



TOKIO MARINE
ASSET MGT

2020年11月26日

金を取り巻く環境と今後の展望

東京海上アセットマネジメント
投信情報部 岡 圭佑

ーポイントー

- 各国が進める金融緩和策による通貨供給量の拡大は、中長期的に通貨の信認低下をもたらし、希少性がある金の相対的な価値を高めることに。
- 地球上の金の埋蔵量は2019年末時点で5.4万吨程度とされている。現在の年間約3千トン程度の鉱山生産が継続すると、将来的な需給の逼迫は避けられず、趨勢的な金価格の上昇要因となるだろう。
- 債券利回りは従前より低下しているため、リスクオフ時の受け皿として信用リスクが無い金を選好される可能性がある。
- 金は主に米ドル建てで取引されるため、金価格は米ドル安局面で上昇する傾向がある。米国の金融・財政政策の方向性を踏まえると、米ドル安が金価格の上昇要因となる構図が継続すると考える。



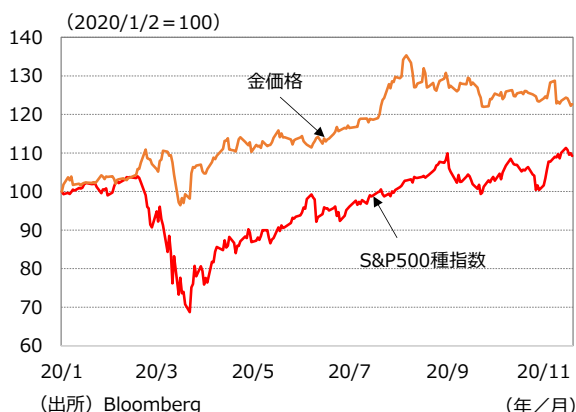
1ーはじめに

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大に対応するため、各国が講じている大規模な財政・金融政策などを背景に、金価格は歴史的な高値圏で推移している（図表1）。

2020年3月、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大により株価が急落し、投資家の現金確保の動きが強まる中で、金までも売られる展開となった。しかし、各国が大規模な財政・金融政策に舵を切ると、金価格は急速な切り返しに転じ、8月には1トロイオンス＝2,000ドルを突破して過去最高値を更新している。11月20日時点でS&P500種指数の年初来＋9%に対して、金価格は＋23%と大きく上昇している。

本稿では、金価格上昇の背景や需給動向を整理するとともに、金市場の今後について展望する。

【図表1 S&P500種指数と金価格】
2020年1月2日～11月20日、日次



※上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

(次頁へ続く)

2-通貨供給量の拡大がもたらす金価格の上昇

まず、金価格の動向をみる上で、通貨供給量は重要な金価格の変動要因である。通貨供給量の拡大は、通貨の信認低下をもたらし、希少性の高さから金の相対的な価値を高めることにつながると考えられる。

新型コロナウイルス感染拡大を受けて、FRB（米連邦準備制度理事会）をはじめ世界の中央銀行が大規模な金融緩和を実施した結果、通貨供給量の急増とともに金価格は上昇していることが確認できる（図表2）。

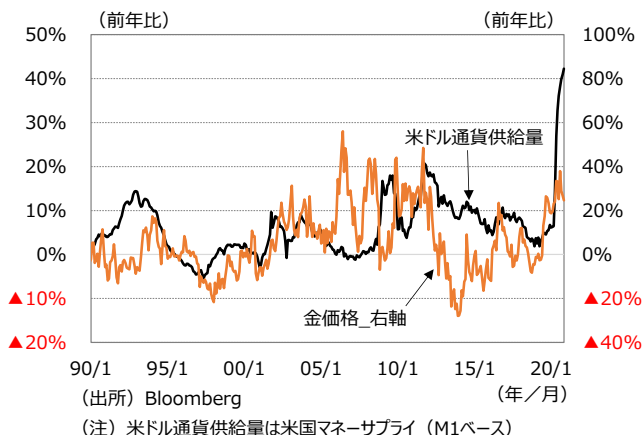
過去に遡ると、2000年代前半（ITバブル崩壊後）や、2009年から2011年（リーマンショック後）のように、大規模な財政出動に伴い通貨供給量が増加した局面においても金価格は上昇した。足もとでは米国同様、日欧でも新型コロナウイルスの世界的な感染拡大を機に大規模な金融緩和を進めており、当時と比較すると世界的に通貨供給量は増加傾向にある。

