基礎研レポート

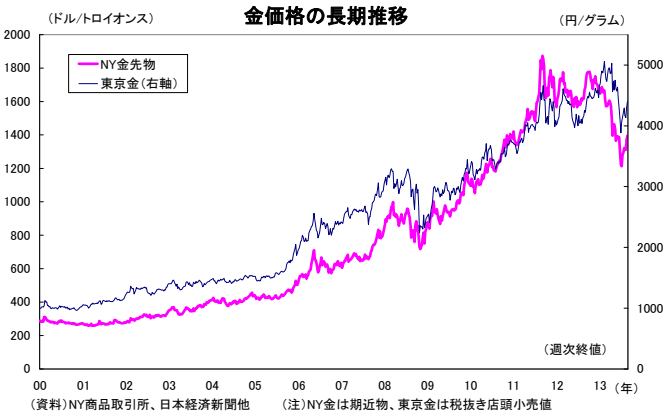
金（Gold）価格が映す世界の変貌

経済研究部 シニアエコノミスト　**上野　剛志**
(03)3512-1870　tueno@nli-research.co.jp

1――はじめに～金価格の変調

かつて長期にわたって大幅な上昇を続けた金（Gold、以下は単に“金”と表記）価格だが、今年に入って地合いが完全に変わった。金の国際価格（NY 金先物、期近物）は 2011 年 9 月に一時 1920 ドル/オンス[1]の史上最高値を付け、以降も高値圏で推移してきたが、今年に入って軟調となり、6 月末には一時 1200 ドルを割りこむまでに低下した。以降は多少戻したものの、足元でも 1400 ドル強で推移している（図表１）。

（図表１）



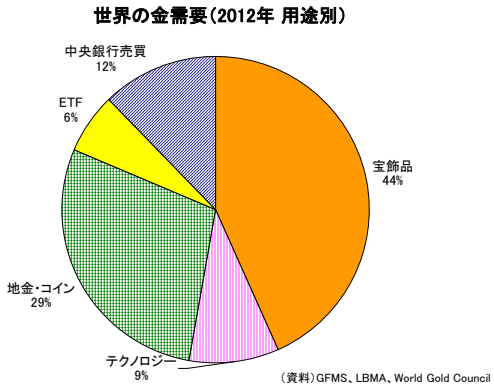
近年の価格上昇を受けて、個人の資産運用手段として金への注目度が高まってきた。この金価格に起きた大きな変調の背景を探り、先行きを展望したい。

2――金は世界情勢を映す多面鏡

金は様々な側面を持つ複雑な存在である。そして、その側面を２つに大別すると、“材料”と“投資対象”となる。

金は独特の輝き、耐食性、加工のしやすさなどの特性を有することから、“材料”としての使用価値を持つが、その側面はさらに２つの用途に分類できる。すなわち、アクセサリーなどの「宝飾品」

（図表２）



[1] 正式名称は「トロイオンス」、31.103 グラムに相当

 | Copyright ©2013 NLI Research Institute All rights reserved

材料としての用途と、金歯などの歯科材料、半導体等の工業部品材料といった「テクノロジー」領域での用途だ。

そして、金には “投資対象”としての側面もある。金は実物資産として退蔵でき、店頭での自由な換金など高い流動性を持つことから、資金の貯蔵手段としての価値を持つ。この側面はさらに３つの用途に分類できる。一つは地金（いわゆる延べ棒）やコインといった金そのもの、２つ目は金を投資対象とする ETF（上場投資信託）、最後は世界中の中央銀行による外貨準備である。

投資対象としての金の強みは、実物資産であるためインフレに強いという点と安全資産であるという点だ。この後者で言うところの安全性とは信用リスクが無いという意味である。現在の各国通貨の場合、その価値の裏付けは各国政府（ならびに発券主体たる中央銀行）の信用力である。従って、実質的な発行体である国家が破綻すれば、最悪の場合紙くずになるという信用リスクがある。また、紙くずにまで至らなくとも、各国通貨の信認（信用力）低下などで通貨が下落するリスクがある。一方、金には値動きこそあるものの信用リスクは無い。基本的には世界中のどこでも、好きな通貨に換金可能であるため、“無国籍通貨”とも呼ばれる。

