

日本の投資家に  
とっての金の役割  
過去40年間を振り返る

## ワールド ゴールド カウンシルについて

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。投資、宝飾、テクノロジー、政府関連分野において、金に対する持続的な需要を喚起するためのリーダーシップ活動を行っています。

ワールド ゴールド カウンシルは、金市場に関する真の洞察力を生かし、金をベースにしたソリューションやサービス、市場の育成を行っています。こうした活動を通じ、金需要の構造的変化を喚起しています。

ワールド ゴールド カウンシルは国際金市場に対する洞察を提供することにより、富の保全や社会・環境面で金が果たせる役割についての理解を深める活動を行っています。

ワールド ゴールド カウンシルは世界の主要金鉱山会社をメンバーに持ち、英国本部のほかインド、中国、日本、欧州、米国などにオフィスを有しています。

## 詳細情報

インベストメント・リサーチへご連絡ください。

### 津金真理子

mariko.tsugane@gold.org  
+81 3 3402 4826

### 森田隆大

takahiro.morita@gold.org  
+81 3 3402 4825

### マーカス・グラブ

マネージング・ディレクター、インベストメント  
marcus.grubb@gold.org  
+44 20 7826 4724

## 目次

はじめに	01
1970年からの金価格の動きと金を取り巻く環境	02
日本の金需要と金価格	10
世界の金需給の特徴的な動き	12
ポートフォリオにおける金投資	14
まとめ	15

# はじめに

1971年に金とドルの交換停止を発表したニクソン・ショックから40年が経過した。第2次世界大戦後より続いたブレトンウッズ体制が崩壊し、ドル・金本位制はくずれ、その後金の後ろ盾を失ったドルの価値は低下したものの、ドルは基軸通貨としての地位を維持した。

一方、金は金本位制における役割を失い、むしろ金融資産としての役割が重要となった。そしてこの10年、金価格は上昇し、再び金の役割が見直されている。

本レポートにおいては、この40年間様々な金を取り巻く環境のもとで、金価格がどのように変動したかについて振り返り、また、何が金の価格に影響を与えたのかについて考察する。

また日本は、ここ数年消費者による金需要<sup>1</sup>がマイナスとなっている数少ない国のひとつである。この背景を考えるために、金の需要量と金価格の関係について調べた。さらに、世界の金の需給状況として、現在の金価格を支えている特徴的な動きについての情報を提供する。

最後に、機関投資家が、ポートフォリオの中に金を保有していた場合の効果について、入手可能な長期のデータを用いて分析を行った。

1 宝飾品、金地金・金貨の需要の合計。ETFなどへの投資は含まない。

# 1970年からの金価格の動きと 金を取り巻く環境

## 1970年からの金価格推移

まず初めに、金価格が40年間どのように変動したかを大まかに振り返る。図1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。円ベースは金1グラムあたりの価格、ドルベースは金1オンスの価格である。円ベースの金価格は、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1月21日の高値をつけた後、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、21世紀に入り再び上昇している。2011年12月末現在において、1980年1月につけた最高値を更新していない。一方、ドルベースでの金現物価格は、2011年9月5日、6日にLondon PM fixで1895ドル/ozをつけ、日中におけるスポット価格では一時1900ドル/ozを超え、名目値ベースでは史上最高値を更新している。この円ベースとドルベースの動きの違いは、為替レートの違いによるものであり、また為替レートは2国間のインフレ率格差や金利水準など様々な影響を受ける。実質値ベースでの金価格についての詳細は後述する。

## 高インフ期における金価格の高騰、 第一次オイルショック(1973年～1974年)

1973年10月に第4次中東戦争が勃発し、原油価格が大幅に引き上げられ、アラブ非友好国への石油供給が削減された。第一次オイルショックの始まりである。日本の物価は高騰し、消費者物価上昇率は20%を超えた(図2)。過去40年で日本が経験している唯一の高インフレーション期である。金価格は高騰し、年間の上昇率は1973年が60%、1974年が76%であった。一方、日本株式は下落し、1973年に日経平均株価(以下日経平均)の下落率は-17%、1974年は-11%であった。このように高インフ期において、株式は下落したが金はインフレ率を上回って高騰し、高インフ時のヘッジ資産として機能した。また、地政学的な不確実性の高い時期のヘッジ資産でもあった。

## 第二次オイルショック(1979年から1980年)

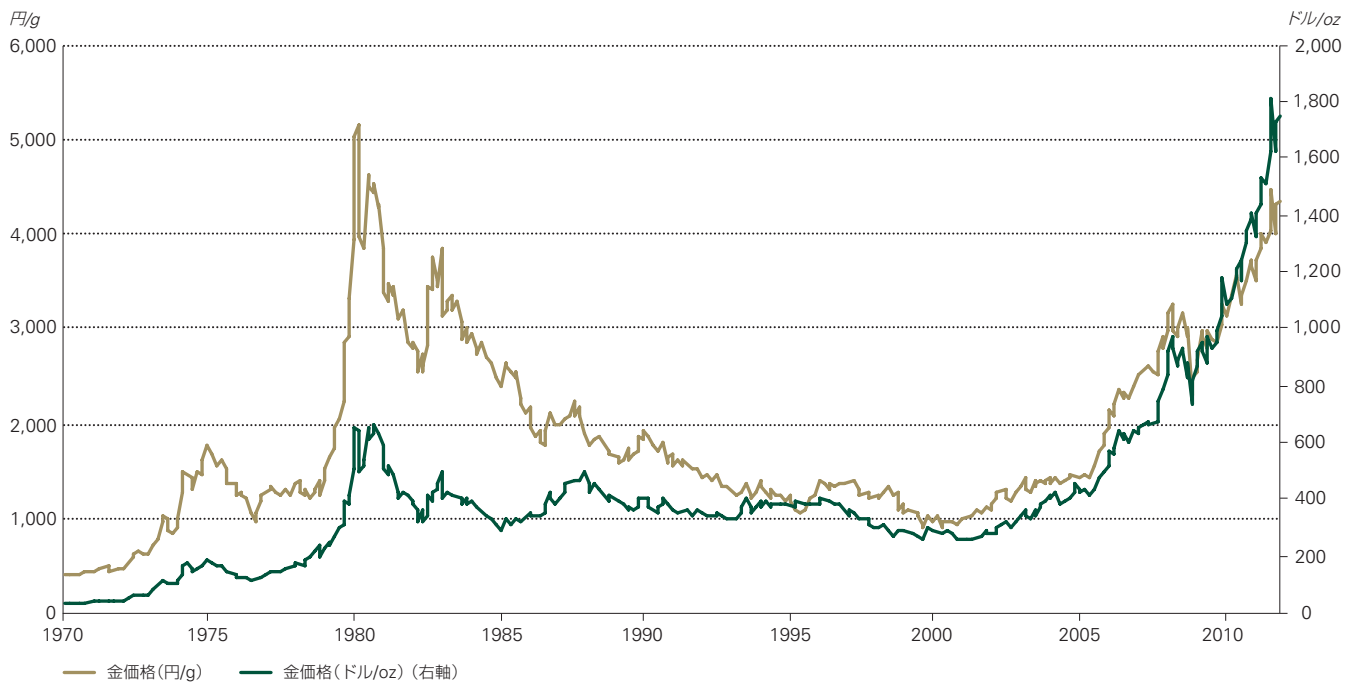
第1次オイルショック時の20%を超えるインフレ率は落ち着きをとれどもどし、1979年3月には日本の消費者物価指数は2.7%まで低下した。しかしイラン革命により中東の状況は再び緊張状態となり原油が再度上昇し、第2次オイルショックに突入した。また、アメリカと旧ソビエト連邦はまだ冷戦関係にある中で、1979年12月のソ連によるアフガニスタン侵攻がきっかけとなり世界情勢は一気に緊張が高まった。

また、米国では当時FRB議長ボルカー指導のもとインフレ対策として高金利政策が断行されていた。そのような状況下で、金価格は1979年から1980年初めにかけて1年間で約4倍近く高騰し、日次ベースでは1980年1月21日に850ドル/oz(円ベースへの換算は6586円/g)の最高値を記録した。米国での高金利政策は、ドル高を招き、ドル円相場でもドル高円安が進み、円ベースでの金価格をさらに25%程度押し上げた。このように第2次オイルショックのもと、さらに地政学的リスクが高まった不安定な時期において、インフレヘッジ資産あるいは富の保全としての金への選好が進み、金は最高値を更新したものである。

