

ゴールドインベスター

2016年10月

増大するリスク、 オルタナティブ・ソリューション

極めて不確実性
が高い環境の中
で、どのように投
資すべきかをモ
ハメド・エラリア
ン氏が語ります



次に何が待っているのか？

米国金利が金に与える影響

シャリア・スタンダード

イスラム投資家のための新た
なアセットクラス

金への動向

日本のマインド変化

目次

はじめに

世界中でリスクが高まるなか、新たな投資家たちが金市場に参入

3

日本において魅力を増す金

15

金に対する日本の機関投資家の興味は、着実に増加している。三菱東京UFJ信託銀行の執行役員・フロンティア戦略企画部部長である星治氏が、日本の機関投資家から見た金の魅力を分析する。



ニュースから 世界の金市場 ニュース

4

金の今後は?

金の価格は今年大きく上昇したが、経済調査会社キャピタルエコノミクス (Capital Economics) のコモディティ・エコノミストである Simona Gambarin氏は、米国金利が上昇を始めたとしても、金価格はさらに上昇する余地があると述べている。



5

ロンドン金市場を近代化する

18

LMEpreciousは、ロンドンの金卸売市場に活気をもたらすための新たな取り組みです。ワールド・ゴールド・カウンシルの市場インフラストラクチャ担当マネージングディレクターであるRobin Martin氏が、LMEのCEO Garry Jones氏と、LMEpreciousの仕組みとメリットについて説明する。



金を対象にした新たなシャリア・スタンダード

8

イスラムの機関投資家および個人投資家にとって、これまで金投資は課題を伴うものだった。しかし、イスラム金融機関会計監査機構 (The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions) とワールド・ゴールド・カウンシルが連携して、金を対象とした新たなシャリア適格基準の作成に動いた。AAOIFI事務局長のHamed Hassan Merah博士と、ワールド・ゴールド・カウンシルの中央銀行・公共政策担当マネージングディレクターであるNatalie Dempster氏が、今回の協働の理由と見通しを説明する。

世界的な不均衡と金への影響

21

世界的な貿易不均衡は、危険レベルに達した。強い影響力を持つダンディー・エコノミクスのチーフエコノミストであるMartin Murenbeeld博士は、世界を元に戻すためには、劇的な通貨切り下げが必要だと提案している。これは金にも大きな影響を与えるものだ。



低金利時代のスマートな投資

11



世界的な大手保険会社アリアンツのチーフエコノミックアドバイザーであり、世界最大かつ最も影響力の強い投資会社ピムコの前CEOであるモハメド・エラリアン氏は、不確実性が色濃い今日の環境で、金は分散投資ポートフォリオの一部として貴重な役割を果たすと言う。

枠を超える- 金の評価に関するガイド

23

金は従来の評価モデルに適合しないため、ポートフォリオにおけるその役割の評価には課題を伴うと見られている。ワールド・ゴールド・カウンシルのリサーチ・ディレクターであるJuan Carlos Artigas氏は、こうした課題に対して、シンプルかつ包括的な枠組みを用いて対処できると説明する。

金市場の主な統計

25

はじめに

リスクが高まる世界において、金をもたらすメリット

アラム・シシュマニアン
(Aram Shishmanian)

ワールド・ゴールド・カウンシル
最高経営責任者 (CEO)



「ゴールド インベスター」秋号をご覧
くださり、ありがとうございます。
2016年が終わりに近づきましたが、マク
ロ経済および政治におけるリスクは、か
つて例を見ないほど高まっています。

米国では大統領選挙が間近に迫り、その結果にかかわらず、政治、金融、経済の各側面に大きな影響を及ぼすことが予想されています。アジアでは、中国経済の展望に疑問が漂い、一方で日本は引き続き低成長率とデフレの悪循環から抜け出せずにいます。欧州では、全域にナショナリストの感情が高まる中、英国のEU離脱が決定するという想定外の出来事が起こり、その余波は何カ月も続くでしょう。

このような状況の中、中央銀行は超低金利およびマイナス金利さえも用いて成長を刺激しようと試みましたが、その努力はほぼ実ることなく、多くの投資家は長年信じてきた基本的な投資戦略に疑問を持ち始めています。

その答えが何であれ、1つ明確なことがあります。それは、リスク管理と許容可能な水準のリターンを得ることが、投資家にとってますます困難になっているということです。

「ゴールド インベスター」の本号では、主要なオピニオンリーダーや金融機関が、世界経済の動向および短期的な価格変動に関係なく金がリスク軽減および資産保全に果たせる役割について論じます。

世界的保険大手アリアンツのチーフエコノミックアドバイザーであり、トップ投資会社ピムコの前CEO、そして「世界の思想家トップ100」の1人に選ばれているモハメド・エリアン (Mohamed El-Erian) 氏は、私たちは、政治経済において、超低金利、成長停滞、不均衡の拡大を特徴とする先の見えない状況にいると述べています。このように困難な環境下では、投資家は求めるリターンを達成すべく、過剰なリス

クをとる傾向があります。エリアン氏は、金を戦略的に配分することで、リターンを増やし、リスクを軽減することができるかと提案しています。

調査会社キャピタル エコノミクスのコモディティ・エコノミストであるシモーナ・ガンバリニ (Simona Gambarini) 氏も、今日の不透明な世界において金が果たせる役割があると信じています。金価格が過去には米国の金利動向と相関性を持っていたが、今回は、たとえ米FRBが金利を引き上げたとしても、金需要は継続すると予想しています。この理由は、第1に米国の名目金利は低水準にとどまると見られること、第2に、他国の中央銀行が米国の動きを追従する可能性が低いこと、第3に、予想が非常に困難な政治環境が続くことが理由です。

これについて、有力な経済・金コンサルティング会社ダンディー・エコノミクスのチーフ・エコノミストであるマーティン・ミュレンベルト (Martin Murenbeeld) 氏は、世界的な貿易不均衡をもたらす警戒すべき危険性について論じ、これに対処できるのはドルの切り下げを含む大幅な為替調整のみだと指摘しています。彼の説明にあるとおり、これは金価格に大きな影響を与えるでしょう。

日本有数の信託銀行である三菱東京UFJ信託銀行も、現在の環境下における金の役割について評価しています。執行役員星治氏は、変動の大きな環境下で投資家が比較的安定したアセットを求めているため、日本の金融機関と年金基金にとって金の魅力が増していると述べています。

鍵となる新たな取り組みとしては、イスラム金融機関会計監査機構 (AAOIFI) の事務局長ハメド・ハッサン・メラ (Hamed Hassan Merah) 博士が、ワールド・ゴールド・カウンシルと協働で作成した金を対象としたシャリア適格基準を紹介し、世界各地のイスラム教徒の投資家にこの基準がもたらすメリットを説明します。

ロンドン金属取引所CEOのゲリー・ジョーンズ (Garry Jones) 氏は、ワールド・ゴールド・カウンシルと業界トップ各社とのパートナーシップにより、新たに発足した取り組み LMEprecious について、その論理的根拠を説明します。取引所を通じた取引と中央決済機関を通じた決済を特徴として、もつ LMEprecious は、ロンドンの金市場を近代化し、市場のユーザーに目に見える形のメリットを提供することを目的としています。

本レポートに関する皆様のご意見・ご感想をお待ちしております。goldinvestor@gold.org。宛てにEメールにてお送りください。本レポートをお楽しみいただければ幸いです。

Aram Shishmanian

ワールド・ゴールド・カウンシルは、金市場の育成を目的とする組織です。サプライチェーン全域にわたり世界レベルの組織と協働で、金需要を喚起し、金の革新的な用途を開発し、新商品を上市しています。金の世界的な第一人者として、金市場に関する総合的な分析をおこない、金需要を喚起するために、他に類のない情報と洞察を意思決定者の皆様に提供しています。

ニュースから

トルコの商業銀行における金の認可保有量増加

トルコ中央銀行は、商業銀行が準備金として保有することのできる金の量を引き上げた。これは、外貨準備高を増加させ、居住者の金を経済活動に回すことを目的としており、トルコの銀行は、現金の代わりに金によって準備高要件を満たすことができる。こうした政策は2011年の導入以来、高い成功を収めている。

ベラルーシにおける金および外貨準備高の増加



ベラルーシ国立銀行は、ゴールドおよび外貨の準備高を2017年に5億ドル増加させて54億ドル相当にする予定だ。副会長のセルゲイ・カレチット (Sergei Kalechits) 氏は次のように説明している。「来年のマクロ経済の安定性を確保するために、政府および中央銀行は、国の金および外貨の準備高を維持し増加させるための措置をとります」



インドの金に関する総合的な政策

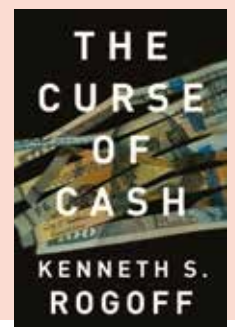
インド政府は、2017年2月予算案 (Union Budget) で、金に対する総合的な政策を発表した。インドで初の取り組みで、検査と認証業者に対する規制の導入およびゴールド・マネタイゼーション・スキーム、ソブリン債、輸入、取引、取引所の設立、認証、精製に関するアドバイスを行う、ナショナルゴールドボードの創設が含まれる可能性がある。



ケン・ロゴフ (Ken Rogoff) 氏が金のメリットを強調

世界で最も権威ある経済学者の1人で、ハーバード大学の経済学教授であるケン・ロゴフ氏が、新刊『The Curse of Cash (現金の大量)』を発表し、同書の中で次のように述べている。

「上昇した金価格が大きなバブルだという人がいるでしょう。これは1つの解釈ですが、マネーの歴史は別の解釈を示しています。それは、社会が通貨を持つ必要があることから金には価値があり、また、非常に長きにわたり、金が魅力的な選択肢であることが証明されている、ということです」



