

金とドルの関係について



市川 眞一
シニア・フェロー

今週のサマリー

金が史上最高値を更新した後、急落するなど市場の関心を集めている。一方、金価格の上昇は、基軸通貨としてのドルの信認に関連付けた見方もあるようだ。しかしながら、金はドルだけでなく、今年に入って主要通貨に対し軒並み値上がりしている。つまり、ドルへの市場の信認が揺らいでいるのではなく、通貨価値全般の下落が懸念されているのだろう。背景にあるのは、リーマンショックに始まる中央銀行の莫大な流動性供給ではないか。新型コロナ禍により、さらにマネーが市中に送り出された。それは、財政策と連動して落ち込む経済を支え、信用リスクと社会不安の緩和に大きく貢献している。ただし、出口戦略は極めて難しいと見られ、後始末として通貨安が選択される可能性は否定できない。ドルの場合、リーマンショック後の好景気の下、実質実効レートを切り上げてきた。しかし、新型コロナ禍により米国がデフレに陥るリスクを回避するため、米国の政策当局は中期的にドル安を歓迎する可能性が強い。それは、ドルの信認が揺らいでいることを意味するのではなく、基軸通貨国だからこそ選択できる政策だろう。通貨価値下落の時代を迎えているとすれば、金への資金流入は今後も続くのではないか。

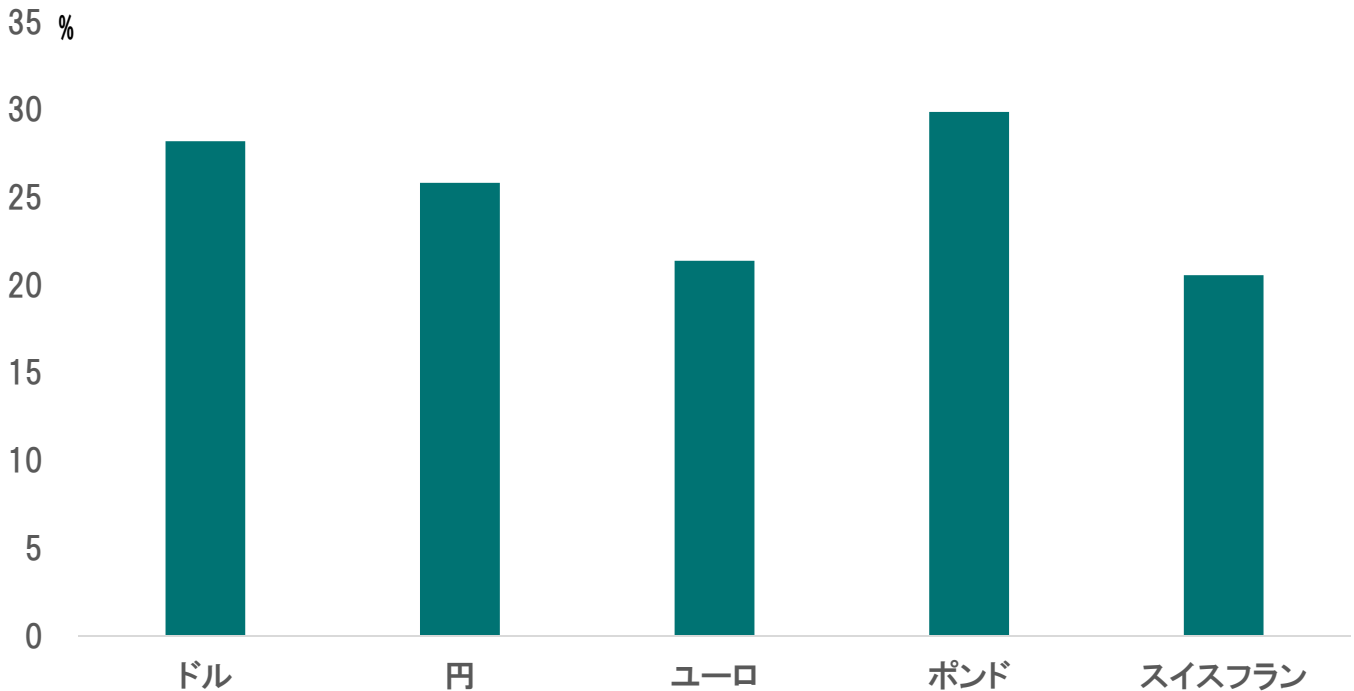
今週のポイント

- 金価格はドルに対してのみ上昇しているのか？
- ドルの現在の水準
- 金が上昇する背景
 - 期待インフレ率
 - 金利
- 金を買うべきか？ 売るべきか？

出所:ピクテ投信投資顧問が作成

金価格の上昇に伴い、基軸通貨としてドルの信認が崩れつつあるとの見方が台頭している。その答を得るには、他の通貨との関係において、ドルの位置を確認する必要があるだろう。また、金価格はどのような経済環境で上昇するのか、今後の市場を考える上で極めて重要なテーマではないか。その上で、金を買うべきなのか、売るべきなのかを検討する。