## 40年間進む円高と金価格

ブレトン・ウッズ体制時1ドル360円で固定されていた為替レートは、現在はおおよそ77円となり、日本人から見たドルの価値は40年間で5分の1近くとなっている。為替はここ40年間、概ね一貫して円高ドル安傾向にある。特に1985年10月のプラザ合意では、先進5カ国によるドル安協力が決定され、ドル円水準は大きく変化した。為替レートは円ベースの金価格に大きな影響を与えている。

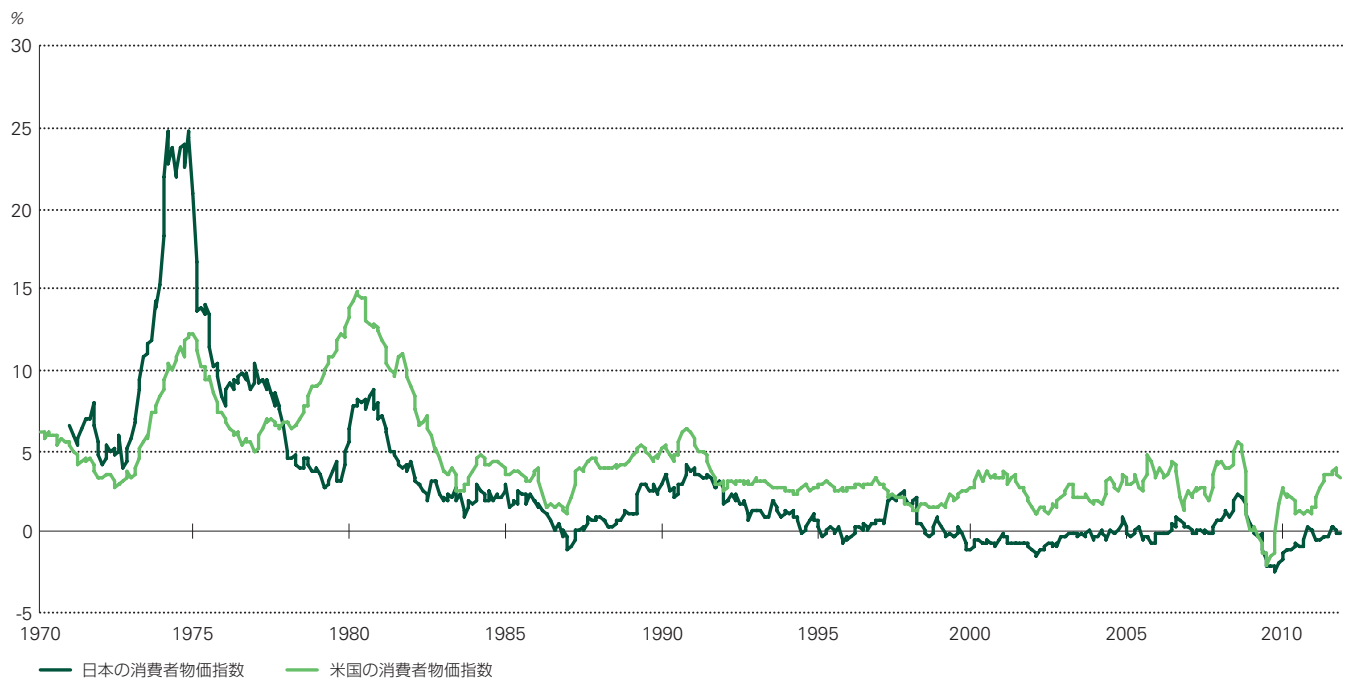
図1: 1970年からの金価格の推移(円ベースおよびドルベース)



(注) 円ベースの価格は、ドルベースでのLondon PM Fixの月末値をその時点での為替レートWMLレートで円換算した。

出典: ワールド ゴールド カウンシル, Bloomberg

図2: 日本および米国の消費者物価指数



出典: ワールド ゴールド カウンシル, Bloomberg

図3は、1970年からの金(円)価格とドル円レートの推移である。また、表1は10年ごとの金(円)価格、金(ドル)価格と円ドルレートそれぞれの騰落率を示した。10年毎でみて、40年間一貫して円ドルレートの騰落率はマイナスであり、円高ドル安を示している。特に1980年代の金(円)価格のマイナス騰落率-76%のおよそ3分の2である-51%が円ドルレートの下落からもたらされた。また同様に1990年代では-66%のうちおよそ半分が円高によってもたらされている。円ベースでみた場合、金価格下落時には円高は下落に拍車をかける形となる。しかし、2000年代また2010年以降は金価格が上昇に転じているため、円高傾向は日本人から見た金価格の上昇を抑える形となっている。

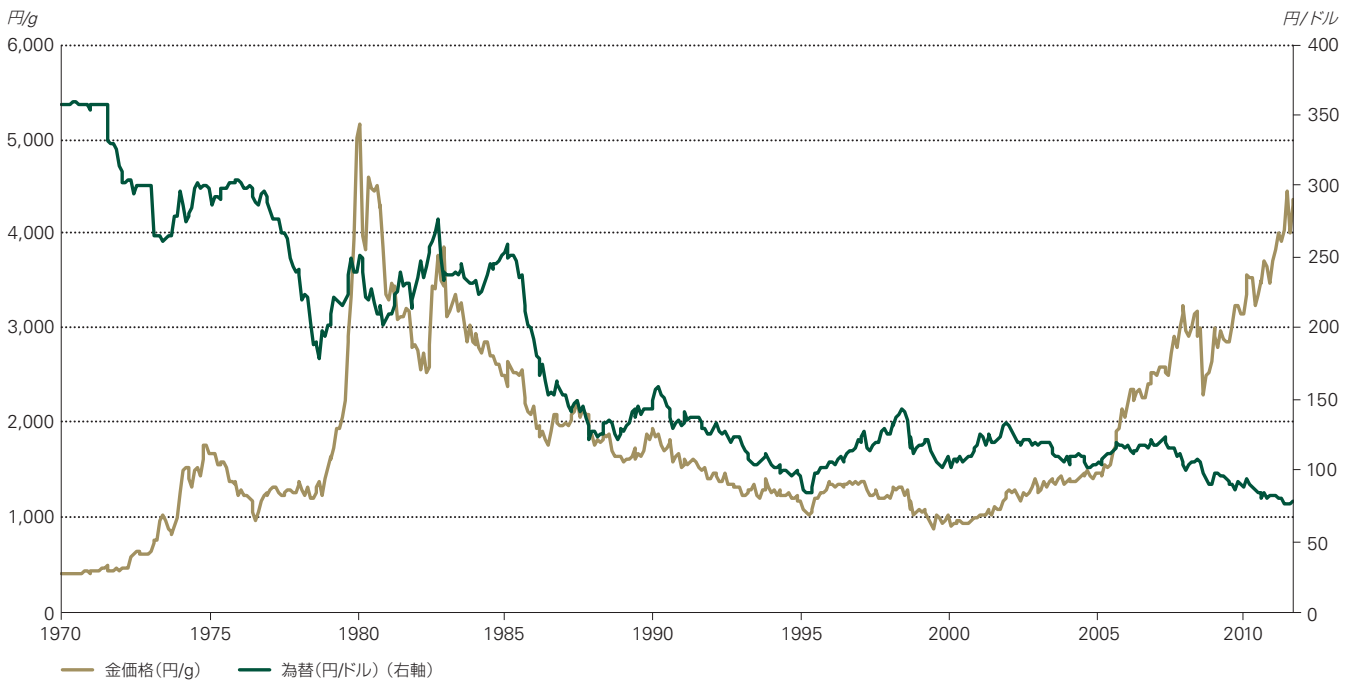
表1: 10年ごとの金価格、ドル円レートの騰落率

	1970年代	1980年代	1990年代	2000年代	2010年以降
金(円)価格	228%	-76%	-66%	123%	29%
金(ドル)価格	268%	-25%	-32%	132%	47%
円ドルレート	-40%	-51%	-34%	-9%	-18%

