トータル・リターン	-31.2	18.0	2.3	20.4	42.2	5.9
貴金属指数トータル・リターン	4.9	14.5	4.6	17.1	-0.1	11.8
農産物指数トータル・リターン	-11.1	13.7	-3.5	16.1	2.4	11.8
畜産物指数トータル・リターン	-12.9	13.7	3.1	16.1	-1.8	11.8
銅指数トータル・リターン	-14.1	15.7	-2.8	18.5	-8.8	9.7
金指数トータル・リターン	5.2	16.1	4.7	18.9	-1.3	9.9
金スポット	5.2	13.7	4.9	16.1	3.1	11.8
WTIスポット	-26.1	16.9	-5.8	19.7	14.9	7.8
MSCI米国株式指数トータル・リターン	4.5	13.7	9.3	16.1	-7.2	11.8
米国10年国債トータル・リターン	10.2	13.7	10.1	16.1	-2.1	11.8

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。

CLIはOECD景気先行指数(G20ベース)を指します。100を上回るCLIは景気拡大期を示します。インフレ局面は米国CPI指数によって測定されています。

2026年4月23日現在

出所: マクロボンド、AB

コモディティはインフレに対する感応度が高いだけでなく、マルチアセット・ポートフォリオに分散効果をもたらすという、もう1つの重要な利点がある。以下では、再びサンプルを3つのインフレ局面に分類して分析を行うが、今回は米国株式及び米国債券との12カ月ローリング相関の平均値に注目する。図表12が示すように、特に金(広く言えば貴金属全体)は、あらゆるインフレ局面で米国株式との相関が非常に低い。総合コモディティ指数とエネルギーは、インフレ水準が上昇するほど分散効果が高くなる。

図表 12: インフレ局面別に見た米国株式との12カ月ローリング相関の平均値

資産	2%未満	2-4%	4%超
GSCI指数トータル・リターン	0.34	0.10	0.03
GSCI 5セクター均等ウェイト指数トータル・リターン	0.38	0.15	0.07
産業用金属指数トータル・リターン	0.42	0.25	0.29
エネルギー指数トータル・リターン	0.30	0.08	-0.05
貴金属指数トータル・リターン	0.07	0.00	-0.03
農産物指数トータル・リターン	0.22	0.15	0.01
畜産物指数トータル・リターン	0.10	-0.02	0.11
銅指数トータル・リターン	0.42	0.22	0.28
金指数トータル・リターン	0.01	-0.03	-0.02
金スポット	0.02	-0.05	-0.09
WTIスポット	0.29	0.05	-0.10

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。

インフレ局面は米国CPI指数によって測定されています。

2026年4月23日現在

出所: マクロボンド、AB

米国債券に対する分散効果はさらに強力であり、すべてのインフレ局面において相関はゼロ近辺またはマイナスとなっている(図表 13)。

図表 13: インフレ局面別に見た米国 10 年債リターンとの 12 カ月ローリング相関の平均値

資産	2%未満	2-4%	4%超
GSCI指数トータル・リターン	-0.26	-0.08	-0.20
GSCI 5セクター均等ウェイト指数トータル・リターン	-0.25	-0.11	-0.25
産業用金属指数トータル・リターン	-0.20	-0.04	-0.22
エネルギー指数トータル・リターン	-0.27	-0.05	-0.19
貴金属指数トータル・リターン	-0.01	0.00	-0.12
農産物指数トータル・リターン	-0.07	-0.05	-0.13
畜産物指数トータル・リターン	-0.08	-0.07	-0.09
銅指数トータル・リターン	-0.17	-0.01	-0.23
金指数トータル・リターン	0.02	0.01	-0.07
金スポット	0.03	-0.01	-0.05
WTIスポット	-0.27	-0.06	-0.12

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。

インフレ局面は米国 CPI 指数によって測定されています。

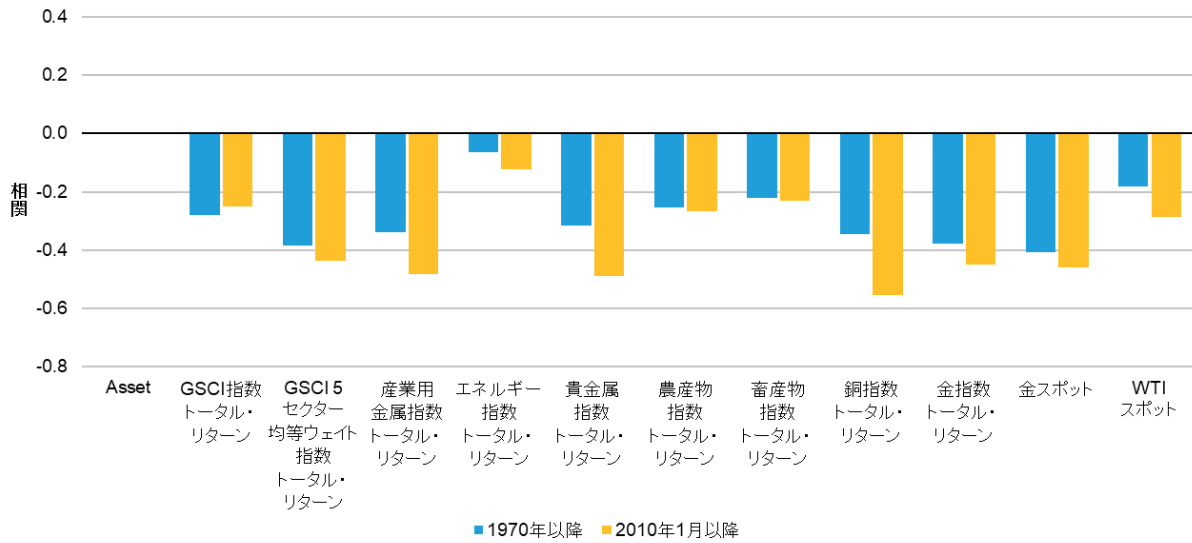
2026 年 4 月 26 日現在

出所: マクロボンド、AB

## コモディティと、ドルの役割の変化

現在のマクロ経済環境におけるコモディティのもう 1 つの利点は、米ドルの価値の下落に対するヘッジ効果である。図表 14 が示すように、総合指数とサブ指数はいずれも米ドル指数(DXY)と負の相関関係にある。負の相関は産業用金属と貴金属で特に顕著であり、過去 15 年間で強まっている。

図表 14: コモディティのリターンと米ドル指数(DXY)との相関



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。  
 2026年4月23日現在  
 出所: マクロボンド、AB

以前のリサーチで指摘したとおり、BRICS 諸国にはドル離れを少なくとも試してみたいという動機がある。さらに言えば、EU (欧州連合)加盟国の領有権に対して米国が介入すると言及した事実(グリーンランドの件等)を経て、EU 内の年金基金が米国の長期国債を「低リスク」資産として保有し続けることに合理性はあるだろうか。長期米国債の保有を継続することは理想的とは思われないが、流動性のニーズや構造転換の難しさを考えれば、米国債を売ることは現実的には容易ではない。また、海外投資家による米国株式投資を含めて考えた場合、米国資産からの資金流出を示す証拠は存在しない。変化が起きる可能性はあるが、おそらくそれほど急速ではないだろう。いずれにしても、財政の持続可能性は G7 全体の課題であり、米国だけの問題ではない。