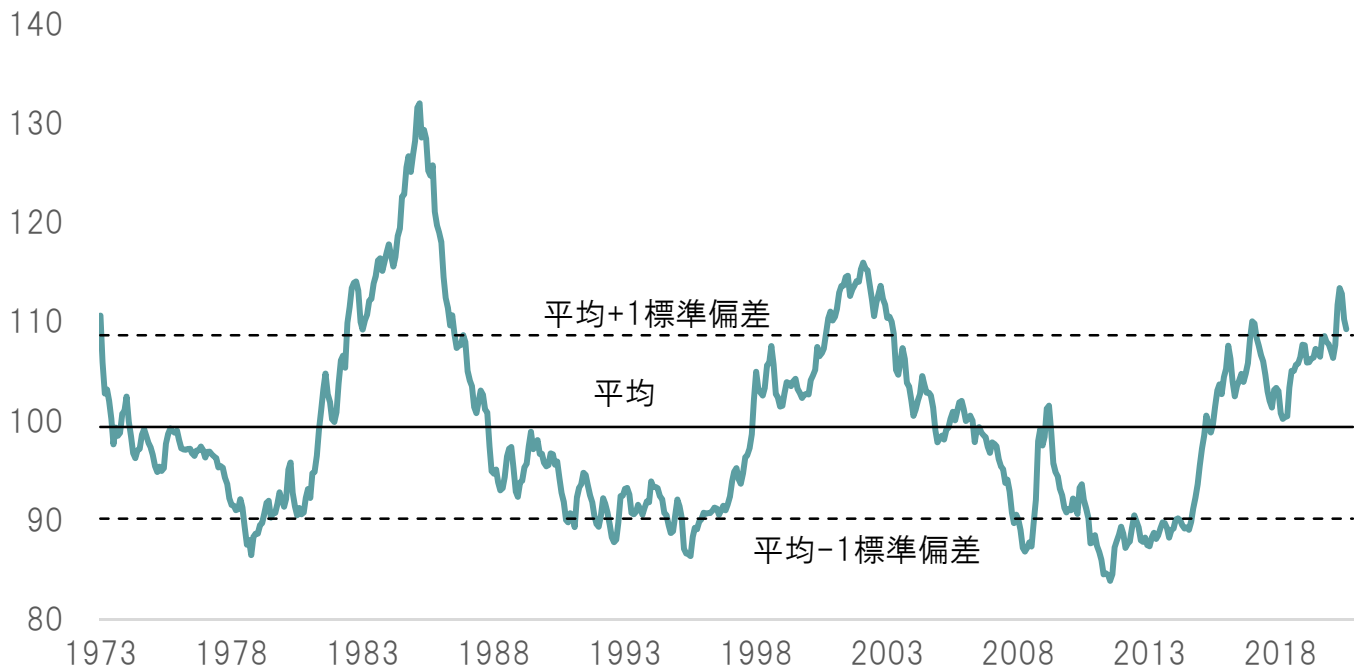
主要通貨に対する金の年初来騰落率



期間: 2020年1月1日~8月14日
出所: Bloombergのデータよりピクテ投信投資顧問が作成

8月14日現在、ドルベースで見た金価格の年初来上昇率は28.2%である。新型コロナ禍で世界の市場が混乱するなか、金は対ドルで極めて良好なパフォーマンスを示した。もっとも、対ドルだけではなく、金価格は対円で25.8%、対ユーロで21.4%上昇している。通貨の相対的關係で見た時、ドルの信認が崩れたとは言えないだろう。

