

市場アップデート

マイナス金利のなかで輝きを増す金

2016年3月

www.gold.org

マイナス金利で金の運用益が倍増

マイナス金利で金の運用益が倍増

金融政策は、未だかつて例のない新たな局面に差し掛かっています。欧州と日本では中央銀行がマイナス金利政策を導入しました。これらの政策が長期的にどのような影響をもたらすかは不透明ですが、資産価格の不安定な上昇、バランスシートの肥大化、通貨戦争などの副作用がすでに顕在化しています。市場の不透明感が強まるなか、金価格はマイナス金利政策の影響もあり年初来で16%上昇しています¹。低金利の局面では、通常金の運用益が長期平均の倍以上に膨らむことを歴史が示しています。

今後を展望すると、国債は利回りが低く、一部の銘柄はマイナスに落ち込んでいることから、上昇余地が限られると予想されます。したがって、リスクの軽減効果は国債よりも金の方が高く、分散投資の強化を図り、投資家の長期的な投資目標達成に寄与する意味においても、金の方が効果が期待できるとワールド・ゴールド・カウンシルは見ています。ポートフォリオ分析の結果が示すように、低金利環境では金の資産配分を長期平均の倍以上に増やすのが適切であると言えます（4ページ参照）。

マイナス金利政策の長期的影響として、中央銀行および投資家の金に対する需要が構造的に高まる可能性があります。

未知なる領域の探求：異例の金融政策がもたらす投資環境の変化

2008年から2009年にかけて世界を揺るがした金融危機の余波を受け、従来の枠組みのなかで手を打ち尽くした各国の中央銀行は、ゼロ金利政策や、日本が先駆けとなり2000年代前半に実施した量的金融緩和政策（QE）といった異例の手段に打って出ることで、なんとか物価を安定させ、雇用を最大限に増やそうと試みました²。最近では、2014年半ばから2016年初めにかけて、デンマーク、ユーロ圏、日本、スウェーデン、スイスの中央銀行がマイナス金利政策を実施し、「ゼロ下限金利」の制約が取り除かれました³。つまりこれは、民間銀行が中央銀行に預金するために利息を支払わなくてはならないことを意味します。

マイナス金利政策は主にデフレ圧力や、一部では通貨高への対抗措置として考案されました。しかし、マイナス名目金利の導入は短期および長期的に他に影響します。その影響は、規模の大小を問わずすべての投資家と他の中央銀行に波及すると見られています。

投資家（中央銀行の外貨準備管理者を含む）は今後投資戦略を立てる際、期待リターンがマイナスの資産に投資することのリスク対リターンを検討する必要があります。しかし影響はさらに広範囲に及ぶ可能性があります。こうした金融政策により、ポートフォリオのリスク管理を行う意味が根本的に変わるだけでなく、投資目標の達成に要する期間が長くなる可能性があります。

その結果、運用資産としての金の需要が構造的に増えることが予想されます。その理由として、マイナス金利政策に関連する4つの要因が挙げられます。

- 金保有の機会費用の低下
- 一部の投資家や投資マネージャーが投資先に選べる資産プールの減少
- 通貨戦争や為替介入の恐れによる不換紙幣への信用の低下
- 中央銀行が有効なインフレ/デフレ対抗策や景気浮揚策を出し尽くしたことによる、先行きの不透明感や市場のボラティリティのさらなる高まり

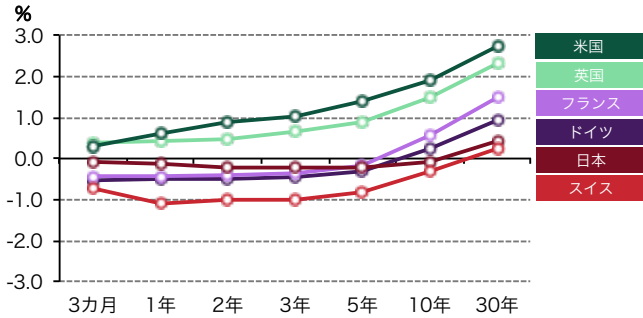
1 2016年3月30日時点。金価格に影響するその他の要因には、新興市場における経済成長および金融の安定に関する不安、米連邦準備制度理事会による利上げ予想回数の低下による米ドル安、金の潜在的な需要、価格モーメンタムなどがある。