図表 15 には、基軸通貨としてのドルの地位が維持される理由と失われる理由を整理した。総合的に見て、中央銀行資産と国際取引に占めるシェアという意味ではドルの地位はピークを迎えた可能性があるが、為替レートという意味ではそうではない。ドルは安全資産としての地位を徐々に失っていくと AB は見ているが、このプロセスはまだ道半ばである。

図表 15: もはや例外的ではない米ドル

米ドルは当面は基軸通貨としての地位を維持するが、脱ドル化の動きは加速している	
基軸通貨の地位を失う理由	それでも長い時間がかかる理由
財政の持続可能性 (ただし、この問題は G7 の通貨すべてに共通)	ステーブルコインが短期的に米ドル需要を促進する可能性がある
地政学: 中国含む BRICS は脱米ドル化を必要としている	米ドルの代替はない? 中国は人民元の自由な交換を認めない
信頼: 気まぐれな政策立案と同盟国からの離脱、民主主義支持の低下、米国の諸制度への信頼低下	米ドルの影響力は過去の基軸通貨をはるかに超えている
FRB の独立性 (ただし、この問題は他の中央銀行にも共通)	米国の絶対的な成長率は過去より低下しているが、他国と比較すれば依然として卓越している
	金などの資産は「量が不足」している(暗号資産を加えてもそれは変わらない)。資産担保通貨には限界がある
結論	
米国外の投資家による米ドル・エクスポージャーのヘッジ拡大	
米国のソブリン・リスクが価格に織り込まれ、イールドカーブがスティープ化する可能性	
ポートフォリオで非法定通貨資産(金や暗号資産)を保有する意味の拡大	

現在の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。

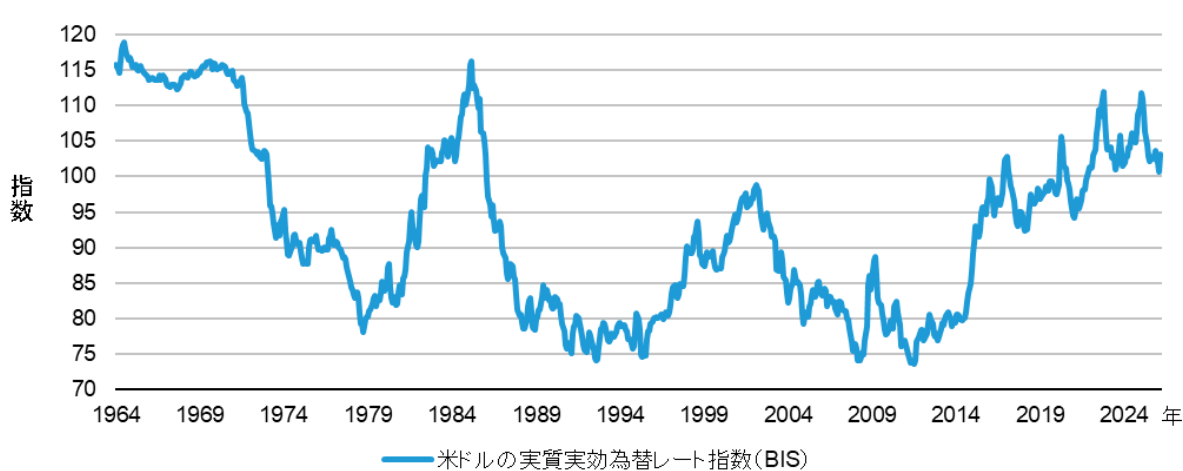
2026 年 2 月 5 日現在

出所: AB

米ドルが基軸通貨の地位を維持する最も強い力は、信頼に足る代替手段がないことと、過去の基軸通貨交代には数十年を要したという事実である。より直近の支援材料としては、米国がデジタル通貨として中央銀行デジタル通貨(CBDC)よりもステーブルコインを明確に選好したことがある(「米国ステーブルコイン国家革新指導確立法」、いわゆる「GENIUS 法」)。ステーブルコインの大半が米ドル建てであることから、その発行体は今や短期米国債の大口買い手として、1つの主要国政府に匹敵する存在感を示している。しかしその一方、財政持続可能性、地政学、信頼への疑問が重なることで、米ドルの安全資産としての機能は低下し、米国外の投資家は米ドルのエクスポージャーをより多くヘッジするようになると AB は考える。ただし、これが非常に緩やかなプロセスになる可能性は指摘しておきたい。

図表 16 が示すように、米ドルの実質実効為替レートは依然として過去の平均を上回っており、米ドル安がさらに進む余地があることを示唆している。先に述べた 2010 年以降のコモディティ価格の低迷は、米ドルの構造的な上昇と時期を同じくしていた。もし米ドル安が続けば、コモディティのリターンにとって為替要因は従来の構造的な逆風から長期的な下支え要因に転じると考えられる。

図表 16: 米ドルの実質実効為替レート



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。

2026年4月29日現在

出所: BIS、マクロボンド、AB

## 世界の人口動態とコモディティ

長期的なコモディティ需要を支えるもう一つの強力な構造的要因に、中間層に移行する世界人口の割合の拡大がある。図表 17 は、スウェーデンの独立系財団ギャップマインダーが定義した 4 つの所得水準に属する世界の人口を示している。レベル 1 は 1 日当たりの生活費が 1~2 米ドルで極度の貧困状態にある層を指す。レベル 2 は 1 日当たり 2~8 米ドル程度の低所得層で、基本的ニーズは部分的に満たされている。レベル 3 は中間層を表し、1 日当たり 8~32 米ドルの所得がある。生活はより安定して快適になり、基本的ニーズは満たされ、可処分所得がいくらか残る。レベル 4 は、1 日当たり 32 米ドルを超える高所得層である。ギャップマインダーによると、2040 年までにレベル 2 からレベル 3 に移行する人々が 2017 年比で 20 億人以上増加すると予測されている。

より多くの人々が中間層に移行して可処分所得が増加するにつれ、さまざまなタイプのコモディティの消費に以下のような影響が及ぶと考えられる。

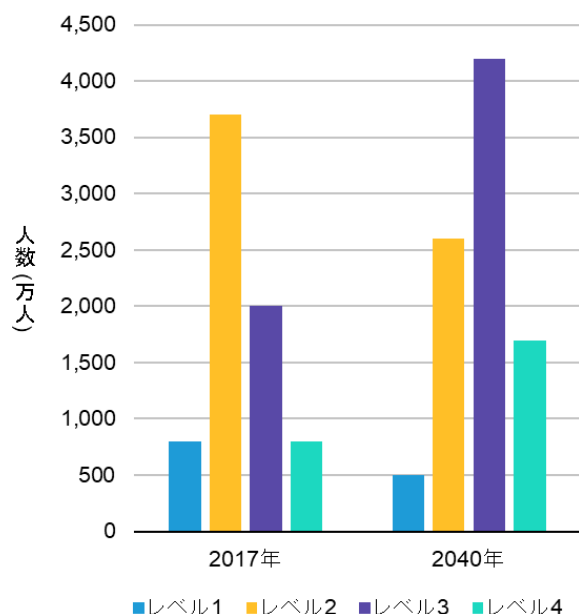
**食品・タンパク質:** 食生活は根本的な変容を遂げる。総カロリー摂取量は増加し、消費はでんぷん質の食物から、タンパク質が豊富な、多様な食事へと移行する。肉類、乳製品、卵がぜい沢品ではなく日常の食品として消費されるようになると、畜産物への需要が急激に高まる。これにより、家畜飼料用としての穀物と大豆の需要が拡大し、土地や水資源のみならず、現在よりもはるかに少ない消費量を前提として構築されてきたサプライチェーンにも持続的な負荷がかかる。