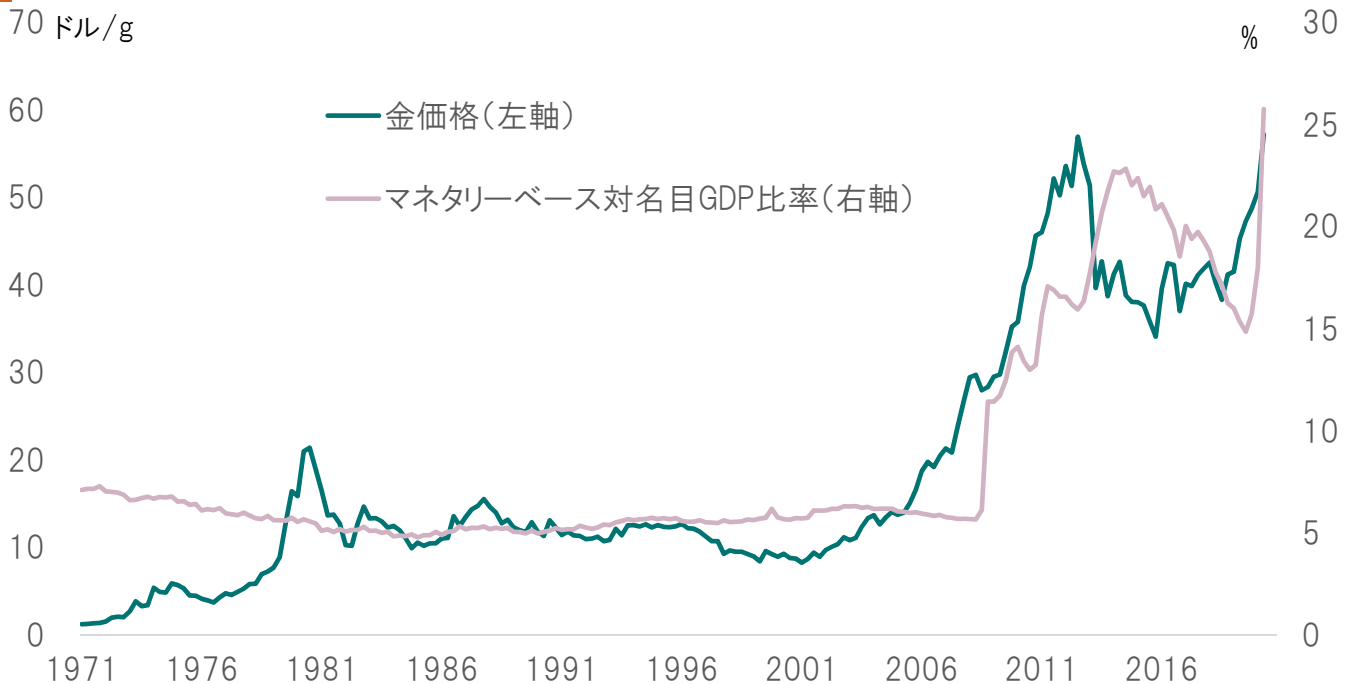
ドルの実質実効レート



期間: 1973~2020年7月
出所: FRBの統計よりピクテ投信投資顧問が作成

世界最大の貿易赤字国である米国は、基軸通貨国の立場を活用して、景気拡大期にドル高で低コストの輸入と資金調達を図り、景気後退期にはドル安でデフレ圧力を緩和しようとする傾向がある。リーマンショック後の景気拡大期、ドルの実質実効レートは大幅に上昇した。新型コロナ禍で景気後退期に入ったとすれば、ドル安を指向しても不思議ではない。

