

太陽 ASG

エグゼクティブ・ニュース

テーマ：金 ～ 古くて新しい資産

執筆者：ワールド ゴールド カウンシル 日本代表 森田 隆大氏

要旨（以下の要旨は2分でお読みいただけます。）

絶対安全な資産はあるのでしょうか？以前その代表格とされた金融機関預金も、今ではペイオフ発動で1,000万円しか戻ってきません。こうした中で、巨額の財政赤字から日本の将来を不安視する若い世代を中心に、価値がゼロにならない無国籍通貨とされる金投資への関心が高まっているようです。

今回は、世界の主要金鉱山会社によって構成される非営利団体で、金に関する調査、分析と広報活動を行っているワールド ゴールド カウンシル日本代表の森田隆大氏に広い角度から金についての解説をして頂きます。

世界に流通している金は、全部で約18万トンで、これは縦、横、高さ約20メートル四方の立方体に収まるほどでしかありません。その内訳の概数は、宝飾品49%、民間投資（金地金、コイン等）20%、中央銀行保有17%、産業用・加工用14%です。地域別の需要では、過去の欧米諸国中心から最近では中国、インドへと大きくシフトしているのが特徴です。他方、供給（金鉱山生産）も地域分散が進み、南アフリカ極集中から中国、オーストラリア、米国、ロシア等のウエイトが増えています。

金購入の動機は様々ですが、収益追及というよりも富の保全を目的とする需要が圧倒的で、歴史的・文化的な背景（政権を超えて換金が可能で移動性の優れた金を非常時の備えとする、あるいは婚礼品として持たせる、など）から、中国、インドを中心に、非常時の蓄え、婚礼用、宗教用、贈答用、貯蓄などの長期保有が主なものになっています。

金は2000年代に入り、①2001年の9・11テロ事件、2008年のリーマンショックの発生等による基軸通貨米ドルの信認低下、②2009年のギリシャ国家財政の粉飾決算に端を発するユーロゾリン危機、③それ以降の先進主要国による金融緩和策（QE）に伴うインフレ懸念等から、有事の金、信用リスクの無い金、実物資産の金、が評価され、価格が大幅に上昇しました（参考：1トロイオンス当りロンドン金価格年次平均推移 2001年271.05米ドル→2012年1,668.86米ドル）。最近では、米国経済指標の改善などから先物等のペーパー投資家の金売却で価格は下落していますが、中国の宝飾関連など実需家の買いも入っており、中長期的には実需と供給を主因に価格が形成されて行くでしょう。

ポートフォリオ（分散）投資における金の役割には、①株や債券と相関性が低く投資リスクを分散、②インフレヘッジやデフレヘッジ、③米ドルと逆相関性で通貨（為替）のリスクヘッジ、などがあります。他の資産と異なる特有性を備えている金は、様々なリスクに対するヘッジの役割を担うことができます。こうした特徴から、古くて新しい資産である金にご注目を、と結ばれています。

「太陽 ASG エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから⇒<http://www.gtjapan.com/library/newsletter/>
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel:03-5770-8916e-mail:t-asgMC@gtjapan.com
太陽 ASG グループマーケティングコミュニケーションズ担当藤澤清江