**産業用金属・建築資材:** 所得の増加により、居室が 1 室の住居や簡易的な住居から、頑丈な屋根、密閉性のある窓、安全なドアを備えた複数の部屋がある住宅へと住み替えることが可能になる。これには鉄鋼、セメント、木材、ガラス、断熱材が必要となる。可処分所得が増加すると、支出は家具や冷蔵庫、コンロ、洗濯機、テレビ、ノートパソコンなどの消費財へとシフトする。これは、銅、アルミニウム、レアアースへの需要の増加につながる。また、所得の上昇によって個人所有の移動手段の取得が可能になり、最初はオートバイや原動機付き自転車、そして最終的にはシンプルな自動車を購入する。

**エネルギー:** 需要は複数の側面と同時に増加する。家庭では、電気コンロ、冷蔵庫、エアコンなどの電気製品への移行によって、電力消費が飛躍的に増加する。移動手段への需要が高まることで公共交通網の拡大が必要となり、また、オートバイや自動車を初めて所有する人が増えることで、石油需要と(次第に)電力需要が増加する。

こうした変化が数十億人規模で生じることで、大規模かつ持続的な需要がリアル・アセット経済にもたらされる。図表 18 が示すように、世界的な中間層の拡大には、継続的な都市化が伴う。都市人口の割合は現在約 58%だが、今後 15 年間で 65%近くまで上昇すると予測されている。都市化の傾向は、建築物の建設、インフラの更新投資、電化に対する構造的な需要を一段と押し上げる。

図表 17: 世界の間層は拡大: レベル 2 からレベル 3 への移行



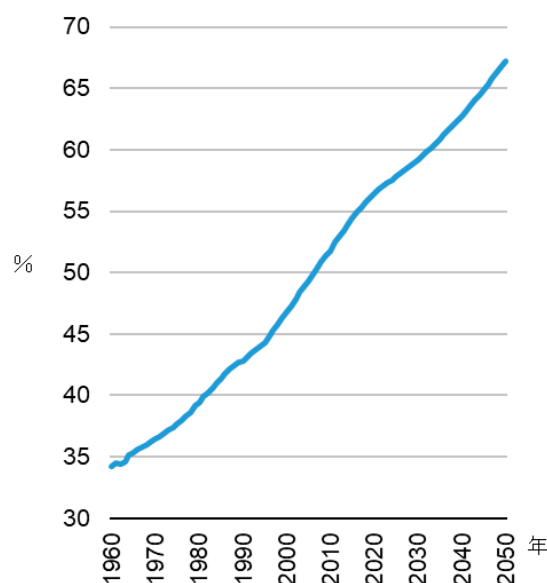
過去の分析や予測は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。予想は今後変更される可能性があります。

ギャップマインダーは、購買力平価調整後の1日当たり世帯所得に基づいて世界の人口を4つの所得レベルに分類しています。レベル1(1日当たり2米ドル未満、極度の貧困)、レベル2(1日当たり2~8米ドル、基本的ニーズが部分的に満たされている)、レベル3(1日当たり8~32米ドル、安定した中間所得層の生活)、レベル4(1日当たり32米ドル超、高所得層の生活)です。これらのレベルは、所得だけでなく、日常生活の物質的な実態も表しています。詳細な定義は、[gapminder.org/fw/income-levels](http://gapminder.org/fw/income-levels)をご覧ください。

2026年4月28日現在

出所: ギャップマインダー(PovcalNet、世界銀行、IMFに基づく)、AB

図表 18: 世界の都市人口の割合は拡大する見通し



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。

2026年4月29日現在

出所: マクロボンド、世界銀行、AB

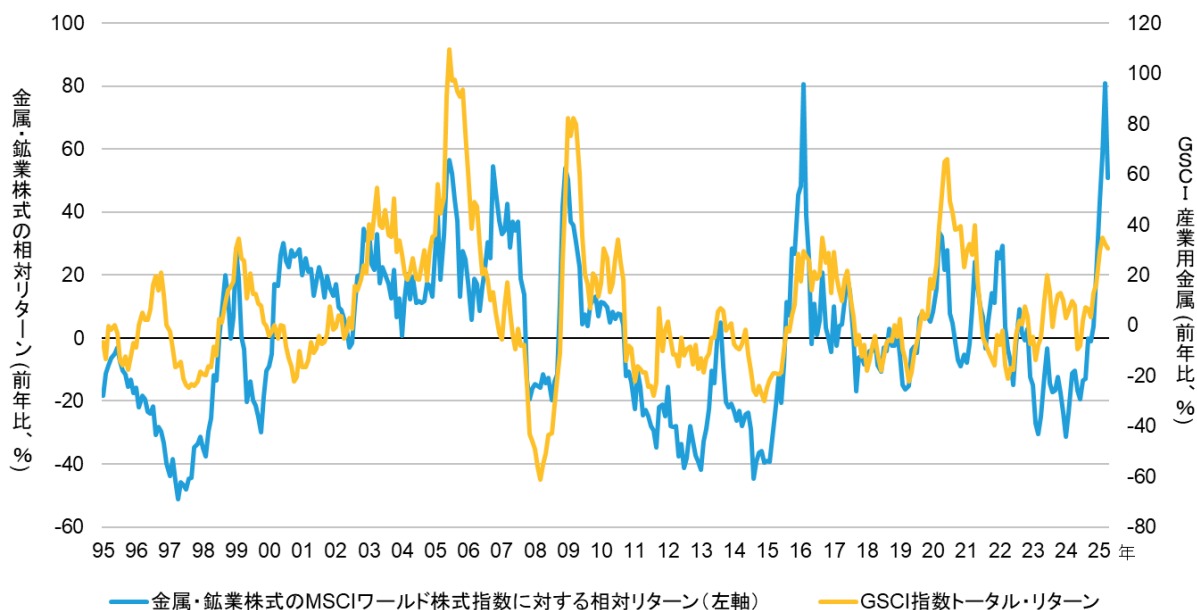
## 投資の実行

AB はすでに金に対して構造的な配分を行っている。その根拠は前回のリサーチで詳述したため、ここでは繰り返さない<sup>6</sup>。リアル・アセット経済の復活というABの見解に照らせば、このポジションに対する最良の戦略的補完手段は、広範なコモディティへのエクスポージャーではなく、産業用金属へのエクスポージャーを追加することだと考える。この最後のセクションでは、この見解をポートフォリオに反映させる最善の方法について検討する。具体的には、コモディティに直接投資する方法と、コモディティ関連株に投資する方法がある。

