

# 経済情報

## マネーフローと需要からみた金価格の動向

### 【要旨】

- ◇2008 年のグローバル金融危機後の米国の大規模な金融緩和とドル安を受けて、①有事に強い金への投資、②インフレヘッジ目的での金投資、③通貨の代替資産としての金投資、が増加し、金価格は上昇傾向を辿った。しかし足元では、米量的緩和の縮小観測の高まりにより金価格を支えてきた金融環境が大きく変化し、金価格は急落している。
- ◇従来、世界の金需要の大半は宝飾品だったが、グローバル金融危機後は金地金・金貨および金 ETF といった投資需要と、新興国の中央銀行の購入が増加しており、需要構造が大きく変化している。近年、中国で金需要増加が顕著なのは、金取引の規制緩和が進められた影響が大きい。
- ◇今後、米量的緩和の縮小が意識される中、ドル高基調が継続すると見込まれ、金価格の上値を抑制するとみられる。インドと中国の宝飾品および金地金・金貨の需要は世界の金需要の約 4 割を占め影響が大きいですが、需要は底堅さを維持しよう。金価格は、グローバル・マネーフローの変化の影響を受けて下値を探る展開が続くとみられるが、価格低下に伴う需要増加が金価格を下支えすると見込まれる。
- ◇ただし、新興国の自国通貨安が進んでいる中、当局が自国通貨防衛のためドル売り介入を実施し外貨準備高が大きく減少した場合、中銀の金積み増しペースは鈍化することとなろう。また、中国が景気失速に陥った場合には金需要の減少につながり、金価格の下押し要因となるおそれがある。

金価格が急落している(第1図)。4月15日に1トロイオンス=1361.1ドル、前日比▲140.3ドルと、1日の下落幅としては1980年以来の落ち込みとなった。さらに、6月20日にも急落、その後も下げ足を速め、27日には一時1,200ドルを割り込み、2010年8月以来の水準に下落した。以下、金価格の動きに大きな影響を与えているグローバル・マネーフローの変化と、金の需要動向についてみてみる。



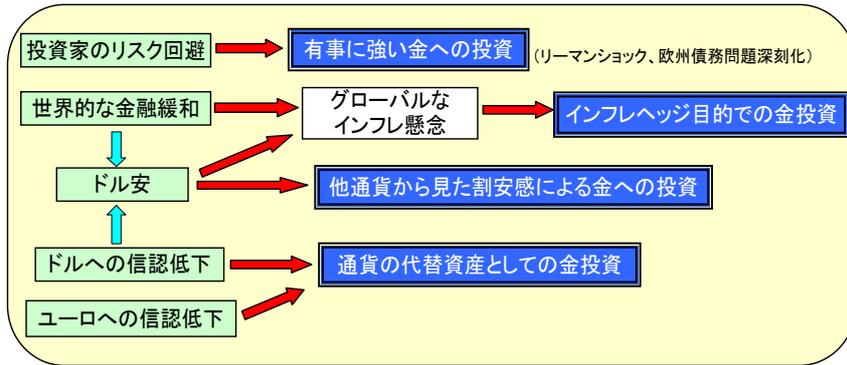
## 1. グローバル・マネーフローと金価格

投資対象としての金は、①有事に強い資産、②インフレヘッジ目的の資産、の特性を持つ。また、通貨の交換価値があるため代替資産となり得る。これらの要素を持つ金の価格は、グローバル・マネーフローの影響を大きく受ける。

2008年以降の金価格の上昇局面について振り返ると、グローバル金融危機後は投資家のリスク回避姿勢が強まり、有事に強い金への投資需要が増加した(第2図)。また、米国の大規模な金融緩和と基軸通貨ドルへの信認低下を背景に、ドル安が進行した。こうしたドル安と金融緩和を受けて将来的なインフレ懸念が生じ、伝統的にインフレヘッジ目的の資産として買われやすい金の投資需要が高まった。さらに、ドル不安と欧州債務問題の深刻化によるユーロ不安により、通貨の代替資産としての金の投資需要が高まることとなった。また、金はドル建て商品のため、ドル安になると他通貨からみた割安感により買いが増える。

