

金市場の現状と展望

高い不確実性・低金利環境継続により堅調推移を想定

市場調査部主任研究員

長谷川 直也

03-3591-1248

naoya.hasegawa@mizuho-ri.co.jp

- 今年3月のCOVID-19感染拡大による金融市場混乱時に乱高下した金価格は、4月以降も上昇を続け、2011年以来の高値に上昇。先物価格は一時史上初の2,000ドル台を記録
- 金価格が歴史的な高値圏に急上昇したため、一時的にはリサイクルの増加や宝飾品需要の減少により需給が緩和する可能性がある。堅調だったETFや中銀需要も減少する可能性
- ただし、COVID-19のワクチン開発や先進国への普及までは少なくとも1年程度はかかる見込みであり、その間は金を選好されやすい。今後の金市場は調整局面を経ながら堅調に推移する見込み

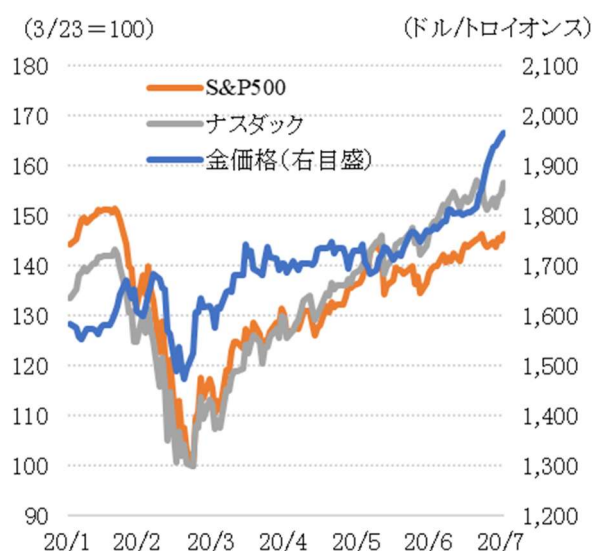
1. 株価急反発の下、金価格は2011年以来の高値に上昇

今年2月末から3月にかけて、新型コロナウイルス(COVID-19)の世界的な感染拡大が世界の金融市場を大きく揺るがした。今年2月19日に史上最高値を記録していた米S&P500株価指数は同日からの1カ月で3割超下落し、米国10年債利回りは一時過去最低となる0.3%台に低下するなど、世界の金融市場は歴史的な混乱に見舞われた。

金(以下、断りが無い限り現物)価格は、世界的に金融市場が混乱し始めた当初は上昇を続け、3月6日には2013年以来の高値を記録していた。しかしその後、株価の下落幅が急速に拡大し、投資家の現金確保の動きが強まる中で金も売られる展開となり、3月6日の高値から最大で12%程度下落した。金の今年3月の値幅(月間高値と安値の差)は200ドルと非常に振れ幅の大きい1か月間となった。

各国の大規模な財政出動策や金融緩和策を背景に、株式相場は3月下旬に記録した安値から急回復している。一方、投資家のリスク回避姿勢が後退する局面で価格下落が見込まれる金価格も上昇しており、7月には2011年11月以来となる1,900ドル台に到達した(図表1)。本稿では、投資対象としての金の特徴や需給動向を整理し、金市場の今後を展望する。なお、金価格はロンドン地金市場協会の午後決め値(LBMA PM Fixing Price、ドル建て)を用いることとする。

図表1 金価格と米国株の推移



(注) 株価はS&P500の直近安値日(3/23)を100としたもの
(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

2. 投資対象としての金の特徴

(1) 不確実性が高まる局面で選好されやすい

金は、そのもの自体が価値を持ち、価値が大きく下がることはあっても無価値にはならない実物資産である。また、希少性の高さや美しさ、加工のしやすさ、錆びにくく腐食しないといった性質などから、紙幣の登場までは金は通貨として広く利用されていた。現在でも各国が外貨準備として金を大量に保有していることから、通貨の側面も持ち合わせた金の普遍的な価値の高さが窺える。