以上のように、多くの側面・用途を持つ金だが、2012 年の世界の金需要（4362 トン）のうち、最大の用途は宝飾品（全体の 43%）である。以下、地金・コイン（29%）、中央銀行売買（12%）、テクノロジー（工業・歯科用、10%）、ETF（6%）の順になっている（図表２）。

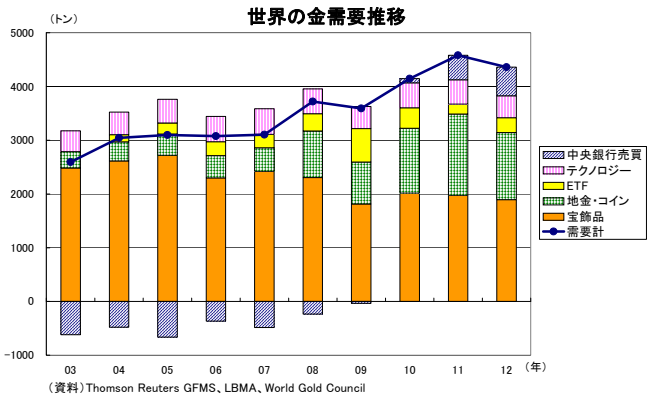
3――金需要と価格の変化

1｜2011 年までの価格急騰

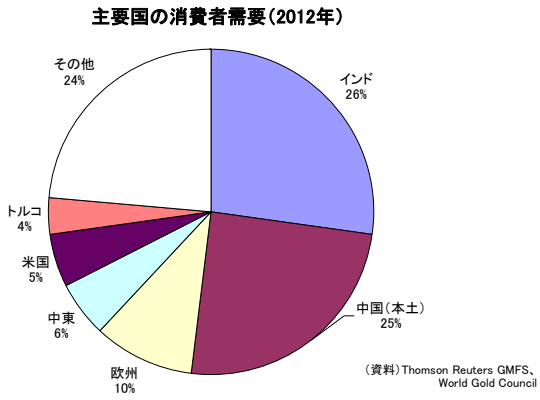
金は 2000 年代の半ばから 2011 年にかけて価格高騰期を迎えたが、その理由は需要が大きく増加したためである。世界の年間金需要の推移を見ると(図表3)、2005 年に 3098 トンであったものが、ピークにあたる 2011 年には 4582 トンへと 1484 トン(47.9%)も増加している。

次に用途ごとにその間の増減を見てみると、面白いことがわかる。「宝飾品」需要が 744 トン減少する一方で、「地金・コイン」が 1117 トン、「中央銀行売買」が 1120 トンも増加しているのだ(「テクノロジー」と「ETF」はほぼ横ばい)。つまり、もともと最大の用途である宝飾品としての需要が減少する一方で、投資対象としての需要がそれ以上に増加し、価格高騰を促したということである。