Kenneth S. Rogoff 著
『The Curse of Cash (現金の大量)』
プリンストン大学出版局、
2016年7月29日

金の今後は？

Simona Gambarini

キャピタル・エコノミクス社
コモディティ・エコノミスト



金価格は今年急激に上昇したが、米国金利に関する予測から、この上昇傾向は反転すると見られている。しかし、主要経済調査会社キャピタル・エコノミクス (Capital Economics) のコモディティ・エコノミストである**Simona Gambarini**氏は、そうではないと指摘する。

中国とインドの消費者や新興国の中央銀行による金の購入が控え目であったにもかかわらず、今年の上昇率は米ドル建てで20%を上回った。これは米国金利に対する年来の予想の変化を一部反映したものである。米連邦準備理事会 (FRB) が金利を引き上げる可能性がより低くなったと見られたために、ドルが弱まり金価格が上昇した。しかし、米国におけるインフレ懸念が強まり、安全資産への需要が再び高まったことも重要な要因だ。

こうしたことは、FRBが金利を再び引き上げる際に、金価格が比較的到底堅さを示すだろうことを示唆している。

実際、FRBが2015年12月に金利をほぼ10年間で初めて引き上げた際の金価格への影響は長く続かず、翌月には他の要因によって、価格が上昇している。

当然ながら一般的な考え方では、FRBが金融引き締めを行えば、米国金利の上昇がドル高をもたらすため、コモディティ保有の機会費用が増加するため、金価格が受ける影響は好ましくない。そして、もし現時点での予想より早く次の利上げが実行されれば、金価格が短期的に下落する可能性がある。



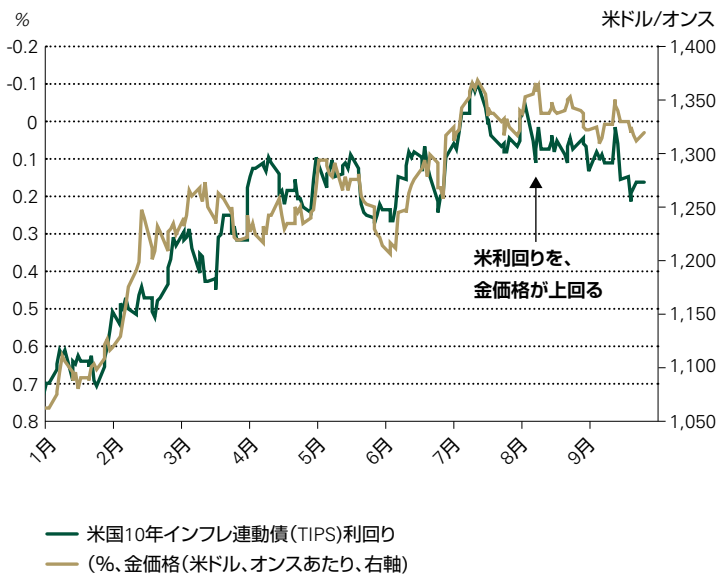
しかし私たちは、主に次の3つの理由により、あらゆる後退は一時的なものだと考えている。

まず、Fedは金利を徐々に、そして、過去よりも低い水準までしか引き上げられないと思われる。名目金利が今後数年間に2~3%を超えて上昇することはないと見られ、特にインフレが続き、実質金利が低く抑えられている状態では、大きく事態が変化することはないだろう。

“ 実質金利は、金のような資産の保有機会費用を決定する際に最も重要 ”

実質金利は、(少なくとも) 実質価値を維持するであろうと考えられる金のような資産の保有機会費用を決定する際に最も重要である。実際、金価格は実質利回りと緊密に関連している(図1)。

図1: 米インフレ連動債10年利回り&金価格



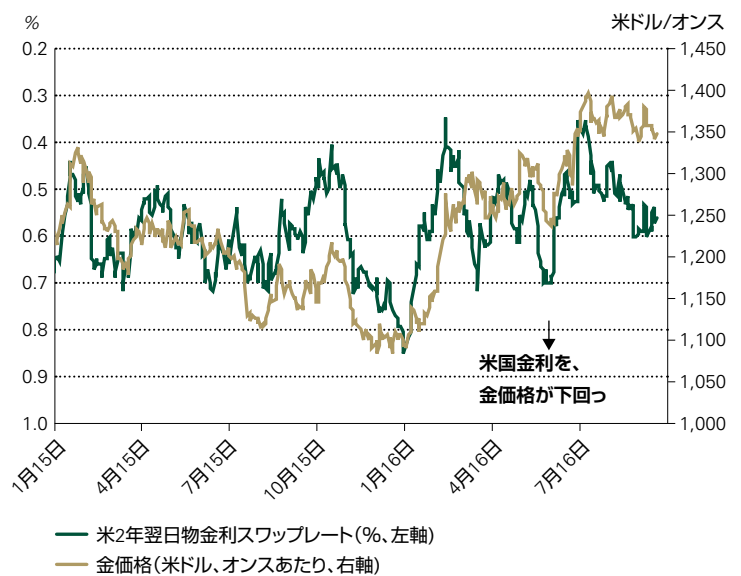
出典：ブルームバーグ

確かに米国の消費者物価指数は未だに低いが、消費者物価指数とコアインフレーションはいずれも2017年末までにFRBのインフレ目標値2%を超えるペースだ。よって実質金利は過去最低水準が続くだろう。

“ 欧州と日本では、すでに多くの国債利回りがマイナス。一方、イングランド銀行は英国のEU離脱(ブレキジット)の決定を受けて基準金利を0.25%に下げ、同銀行のバランスシートを1,700億ポンド膨張させた。 ”

第2に、他国の中央銀行がFedに追従しない可能性が高い。最近、米国金利予想(図2)。翌日物金利スワップレート(よる)が再び上昇し始めた一方で、金価格が高値を保持している理由が、これで一部説明できる。ユーロ圏、英国、日本では当面の金融緩和政策が続き、特に英国が国民投票でEU離脱を決定したことに伴う経済的・政治的不透明さを受けて、今後数カ月間でさらなる刺激策が見込まれる。欧州と日本ではすでに多くの国債利回りがマイナスで、一方、イングランド銀行は英国のEU離脱(ブレキジット)の決定を受けて基準金利を0.25%に下げ、同銀行のバランスシートを1,700億ポンド膨張させた。今後、日本の金利はさらに下落し、日本とユーロ圏では資産買い入れが増加するだろう。

図2: 米2年翌日物金利スワップレート&金価格



出典：トムソン・ロイター

第3に、今後さらなるショックが待ち受けている可能性がある。ブレキジットの影響により、ユーロ圏周辺で債務危機が再発するリスクは大きく、また他の国もEUと袂を分かち可能性がある。一方、米国の大統領選挙が新たに世界的な政治不安をもたらす可能性もある。

今年の英国のEU離脱決定直後に、金の安全資産としての価値はすでに示されている。ブレキジットがもたらす経済不安と政治不安はしばらく続くと考えられ、私たちは、金は高い需要を維持すると考えている。

振り返ると、今年の金価格の急上昇には複数の要因が貢献しており、一部の主な要因が衰退しているにもかかわらず、価格上昇の大部分は維持されている。今後は、長引くグ

ローバルリスクを受けて、安全資産である金に対する需要は、FEDによる金融引き締め策を考慮しても、継続されるであろう。さらに、何年にもわたる例外的な金融緩和策により、インフレリスクが再び注目を浴びるため、金価格のダウンサイド・リスクは限定されであろう。

Fedが再び金融緩和策を取らざるを得ないような大規模な危機が発生しない限り、金価格が以前の高値である1,900米ドル/オンスに再び達することはないと考えている。しかし、米国ではさらなる金融引き締め策が予想されているにもかかわらず、金価格が中期的にさらに上昇する余地は十分にあるだろう。■



米国連邦準備制度理事会 (ワシントンD.C.)

金を対象にした新たなシャリア・スタンダード

Dr Hamed Hassan Merah

イスラム金融機関会計監査機構事務局長



Natalie Dempster

ワールド・ゴールド・カウンシル
中央銀行・公共政策担当マネー
ージングディレクター



イントロ:イスラムの機関投資家および個人投資家にとって、これまで金投資は課題を伴うものだった。しかし、イスラム金融機関会計監査機構(The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions)とワールド・ゴールド・カウンシルが連携して、金を対象とした新たなシャリア適格基準の作成に動いた。AAOIFI事務局長のHamed Hassan Merah博士と、ワールド・ゴールド・カウンシルの中央銀行・公共政策担当マネーjingディレクターであるNatalie Dempster氏が、今回の協働の理由と見通しを説明する。

Merah 博士: AAOIFIとは?

Merah 博士 : イスラム金融機関会計監査機構(The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions: AAOIFI)はイスラムの国際的な独立非営利組織であり、イスラム金融機関(IFI)を対象に会計、監査、ガバナンス、倫理、シャリア(イスラム法)適格基準を開発する。独立した国際組織として、AAOIFIは、イスラム開発銀行、中央銀行、イスラム金融機関、その他の国際的なイスラムの銀行・金融界のメンバーなど約45カ国の200機関に支えられている。AAOIFIの基準は、世界各地のイスラム金融の実践に調和をもたらしている。

AAOIFI基準は各機関にどのように採用されているのか?