2 大半の中央銀行の目的は物価を安定させることである。米連邦準備制度理事会は雇用を最大限に増やすことも狙いに含まれるため、例外である。

3 「ゼロ下限金利」とは、多くの市場関係者が持っている、金利がゼロ未満になることはないという考えをいう。

図 1： 先進国では軒並み国債の利回りが低く（マイナスに落ち込むケースも少なくない）、イールドカーブは平坦化しており、投資家は他の投資商品に収益を求める以外に選択肢がない状況

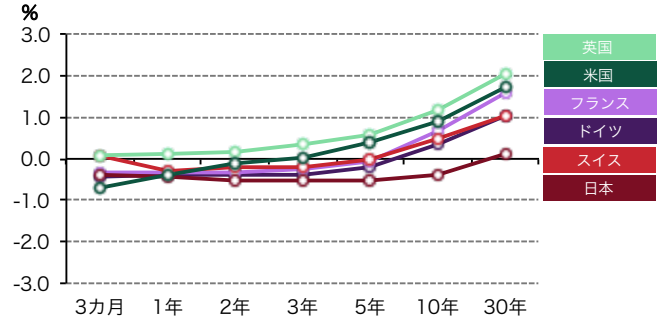
(a) 各先進国の名目イールドカーブ



2016年3月21日時点。

出典：ブルームバーグ、ワールド ゴールド カウンシル

(b) 各先進国の実質イールドカーブ



*2016年3月21日時点。実質利回りは、名目利回りから直近の対前年比消費者物価上昇率を差し引いて求めた。

出典：ブルームバーグ、ワールド ゴールド カウンシル

マイナス金利政策の下、金の保有コストはほぼゼロに

金と金利の相関関係は投資需要を通じて発生します⁴。金利が低くなると金保有の機会費用が低下し、マイナス金利ではさらに低下します。スイスや日本の国債は10年物、フランスやドイツは5年物まで利回りがマイナスに転じています（図 1a）。米国と英国でも全満期期間にわたって超低金利となっており、満期2年以下の国債利回りは1%を下回ります。実質ベースでは一層厳しい状況にあり、プラス利回りは満期3年以上の英国債に限られ、金利が1%を超える長期債はごく一握りです（図 1b）。

投資先が限られるなか、金が輝きを増す

マイナス金利政策は、投資家が保有する可能性のある資産のプールを大幅に減らします。名目金利がマイナスで推移する現在、約30%の高格付ソブリン債（8兆米ドル以上）がマイナス利回り取引されており、さらに40%近くは金利が1%を下回ります（図 2）。インフレ率を加味すると、さらに厳しい現実が浮かび上がります。51%のソブリン債（15兆米ドル）がマイナスの実質利回り取引されており、実質1%以上の利回りを得られるのはわずか16%のみです。

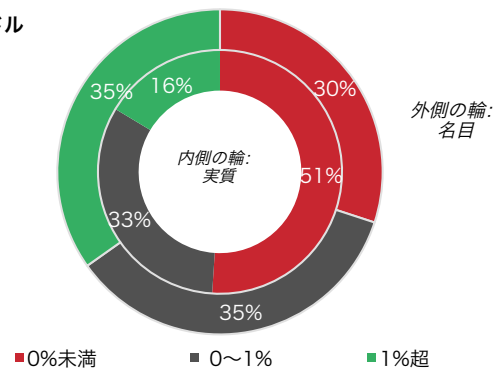
赤字もやむなしと考えるのであれば、投資家は金保有量を増やす投資戦略に舵を切る必要があるかもしれません。特に、年金基金や外貨準備の運用管理者は厳しい投資ガイドラインを採用し、運用資産に占める債券の割合が高い場合が多いため、その必要性がより明確に感じられるでしょう。また、リスク許容度の小さい投資家や、金利の下落に伴い株式の保有額を増やした投資家にとっても重要な問題です。

不安を増幅させる通貨戦争と為替介入

マイナス金利政策は、デフレ脱却と通貨高圧力の抑制（特に対米ドル）を目的として実施されました。しかし実際には、マイナス金利を導入したすべての先進国と先進地域において、通貨価値が対米ドルで年初来約2~7%上昇しました。この状況が長引けば長引くほど、各国の中央銀行が介入措置に打って出る可能性が高まります。逆に言えば、金は金融システムにおいて実質的な通貨として扱われていながらも、唯一緩和型の金融政策に直接標的にされることがなく、マイナスの反応を示すこともありません。