FRBに限ってみれば、通貨供給量はおよそ30年間で6倍の水準に膨れ上がり、金価格は5倍の水準に達している

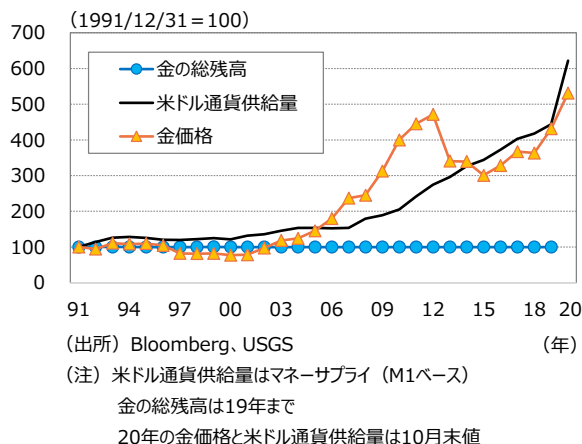
（図表3）。金は通貨とは異なり、供給量に限りがあるため通貨供給量が増加すれば、金の通貨に対する相対的価値は上昇することになる。

金価格の先行きを展望すると、新型コロナウイルス感染拡大の収束の兆しが見えない中、当面FRBをはじめ各国の中央銀行による大規模な金融緩和が続くことから、前年比でみた通貨供給量は高水準を維持する見込みであり、この点は金価格の下支えとなるだろう。

【図表2 米ドル通貨供給量と金価格】
1990年1月～2020年10月、月次



【図表3 米ドル通貨供給量と金の価格、総残高】
1991年～2020年、暦年



【コラム①】金には限りがある

将来的には、供給量（鉱山生産量）の減少といった構造的な要因も加わり、金価格は上昇基調を強めることが予想される。金の国際調査機関である「World Gold Council」の公表資料によると、地球に埋蔵されている金は2019年末時点で約54,000トン程度とされる。その多くは採掘が困難な場所にあり、近い将来、地上にある在庫を再利用する以外に手段がなくなると言われている。

現在、金は年間3,000トン程度のペースで産出されているが、単純計算で20年程度で枯渇する計算になる。リサイクルで得られる金で鉱山の供給減を補うことができたとしても、年間4,500トン程度の需要を賄うことはいずれ困難になる。近い将来、需給が逼迫する可能性があり、供給量の減少は趨勢的な金価格の上昇要因となるだろう。

※ 上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

※ 上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

(次頁へ続く)

3 – 低金利環境では金の投資妙味が高まる可能性も

低金利環境が継続すれば、金の相対的な魅力は高まる可能性がある。

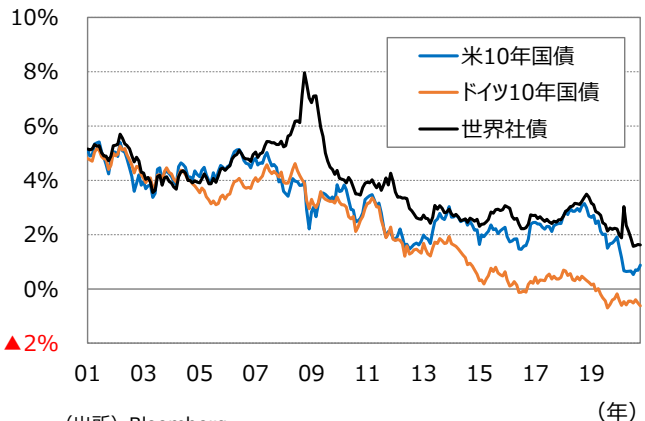
債券や株式などの金融資産は発行体の信用リスクが存在するが、金には発行体も信用リスクも存在しない。