（図表３）



（図表４）



Copyright ©2013 NLI Research Institute All rights reserved

①世界の消費者需要

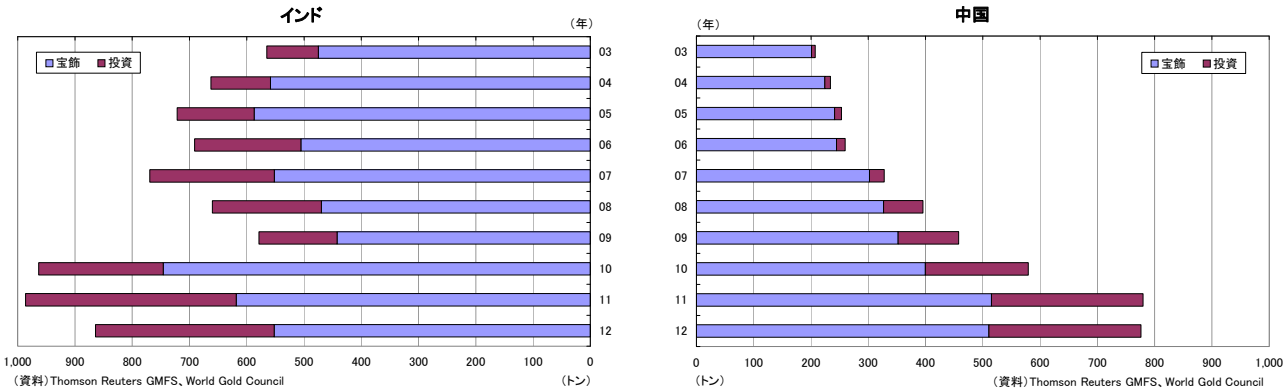
それでは、誰が金を買ったのか。中央銀行分は後述するとして、2012 年の世界の消費者需要を国別に見ると、1 位のインド（全体の 26%）、2 位の中国（全体の 25%）の両国で全体の過半を占める（図表４）。欧米のシェアが合わせて 15%に過ぎないなかで、金市場における両国の存在感は圧倒的になっている。

そこで、両国の需要を時系列で見てみると（図表５）、中国、インドともに大きく増加している。2005 年から 11 年にかけての増加量は、インドが 265 トン（うち宝飾用 31 トン、投資用 234 トン）、中国が 527 トン（宝飾 274 トン、投資 253 トン）で、併せて 791 トンにのぼる。この間の世界の金需要増加量 1484 トンの半分以上が両国の消費者によるもので、特に投資用の伸びが著しいことがわかる。

インドはもともと婚礼に際して大量の宝飾用金を使用するという特徴を持つが、近年では投資用の金需要が伸びている。一方、中国は宝飾用、投資用ともに大きく需要が伸び、首位のインドに肉薄してきている。

両国はもともと人口大国であるうえ、2000 年代に大幅な経済成長を遂げ、①市民の金購買力が高まったこと、②高成長の裏返しではあるがインフレ率が高めであること、③新興国であるが故に外貨規制などの投資制約があり、居住者にとってインフレに強い投資対象の選択肢が少ないこと、④社会保障が発展途上で将来への備えが必要であることなどが金への大量の資金流入を促したと考えられる。

（図表５）



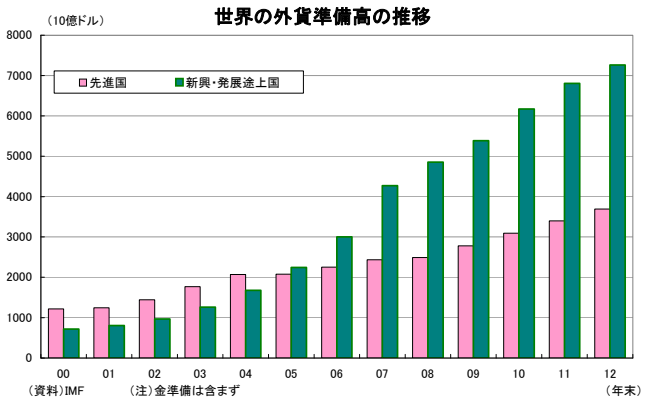
②中央銀行による売買

そして、世界の金需要拡大を促したもう一つの要因が中央銀行による需要だ。

世界の中央銀行は 2000 年代前半では金の売却超過主体であったのだが、後半には購入超過主体へと転換している。そして、この転換の背景には２つの要因があると考えられる。

