WORLD GOLD COUNCIL

2018 年見通し
世界経済のトレンドと金への影響

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。業界のリーダーシップとして、また金市場における世界的権威として、金に対する持続的な需要を喚起することを目的としています。

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、商品を開発しています。また多様なパートナーとの協力により、様々なアイデアを実行に移しています。こうした活動を通じ、主な市場分野に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、アジア、米国などにオフィスを有しています。

お問い合わせ先

Krishan Gopaul
krishan.gopaul@gold.org
+44 20 7826 4704

Mukesh Kumar
mukesh.kumar@gold.org
+91 22 6157 9131

Carol Lu
carol.lu@gold.org
+86 21 2226 1107

Adam Perlaky
adam.perlaky@gold.org
+1 212 317 3824

Louise Street
louise.street@gold.org
+44 20 7826 4765

Juan Carlos Artigas
Director, Investment Research
juancarlos.artigas@gold.org
+1 (212) 317-3826

Alistair Hewitt
Director, Market Intelligence
alistair.hewitt@gold.org
+44 20 7826 4741

John Reade
Chief Market Strategist
john.reade@gold.org
+44 20 7826 4760

目次

2018 年の金市場の見通し 2
堅調だった 2017 年のパフォーマンス 2
金投資の長期リターン 3
2018 年の主要トレンド 3
1.世界経済の同時成長 3
2.バランスシートの縮小、金利の上昇 4
3.「フロスな」状態にある資産価格 5
4.市場の透明性、効率性、アクセス 5
金を保有する 4 つの理由 5

2018 年の金市場の見通し

2017 年は、所得が増加し、不透明感が高まり、
金価格の上昇が続いたことを受けて、
投資家は新たな投資先として金をポートフォリオに加えた。
2018 年が始まり、本レポートでは 4 つの主な市場トレンドと、
各トレンドが金に及ぼす影響について考察する。

- 世界経済の同時成長
- 中央銀行のバランスシート縮小と利上げ
- 「フロスな」状態にある資産価格
- 市場の透明性、効率性、アクセス

こうしたトレンドが金需要を下支えし、
戦略的資産としての金の重要性は持続すると予想する。

堅調な 2017 年のパフォーマンス

2017 年に世界経済は好転し、リスク資産の価値が上昇した。米国市場では S&P500 指数が 19%上昇し、欧州市場ではドイツの DAX 指数と英国の FTSE100 指数がそれぞれ 13%と 8%上昇、中国市場では上海／深セン CSI300 指数が 22%上昇、インド市場でも SENSEX 指数が 28%上昇した [1]。

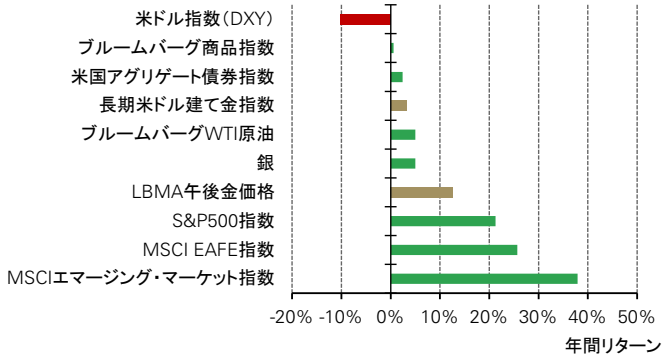
同時に金融政策が引き締められ、短期国債利回りは全体的に上昇した。米連邦準備理事会（FRB）は 1 年間に 3 回の利上げを行い、イングランド銀行（BoE）は政策金利を 10 年ぶりに引き上げた。欧州中央銀行（ECB）はデフレ脱却を宣言し、拡張的金融政策の抑制を示唆した。

こうした市場環境にあって、金価格は順調に上昇した。投資家はポートフォリオに金を追加し、金を裏付けとする ETF には世界全体で合計 82 億ドルの資金が流入した。

この結果、金価格は年間を通じて多くの主要通貨建てで上昇した。インドルピー建てで 5.1%上昇、人民元建てで 3.5%上昇した他、米ドル建てでは 13.5%上昇と、2010 年以来の大幅な伸びとなり、株式以外の全ての主要資産クラスをアウトパフォームした（**グラフ 1**）。2017 年の金価格の上昇は、次の 4 つの要因が下支えしたと考える。