図 2： ソブリン債の大半は金利がマイナスに落ち込んでいる*

発行残高：
29.2兆米ドル



* 2016年3月21日時点。オーストラリア、カナダ、デンマーク、ユーロ圏（投資適格）、日本、スウェーデン、スイス、英国、米国のソブリン債を含む。実質利回りは、名目利回りから直近の対前年比消費者物価上昇率を差し引いて求めた。四捨五入しているため合計が100%にならない場合がある。

出典：ブルームバーグ、ワールド ゴールド カウンシル

4 「The market may be wrong about gold and US interest rates」、『Gold Investor』、Volume 8、2015年3月。

未検証の政策手段の不確実な見通し

投資家の間では、マイナス金利政策の有効性に対する不安が広がっています。日銀が2016年1月下旬にマイナス金利の導入を決定したことは市場で驚きをもって受け止められ、投資家はまたその意味を完全に飲み込めずにいます。2016年3月6日に発表された『BIS Quarterly Review』には、「金融市場では各国の中央銀行が有効な政策手段をほぼ使い果たしたのではないかとの憶測が広がっている」と記されています⁵。BIS金融経済局のクラウディオ・ボリオ局長はその翌日、中央銀行の信用が「揺らいでいる」と述べました⁶。金融市場の混乱が強まっている昨今の状況に鑑みれば、資産の分散化と効果的なリスク管理の必要性は明らかでしょう。金は昔からそのいずれにおいても優れた効果を発揮してきました。

低金利局面でのリスク管理に金が果たす重要な役割

低金利が常態化した現在の市場では、債券から過去20年間と同等の運用益を得ることはほぼ不可能でしょう。より広範な債券指数を使用しても、現行利回りをもとに将来リターンをかなり正確に予測できることが、ワールドゴールドカウンシルの分析によって示されています⁷。つまり、ソブリン債を保有していても、収益がほとんど期待できないばかりか、マイナスリターンになる可能性もあるということです。

表 1: 実質マイナス金利では、金の運用益が長期平均の倍以上に増加

さまざまな実質金利環境における金のパフォーマンス*

	長期	実質金利環境		
		低 (<0%)	中 (0%~4%)	高 (>4%)
月次収益率	0.6%	1.4%	0.5%	-0.7%
標準誤差	0.2%	0.5%	0.3%	0.7%
0と異なる	はい	はい	いいえ	いいえ

*1970年1月から2016年2月の金の名目収益に基づく。実質金利環境の各区分は、1年物コンスタントマチュリティTビルから対応する対前年比消費者物価上昇率を差し引いた。標準誤差は、各区分内の月次収益率の標準偏差を、対応する観察回数で割った。0との差は、有意水準5%で双方向Tテストとして算出。

出典：米労働統計局、米連邦準備制度理事会、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

5 国際決済銀行、『BIS Quarterly Review』、2016年3月。

6 CentralBanking.com、「Central banks running out of room amid turbulence, BIS warns」、2016年3月7日。

7 ワールドゴールドカウンシルの調査により、10年物の高格付国債の現行利回りと、国債イールドカーブの傾斜角度をもとに、当該国債の10年後のトータルリターンを95%の精度で予測できることが示されている。

債券だけを頼りに債務返済や長期的な貯蓄目標達成の青写真を描くのは得策ではないでしょう。低金利環境下では金保有の機会費用が低いことや、金が信用度と流動性が高い資産であることから、金利がマイナスになれば金のリターンが増えるであろうことは直観的に理解できます。名目金利がマイナスで推移するのは前例のないことですが、実質金利がマイナスになったことはこれまで何度もありました。こうした経験に基づき、ワールドゴールドカウンシルが行った分析では、以下のことを示しています(表1)。

- 実質金利がマイナスになると、金の運用益が長期平均の倍になる傾向がある
- 実質金利がプラスであっても、著しく高くなければ(ワールドゴールドカウンシルの調査では4%がライン)金の平均リターンはプラスで推移する
- 金利の下落は一般に金価格の上昇と連動するが、金利の上昇は必ずしも金価格の低下と連動しない

