

高値圏で推移する金価格
～長期的な価格上昇要因に関する一考察～

経済調査部 主任研究員 志波 和幸
kazuyuki_shiba@iima.or.jp

2019年以降の金価格の上昇傾向が止まらない。金先物の代表的指数であるCME（シカゴ先物市場）は2月18日時点で（1トロイオンス当り）1,600.00ドルと7年ぶりの高値で推移する一方、東京商品取引所（TOCOM）では同日に（1グラム当り）5,594円と1982年2月の上場以来最高値をつけた¹。

図表1：金価格（先物）の推移（1978年以降）



（出典：Bloomberg）

金は他の貴金属と比べても、ここ1年間アウトパフォームしている。図表2及び図表3は銀とプラチナとの価格推移を比較したものであるが、金はこの1年間で2013年から2016年にかけての下落幅の50%を回復したのに対し、銀及びプラチナはようやく価格の底入れの兆しが見られる程度にとどまっている。これは、貴金属個別の需給アン

¹ ただし、現物市場では1980年1月に6,495円（田中貴金属工業（株）のホームページより、小売価格／消費税含まず）の値をつけている。これは、1979年12月に旧ソビエト連邦がアフガニスタンに侵攻したことによる地政学リスクの高まりを受けたもの。

バランスの発生²に加え、金の需要の約 30%が投資用（残り 50%は宝飾品、10%は工業用、10%は公的購入）であるのに対し、銀とプラチナの約 60%は工業用と用途の違いも一因³と考えられる。

図表 2：金と銀の価格推移



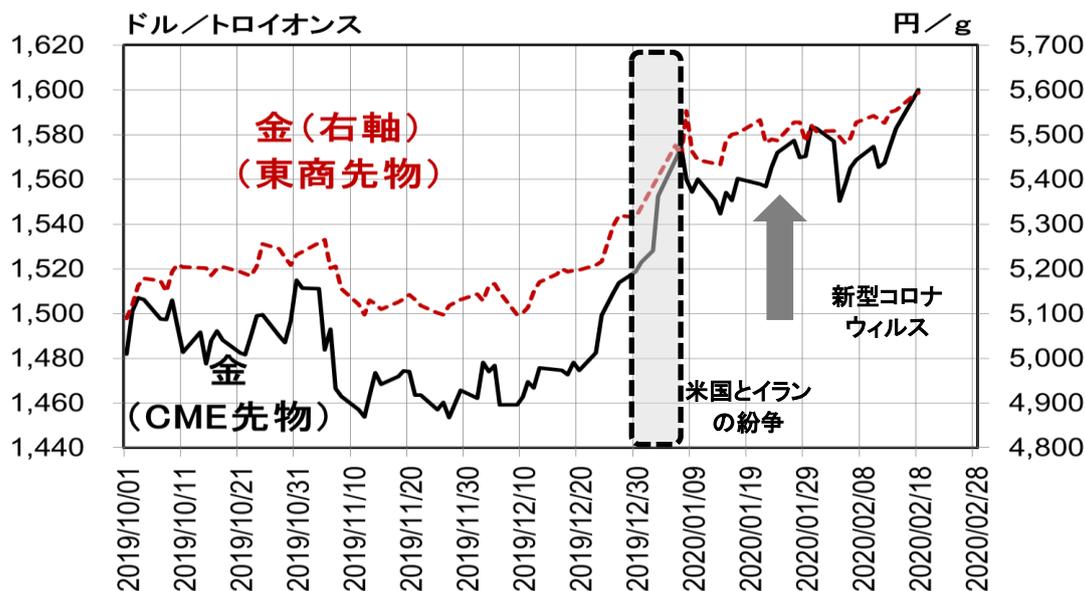
図表 3：金とプラチナの価格推移



(出典：Bloomberg)

特に、先月（2020年1月）以来の金価格急騰の原因として、①米国とイランとの紛争（1月3日に米国がイラク革命防衛隊の幹部を殺害。1月8日にその報復処置としてイランが在イラク米軍基地をロケット攻撃）による地政学リスクの高まりと、②1月下旬以降の中国を震源地とする新型コロナウイルスの拡大による世界経済の先行き不透明感が挙げられよう。

図表 4：金価格の推移（2019年10月以降）



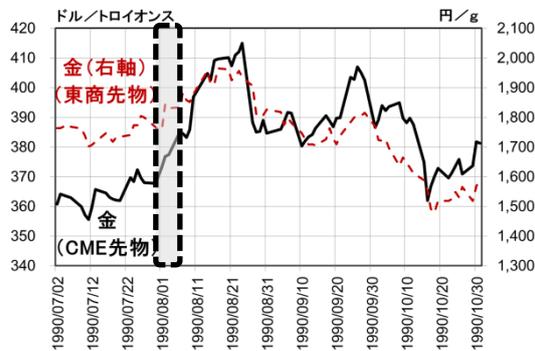
(出典：Bloomberg)