テーマ：金 ～ 古くて新しい資産

ワールド ゴールド カウンシル 日本代表 森田隆大

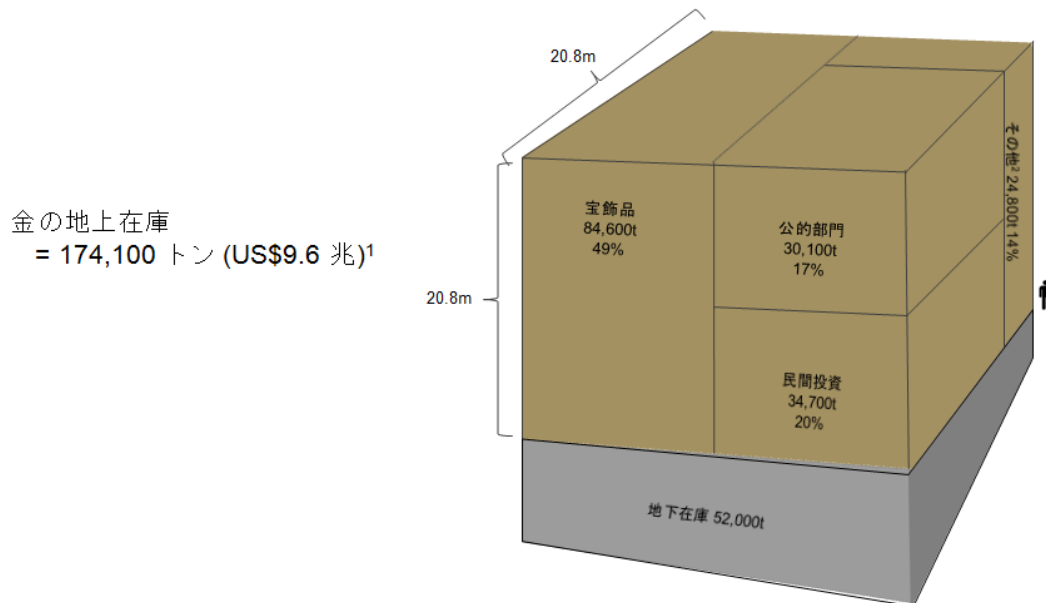
1. 金のファンダメンタルズ

流通量と地域別需要

世界に流通している金は約18万トン、縦・横・高さ約20メートルの立方体に収まるほどの量しかない【図1】。そのうち宝飾品が約49%、民間投資（金地金・コインなど）が約20%、中央銀行の保有が約17%、産業用・加工用が約14%を占めている。

金の平均年間需要はここ10年ほど4千トン前後で推移しており、最大の購入国は民間需要の約半分を占める中国およびインドである。

図1：金の地上在庫



1. 2012年末現在トン数、金価格は2012年第4四半期平均 (US\$1,721.8/oz.)

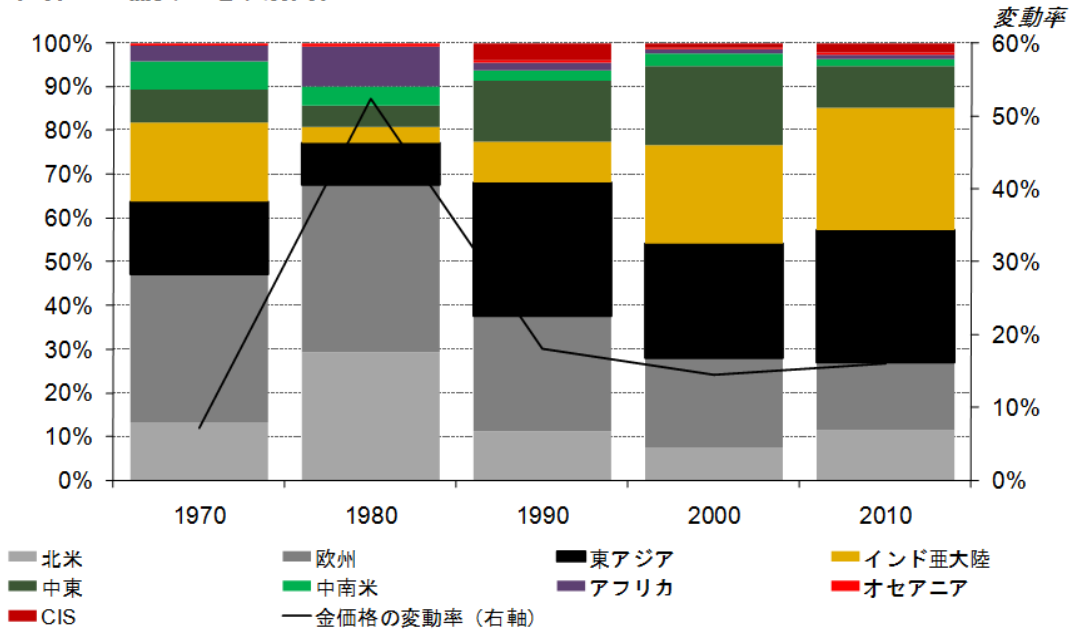
2. その他加工用 (12%) およびその他不明 (2%)を含む

出所: Thomson Reuters GFMS, US Geological Survey, World Gold Council

一方、地域別の金需要はここ40年間大きく変化しており、欧米諸国から中国・インドへと加速的にシフトしている【図2<次頁>】。

図2：地域別金需要

世界の金需要の地域別割合



供給事情

こうした中で、供給（金鉱山生産）も地理的分散が進み、これまでの南アフリカ一極集中から脱却している。この結果、現在の世界の主要産出国は南アメリカのほか、中国、オーストラリア、米国、ロシア、ペルーなどである。