こうした普遍的な価値の高さもあり、「有事の金」という言葉があるように、金には「安全資産²」のイメージが強い。直近一年を見ても、米中通商摩擦が激化した昨年8月や現在のCOVID-19感染拡大局面など、経済・政治情勢を巡る不確実性が高まる局面で金価格が上昇していることがわかる(図表2)。

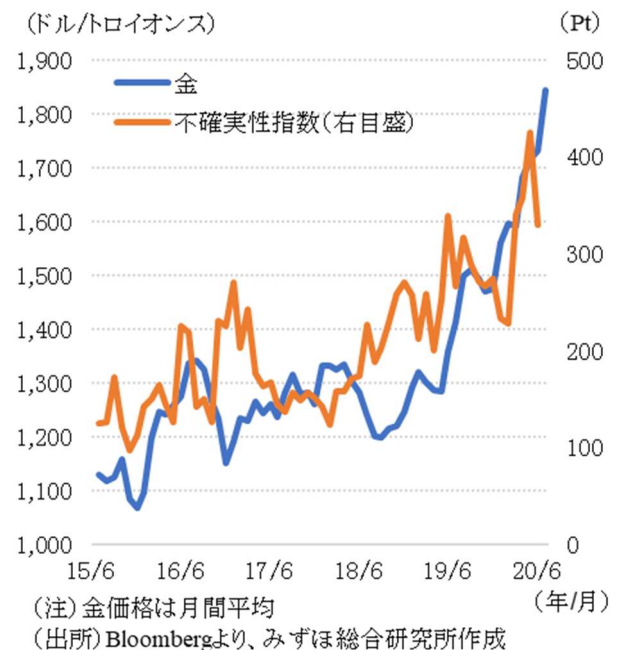
各国の中央銀行や国際機関が指摘するとおり、足元はCOVID-19を巡る不確実性が非常に高い状況にあり、金を買われやすい状況にあると言える。

(2) インフレに強い

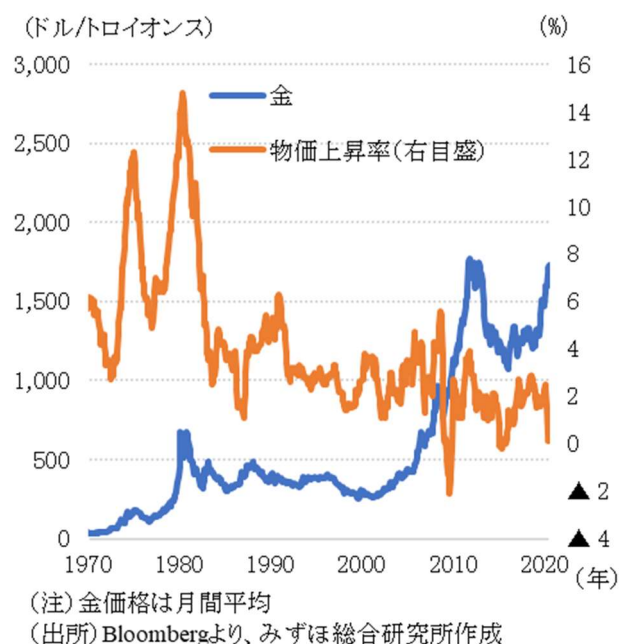
不動産など他の実物資産でも指摘されるが、金はそのもの自体に価値があることから、インフレに強い(物価上昇により貨幣価値が低下する局面で価格が上昇する)資産と言われる。この特徴が確認できるのは、1970年代前半から1980年頃までの米国の高インフレ時代である。当時は1973年、1979年の二度に亘るオイルショックにより原油価格が高騰し、米国の物価上昇率(消費者物価指数の前年比)は一時15%に迫るなど、強烈なインフレが続いた。高インフレが続く中、80年1月までの10年間で金は19.3倍まで上昇した一方、80年代に入りインフレが急速に沈静化する中、金価格は80年に記録した当時の高値から2年半で6割程度下落するなど、金価格が物価上昇率の変動に大きく影響を受けていたことがわかる(図表3)。