² 例えば、2007年にプラチナ価格が急騰したのは、産出量の約70%を占める南アフリカの生産状況（電力・安全・労使問題）が悪化したことが原因とされている。

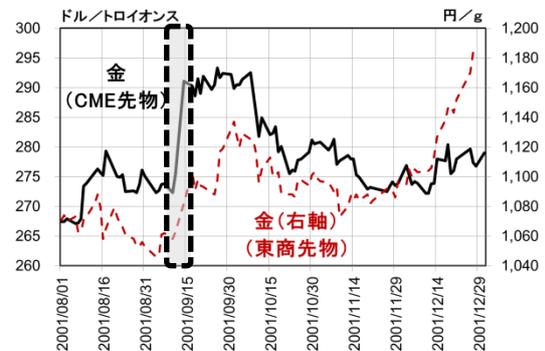
³ 銀の需要割合は「宝飾品：20%、工業用：55%、投資用：20%、銀器：5%」、プラチナは「宝飾：30%、工業用：65%（うち自動車触媒が40%）、投資用：5%」。2012年以降のプラチナ価格の低迷は、自動車（特にディーゼル車）の排ガス浄化触媒としての需要が先細るとの見方が強いことが主因である。

古来より金は「有事の買い」、即ち突然のイベント発生時の資金逃避先として好まれる金融商品と言われてきた。図表 5 から図表 10 は、1990 年以降世界が震撼した 6 つの代表的なイベント発生前後の価格推移をグラフにしたものである。

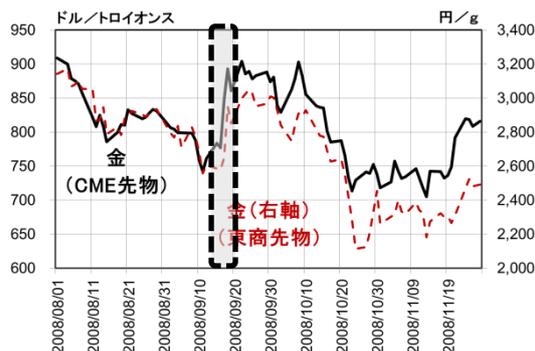
図表 5：1990 年 8 月 2 日
(イラクのクウェート侵攻)



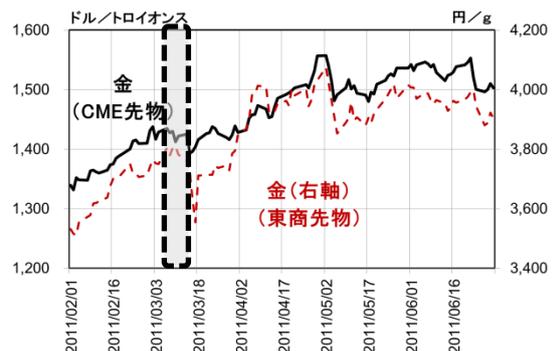
図表 6：2001 年 9 月 11 日
(米国同時多発テロ事件)



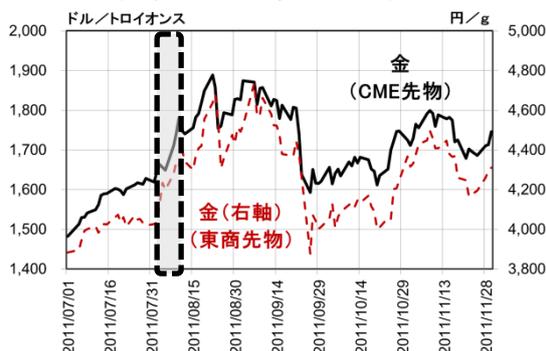
図表 7：2008 年 9 月 15 日
(リーマン・ショック)



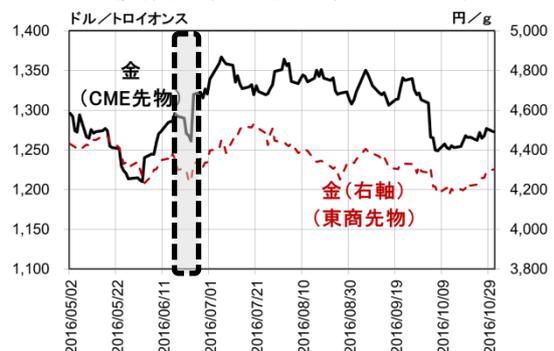
図表 8：2011 年 3 月 11 日
(東日本大震災)



図表 9：2011 年 8 月 5 日
(米価格付の引き下げ)



図表 10：2016 年 6 月 23 日
(英国の国民投票、BREXIT)



(出典：いずれも Bloomberg)