図表 19 が示すように、金属・鉱業株式の相対パフォーマンスは、グローバル・コモディティ指数のパフォーマンスと密接に関連している。

<sup>6</sup> 以前のリサーチペーパー『不確実性とともに金投資を継続する根拠とは』ご参照。

図表 19: 金属・鉱業株式のパフォーマンスと産業用金属価格の比較



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。

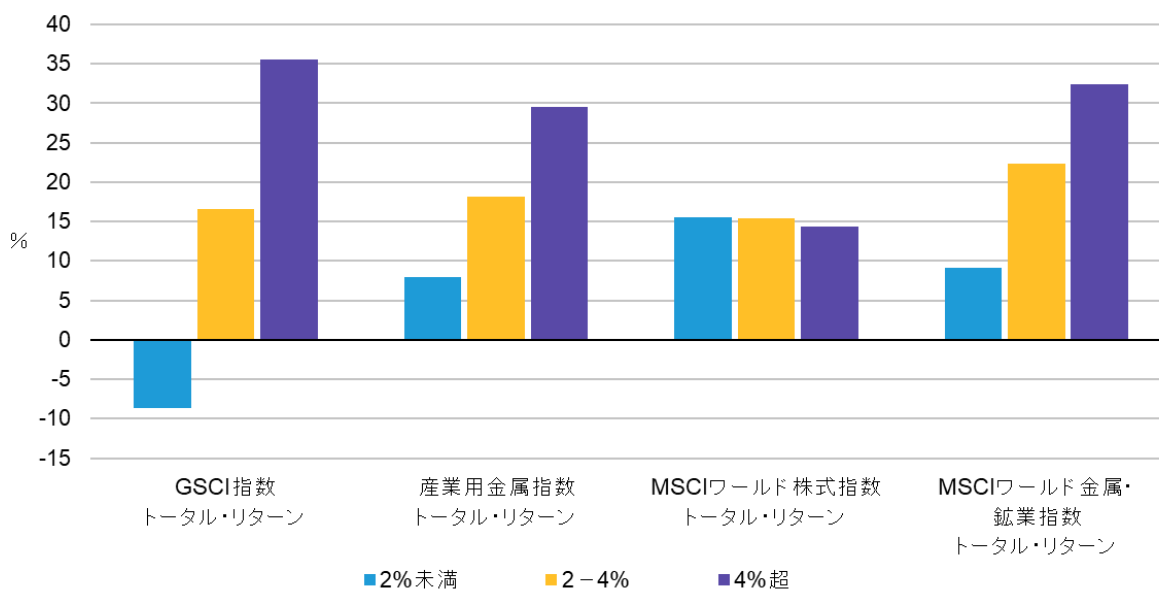
2026年4月26日現在

出所: マクロボンド、AB

また、図表 20 と図表 21 が示すように、金属・鉱業株式に投資する場合、産業用金属先物では得られないインフレヘッジというメリットを得ることができる。インフレ率が 2~4% の範囲内にあるか 4% を超える景気拡大期において、金属・鉱業株式は、歴史的に産業用金属先物と株式市場全体の両方をアウトパフォームする傾向がある。また、景気後退期においても、インフレ率が 4% を超えるスタグフレーション局面では、より優れたインフレヘッジ機能を発揮する。

結論として、インカムを必要とする投資家にとっては、金属・鉱業株式を保有すべき明確な理由がある。それ以外の投資家にとっては、インカムと株式市場へのベータ(市場全体の値動きにさらされるリスク)とのバランスをどう考えるかによる。

図表 20: 景気拡大期におけるインフレ局面別リターン

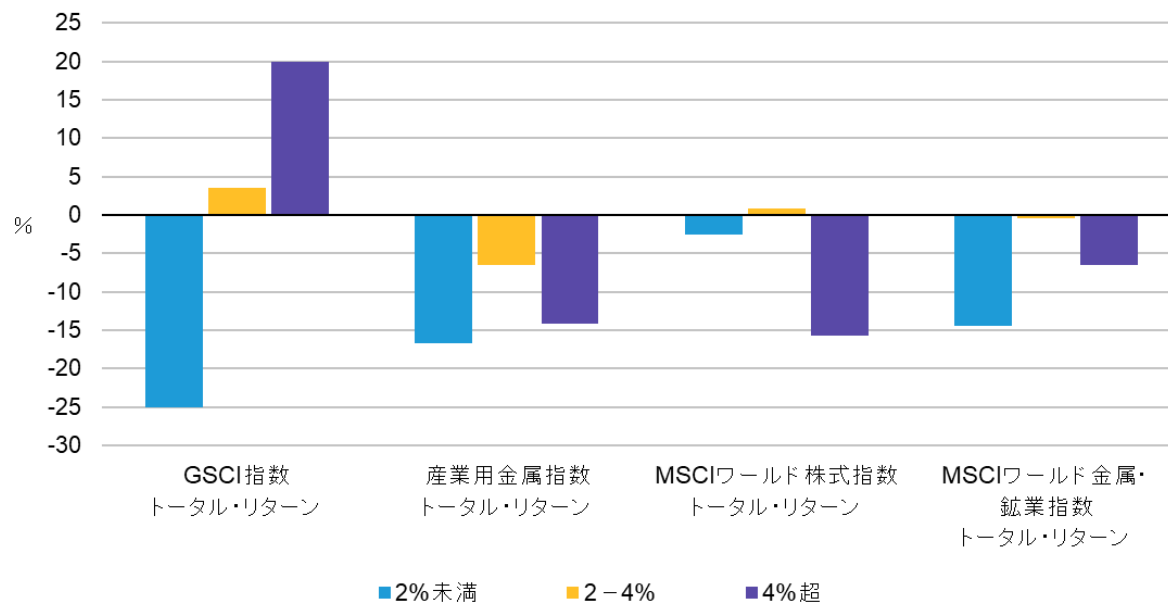


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

注: 分析は 1994 年 12 月から 2026 年 3 月までの期間を対象としています。CLI は OECD 景気先行指数 (G20 ベース) を指します。100 を上回る CLI は景気拡大期を示します。インフレ局面は米国 CPI 指数によって測定されています。

出所: マクロボンド、AB

図表 21: 景気後退期におけるインフレ局面別リターン



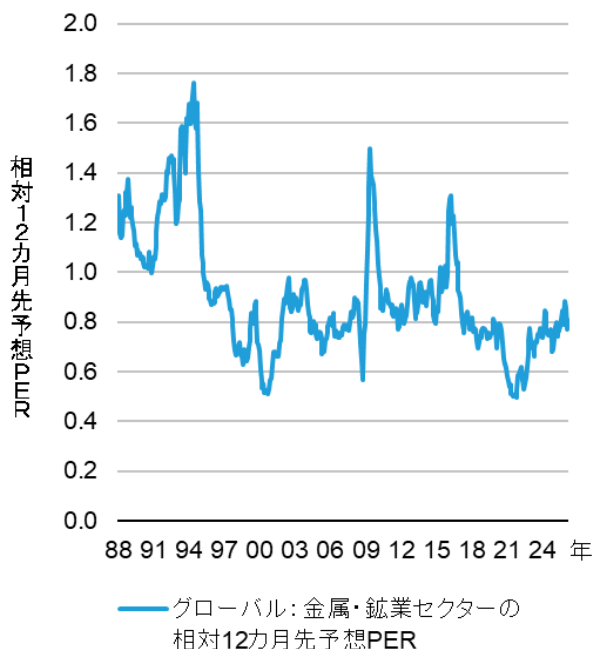
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