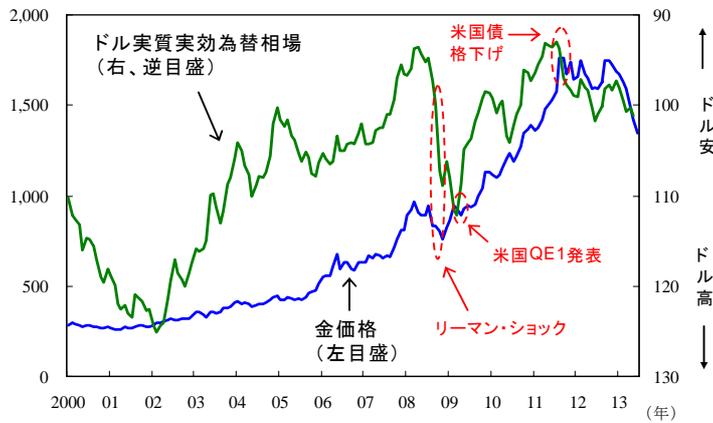
このような金融環境下で金に対する投資需要が増す中、金価格は上昇傾向をたどり、2011年半ば以降は1トロイオンス=1,500ドルを上回る高値圏で推移した。

<グローバル金融危機後の金融環境と金への投資需要>



(資料) 各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

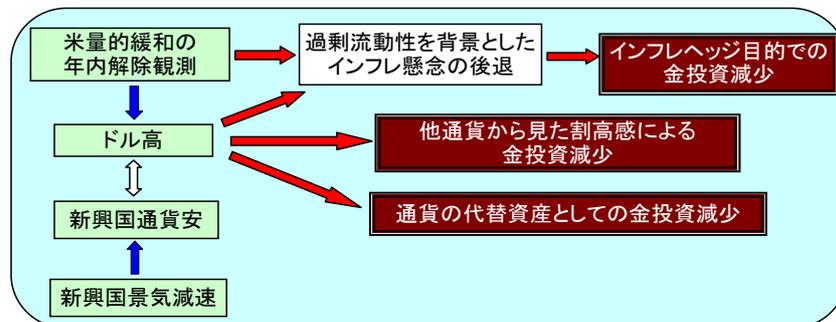
(円/トロイオンス) 第2図: 金価格とドル実質実効為替相場の推移 (2010年=100)



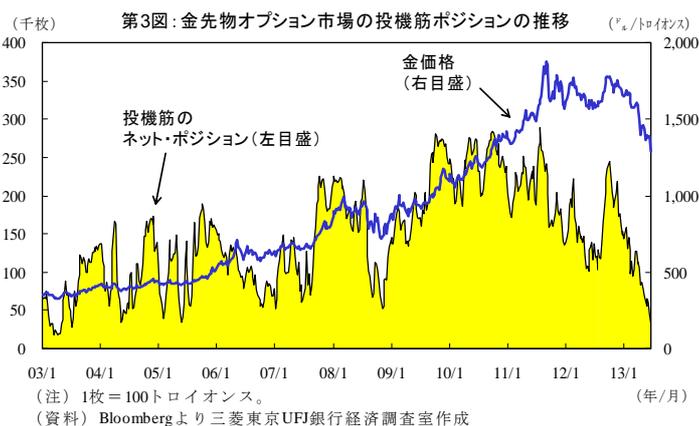
(資料) 国際決済銀行資料、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

しかし今年に入ると、金価格の上昇を支えてきた金融環境が大きく変化している。米国の量的緩和の縮小観測を受けて、投資家のリスク選好の動きが強まる中、4月15日には中国の景気減速懸念とキプロスの金準備売却計画がきっかけとなり、金価格は急落した。さらに、6月19日にバーナンキ米連邦準備制度理事会（FRB）議長が量的緩和の年内縮小を示唆したことから、将来的なインフレ懸念が後退し、インフレヘッジ目的としての金への投資需要が減少している模様。金の先物・オプション市場における投機筋の買い越し額は急減しており、投資資金が流出している（第3図）。

<足元の金融環境と金への投資需要>



(資料) 各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



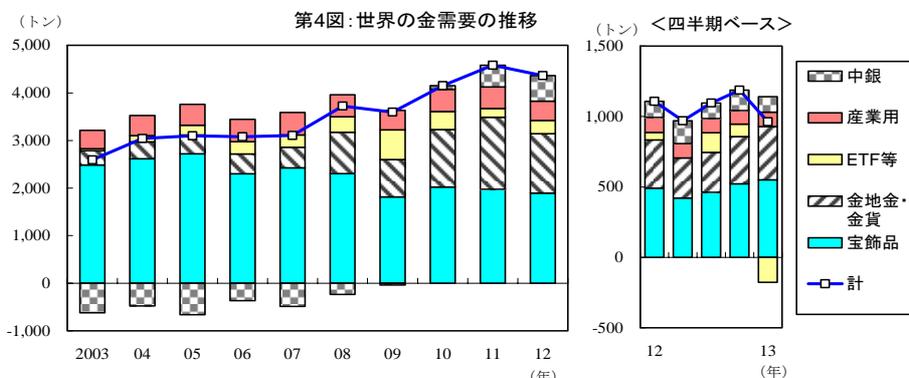
## 2. 現物需要の動向

金の現物需要は、近年増加傾向にある。従来、世界の金需要の大半は宝飾品だったが、グローバル金融危機後は投資需要と中央銀行の購入が増加しており、需要構造が大きく変化している（第4図）。また、国別にみると、近年は中国の金需要増加が顕著であり、インドと中国という金の選好度の高い国が2大消費国となっている。