以上の事例を見ると、図表 8 (東日本大震災) 以外ではイベント発生直後に金価格はたしかに上昇しているが、数か月後には発生前の水準に戻る傾向も見られる。つまり、金は短期的には「資産の一時逃避先」として選好され、イベントが落ち着くとともに売却されることが分かる。

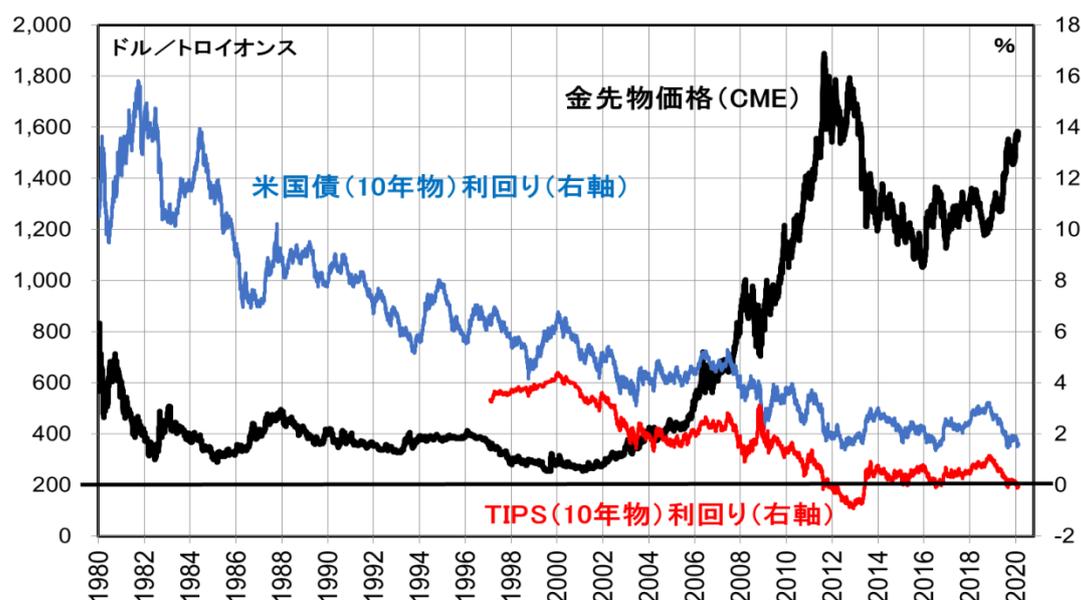
以上を考慮すると、通常ならば米国・イラン間の緊張緩和に伴い巻き戻しが発生するはずだが、1月下旬以降の新型コロナウイルスの収束見通しが未だ見えないため、リスクオフ環境が高まるとともに金価格は相応の期間高値圏を維持する可能性もある。

一方、長期的（数十年レベル）な金価格の動向を占う役割を果たす金融商品や経済指標等は存在するのだろうか。ここでは、その説明をするにあたりよく登場するものについて簡単に述べたい。

(1) 米国長期金利

一般に、「米国の金利が上がる（下がる）と金価格が下がる（上がる）」という逆相関の関係があるとされている。これは、「米国の金利が上昇（低下）すると、他の通貨に比べて信用力の高い米ドルの魅力が高まる（薄まる）一方、安全資産とはいえ配当や利子を生まない金の魅力は薄れる（高まる）ことから金価格が下落（上昇）する」ことを連想させるからである。

図表 11：金価格と米国債（10年物）利回り



(注) TIPS とはインフレ連動米国債のこと。TIPS 利回りは実質金利を意味する。

(出典：Bloomberg)

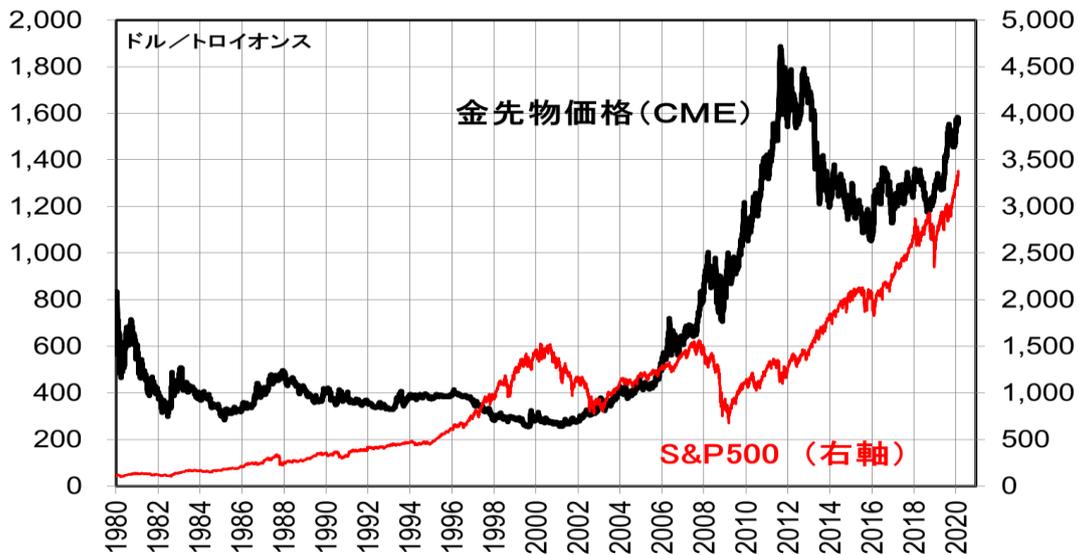
ここ 40 年間（1980 年以降）の金価格と米国債利回りの関係を見ると、概ね 2000 年までは順相関の関係にあった（金価格が 1 年程度先行）が、それ以降は逆相関の関係に転じている。これは、2000 年までの米国経済は「ディスインフレ（インフレの持続的低下）環境下の好景気」期間が続き、金以外の金融商品（特に株）への投資が選好されたため金価格が低迷したのに対し、2000 年以降は長期金利がほぼ下限に近付き（かつ短期金利も「ゼロ金利」政策が長期間続いている）利息を生まない金投資の魅力が相対的に高まったことが挙げられる。