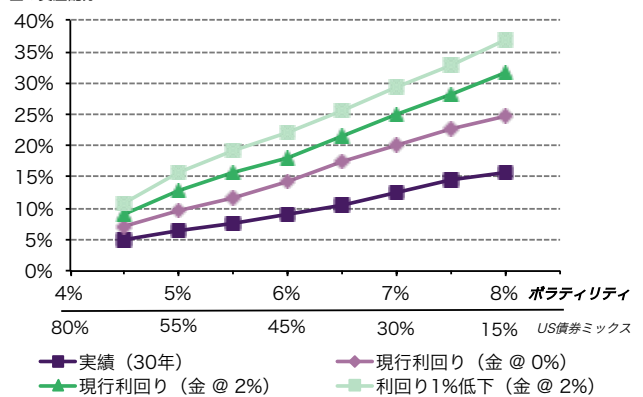
マイナス(ゼロ)金利政策下では、株式のリスクをバランス上において金は債券に勝る

マイナス金利政策の下では、投資家は中短期的にポートフォリオのリバランスを行う必要があるかもしれません。しかし、長期的な影響はもっと甚大である可能性があります。債券は通常ポートフォリオに内在するリスクのバランスを取るのに寄与しますが、利回りが低いと、リスクテイクが促進されるだけでなく、運用資産に含まれる株式やその他のリスク資産の値下がりに対するクッション効果が制限されてしまいます。また、投資目標の達成(外貨準備の管理、退職後の資金確保、債務返済など)に要する期間が長くなる可能性があります。

ワールドゴールドカウンシルの調査では、このほとんど前例のない環境において金がポートフォリオのリスクバランスに有効であることが示されています⁸。

図 3: 外貨準備運用管理者にとって、現在の低利回り環境は金への資産配分を増やすきっかけになる

期待リターンに応じた、外貨準備に占める金の最適な資産配分*



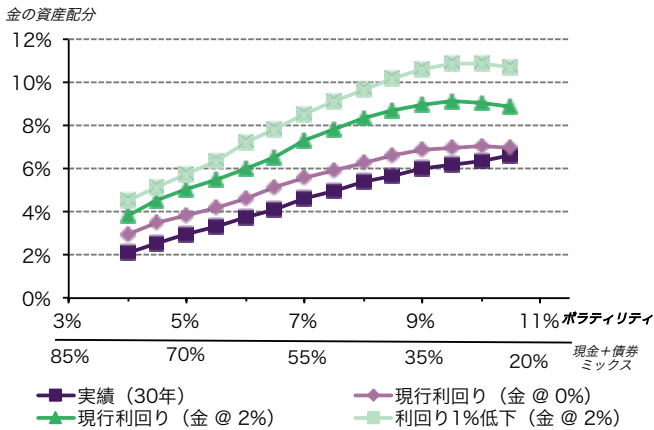
*米国債、米政府機関債、ドイツ国債、フランス国債、英国債、日本国債、金を含む。リターン実績は1986年2月から2016年2月までの月次データをもとに算出。現行利回りは2016年3月21日時点の利回り。

出典：ブルームバーグ、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

8 Ibid. 4.

図 4: 債券の期待リターンが低下することで、ポートフォリオに占める金の最適なウェイトが大幅に増加

期待リターンに応じた、投資ポートフォリオに占める金の最適な資産配分*



*ポートフォリオには、3 カ月物の T ビル、米国債、高格付・高利回り米国債券、世界各国の国債、小型・中型・大型米国株式、EAFE・EM 株式、商品、REITS、金が含まれる。リターン実績は 1986 年 2 月から 2016 年 2 月までの月次データをもとに算出。現行利回りは 2016 年 3 月 21 日時点の利回り。

出典: ブルームバーグ、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

中央銀行の外貨準備管理者は通常もっと限られた資産群に投資しますが、現在の低利回り環境下では、最適な金保有量が大幅に増えることが分かっています (図 3)⁹。金のリターンを控えめに設定しても、以下の推計結果が得られます。

- 外貨準備ポートフォリオにおける最適な金保有量は 1.5 倍に増加
- 利回りが現行水準から 1%低下した場合 (または現行利回りを維持したまま、金のリターンが歴史的平均に近づいた場合)、最適な金保有量は 2 倍以上に増加

例えば、保有高の 55%を米国債が占める (中央銀行の平均保有高とほぼ同じ) 外貨準備ポートフォリオにおける金の最適な資産配分は、金のリターンを年率わずか 2%と仮定した場合、7.6%から 15.7%に増加します。利回りが現行水準から 1%低下した場合 (または現行利回りを維持したまま、金の期待リターンを年率 4%とした場合)、金の最適な比率は 19.3%まで増加します。株式と債券を組み合わせたポートフォリオを持つ投資家の場合 (図 4)、現在の低利回り環境下における金の戦略的な配分は以下のとおりです。

