

金融緩和とワイン指数

原 田 喜美枝

はじめに

株価を一定の計算方法によって数値化したものが株価指数であるように、ワインの価格を一定の計算方法で数値化したものがワインの指数である。株価指数が個々の銘柄ではなく複数銘柄を対象とするように、ワインの指数も複数銘柄を対象に求められる。

TOPIX (Tokyo Stock Price Index、東証株価指数) が東京証券取引所市場第一部(以下、東証

第一部) 全銘柄を対象にした浮動株調整時価総額に基づく株価指数であり、日本の株式市場全体の動きを総合的にあらわしていることはよく知られている。同様に、日経平均株価は東証第一部から日本を代表する二五銘柄を選んで、その平均株価をもとにした株価指数であることも広く知られている。ワイン指数は国内の指数ではないこともあるが、株価指数の認知度には遠く及ばず、あまり知られていない。しかし、世界の中央銀行による積極的な金融緩和の影響は多方面にあらわれており、ワイン指数も無関係ではない。

本稿ではワイン指数について、日本を代表する株価指数であるTOPIXや日経平均株価の算出方法との類似点を示して解説し、金融緩和の影響について考察する。株価指数は株式市場全体の動きを総合的に表す指標で、景気の先行指標としても利用される。長く続く金融緩和策の影響で株価は割高だとする見方もあるが、ワイン指数にも同じような傾向があるだろうか。

Livex社とワイン指数

Livex社（以下、Livex）は、株式仲買人であった創業者たちによって二〇〇〇年に設立された英国の会社である。ワイン市場を他の金融資産市場に近い市場にすることを目指して設立されている。高級ワインの電子取引市場（以下、市場）を提供し、ワインの指数を構築し、レポート等を

発行するなどの業務をおこなう。市場の運営がLivexの主要業務であるが、関連して高級ワインの保管と輸送サービスをおこなう子会社をもつ。投資用のワインは品質を維持しながら貯蔵する必要があり、通常はワインの貯蔵をおこなうプロが保管を代行する。ワインの購入・保管・売却を引き受けるのがこの子会社である。

投資家が株を売買する際に証券会社に対して委託手数料を支払うように、Livexの会員（主にワイン商やワイントレーダー）がワインを売買する際には同社に対して手数料を支払う。手数料は1%から1.5%の範囲内とされる（Maurel（2012））。

市場で取引される高級ワインの価格などをもとにして複数の指数が作成されている。図表1は主な指数の概要である。TOPIXは一九六八年一月四日の時価総額を一〇〇として算出されている

図表 1 主なワイン指数の概要

指数名	指数の入手	価格更新頻度	2021年11月末時点の指数	対前年比	5年間のリターン	指数構成銘柄、比率
Liv-ex Fine Wine 50	Bloomberg : LXF50 Thomson Reuters : LIVFW50	日次	390.49	12.54%	16.61%	フランスのボルドー産第1級ワイン5銘柄それぞれの最も年代の若いビンテージ10種で構成される。プリムール*は除外。
Liv-ex Fine Wine 100	Bloomberg : LIVX100 Thomson Reuters : LIVF100	月次	382.59	19.94%	29.17%	最も取引量が多く人気のある100種類の高級ワインの価格変動を表す。リストは公開。
Liv-ex Bordeaux 500	—	月次	350.4	9.24%	20.76%	ボルドー産ワインの包括的な指数。ボルドーの代表的なワイン500種類の価格変動を表す。リストは公開。高級ワイン50、右岸50、左岸200、セカンドワイン50、ソーテルヌ50の6つのサブインデックスあり。
Liv-ex Fine Wine 1000	—	月次	415.31	16.51%	40.02%	世界中の1,000種類のワインの価格変動を表す。ボルドー500、ボルドー・レジェンド40、ブルゴーニュ150、シャンパーニュ50、ローヌ100、イタリア100、その他の地域60の7つのサブインデックスあり。
Liv-ex Fine Wine Investables	—	月次	383.87	9.70%	18.92%	投資用ポートフォリオ。

〔出所〕 Liv-ex.comを参考に筆者作成。

*プリムールとは、樽で熟成中のワインを一部先行販売するボルドー独自のシステム。

が、ワイン指数の基準日は二〇〇三年一月二月であり、当時の価格（単位は英ポンド）を一〇〇としている。指数は日次もしくは月次で算出され、主要指数のヒストリカルデータはBloombergとThomsonから入手でき、主要指数の構成銘柄は同社のホームページから入手できる。日経平均株価の銘柄入替が定期的におこなわれるのと同様、ワイン指数の銘柄入替も定期的に行われる。ワイン指数の銘柄入替は日経平均株価の銘柄入替より頻度は多く、四半期毎に一部が入れ替えられる。