一つ目の要因は外貨準備の急増だ。外貨準備とは、各国中央銀行が外貨の支払いや、通貨急落時の為替介入原資として保有している準備資産のこ

（図表６）



 Copyright ©2013 NLI Research Institute All rights reserved

とだが、2000 年代を通じて特に新興国で急拡大がみられる。1990 年代後半に勃発したアジア通貨危機への反省から、外貨準備を多めに積み上げる必要性が認識されたこと、そして新興国が輸出促進のための通貨安政策の一環として、為替市場で多額の自国通貨売り外貨買い介入を行ってきたことが外貨準備の急拡大に繋がった。

そして、2 つ目の要因は、外貨準備の多様化の動きだ。各国中銀は積み上げた外貨準備を何かの形で保有しなければならない。かつてはドル建て資産に一極集中していたのだが、2000 年代後半には米双子の赤字などによるドルの信認低下が意識され、ユーロ建て資産へと一部分散した。しかし、その後ユーロも債務危機で信認を失墜させたため、外貨準備の構成をさらに分散させる必要性が高まった。

このように、2000 年代を通じて世界では外貨準備が急激に拡大し、さらに分散化させる必要性が高まったため、その有力な選択肢として安全性の高い金への需要が高まったと考えられる。

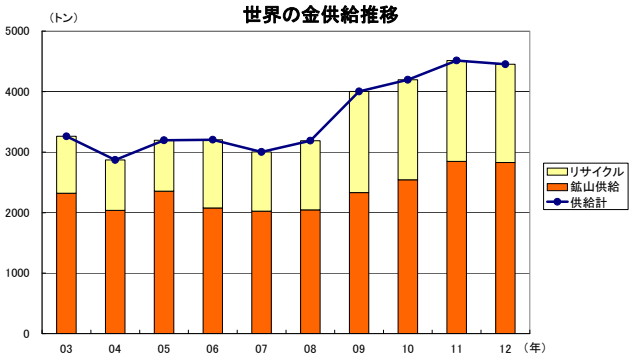
2｜金供給の拡大

一方、急拡大する金需要に対し、供給はどのように行われたのだろうか。

金の供給源は２つある。一つは採掘など鉱山による供給、もう一つは過去に供給された金のリサイクルである。

2000 年代半ば以降の金供給量は、需要の増加を背景として増加してきた（図表 7）。具体的には 2005 年からピークの 2011 年にかけての供給量は 1319 トン増加している。そして内訳では、鉱山供給が 492 トン増、リサイクルが 828 トン増とともに増加。需要拡大にともなって価格が上昇したことから、従来はコスト面から採算が合わなかった新鉱山の開発が進んだほか、値上がり益を狙った金現物のリサイクルが増加したと考えられる。

（図表７）



（注）鉱山供給には鉱山会社ヘッジ額（借入等）を含む
（資料）Thomson Reuters GFMS、LBMA、World Gold Council

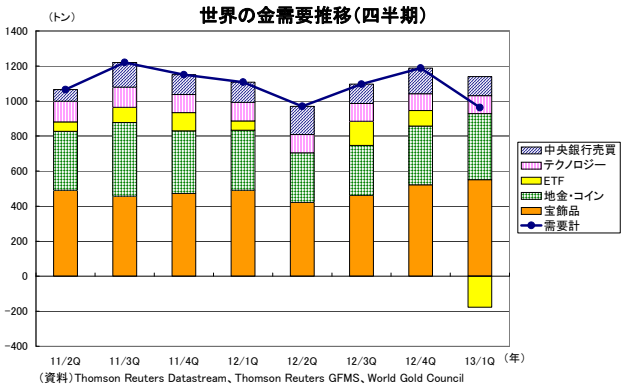
3｜2013 年の価格急落

①ETF による金売却

このように 2011 年にかけて長期に需要拡大に伴う上昇が続いた金価格は、2012 年も比較的高値で推移したが、既述のとおり今年に入って急落し、ついに転機を迎えた。四半期平均で見ると、12 年 10-12 月の 1718 ドルが 13 年 1-3 月には 1630 ドルへと下落、そして、4-6 月には 1416 ドルへとさらに大きく下落している。