- 債券の平均利回りが 25 年平均に近づいた場合、ポートフォリオの構成に応じて 1~1.5 倍に増加
- 債券の利回りが現行水準から 1%低下した場合 (または現行利回りを維持したまま、金のリターンが歴史的平均に近づいた場合)、1.5~2.2 倍に増加

例えば、世界各国で利回りが低下している現在の環境下において、さらに金のリターンを控えめに設定した場合でも、株式 60%、債券 40%のポートフォリオを組んでいる投資家は、保有高の 8.7% (債券の期待リターンを従来どおりと仮定した場合は 5.5%) まで金の比率を引き上げられるという計算になります。利回りがさらに 1%低下した場合 (または現行利回りを維持したまま、金の期待リターンを年率 4%とした場合)、10%まで金の比率が高まります。

これらの例では米ドル建てのポートフォリオを使用していますが、ユーロや英ポンドで投資する場合でも同様の結果になります。

金需要を促進する環境

各国の中央銀行は、2008 年から 2009 年にかけての金融危機以降、外貨準備を分散するため金の購入を推進してきました。2015 年下期だけで、中央銀行による金購入量が 336 トンを超え、半年当たりの購入量として過去最高を記録しました¹⁰。多くの国でこうして金購入が進められたことは、外貨準備の分散が依然として中央銀行の最優先事項であることを示しています。世界各国の外貨準備運用管理者が引き続きマイナス名目金利の課題に取り組むなか、2016 年以降の中央銀行の金購入量は記録の水準に達すると予想されます。

同様に、不透明感の高まりに後押しされ投資家の動きが活発化しています。金の裏付けがある ETF の金保有量は年初来で 330 トン以上増えました¹¹。その一部は直接または間接的にマイナス金利政策などの要因に関連しているものと考えられます¹²。断片的なデータや個別事例によると、先進国市場において金地金と金貨の需要も急増していることが示唆されています。とりわけ、アメリカンイーグル金貨の 1-2 月期の需要は 2015 年同期比で倍以上に膨らみました。こうした動きのなかには一時的なものも含まれるかもしれませんが、低金利 (現在はマイナス金利も含む) が常態化していくなか、投資家はリスクに対する考え方を根本的に変えなくてはならないでしょう。また、長期にわたり富を保全するためにも、金を含め資産運用幅を広げてより効果的にポートフォリオを管理する必要があるかもしれません。

9 使用された方法については以下を参照。「Optimal gold allocations for emerging-market central banks」、『RBS Management Trends 2012』、2012 年 4 月。

10 『ゴールド・デマンド・トレンド: 2015 年通年』、2016 年 2 月。

11 2016 年 3 月 21 日時点の推計。

12 *Ibid.* 1.

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・発展を目的とし、金関連業界のために設立された組織です。金に対する持続的な需要を喚起するために、業界のリーダーおよび金市場に関する世界的権威として活動を行っています。

ワールド ゴールド カウンシルは、金市場の権威としての洞察力を生かし、金をベースにしたソリューションやサービス、金融商品の開発を行うとともに、さまざまなパートナーと連携してアイデアを実行に移しています。こうした活動を通じ、主要市場において金需要の構造的変化を実現しています。ワールド ゴールド カウンシルは、国際金市場に関する洞察力を提供することにより、金特有の富の保全性と社会・環境ニーズへの対応において金が果たせる役割について理解を深める活動を行っています。

英国に本部を置くワールド 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、インド、極東、米国にオフィスを有しています。

World Gold Council

10 Old Bailey, London EC4M 7NG

United Kingdom

T +44 20 7826 4700

F +44 20 7826 4799

W www.gold.org

著作権およびその他の権利について

© 2016 World Gold Council. All rights reserved. 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。

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、解釈すべきものではありません。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

詳細情報

以下にお問い合わせください。

Juan Carlos Artigas

Director, Investment Research

juancarlos.artigas@gold.org

+1 212 317 3826

Ezechiel Copic

Director, Central Banks & Public Policy

ezechiel.copic@gold.org

+1 212 317 3806

Alistair Hewitt

Director, Market Intelligence

alistair.hewitt@gold.org

+44 20 7826 4741

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、投資商品等の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、投資商品等の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、間接的または類似の損害に対して、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ても、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。