主要な指数のひとつであるLiv-ex Fine Wine 50（以下、LXF50）は、フランスのボルドー産第一級ワイン五銘柄それぞれの若いビンテージ一〇種（同社のホームページによると二〇二一年一月時点では二〇〇八年から二〇一七年）からなる五〇銘柄で構成されている。⁽¹⁾ビンテージとはワインが造られた年ではなく、原料となるブドウ

が収穫された年を指す。つまり、LXFW50は、いわゆる五大シャトーで二〇〇八年から二〇一七年に収穫されたブドウから造られるワインの価格変動をもとに算出されている。ボルドー地方にはプリムール（先物）という独自の制度があり、熟成中のワインを一部先行販売するシステムがあるが、プリムールワインは指数構成の対象外となっている。

Liv-ex Fine Wine 100（以下、LIVX100）は取引量の多い一〇〇種類の高級ワインの価格変動を表す指標である（銘柄リストは付表参照）。指数を構成する一〇〇銘柄のうち、五〇銘柄はボルドー産赤ワインであり、フランスのその他の産地（ブルゴーニュ、シャンパーニュ、ローヌ）の赤ワインが一七銘柄含まれる。フランス以外のワインが一九銘柄（イタリア一四、アメリカ三、スペインとオーストラリアがそれぞれ一）で、赤ワイ

ンが全体で八六%を占める。シャンパーニュ地方の発泡性ワインが九銘柄、白ワインが五銘柄という構成になっている（図表2参照）。

ボルドー産ワインの指標であるLXFW50の一部はLIVX100に包含されている。たとえば、日経平均株価を構成する二二五銘柄はTOPIXを構成する銘柄でもあることと似ている。ワイン指数LIVX100は、LXFW50を構成する銘柄とそれ以外の銘柄から構成されている²⁾。

TOPIXが株式市場の指数であるように、ワイン指数はワイン市場の指数であるが、TOPIXと異なり、ワイン指数では市場外の価格も考慮される。ワイン取引の市場価格には、国際的にビジネスを展開するワイン商の価格リストも参考にされている。株価指数にはない仕組みであるが、この際には、在庫をもつワイン商の提示する価格、ボトル単位ではなくケース単位で保有する場合に提

図表2 Liv-ex Fine Wine 100の銘柄構成

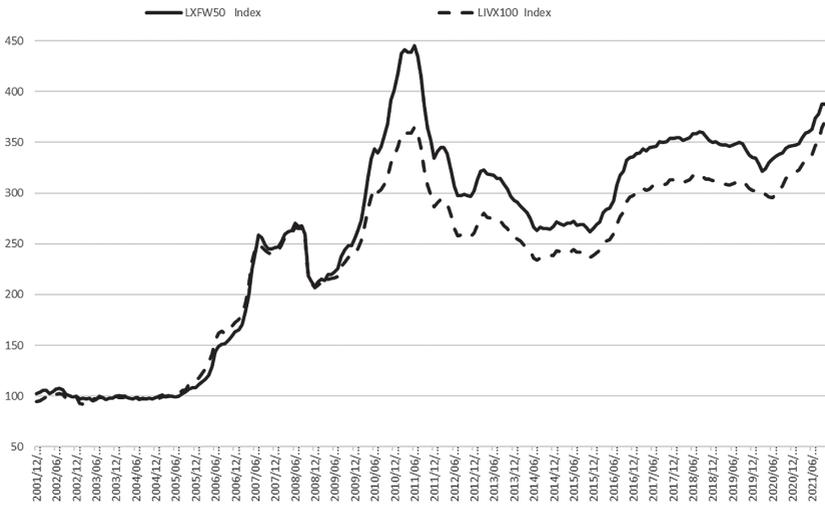
赤	銘柄数	白	銘柄数
ボルドー	50	ボルドー	1
ブルゴーニュ	11	ブルゴーニュ	4
ローヌ	6	泡	銘柄数
イタリア	14	シャンパーニュ	9
アメリカ	3		
スペイン	1		
オーストラリア	1		