年代別に金価格の前年比と物価上昇率の相関関係をみると、2度目のオイルショック前後にあたる76年から

図表2 金価格と不確実性指数



図表3 金価格と米国物価上昇率の推移



80 年にかけては強い相関関係にあるが、1980 年以降は関係が弱まっている(図表 4)。80 年代終盤から 90 年にかけて物価上昇率が 1%台から 6%台へと加速した局面で金価格が軟調に推移したことや、インフレが落ち着いていた 2000 年代半ばに金価格が上昇していたことなどが影響していると考えられる。ただ、1976 年から 1980 年ほどの関係の強さではないものの、金価格と物価上昇率との間には引き続き正の相関が確認できるため、インフレヘッジとしてある程度期待できる資産と言える。実際、足元は過去にない大規模な財政・金融政策による将来のインフレを懸念し、その備えとして金が選好されている可能性はある。しかし現時点では長期の期待インフレも含めて、インフレの急激な上昇やその気配は見られていない。

図表 4 金価格と米物価上昇率の相関関係

年代	相関係数
1970年代	0.36
(76年1月～80年12月)	0.88
1980年～1999年	0.48
2000年～2019年	0.40

(注) 金価格と米国の消費者物価指数の前年比を
基に年代毎に算出
(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

(3) 低金利環境下で選好されやすい

債券や株式などの金融資産の場合は、国や企業などの発行体の信用リスクが存在するが、実物資産である金は誰の負債でもなく、信用リスクとは無縁である³。特定の国の政治や財政リスク、企業の破綻リスクなどに左右されない点は金のメリットである⁴。一方、発行体が存在しないため、株式や債券などと異なり、金は利息や配当(インカムゲイン)を生まない。金で利益を得るには、購入価格を上回る価格で売却する(キャピタルゲインを得る)しかない。インカムゲインが得られない点は、金融資産との比較で金のデメリットと言える。

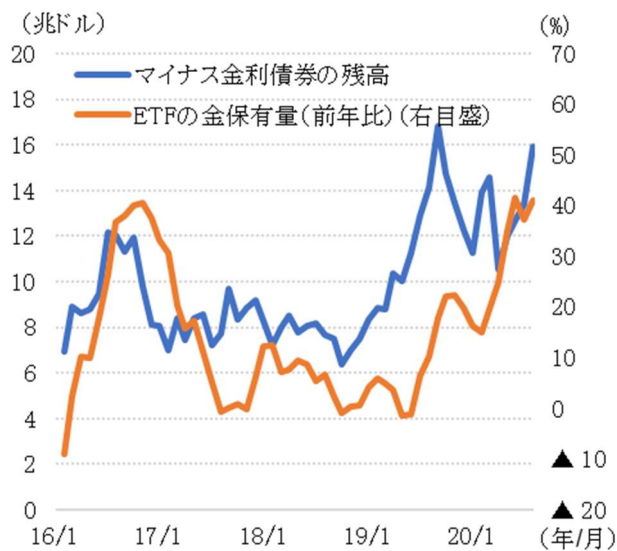
しかし近年は、主に日本や欧州の多くの債券がマイナス金利となっており、新規に発行される国債の表面利率はゼロかそれに近い水準で、投資家にとってインカムゲインを得づらい状況にある。マイナス金利債券だからといって、投資すれば必ず損をすることが確定しているわけではなく、金利低下によるキャピタルゲインやイールドカーブが順イールドであればロールダウン効果⁵は期待できるため、マイナス金利債券への投資で得られるリターンがトータルでプラスになることも十分考えられる。しかし、マイナス金利や低金利長期化の副作用が指摘される状況下、日銀や欧州中央銀行(ECB)による利下げ(マイナス金利幅の拡大)期待は高まりにくい。3月に米連邦準備制度理事会(FRB)が大幅な利下げに踏み切る中、日銀や ECB はいずれも利下げをせず、金融緩和の手段を資産買入の拡大や企業金融支援等に留めたことから、利下げ余地が大きいことが窺える。インカムゲインをほとんど得られず、金利低下余地が限定的なためキャピタルゲインへの期待も薄いとなると、マイナス金利債券は投資対象として魅力に乏しい。債券と異なり、金は一定の価格(債券で言う額面価格)が保証されているわけではないが、金には満期がないため、満期まで保有すれば損をするということもない。投資家によっては、資産保全の観点でマイナス金利債券よりも金のほうが魅力的に映ることはあるだろう。実際、マイナス金利債券の残高が増加する局面で、ETFの金保有量は増加する傾向にある(図表 5)。