(2) 米国株

米国株も金利と逆相関の関係（米国の金利が上がる（下がる）と米国株が下がる（上がる））があると言われるが、図表 12 の通り長期的には金価格と米国株（ここでは S&P500 を使用）間に明確な相関の関係を見るができない。

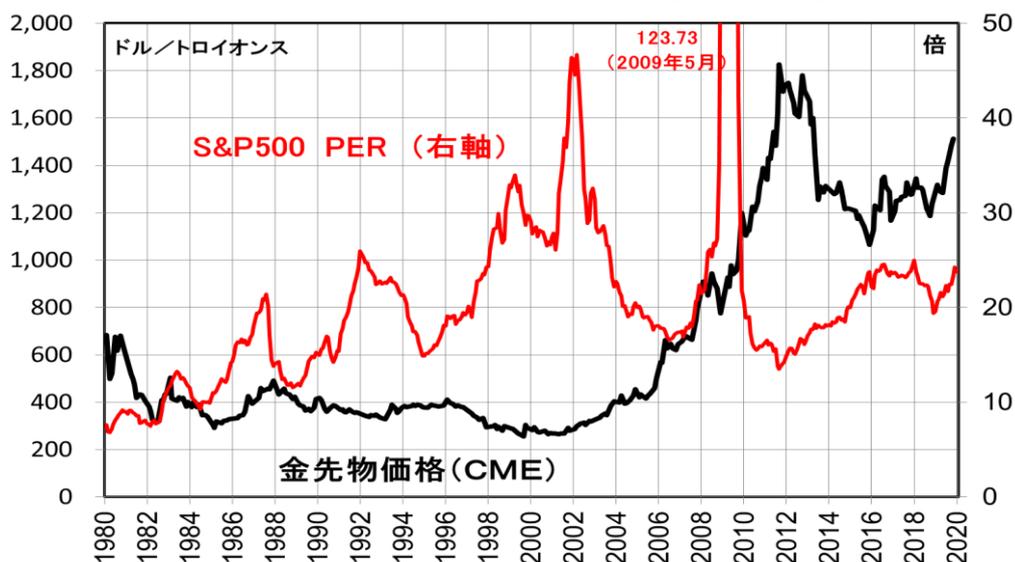
一方、PER⁴と金価格にはおおむね逆相関の関係（利益の割に株価が上昇している（=PER が上昇）時は金価格が下落）が見られる。ただし、2018 年以降はその関係に跛行性が見られる。

図表 12：S&P500（1980 年以降）



(出典：Bloomberg)

図表 13：S&P500 の PER（1980 年以降）／月次



(出典：PER は Shiller PE ratio for the S&P 500 より)