13 年 1-3 月の世界需要の状況を見てみると（図表８）、需要合計は前年同期比で 13%、直前の 12 年 10-12 月との対比では 19%も低下している。宝飾品需要は引き続き堅調であったが、これ

（図表８）



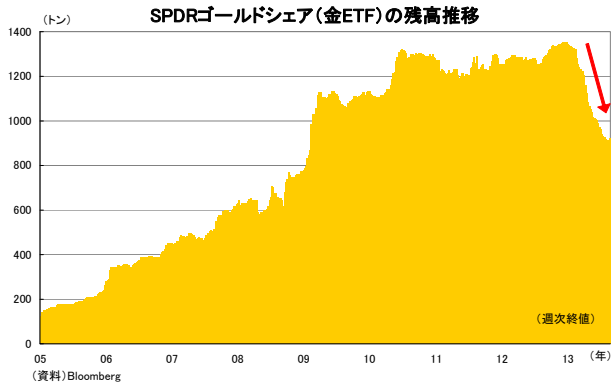
（資料）Thomson Reuters Datastream、Thomson Reuters GFMS、World Gold Council

Copyright ©2013 NLI Research Institute All rights reserved

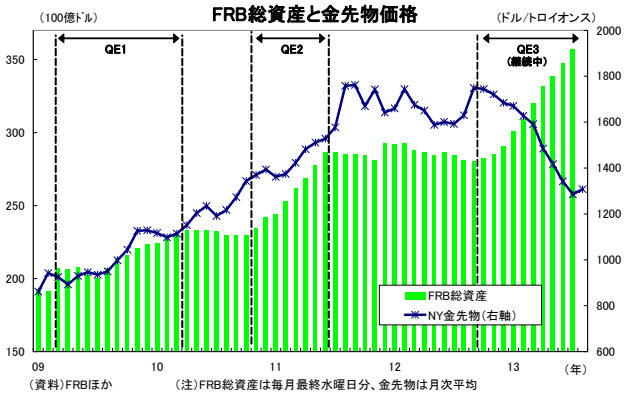
までプラス（購入超）を続けてきた ETF がマイナス（売却超）に転じた影響が全体の需要低下を引き起こした。

ETF に関して、世界最大の金 ETF である「SPDR（スパイダー）ゴールド・シェア」の金保有残高を見ると、12 年末をピークとして急減しており（図表９）、今年に入ってからの主に機関投資家による ETF の大幅売却を裏付けている。そして、この動きは直近まで続いており、4-6 月における金価格下落も、1-3 月同様に ETF 主導であったことがうかがわれる。

（図表９）



（図表 10）



②金の魅力を低下させたもの

それでは、なぜ機関投資家は金の売却に動いたのだろうか。一言で言えば、投資対象として金の相対的な魅力が低下したためだ。

そして、最も金の魅力を低減させたものは、量的緩和第３弾（QE3）の縮小観測の高まりと考えられる。量的緩和（QE）とは、米 FRB が大量に米国債等を購入し、その分のマネーを供給するオペレーションである。QE は金利を押し下げることで投資家の資金コストを低下させるとともに、供給されたマネーが金市場に流入するという期待を高めるため、金価格にとって強力な追い風となる。実際、過去の金価格の推移をみると、QE 期間中には大きく上昇してきた。今年に入ってからは、米景気の堅調な推移を背景として、昨年 9 月に開始された QE3 がいずれ縮小・停止されるという観測が高まってきた。特に、バーナンキ FRB 議長が「年内の縮小開始」に言及した 5 月下旬以降は、年内の縮小開始が金融市場でほぼ確実視されている。