債券との比較で金を評価する上で、世界の投資家にとって主要な投資対象である米国債との比較は欠かせない。金と米国の実質金利(名目金利から期待インフレ率を除いたもの)との関係を見ると、強い負の相関にあることがわかる(図表 6)。米国債から得られる実質リターンが低下すると、金が選好される関係である。金価格が前回 1900ドルを超えた 2011 年は 10 年債の実質金利がマイナスとなっていた。

足元は期待インフレが持ち直している一方、名目金利が低下し、10 年債の実質金利のマイナス幅が拡大していることが、金価格の上昇要因の一つになっていると考えられる。特に、同じく 10 年債の実質金利がマイナ

スとなった2011年から2013年頃と異なり、現在は30年債の実質金利もマイナス化していることが低金利環境を際立たせている。こうした歴史的な低金利環境の下、金の相対的な価値が高まっていると言える。

図表5 マイナス金利債券の残高とETFの金保有量の推移



(注) マイナス金利債券の残高およびETFの金保有量は Bloombergの集計値

(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表6 金価格と米実質金利(10年・30年)の推移



(注) 実質金利は名目金利からブレイク・イーブン・インフレ率を除いたもの

(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

(4) ドル安・ドル通貨供給量急増局面で選好されやすい

金価格はドル安局面で上昇する傾向がある(図表7)。金の取引は一般的にドル建てで行われており、ドルの通貨価値低下により相対的に金の価値が上昇するからである。ドルの価値に影響を与えるという点で、米国の金融政策は金価格の重要な変動要因と言える。

ドルと金融政策の関係については、FRBが政策金利を引き上げれば金利差拡大につながりドル高、反対に政策金利を引き下げれば金利差縮小につながりドル安となるというのが一般的である⁶。3月の利下げ局面を振り返ると、FRBは3月3日と15日に緊急利下げを行い、政策金利を計1.5%Pt引き下げた。3日と16日(15日は日曜日のため翌営業日)のドルインデックスはそれぞれ前営業日から小幅に低下しており、利下げの初期反応はドル安となった。その後、金融市場の混乱が拡大しドル高が進んだが、FRBが利下げに加えて、資金供給オペの拡大、一時は無制限とする量的緩和策や外国中銀との通貨スワップの導入など多くの対策を打ち出したことで、金融市場は次第に落ち着きを取り戻した。ドルインデックスは、3月下旬以降現在まで緩やかに低下し、7月には2年ぶりの安値水準に達しているが、そうした中、金価格は上昇している。

金とドルの関係を見る上で、次にドルの「量」に着目

図表7 金価格とドルの相関関係

	直近10年	直近20年
ドルインデックス	▲ 0.37	▲ 0.43
ドル・円	▲ 0.49	▲ 0.42
ドル・スイスフラン	▲ 0.38	▲ 0.43
ドル・ユーロ	▲ 0.29	▲ 0.36

(注) 金価格と各為替レートの間平均値の前年比(いずれも対数)を基に算出

(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

する。COVID-19 感染拡大を受けて、米国を中心に各国は大規模な金融緩和を行っている。一般に金融緩和局面で、通貨供給量(本稿では M1⁷を参照)は増加する。2000 年以降の金価格と米国の通貨供給量との間には明確な相関関係は見られない⁸が、2008 年の国際金融危機後、2009 年から 2011 年にかけて大規模な経済政策に伴い通貨供給量の伸びが加速⁹した局面で金価格は上昇し、2012 年から 2015 年にかけて通貨供給量の伸びが鈍化した局面で金価格は下落した(図表 8)。