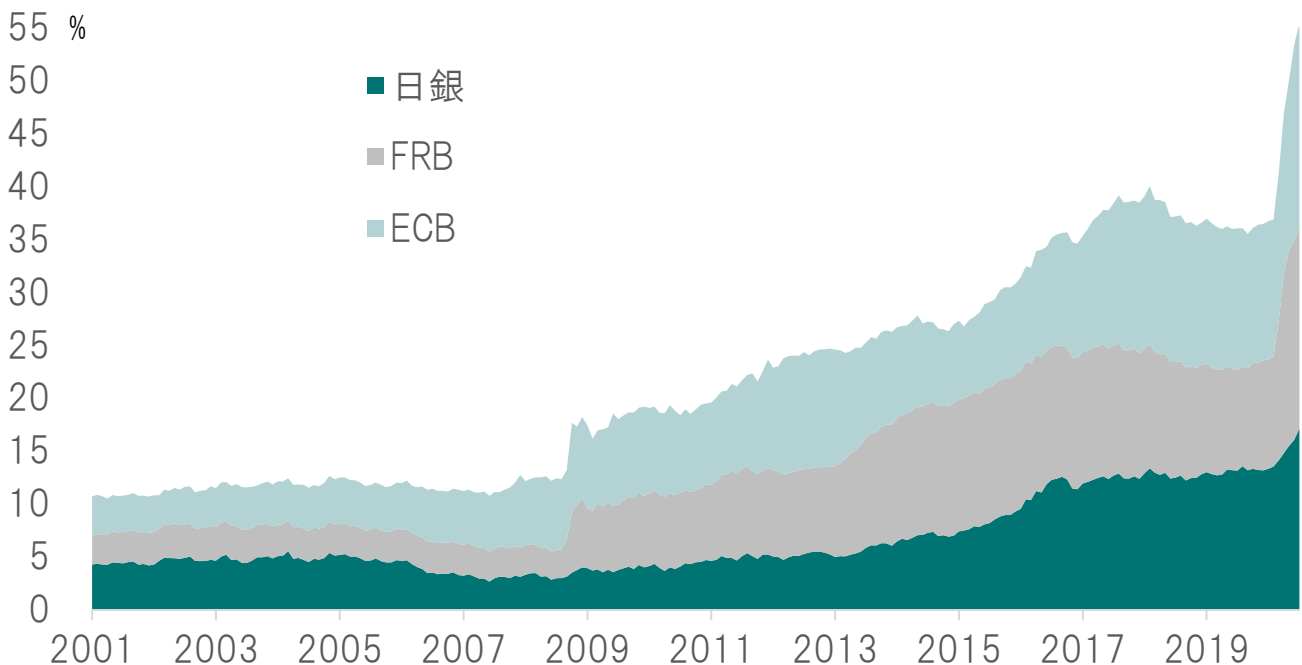
米国のマネタリーベース対GDP比率と金価格



期間: 1971年～2020年7月
出所: FRB、Bloombergのデータよりピクテ投信投資顧問が作成

リーマンショック期以降、FRBは大量の資金供給で信用不安を緩和してきた。景気拡大に伴い、出口戦略に移行した過程において、新型コロナ禍に見舞われている。FRBは、ゼロ金利政策を採用すると同時に、リーマンショック期を上回るペースで量的緩和を進めた。その結果、将来におけるドル下落のリスクヘッジとして、金を買われているのではないかと見られる。