購入の動機

金を購入する動機は多様であるが、収益追求というより富の保全を目的とする需要の方が圧倒的に多い。歴史的・文化的に金とのつながりが深い中国・インドの需要家の主な購入動機は、婚礼用、宗教用、贈答用、貯蓄、非常時の備えなどの長期保有が中心である。

2 大市場中国・インドの需要動機

中国は長い歴史の中で頻繁に王朝交代や戦乱に見舞われ、時の通貨が流通・使用不能になった前例が多々あった。また、一般人が徴兵され戦争に行く中国では、戦乱地から逃げるのが命と資産を守る最大の手段であった。そのため、政権を超えて換金可能かつ移動性に優れた金を非常時の蓄えとして持つことを、現在でも多くの中国家庭において親から子へと代々言い伝えられている。また、このような背景から、金は心のこもった贈答品として出産、成人、結婚、還暦、誕生日など様々な場面で大切な人に送られている。インドにおいて、一般的に既婚女性が保有できる資産は嫁入り時の婚礼品だけである。そのため、花嫁の親は婚礼時に将来の非常時用に換金できる資産を娘に持たせる習慣がある。娘が生まれると、親は毎年の収入の一部を金の購入に充て、結婚式に備える伝統を守っているインド家庭が未だに多い。また、インドには年間を通して多くの宗

教行事が行われているが、参加時に身につけるべき装飾品の種類やその数がそれぞれ厳密に決められており、ほとんどの場合、金製品が望ましいとされる。

以上のように、2大市場である中国とインドの需要家の購入動機は必ずしも（特に短期の）政治・経済動向に影響されない特徴を持つ。そのため、金価格の動きは政治・経済動向に強い影響を受ける多くの金融資産（株・債券等）と連動せず、これらと低相関あるいは逆相関の関係にある。のちほど紹介するが、金が分散資産として機能する根本的な理由はここにある。

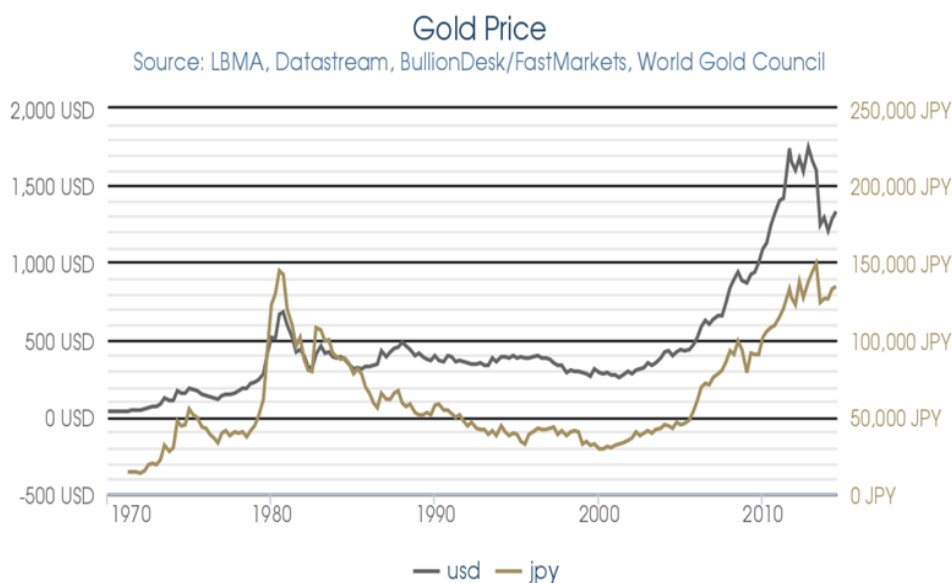
金は他のコモディティ（貴金属商品）や貴金属とよく同列に論じられるが、需要構造がかなり異なる。例えばプラチナや銀は工業用需要が大半を占め、経済との連動性が高い。他方、金は通貨という側面を持ち合わせていること、リサイクル市場が確立されていることなど、他にない特性を持っている。そのため、金価格のボラティリティ（変動性）は、債券より高いが、他の主要なコモディティに比べて小さく、株式（指数）とほぼ同等である。