今年 3 月以降の FRB による金融緩和により、通貨供給量は急増し、金価格は上昇した。前年比ベースでの通貨供給量の伸びは当面高い水準を維持する見込みであり、この点は金価格の下支えになろう。

3. 需給動向

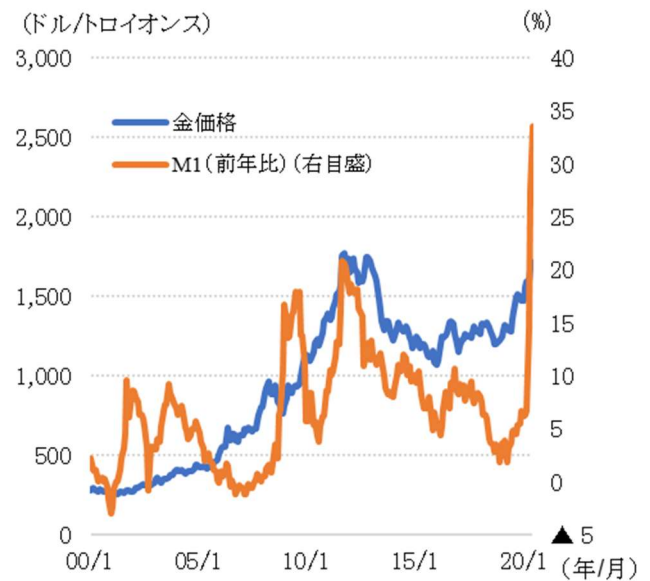
(1) 供給

金の供給は主に鉱山生産とリサイクルであり、ワールド・ゴールド・カウンシル(WGC)によれば、2019 年の供給量全体に占める割合は鉱山生産が 72%、リサイクルが 27%である¹⁰。2010 年以降の供給量の推移を見ると、比較的安定している鉱山生産に対して、リサイクルの変動が大きいことがわかる(図表 9)。リサイクルの変動が大きいのは、価格変動に影響を受けているからだと考えられる¹¹。

今年 1～3 月期の金の平均価格は 1,583 ドルと 7 年ぶりの高水準に達し、価格上昇率(前年比)は 21%と 3 四半期連続で 20%を超えた。価格水準や価格上昇率の高さからリサイクルの増加が見込まれる状況であったが、結果的には前年比▲4%となった。鉱山生産も同▲3%となったため、供給量全体で同▲4%である。供給量が減少した原因として、COVID-19 感染拡大による鉱山での操業停止、外出規制やリサイクル品を買い取る店舗の休業などが考えられる。

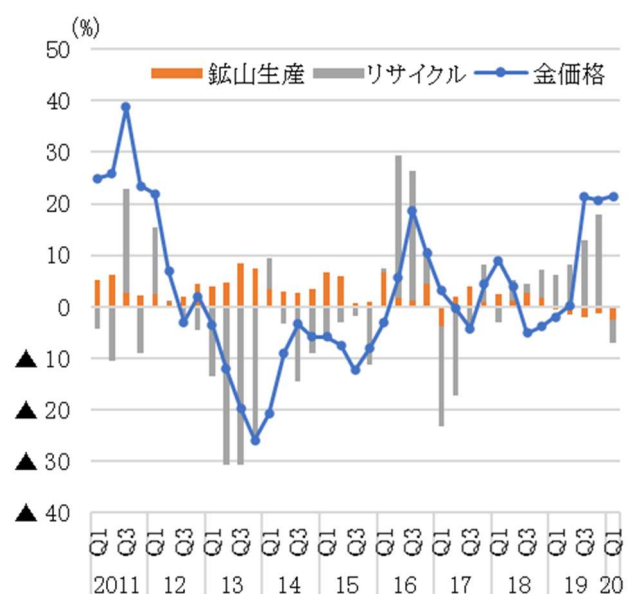
今年 4～6 月期は欧米を中心に都市封鎖の影響で経済活動が停止、縮小していた時期に当たるため、供給量は引き続き低迷したと見られるが、現在は世界各国で経済活動が再開し始めていることから、年後半の供給量は増加が見込まれる。特に、金価格に影響を受けるリサイクル量は、高水準の金価格と外出