Merah 博士 : AAOIFIの基準は、規制要件またはイスラム金融機関の国際ガイドラインの一部として、イスラム開発銀行グループ、およびイスラム金融が提供されている中東、アジア、アフリカ、ヨーロッパ、北米の各地域で準拠されている。また、一連の現地法やシャリアの要件が、AAOIFI基準が定める方針に主に基づいている地域もある。そして世界各地の多数の機関が、法規が定めていない場合でさえもAAOIFI基準が定める方針に従っている。



シェイク・ザイド・グランドモスク (アブダビ)

ワールド・ゴールド・カウンシルが、金取引に関するシャリア適格基準を作成することにした理由は？

Natalie Dempster: ワールド・ゴールド・カウンシルの役割の1つは、世界中の貯蓄者や投資者が金を購入できるようにすることだ。イスラム金融機関との協議を通して、投資としての金の取り扱いや現代の金商品がシャリアに適合しているかどうかについては、非常に不明確であることが示された。そのため、個人や機関投資家が金投資のメリットを享受できない状況にある。適合性を示す基準を明確にする世界的なスタンダードが必要なのは明らかだった

AAOIFIが、シャリアに適合した金取引基準の策定を引き受けた理由は？

Merah 博士: AAOIFIがワールド・ゴールド・カウンシルの提案を受けて、基準作成を開始するに至った理由は、イスラム金融機関とその顧客のための投資機会として、金は明らかに有用であるという考えだった。しかし、金投資に関しては、考慮すべき要素が多数ある。イスラム法 (Fiqh) およびイスラムの経済システムの観点では、金には特別な重要性がある。シャリアの原典である聖典クルアーン (HolyQuran) とスンナ (Sunnah: イスラムの言行、習慣、信仰) には、金の使用と貯蔵に関するモラルおよび倫理上の警告が多数あり、金と銀の貯蓄に関する全般的な指針と並び、禁じられている使用方法も含まれている。

“ シャリアに適合した金投資の選択肢は、イスラム金融機関やその顧客が投資を分散する大きな機会となる。 ”

シャリアは、金と金に基づく取引について、いくつかの禁止事項を含み具体的な指針を与えている。しかし、金は古来から交換手段とされているため、これらの禁止事項は利息 (Riba) の設定に対するハードルが主だ。

今日の金取引は異なっており、金需要も変化した。新しい需要には、中央銀行や産業用、例えば電子機器のようなニーズが含まれている。そして新しい取引手段には、取引所先物やその他同様の取引が挙げられる。

“ このスタンダードの作成を優先した理由の1つは、顧客にシャリアに適合した選択肢を投資ソリューションとして提供し、流動性も管理できる対象商品を導入するためだった。 ”

この取引基準が発足するのはいつか？

Natalie Dempster: この金取引基準の公開草案は10月9日に始まり、業界でのレビューを経て、11月20日にAAOIFのシャリア・ボードで承認を受け、12月6日にバーレーンで開催される世界イスラム銀行会議 (World Islamic Banking Conference) で正式に発表したいと考えている。次に、AAOIFIとワールド・ゴールド・カウンシルが各地でイベントを催し、イスラム金融市場における実践者、投資者、商品開発チーム、イスラム法 (シャリア) 学者を一同に集め、取引基準の適用方法、イスラム金融システムでの金の役割拡大、シャリアに準拠した新しい金商品の開発について協議する。

金が投資可能なアセットクラスになった場合、イスラム投資家はどのように反応するだろうか？

Merah 博士: イスラムの銀行や投資会社は、常に投資の選択肢に関する可能性を探っている。多くの場合は預け入れが多額な上、資産形成の方法は限られているからだ。また、顧客のニーズを考慮すると、各金融機関または顧客の投資ポートフォリオの分散化が必要になる場合がある。シャリアに適合した金市場投資への選択肢 (現物および取引所取引を含む) は、イスラム金融機関やその顧客が投資を分散する大きな機会となる。

Natalie Dempster: この基準は、イスラム投資家に金投資のあらゆる戦略的メリットをもたらすだろう。強力な分散化ツール、安全資産、極端なインフレに対するヘッジとしての金の役割などだ。実際、イスラム投資家にとってアセットの選択肢は非常に限られているため、金をポートフォリオに追加することによるメリットはさらに顕著になる。また、金は不動産などのイスラムで一般的な資産と比較して流動性が高い。

さらに、ワールド・ゴールド・カウンシルのアナリストは、信頼性のおけるデータが入手可能になった8年前以来、金はイスラムのあらゆる主要アセットクラス（REIT、タカフルインデックス、ダウ・ジョーンズ・イスラミック・エクイティ・インデックス、ダウ・ジョーンズ・スクーク・インデックスなど）よりもパフォーマンスが高いことを示している。また、金はイスラム世界の主要通貨と比較してもパフォーマンスが優れており、2000年以後、金価格は米ドル建てで367%（湾岸協力会議諸国の通貨は米ドルに固定されている）、マレーシアリンギット建てで393%、そしてインドネシアルピア建てで762%上昇している。金は戦略的なメリットとリターンを双方を投資ポートフォリオにもたらしることができるのだ。

この取引基準が適用される商品は？

Natalie Dempster: この基準が発表されるまでは、金地金とコインに対するシャリアの限定的な指針が存在するのみで、近代的な金商品に対する指針は実質的にはなかった。今回のスタンダードは、このギャップを埋め、非排他的な形で書かれているため、幅広い金商品の可能性を網羅している。これらの商品は、金現物、純金積立、金保有証明、金現物ETF、一部の金先物を含み、小売りと卸売の双方の市場に適用するもので、金の将来に一定の展望をもたらしている。これらの商品はすべて、特定保有形式による現物の裏付けが必要だけでなく、スタンダードで示された他のシャリア基準や原則にも準拠する必要がある。

“ イスラム金融が年平均16%で成長していることを考慮すると、イスラム金融のアセットは2020年までに2兆ドルに達する見込みで、うち、非常に保守的に金への配分を見ても、金需要は2020年までに200億ドル増加する見込みだ。 ”

“ 富の増加、現ポートフォリオの分散、テールリスクに対するヘッジを求めている個人投資家と機関投資家の双方から金需要が生まれる。 ”

この取引基準が金市場に与える影響は？

Natalie Dempster: 私たちは、この基準が金需要に大きな直接的影響を及ぼすと予測している。私たちの調査や業界関係者との対話を通して、富の増加、現ポートフォリオの分散、テールリスクに対するヘッジを求めている個人投資家と機関投資家の双方から、金需要が生まれると考えている。イスラム金融が年平均16%で成長していることを考慮すると、イスラム金融のアセットは2020年までに2兆ドルに達する見込みで、うち、非常に保守的に見て1%が金に配分されるとしても、金需要は2020年までに200億ドルまたは約500トン増加する見込みだ。

恐らく、イスラム金融の成長を制約するものとして最も議論されているのは、流動性と商品の多様性の不足だろう。金はこれらに対する解決策となるのだろうか？

Merah 博士 : 金は流動性も非常に高く、投資の優れた選択肢となることは明らかだ。しかし、これが唯一のソリューションとなっただけとはいえない。イスラム金融界には、この分野でさらにソリューションを探す努力が必要だ。AAOIFIでは、しかしながら、このスタンダードの作成を優先した理由の1つは、顧客にシャリアに適合した選択肢を投資ソリューションとして提供し、流動性管理もできる対象商品を導入するためだった。■

低金利時代のスマートな投資

世界的な大手保険会社アリアンツのチーフエコミックアドバイザーであり、世界最大かつ最も影響力の強い投資会社ピムコの前CEO、そして「世界の頭脳トップ100 (Top 100 Global Thinkers)」の1人であるモハメド・エラリアン氏が、不透明な現代において、世界の投資家コミュニティが直面している課題と、金が担うことのできる貴重な役割について論じる。

モハメド・エラリアン
(Mohamed El-Erian)

ゴールドインベスター氏



1

米国の大統領選挙が2週間後に迫り、結果は極めて不透明です。金融市場は、選挙結果自体よりもマクロ経済的な状況に反応する可能性が高いでしょうか？

これまでのところ、控え目に言ってもやや特殊な選挙シーズンを市場は無視している。機関投資家による抑制と均衡機能が米国の政治システムに織り込まれている、というのが正当な理由の1つだ。特に選挙キャンペーン中のいくつかの発言を考慮すると、議会が予想外の形で新大統領の政党側に翻らない限り、ホワイトハウスの新たな住人が誰になるうとも、その人物は自由が極めて制限されることに気づくだろう。

しかしこのような理由だけでは、市場がどの程度政治的動向を無視してきたかを説明するには不十分だ。それに、投資家が英国のEU離脱（ブレキジット）から受けた当初の懸念をいかに迅速に振り払い、他の要因—その要因とは、中央銀行には金融変動を抑える力があり、政治的・経済的動向にほぼ関係なくそれを達成することができる、という大幅な信頼—に目を向けたかを見れば良い。

中央銀行が果たすこのような効果は、最終的に消えてしまうことがないとしても、現在変化しているのではないかと思う。よって今後数カ月以内に、政治動向がより大きな影響を市場に及ぼす可能性がある。

“
これまでのところ、控え目に言ってもやや特殊な選挙シーズンを市場は無視している。
”



“
複雑な経済を長期に
わたり低い成長速度
で実行してきた負担が
蓄積して来ていること
に、ますます多くの
人が気づき始めている。
”



2 米国大統領国際開発諮問会議のトッ プとして、経済の持続的成長に対する 最大の脅威は何だと思えますか？

多くの経済学者と同様に、私は、先進国の多くが直面している国内問題や気候変動などの長期的な課題に関する3つの動向を懸念している。

1つめは、必要とされている政治的方向転換が、政治の二極分化両を原因として遅れたり滞ったりしていることだ。これは、中央銀行への過剰な信頼から離れ、そして、成長促進のための構造改革、よりバランスのとれた需要政策（インフラへの増資など）、一部で見られる壊滅的な過剰債務への対処、世界的な、欧州の場合は地域的な政策協力の向上を含むより総合的な政治的アプローチに向かうかどうかだ。

2つめは、警戒レベルまで悪化している過剰な不平等の三大悪、すなわち、収入、資産、機会の格差だ。これらにより政治環境は複雑化し、そのため良好な経済ガバナンスの可能性がさらに低減するとともに、保護貿易政策による成長への脅威を含む反グローバル化の圧力も促進している。