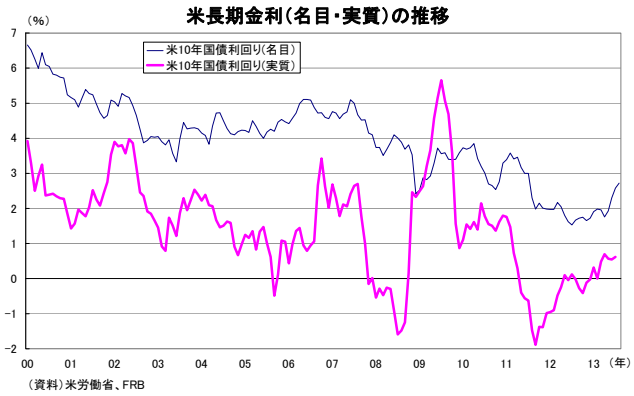
QE3 の縮小観測は３つの意味で金価格の逆風になる。一つは金利上昇だ。QE3 縮小を先取りする形で米長期金利は既にかなり上昇している。一方でインフレ率は低位で推移しているため、名目長期金利からインフレ率を控除した実質長期金利は大きく上昇。11 年以降はマイナスで推移していた実質長期金利は、今年に入ってからプラスに転じている（図表 11）。金はインフレには強いものの、金利や配当といったインカムゲインを生まない資産であるため、“実質金利上昇”は大きな逆風となる。

また、QE3 縮小は米国による金融緩和路線の転換を意味することから、為替市場では“ドル高”が起こっており（図表 12）、ドル建てで取引される金の割高感を高めているのもマイナス材料だ。

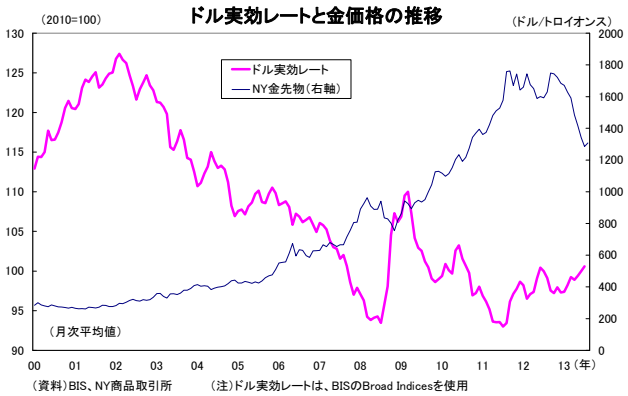
 Copyright ©2013 NLI Research Institute All rights reserved

さらに、QE3 縮小に伴うマネー供給ペースの縮小が、金市場からの“投資資金流出”を連想させることも金への投資マインドを萎縮させると考えられる。

（図表 11）



（図表 12）



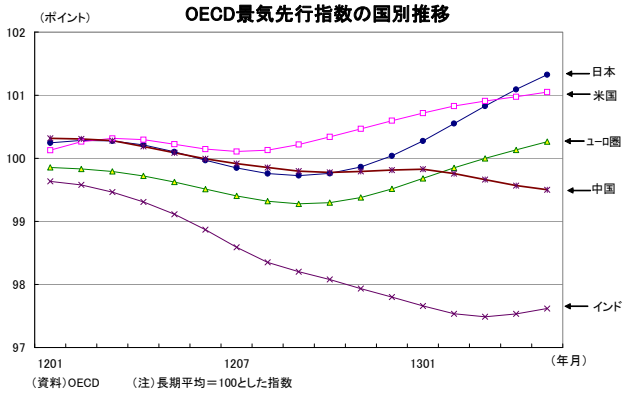
また、米国以外の各国情勢も金価格の抑制要因になっている。

景気回復基調を強める米国（及び日本）に対し、新興国、とりわけ中国やインド経済の低迷感は色濃い。各国の景気動向を示す OECD の景気先行指数を見ても（図表 13）、日米欧と中印の方向感の違いは顕著になっている。金の 2 大需要国である中国とインド経済の低迷は、金需要の低迷をイメージさせる。さらに、インドがインフレに繋がる通貨ルピー安への対応として、金の輸入規制を段階的に強化していることも、直接的に金価格の抑制要因となるうえ、金への投資マインドを阻害している。