注: 分析は 1994 年 12 月から 2026 年 3 月までの期間を対象としています。CLI は OECD 景気先行指数 (G20 ベース) を指します。100 を上回る CLI は景気拡大期を示します。インフレ局面は米国 CPI 指数によって測定されています。

出所: マクロボンド、AB

金属・鉱業セクターのバリュエーションは高過ぎるわけではないと AB は見ている。12 カ月先予想 PER(株価収益率)ベースでは、同セクターは市場全体と比べて割安で取引されており、バリュエーションは過去平均と同程度である(図表 20)。PBR(株価純資産倍率)ベースでは、現在のバリュエーションは市場全体と同水準にある(図表 22 と図表 23)。

図表 22: 金属・鉱業セクターの相対 12 カ月先予想 PER

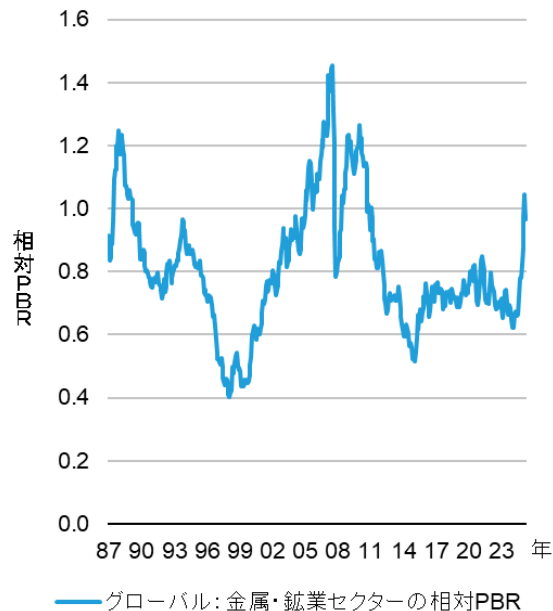


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。いかなる推定や予測も実現する保証はありません。

2026年4月28日現在

出所: ファクトセット、AB

図表 23: 金属・鉱業セクターの相対 PBR



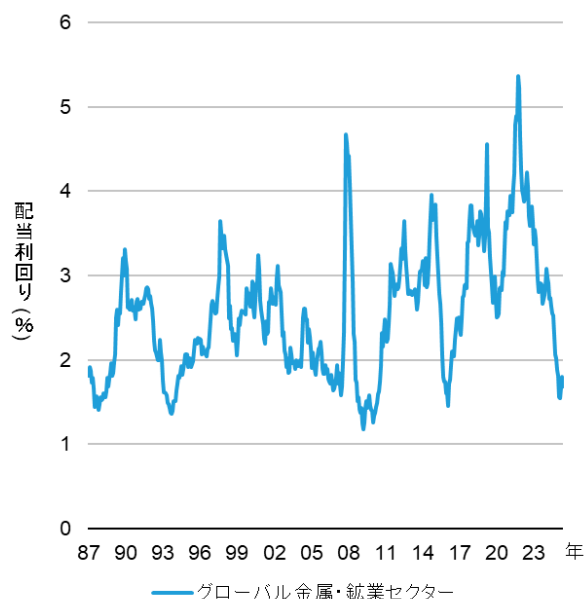
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。いかなる推定や予測も実現する保証はありません。

2026年4月28日現在

出所: ファクトセット、AB

もう1つの注目点として、金属・鉱業セクターは従来、市場全体の中で魅力的な配当収入源と見なされてきたが、その配当利回りはここ数年低下傾向にあり、現在は市場平均と同水準にある(図表 24)。また、図表 25 が示すように、2025 年半ば以降、アナリストは金属・鉱業企業の予想利益の上方修正を続けている。(利益予想の上方修正が下方修正をどの程度上回っているかを示す)利益予想修正バランスはすでに高水準に迫っており、短期的には株価の逆風になり得る。

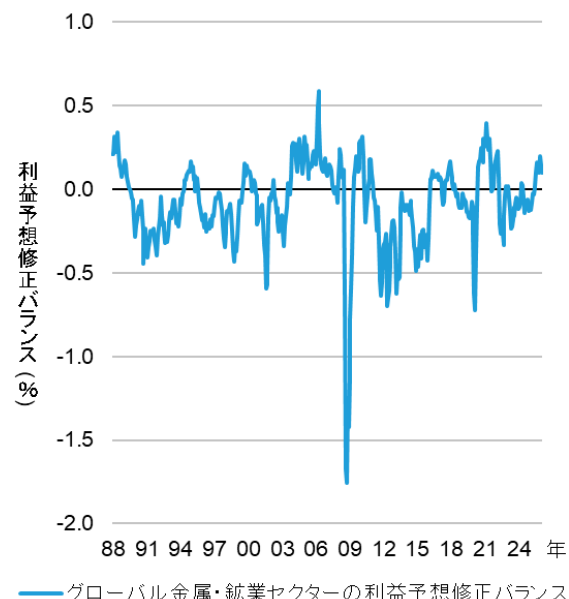
図表 24: グローバル金属・鉱業セクターの配当利回りの絶対水準



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。

2026年4月28日現在  
出所: ファクトセット、AB

図表 25: グローバル金属・鉱業セクターの利益予想修正



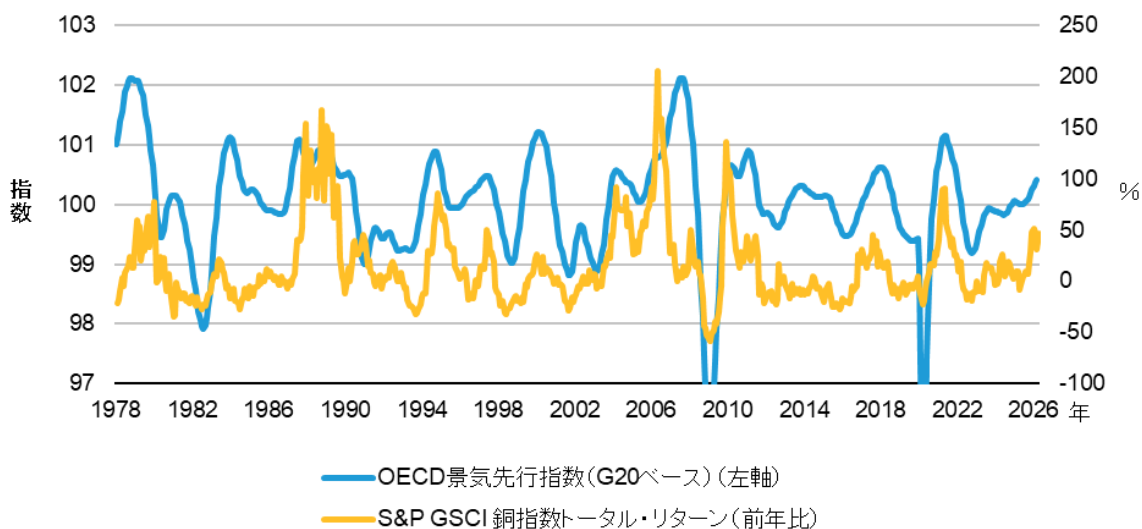
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026年4月28日現在  
出所: ファクトセット、AB