2. 金価格の推移とその構造背景

(1) 2000年～2012年の価格上昇

金価格は1970年代半ばにかけて上昇し、1979年末から1980年に急騰する。1980年代と1990年代に長い下降トレンドが続くが、1999年から2000年をボトムにして、2012年まで12年連続して上昇したが、その後、2013年4月に急落した。2013年初めは1トロイオンス＝\$1,700であった金価格が\$1,200程度まで急落したのち、一進一退を繰り返し、2014年7月末現在では\$1,300前後で推移している。【図3】は、1970年からの円ベースの金価格とドルベースの金価格の推移を示したものである。

図3：金価格の推移（単位：オンス）



2000年代に入り、金価格が長期的に上昇した構造的要因は、下記にあげる7つと考えられる。

I. ドルに対する信頼性の低下

金価格が低迷した1980年代～1990年代は、冷戦の終了とともに米国が世界唯一の超大国としての地位を築き、基軸通貨としてのドルの威信がしっかり維持されていた時期でもある。地政学的リスクの勃発や市場混乱時には、グローバル資金の“質への逃避先”としてドル資産が選択された。そのため、有事の際の金の役割が大きく低下し、ドルの強さに反比例してその価格も低迷した。2000年代に入り、9・11テロ事件、サブプライムローン問題の勃発、リーマンショックなどの発生により、米国の政治・経済やドルに対する信認に陰りが見え始めると、金が再び注目され価格上昇をもたらした。金価格とドル実効レート（ドルの主要通貨バスケットに対する換算レート）がほぼ逆相関の関係にある。

II. ソブリンリスクの上昇

2009年10月のギリシャ政権交代による国家財政の粉飾決算の露呈から始まった、ユーロ圏の一部の国における経済危機の連鎖（ユーロソブリン危機）は、投資家に国債の安全性について再考を促す結果となった。リーマンショックの余波が続く米国債も格付会社から格下げを受けるなど、ソブリン（国家）＝絶対安全資産に疑問を持った投資家の一部は信用力リスクのない金に資金を移した。また、経済危機の影響を受け主要通貨が弱さ比べをする中、無国籍通貨である金が再評価された。

III. インフレ懸念

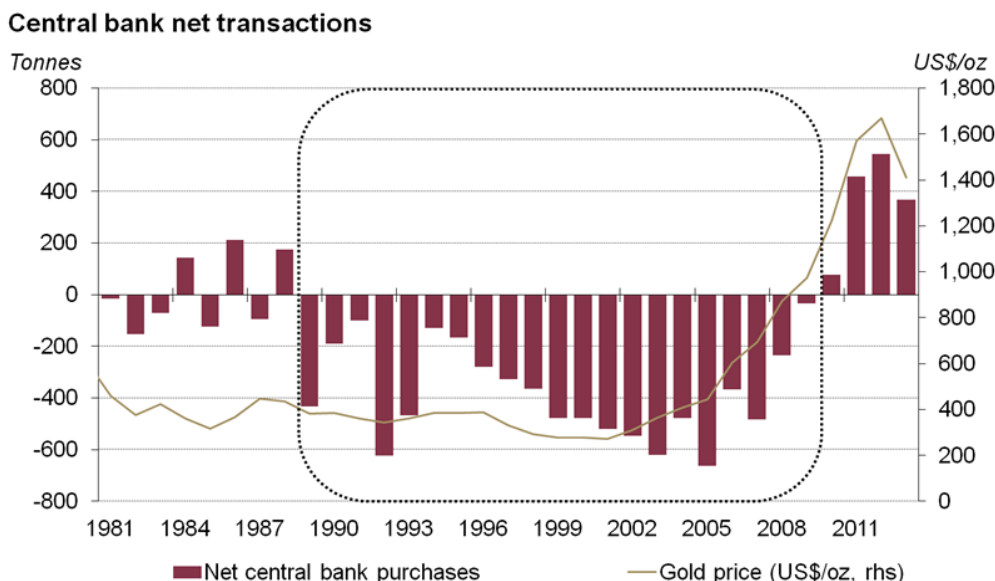
100年に一度の危機である2008年のリーマンショックおよびユーロソブリン危機を安定させ、再び経済を成長軌道に乗せるため、先進主要国は財政出動とともに今までにない積極的な金融緩和策（QE<Quantitative Easing>）を打ち出している。しかしながら、各国当局が取る金融緩和の出口戦略がうまく機能しない場合、紙幣価値希薄化リスク、すなわちインフレリスクが発生する可能性がある。特に長期運用を行う年金などは、購買力（お金の実質的な価値）を維持するために、インフレに負けない資産運用を行うことが極めて重要である。実物資産でもある金のインフレヘッジ機能に期待する投資家が増えたのは不思議なことではない。