- ドル安により米ドル建て金価格が押し上げられた。
- 主要株価指数を含む多くの資産が過去最高値を更新した。株価収益率（PER）が上昇し、株式バリュエーションが割高になったことで、多くの投資家が株価調整に懸念を強め、ポートフォリオに金を追加することでリスク・エクスポージャーを分散しようとしたとみられる。
- 大半の資産クラスでボラティリティが歴史的低水準にあるにもかかわらず、地政学的不安定性から投資家の不透明感が高まり、金への資金流入につながった。
- 金価格の上昇トレンドを受け、投資家は金価格の底堅さを再確認したとみられる。

グラフ 1：2017 年に金は主な資産クラスをアウトパフォーム*



*指数のトータルリターンに基づいて算出（スポット DXY、金、銀を除く）。
出所：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

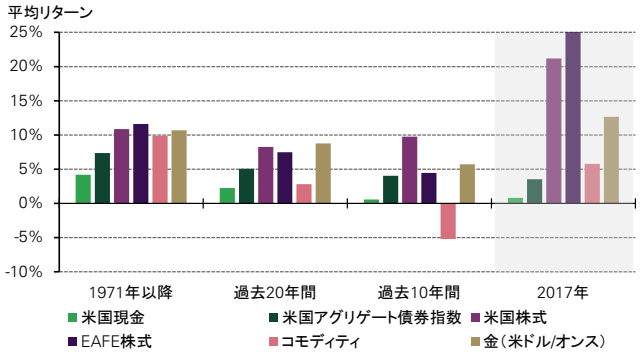
1 現地通貨建てのスポット指数に基づく年間リターン

金投資の長期リターン

2017 年の金のパフォーマンスが異常に高かったわけではない。長期的に見て、金は他の資産と同様のリターンをもたらしており、1971 年にブレトン・ウッズ体制が崩壊し、金本位制が終わって以降の年平均上昇率は 10%に上る。過去 20 年間を見ても、金は主要株価指数と比べて良好なパフォーマンスだった（**グラフ 2**）。

グラフ 2：金は長期的にプラスのリターンをもたらし、主な資産クラスをアウトパフォームしている

異なる期間での年平均リターン*



*2017 年 12 月 31 日時点。年率リターンは指数のトータルリターンに基づいて算出（金はスポット価格に基づく）。このグラフは、ポートフォリオレベルのパフォーマンスを正確に表している。

出所：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

2018 年の主要トレンド

2018 年の世界の金融市場を牽引し、金価格に影響を及ぼすと考えられる 4 つの主要テーマについて検討する。

1.世界経済の同時成長

金融危機から 10 年が経過し、世界経済は正常な状態に回復しつつある。世界の経済成長率は 2017 年に加速し、市場はこの基調が 2018 年も続くとみている。

過去数年間に欧州と米国の経済は拡大し、失業率は低下の一途をたどっている。インフレ指標は低水準にとどまっているものの、賃金は上昇している。家計や企業は財政を立て直し、将来を楽観視している [2]。

世界最大の金市場である中国経済も成長が続く見通しだが、成長の特性は変化しており、投資主導型成長から消費主導モデルへの転換がようやく実現しつつある。この影響で経済成長率は従来よりも減速する可能性もあるが、たとえ中国の経済成長率がこれまでより減速したとしても、「一帯一路」構想を通じてグロバリゼーションが一段と進むことでよりバランスの取れた経済モデルとなり、成長軌道の持続性が高まると予想される [3]。

世界第 2 位の金市場であるインドでは、高額紙幣の廃止や物品サービス税（GST）の新規導入といった政策の施行当初のショックが落ち着き、経済にプラスの効果が表れ始めると予想される。こうした政策は透明性の向上、税収基盤の拡大、現金主体経済からの脱却を目的としている [4]。

我々の調査研究によると、持続的な経済成長は金需要を下支えする。所得が増加すれば、金製の宝飾品だけでなく、スマートフォンやタブレットなど金を使用した先端技術での需要も拡大する。所得の伸びによって貯蓄も促進され、金地金や金貨の需要も増加する。

例えば、2017 年第 1－第 3 四半期にかけて [5]、中国の消費者需要は 12%増加し、米国の宝飾品需要は 7 年ぶりの高水準に達し、テクノロジー分野での需要は 2010 年以来の高水準を記録する勢いとなった。我々の計量経済分析は、所得の堅調な伸びが金の消費者需要に大きな影響を及ぼすことを示している（**グラフ 3**）。