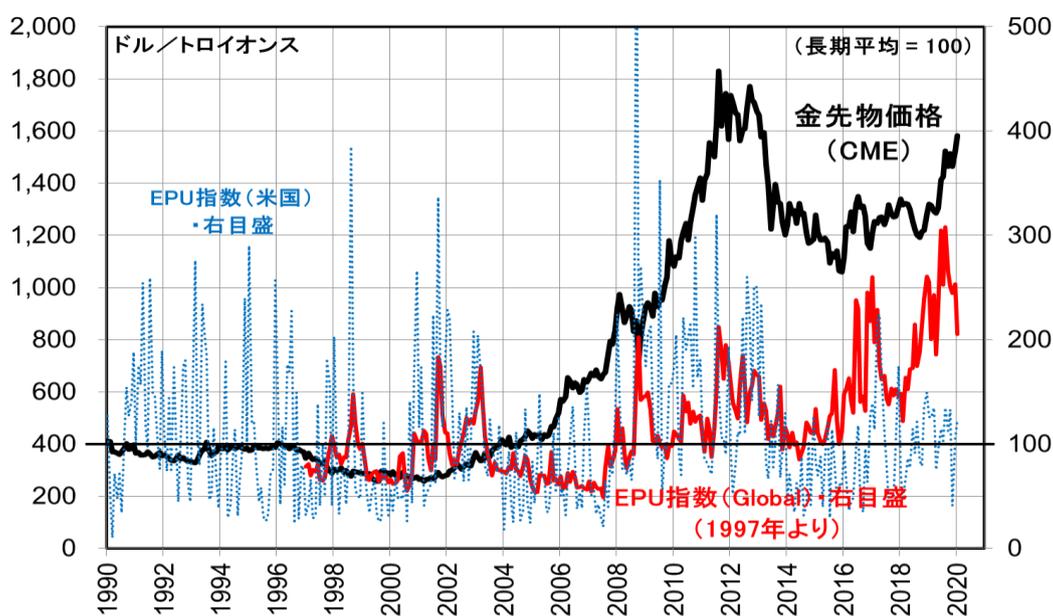
⁴ 株価収益率 (price earnings ratio)：株価の状況を判断する指標の一つ。
「株価／一株当たり当期純利益」または「時価総額／当期純利益」で表される。

(3) 経済政策不確実性指数 (EPU)

一般的に、世の中の情勢が不安定になると安全資産への投資意欲が高まる傾向にある。そのため、その不安定度を測る様々な指標が開発・公表されている⁵が、ここでは EPU を紹介する。

EPU は、政策をめぐる不確実性や政策との係わりで高まる経済の先行き不透明性を定量化するために作られた指標で、主要新聞の経済関連記事から「経済政策に関し『不確実』、『不確定』などのキーワードを含む記事の数」、「将来の税制優遇措置の期限切れの数」、「エコノミストの経済予想のブレ幅」の 3 項目から、経済政策の先行きの不確実性・不透明性を測定し指数化したものである⁶。

図表 14 : EPU (「米国」と「Global」) (1990 年以降) / 月次



(出典 : Bloomberg)

図表 14 はそのうち「Global」と「米国」の EPU の推移をグラフ化したものであるが、ここ 10 年に限れば「Global」の指数と金価格は略同じ方向で推移しているように見える。

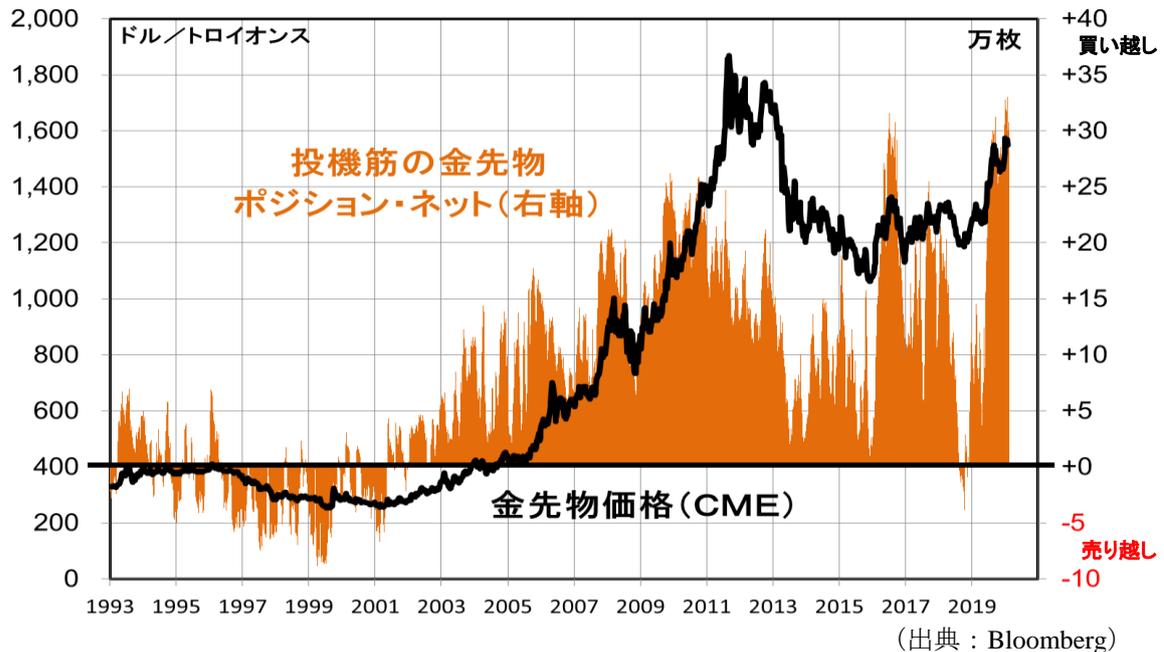
(4) 投機筋の金先物ポジションの推移

米商品先物取引委員会 (CFTC) は、米国内の先物市場における大口トレーダーの建玉明細 (毎週火曜日の取引終了時点) を週末金曜日の取引終了後に発表している。そのうち、NY 金先物における投機筋の売買状況 (買い建玉から売り建玉を差し引いた「ネットポジション」と金価格の推移を照合すると、正の相関が確認できる。(図表 15)