信用リスクに見合ったインカムゲインを得られる債券や株式と比較すると、インカムゲインを得られない点で金への投資はデメリットになる。しかし、近年は多くの国で大規模な金融緩和が実施され、国債や社債の利回りは大きく低下しており、従来ほど高いインカムゲインを得にくい状況にある（図表4）。

金利が一段と低下（債券価格は上昇）すれば、債券投資によりキャピタルゲインを得られる可能性もある。しかし、マイナス金利などの低金利政策による副作用が指摘される中、新型コロナウイルス感染拡大への対応として、日銀やECB（欧州中央銀行）がマイナス金利の深掘りを見送っていることを踏まえると、利下げ余地は乏しい。また、ゼロ金利政策を導入したFRBも更なる利下げについて、有用な手段でないとの見解を示している。このように、更なる金利低下余地は限定的とみられることから、キャピタルゲインへの期待も高まりにくいと考えられる。

新型コロナウイルス感染症が収束に向かう兆しがみられない中で、中央銀行の金融緩和的なスタンスは当面維持されることが予想される。低金利環境が続くなか、足もとでは債券投資額は減少傾向にあるが（図表5）、リスクオフ時の受け皿としての役割が低下すれば、その分安全資産とされる金へ資金が振り向けられる可能性もあるだろう。

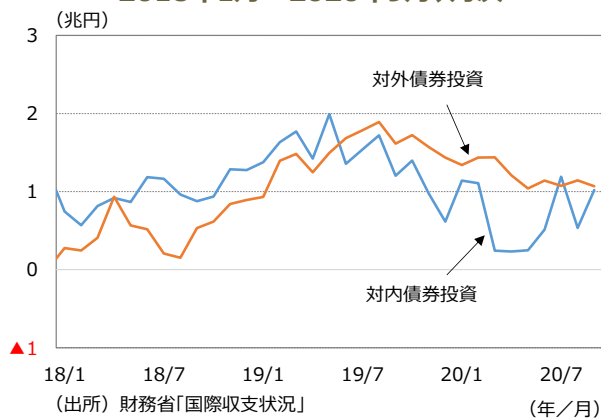
【図表4 国債・社債利回りの推移】
2001年1月～2020年10月、月次



(出所) Bloomberg

(注) 世界社債はブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合社債インデックス

【図表5 対内・対外債券投資の推移】
2018年1月～2020年9月、月次



(出所) 財務省「国際収支状況」

(注) 中長期債と短期債の合計。12ヵ月移動平均。

4－米ドル安局面では金価格は上昇する傾向

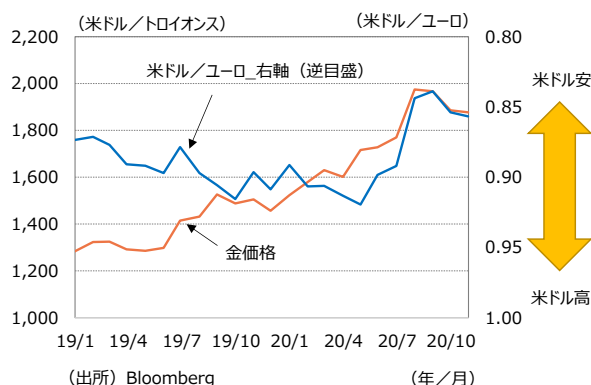
金価格は、米ドル安局面で上昇しやすい特徴もある。国際的に金は米ドル建てで取引されるため、米ドル安が進行すれば、米ドル建ての金価格は上昇する。

米ドルに影響を与えるという点では、金融政策が金価格の重要な変動要因となる。一般的に政策金利を引き上げれば、米金利の上昇を通じて米ドル高が進行する一方、政策金利の引き下げは米ドル安となる。足もとでは米ドル安が進行しているが（図表6）、新型コロナウイルスの感染拡大への対応としてFRBがゼロ金利政策を導入したことなどが背景にあると考えられる。