## 銅

過去のリターンに対する寄与度や分散効果の創出という観点だけでなく、テーマ型投資としての観点から産業用金属投資を捉えた場合、銅は最も重要な投資対象だと言えるだろう。産業用金属の中でも銅は、AIによるエネルギー需要の拡大、エネルギー転換の加速、さらには防衛費の増加といった構造的な追い風を最も大きく受けている。したがって、マルチアセット・ポートフォリオにコモディティへのエクスポージャーを加える上で、銅への投資は最も現実的かつ的を絞った方法であると考えられる。このセクションでは、銅の短期及び長期の見通しについてより詳細に検討する。図表 26 が示すように、短期的に見た場合、銅は依然として世界的な景気サイクルと密接に連動している。イラン戦争による最近のスタグフレーション的なショックが悪化すれば、戦術的な短期見通しはネガティブになる。

図表 26: 銅のトータル・リターンは G20 ベースの景気先行指数と密接に連動



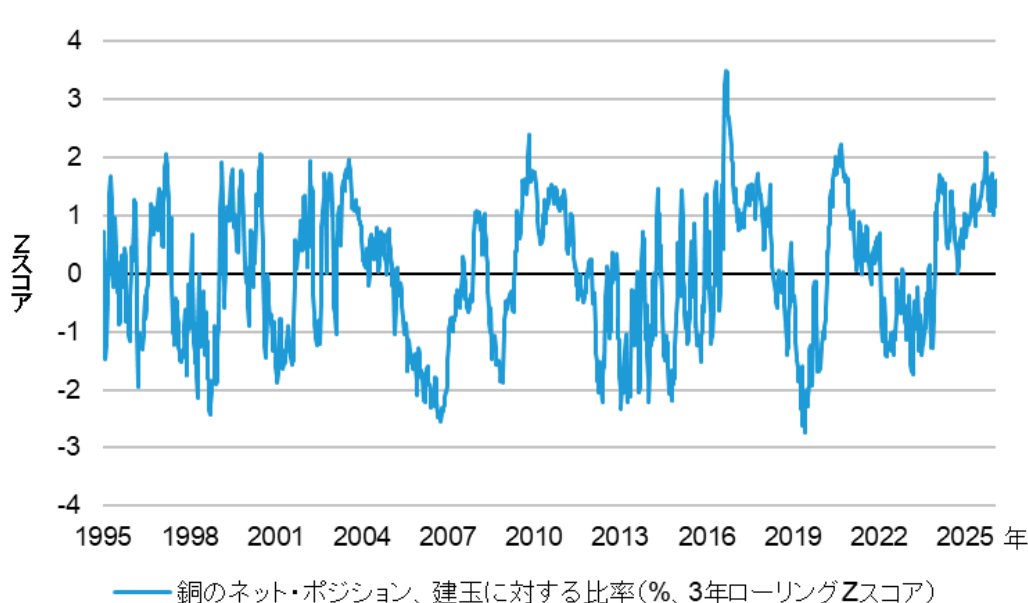
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2026年4月29日現在

出所: マクロボンド、OECD、S&P グローバル、AB

また、ここ数年、投資家の銅のポジションは増加しており、現在は過去平均を2標準偏差近く上回っている。このようなポジションの積み上がりは、特に経済成長見通しが下方修正される可能性を考慮すると、短期的なリスクとなる。

図表 27: 銅先物のポジションは過去と比較して高水準



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。

2026年4月29日現在

出所: CFTC、マクロボンド、AB

景気サイクルとの連動性と投資ポジションの積み上がりはいずれも、短期的にはある程度の慎重さが求められることを示している。しかし、長期の視点で考えることも非常に重要である。図表 28 が示すように、今後 15 年間の銅需要全体を見た場合、景気サイクルの影響を受けやすい中核的経済活動に由来する需要の割合が縮小する一方で、新たに生じる需要の大部分は、景気の影響を受けにくい構造的な需要源(エネルギー転換、AI、防衛支出)によって下支えされる可能性が高い。

中国でも同様の動向が見られる。2000 年代初頭から 2021 年まで続いた建設ブームは銅需要の主要なけん引役だったが、不動産セクターは恒大グループの債務危機問題の余波で低迷が続いており、短期的な需要の足かせとなりそうである。

とはいえ、中国では主要な銅需要源としての建設部門の比重は徐々に低下しつつある。S&P グローバルによると、建設部門からの銅需要が 2040 年までほぼ横ばいで推移すると予測される一方、電化及びエネルギー転換に伴う銅需要は同期間に 60% 近く増加すると見込まれている<sup>7</sup>。これは、銅の長期的な見通しが明るいことを裏付けている。

イラン紛争は、短期的に見ても、長期の戦略的な時間軸で見ても、エネルギー転換を加速させるだろう。バーンスタインのエネルギー・電力調査チームによると、2022 年のウクライナ侵攻後、太陽光パネルの設置数が急増し、2025 年末時点で 2020 年の水準から 3 倍に増加した<sup>8</sup>。また、近年は中国以外での電気自動車(EV)の販売は頭打ちとなっているが、特に欧州や南アジア諸国では、最近の原油価格高騰を背景に消費者の EV への関心が再び高まっている様子が見られる<sup>9</sup>。S&P グローバル・リサーチによると、EV は従来の自動車に比べて 2.9 倍の銅を必要とする。関連する EV 充電インフラも大量の銅を消費する。

より戦略的に見れば、この紛争は、化石燃料依存に内在する構造的なぜい弱性を浮き彫りにしている。地政学的不安が繰り返し高まる現代において、地域的な混乱の影響をますます受けやすくなっている石油や天然ガスのサプライチェーンでは、エネルギーの安全保障を担保できなくなっている。各国は、国家安全保障戦略の礎となりつつある再生可能エネルギー関連インフラや系統用蓄電池への投資を早急に加速させる必要がある。

地政学的緊張の高まりは、防衛産業の銅需要も押し上げる可能性が高く、2040 年までに 3 倍になるとすでに予測されている。防衛用途の銅需要が銅市場全体に占める割合は小さいものの、需要の価格弾力性がかなり低く、代替が困難であることから、戦略的に重要な役割を果たしている(図表 28)。これは資源ナショナリズムの拡大というより大きなテーマの一部であり、AB では、このテーマが新たな地政学的現実の下で半恒久的に続くと予想している。