⁵ 投資家心理を示す数値の代表例として、S&P500 を対象とするオプション取引の値動きを元に算出する「VIX 指数」が挙げられる。

⁶ 詳細は、<https://www.policyuncertainty.com/>をご参照。2020 年 2 月現在、グローバル (Global) 指数のほか国別 (米国を含む 24 カ国) の指標がある。

図表 15：投機筋の金先物ポジション（1993 年以降）／週次

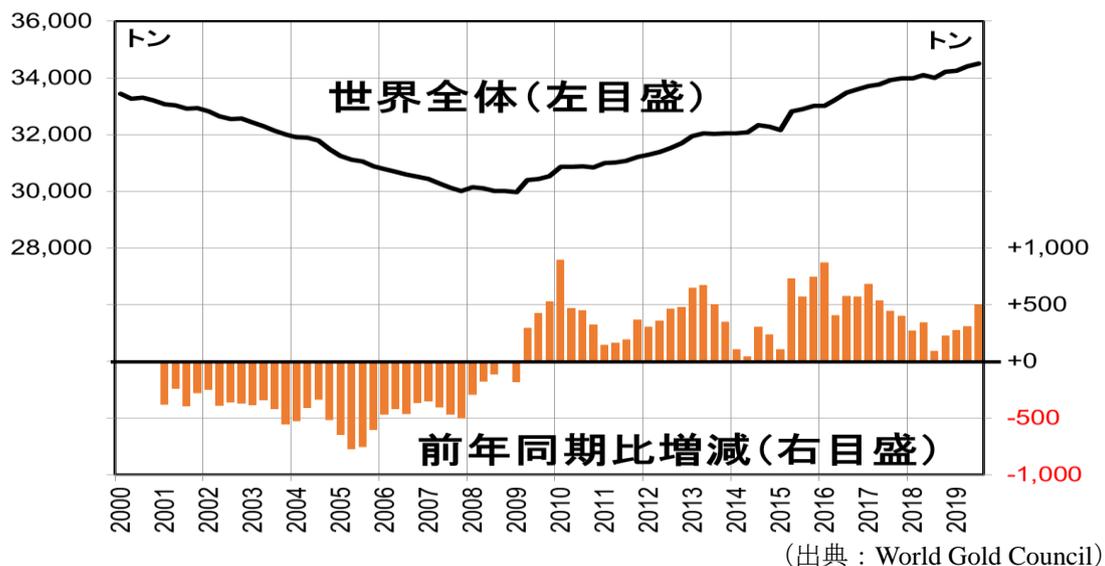


一方、最新（2月11日現在）の投機筋の買い越し額が30万枚と引き続き歴史的な高水準で推移していることから、それらの市場参加者によるポジション調整の売り圧力が金価格の上昇を当面抑制するとの予想もある。

(5) 世界の中央銀行・公的機関の金保有量

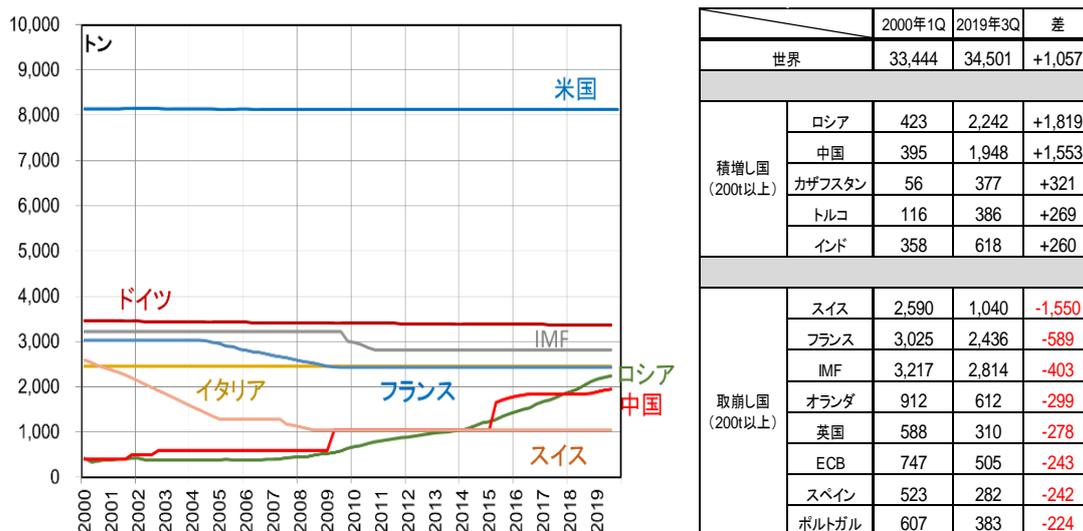
世界の中央銀行及び公的機関は、自国通貨だけでなく基軸通貨米ドルに万が一のことが生じた場合の資産価値の保全のため、外貨準備の一手段として金を保有している。その保有量は2009年を境に増加に転じ、2019年第3四半期には総計34,501トンとWorld Gold Council社が統計を開始以来最高となった。

