

KAMIYAMA Reports vol. 80

金価格の動きをみる

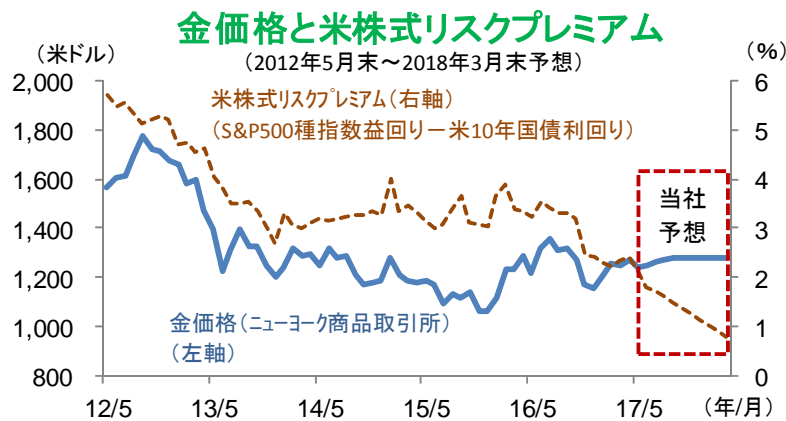
チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



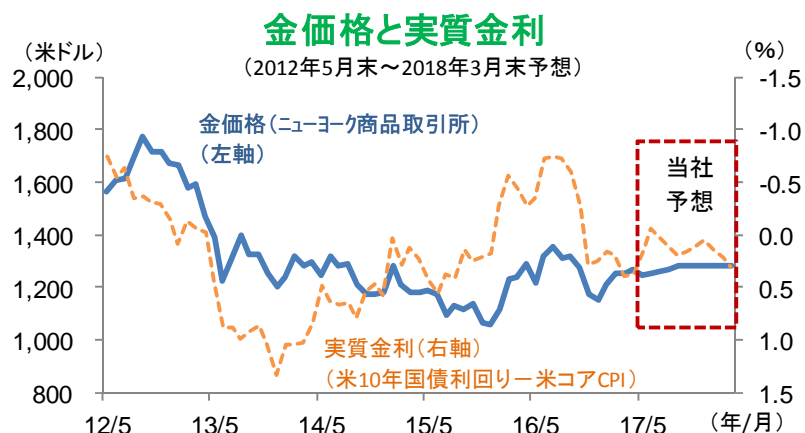
- リスクが高いほど、実質金利が低いほど、金価格は上昇しやすい傾向
- 需給要因としての中央銀行と金 ETF
- インフレヘッジというよりも実質金利低下にチャンス

リスクが高いほど、実質金利が低いほど、金価格は上昇しやすい傾向

金価格を決める要因には、リスクプレミアム(リスクが高いと思われる状況では金価格が上昇しやすい)と、実質金利(金利が低いほど金価格は上昇しやすい)がある。ここでは、いずれも米ドル建てのケースでみていくが、リスクプレミアムについては、例えば S&P 500 種指数の益回り(PER(株価収益率)の逆数)などを用い、実質金利は、国債利回りから物価上昇率(消費者物価など)を差し引いたものを利用する。



まず、景気減速などにより株式市場のリスクプレミアムが高くなる、もしくは PER が低い場合、金価格は上昇しやすい傾向にあるようだ。これは、景気が悪くなりそうな時に、現在の株式市場が見込んでいた利益水準に対して、投資家は疑いの気持ちを持ちやすくなるからだ。この場合、利益想定額はあまり変わらないのに株価が先回りして値下がりすることになるので、PER は低下し、リスクプレミアムは上昇することになる。



また、経済への心配事が増すと、“金”を持つニーズが高まる傾向にあるようだ。例えば、世界経済の減速時に米ドルが弱くなる傾向にあるが、投資家は保有する米ドル建て資産の価値を維持したいと考えた時に、“金”を保有することに合理性を見出す傾向にある。つまり、リスクプレミアムが高まれば、金価格は上昇しやすいといえそうだ。

次に、実質金利が低くなる場合だが、この時にも金価格が上昇する傾向が知られている。実質金利は名目金利から期待インフレ率を差し引いたものといえるので、期待インフレ率がおおむね現在のインフレ率に近いと想定すれば、国債利回りから物価上昇率を引いたものが実質金利になる。

(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)
* 上記は過去および予想であり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

金は、長期にわたり性質が変化しない(腐ったりさびたりしない)ので、価値を維持するために使われる傾向にある。しかし、金を保有しても金利が受け取れるわけではない。他の物の価値が低下する時には「相対的に」金の価値は上昇するが、そうでなければ、金を保有することは機会コストになってしまう。機会コストとは、「他のことに使えば得られたはずの利益」という意味だ。そもそも物価変動を無視したとしても(物価と同程度に金価格が変化するとしても)、お金を借りて金を保有すれば実質金利の分だけコストがかかることを考慮しているわけだ。

需給要因としての中央銀行と金 ETF

需給要因として、中央銀行の売買と金 ETF(上場投資信託)をチェックすることが多い。中央銀行については、主要国の中銀は長らく売り手だったが、BRICsや韓国、トルコなどの中銀が持つ外貨に占める米ドルの割合が貿易黒字などで増えたため、リスク管理のために金を買うようになったとみられる。金 ETF 売買については、ETF という制度が定着して以来、金融危機以外の時期には、おおむね買い手として行動する傾向がみられる。



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

* 上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

結局はどちらも買い手であるし、これだけを見てすべての需給が分かるわけではない。また、2007 年末以降中央銀行は一貫して買い手だが、金価格は 2011 年以降上昇トレンドではない。需給をみることで、金価格の上下動の原因をみることもないし、予想に役立つと主張したいわけでもない。しかし、金 ETF への資金流入は、リスクプレミアムや実質金利の動きが原因となってもたらず需給動向の確認として使えそうだ。

インフレヘッジというよりも実質金利低下にチャンス

金保有をインフレヘッジとみる向きもあるが、時期によって異なる点に注意したい。米ドル建ての金価格と米国のインフレ率は 70 年代には正の相関、90 年ごろには無相関だった。オイル・ショック前後はインフレとはリスクの増大であったが、デフレ懸念が強まれば、逆になるかもしれない。いずれにせよ実質金利と関係があるとすれば、インフレ率とは因果関係はなく、米ドル建てのインフレ期待が高まり投資家のセンチメント(心理)を悪化させるような条件が整う場合に、インフレヘッジになるだろう。宝飾や産業用などの需要があるとはいえ、銀や銅などに比べれば、金は“実物資産”というよりも一種の金融資産として取引されると見たほうが良いのかもしれない。

今後、緩やかな金価格上昇を見込んでいる。米国株式のリスクプレミアムが上昇する(PER が低下する)とは見込んでいないが、実質金利は(金利上昇よりも物価上昇が勝ることで)低下する可能性がある。米ドル(対円)も 18 年 3 月までに 120 円を目指すともっているため、投資チャンスはありそうだ。

PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official