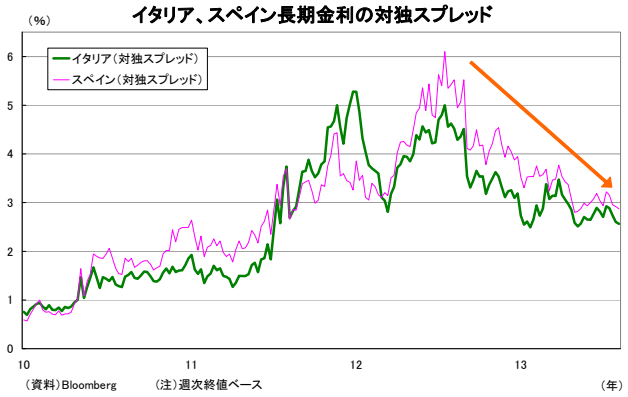
そして、欧州債務危機の沈静化も金投資の魅力を低減させた。09 年のギリシャ危機以降 12 年までは欧州債務危機が断続的に緊迫化し、安全資産としての金の魅力を高めていたが、危機の沈静化すれば、安全資産需要は減少する。

実際、危機の緊迫度合いを示す一つの尺度であるイタリア、スペインの長期金利（ドイツとの差）を見ると、昨年半ばをピークに急低下している（図表 14）。ユーロ圏の中央銀行である ECB が、危機に陥った国の国債を無制限に買い入れる枠組みを導入したことが、（未発動ながら）危機に対する抑止力として機能したと考えられる。

（図表 13）



（図表 14）



 Copyright ©2013 NLI Research Institute All rights reserved

このように、米国、中国、インド、欧州といった世界の主要国情勢の変化が、それぞれ金投資の相対的な魅力を低下させ、投資マネーの流出を通じて金価格の下落を促したと考えられる。

4｜金価格の行方

それでは、今後の金価格の行方はどうなるのだろうか。筆者は、ドル建て金価格が再び上昇トレンドに入ることは当面見込みがたく、しばらく低迷する可能性が高いと考えている。

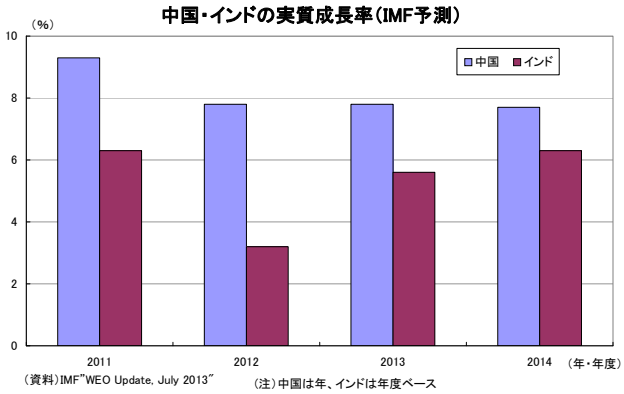
なぜなら、米金融政策の出口戦略はまだ途にも付いていないためだ。現在は QE3 縮小開始が懸念されている状況に過ぎない。そして、縮小が実際に開始されてからも、「段階的な買入れペースの縮小→買入れ停止→利上げ」という金融引き締めに向けたステップが待ち構えている。ステップを前進させるごとに、マネーの供給ペースは鈍るとともに、米金利には上昇圧力が加わり、ドルが上昇することになると予想される。これに伴って金の投資対象としての魅力は低下、投機マネーのさらなる流出に繋がる可能性が高い。