3つめは、これまで長年にわたり未来からの過剰な成長と利益を先取りする経済的・財政的システムだ。こうしたことは将来性や持続可能性を向上させることなく行われてきた。

3 最近、市場価格の「ジャンプ」が投資 家に及ぼす可能性のある影響につ いて話されていますが、その頻度／規 模は、今後増加を続けていくのでし ょうか？

はい、経済、政策、政治につきものの理由により、増加が続く。

複雑な経済を長期にわたり低い成長速度で実行してきた負担が蓄積して来ていることに、ますます多くの人が気づき始めている。物事は連鎖的に崩壊を始めている。現在すでに見られるように、正当な経済や企業のファンダメンタルと金融市場が連動していないときに、この「ジャンプ」に関連したリスクが増加する。

先進国経済が経験してきたような長期的にわたる不均等なマクロポリシーミックスは、このジャンプのリスクを増加させる。特に中央銀行の実験的政策に対して長期にわたる過剰な信頼がある場合に、リスクが増加する。さらに、大西洋の両岸で反体制的な動きの台頭をけん引している政治的背景も加わる。これらが、より頻繁で急激な市場変動の要因だ。

4

低金利が生み出しているゆがみについて書かれていますが、現在の金利状況を考慮すると、マイナス金利は資産配分とリスク管理にどのような影響を及ぼしているのでしょうか？

長期にわたる低金利、特にマイナス名目金利は、かつては考えられないとまでは言わずとも、非常に可能性が低いものであったが、現在は現実となった。全世界の30%ほどの国債がマイナス利回り取引が行なわれている。その影響の一部は、すでに明らかになっているものもあれば、進行中のものもある。これから明らかになるものもあると推測する。

“超低金利により、投資家はより高いリターンを求めて、リスクがより高い投資に向かう。かなりの投資家が過剰なリスクを取っている可能性がある。”

超低金利により、投資家はより高いリターンを求めて、リスクがより高い投資に向かう。このこと、抑制された市場変動性や中央銀行の非伝統的な政策を考え合わせると、かなりの投資家が過剰なリスクを取っている可能性がある。こうして、経済と企業のファンダメンタルズと投資対象への市場評価が乖離する。

このような金利では、ポートフォリオを多様化することによるリスク軽減効果も低減する。そのため、投資家はリスク軽減策の一貫として、より多額のキャッシュクッションを保持することが賢明だ。

最後に、超低金利により、特に年金や保険の分野における長期型金融商品を提供する業者の事業は、より困難になる。

5

現在の低金利環境がもたらす既知の不確定要素（未知の不確定要素は言うまでもなく）についてはいかがでしょうか？

私たちは未知の領域にいるため、長期にわたり価格設定が人為的に維持された場合、近代的な市場経済がどう振る舞うのかについては、まだ十分に理解していない。被害を受ける可能性や想定外の結果をもたらすリスクについて意識しているものの、確信をもって具体的に特定することは極めて困難だ。

経済と企業ファンダメンタルズが改善されない限り、投資家は投資の健全性を決定づける3つの要素（期待利益、ボラティリティ、資産クラス間の連動性）について、大きな不確実性に直面するだろう。特に、ファンダメンタルズと市場評価が乖離していることを考慮すると、リターンがさらに下落し、より頻繁かつより急激な変動に直面する可能性や相関性がますます予想が困難になる可能性がある。

中央銀行の政治からの独立性に対する脅威が増加していることを含み、体制の変化も起きている。

既知の未確定要素も存在しているが、未知の未確定要素はさらに多くあり、これらすべてが、投資家が直面している「これまでにはない不確実性」である。

6

金は解決の一端を担うのでしょうか？

はい。金の評価は投資家の間でますます高まっている。

通常より高い現金配分を含みポートフォリオの多様な分散の一貫として、金は全般的なリスク軽減における重要な役割を担うことができる。また、中央銀行が大規模な流動性注入を実行して、実際にあれ予想であれより高いインフレをもたらした場合に、金が著しい上昇傾向を示す可能性がある。

とはいうものの、投資家は時価評価額の変動を吸収できる形で金を配分を決めなければ、市場が激しく変動する時期に間違いを犯すリスクを負うことになる。戦略的に5%の金を配分することが適切だ。



7

世界最大の年金基金である日本の年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が、前四半期において最大520億米ドルの損失を発表し、先進国の多くの年金基金が抱えている危機が明らかになりました。この問題についてどう思われますか？

年金基金などの長期的な金融投資サービス商品を提供する者にとって、現在は厳しい環境だ。超低金利から予想困難な資産クラスの相関まで、これらの投資家にとって運営が困難な時期だ。

このような環境下で行うべきは、リターン目標を下げて蓄えを増やすことだ。このどちらも、民間にせよ公的セクターの年金にせよ、積み立て不足の基金にとって、容易に対処できることではない。

8

最近では、ますます多くの米国保険会社とその投資ポートフォリオに金を組み入れています。この傾向は継続し、他の機関投資家もこれに続くと思われませんか？

そう思う。そしてプラスマイナスどちらの要因もけん引力になる。

ますます多くの投資家が、分散されたポートフォリオにおいて、リターンを増やしリスクを軽減する金の特性を認識している。同時に、上場株式や債券への過大評価に対する懸念が増しており、そのため、金を適正配分する妥当性が上昇している。■

日本において金の魅力が上昇

日本は長い間、低い経済成長率、変動性の高い資本市場、超低金利、高齢化が特徴とされてきた。このような背景のもと、金はポートフォリオ投資において明確な役割を担っており、機関投資家からの興味は着実に上昇している。日本有数の信託銀行である三菱UFJ信託銀行の執行役員の星治氏は、次のように述べている。

Osamu Hoshi

三菱UFJ信託銀行
フロンティア戦略企画部長



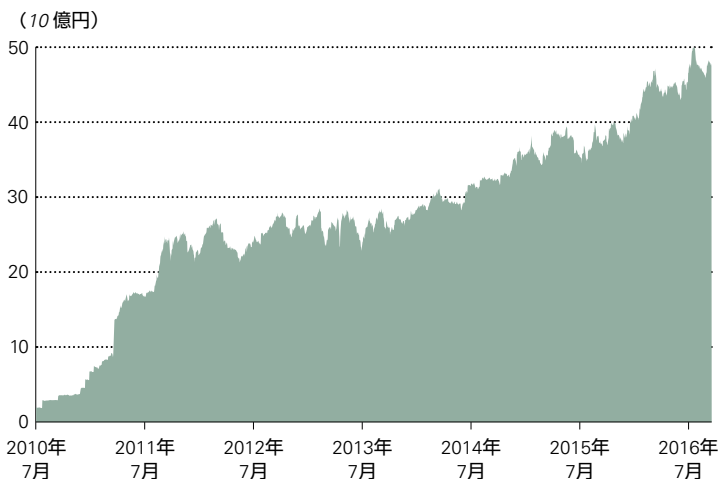
弊社は、金の現物を裏付けとしている金ETF（金の果実）を手掛けており、2010年7月に東京証券取引所に上場した。当初は、『金の果実』の投資主体は個人投資家であったものの、徐々に年金基金や金融機関等の機関投資家の割合が増えてきており、直近の2016年1月時点では、個人投資家と機関投資家の持ち分はほぼ半々の状況である。

モード学園コクーンタワー（東京、新宿）



スクランブル交差点 (東京、渋谷)

図3.「金の果実」の純資産残高
(2010年7月2日 (上場日) - 2016年9月15日)*



*上場日
出典：Mitsubishi UFJ Trust

“ 昨年後半以降、世界の金融環境が安定を欠いていることが「金」への関心を高めていると考えている。株式も為替もボラティリティが高まる中 ”

特に2015年の後半から、機関投資家の「金」に対する捉え方が変わってきたと感じる。というのも、それまでは、「金」に関する機関投資家からの問い合わせは、決して多いとは言えない状況であったが、昨年後半から、「金の果実」の仕組みや商品性等に関する問い合わせや資料請求が増えてきたのだ。その大きな要因として、昨年後半以降、世界の金融環境が安定を欠いていることが「金」への関心を高めていると考えている。株式も為替もボラティリティが高まる中、値動きが比較的安定していて、かつオールドボックスな運用資産との相関性が低い金の特性が注目されているのではないかと。米ドルとドル建て金価格の逆相関にドル円の為替の影響が加わり、円建て金価格がドル建て金価格よりも価格の変動が小さい点も見逃せない。

実際に、某金融機関から「世界的な低金利の環境下、「金」の無配当、無利子というデメリットが相対的に薄れてきたこと、そして年初来のマーケットが大きく変動する中、比較的安定したパフォーマンスの「金」に自然と目が向くようになった」とのコメントを得ている。”

年金の参入

また、現在の経済・金融環境下、年金（企業年金や確定拠出年金 (DC)）の領域においても、「金」は存在感を増している。

まず、企業年金の分野においては、「金の果実」や本商品を組み入れたバランス型ファンドへ投資する確定給付型年金が年初時点で200を超えてきており、順調に拡大していると感じている。

“ さらに、上記のように、「金の果実」に投資する金融機関や年金基金だけでなく、最近では本商品を運用商品のパーツとして組み入れるアセットマネジメント会社も複数出てきた。”

一方の確定拠出年金（DC）の分野においては、「金の果実」を投資対象とするDC商品（ファインゴールド）を提供しており、直近では、160社以上が商品ラインアップに加えている。絶対的な規模としては、まだまだ小さいが、残高も19億円を超えてきた。2年前には約6億円（約6百万米ドル）であったことを踏まえれば、DCの分野においても「金」が確実に存在感を増してきたと言えるのではないかな。