図表 16：世界の中央銀行・公的機関の金の保有量推移（2000 年以降）／四半期毎



国別では、スイス・EU 諸国（含む ECB）・IMF がこの 20 年間で金保有量を落としたのに対し、中国とロシアが大量に購入している。特にロシアは 2006 年以降継続的に金保有量を増加させ、直近では米国・ドイツ・イタリア・フランスに次ぐ世界第 5 位の保有大国となった。これは、経済危機時の自国通貨防衛対策用に加え、2014 年のウクライナ危機（クリミア併合）以降の相次ぐ米国からの経済制裁を踏まえ米ドル資産から他の資産に分散・多角投資する政策の一環として金保有量を増加させていることが挙げられる。

図表 17・図表 18：主要各国の保有推移（2000 年以降）



（出典：いずれも World Gold Council）

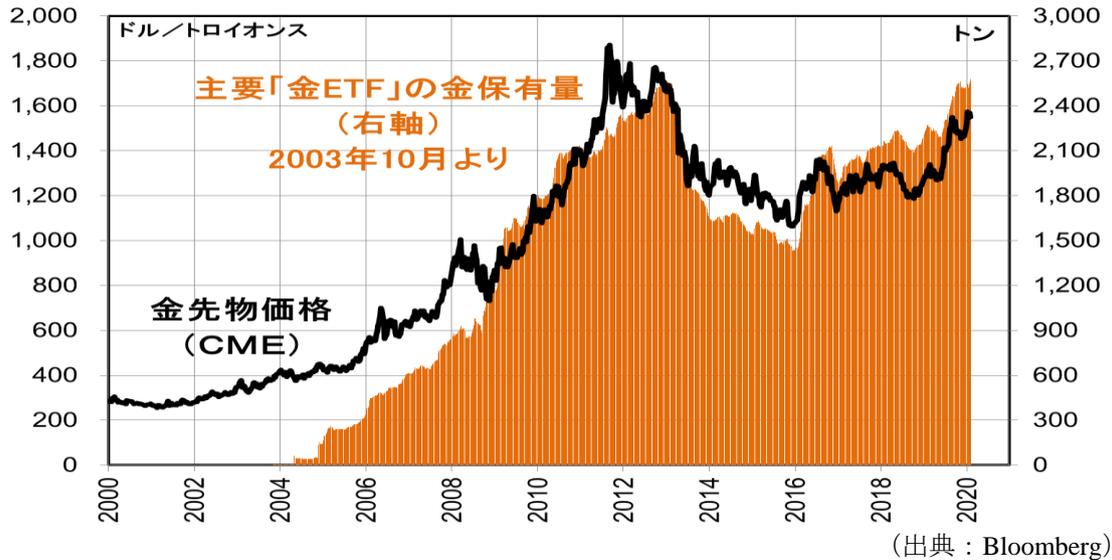
各国中銀・公的機関の総保有量は、有史以来の金採掘量（約 18 万トン）の 1/6 を占めるうえ、年間供給量（鉱山での新規算出量+中古スクラップ量の合計）約 4,500 トンの約 1 割を購入しており、一大需要家として今後の金価格を左右する立場にある。そうしたなか、今後も地政学的リスクの高まりを受け、各国中銀（特に米国と何かしらの摩擦がある国々）の金購入・保有ニーズは引き続き旺盛であると予想される。

（6）金 ETF（上場投資信託）残高

金 ETF は、金の価格に連動するように設計された投資信託で、株式と同じ様に証券会社で売買することができる。また、価値の裏付けとして発行額に応じた金現物を保有し、米国では投資家の請求に応じて金現物との交換も行われている。1990 年代に米国で誕生した同商品は、金地金や金コインを購入・保有するのとは比べ「手続きが簡単（売買契約を証明する保証書を受け取るだけ）」・「安価（金の保管に関する手間や手数料が安い）」・「安全（盗難リスクが低い）」であることから、資産の分散投資対象商品として広範に流布している。その増減の把握は、投資需要の動向を予測する際には欠かせない要素のひとつとなっている。