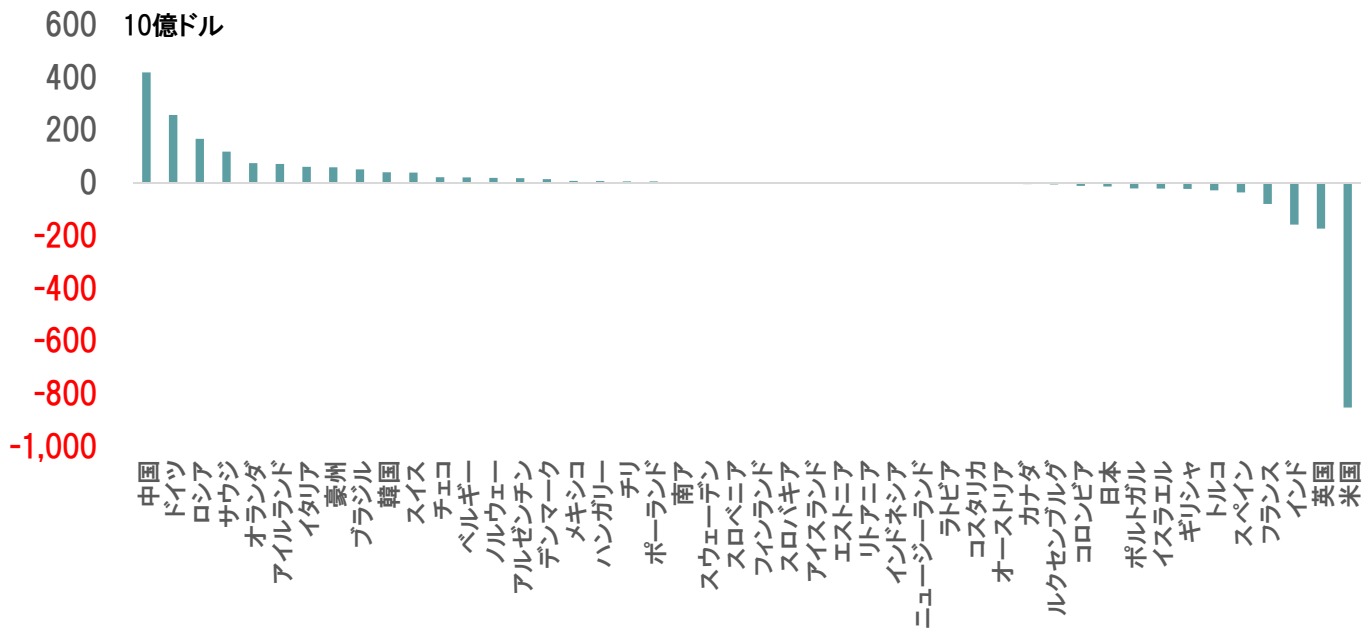
日銀、FRB、ECBの資産規模対名目GDP比率



期間: 2001年～2020年7月
出所: Bloombergのデータよりピクテ投信投資顧問が作成

新型コロナ禍のなかで信用不安を緩和するための量的緩和は、FRBだけが行なっているわけではない。日銀、ECBなど多くの中央銀行が大胆なマネー供給策を採用した。その結果、市中には経済規模に比して歴史的な量の流動性が供給されている。過剰とも言えるマネーの存在で、将来、通貨価値が下落するリスクについては、ドルだけの問題ではないだろう。

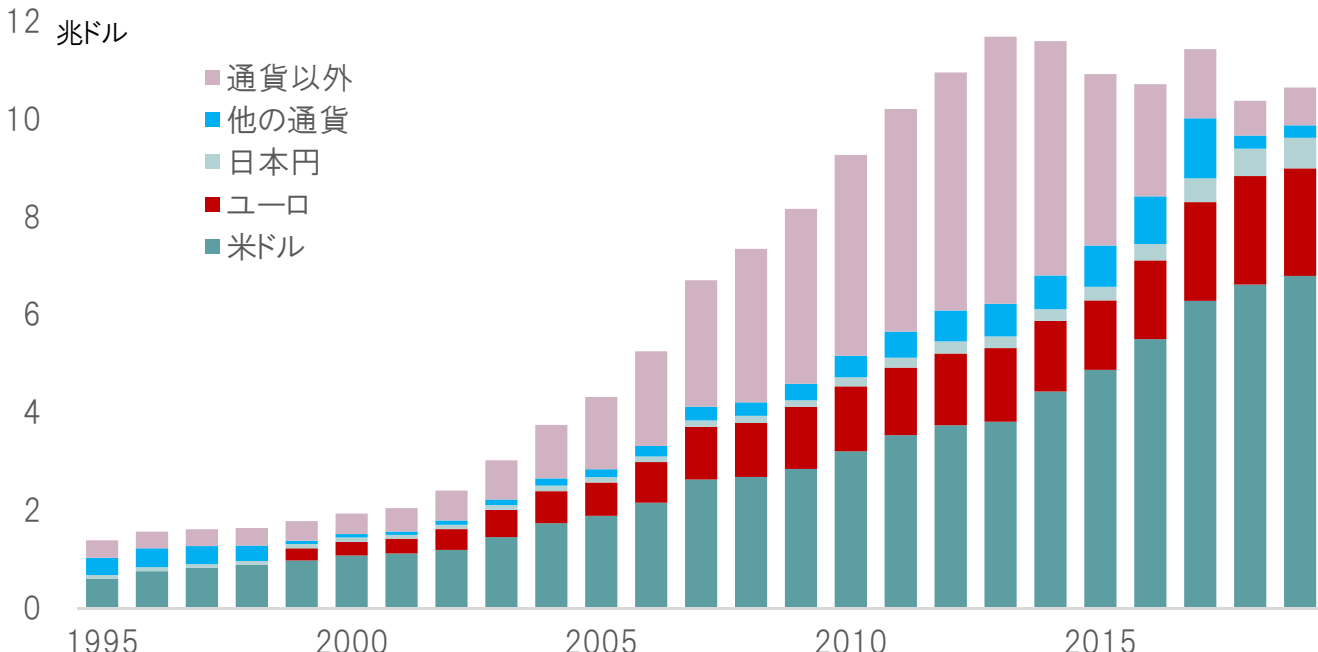
主要国の貿易収支



期間: 2019年
出所: OECDの統計よりピクテ投信投資顧問が作成

2019年、米国の貿易赤字は8,544億ドルに達した。これは、オランダのGDPにほぼ匹敵する額であり、それだけ米国は世界経済の需要を創出しているわけだ。従って、ドルは決済通貨でもあり、多くの国にとり外貨準備の中心でもあって、基軸通貨となっている。この状況に変化がない限り、ドルの基軸通貨としての地位は簡単には揺るがないだろう。