(注)対数リターンで計算。年率換算前。2010年以降については1年11カ月分。

出典: ワールド ゴールド カウンシル, Bloomberg

図3: 金価格とドル円為替レート



出典: ワールド ゴールド カウンシル, Bloomberg

## 金、日本経済の失われた10年(1990年代)

1985年のプラザ合意後のドル高修正と超金融緩和策が過剰流動性をもたらし、株式や地価の上昇を生み、資産バブルを形成したといわれている。日経平均は1980年後半より上昇し、87年に起こったブラックマンデー後の回復も早く、1989年末まで上昇を続けた。また地価も、ファンダメンタル価格をはるかに超える高価格となり、株価と地価はスパイラル的に上昇した。しかし、1989年12末日経平均は市場最高値の38,915円をつけ、その後バブルは崩壊する(図4)。土地の価格も5年間で約3分の1にまで下落した。1990年代の失われた10年へ突入する。

日本株式が最高値を更新する頃、世界では歴史的出来事としてベルリンの壁が崩壊する。1989年11月のことである。翌年の10月には東西ドイツが統一、12月にはソ連の冷戦終結が宣言された。米国は唯一の覇者、名実ともに世界の超大国にのし上がった。冷戦の終焉にともなう軍事費の削減により1998年には米国財政収支も黒字に転換し、国債発行残高も減少した。また、米国の株式市場は活況を呈し、1990年の後半は、インターネットが急激に普及する中でネット関連企業の株価がけん引役となり急騰した(図5)。

超大国となった米国のもと米国国債や基軸通貨ドルへの信認が増し、米国を中心として発展する資本主義のもとで、金への注目は薄れていった。中央銀行も準備預金として保有していた金の放出を継続し、金の供給者として位置づけられた。1990年代は、日本はバブル崩壊後の失われた10年を経験するが、金にとっても長期低迷期であった。

図4: 金価格の動きと日本の株価



出典: ワールド ゴールド カウンシル, Bloomberg

図5: 日本と米国の株価



出典: ワールド ゴールド カウンシル, Bloomberg

## 2000年代以降の金価格

金価格は、概ね2001年より上昇トレンドに変わっている。米国をはじめ新興国を含めた主要な株式市場は、2000年初めに高値をつけたあと下落し、ITバブル<sup>2</sup>は崩壊した。米国政策金利（FF金利）は2001年中に11回の引き下げが行われ、年初の6.5%から1.75%まで低下した。金融緩和策による資金は、株式市場や住宅市場、コモディティ市場、新興市場へと流れていった。また、2001年9月11日には米国同時多発テロが発生し全世界に衝撃を与えた。

しかし、2007年の米国住宅バブル崩壊でサブプライムローン問題が起り、2008年9月のリーマンブラザーズの経営破綻、翌月10月の世界同時株安へと波及し、100年に1度の出来事といわれる金融危機に発展し、さらには今回の欧州債務問題へと負のスパイラルは拡大している。先進国の債務拡大を背景としてソブリン・リスクは高まっており、また量的緩和によるペーパーマネーの増加が、国の信用を裏付けとするペーパーマネーに対する信頼を揺るがすことにつながる懸念も考えられる。そのような中で、金への関心はより一層高まっている。ワールドゴールドカウンシルの2008年のレポートの中には、2008年における地金・金貨の需要は、2007年対比倍増し、金貨・地金が不足する事態が起こっている事が報告されている。

足元の急騰を1980年の高値と比較する見方も多い。しかし、金を取り巻く環境は、様々な点で異なっている。1980年の高騰が米ソ間の国際的な緊張の高まり下の中での高インフレ期であった。また、当時は市場が確立して間もない状況であり、市場参加者も限定されていた。現在の主要な金需要国である中国・インドは、まだ金の取引は自由化されていない。世界の中央銀行の行動にも近年大きな変化がみられている。また、2003年に登場したETFにより市場参加者が広がり市場の厚みが増している。様々な需給構造の変化が金価格を支えているが、これらについては次章で解説する。

## 金の名目価格と実質価格

図1でみたドルベースでの現在の金価格は、1980年代の高値をはるかに上回っていた。しかし、これは名目値であり、現在と当時では物価の水準が異なっている。そこで、インフレ率を調整した実質価格で評価する。

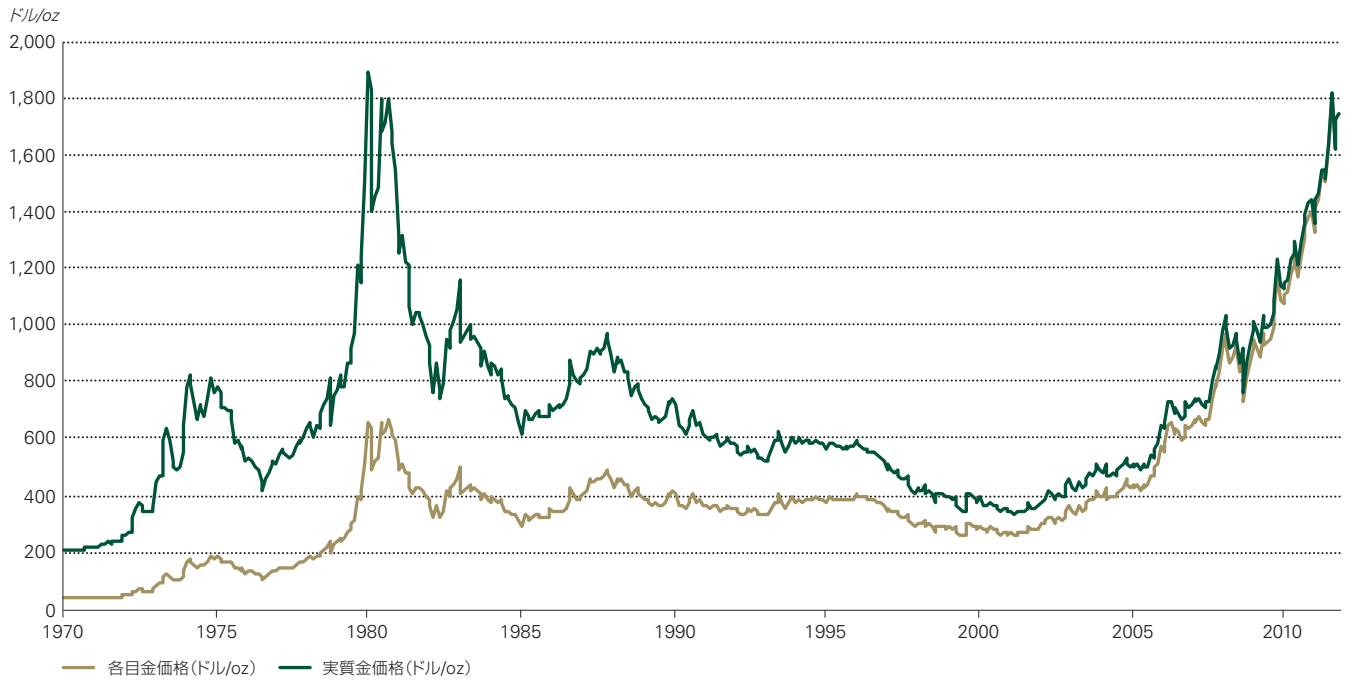
図6は、ドルベースでの金価格を、米国のインフレ率を勘案した実質価格の推移を表したものである。すなわち、2011年11月を基準とした物価水準であったと仮定した場合の金価格である。今回の高値圏は1980年代の高値よりもやや低いレベルである事が確認できる。日次ベースでも、1980年1月につけた高値である850ドル/ozは現在の価値に直すと2470.67ドル/ozに相当し、2011年9月の高値である1895ドル/ozは、これよりも低い水準である。

一方、図7は、日本の消費者物価指数を使用した円ベースの金価格の実質価格と名目価格の推移である。日本においては、ここ10年以上低インフレあるいはデフレの期間が続きインフレ指数はほぼ横ばいであったため、実質価格と名目価格の違いはドルベースほど大きなものではない。