IV. 中央銀行の金購入

1980年代に米ドルが世界の基軸通貨としての地位を不動にしたことを受け、多くの国の中央銀行は米ドル中心の外貨準備政策を導入した。特に欧州において、リターンを生まない金を売却し、ドルを積み増しする動きが活発であった。そのため、1989年以降20年近くの間、公的部門は一貫して金の供給源となり、金価格の低迷を招く一因となった。しかしながら、ドルや他の主要通貨に対する信頼が揺らぐ中、近年、新興国の中央銀行を中心にドル偏重の外貨準備方針が見直され、金の割合を増やす動きが加速している。欧州諸国の中央銀行による金売却の動きもほぼ停止し、中央銀行セクターは2010年に金のネット購入者に転じ、2011年以降はこの流れが明確になった【図4<次頁>】。

過去5年間に金を購入した中央銀行のトップ5は、ロシア、中国、トルコ、インド、メキシコである。

図4：中央銀行の金需要



Source: CPM Group, IMF IFS, LBMA, World Gold Council

V. 中国・インドなど新興国の需要増

2000年代に入り、特にインドと中国の経済は加速的に成長した。価格上昇にもかかわらず、金が文化に根付いているこの二つの大国は、可処分所得の成長とともに民間の金取得が急増した。2013年にインドを抜いて世界最大の需要国になった中国を例にとると、過去10年間で宝飾需要が3倍、投資需要が30倍超の伸びを記録した。金を民間で蓄積させたい中国政府の金市場規制緩和策も、金需要の底上げに大きく貢献した。一方、貿易赤字で悩むインド政府は、2013年に石油に次ぎ輸入額が多い金に厳しい輸入規制と輸入税を掛けたが、密輸が大量に増え、年間需要は前年比でむしろ増加し、インドの金需要の底堅さを測り知る出来事となった。金保有を促進するインフラの整備が着実に進んでいる両国の経済成長が続き、購買力のある中産階級が増えれば、金需要・金価格を下支えする大きな構造要因となろう。

VI. 金ETFの登場

現物投資に代わる投資手段をとして2003年に導入された金ETF（金価格に連動した上場投信）は、投資家の利便性を大幅に高め、ヘッジファンド、大学基金、年金などの機関投資家の金市場参入を促進した。金ETFの合計残高は2012年後半まで順調に伸び、2013年に減少したものの、現在でも1850トン（780億米ドル相当）程度を維持している。その大半は金現物の裏付けがあるものによって占められている。金ETFの登場が、投資家層の拡大および金需要の底上げに貢献したことは明らかである。

Ⅶ. 産金量の伸び悩み

世界の金生産量はここ10年ほど横ばい状態にあり、年間2800トン前後で推移している。新規金鉱脈の発見は減少しており、僻地にあることも多いため、開発のためのインフラ整備に莫大なコストがかかる。そのため、新規供給源からの産出量の増加は中期的にそれほど期待できないと考えられている。一方、鉱山における平均金産出コストは急上昇して、1トロイオンス当たり1200米ドルに達し、金価格に接近している。

総括

2000年から2012年までの金価格の継続的な上昇は、上述した要因が大きな背景となっている。すなわち、需要が構造的に増える中、供給量がほぼ変わらず、金価格の上昇をもたらした。