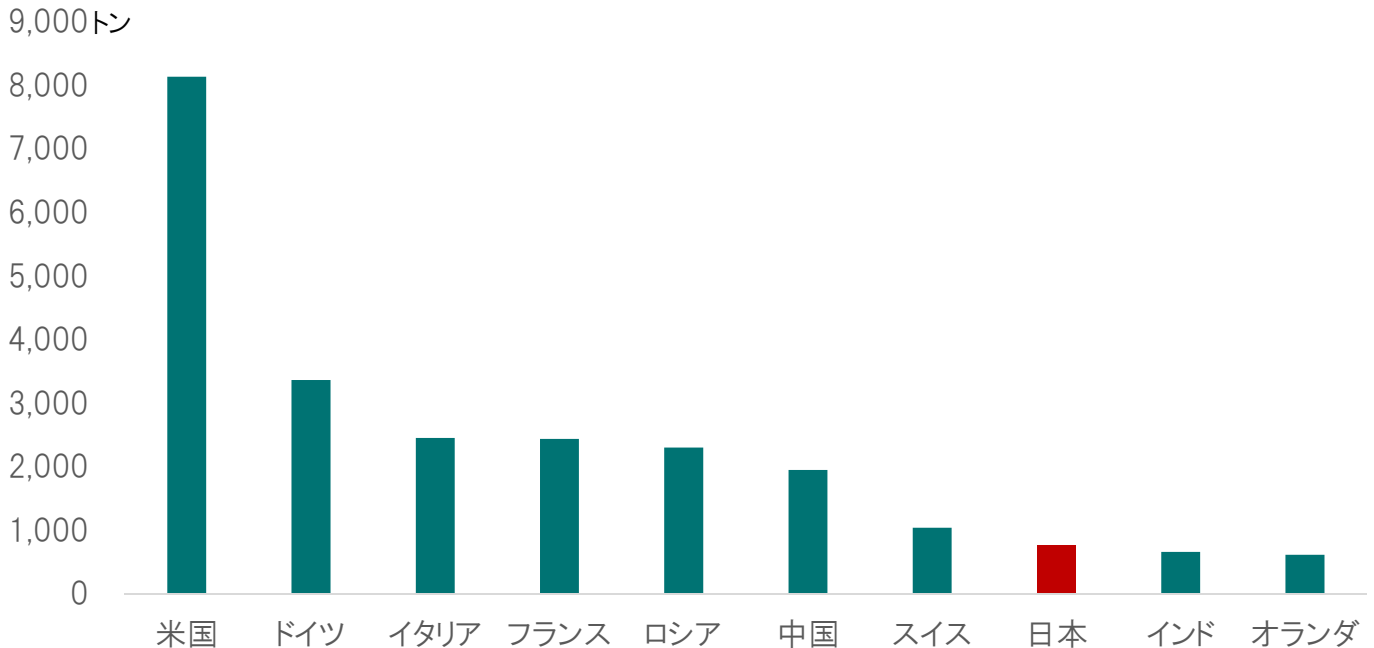
世界各国の総外貨準備の構成



期間: 1995~2019年
出所: IMFの統計よりピクテ投信投資顧問が作成

世界の公的外貨準備のうち、ドルのウェイトは44.2%に達している。世界最大の貿易赤字国である米国は、財・役務の購入に際してドル決済を求め、その結果としてドルが基軸通貨化すると共に、各国はドルを外貨準備の中心に据えているのだろう。従って、米国がドル供給を増加させてドル安になった場合でも、多くの国がドルを売れないのが実情ではないか。

外貨準備としての金保有量



期間: 2019年末

出所: ワールド・ゴールド・カウンシルの統計よりピクテ投信投資顧問が作成

主要国の外貨準備に占める金のウェートを見ると、米国が79.0%、ドイツが75.6%と極めて高い。また、ドイツ、イタリア、フランスなどユーロ加盟国は、ECBも金準備を保有している。一方、日本の金準備は外貨準備全体の3.1%に過ぎない。日本の外貨準備は、ドル建の米国債を中心に保有しているのが大きな特徴と言える。