なお、日本におけるDCには、各企業が商品ラインアップを決めて、加入者がその中から運用商品を決める企業型と個人が独自に運用商品を決める個人型がある。

投資需要の増加

今年4月から「ファインゴールド」を個人型での採用を始めた某金融機関では、わずか4ヶ月で約2億円（約2百万米ドル）の資金を集めた。「金」が資産形成の一部として、受け入れられつつある現状を示していると思われる。

日本におけるDCの加入者は、2016年3月末時点で約575万人。今後は、加入対象者が拡大予定であることを考慮すれば、DC分野において、より一層「金」への投資が加速すると考えるのが自然ではないかな。

さらに、上記のように、「金の果実」に投資する金融機関や年金基金だけでなく、最近では本商品を運用商品のパーツとして組み入れるアセットマネジメント会社も複数出てきた。バランス型の投資信託において、「金」の持つ分散効果を意図して組み入れている模様である。

これまで「金の果実」からみた日本の投資家の「金」への関心や実際の投資行動の変化を述べてきた。投資家層の裾野が拡大しつつあることを踏まえると、今後も「金」の持つ分散効果、資産保全効果やリスクヘッジ効果等が着実に浸透していき、日本において、機関投資家、個人投資家の双方で「金」は、さらに輝きを増していくだろう。■



ロンドン金市場を近代化する

LMEpreciousは、ロンドンの金卸売市場に活気をもたらすための新たな取り組みです。ワールド・ゴールド・カウンシルとロンドン金属取引所 (LME) が協働で立ち上げたLMEpreciousは、取引所を通じた取引および中央決済機関を通じた決済を特徴としてもつ商品であり、業界トッププレイヤーとの協力により作られている。ワールド・ゴールド・カウンシルの市場インフラストラクチャ担当マネージングディレクターの **Robin Martin** 氏とLMEのCEO **Garry Jones** 氏が説明する。

Robin Martin

ワールド・ゴールド・カウンシル
市場インフラストラクチャー担
当マネージングディレクター



Garry Jones

ロンドン金属取引所
最高経営責任者 (CEO)



ロンドン

Robin Martin World Gold Council

この数年間、金市場の参加者は、前例のない規模の規制変更とその影響に晒されてきた。規制当局は、大半のアセットクラスに対して電子プラットフォームでの取引や中央決済機関を通しての決済を奨励している。バーゼルⅢおよびEMIRによる追加的資本要件に伴い、相対取引であるOTC取引のコストが上昇した。さらに、ロンドンの金市場には長い間、市場アクティビティおよび参加者行動の双方において、透明性の改善が求められていた。

こうした規制の促進により、この2年間、一部の金市場参加者のマーケットからの退出がもたらされた。結果として、流動性が失われ、業界が現行の規制と今後予測される規制の変化に即した制度の開発を行う動機となった。商品の標準化により、取引ライフサイクルを通してオペレーション効率と費用効果の改善を行なうのに、適切な時期だった。

業界でのパートナーシップ

変化を求める業界ニーズを検証するため、私たちはこの取り組みを業界内で幅広く協議することから開始した。その結果LMEpreciousは、Goldman Sachs、CBC Standard Bank、Morgan Stanley、Natixis、OSTIC、Societe Generaleとの協力をもって開発されることとなった。非常に協力的な外部金融機関の一団を得ることで、最も経験豊富なトレーダーや専門家たちの様々なインプットに基づき商品を開発することができた。さらに、長期にわたるパートナーシップを考えているため、個々が流動性提供、合理的な価格形成や取引市場の厚みの拡大に向けて努力することが期待できる。この業界グループは、LMEpreciousの今後の発展についてもより幅広い市場関係者と意見交換を行う予定だ。

LMEpreciousは取引所を通じた取引および中央決済機関を通じた決済を特徴に持つ商品であり、市場の透明や市場へのアクセスを高める資本効果の高い商品を提供することによって、ロンドンOTCプロフェッショナル市場を補完する。LMEpreciousの目的は、ロンドン金市場を再び活性化させて成長を促し、最終的には、効率性および流動性の高い金融アセットとして金への信頼を引き上げることだ。

最適化された構造

一連の商品には、金および銀のスポットと先物（デイリー、マンスリー）契約が含まれ、流動性が十分に確保された後にオプション契約も導入される予定だ。ユニークな点として、市場参加者が現物在庫とリスクエクスポージャーを細かく管理できるよう、個々のデイリー先物契約は最初の1か月に完結する。すべての商品は、OTC市場にも適用されている、ロコ・ロンドンの口座（unallocated accounts）で現物清算される。

すべての商品は、先物取引として組み立てられる。この取引タイプは、ネットティングおよび取引マージンの観点から最も効率が高いためだ。商品は、オンスクリーン（集中指値注文台帳(COB)）またはOTC市場の特徴を取り入れた電話による相互交渉によって行われ、取引所へ取引登録される。

“中央決済によりロンドン市場の透明性が改善され、ますます多様な市場参加者向けに市場アクセスが拡大されるだろう。”

私たちは、この取り組みは、金業界全体に対して幾つかの重要な貢献をもたらすと予想している。中央決済の導入により、G20諸国が目指している主要目的の一つであるカウンターパーティ・リスクの体系的な削減に貢献する。もっと一般的な面から見ても、中央決済によりロンドン市場の透明性が改善され、ますます多様な市場参加者向けに市場アクセスが拡大されるだろう。私たちは、競争力のある取引所の価格形成が、市場の効率を大きく向上させると同時に、将来参照価格の形成を活性化できると考えている。これらは、世界の金取引の中心地としてのロンドンの役割を固めるために役立つものと見ている。

Garry Jones London Metal Exchange

LMEpreciousは、ロンドンOTC市場の
デイリー取引構造および既存の取引所
のマンスリー先物へのアプローチをブ
レンドしたものだ。

市場参加者は、史上初めて、金スポット、TOM/NEXT、25
日までの先物のすべてについて、1つのプラットフォームで
取引を行い、中央決済を行なうことが可能になる。さらに
LMEpreciousでは、同じプラットフォーム上で、5年までの標
準化されたマンスリー先物も提供する。

投資家は、5年までのフォワードカーブや電子取引がもた
らす流動性によって、価格の透明性の恩恵を受けるだろ
う。LMEの市場を形成するパートナー各社は、タイトかつ厚
みのある価格を提供する見込みだ。

ユニークな開発

ワールド・ゴールド・カウンシルおよび6社の取引パートナー
と共にLMEpreciousを開発することで、市場からの膨大なイン
プットを得てデザインを行うことができた。すなわち、これ
は「まず作れ。人はついてくる。」という姿勢ではなく、**市
場参加者のニーズに対処するようにデザインされており、初
日から強い流動性を備えている。**

LMEの構造は独自性があり、その構造はOTC市場に似て、
さらにそれをサポートするものであり、以前は相互間で行わ
れていた取引が、シームレスに取引所で実行・決済できるよ
うになった。引き続き一部の取引は相互ベースで行われると
予想されるが、上場取引による効率性により、インターバン
クやヘッジビジネスにとってLMEへの移行は魅力的なもの
となるだろう。

LMEpreciousは、他にも複数のメリットをもたらす。

広い範囲のメリット

まず、セントラル・カウンターパーティーによるスポット金取
引は、**相互取引に比べて必要資金が大幅に低下することを
意味し**、資本規制面でメリットが得られる。

第2に、英国内でサービスを提供し、地元ロンドンの現物デ
リバリーを行うことで、

既存の市場の多くの側面を維持する一方、取引を通してバ
リュー・チェーンに効率性をもたらすことができる。

第3に、LMEは必要なテクノロジー、インフラ、決済リンクを
すでに有しているため、現在のLMEメンバーは、最低限の
追加コストで取引体制を整備できる。非メンバーに対しても
単純明快で、私たちの通常のチャネルを通じて会員に申し
込むか、または既存会員のクライアントとして市場にアクセ
スすればよい。

香港証券取引所が所有する国際取引所として、LMEは金市
場でLMEpreciousを成功させ、投資家が求めている透明性
と市場の厚みを実現するのに理想的な立場にある。

ワールド・ゴールド・カウンシルや、取引パートナーからのサ
ポートも必要不可欠だ。**ワールド・ゴールド・カウンシルの
取り組みとリーダーシップは、このプロジェクトを始動させ
る助けとなったし、金業界での彼らの立場がLMEprecious
に推進力と影響をもたらした。**私たちの取引パートナーは、
また、初日から流動性を提供することにコミットしており、
そのため、LMEpreciousは初日から確実に金市場でアクティ
ブに役割を果たすことができるだろう。

これまでの市場の反応は非常に大きく、私たちは多数のセミ
ナー、イベント、ミーティングを各地で開催し、LMEprecious
業務の処理に関わるスタッフを対象にしたワークショップも
同様に催している。

現在は、来年の立ち上げに先立ち技術面での準備を確実に
するため、見込みユーザー、決済メンバー、テクノロジープロ
バイダーと協働している。また、すべての規制要件が満たさ
れるよう、規制当局とも密接に協力している。このプロジェ
クトは、過去12カ月間でLMEが実施した単一としては最大
のもので、私たちは成功に向けて万全を期している。■

立ち上げの成功に向けて

この新サービスは2017年上期に立ち上げ予定で、規制当局の承認および一連
の関連条件が満たされる前提である。LMEとパートナー各社は必要なインフ
ラの導入と市場拡大に注力しており、私たちは、この取組みに関するあらゆる
側面について、市場参加者の皆様とオープンに協議したいと考えている。