2 米国ではドットコム・バブルという。1999年から2000年にかけてインターネット関連の企業の株を中心として異常に上昇した。



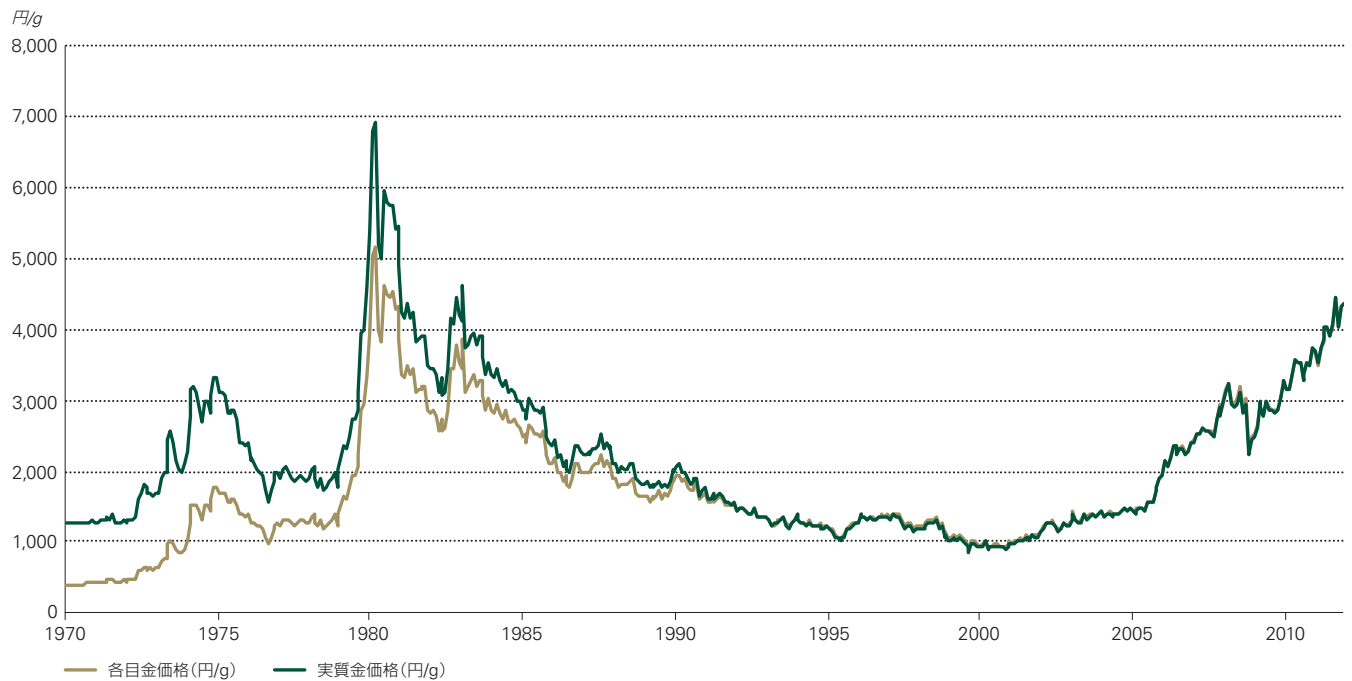
図6: 名目ベースと実質ベースでの金価格(ドルベース)



(注)2011年11月基準

出典: ワールド ゴールド カウンシル, Bloomberg

図7: 名目ベースと実質ベースでの金価格(円ベース)



(注)2011年11月基準

出典: ワールド ゴールド カウンシル, Bloomberg

## 実質金利と金リターン

表2は、先進主要国と金の主な需要国であるインドと中国の消費者物価指数、政策金利、10年債金利および10年債実質金利(10年債金利と消費者物価指数の差)を示したものである。足元では、日本を除いて、10年実質金利はマイナスとなっている。

さらに、図8は長期金利と消費者物価指数について1970年からの推移を米国について示したものである。長期金利の水準は、1980年代より低下傾向をたどり、長期金利と消費者物価指数との差(実質金利)も縮小している。また足元においては、長期金利の水準と消費者物価指数は逆転している。

表2: 各国の消費者物価指数と金利水準

	CPI	中央銀行 政策金利	10年債 金利	10年実質金利
日本	-0.5%	0.1%	1.1%	1.6%
米国	3.4%	0.25%	2.1%	-1.3%
英国	4.8%	0.5%	2.3%	-2.5%
ドイツ	3.5%	1.25%	2.3%	-1.2%
インド	9.3%	7.50%	8.7%	-0.6%
中国	4.2%	6.56%	3.6%	-0.6%

(注) 2011年11月末現在

出典: Bloomberg

マイナスの実質金利が意味するところは、たとえば債券を保有しており金利は付いているもののインフレ率がそれを上回り、実質的には目減りしている状況である。金は実物資産であり、資産保全効果を有している。言い換えれば、そのもの自体に価値を有する資産であり、ゼロになることはないが、金利を付与されることはない。もっとも、保有する金を貸し出すことでリース料を稼ぐ方法はある。したがって、実質金利が低いあるいはマイナスである状況下では、他資産と比較して相対的な尺度で考えた場合に金の魅力度が上昇しているとみなすことができる。

過去、金価格と実質金利はどのような関係で動いていたのであろうか? 図9は、金のリターンと実質金利の推移を示したものである。ある時点における実質金利(米国10年債)と、それ以前1年間の金のリターン(ドルベース、対数リターン)である。実質金利については逆目盛となっている。全期間における両者の相関係数は、-0.57と負の相関であった。このグラフの意味することは、ある時点の実質金利とそれより前1年間の金価格リターンには負の相関が認められるということである。すなわち、足元で実質金利が低かった時は、過去を振り返ると金の価格上昇率が高かったことがある程度観測できると解釈できる。あるいは、1年後の期待される実質金利と今後1年間の金のリターンには、マイナスの関係が存在するということである。

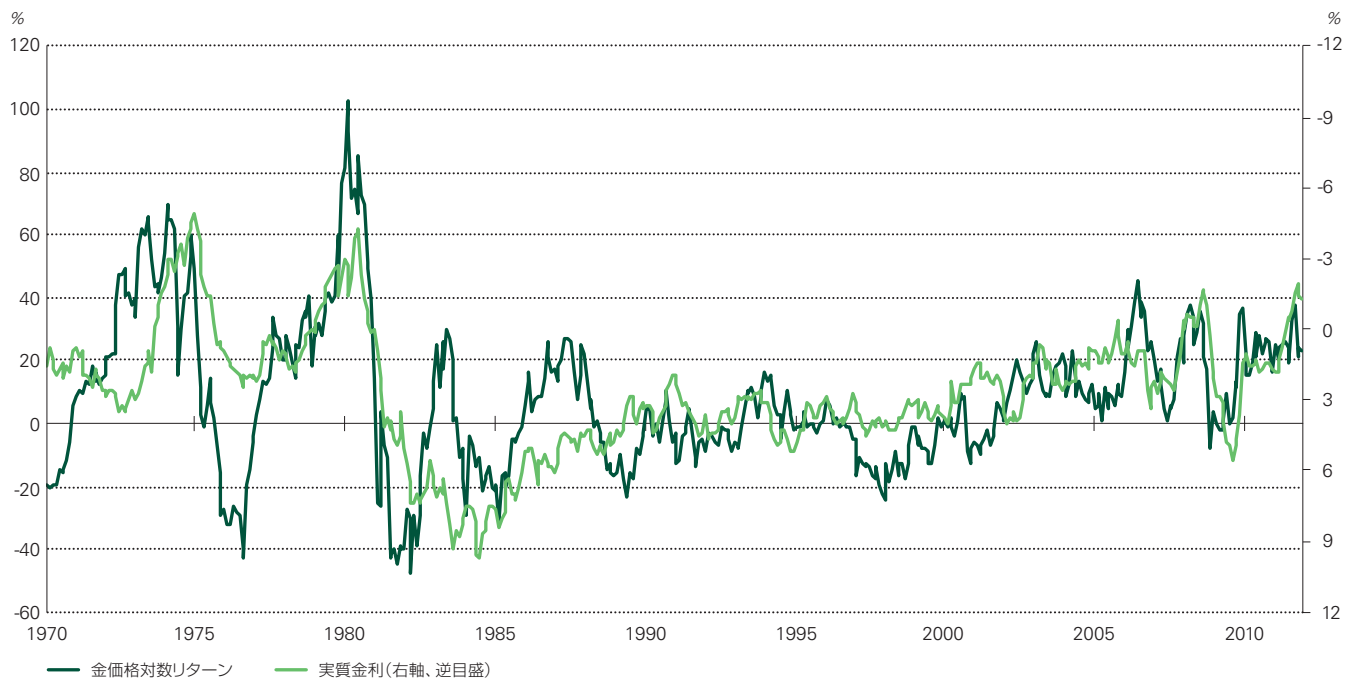
このように、実質金利の低さが足元の金価格の上昇を支えている要因のひとつとなっていると考えられる。しかし、この単純な分析からはっきりとした結論を導くことは難しく、実質金利と金価格の動きについては、より詳細な分析が必要であろう。