金の特性

□ 金の特性

- 希少性
- 用途の多様性
- 在庫の保管コスト
- ポータビリティ

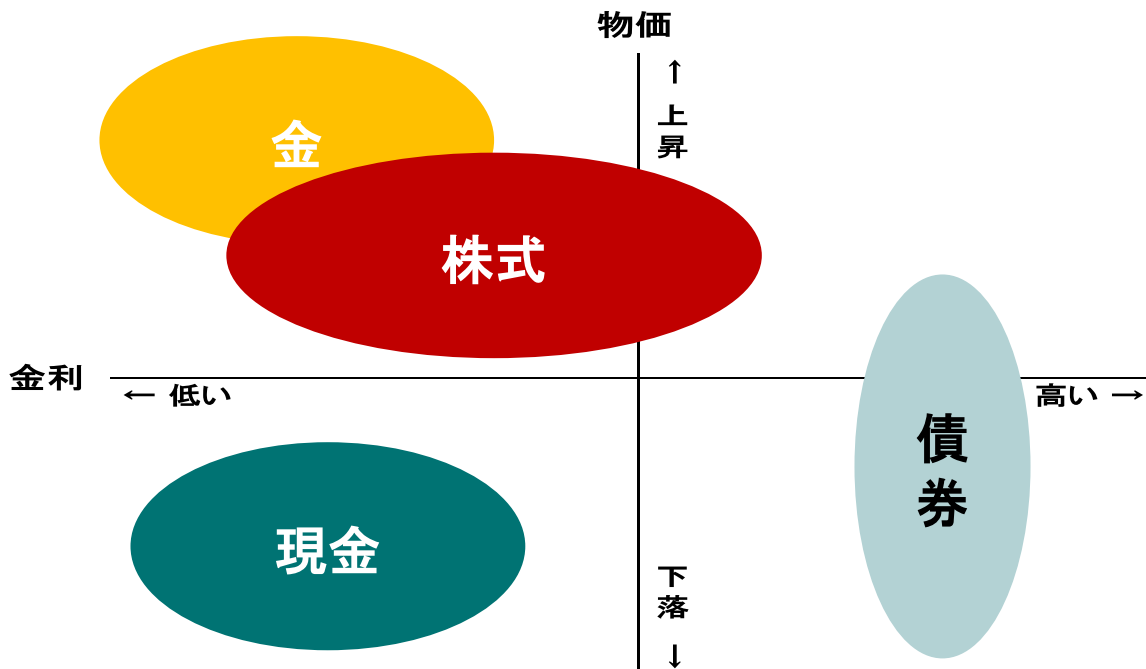
□ 投資の上で意識すべき特性

- それ自体が価値を持つ
- 利息を生まない

出所: ピクテ投信投資顧問が作成

ワールド・ゴールド・カウンシルによれば、金はこれまでに19万7,576トンが産出され、埋蔵量は5万4千トンだ。年間の生産量は約3千トンなので、20年程度で枯渇する可能性もある。その希少性に加え、用途の多様性、ポータビリティが、金がかつて通貨としたのだろう。現在もそれ自体が価値を持つ通貨の代替品として、価値の貯蔵に活用されているのではないか。