世界的な不均衡と金への影響

Dr Martin Murenbeeld

ダンディー・エコノミクス
(カナダの経済・金調査会社)
チーフエコノミスト



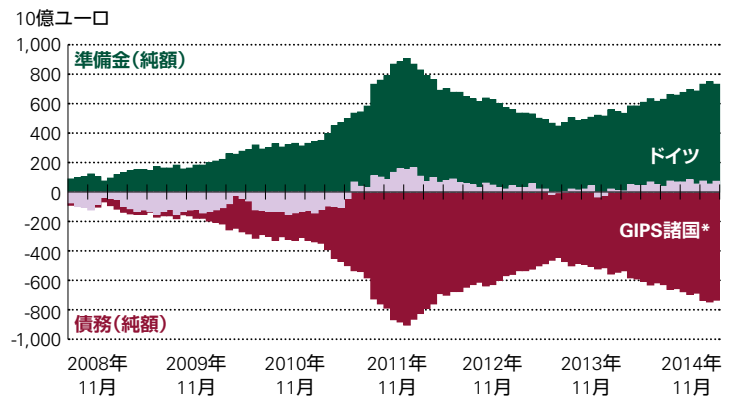
世界の貿易不均衡は危険な水準に達しており、現在の政策では打つ手がないように見える。カナダの経済・金調査会社ダンディー・エコノミクスのチーフエコノミストである Martin Murenbeeld博士は、世界を元に戻すためには、劇的な通貨切り下げが必要だと論じている。これは金価格にも大きな影響を与えるシナリオだ。

金価格は、マクロ経済や政治の安定性に対する懸念、通貨変動、政策決定、金利、経済成長など様々な要因の影響を受ける。

しかし、金価格の予想に必要な不可欠な要因の一つが、実質的に見過ごされている。それは、世界経済において非常に多くの貿易がバランスを欠いているということだ。

米国は、中国、ユーロ圏、日本に対して多額の貿易赤字を抱えている。ドイツは世界最大の経常黒字国 (GDP換算) の一つで、ユーロ圏の南側諸国に対して多額の貿易黒字を計上している。

図4: ユーロ圏におけるTARGET残高のギャップ拡大



*ギリシャ、イタリア、ポルトガル、スペイン

出典：欧州中央銀行 (ECB); TARGET=汎欧州即時グロス決済システム (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System)

このような不均衡は、多くの通貨が適切に調整されていないことを意味する。そこに隠されている主な要因は、無数の経済における「長期的な停滞」だ。

この状況が永遠に継続することは不可能で、最終的には是正されることになる。保護貿易主義が台頭しているが、ある時点で為替の大幅な調整が必要になるだろう。これらの要素はすべて金価格に好ましい影響を及ぼす。



欧州と米国はこうした行き詰まりを例示している。南欧諸国は通貨を切り下げることができないので、ユーロ圏の北側諸国に対する貿易均衡を目指すには、国内のデフレを用いるしかない。米国もドルを切り下げることができなければ、アジアとの均衡を得る方法として、米ドルの「デフレ」を選択しなければならない。

表1: 通貨: 米ドルに対して低下

	PIIE ゼロCAバランス ¹	「エコノミスト」 ビッグマック指数 ²
ユーロ	39.0	16.6
人民元	34.3	44.7

ユーロと人民元は米ドルに対して大きく下げている: これらの試算によると、それぞれユーロ39%、人民元44%である。

1 PIIE FEERモデルに基づきダンディー・エコノミクスが算出
ピーターソン国際経済研究所 (Peterson Institute for International Economics):
<https://pieie.com/publications/policy-briefs/estimates-fundamental-equilibrium-exchange-rates-may-2016>

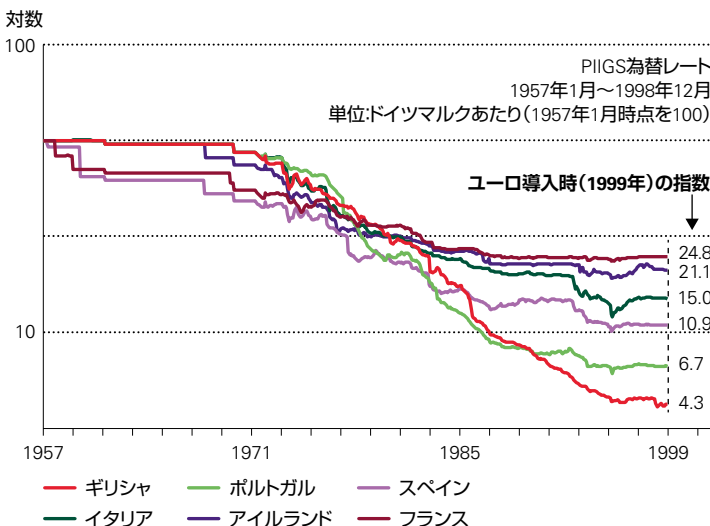
2 「エコノミスト」によるビッグマック指数、2016年7月3日

すでに多くの経済でデフレが問題になっているが、デフレ対応策として可能な金融政策は、ますます制限され、「非伝統的な」ものや効果が疑わしいものである。

今日、財政リフレは政策決定機関の新たな武器としてもてはやされている。これは、言い換えれば、金利への影響を抑えるため、さらに多額の予算赤字、場合によっては「ヘリコプターマネー」政策を合わせて導入することで金利への影響を抑えることである。

しかし、金融政策はこの世界的な不均衡を解決できない。インフレ率の上昇、国内雇用の増加、政策金利の「通常」に近い水準への回復、「長引く停滞」への対処、世界的不均衡へに対処できるのは、通貨の再調整のみだ。

図5: ユーロ圏
ユーロ導入前: 通貨は体系的に切り下げ



出典: トムソン・ロイターDataStream(データストリーム)、ダンディー・エコノミクス

通貨の再調整が政策手段に不可欠なものになったのは、それほど昔ではない。例えば、1957年から1999年の間にギリシャのドラクマはドイツマルクに対して96%切り下げられた。同時期にフランスのフランもドイツ通貨に対して75%切り下げられている。

このような通貨切り下げの是非については様々な意見があるが、ひとつ明らかなことがある。1999年にユーロが発足して欧州の通貨が変動為替制から固定為替制に変化して以来、ユーロ圏諸国の多くでは経済成長がひどく落ち込み、世界大恐慌の時代より悪い例もある(世界大恐慌は通貨の再調整によりある程度収束している。米ドルが金に対して切り下げられ、他の通貨も金本位制から脱却した)。

例え望んだとしても、米財務省はドルを切り下げられないとの意見があるが、それは違う。最近の中国は約4兆ドルの通貨準備高を有し、米ドルで人民元安を維持している。同様に、米財務省が米ドルの目標値を発表して為替市場に介入するのを、止めることはできない。

世界的不均衡の最も明白な解決法は、米ドルをアジア通貨に対して切り下げること、そしてユーロ圏を2つに分割して、南欧が北欧に対して通貨を切り下げられるようにすることだ。

これは極端に聞こえるかもしれないが、世界経済はかなり痛んでおり、金融政策か財政政策単独で問題を解決できない。

3つ目の政策手段が必要だ。

米国は支出を削減し、生産を増やす必要がある。アジアは自国の生産に対して消費を増やす必要があり、ドイツは南欧からモノとサービスをより多く輸入してユーロ圏の需要をてこ入れしなければならない。通貨の再調整は、これら3つのすべての問題を解決する助けになるだろう。

ここで話を金に戻す。何が起ころうとも、最終的に米ドルは下落し、金はほぼ確実にドルに対して上昇するだろう。金の価格がどの水準から始まり、どの水準に達するかを予想するのは難しいが、ドルが下がれば、金は実質的に上昇する。そもそもユーロ圏が分割されれば、そのときは南欧の新通貨に対して金が上昇するだろう。

例え必要とされている通貨再調整を政策決定機関が拒んだとしても、金に関する見通しは明るい。保護貿易政策が台頭し、停滞している成長への不満が増加することから、人々は熱烈的な経済的愛国主義者に向かうだろう。このような背景を踏まえて、投資家は変動の激しい世界の中でますます「安全」な投資を求めるだろう。それは、金需要が伸びることを意味する。■

古い枠を破る- 金の評価に関するガイド

Juan Carlos Artigas

ワールド・ゴールド・カウンシル
投資リサーチ・ディレクター



金は従来型の評価モデルに適さない。需要は経済成長や経済不安によって急騰する。さらに金がグローバルなアセットであることから、ある地域における需要への追い風は、他所では逆風として正反対に作用する可能性もある。このような一見した矛盾は、金自体が抱える課題を表しているが、同時に投資としての主な特徴を形成している。そして、ワールド・ゴールド・カウンシルのリサーチ・ディレクターであるJuan Carlos Artigas氏が述べているように、これらの課題には簡潔かつ包括的な枠組みを用いて対処することができる。

金が複雑で多面的なアセットであることに疑いの余地はないが、それは金の魅力のほんの一部にすぎない。

何十年もの間に、他のアセットに対する金の連動性は低いことが判明している。金は長期保有資産であり、先行き不透明な時期には高いパフォーマンスを示す傾向がある。

もちろん、債券や株式で用いられる一般的な評価の枠組みの大半は、金には適用できない。クーポンや配当がなければ、典型的な割引キャッシュフローモデルは機能しない。そして、期待収益率や市価簿価倍率もない。

“金に対する評価は、本質的に直観的なものだ。金に対する評価は、本質的に直観的なものだ。需要と供給が均衡するところで金価格が決定される。”

しかし、金がクーポン金利を払わない十分な理由がある。ハード・カレンシーとしての金には信用リスクがないのだ。一方、企業の将来の収益については、推測方法や分析により、同様の情報に基づく場合でも予想結果はしばしば大きく異なることがよくある。

従って、単に従来型の評価方法で測れないから、金を避ける理由にはならない。

金に対する評価は、本質的に直観的なものだ。需要と供給が均衡するところで金価格が決定される。そのため、金の需要と供給を決定する要因や相互作用関係を理解することによって、投資家は金の価値を決めるための強固な枠組みを手にすることができる。