過去の米ドル安局面においても、金価格は上昇する傾向にあった。過去1年、10年、20年における、金価格と米ドル指標の相関係数を計算すると、いずれの期間においても米ドル指標と金価格の間には負の相関がみられる（図表7）。すなわち、米ドル安局面では、相対的に金の魅力が高まり、価格が上昇しやすいことを示している。

こうした米ドル安が金価格の上昇要因となる構図は、今後続くことが予想される。2020年9月、FRBは少なくとも2023年末までゼロ金利政策を維持する方針を表明したことにより、低金利政策の長期化が見込まれることや、米大統領選挙後の新たな政権のもと、大規模な財政支出も想定されることなどを背景に、米ドル安基調が維持されれば、金価格の押し上げに働くだらう。

【図表6 金価格と米ドル/ユーロ】
2019年1月～2020年10月、月次



【図表7 金価格と米ドル指標の相関係数】
2000年10月～2020年10月、月次

直近の期間	米ドル インデックス	円/米ドル	米ドル/ユーロ
1年	▲0.72	▲0.73	▲0.67
10年	▲0.43	▲0.51	▲0.37
20年	▲0.43	▲0.40	▲0.41

(出所) Bloomberg (注) 相関係数は月次騰落率の相関

【コラム②】トロイオンスとは？

金、銀、プラチナなど貴金属の取引単位で、1トロイオンスは31.1035グラムに相当する。トロイオンスのトロイとは、フランスのシャンパーニュ地方のトロワという地域の名称に由来する。トロワを英語的に発音し、それにオンスを付けてトロイオンスという単位が出来たとされる。

金重量の換算表

オンス	トロイオンス	グラム
1.1	1	31.1
0.035	0.032	1
35.3	32.1	1000

※上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。
※上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

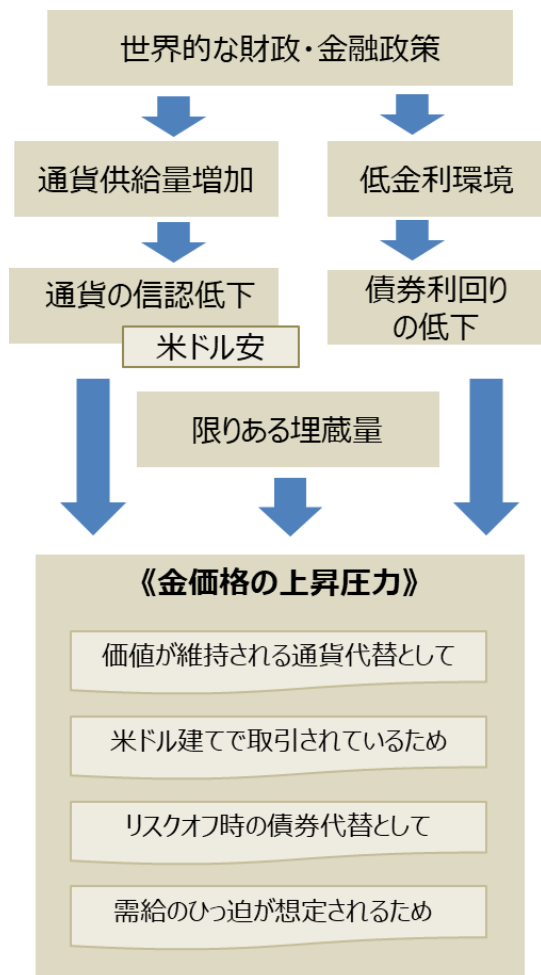
(次頁へ続く)

5 - まとめ

金価格の急上昇は、通貨供給量の拡大や低金利政策、米ドル安といった、新型コロナウイルスの感染拡大を契機とした大規模な財政・金融政策に起因するものであった。金価格は2020年3月以降、急激なペースで上昇し高値警戒感から、下落に転じるとの見方もある。

しかし、新型コロナウイルス感染症の収束に向けた兆しが見えない中で、当面拡張的な財政・金融政策の継続とともに、通貨供給量の増加や低金利環境が続くことが見込まれ、金価格を下支えすることが期待される。また、米ドル安の背景にあるゼロ金利政策は少なくとも2023年末まで継続され、これにより米ドル安基調が維持されれば、この点も金価格の押し上げに働くと考えられる。長期的な観点では、供給量の減少といった構造的な要因が加わることから、金価格は趨勢的に上昇基調を強めるだろう。