〔出所〕 Liv-ex.comを参考に筆者作成。

示される価格、古いものより新しいビンテージの価格がそれぞれ優先される。標準的なボトルサイズ（七五〇ml）に基づく価格が対象であるが、甘口ワインのようにワインのタイプにより異なるボトルサイズが主流の場合もあり、その場合は標準外のボトルタイプの価格が指数の計測に利用される。

指数には最高価格と最低価格の中間の価格が利用される。実際の取引価格などのデータも記録され、価格の妥当性については評価委員会によって検証されている。LXFWSOとLIVX100は生産量と希少性が考慮されて加重平均されている。これはTOPIXが浮動株調整済みの時価総額加重平均の指数であるのと似た原理とみることができよう。

図表3 ワイン指数の推移 (2001年12月から2021年11月末)



〔出所〕 Bloombergデータより筆者作成。

ワイン指数と他の指標の関連

LXF50とLIVX100の推移を図示したものが図表3である。図表3は二〇〇〇年一月から二〇二一年一月末までの指数の推移を示している。二〇〇五年春先までは基準日の一〇〇近辺で推移していたが、二〇〇五年以降は指数が大きく伸び、二〇一一年三月に四四一(LXF50)と三五九・〇一(LIVX100)の最高値をつけている。その後指数は下落に転じ、二〇一二年以降も指数は緩やかに下落を続けた。二〇一四年七月に二三四・〇一(LIVX100)、二〇一五年一月に二六一・六三(LXF50)の最安値となり、その後緩やかに回復し、二〇二一年一月末時点では三八七・四六(LXF50)、三七二・四四(LIVX100)と回復している。

ワイン指数と関連性の高い指標は何だろうか。ワイン指数の変動要因は何だろうか。

プリムールとして販売されるボルドー産ワインの価格は指数には含まれないものの、プリムールの需要と価格はワイン指数に影響するという見方がある⁽³⁾。プリムールに関する詳細なレポートはLiveexのホームページから入手することができ、このレポートを読むと、ワインを投資商品として鋭く分析していることがわかる。ワイン投資は売買差益であるキャピタルゲインが収益になる。購入時の価格と売却時の価格差から、保存に要したコストを差し引いたものがリターンとなることからプリムールの需要とワイン指数は間接的に関係すると考えられる。

しかし、経済学的にみればワインは奢侈品（ぜいたく品）であり、所得の変化以上に消費量が変化する財に分類される。所得が減ると所得の減少

幅以上に消費量が減ると考えられるため、景気の影響をうけるといふ見方もある。そこで、景気と密接に関連する指標として株価指数との相関が調べられることもある。経済危機時には株価指数に比べワイン指数のほうがリターンは高く、ボラティリティが低い傾向があり、分散投資に向いているという結果もある (Masset and Weiskopf (2010))。

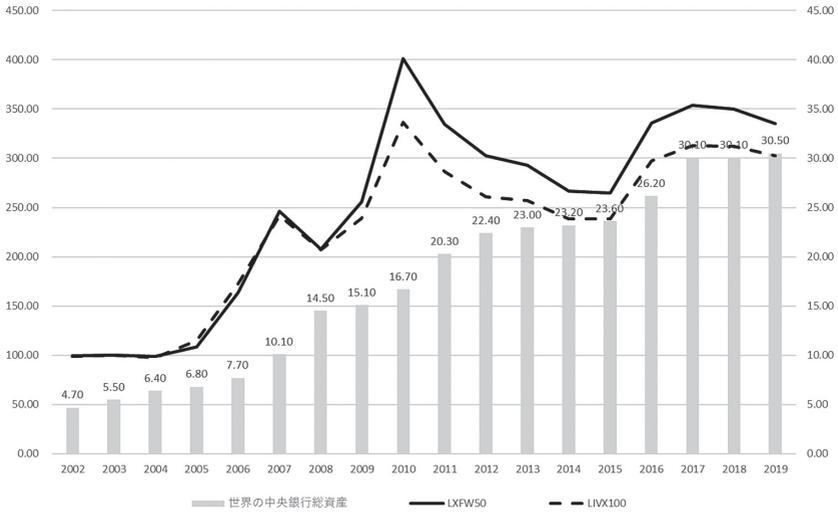
ワインは実物資産でもある。金、プラチナ、銀などの貴金属は言うまでもなく、美術品の絵画、彫刻などの有名な作品も実物資産といえる。大豆や原油といったコモディティは証券取引所の上場商品であるが、ワインは取引されていないという違いはある。それにも関わらず、他のコモディティ商品との相関を調べる先行研究もある。Bouri (2013) は高級ワイン価格と原油価格の推移にプラス（九〇%以上）の相関があることを発