### (1) 投資需要と中国の需要増加

グローバル金融危機後の市場環境の中で金投資への需要が高まり、金の上場投資信託（ETF）の買い越し額は2009年に前年から倍増、金地金・金貨の需要は2010～2011年にかけて大きく増加した。需要全体に占める投資需要の割合は、2003年の13.2%から2012年には35.0%へ上昇している（第1表）。

しかし、今年1～3月期に金ETFは売り越しに転じている（第4図）。欧米年金基金等の機関投資家がリスク選好を強めた結果、金ETFを売却し、株式等リスク資産へ投資資金をシフトさせたとみられる。金ETFの残高をみると4月以降も減少が続いており（第5図）、金価格の下押し圧力となっている。一方、金地金・金貨は1～3月期に増加している。機関投資家とは対照的に、個人投資家は金価格下落を機に、金地金・金貨を買い増した様子が窺える。

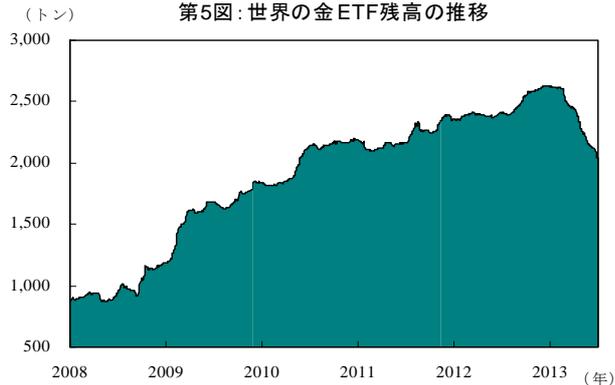


第1表:世界の金需要の内訳(2012年)

	トン	シェア(%)
宝飾品	1,895.4	43.5%
産業用	407.5	9.3%
電子部品	284.5	6.5%
その他産業	84.4	1.9%
歯科用途	38.6	0.9%
投資用	1,525.8	35.0%
金地金・金貨	1,246.7	28.6%
うち金地金	935.8	21.5%
ETF等	279.0	6.4%
中銀購入	533.2	12.2%
合計	4,361.9	100.0%

(資料) World Gold Council 資料より  
三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図:世界の金ETF残高の推移

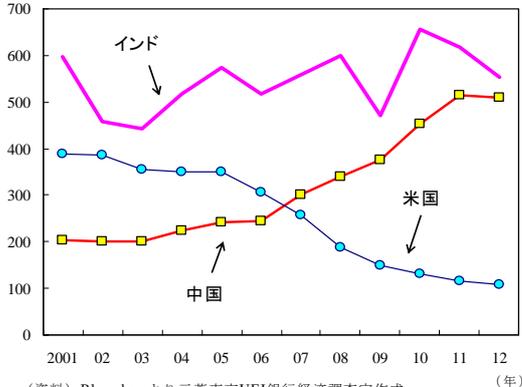


(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

国別に個人の金需要動向をみると、インドでは伝統的に婚礼・祭事用の宝飾品需要が大きいが、中国でも宝飾品と金地金・金貨ともに2007年から増加ペースを高めている(第6、7図)。これは、生活水準の向上に加え、民間商業銀行を通じた個人向け金売買解禁(2007年)や金先物取引開始(2008年)等、当局が金取引の規制緩和や環境整備を進めた影響が大きいとみられている。

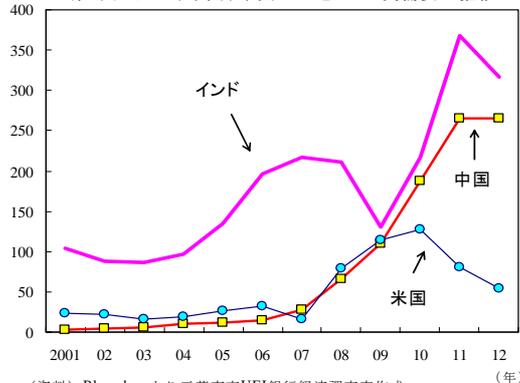
一方、米国では個人消費が力強さを欠く中、宝飾品と金地金・金貨ともに需要減少が続いており、中国を大きく下回っている。

第6図:インド、中国、米国の宝飾品需要の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第7図:インド、中国、米国の金地金・金貨需要の推移