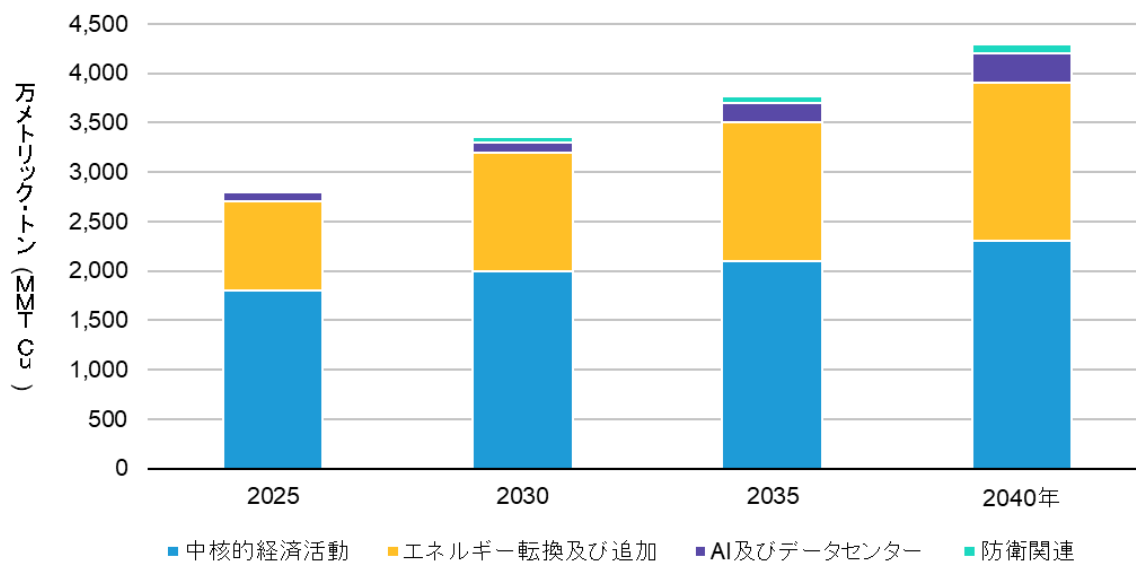
---

<sup>7</sup> S&P グローバル、AI時代の銅:電化がもたらす課題、S&P グローバル特別レポート、2026年。詳細については <https://www.spglobal.com/en/research-insights/special-reports/copper-in-the-age-of-ai> をご参照。(アクセス日: 2026年4月28日)

<sup>8</sup> Venkateswaran, Deepa, Rory Graham-Watson「2022年欧州エネルギー危機の5つの教訓と現在への示唆」、バーンスタイン・エネルギー・電力リサーチ、2026年4月1日。

<sup>9</sup> 例えば、以下をご参照: Mooney, Attracta, Kana Inagaki, Nassos Stylianou, Jana Tauschinski「世界の多くの地域でEV所有が『転換点』、専門家らが指摘」フィナンシャル・タイムズ、ロンドン。詳細については <https://www.ft.com/content/ef33078a-bdd1-48fa-a602-69c38e139d7a> をご参照。(アクセス日: 2026年4月28日)

図表 28: 世界の 카테고리別銅需要



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。

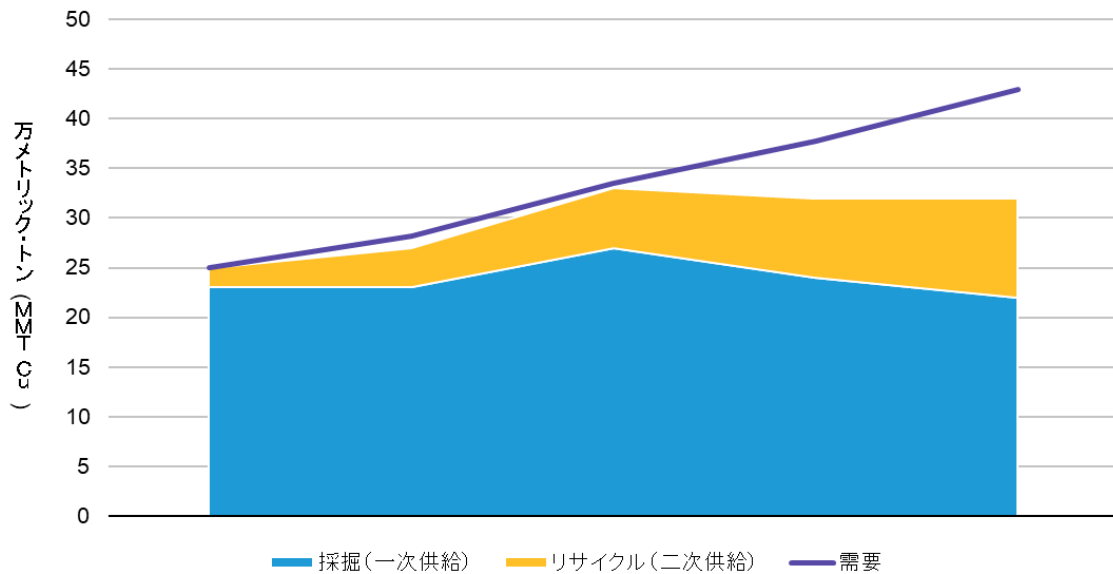
注: 図表は S&P グローバルの AI 時代の銅: 電化がもたらす課題、S&P グローバル特別レポート、2026 年に基づいて作成。詳細については <https://www.spglobal.com/en/research-insights/special-reports/copper-in-the-age-of-ai> を参照。[アクセス日: 2026 年 4 月 28 日]

2026 年 1 月 8 日現在

出所: S&P グローバル、AB

一方、新規供給は、探鉱の制限、操業コストの上昇、老朽化した鉱山の産出量減少により、ますます制約を受けている。リサイクルによる二次供給はある程度の支えにはなるが、増大する需要を満たすには不十分である可能性が高い。こうした状況を踏まえて、図表 29 では、今後 10 年及びそれ以降の需給ギャップに関する予測を示している。アルミニウムや銀といった銅の代替候補も価格が近年大幅に上昇しており、代替が進む余地は限られている。

図表 29: 銅の需給ギャップは今後 10 年及びそれ以降に拡大する見通し



いかなる推定や予測も実現する保証はありません。

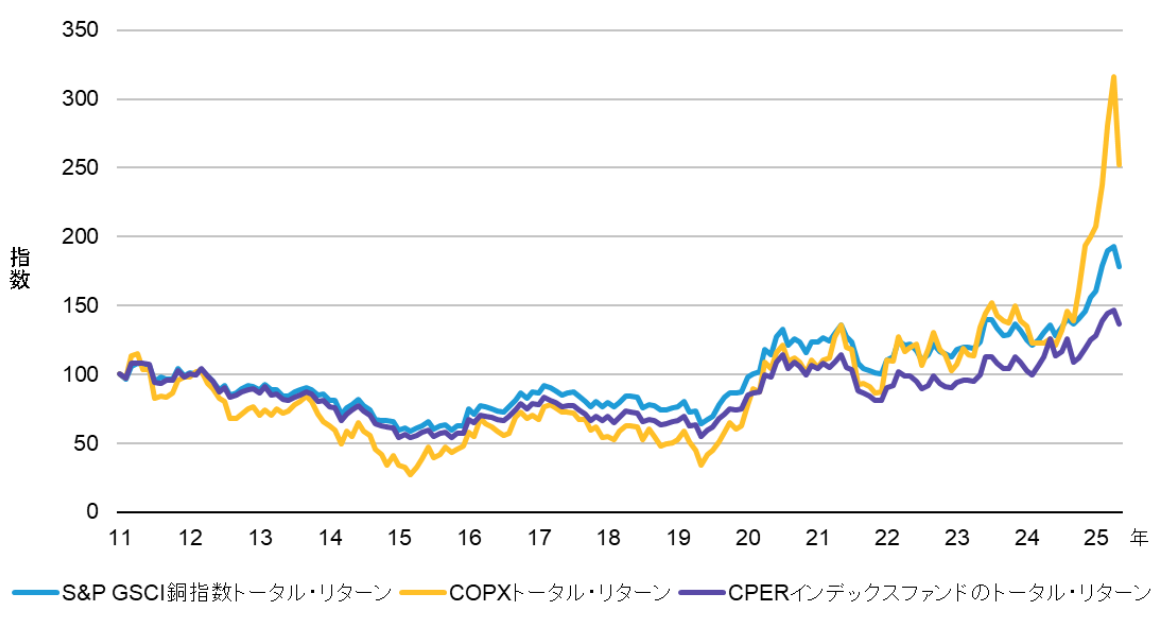
注: 図表は S&P グローバルの AI 時代の銅: 電化がもたらす課題、S&P グローバル特別レポート、2026 年に基づいて作成。詳細については <https://www.spglobal.com/en/research-insights/special-reports/copper-in-the-age-of-ai> を参照。[アクセス日: 2026 年 4 月 28 日]