図表 19 は、金 ETF 残高と金価格の推移をグラフ化したものであるが、正の相関が確認できる。

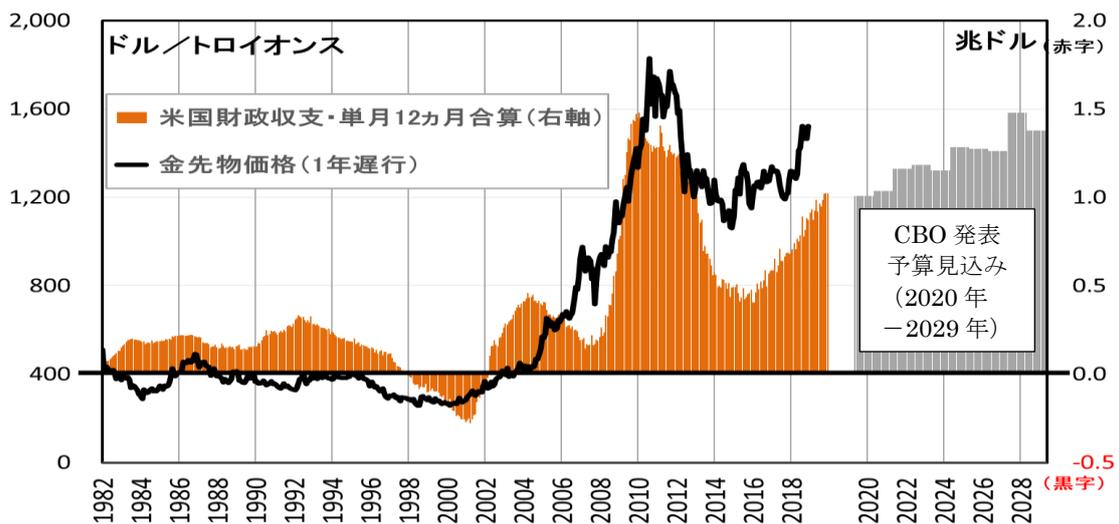
図表 19：金 ETF 残高⁷の推移（2003 年以降）



(7) 米国の財政収支

米国の 2019 会計年度（2018 年 10 月～2019 年 9 月）の財政収支は、赤字額が前年度比 26% 増の 9,844 億ドル（約 107 兆円）と 7 年ぶりの水準に悪化した。中国製品の関税引き上げ政策や企業業績回復による関税収入及び法人税収の伸びを大型減税が打ち消し、社会保障給付を始めとする財政支出の増加分を補い切れていない。この構図は当面続くため、米議会予算局（CBO）は今後 10 年間の長期財政見通しで 2020 年度の赤字額は 1 兆ドルを突破し、2028 年度には 1 兆 4,790 億ドルに膨らむと予想している⁸。

図表 20：財政収支の推移（1982 年以降）／月次



(出典：U.S. Department of the Treasury、CBO)

⁷ 以下の 17 社が組成した金 ETF の合算（Bloomberg より）。
BetaShares、Blackrock、Central Fund of Canada、Deutsche Bank、ETF Securities、GAM、Goldist、GraniteShares、Merk、NewGold、Source、SPDR、Standard Bank、UBS、Value Gold、Xetra Gold、ZKB。

⁸ “CBO’s Baseline Budget Projections (August 2019)”より。

同国の財政収支の状況はドルの信用度合いと表裏一体の関係にある。すなわち、財政赤字が膨らむとデフォルト（債務不履行）懸念とともに基軸通貨であるドルの信用が棄損し、その結果安全資産である金の購入意欲が高まるという構図が成立する。

実際、1982年1月から2019年12月までの「財政収支（直近12ヵ月分を累計）」と「金価格（月末、1年遅行）」の相関度は高い（決定係数（ R^2 ）=0.755）。従って、米国財政収支と金相場の相関関係（財政赤字が悪化（改善）すると金価格は上昇（下落）する）が今後も維持されるという前提を基に考えると、金相場の継続的な上昇が予想される。

以上7つの指標等を紹介したが、これ以外にも将来の金価格動向を示唆するものは少なからず存在するであろう。また、各々の指標がその他の指標等に直接的・間接的に影響を及ぼすうえ、状況・背景に応じてそれらの因果関係の主従が変わることもあるため、他の金融商品と同様に今後の金価格動向を明確に予測することは難しい。

しかし、世界の政情及び経済の分断化・内向き志向並びに先行きの不透明感が強まるなか、価値がゼロにはならないと言われている金の注目度は今後も高まっていく。

本レポートが読者の参考となれば幸いである。

以 上

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、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、宜しく願い申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、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います。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。

Copyright 2020 Institute for International Monetary Affairs（公益財団法人 国際通貨研究所）

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

Telephone: 81-3-3510-0882, Facsimile: 81-3-3273-8051

〒103-0027 東京都中央区日本橋本 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8階

電話：03-3510-0882（代）ファックス：03-3273-8051

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>