図8: 米国の長期金利および消費者物価指数



出典: ワールド ゴールド カウンシル, Bloomberg

図9: 金の1年間リターンと実質金利



ワールド ゴールド カウンシル作成

# 日本の金需給と金価格

日本において、戦後貴金属の売買は旧大蔵省の貴金属特別会計にて政府が一手に行ってきた。しかし、1973年4月からの金地金の輸入が解禁され順次自由化が進み、1978年には輸出輸入とも自由化された。また、1982年4月から銀行・証券会社において金の取引ができるようになった。高度成長期で豊かになった日本は、インドや米国とともにその当時の主な金需要国であった。1980年の高値を付けた後の下がる過程において、円高効果も相まって金需要は旺盛であった。1986年には500トン以上の金需要が報告されているがこれが過去最大であり、この年は昭和天皇在位60年の記念硬貨が販売され特需効果があった年である。しかし現在、日本における消費者の金需要<sup>3</sup>は、売却が購入を上回るマイナスとなっており、世界の中でも数少ない金需要マイナス国である。金は消費され消滅することはなく、リサイクルが可能のため売却することができ、マイナス需要となる。これが日本の消費者に現在起こっている現象である。

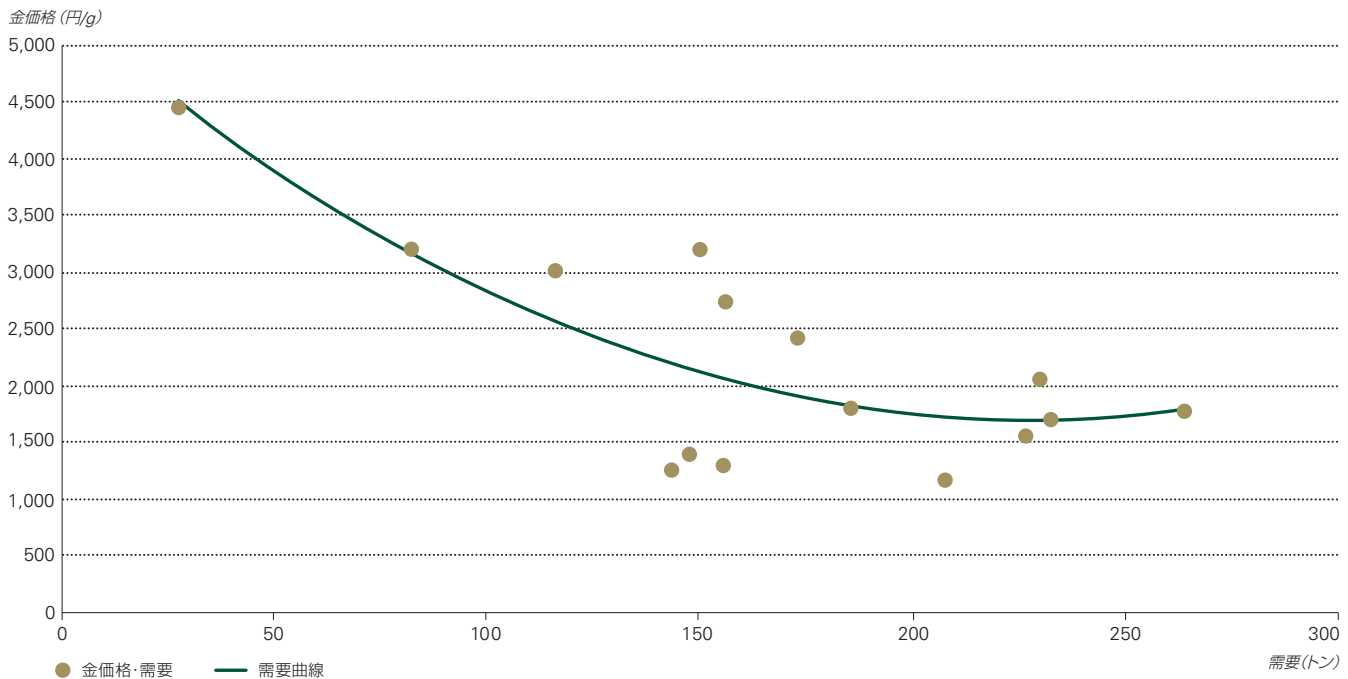
これら日本の消費者の行動について、入手できるデータの関係上過去31年間について金価格と金の需要量の関係より分析した。初めの16年間(1980年から1995年まで)の年平均の金価格と1年間の需要量の関係を図10に、またその後の15年間(1996年から2010年まで)について図11に示した。横軸が金の需要量、縦軸が金の円ベースでの名目価格である。また、図10においては特需の年の1986年は除外している。図10は1980年1月の最高値後の価格下落過程の16年間であり、価格が低いほど需要が大きい傾向がみられる。また、需要が特に多かった価格水準は概ね1000円から2000

円であったことが分かる。また図11は、金価格が低迷している時期から金需要がマイナスとなっている直近までの15年間である。概ね1000円から1500円ではプラス需要となっており、名目価格で1グラム2000円を超えたところで金の売却が観測できる。すなわち日本の消費者の行動は、価格弾力性が認められ、価格によって影響をうけているという見方ができる。

参考までに、現在最も需要量の多いインドについて、インドにおける金取引が自由化された1990年から2010年までの価格・需要曲線を描いたものが図12である。需要については、日本の場合と同様に宝飾品、金地金・金貨の需要である。価格については、インドルピー建ての金価格を用いている。この図からは、インドにおいては、典型的な価格・需要の関係は見られず、価格水準が高くても需要は大きくなっている。なぜ日本とインドではこのような違いが観測されるのであろうか。金に対する考え方の違いや金に期待する役割の違いにより、金を購入する動機が異なることが、ひとつの理由と考えられる。紀元前より金とのかかわりを持つインドでは、資産としての位置づけを超え、幸運や繁栄のシンボルとしてとらえられている。

このように、金市場には多様な参加者が存在し、金を購入する動機も様々である。後述するが、ETFの登場により、機関投資家も金市場への参加が容易となった。彼らが金を保有する動機も個人投資家の行動とは異なるものである。金に対して期待する役割や金の用途別需要も多様化し、参加者にも変化が見られている。

図10: 日本における金価格と需要量の関係(1980年から1995年、1986年を除く)