見している。

ワインは農産物でもあり、この観点からは自然災害などの供給制約がワイン価格、ワイン指数に影響すると考えられる。直近のLivexのレポートによると、インフレ懸念（サプライチェーンの問題）に起因する金利上昇（債券市場の下落）や、中国の債務超過問題がもたらす不動産市場の懸念といった様々な要因が投資家心理に影響を及ぼしたが、ワイン価格は堅調に推移したと説明されている。⁽⁴⁾ Cardebata and Jiao (2018) では、主要な株式指数とワイン指数の関連を分析し、新興国の需要が近年影響しているとみる。先進国の株価指数ではなく、MSCI エマージング・マーケット・インデックスとワイン指数の関連性の高さが指摘される。つまり、中国による高級ワインの需要の影響も説明変数のひとつとみることもできる。

上記のように、様々な要因がワイン価格とワイン指数に影響すると考えられてきた。新型コロナウイルス禍で、欧米の主要株価指数が史上最高値を更新したことは記憶に新しい。日本も同様に、コロナ禍の二〇二一年九月に日経平均株価は三一年ぶりの高値をつけた。新型コロナウイルスのワクチン接種が広がったことや経済活動の正常化が進むことへの期待などから買い注文が増え、株価が上がったと説明されることが多い。しかし、この背景には金融緩和の影響も考えられる。Shankar and Francis (2020) は、政策の不確実性がワイン価格に影響をもたらしていることを指摘している。主要国の金融緩和とワイン指数に関係があるか調べるために、簡易な分析をおこなう。

図表4 世界の中央銀行総資産とワイン指数



〔出所〕 Financial Stability Board と Bloomberg データより筆者作成。

単位：兆米ドル

金融緩和の影響

世界金融危機後、過去一〇年以上にわたる金融緩和の結果、主要国の中央銀行を中心に世界の中央銀行のバランスシート（以下、総資産）は大きく膨らんだ。国債等の金融商品を買う政策を実施した結果として総資産は増え、二〇〇二年の四・七兆ドルから、二〇一九年には三〇兆ドル以上になった（図表4参照）⁵⁾。

国債買い入れなどによる金融緩和により金利低下という効果もたらされることから、世界の中央銀行総資産（兆ドル）、金利の変数としてフェダルファンドデータ（実効FFレート）、米国国債の利回り（一〇年もの）との関連をみる。金融緩和により資本市場に供給される資金が増えた結果として、株式市場では株価が最高値を更新し

図表5 ワイン指数と主な海外経済指標

	LXFW50	LIVX100	世界の中央銀行総資産	米国GDPデフレーター	NYダウ工業株30種	実効FFレート	米国国債利回り・10年	NY金先物価格	NY WTI原油先物価格	中国経済成長率	中国消費者物価指数2015年=100	中国株価指数2015年=100
LXFW50	1.00											
LIVX100	0.99	1.00										
世界の中央銀行総資産	0.88	0.87	1.00									
米国GDPデフレーター	-0.84	-0.83	-0.73	1.00								
NYダウ工業株30種	0.60	0.60	0.85	-0.37	1.00							
実効FFレート	-0.45	-0.38	-0.45	0.48	-0.09	1.00						
米国国債利回り・10年	-0.79	-0.75	-0.89	0.77	-0.64	0.70	1.00					
NY金先物価格	0.94	0.92	0.87	-0.93	0.56	-0.54	-0.88	1.00				
NY WTI原油先物価格	0.55	0.57	0.30	-0.78	-0.05	-0.15	-0.29	0.61	1.00			
中国経済成長率	0.35	0.37	0.09	-0.33	-0.04	0.14	-0.02	0.25	0.58	1.00		
中国物価指数2015年=100	0.86	0.85	0.99	-0.72	0.87	-0.41	-0.88	0.86	0.30	0.10	1.00	
中国株価指数2015年=100	0.63	0.69	0.55	-0.43	0.43	-0.03	-0.40	0.48	0.23	0.33	0.57	1.00

