

2018年9月25日 (Blog #2) ヘッジとしての金投資はいずこに

株式会社LOGOSキャピタルパートナーズ
代表 伊藤 武

有事に対し金は究極のヘッジ資産であるとの考えは古今東西を問いません。かつ有史来金は普遍的交換手段としての役割を果たしてきました。それが故に、19世紀以来世界は金を基本的交換通貨と位置付け金本位制が支配し、20世紀の大恐慌後の時点まで、客観的な通貨単位としての役割を果たしました。第二次大戦後も通貨単位としての金は復活し、1970年代初頭まで、金通貨制度が国際通貨制度として存続しました。ところが、米国が1960年代インフレ基調のなか金1トロイオンス35ドルの兌換を維持できなくなり、世界の通貨制度は米ドルを基軸通貨とした変動為替制度に移行しました。

以後、金価格は装飾、宝石、貴金属および限定的な工業利用価値等が価格決定要因に移行したのです。しかし、主要国家は、とりわけ米国を中心に準備通貨として大量の金を保有し続け、準備通貨の評価額は金の時価となりました。米ドルが基軸通貨として金を凌駕したのですが、金の通貨としての役割は存続したのみならず、新興国の台頭に伴い、準備通貨としての役割は再度高まり、特にリーマンショック以降は顕著になっています。

金は中東、インド、中国等の世界大半の諸国で、投資資産として重宝されてきました。欧米でも貴金属として金の投資価値を認めてきましたが、一部の金信奉者が主として金及び金鉱株投資の大半を占めていました。金は保管したり売買するには物理的に取り扱わなければならない、当然有価証券同様の取引はできず、投資家の金投資は限定的に留まっていた。ところが2000年代に入り、金の投資資産としての価値が様変わりしました。

その最大要因は金ETFの誕生です。それは不動産投資信託（リート）同様、物理的な取引ではない証券売買が自由にできる仕組みが考案され、実物金を担保資産として裏付けされた金ETFが開発されたのです。以来、投資家は株や債券取引同様全く自由に金の売買が可能となりました。リートは、個々のファンドとして特定の不動産を取得し、それを裏付けた個別ファンド証券として売買されます。それに対し、金ETFは需給に応じ、裏付けされる金もETFスポンサーが投資残高に見合う担保を日々調整することが可能で、完全な流動性が確保されます。リーマンショック後、特に主要国が異次元金融量的緩和策を採用したことにより、ヘッジファンドを中心

に大手ファンドはインフレヘッジ資産として金ETFに殺到し、世界最大のSPDR金ETF残高は800億ドルに到達しました。その為金価格は一気に倍増し、2012年9月には金価格は1トロイオンス当たり1900ドルを付けました。しかし、お金を垂れ流す主要国金融政策に対するインフレ期待の思惑は完全に外れ、以後ヘッジファンドは大量の売りに転じました。ファンドからの売りは2016年まで続き、金価格も1000ドル台まで下落し、現在1200ドル近辺で推移しています。

金の投資価値復元のもう一つの要因は世界中央銀行による外貨準備金としての金の再評価です。変動為替制度に移行して以来、主要中央銀行は、国際収支赤字の埋め合わせに金の売却に転じ、2000年頃には金価格は200ドル近辺まで下げ続けました。ところが、中国とロシアを中心に新興国は外貨準備金としての金を保有していなかったため、積極的に金の蓄積を始めました。その結果2009年以来、全中央銀行による金は買い越しに転じました。以後、主要国を含めて中央銀行による金の放出は皆無となり、金価格動向を睨みながら、主として中国とロシアは買い付けを継続しています。基軸通貨である米ドルの長期的地位は疑問視され、通貨としての金の役割は高まる方向にあります。

2016年以降、金価格動向はやや右肩上がりに推移し、投資資産としては、当然高値を更新続ける株や債券に遅行してきました。そうであっても、地政学的要因や石油価格が大きく変動する環境では、ヘッジ資産としての保有はそれなりに有効であったと判断しています。そして、金は米ドル建てですから、ドル高基調で金価格が多少下落しても他国通貨建てでは少なくとも部分的には相殺要因となります。

ところが、2018年の年初来、株式市場が荒れ模様になった時点で、期待に反し金価格は冴えない動きとなり、金に対する再考察を喚起しています。今年の2月米国株は突如として平均10%強下落した時点で、金価格の反転はわずかに留まりました。米国経済と株式市場が一人勝ちを続ける状況では、ドルに対する信認が高まっています。加えて、米国インフレは僅かながら加速し、金融政策の指針となる2%を上回り、米10年国債金利は約3%まで上昇しています。金はインフレヘッジと言っても、それはインフレの加速により金融資産価値棄損に対するヘッジです。利回りが穏やかに且つインフレを制御できる事態では、まったく利子を生まない金の魅力が低下しています。その様な状況下、年初来金価格はドル建てで6~7%程度の下げを演じています。新興国株式市場も同様の値動きとなっています。

ヘッジファンドを中心に年央から金ETFは売り越しとなっています。売り圧力を支えているのが中央銀行の買い入れで、特にロシアの保有額は6月末1,944トンに達し、世界第5位の金保有国となりました。金価格は1トロイオンス当たり1200ドルの攻防となっています。金価格の下落は世界の中央銀行の買いを促進し、下支えとなっています。そのような環境では、1000ドル割れの観測もありますが、底割れの懸念は少ないと考えます。

リーマンショック以降10年の年月が経過し、世界経済は負債増大の体質となりました。それに加えて、ポピュリズムの台頭や国際秩序の乱れは顕著となり、いつ脆弱性が露呈しても不思議ではありません。ヘッジとしての金投資はガマンを必要とするでしょうが、過去にも実証されてきた通り、有事にはヘッジ機能を十分に発揮するでしょう。

本資料は、株式会社LOGOSキャピタルパートナーズ（以下「当社」という）が情報の提供のみを目的として作成したものです。当社が提供する情報は十分信頼に足るものと信じておりますが、それを保証するものではありません。ここに掲げる過去の実績は必ずしも将来の動向を示唆するものでなく、実際の収益を確約するものではありません。記載された見解等の内容は全て作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。この資料及びここに掲載された情報等の権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部若しくは一部を複製し、又その他の方法で配布することはご遠慮ください。