消費者需要の増加は、金投資の有効性及び金が持つ二面性に脚光を当てた。投資家は、金融ショックに対するヘッジとしての金の有効性に注目することが多い。しかし、富の増加が金の消費者需要を支え、ひいては金価格を長期的に押し上げている。投資と消費の相互作用も、金と他の主要な金融資産との相関の低さにつながり、有効な分散手段となっているといえる。

2 ミシガン大学消費者信頼感指数は 2017 年に 13 年ぶりの高水準となり、欧州委員会によるユーロ圏景況感指数も 2000 年以来の高水準となった。

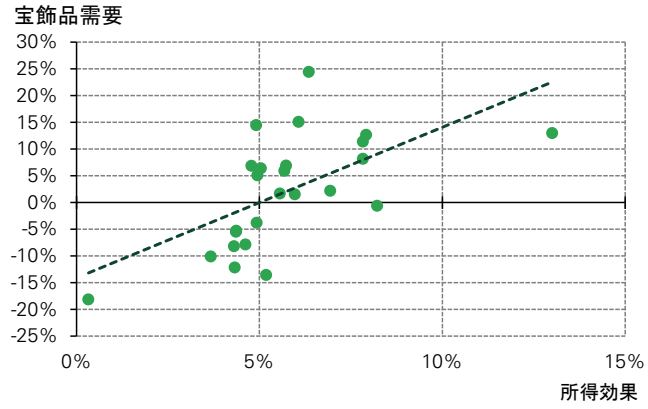
3 中国の「一帯一路」構想とは、中国と、アジアから中東、アフリカ、欧州に至る 60 カ国以上の連携の強化と経済発展の促進を目的とした戦略的政策である。

4 2017 年 6 月付市場アップデート「GST がインドの金市場に及ぼす影響」を参照。

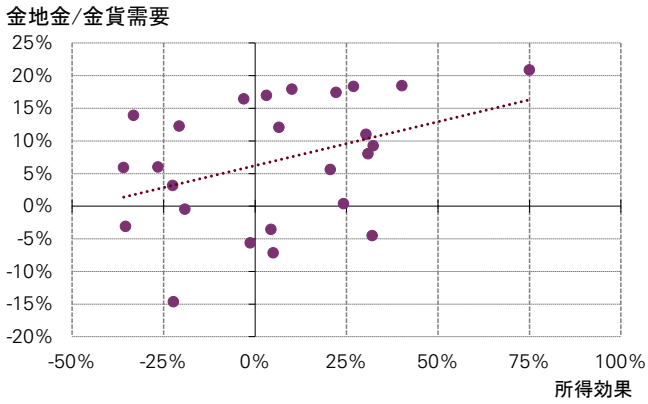
5 2017 年の通年データは「Q4/Full Year Gold Demand Trends」として 2018 年 2 月に発表予定。

グラフ 3:金需要と富には正の相関がある

(a)世界の GDP 成長率に対する価格関数と宝飾品需要の前年比変化*



(b)新興国の GDP 成長率に対する前年需要の関数と金地金/金貨需要の前年比変化*



*1992 年～2016 年のデータに基づく。

出所:トムソン・ロイターGFMS、メタルズ・フォーカス、IMF、ワールド・ゴールド・カウンシル

2.バランスシートの縮小、金利の上昇

世界経済の拡大が持続することで、金融政策は引き締めに向かうことになるだろう。膨張したバランスシートの縮小を目指す FRB は先陣を切り、毎月 500 億ドル(2018 年 10 月以降の上限額)の米国債と住宅ローン担保証券(MBS)の償還金を回収し、2014 年以来 4 兆 5,000 億ドルだったバランスシートを 2020 年には約 2 兆 5,000 億ドルまで縮小する予定である。FRB は追加利上げも予想されている。米連邦公開市場委員会(FOMC)メンバーの政策金利の見通しを示す「ドット・プロット」によると、2018 年は 3 回の利上げが実行される見込みだ。市場は少なくとも 2 回の利上げを織り込んでいるが、3 回の利上げの可能性は低いとみている。

しかし、利上げで金に投資する機会コストが上昇する一方で、利上げが金に及ぼす影響はより微妙なものになると考える。

過去 10 年間に各国中銀の政策活動は、金融市場のパフォーマンスに大きな影響を与えてきた。中央銀行が数兆のドル、ポンド、ユーロ、円の資金を世界経済に供給し、金利をゼロ%もしくはマイナス圏に引き下げた結果、資産価値は過去最高を更新し、市場のボラティリティは過去最低の水準に達し、価格の相関は次第に高まった。