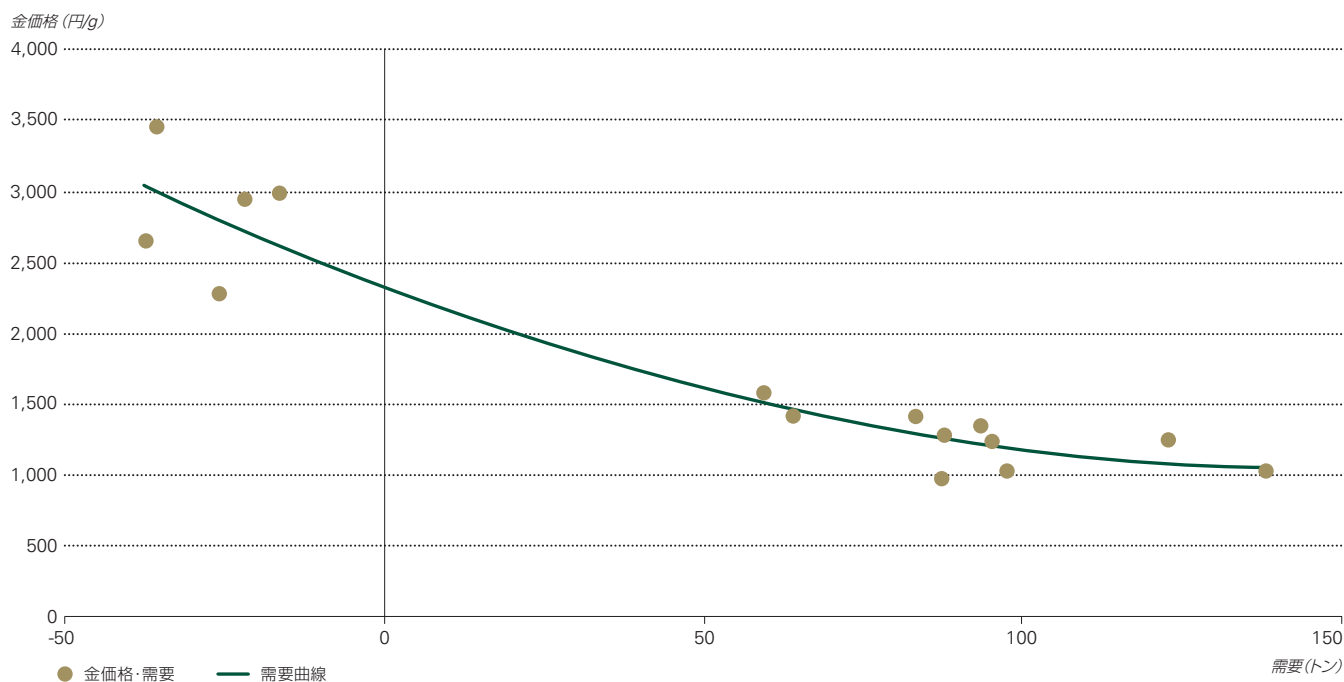


(注)需要量は、宝飾品、金地金・金貨の需要の合計であり、産業用需要やETFなどへの投資は含まない。

ワールド・ゴールド・カウンシル作成

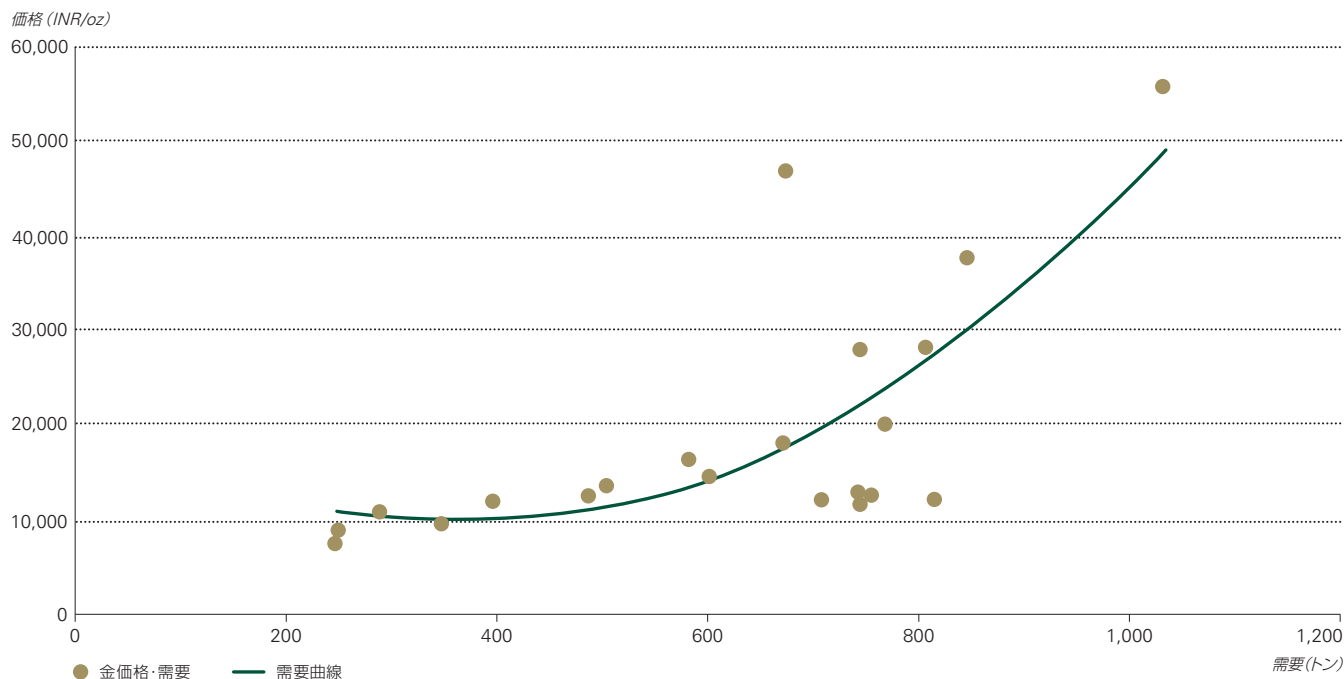
3 宝飾品、金地金・金貨の需要の合計。産業用の需要やETFなどへの投資は含まない。

図11: 日本における金価格と需要量の関係(1996年から2010年)



(注)需要量は、宝飾品、金地金・金貨の需要の合計であり、産業用需要やETFなどへの投資は含まない。  
 ワールド ゴールド カウンシル作成

図12: インドにおける金価格と需要量の関係(1990年から2010年)



(注)需要量は、宝飾品、金地金・金貨の需要の合計であり、産業用需要やETFなどへの投資は含まない。  
 ワールド ゴールド カウンシル作成

# 世界の金需要の特徴的な動き

金市場のファンダメンタルズ、すなわち需給状況についても大きく変化しており、10年前、20年前あるいはそれ以前とは異なっている。1970年からの40年間の金需給の動きについて、ワールドゴールドカウンシルの発行する「ゴールド・デマンド・トレンド 2011年第3四半期」でまとめている。地域別の需要変化、用途別の需要構造の変化等需要サイドの動きの他、供給サイドの状況について分析している。

主なポイントとしては、需要の地域別構成については、昔は欧州が中心であったが、現在はインドを中心としたインド亜大陸、中国を含む東アジアへとシフトし、より分散化された地域での需要構成となっている。用途別での需要については、2000年に入り宝飾品需要の割合が減り、投資需要の割合が増えている。投資需要の構成割合が大きいのは、1980年代と同じ傾向である。また、金の主要な産出国といえば、南アフリカを思い浮かべる人も多いと思う。実際1970年には、およそ79%が南アフリカであった。しかし、2010年末において最大の金産出国は中国であり、またひとつの国でシェアが14%を上回る国はなく、分散された地域で金の産出が行われている。