図表 8 金価格と米通貨供給量



(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表 9 金供給量と金価格の推移(前年比)



(出所) World Gold Councilより、みずほ総合研究所作成

規制の緩和・解除、店舗営業の再開等により、鉱山生産よりも早期に回復することが期待される。供給側を原因とした需給ひっ迫懸念が生じる可能性は低いだろう。

(2) 需要

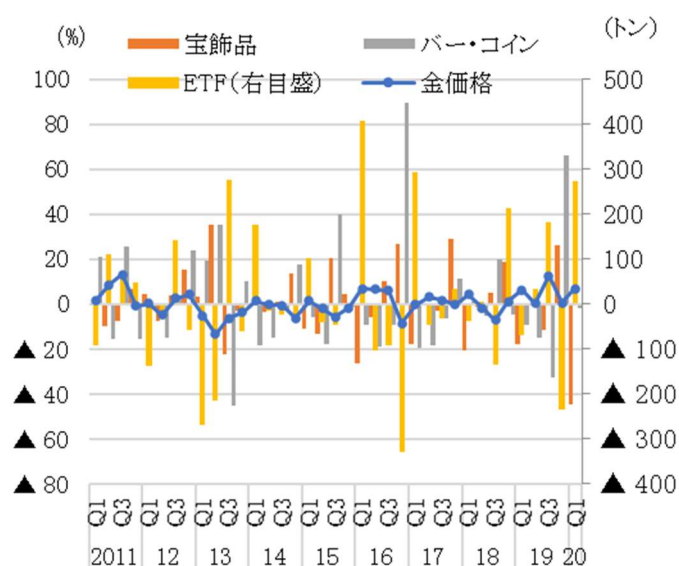
金の需要は主に宝飾品と投資（バー・コインとETF¹²の合計）、中銀である。WGCによれば、2019年の需要全体に占める割合は、宝飾品が49%、投資が29%、中銀が15%であり、合計で9割超を占める。

需要項目で最大の宝飾品と、投資の中で安定的に高いシェアを誇るバー・コイン¹³の需要は価格上昇時に減少し、下落時に増加する傾向にある¹⁴（図表10）。実需（宝飾品）と投資（バー・コイン）で保有目的は異なるが、いずれも個人需要が中心であり、価格上昇局面で購入を控え、価格下落局面で購入するという個人の金保有に対するスタンスが窺える。なお、今年1～3月期の需要は、価格上昇とCOVID-19感染拡大による経済活動の縮小・停止により、宝飾品は前年比▲39%、バー・コインは同▲6%と、揃って減少となった。

ETFに関しては、宝飾品やバー・コインとは反対に、需要は価格上昇時に増加し、下落時に減少する傾向にある（図表10）¹⁵。今年1～3月期の価格は前期比7%、前年比29%と大きく上昇し、前述の宝飾品やバー・コイン、中銀が需要減となったが、ETF需要は前年比約6倍と急増した。今年1～3月期以外でも、前期比で価格が大きく上昇した期にはETF需要が急増し、下落した期にはETF需要が急減している（図表10）。金相場の急変の背景にETFへの大規模な資金流入があると言えそうだ。