中央銀行が拡張政策を抑制するのに伴い、こうしたトレンドは反転するとみるのが合理的だ。量的緩和で主に恩恵を受けた国債は圧力を受け、数十年来の高いリターンは低下する可能性がある。金融市場のボラティリティは上昇し、固有リスクが再浮上することも考えられる。

金利上昇が見込まれる一方で、全体的な金利水準は歴史的な推移から見て低位にとどまると考える。債務は先進国市場では高止まりし、新興国市場ではさらに増加している[6]。これによって、政府、企業、家計は、債務水準の低い時期に比べて金利変化に一段と敏感になるはずだ。

金に対して予想される逆風は、一部で考えられているほど強くないとみている。金は、投資家が金融市場のリスクに対処する上で有用な手段となり得る。米国の様々な実質金利環境における金のパフォーマンスを分析した結果、実質金利が 0～4%の市場環境で金のリターンはプラスになり、ボラティリティと他の主な金融資産との相関は長期平均を下回った。これらの特性はポートフォリオのパフォーマンスにプラスの影響を与える可能性がある(**表 1**)。

表 1:実質金利がマイナスの期間の金のリターンは長期平均の 2 倍以上

様々な実質金利環境における金のパフォーマンス*

		実質金利環境		
	長期	低い(0%未満)	中程度(0～4%)	高い(4%超)
月次リターン	0.6%	1.4%	0.5%	-0.7%
標準誤差	0.2%	0.5%	0.3%	0.7%
0 との有意差	あり	あり	なし	なし

*1970 年 1 月から 2017 年 12 月までの期間における金の名目リターンに基づく。実質金利環境は、T-bill 12 カ月利回りから相当する期間の CPI 前年同期比上昇率を差し引いた数値を基準としている。標準誤差は、各環境における月次リターンの標準偏差をサンプルサイズの平方根で除した数値とする。0 との有意差は、有意水準 5%の両側t検定として算出。

出所:米労働統計局、FRB、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

6 国際金融協会(IIF)によると、2017 年 6 月の世界の債務残高は 217 兆ドル、世界の GDP の 327%超に相当する。「グローバル債務モニター」、2017 年 6 月を参照。

3.「フロスな」状態にある資産価格

2017 年に世界中で資産価格は数年来の高水準に達した。米国では、S&P500 指数が史上最高値をつけ、景気循環調整後株価収益率（CAPE）は 2000 年のドットコム・バブルのピーク以来の最高水準にある。

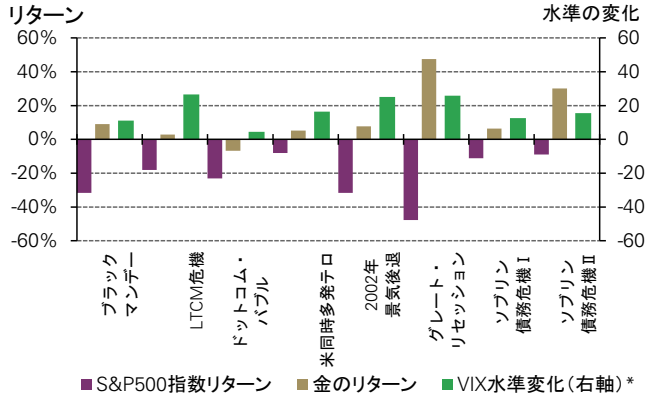
さらに、投資家は追加リターンを生み出すために追加リスクを取ることを強いられている。クレジット市場では、投資家は低格付け企業へのエクスポージャーを増やしている。セントルイス連銀によると、Baa 格の社債と 10 年物米国債のスプレッドは 2007 年以来の低水準にある。一方、シカゴ連銀は信用状況が 1994 年以来の最も緩和された水準にあると指摘した。投資家の利回り追求の動きを背景に、資産価格はあらゆる国・地域で急上昇している。例えば、中国では 2015 年 1 月から 2017 年 10 月の期間に、不動産価格がほぼ 2 倍になった [7]。

このような強気相場は 2018 年も続く可能性がある。アナリストや評論家は幾度となく警鐘を鳴らしたが、株式市場は着実に上昇し、与信基準は徐々に緩和された。しかし、多くの投資家はこれらの資産のバリュエーションの高さを警戒しており、中央銀行の政策変更を考慮し、リスク・エクスポージャーに慎重になっている。具体的には、中国では規制当局は金融リスクを抑制し、レバレッジを制限する取り組みを重視しており、不動産市場を沈静化するために介入を実施した。

