

金の需給構造変化と価格形成

武蔵大学 茶野努

金は、不思議な物質である。現在のような管理通貨制に至る前には、金は貨幣そのもので、19世紀半ば以降金本位制を支えてきた。銀とともに、劣化しない・価値が安定している等の性質から貨幣として貴重な金属であった。一方で、1920年代の金本位制への復帰は安定をもたらさなかった。すなわち、各国の金融当局が金本位制に固執するがゆえに適切な金融政策をとれずに、大恐慌が世界に波及したという苦い経験をわれわれは有している。

現在、金には価値尺度・交換手段という貨幣機能はない。金が貨幣であった時代には、当然のことながら、インフレ（デフレ）時には金の購買力が低下（上昇）する。すなわち、インフレ（デフレ）時に金の価値は低下（上昇）するので、インフレ・ヘッジ効果はなかった。しかし、1971年のニクソンショックによりドルとの兌換が停止されて以降は、金価格が物価以上に上昇するなどインフレに強い有力な投資商品となっている。また、価値貯蔵手段として優れた金は、古来より現在まで人類憧れの宝飾品の筆頭でもある。また、各国の中央銀行が外貨準備資産として金を保有しており、国際通貨システムにおいていまなお一定の役割を果たしている。このような金は現在コモディティ商品として取引され、その価格は市場取引により決定されている。

コモディティが2000年代にはいって以降、「金融商品化」(financialization)している。コモディティは従来、その個別の需給要因によって価格が形成され、株式や債券との相関は高くないとされてきた。それがほぼあらゆる種類のコモディティの価格が高騰し、株価等との関係が強まってきた。その背後にはコモディティ・インデックス投資の拡大と当業者以外の金融機関による取引拡大がある。

本論では、最近の需給構造の変化を踏まえ、金の価格形成について検証を行った。2000年代にはいってから金価格は自己相関が強くなっており、その背後には金への投資需要の拡大がある。小口投資等については右上がりの需要曲線となっていて、金価格が上昇すれば金の需要が増加するという関係が顕著である。一方で、金は宝飾品あるいは産業用と安定した需要があり、インドや中国の経済発展はこれらの需要を増大させてきた。また、各国の中央銀行を全体としてみた場合、金の売り手から買い手へと転ずるといった大きな変化もあった。これらを踏まえ VECM (vector error correction model: ベクトル誤差修正モデル) による分析を行なった結果によれば、①短期的には、金価格の変動はそれ自身の変動によって大きく規定されていること、②一方で、1年超の長いスパンで見れば、宝飾品・産業用の需要が各要因と関係しながら大きな影響をもつこと、③中央銀行の金売却・購入はともにこれらの要因に比べてさほど大きな影響をもたないことがわかった。