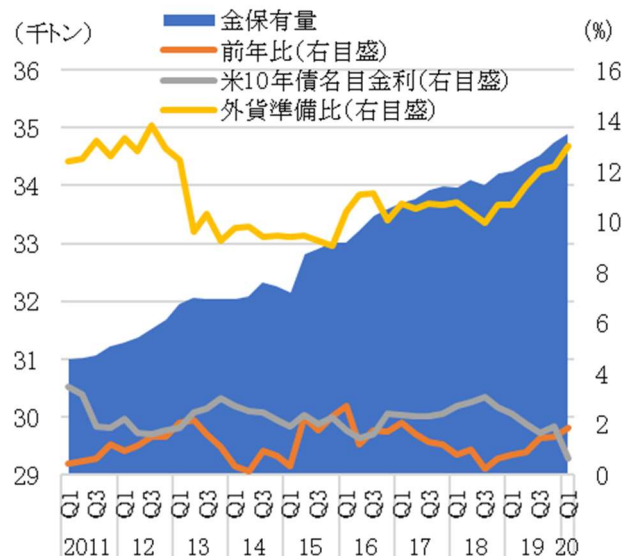
宝飾品、投資に次いで多い中銀は、価格変化とはほぼ無関係に保有量の増加が続いている（図表11）。中国やロシアが外貨準備の多様化を目的に金準備を増加させている¹⁶ことが主な要因だが、名目金利の低下局面で増加ペースが鈍化し、上昇局面で増加ペースが加速していることから、近年の保有量増加の背景には低金利環境も挙げられるだろう。

図表10 金需要と金価格の推移（前月比）



（注）ETFのみ前月からの変化幅、他は前月からの変化率
（出所）World Gold Councilより、みずほ総合研究所作成

図表11 中銀の金保有量の推移



（出所）Bloomberg、World Gold Councilより、みずほ総合研究所作成

4. おわりに

金価格は7月以降急速に上昇ペースを早め、歴史的な高値圏に到達したため、今後リサイクル量の増加や宝飾品、バー・コインなどの需要低迷などにより需給が緩和する可能性がある。また、ETFや中銀についても需要が減少する可能性がある。WGCによれば、今年6月までにETFが保有する金は年初来で700トン以上増加しているが、これまでの価格上昇を受けて、多くのETF保有者は含み益を抱えた状態であると考えられる。金先物が史上初の2,000ドルの台を記録し、市場に達成感生まれやすい。ドル安や金利低下の一方などをきっかけにETF需要が一旦減少に転じても不思議ではない。中銀については過去10年で最も保有量を増加させたロシアが今年3月に4月以降の金購入停止を公表しており、中銀全体の金購入ペースは鈍化する可能性が高い¹⁷。

一時的な需給緩和により金価格が下落する可能性はあるが、そうした調整局面を経ながらも、金市場は当面堅調に推移すると予想する。足元の金価格上昇の要因、すなわち、①高い先行き不確実性(逃避需要の高まり)、②高水準のマイナス金利債券残高や米国の実質金利の大幅マイナス化が象徴する超低金利環境(金の魅力が相対的に向上)、③ドル安進行やドル通貨供給量の高い伸び(対ドルでの金の価値上昇)の解消が当面見込めないからである。COVID-19の感染拡大が続き、景気回復ペースの鈍化が懸念され始めていること、COVID-19のワクチン開発が進んでいるものの、実用化や世界への普及には時間を要すること、米中対立が再び強まっていることなどにより、今後も先行き不確実性の高い状況が続く見通しである。また、その下で現在の緩和的な金融政策が維持され、債券との比較で金が評価されやすい状況が続くだろう。COVID-19のワクチン開発、先進国への普及には少なくとも1年程度の時間は要する見込みであり、その間は金が選好されやすい状況が続くと予想する。

図表 12 金価格変動要因の現状・先行き評価

価格変動要因	現状	先行き	評価コメント
不確実性	3	3	COVID-19や米中関係などを巡る不確実性の高い状況が続く見通し
インフレ	1	1	現時点では現状、先行きともインフレ懸念は低い
低金利環境	3	3	不確実性が高く、インフレ懸念がない状況下、少なくとも2023年まで主要国の金融引き締めは見込まず
ドル安	3	2	追加金融緩和の強化はドル安要因。ドル安加速は見込まずも、低位安定により金価格を下支え
通貨供給量	3	2	当面は高い伸びが続き金価格を下支え。来年以降伸び幅が鈍化する見込みも、資産買入が強化されれば伸びが加速する可能性も
需給	3	2	足元はETF需要増と供給減により需要超。短期的には需要減、供給増による需給緩和が懸念されるも、投資需要は今後も堅調見込み