過去の実績を見ると、金の保有は金融危機時に投資家の損失を軽減してきたため、世界の金融市場が調整局面に入った場合、金へのエクスポージャーを有する投資家はメリットを享受できるだろう（**グラフ 4**）。

グラフ 4：金価格はシステミックリスクの期間に上昇する傾向がある

S&P500 指数、金のリターンと VIX 水準の変化*



VIX は 1990 年 1 月以降のデータのみ。それ以前に発生したイベントは、S&P500 指数の 30 日ボラティリティの年率換算値を代用。使用データ：ブラックマンデー：1987 年 9 月～1987 年 11 月、LTCM 危機：1998 年 8 月、ドットコム・バブル：2000 年 3 月～2001 年 3 月、米同時多発テロ：2001 年 9 月、2002 年景気後退：2002 年 3 月～2002 年 7 月、グレート・リセッション：2007 年 10 月～2009 年 2 月、ソブリン債務危機Ⅰ：2010 年 1 月～2010 年 6 月、ソブリン債務危機Ⅱ：2011 年 2 月～2011 年 10 月

出所：ブルームバーグ、ワールド・ゴールド・カウンシル

4.市場の透明性、効率性、アクセス

過去 10 年間にわたり、金融市場の透明性と効率性は高まり、新しい商品にあらゆる形態や規模の投資家が広くアクセスできるようになった。

金市場も例外ではなく、この数年で透明性は大きく向上した。ロンドンの店頭市場は従来から不透明と揶揄されていたが、2017 年に 2 つの大きな進展が見られた。ロンドン地金市場協会（LBMA）は取引データ報告イニシアチブを開始し、2018 年にはその成果が期待される [8]。さらに、ロンドン金属取引所（LME）はロンドンの金卸売市場における価格の透明性と取引の効率性を高めるために、一連の取引所取引を提供する「LME precious」を立ち上げた。

インドでも取引所を発展させる計画が進行中だ。世界第 2 位の金市場であるインドは最も複雑で細分化された市場ともいえる。このため、品質保証、価格発見機能、市場の流動性に課題が生じている。これに対し、業界では国営のスポット取引所を立ち上げようとする機運が高まっており、政府は宝飾品の品質保証を義務付け、インド国内から金の含有量不足問題を一掃しようとしている。そうした取り組みについて、我々は金市場の効率性を高め、顧客が金業界でより良いサービスを受けられる一助になるとみている。

それ以外の国でも、金投資への障壁を緩和する動きが散見される。ロシアは現在、税制によって金投資を実質的に禁止している。個人と機関投資家による金地金の購入には、世界で最も高い 18%の付加価値税（VAT）が課されている。これが 2018 年に改正されるとみられ、金への課税を免除する税法の修正案がロシア政府により提出されている。仮に修正案が承認されれば、新たな金投資市場の発展を示唆するものとなるだろう。

さらに、世界中で金を裏付けとする投資商品によって、金への投資がより簡単に低コストで行われるようになっている。

金を保有する 4 つの理由

我々が注目する 2018 年の主なトレンドが重なり、金需要の支援材料となる可能性がある。また、長期的に金の戦略的投資としての魅力を高める 4 つの要因がある。

- 投資家のポートフォリオのリターン源泉となっている
- 主要な資産クラスと金との相関は、景気拡大局面と後退局面の両方で低い
- 他の金融証券と同様に流動性の高い主要資産である
- 過去の実績から見て、ポートフォリオのリスク調整後リターンを改善させる

7 「2018 年の年間見通し（2018 Annual Outlook）」、野村證券、2017 年 12 月を参照。

8 「透明性と誠実性の実現」、LBMA、ゴールド・インベスター、2017 年 9 月。

著作権およびその他の権利について
© 2018 World Gold Council. 無断複写・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、ICE ベンチマーク・アドミニストレーション・リミテッドの許可を得て使用され、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参照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。

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の許可を得ずに本レポートの内容を複製、再発行または再配布することは、いかなる場合も明示的に禁じられています。ただし、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、またはその他特定のサードパーティーを出典元として明記する。

ワールド・ゴールド・カウンシルは本資料内のいかなる情報の正確性、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、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を推奨または提案するものではありません。投資家は投資判断を行う前に、適切な投資専門家と各自の状況について相談すべきです。

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、変更される場合があります。また、将来予想に関する記述は多数のリスクおよび不確実性を伴います。将来予想に関するいかなる記述もそれが将来実現される保証はありません。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。

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

発行日:2018 年 1 月