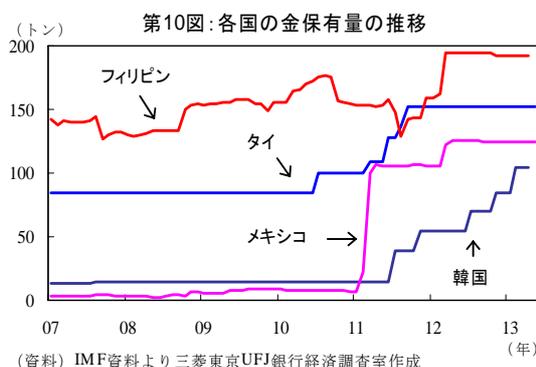
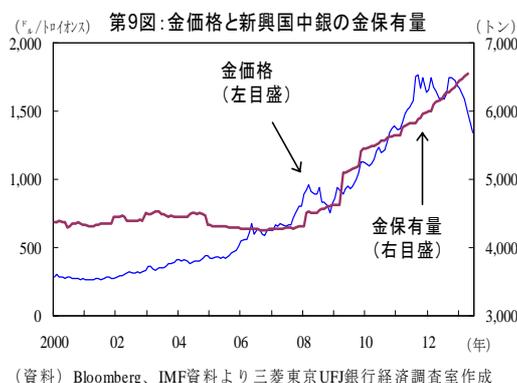
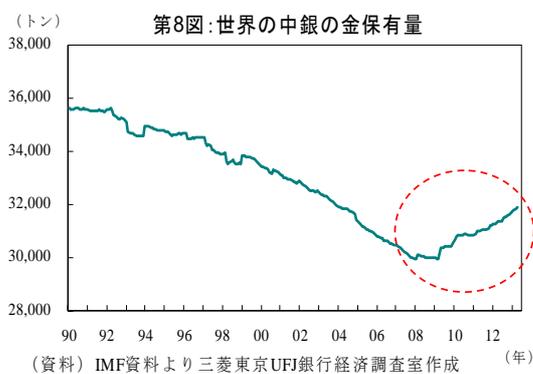
(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## (2) 中央銀行の金購入の増加

90年代以降、欧州各国中銀の金売却が相次いだことから、世界の中銀全体として金の売り越しが続いてきたが、2011年以降は大幅な買い越しとなっており、保有残高は増加傾向にある(第8図)。これは、新興国の外貨準備が増加する中、中銀が準備資産としての金を増やしているためである(第9図)。

特にロシアが着実に金を積み増しており、保有量は2007年に450トンだったが、今年5月時点で996トンとほぼ倍増している。また、2011年以降は韓国、タイ、フィリピン、メキシコも大幅に積み増している(第10図)。新興国が相

次いで金保有量を増やしているのは、グローバル金融危機と欧州債務問題を受けて、外貨準備の大半をドルとユーロで保有することを見直す動きと捉えられよう。新興国の中銀の金保有量は足元4月も増加しており、5月以降の価格下落局面でもさらに買い増している可能性がある。



### 3. 今後の見通し

今後の金価格についてマネーフローの観点から考えると、米量的緩和の縮小が意識される中、ドル高基調が継続すると見込まれ、金価格の上値を抑制するとみられる。ただし、欧州債務問題への懸念が当面燻るとみられ、有事に強い金への投資が再び増加する局面もあろう。

需要の観点からみると、インドと中国の宝飾品および金地金・金貨の需要は、世界の金需要の約4割を占め、影響が大きい。インドでは、金輸入増加に伴う経常赤字拡大防止を目的に金輸入規制が強化されていることから、今後需要が鈍化する可能性があるが、伝統的に金需要が根強いため、底堅さを維持しよう。中国についても、引き続き生活水準向上を背景に、需要は増加基調を辿るとみられる。また、新興国の中銀は、グローバル金融危機と欧州債務問題によるドル不安とユーロ不安を受けて、今後も外貨準備運用の多様化を進めるとみられる。

金価格は、グローバル・マネーフローの変化の影響を受けて、下値を探る展開が続くとみられるが、価格低下に伴う需要増加が金価格を下支えすると見込まれる。

ただし、新興国の自国通貨安が進んでいる中、当局が自国通貨防衛のためドル売り介入を実施し外貨準備高が大きく減少した場合、中銀の金積み増しペースは鈍化することとなろう。また、中国が景気失速に陥った場合には金需要の減少につながり、金価格の下押し要因となるおそれがある。

以 上

(H25.7.2 篠原 令子 [reiko.shinohara@mufg.jp](mailto:reiko.shinohara@mufg.jp))

発行：株式会社 三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室  
〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。