(2) 2013年4月の急下落とその後の動向

金価格は12年連続して上昇した後、2013年4月に急落した。その主因は、マクロ経済指標を金価格決定の最大要因（上記に挙げた金上昇構造要因Ⅰ、Ⅱ、Ⅲ）と考えるペーパー投資家（先物および一部の金ETF投資家）が、米国経済指標の改善およびFRBテーパリング（量的緩和の縮小）開始議論を捉え、積極的に金売却に動いたことである。例えば、金ETFは大量に売られ、2013年に合計880トンの金保有が流出した。余談になるが、世界各地の金ETFが売られる中、日本発の金ETFである「金の果実」は残高と顧客数を伸ばし、金に対する日本の消費者の関心の変化を示唆した。

一方、マクロ経済動向に必ずしも影響されない実需家（例えば、中国・インドの宝飾品、金地金・コイン購入者）は、価格下落を購入機会と捉え、小売在庫が欠如する勢いで金を購入した。主要市場における金プレミアム（現物を確保する際の割増金）もかつてないほど上昇した。日本においても、大手貴金属店で順番を待つ顧客の長蛇の列がニュースとして取り上げられ、話題となった。2013年の統計を見ると、消費者による金需要は過去最高を更新し、中央銀行も継続して金を購入した。また、中国経済の成長鈍化がペーパー投資家の金売却理由としても使われたものの、同国は2013年に史上最高の金需要を記録した。

この”ペーパー投資家” vs ”実需家” の対立構図は現在も続いており、米国経済の展望およびFRBテーパリングの進捗・影響がより明確に評価できるまで、金価格はしばらく一進一退を続けるものと思われる。しかし、金価格はすでに最高値から3割以上下落しており、また、リーマンショック以降に金ETFに向かった逃避資金と同額以上がすでに流出していることから、米国経済改善要因およびFRBのQE出口戦略の影響がすでに相当程度金価格に織り込まれていると考えられる。また、鉱山会社の平均金産出コストが近年上昇しており、金価格がさらに下落した場合、コストの高い鉱山が減産・閉鎖に追い込まれる可能性がある。中長期的には、金価格は再び実需と供給を主要因に形成されていくことになるだろう。

最新の統計である2014年第1四半期によれば、ETFからの金流出が止まり、民間需要および中央銀行の購入が堅調に推移している傾向が読み取れる。一方、ウクライナ情勢、マレーシア航空機墜落、イスラエルのパレスチナ自治区ガザへの進攻など、地政学リスクの発生によって非常時の金に対する注目度は上昇しているが、中長期の金価格形成に影響を与える構造要因となる可能性については、まだ評価が困難である。

3. ポートフォリオ投資における金の役割

機関投資家が金投資する目的・理由は様々である。ポートフォリオ（分散）投資における金の主な役割について以下にまとめてみた【図5】。

図5：投資ポートフォリオのリスクと金の役割

様々なリスク要素	金の特有性
・ 全体のボラティリティ -----	・ 主要資産との低い相関
・ テールリスク -----	・ テールリスクのヘッジ効果
・ インフレリスク -----	・ 実物資産
・ 信用リスク -----	・ 信用リスクのない資産
・ 通貨リスク -----	・ 究極の通貨、通貨分散
・ 流動性リスク -----	・ 高い流動性
・ カウンターパーティリスク --	・ カウンターパーティリスクなし
・ オペレーショナル・リスク --	・ 明瞭な仕組み（ETFの活用など）
・ 価格の透明性 -----	・ 一物一価