【図表8 金の展望（全体観）】

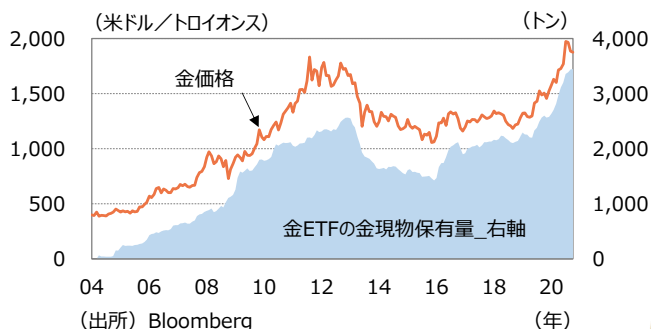


【コラム③】金ETFが保有する金現物

新型コロナウイルスの感染拡大による世界的な景況感の悪化や、安全資産とされる金の需要の高まり、各国中央銀行の大規模な金融緩和策により、世界の金上場投資信託（ETF）への資金流入が加速している。世界の金ETFが価値の裏付けとして保有する金現物の残高は10月で3,000トンを超えており、年間の鉱山生産量とほぼ匹敵する規模に拡大している。

世界の金ETFの金現物保有量の推移

2004年1月～2020年10月、月次



※ 上記は過去の実績であり、将来の動向を示唆・保証するものではありません。

※ 上記は作成日時点の弊社の見解であり、今後、予告なく変更することがあります。

投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等値動きのある証券に投資をしますので、これら組み入れ資産の価格下落等や外国証券に投資する場合には為替の変動により基準価額が下落し、損失を被ることがあります。

投資信託は、預貯金や保険と異なります。また、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。個別の投資信託毎にリスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

投資信託に係る費用について

- 購入時に直接ご負担いただく費用・・・購入時手数料 上限3.3%（税込）
 - 換金時に直接ご負担いただく費用・・・信託財産留保額 上限0.5%
 - 保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・信託報酬 年率上限2.035%（税込）
※ファンド・オブ・ファンズでは、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の運用管理費用等を別途ご負担いただきます。
 - その他の費用・手数料・・・監査報酬、有価証券売買時の売買委託手数料、信託事務等に要する諸費用等をファンドの信託財産を通じて間接的にご負担いただきます。
- 詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

※お客さまにご負担いただく手数料等の合計金額については、お客さまの保有期間等に応じて異なりますので表示することができません。

<ご注意>

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しています。費用の料率につきましては、東京海上アセットマネジメントが運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しています。費用の詳細につきましては、個別の投資信託毎の投資信託説明書（交付目論見書）、契約締結前交付書面等をよくご覧ください。

投資信託にかかるリスクや費用は、投資信託毎に異なりますので、ご投資をされる際には、事前に投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご確認ください。

東京海上アセットマネジメント株式会社

<https://www.tokiomarineam.co.jp/>

サービスデスク 0120-712-016
(土日祝日・年末年始を除く 9:00~17:00)

商号等：東京海上アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第361号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

- 当資料は、情報提供を目的として東京海上アセットマネジメントが作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。お申込みに当たっては必ず投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。投資信託説明書（交付目論見書）は販売会社までご請求ください。
- 当資料の内容は作成日時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載された図表等の内容は、将来の運用成果や市場環境の変動等を示唆・保証するものではありません。
- 投資信託は、値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合には、この他に為替変動リスクもあります）に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本が保証されているものではありません。
- 投資信託は金融機関の預金とは異なり元本が保証されているものではありません。委託会社の運用指図によって信託財産に生じた利益および損失は、全て投資家に帰属します。
- 投資信託は、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリング・オフ）の適用はありません。
- 投資信託は、預金および保険契約ではありません。また、預金保険や保険契約者保護機構の対象ではありません。
- 登録金融機関から購入した投資信託は投資者保護基金の補償対象ではありません。