(注) 各価格変動要因の現状・先行きを3段階で評価。価格上昇要因として可能性が高いものほどスコアは高い

(出所) みずほ総合研究所作成

<参考文献>

東京商品取引所「貴金属取引の基礎知識」

三菱マテリアルウェブサイト[<https://gold.mmc.co.jp/primer/>]

ロシア中央銀行ウェブサイト[<https://www.cbr.ru/>]

ワールド・ゴールド・カウンシルウェブサイト[<https://www.gold.org/>]

¹ 地上在庫(これまでに採掘された金の総量)は 2019 年末時点で約 19.8 万トン、埋蔵量は約 5.4 万トンとされている(詳細は <https://www.gold.org/about-gold/gold-supply/gold-mining/how-much-gold>)。金の希少性の高さを示す例として、有史以来の総量がオリンピックプールの何杯分であるという表現が用いられることがあるが、上記地上在庫と埋蔵量の合計は約 5 杯分程度にあたる

² 安全資産のイメージがある金だが、国債などのように元本が保証されているわけではない。無価値にはならないが、価格変動リスクはあり、値下りのリスクもある

³ こうした特徴から金は「無国籍通貨」とも言われる

⁴ 米国以外の国々の外貨準備の主要資産は基軸通貨であるドル(主に米国債)であるが、米国との関係悪化が深刻化している国においては、保有する米ドル資産が米国による制裁措置などで凍結されてしまうリスクがある。その点、金は米ドル資産と異なり米国からの制裁で凍結されるリスクはないため、ドルからの逃避先として金は選択しやすい

⁵ 順イールド(期間が長くなるほど金利が高いイールドカーブの形状)が変化しない場合、債券の利回りは時間の経過とともに低下し、債券価格が上昇する効果

⁶ 2019 年の米国の利下げ局面では、多くの国が米国と同様に金融緩和に動いたこともあり、持続的なドル安にはならなかった

⁷ 米国の M1 は、現金通貨、トラベラーズチェック、要求払い預金、その他決済性預金 (other checkable deposits) で構成されている

⁸ 金価格と通貨供給量(M1)の前月比および前年比の相関係数をみると、2000 年以降はほぼ 0、2010 年以降は 0.2 程度、2015 年以降は 0.5 程度となっている

⁹ 2010 年 4 月～10 月については、M1 の前年比の伸びは鈍化(3.8%～6.2%)しているものの、2000 年～2009 年までの前年比の平均値(4.1%)は概ね上回る伸びが続いた

¹⁰ 供給要因としてはこのほかに生産者ヘッジが挙げられる。生産者ヘッジとは鉱山会社の売りヘッジ(先渡し取引での売りやオプションなどのデリバティブ取引など)を指す。鉱山生産やリサイクルと比べて数量が極めて小さいため、本稿では省略している

¹¹ 2011 年 1～3 月期から 2019 年 10～12 月までの期間におけるリサイクルおよび金価格の前年比の相関係数は 0.53 となっている

¹² ETF について、WGC の統計では ETF や ETF に類似する商品を「ETF と類似する商品」という項目名で整理しているが、本稿では単に ETF と表記する

¹³ 2020 年 1～3 月期については ETF 需要が急増したため、ETF がバー・コインよりも多くなったが、平時はバー・コインのほうが需要は多い

¹⁴ 2011 年 1～3 月期から 2019 年 10～12 月期までの期間における宝飾品とバー・コインのそれぞれの前月比と金価格の前月比の相関係数は宝飾品が▲0.46、バー・コインが▲0.36 となっている

¹⁵ 2011 年 1～3 月期から 2019 年 10～12 月期までの期間における ETF の前月からの変化幅と金価格の前月比の相関係数は 0.40 となっている

¹⁶ WGC によれば、2011 年 1～3 月期から 2020 年 1～3 月期までに世界の金準備は 3,900 トン増加しているが、そのうちの約 6 割(2,400 トン)は中国とロシアによる増加である

¹⁷ http://www.cbr.ru/eng/press/pr/?file=31032020_192742eng2020-03-31t19_26_27.htm#highlight=gold

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。