不確実性が高い運用環境 → 投資運用の大原則は分散とリスク管理

各種のポートフォリオに対する金の特有性から、金投資には次のような効果や役割があると考えられる。

(1) 投資リスク分散効果

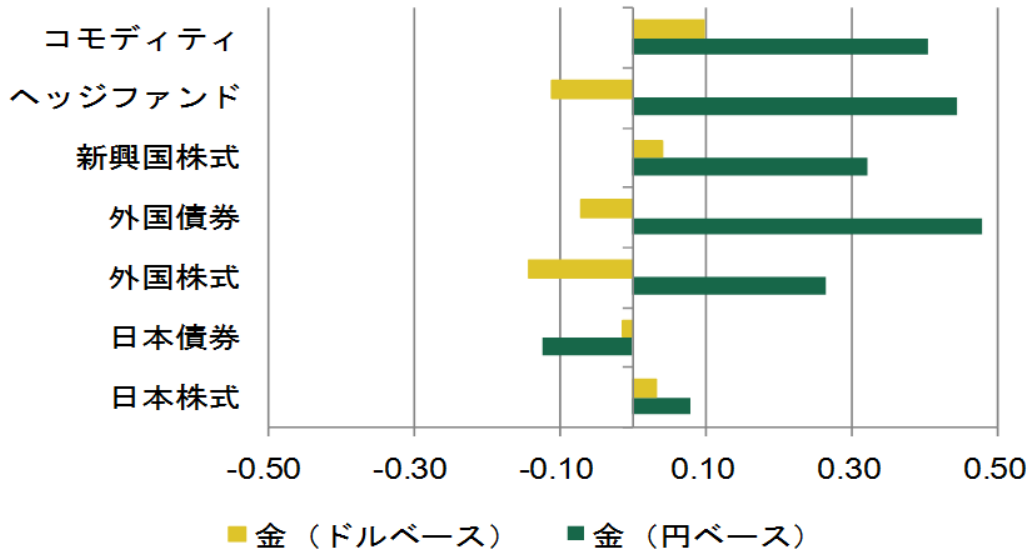
金は伝統的な資産クラスである株や債券と相関（注）が低く、多くのコモディティ（貴金属商品）とも異なる動きを示す。【図6<次頁>】が示すように、円ベースのリターンを長期的に見た場合、金と日本債券、日本株式、海外株式のそれぞれと有意な相関が認められないか極めて弱い相関を持つと評価できる。海外債券については、債券自体の動きよりも為替の動きが大きいため、為替換算の影響を強く受ける金との間にある程度の相関が認められる。

為替の動きの影響を受けにくいドルベースのリターンで見た場合、金と主な資産クラス間に有意な相関関係がみられない。

（注）相関：相関関係は2つのデータがどれだけ関連性があるのかを示す計数で、+1に近いほど関連性が高く、-1に近いほど正反対の動きを示す



図6：金と主な資産との相関



金：London PMFix、日本債券：NomuraBPL、外国債券：Citigroup WGBlexJapan、日本株式：東証株価指数、外国株式：MSCI KOKUSAI、新興国株式：MSC新興国株式指数、ヘッジファンド：HFRI Fund Weighted Composite、コモディティ：S&P GSCI
Data Source：Bloomberg, World Gold Council 1985年から直近まで（一部のインデックスは利用可能な時期より）

(2) インフレヘッジ・デフレヘッジ

実物資産としての金は、商品価格の高騰や通貨供給量の急増による通貨価値の毀損に備え、長期的資産価値の保全目的に利用できる特性を持つ。2008年のリーマンショックから波及した未曾有の金融危機を、巨額の財政出動と積極的な金融緩和で封じ込める先進主要国政府の対策は、紙幣供給量の急増をもたらし、インフレリスクを招く懸念があると考えた投資家の一部が、ヘッジ手段として金に投資したことはよく知られている。

金はデフレ進行時（特にデフレスパイラル時）も資産価値を保全する手段として用いることができる。1930年代の米国大恐慌期および1990年代の日本経済の低迷期等の経験から、デフレ症状が持続して悪化すると信用リスクが急増し、金融資産価格の大幅な低下を招く可能性が高いことは知られている。だれの債務でもない金は、こうしたリスクに対するヘッジとして機能する。

金はインフレ時もデフレ進行時も資産価値の保全に役立つ。しかしながら、言い方を変えると、インフレでもデフレでもない経済安定期は、金の役割は限定されると言えよう。

(3) 通貨リスクヘッジ

海外投資が盛んになる中、日本の投資家の大多数は為替リスクにさらされている。無国籍通貨である金は世界の主要通貨、特に基軸通貨である米ドルと逆相関関係にあり、通貨価値下落リスクをヘッジする選択肢の一つとして用いることができる。また、多くの中央銀行は外貨準備の一環として金を保有している。主要通貨に対する不信感から、中国、インド、ロシアの他、タイ、メキシコなどの新興国はここ数年外貨準備に占める金の割合を増やしている。金は、為替リスクの管理という視点からも通貨分散としての役割を担うことができる。金からの視点で見た場合、ドル・ユーロに対して強くなって