〔出所〕 Li-vest.comと日経バリュースサーチデータより筆者作成。

た。株価を表す変数として、NYダウ工業株三〇種平均を利用する。コモディティ価格との関連性を指摘する先行研究が複数あることから、NY金先物価格（中心限月）とNYWTI原油先物価格（期近）も含めた。世界の株式市場で時価総額が最大である米国市場の指標を利用する。Livexのレポートなどでは、中国のワイン需要の影響も関連すると指摘されることから、中国関連の指標として経済成長率、消費者物価指数、中国の株価指数も含めた。

ワイン指数は月次であるため、年平均指数を求め、上記の海外指標（原指標、年次データのため変化率は利用していない）との相関係数を求めた。LXFW50・LIEV100と相関が高い指標は、中央銀行総資産とNY金先物（中心限月）であった（図表5）。世界の中央銀行総資産とNYダウ工業株三〇種平均の相関は〇・八五であるが、ワイン

指数との相関は〇・八八と〇・八七であった。ワイン指数とNY金先物価格間では〇・九四と〇・九二であった。中国の景気との関連は大きくなかった。詳細な分析は別途必要であるが、金融緩和はワインの取引市場にも影響している可能性が示唆された。

おわりに

本稿では、よく知られているTOPIXや日経平均株価を例にとり、一般には馴染みの薄いワイン指数について説明し、ワイン指数と関連性の高い指標について考察した。試験的な分析からは、金の先物価格との関連が観測されただけでなく、金融緩和の影響も無視できないとする結果が示された。中国の景気動向を表す株価指数なども相関分析を含めてみたが、その影響は大きくなかった。

長引く金融緩和によって中央銀行の総資産は拡大を続け、緩和マネーは株式市場に流動性を供給した。その結果、世界の代表的な株価指数は過去最高値を更新した。ワイン指数が堅調さを保っているのも中央銀行の流動性供給とは無縁ではないようである。

今回は、中央銀行総資産データの制約から年次データを利用した簡易な相関分析をおこなった。今後は、金融緩和の代理変数となる指標を利用し、中国の不動産価格データなどより良い指標も探して、月次か四半期データを用いて詳細な分析をおこないたい。より緻密な形でワイン指数と経済指標の関連性を明らかにし、ワイン投資の収益性やリスクについて考察することは今後の課題である。

(注)

- (1) 古い年代の高級ワインの指数としてボルドー・レジエン
ト四〇とこうサブインデックスが存在する。
- (2) LiveX Fine Wine 50Sビンテージは直近の二〇年に限定
されているが、付表に示したLiveX Fine Wine 100Sボ
ルドー第一級ワイン五銘柄のビンテージは二〇〇〇年から二
〇一六年と幅が広く、一七銘柄は二〇〇八年より古⁵。(付
表については、日本証券経済研究所ホームページの本稿参
照)
- (3) Bloomberg「ボルドー産高級ワイン指数」2四半期連続
で低下(二〇一三年九月三〇日) [https://www.bloom
berg.co.jp/news/articles/2013-09-30/MTWVW96TUDUV01](https://www.bloom
berg.co.jp/news/articles/2013-09-30/MTWVW96TUDUV01)
- (4) レポートの入手先は以下：[https://insights.live.com/
news-insights/reports/](https://insights.live.com/
news-insights/reports/)
- (5) 二〇二〇年以降は、新興国を含め、世界の中央銀行がコ
ロナ禍で資産買い入れ策を導入した。その結果、二〇二〇
年以降の世界の中央銀行総資産も増え続けているとされる
が、本稿では一部データの制約があり、分析に含めていな
い。

(参考文献)

Bouri, Elie I. (2013), "Do Fine Wines Blend with Crude Oil?"

Seizing the Transmission of Mean and Volatility Between
Two Commodity Prices", *Journal of Wine Economics*,
Volume 8 (1).

Maurel, Carole (2012), "Wine as a financial asset: an over-
view through the literature and LiveX evolution since its
birth", mimeo.

Masset, P. and Weiskopf, J. (2010), "Raise your Glass: Wine
Investment and the Financial Crisis", working paper,
SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1457906>.

Cardabata, Jean-Marie, and Linda Jiao (2018), "The long-
term financial drivers of fine wine prices: The role of
emerging markets", *The Quarterly Review of Economics
and Finance* Vol67

Shankar, Nithya and Bill Francis (2020), "Economic policy
uncertainty and fine wine prices", *International Journal of
Wine Business Research* Vol.32 (3)

(はらだ きみえ・中央大学商学部教授
当研究所客員研究員)