また、欧州債務危機再発のリスクは燻り続けてはいるものの、昨年と比べてその可能性は低下しているとみられ、この点では安全資産としての金投資も盛り上がりにくい。

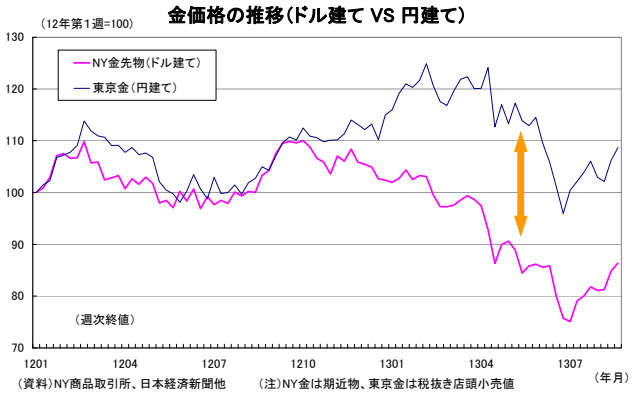
しかしながら、金が今後一方的に暴落する可能性も高くないだろう。一般的に金の生産コストは 1200 ドル程度と言われており、このラインを大きく割り込むようだと金の供給が減少して需給が引き締まるはずである。また、２大需要国の中国とインドの経済成長率についても、今のところこのまま大きく底割れすることはなく、近い将来に底打ちするとみられる。IMF による７月時点の予想でも、中国は 2014 年にかけてほぼ横ばい、インドは 2013 年度からやや加速することが見込まれている（図表 15）。さらに、世界の中央銀行による金購入は増加する外貨準備資産の分散化という構造要因によるものであり、これからもその流れは続くとみられる。中長期的には、基軸通貨ドルの信認が低下していく可能性があることも金価格の下支えとなる。

従って、過去のような上昇トレンドへの回帰はないにせよ、一方的に低下を続けることもないと考えている。

（図表 15）



（図表 16）



Copyright ©2013 NLI Research Institute All rights reserved

なお、円建てでは様相が少し異なる。なぜなら、米金融政策の出口戦略は為替では円安ドル高をもたらすためだ。また、円はいわば世界最強のリスク回避通貨であるため、金融市場のリスク回避姿勢が後退すると売られやすいという点で金と一致している。このため、今年に入ってからの金価格の推移を見ると、ドル建ても円建てもともに下落はしているものの、円安ドル高効果によって円建て価格の下落はドル建てに比べてかなり限定的だ（図表 16）。

日銀の金融緩和に対する積極度合いは世界を見渡しても突出しており、今後とも円は幅広い通貨に対して弱含みやすい。従って、円建て金価格はドル建てと比べて堅調に推移するだろう。

4――おわりに

以上の通り、今年に入ってからの金価格の下落は、米経済の回復、新興国経済の低迷、欧州債務危機の沈静化という世界の大きな変化を反映したものと見ることが出来る。従って、今後これらのパワーバランスがどう変わるかによって、金価格は大きく影響を受けることになる。

本文中の筆者の見立てでは金価格の低迷がしばらく続くとしたが、この大前提には米経済を中心とする世界経済の緩やかな回復がある。しかしながら、ひとたび世界経済がリスクシナリオに移行することになれば、金価格の様相も一気に変わることになるだろう。

筆者が最近気になるリスクは米出口戦略の失敗、中国のシャドーバンキング問題の緊迫化、そして地政学リスクの拡大だ。世界経済は様々な潜在的リスクにさらされており、いずれかが顕在化すれば、世界経済に大きなマイナスの影響を及ぼす。その際は、世界の金融市場が再びリスク回避地合いとなり、安全資産需要が増加する形で金価格も再び大きく値を切り上げるだろう。

実際、直近 2 ヵ月で見ると、金のドル建て価格は約 200 ドル持ち直している。この背景には QE3 縮小観測に伴う一部新興国からの資金流出や最近にわかに緊迫化の度合いを高めたシリア情勢の影響などで、金融市場全体がややリスク回避的になっていることがある。

金は、良くも悪くも世界情勢を如実に映し出す多面鏡のような存在なのである。

Copyright ©2013 NLI Research Institute All rights reserved