いる円も、金価格との対比ではその信頼性が低下している。ある意味では、金価格は主要通貨に対する信託を映す鏡と言えよう。

(4) 信用リスクヘッジ

リーマンショックや東日本大震災、ユーロソブリン危機と、10年足らずの間に信用リスクの脅威を顕在化させた出来事が立て続けに生じた。信用スプレッド（信用リスクに見合う利鞘）は乱高下し、デフォルトの危険性も増大した。また、グローバル化の進展に伴い、ある国で起きたリスクは一国内にとどまることなく世界各国へ波及する、いわゆる伝播のリスクも高まっている。

金は発行体がなく信用リスクを持たない金融資産である。社債市場の混乱やソブリンリスクの高まり時において、金価格は連動して上下することはなく、むしろ先進国のソブリンリスクとは逆相関に動く可能性が高い。国家債務に対するリスクは、中長期的な課題として今後も議論の対象となる中で、金をポートフォリオの中に組み入れて備えることは一つの選択であろう。金はだれの負債でもなく、発行体の倒産によりデフォルトすることもない。また、資産価値がゼロになる危険性はなく、富を保全する資産の中核となる特性を備えている。

(5) テールリスク・ヘッジ

発生可能性は極めて低いですが、一旦起きると投資家の保有資産価値が大きく毀損するようなイベント（例えば、リーマン・ショック）をテールイベントと呼ぶ。テールイベント発生時には、信用リスク、為替リスク、流動性リスクなどが極端に大きくなる。また、多くの金融商品は相関を強めて大きく下落する傾向にある。過去に発生したテールイベント、例えば、ブラックマンデー、日本のバブル崩壊、LTCM危機（注）、ITバブルの崩壊、リーマンショック、東日本大震災などにおいて、ポートフォリオに金を含めることによって資産価値の大幅な毀損を軽減できることが検証されている。

（注）LTCM危機：1998年、アメリカのヘッジファンドLongTermCapitalManagementが起こした金融破綻による世界経済危機

(6) 流動性リスクヘッジ

リーマンショックでは、資産売却ができない事態や著しく不利な価格での売却を余儀なくされたことを経験し、流動性リスクを改めて意識した投資家も少なくない。リーマンショック時においても、一部の伝統的資産の流動性が枯渇する中で、金市場は極めて高い流動性を維持した。

4.まとめ

他の資産と異なる特有性を備えている金は、ポートフォリオ投資における様々なリスクに対するヘッジの役割をになうことができる。このような資産は他に存在しない。不確実性が続く環境の中、多様なリスクに耐えられるポートフォリオの構築および安定収益を確保するためにも、金の組み入れは一つの選択肢であろう。日本経済・財政の立て直しが進まなければ、国債のテールリスク（金利急騰・価格暴落）が高まると予想される中、上述のヘッジ機能として金に関心を持つ投資家が増えるのは不思議なことではない。古くて新しい資産である金にご注目を。

以上



執筆者紹介

森田 隆大(もりた たかひろ) 1957年兵庫県生まれ
ワールド ゴールド カウンシル 日本代表

<学歴・職歴>

1980年甲南大学経営学部卒業。1983年ニューヨーク大学経営大学院にてMBA取得。
1983年から90年までファースト・シカゴ銀行勤務を経て、1990年にムーディーズ・インベスターズ・サービス本社に入社。格付けアナリストとして日本・アジア企業を担当、2000年に格付委員会議長を兼務、2002年に日本・韓国の事業会社格付部門の統括責任者に就任、日本の地方債格付けも管轄。
2010年にワールド ゴールド カウンシルに入社。埼玉学園大学大学院客員教授を兼任。

<主要著作>

「格付けの深層～知られざる経営とオペレーション」(2011年日本公認会計士協会学術賞受賞、日本経済新聞出版社、2010年)、「信用リスク分析－総論」(共著、金融財政事情研究会、2010年)ほか