出所: S&P グローバル、AB

### 銅へのエクスポージャーを得る最良の方法は何か？

銅へのエクスポージャーを得る方法は、個別株投資や株式バスケット投資、アクティブ運用のほかにもある。最も利用しやすいパッシブ投資の選択肢としては、銅鉱山株 ETF の COPX と、銅先物指数連動型インデックスファンドの CPER の 2 つが挙げられる。CPER は先物契約のロールオーバーに伴うコストが発生するため、一般的に S&P GSCI 銅指数をアンダーパフォームする。一方で、COPX は長期的に銅価格と密接に連動しているが、ボラティリティは高い。また、ここ 1 年ほどの間、銅鉱山株は銅価格を上回るパフォーマンスを上げており、良好な長期的見通しの大部分をすでに織り込んでいる。

図表 30: 銅投資のパフォーマンス比較



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。

2026年3月31日現在

出所:ブルームバーグ、AB

### ラテンアメリカはリアル・アセット経済の復活による構造的な恩恵を受けるのか？

銅への投資における選択肢として、最後にラテンアメリカに対する地域エクスポージャーを取り上げる。石油、銅、農産物、その他のコモディティの主要な輸出地域であるラテンアメリカは、リアル・アセット経済の復活から恩恵を受けやすい状況にある。図表 31 と図表 32 が示すように、この地域はコモディティ価格が上昇する局面で世界の株式市場をアウトパフォームしており、必ずではないにしても米ドル安の恩恵も受ける。



これに対しては、コモディティが慣習的に米ドル建てで価格付けされている(ただし、近年では別の通貨建て契約も出現している)ために、ドル安局面でコモディティ価格が上昇しているに過ぎないという反論も、おそらく可能であろう。また、新興国市場はドル安時にアウトパフォームする傾向があるため、これは単なる為替の問題ではないかという疑問もあるだろう。この関係性を定量的に調べるため、1996年1月から2026年3月の期間において、MSCI ラテンアメリカ株式指数のMSCI オール・カンントリー・ワールド指数に対する相対リターンと、GSCI コモディティ指数及び米ドル指数(DXY)の変動との関係を調べる回帰分析を行った。要約(図表 33)に示したように、コモディティのパフォーマンスと米ドルの動きはいずれも統計的に有意な要因だが、相対リターンには、米ドル安の影響以上にコモディティのパフォーマンスが重要であることが分かった。

**図表 33: ラテンアメリカ株式の MSCI オール・カンントリー・ワールド指数に対する相対パフォーマンス**

調整済み決定係数	18.30%	
変数	推定値	t 値
切片	0.90	0.76
GSCI トータル・リターン指数	0.36	8.22
米ドル指数(DXY)	-0.30	-1.99

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。

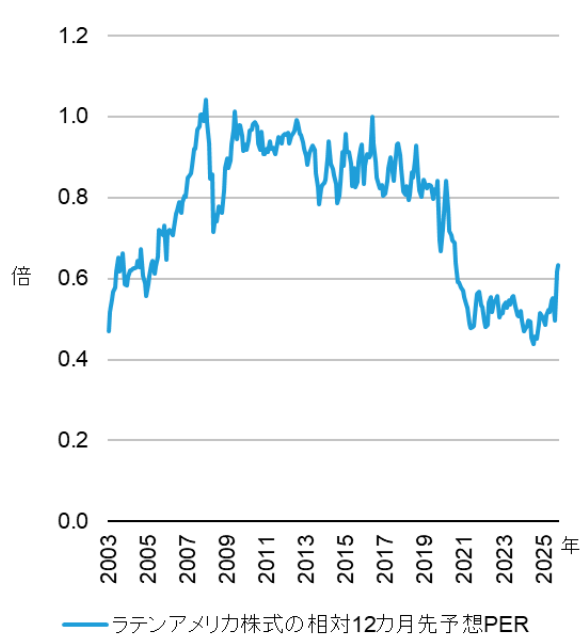
この表は、MSCI ラテンアメリカ株式指数(トータル・リターン)の MSCI オール・カンントリー・ワールド指数に対する前年比相対リターンと、GSCI コモディティ・トータル・リターン指数及び米ドル指数(DXY)の前年比リターンとの関係について回帰分析した結果の要約を示しています。回帰分析の対象期間は 1996 年 1 月から 2026 年 3 月です。

2026 年 4 月 26 日現在

出所: マクロボンド、AB

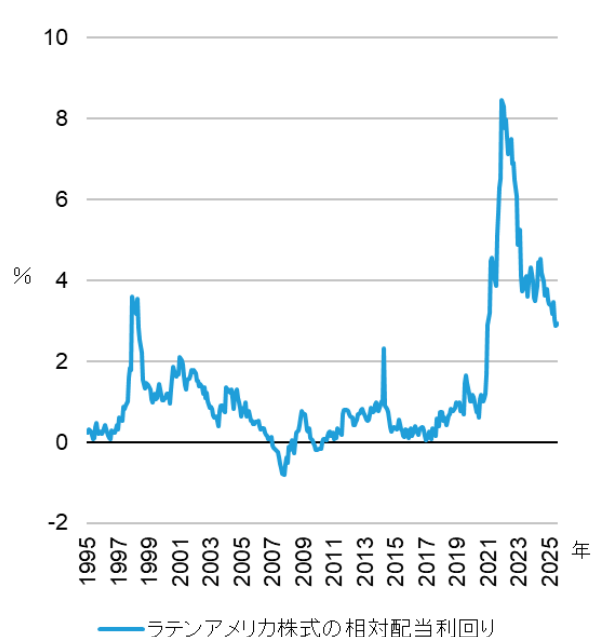
ラテンアメリカ株式は依然として世界株式市場に対して割安で取引されており(図表 34)、配当利回りも相対的に高い(図表 35)。

図表 34: ラテンアメリカ株式は世界株式市場に対して割安



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。  
 世界株式市場は MSCI オール・カンントリー・ワールド指数で表しています。  
 2026年4月26日現在  
 出所: ファクトセット、AB

図表 35: ラテンアメリカ株式と世界株式市場の配当利回りの比較



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。  
 世界株式市場は MSCI オール・カンントリー・ワールド指数で表しています。  
 2026年4月23日現在  
 出所: ファクトセット、AB

ラテンアメリカには過去1年間に投資資金が力強く流入したが、2010年以降続いている構造的な資金流出を覆すには至っていない。これは、この地域の株式投資のポジションが過密になっているわけではないことを示している(図表 36)。

図表 36: ラテンアメリカ株式ファンドの資金動向



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。  
 2026年4月22日現在  
 出所: EPFR、AB

当資料は、2026年5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】一般社団法人資産運用業協会 / 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