しかし、大半の金評価モデルは以下の3つの弱点を抱えている。

- 米国（および西側諸国）のけん引要因を主に使用
- 投資需要への過度な注目
- 供給側のダイナミクスの無視

これは、西側の市場が需給ダイナミクスを支配していた過去において機能したかもしれないが、現在の状況は大きく変化している。

消費、投資、その双方

経済のプラス成長は金にとって悪いものだとよく言われている。しかし、過去の経験はその逆が真であることを示唆している。インドと中国の世界金需要に占めるシェア合計は、1990年代初頭に25%だったが、2015年までに50%を超えている。

“インドと中国ではいずれも金需要が富の増加と密接に連動している。他の国でも同様だが、宝飾品とテクノロジー分野の需要は、経済成長とプラスの連動をしている。”

昨年のみで、中国の消費者と投資者は約2,000トンの金を購入したが、これは2004年から2015年までの金に裏付けされたすべての上場投資信託（ETF）の累計成長を25%上回っている。そして、インドと中国ではいずれも金需要が富の増加と密接に連動している。他の国でも同様だが、宝飾品とテクノロジー分野の需要は、経済成長とプラスの連動をしている。

しかし、金の投資需要は、短中期的には価格に強い影響を与える。現物（および現物裏付け）市場から、市場デリバティブ取引および店頭取引商品まで、金の投資需要は経済的・政治的に不安な時期に増加し、投資家の自信が強まると下落する。

中央銀行の需要も市場に影響を及ぼす。基本的には投資需要と同様で、実際には政策によって影響され、ビジネスサイクルに無関係であることが多い。

希少であることの重要性

経済成長と構造的変化を考慮に入れたモデルでさえも、金が希少であるという基本的な（かつ非常に重要な）前提を織り込んでいない。金の入手可能性を動かすものは2つの要因のみで、鉱山が金を新たに産出する能力があるかどうか、および投資家または消費者が既存の金を売却する意志があるかどうかだ。

例えば、金利を利用した金価格の予想は、2つの誤った仮定を用いている。1つは、供給量にかかわらず金利が価格の方向性を決定づけるというものであり、2つめは、投資需要が長期的に価格をけん引するというものだ。

今後に向けて

実際には、金はこれよりも複雑で興味深いものであり、金価格に作用する要因は、おおよそ次の4つのカテゴリーに分けられる。

- **通貨**:金は、不換通貨、特に米ドルとの相対的強さに反応する。
- **経済成長と市場の不透明感**:成長期には、宝飾品、テクノロジー、長期貯蓄需要が金を支えるが、不況時には投資需要が急増する。
- **戦術的フローと価格動向**:短期資金の流れは、金価格への影響をもたらす。
- **金市場内のその他のダイナミクス**:中央銀行の買い、季節的な消費、鉱山生産が含まれる。

金をさらに深く理解し評価するためには、トップダウン・アプローチおよびボトムアップ・アプローチを組み合わせる必要がある。ここでは、現物の需要供給とデリバティブ市場がマクロ経済変数によってモデル化され、金価格を通じてそれらの相互作用が結びつく。

このアプローチにより以下が明らかになる。

- **宝飾品は**、価格と負の相関性を持ち、収入レベルとは正の相関性を持つ。また、インフレと連動する国もある。世界的なレベルでは、価格が1%増加すると宝飾品の需要が0.6%減少するが、世界のGDPが1%増加すると、宝飾品への消費が4.3%増加する。

- **テクノロジーは**、GDPと共に成長するが、金需要が銅へ代替される傾向にある。世界のGDPが1%増加すると、電子機器需要が5.1%増加する。翌年はこの効果の約半分である2.5%が反転し、在庫の平均回帰が見られる。金価格が銅価格比で10%増加すると、需要が0.5%減少する。

- **投資は**以下のタイプに応じて異なる。

- **地金・コインの需要は**、価格と収入レベルの成長により増加する。金価格が1%上がると、地金とコインの需要は0.8%下がる。GDPが1%下落すると、需要は5%減るが、翌年には7.5%の増加となり、効果が反転する。つまり、長期的には収入の成長が需要の増加をもたらす。
- **ETF需要は**価格と不透明性により増加する。価格が1%上昇すると需要が1%増加し、GDPが1%減少するとETF需要が3%上昇する。
- **デリバティブ需要は**主に価格モメンタム、インフレ、金融政策への予想に影響される。価格が1%上昇すると、デリバティブ換算で需要が6%上昇する。金利が1%減少すると、需要が3%上がり、米国債利回り曲線が1%上がると、需要は4.5%上昇する。

- **中央銀行による需要は**、外貨準備の水準、および西側から東側への外貨準備保有のシフトによって変化する。世界のGDPにおける新興市場のシェアが1%上昇すると、中央銀行による金需要は5%増加する。

- **鉱山生産高は**、コストと持続性によりけん引される。コストが1%増加すると、鉱山における翌年の生産高は0.5%減少する。しかし、ある年の鉱山生産高が1%上昇すると、翌年の生産高が0.5%増加する

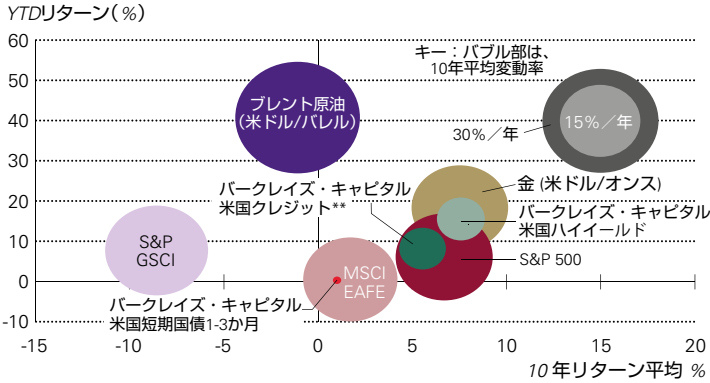
- **リサイクルは**、価格にプラス連動し、成長にマイナス連動する。しかし、平均回帰の傾向もある。価格が1%上昇すると、リサイクルが1.1%増えるが、この効果は翌年に大きく反転する。世界のGDPが1%上昇すると、リサイクルは5.5%減少する。

このモデルに対するインプットの多くは、ラグ変数（すなわちすでに観察されたもの）または（公式またはそれ以外の）予想で、そのため需要と供給の各要素を予想するために用いることができる。供給と需要の差は、金価格が静的な場合に市場に存在する不均衡を示す。しかし、私たちはこの不均衡から、市場がバランスを取り戻すために必要な価格変化を推測することもできる。

まとめると、このフレームワークにより、投資家は、現在の変数と入手可能な経済予測を用いて、金に対する一貫性のある、自己完結型かつ直観的な視点を形成することが可能になる。■

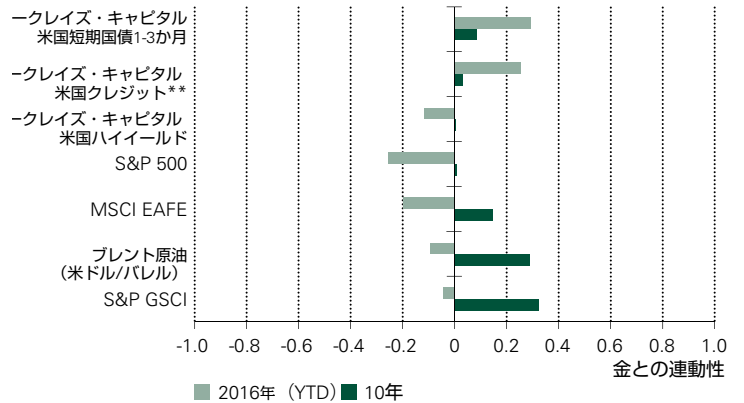
金市場の主な統計

主要金融アセットと比較して金のリターンは非常に高い 世界の主な金融アセットのパフォーマンスメトリクス (米ドル) *



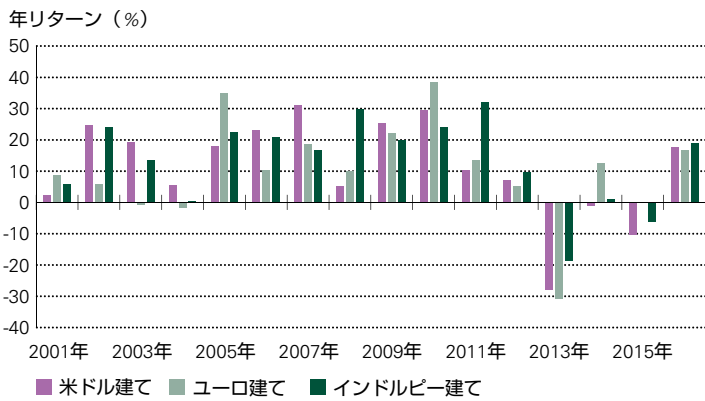
*2016年10月14日までの同年のパフォーマンス
**BarCap US Credit ソブリン債および社債を含む。
出典: ブルームバーグ、ワールド・ゴールド・カウンシル

2016年、金は株式とハイイールド債と逆相関 金と主なアセットの週次リターンの相関 (米ドル) *



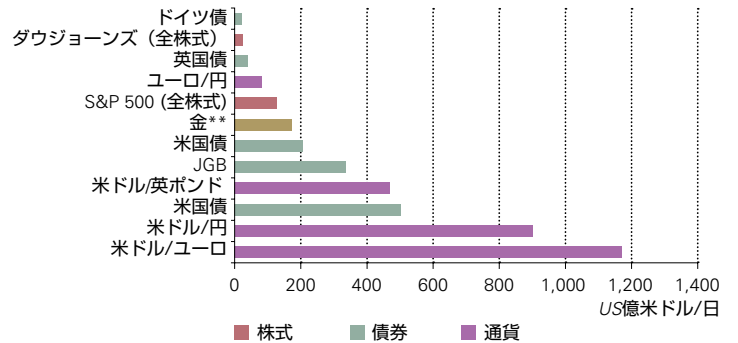
*2016年10月14日までの同年のパフォーマンス
**BarCap US Credit ソブリン債および社債を含む。
出典: ブルームバーグ、ワールド・ゴールド・カウンシル