ここでは、前述のレポートでは触れていない最近の特徴的な動きについて2つ簡単に解説する。中央銀行の動きとETFについてである。

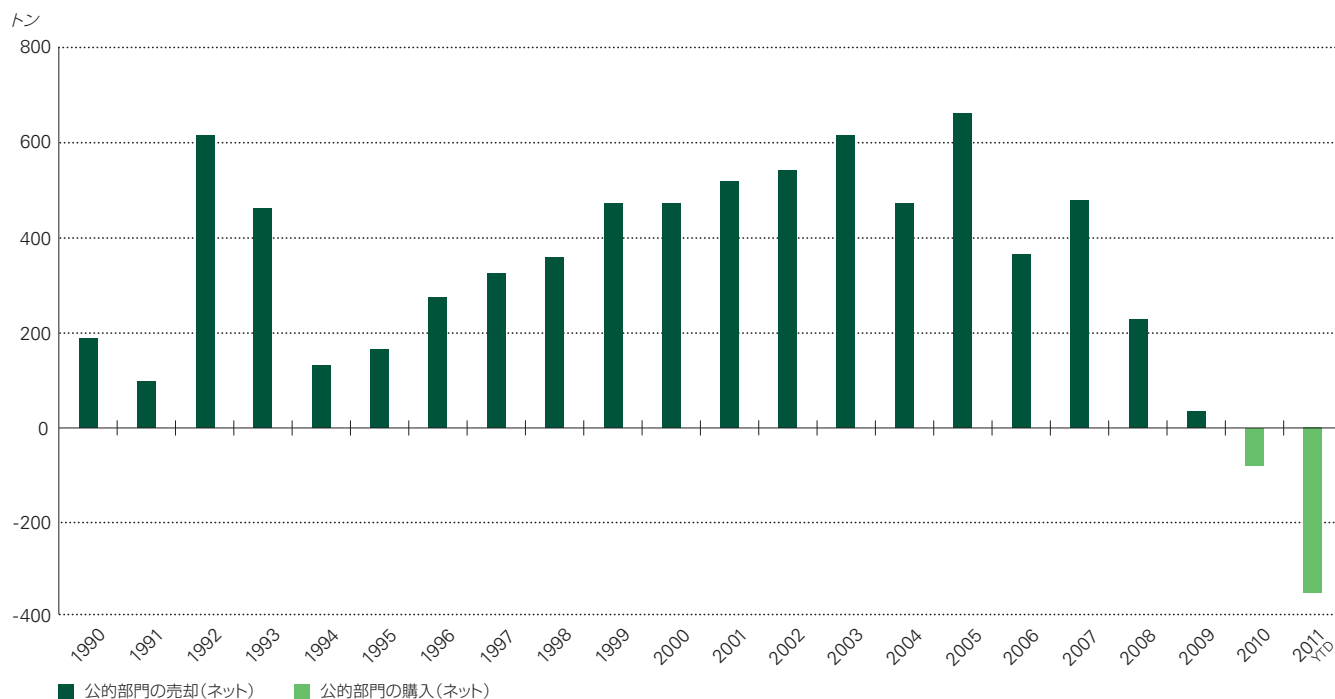
## 中央銀行の需給動向

世の中に現存している金は2010年末現在およそ166,600トンであり、大きさにして20.5メートル四方の立方体である。そのおよそ17%を公的部門である世界の中央銀行やIMFが保有している。

公的部門は長い間金を売却し、金市場にとっては金の供給者であった。しかし、図13に示すように、2010年には21年ぶりで買い越しに転じている。マイナスの売却額は、購入を意味している。2011年については第3四半期ベースまでの統計であるが、3四半期合計の買い越し額はすでに350トンに迫る勢いとなっている。

発展途上国においては、輸出主導による経済発展を通して外貨準備が増大しており、最近ではドル、ユーロ、日本円といった従来の準備通貨から外貨準備を多様化する欲求が高まっている。これら各国の中央銀行は準備預金に対する金準備の比率を引き上げていることが背景にある。

図13: 公的部門(中央銀行)の金の売却量



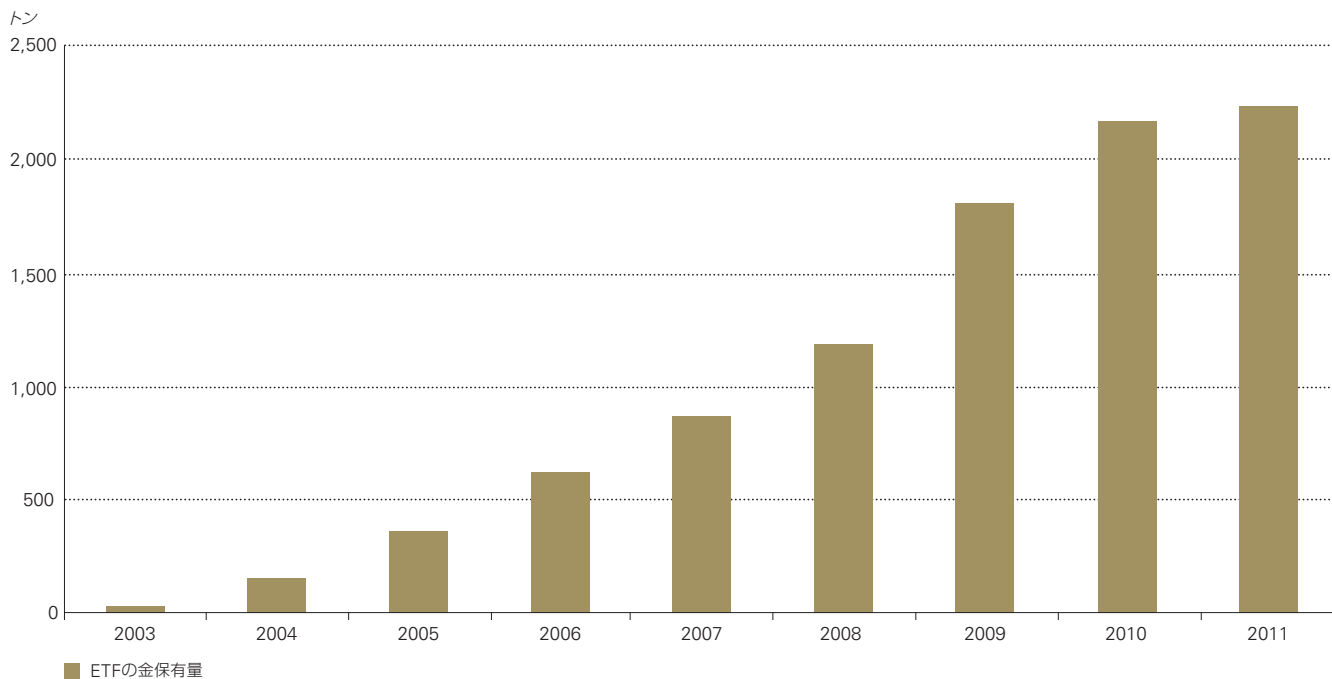
出典: ワールド ゴールド カウンシル, Bloomberg

## 金の現物を裏付けとするETFの登場

ETFは2003年に初めて海外で上場されたが、その後現物を裏付けとする金のETF<sup>4</sup>が登場する。現在活発な取引が行われているのは、現物を裏付けとする金ETFであり、時価残高が急増している。金の現物を裏付けとするETFが保有する金の量を示したグラフが図14である。世界の様々な市場に上場している主な金のETFおよそ20について合計したものである。2011年9月現在2248トン、時価ベースに換算すると1171億ドル<sup>5</sup>となっている。

ETFの登場をきっかけとして、個人投資家に加えて機関投資家による金市場への参加が多く見られるようになった。機関投資家は、個人投資家のように金を宝飾品や地金・金貨の形で保有することが難しい。しかし、ETFというツールを利用することで、機関投資家にとって金現物のエクスポージャーを容易に保有することが可能となった。

図14: ETFの金保有量推移



出典: ワールド ゴールド カウンシル, Bloomberg

4 金に連動するETFの中には、先物を利用して金の値動きを複製するように運用するファンド(正確には、ETFではなく、ETNあるいはETPともいう)と、金の現物を実際に買い入れて保管する、現物を裏付けとするETFが存在する。

5 2011年9月30日における金価格London PM Fix 1620ドル/oz、1oz=31.1035グラムで計算。

# ポートフォリオにおける金投資<sup>6</sup>

機関投資家にとって、個別銘柄あるいは個別資産の動きも重要であるが、最も注視すべきは、保有する資産全体でどう動くかである。そこで最後に、機関投資家が多く保有している日本株式や日本債券、あるいは外国株式や外国債券と金との関連性について、長期のデータをもとに分析する。データの制約上1985年1月からの月次リターンを使用した。各資産間の相関係数は、表3に示すとおりであり、金と日本株式との相関係数は0.05で、この27年超の期間において有意な相関はないことがわかる。また、金は日本債券とは負の関係を持って変動している。

一方、この期間のリスク(リターンの標準偏差)は、株式が日本株式、外国株式がそれぞれ20%、19%であるのに対して、外国債券が11%、金は16%であった。321カ月のデータを用いて計測した結果であるが、2000年からのデータで計算してもほぼ同様であった。

表3: 金および伝統的資産の相関係数とリスク

	日本株式	日本債券	外国株式	外国債券	金
日本株式	1.00				
日本債券	-0.02	1.00			
外国株式	0.44	-0.06	1.00		
外国債券	0.07	0.04	0.59	1.00	
金	0.05	-0.12	0.24	0.48	1.00
リスク	20%	3%	19%	11%	16%