金のパフォーマンスは複数の通貨で測るべき 金のリターン (米ドル、ユーロ、インドルピー建て) *



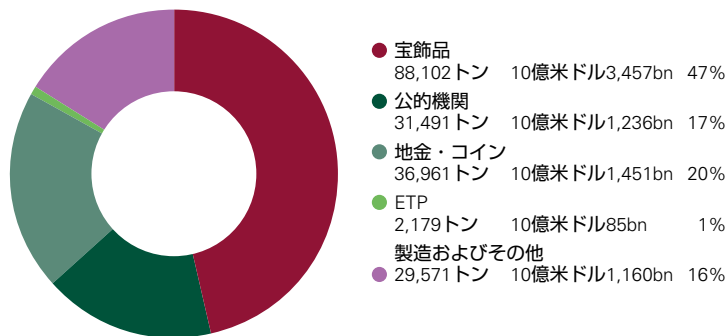
*2016年10月14日現在。
出典: ブルームバーグ、ワールド・ゴールド・カウンシル

金取引は多くの主な金融資産よりも大きい 1日当たりの平均取引量 (米ドル) *



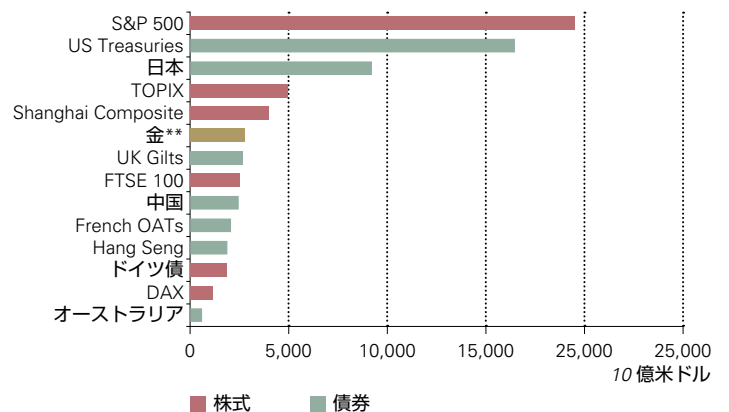
*2016年9月時点の年平均予想に基づく
**金の流動性には、OTC取引、公開されている先物取引所取引、および金現物に裏付けされた上場商品を含む。
出典: BIS; ブルームバーグ、ドイツ金融庁; 日本証券業協会、ロンドン貴金属市場協会 (LBMA)、英国債権管理庁 (DMO)、ワールド・ゴールド・カウンシル

金融金保有は、地上金在庫の3/1以上を占める 金の様々な分野の市場規模 (トン、米ドル換算、10億ドル) *



*数量は2016年6月現在。金額は2016年上半期のLBMA平均金価格1,221ドル/ozを用いて算出。金融金保有は、公的機関、地金・コイン、ETPの保有高合計** (70,631トン、2兆7720億ドル、38%)。
**ETPには、金現物に裏付けされたETFおよび同様のものを含む
出典: ブルームバーグ; GFMS, トムソン・ロイター、ICEベンチマーク・アドミニストレーション、各ETP提供者、ワールド・ゴールド・カウンシル

金市場は多くの主要株式・債権市場より大きい 世界の主な金融アセットの市場規模*



*データが入手可能なものについては2016年9月30日現在。その他は直近の公表データによる。
**地金、コイン、現物裏付けETF商品、公的機関による保有分を含む。
出典: BIS; ブルームバーグ; GFMS, トムソン・ロイター、ICEベンチマーク・アドミニストレーション、ワールド・ゴールド・カウンシル

著作権およびその他の権利について

© 2016 World Gold Council. 無断複製・複製・転載を禁じます。ワールドゴールドカウンシルとそのシンボルマークは、ワールドゴールドカウンシルまたはその関連会社の登録商標です。

LBMA金価格についての言及はいずれの場合も、情報提供のみを目的として提供しているものです。ICEベンチマーク・アドミニストレーション・リミテッドは、かかる価格の正確性またはかかる価格を基準とし得る原資産について、いかなる責任も負いません。

その他のサードパーティーのデータおよび情報は各サードパーティーの知的財産であり、あらゆる権利は当該サードパーティーに帰属します。

本レポート内の統計および情報を転載、配布またはその他の方法でを使用することを目的として、内容を複製、再発行または再配布することは、フレームリンクまたは類似の手法を含め、いかなる場合も明示的に禁じられています。ただし、ワールドゴールドカウンシルまたは適切な著作権者から書面による事前許可を得、以下の方法に従う場合にはこの限りではありません。

本レポート内の統計を使用することは、公正な業界慣行に従って検討および解説（メディアの解説も含む）を目的とする場合に許可され、次の2つの前提条件に従うものとします。(i) データまたは分析の限定的部分を抜粋して使用する、かつ (ii) かかる統計を使用する際にはいかなる場合においても、ワールドゴールドカウンシルおよび適切な場合には、トムソン・ロイター社を出典元として明記する。ワールドゴールドカウンシルの分析、解説およびその他の内容を短く抜粋することは、出典元としてワールドゴールドカウンシルを記載する場合に許可されます。本レポートまたは本レポート内の統計の全部あるいは相当部分を転載、配布またはその他の方法で使用することを禁じます。

Disclaimer

本資料内の情報の正確性を期すため、ワールドゴールドカウンシルはあらゆる努力を払っていますが、かかる情報の正確性、完全性または信頼性について担保または保証しません。本資料の使用により直接的または間接的に損失または損害が生じても、ワールドゴールドカウンシルは一切責任を負いません。

本資料に記載されている情報は一般的な情報提供および啓蒙のみを目的として提供しているものであり、金、金関連商品または有価証券、投資商品等その他の商品の売買提案または売買提案の勧誘と解釈されるものでも、解釈すべきものでもありません。本資料中の情報は、潜在的投資家の投資目的または財務状況に何らかの金関連取引が適切であるという趣旨の助言などに限らず、いかなるものであれ、金、

金関連商品または有価証券、投資商品等その他の商品の売買またはその他の処分に関して提案しているもの、あるいは投資等の助言を提供しているものと解釈すべきではありません。本資料中の何らかの記述に依拠して、金、金関連商品または有価証券、投資商品等その他の商品への投資判断を行うべきではありません。潜在的投資家は投資判断を行う前に、各自の財務アドバイザーに助言を求め、各自の財務的ニーズおよび状況を勘案し、かかる投資判断に付随するリスクを慎重に検討すべきです。

以上のいずれに制限されることもなく、本資料中の何らかの情報に依拠して下された意思決定または取られた行動に対して、ワールドゴールドカウンシルまたはその関連会社は一切責任を負いません。また、本資料に起因、関係、または関連して生じた必然的、例外的、懲罰的、偶発的、間接的または類似的損害に対して、たとえかかる損害が生じる可能性について通知を受けていたとしても、ワールドゴールドカウンシルおよびその関連会社はいかなる場合も責任を負いません。

本資料には、将来予想に関する記述（フォワード・ルッキング・ステートメント）が含まれています。

「考える (believe)」「予想する (expect)」「可能性がある (may)」「示唆する (suggest)」または類似する用語を使用している記述は、「将来予想に関する記述」と特定されます。本資料中の将来予想に関する記述は現時点における予想に基づくものであり、多数のリスクおよび不確実性を伴います。これらの将来予想に関する記述は、利用可能な統計に対するワールドゴールドカウンシルの分析に基づいています。将来予想に関する記述に関わる前提条件には、今後の経済情勢、競争状況、および市場状況等に関する判断が含まれており、いずれも正確に予測することが困難または不可能です。さらに、金の需要および国際的な金市場には多大なリスクが伴うため、将来予想に関する記述に内在する不確実性が高まります。本資料に含まれる将来予想に関する情報に多大な不確実性が内在している点を踏まえ、かかる情報が本資料に掲載されているにもかかわらず、ワールドゴールドカウンシルが将来予想に関する記述の実現を表明しているとみなすべきではありません。

ワールドゴールドカウンシルは、将来予想に関する記述に必要以上に依拠しないよう警告します。ワールドゴールドカウンシルは、新たな情報、将来の事象またはその他によって、通常の公表サイクル以外で将来予想に関する記述を更新または改定する意思はありません。ワールドゴールドカウンシルは将来予想に関する記述を更新する責任を一切負わないものとします。

示されている意見は著者のものであり、予告なく変更される場合があります。

写真提供元

表紙： Theo Wargo/Staff/Getty Images
4ページ： (中央下) snnplusbyndr/Shutterstock.com
4ページ： (左下) A S E F/Shutterstock.com
4ページ： (右上) svcic/Shutterstock.com
5ページ： ワールド・ゴールド・カウンシル/Visual Media
7ページ： Adam Parent/Shutterstock.com
8ページ： (下) Boule/Shutterstock.com
11ページ： (下) Carsten Reisinger/Shutterstock.com
12ページ： Pokomeda/Shutterstock.com
14ページ： Vintage Tone/Shutterstock.com
15ページ： (下) Shootdiem/Shutterstock.com
16ページ： ESB Professional/Shutterstock.com
17ページ： Mathias Rosenthal/Shutterstock.com
18ページ： (下) IR Stone/Shutterstock.com
21ページ： (下) Marynchenko Oleksandr/Shutterstock.com

発行者:

World Gold Council
10 Old Bailey, London EC4M 7NG
United Kingdom

C44201610