(注) 全て円ベース、日本株式: Topix、日本債券: Nomura BPI 指数総合、外国株式: MSCI グローバル株式(除く日本)、外国債券: Citigroup世界国債インデックス(除く日本)

出典: ワールド ゴールド カウンシル、Bloomberg

また、ポートフォリオの中に金を保有していた場合のリスク・リターンについて、仮想的なポートフォリオを想定して計算した。仮想的なポートフォリオとしては、日本株式35%、日本債券50%、外国株式10%、外国債券5%というやや保守的な資産構成比とした。毎月この比率を維持しながら1985年1月より2011年9月まで運用したと仮定した。また、構成比の高い日本株式と日本債券をそれぞれ2%ずつ減らし、その代わりに金を4%組み入れたポートフォリオを想定し、同様に27年超の期間におけるリスクとリターンを計算した。表4は、これら2つの仮想ポートフォリオのリスクおよびリターンの対比である。リスク・リターンの数字は共に年率換算した値となっている。

表4: 仮想的ポートフォリオのリターンおよびリスク

	リターン	リスク
4資産ポートフォリオ	3.4%	8.1%
金を含むポートフォリオ	3.5%	7.9%

(注) リターン、リスクとも年率換算

ワールド ゴールド カウンシル作成

これによると、金価格が低迷する期間を含んだシミュレーションであるものの、わずか4%金を組み入れることで、金を含むポートフォリオのリスクは減少しリターンが上昇し、リスク対比リターンが向上する結果となった。シミュレーションの期間や想定する資産構成比率によって金を組み入れる効果は異なってくるものの、金と伝統的資産、特に株式や日本債券との相関の低さは金が継続して保持し、また今後も継続するであろう特性であり、長期的に金を組み入れることによるリスク低減効果が期待できるであろう。

6 同様のテーマのレポートとして『資産クラスとしての“金”』(2011年9月、ワールド ゴールド カウンシル)をご参照いただきたい。このレポートでは、2000年からのデータを用いた伝統的資産との相関や金を組み入れたポートフォリオのシミュレーション分析などを行っている。また、ポートフォリオにおける金の役割として、ポートフォリオのリスク低減効果の他、為替リスク、信用リスク、テールリスクヘッジについて説明している。



# まとめ

金価格の推移を1970年より振り返った。金・ドル本位制崩壊後、金は1970年代半ばから1980代初めにかけての2度のオイルショック時に高騰し、インフレヘッジ資産として位置づけられた。また地政学的な不確実性に対する備えでもあった。1990年代は、米ソ冷戦終結後唯一の超大国となった米国のもと、米国国債や基軸通貨としてドルが強い信用を獲得する一方で、金への注目は低下し、金にとっては低迷期の10年であった。しかしこの状況はITバブルがはじけた2000年代はじめ頃より変化し、さらに2008年のリーマンショック以降で加速し、金に対する新たな役割が再び期待されている。

かつては1ドル360円の時代であったが、現在はおよそ77円でありドルの価値は、この40年で4分の1以下の価値となっている。このため、日本の投資家から見た円ベースでの金価格は、1970年より概ね一貫した長期的な円高トレンドが価格抑制要因となり、上昇が抑えられた動きとなっている。

かつて日本は金の主な消費国であり、1980年の高値から下落する過程で金需要は旺盛であった。価格が低いほど需要が増える傾向が見られた。現在の日本の金需要量はマイナス、すなわち売り超となっているが、ここでも金価格と需要の関係をみると、典型的な消費者の行動パターンとなっている。すなわち、価格が高いほど需要が減りマイナス需要となっているのである。一方インドの需要量は、価格水準が高くてもむしろ大きくなっている。ここには資産としての位置づけを超え、幸運や繁栄のシンボルとしてとらえるインド人の金に対する考え方が反映されているのであろう。

ドルベースでの金価格を、インフレを考慮した実質価格ベースでみると、2011年9月につけた史上最高値は、1980年代の高値圏をやや下回る程度である。しかし、インド・中国の需要の強さ、中央銀行の購入側への変化、ETFの登場による参加者の拡大等、当時のファンダメンタルズとは大きく異なっている。また、金を取り巻く環境としては、先進国の債務問題、量的緩和によるペーパーマネーの増加等に加え、低い実質金利もこの相場を支えている。実質金利と金リターンの関係について簡単な分析によれば、今後1年間の金リターンは、1年後期待される実質金利と負の相関がありそうである。

このように変貌する環境下においても、金の持つ特性のひとつである他資産との相関の低さについては、長期的に継続する特性であることが確認された。また、伝統的資産で構成される仮想ポートフォリオに、金を組み入れた場合の効果についても確認された。

金は実物資産であり、富の保全効果を有している。金本位制における役割を失った金は、1970年代にはインフレヘッジや地政学的リスクに対する備えとして注目を浴びたが、現在は再び新たな局面を迎えている。ひとつの宝飾品を超えて、インフレヘッジや有事に備える資産としての金に加え、通貨や資産の分散効果、ポートフォリオの中におけるリスクヘッジ資産という役割、また資産保全効果が金に期待されている。

## 免責事項

本レポートは、ワールド ゴールド カウンシル(10 Old Bailey, London EC4M 7NG, United Kingdom)が公表しています。Copyright © 2012. All rights reserved.本レポートの所有権はワールド ゴールド カウンシルにあり、著作権、商標権およびその他の知的財産権に関する米国法および国際法によって保護されています。

本レポートは、一般的な情報および教育的な目的のためにのみ提供されます。本レポートは、金や金に関連する商品、その他の商品や有価証券、投資商品を後援し、支持し、是認し、または売り込むために書かれているものではなく、また、そのように解釈すべきものでもありません。

本レポートは、金や金に関連する商品、その他の商品や有価証券、投資商品の購入、販売またはその他の処理に関して何かを推奨したり、投資等に関する助言を提供したりすることを意図したものではありません。これには投資を考えている投資家の投資目的や財務状況に何らかの金関連取引が適しているという趣旨の助言も含まれますが、これに限定されるものではありません。金や金に関連する商品、その他の商品や有価証券、投資商品への投資にあたって意思決定を行う場合は、本レポートのいずれの記載内容にも依拠すべきではありません。投資を考えている投資家は、その意思決定を行う前に、投資家自身の財務アドバイザーに対して助言を求め、自らの金融需要や財務状況を考慮し、かかる投資の意思決定に関連するリスクを慎重に検討する必要があります。

ここで提供されている情報の正確性はチェックを行っているものの、ワールド ゴールド カウンシルまたはその関係者はその正確性を保証するものではありません。

また、意見の表記は著者のものであり、予告なく変更されることがあります。

いかなる場合であっても、ワールド ゴールド カウンシルまたはその関係者は、本レポートの情報に依拠して行われたいかなる決定または措置についても責任を負いません。また本レポートから生じる、または本レポートに関連して発生する、結果的な、特別の、懲罰的な、付随的な、間接的な、または類似的な種々の損害のいずれに対しても、かかる損害の可能性を事前に通知された場合であっても、一切の責任を負わないものとします。

本レポートのいかなる部分についても、ワールド ゴールド カウンシルの書面による事前の了解なく、複製、再生、再発行、販売、配布、送信、回付、修正、表示したり、またいかなる目的においても使用したりすることはできません。これには二次的著作物を作成する際に本レポートを利用する場合も含まれますが、これに限定されるものではありません。ワールド ゴールド カウンシルの許可を事前に申請する際には、research@gold.orgまでご連絡ください。いかなる場合も、本レポートで使われているワールド ゴールド カウンシルの商標やイラスト、その他のワールド ゴールド カウンシルが所有権を有する項目については、それらに関連する原文内容と切り離して再生することはできません。使用する場合はinfo@gold.orgで申請することができます。本レポートは、金や金に関連する商品、その他の商品や有価証券、投資商品を売買したり売買するように薦めたりするものではなく、そのように解釈すべきものでもありません。



**World Gold Council**

〒107-0062

東京都港区南青山1丁目1番1号  
新青山ビル東館19階

**T** +81 3 3402 4811

**F** +81 3 3423 3803

**W** [www.gold.org](http://www.gold.org)