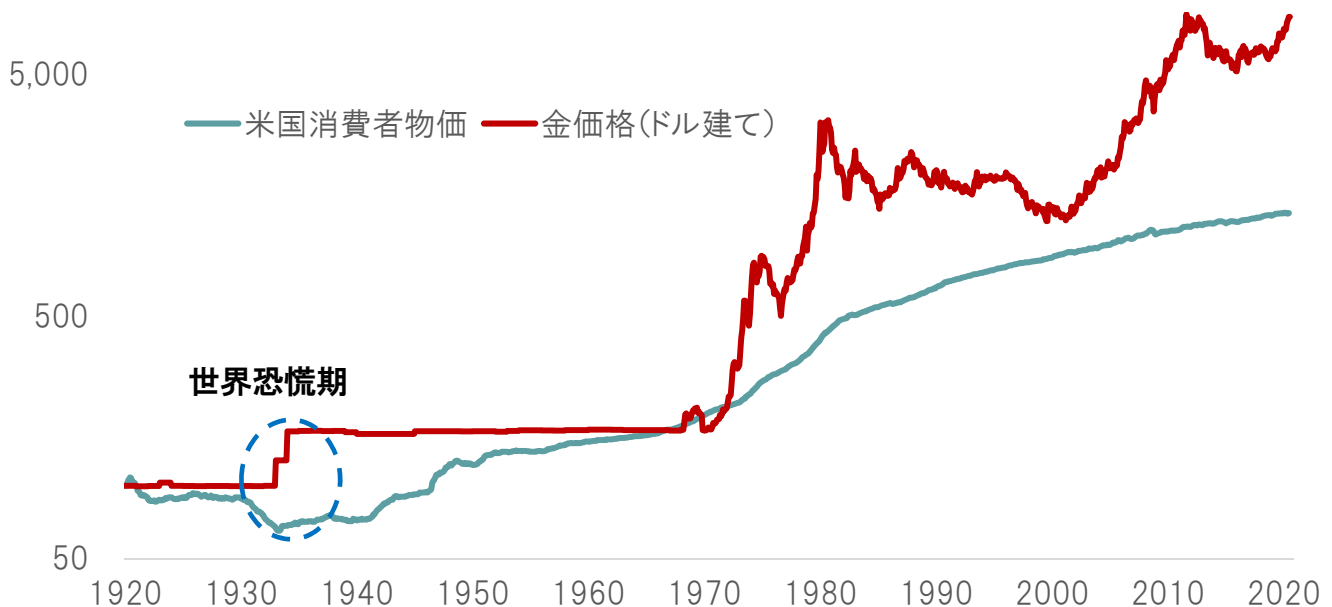
実質金利と期待インフレ率の関係による投資



出所: ピクテ投信投資顧問が作成

金はそれ自体が価値を持つ一方、資産としてはキャッシュフロー(利息)を生まない。従って、金を選好されるのは、通貨価値の下落、即ちインフレが予測され、且つ実質金利が低い場合と言えそうだ。新型コロナ禍に見舞われた足下の経済環境は、正に通貨価値の下落期待が強く、実質金利がマイナスの状況にある。金を買われる条件が揃った局面なのではないか。

金の価格と米国の消費者物価(1919年末=100)



期間: 1920年~2020年7月

注: 軸は対数

出所: Bloombergのデータよりピクテ投信投資顧問が作成

1900年代から振り返ると、金は長期的には米国の消費者物価上昇率を上回るパフォーマンスを示してきた。つまり、インフレ局面では、金は通貨の代替として資産価値を維持する機能を果たしてきたわけだ。足下の金価格の上昇は、今後、主要中央銀行の出口戦略が行き詰まる場合、通貨価値下落に至る可能性を示唆していると推測される。

まとめ:金価格史上最高値とドルの信認低下説

- 金は主要通貨に対して軒並み上昇している
 - ドルは実質実効レートベースで高値圏
 - 中央銀行の流動性供給
- ドル基軸通貨体制は揺らいでいるのか？
 - 米国は世界最大の貿易赤字国
 - 外貨準備としてのドルの保有動機は強い
 - ドル基軸体制は続く
- 金価格上昇は終わっていない
 - マイナスの実質金利
 - マネーの供給増加

出所:ピクテ投信投資顧問が作成

金は主要通貨に対して軒並み価格が上昇しており、現在のマーケットが基軸通貨としてのドルに対する市場の信認が崩れたことを示すわけではないだろう。ただし、リーマンショック、新型コロナショック・2つの経済危機下において、主要中央銀行により大量の流動性が供給され、その回収が極めて難しいことは容易に想像できる。出口戦略の失敗は、即ち通貨価値の下落をもたらす可能性が強い。それ自体が価値を持つ金は、通貨下落に対するヘッジ手段と言える。ポストコロナ期の中長期的な経済状況をイメージした場合、資産のなかに金を取り込む意味はあるのではないか。

取り扱い金融商品に関する留意事項

●商号: 岡三オンライン証券株式会社/金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第52号

●加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会

●リスク:【株式等】株価変動による値下りの損失を被るリスクがあります。信用取引、先物取引、オプション取引および株価指数証拠金取引では投資金額(保証金・証拠金)を上回る損失を被る場合があります。株価は、発行会社の業績、財務状況や金利情勢等様々な要因に影響され、損失を被る場合があります。投資信託、不動産投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等は、裏付け資産の評価額(指数連動型の場合は日経平均株価・TOPIX等)等、先物取引、オプション取引および株価指数証拠金取引は対象指数等の変化に伴う価格変動のリスクがあります。外国市場については、為替変動や地域情勢等により損失を被る場合があります。上場新株予約権証券は、上場期間・権利行使期間が短期間の期限付きの有価証券であり、上場期間内に売却するか権利行使期間内に行使しなければその価値を失い、また、権利行使による株式の取得には所定の金額の払込みが必要です。株価指数証拠金取引では建玉を保有し続けることにより金利相当額・配当相当額の受け払いが発生します。【外貨建て債券】債券の価格は基本的に市場の金利水準の変化に対応して変動するため、償還の前に売却すると損失を被る場合がございます。また、額面金額を超えて購入すると償還時に損失を被る場合がございます。債券の発行者又は債券の元利金の支払いを保証している者の財務状態の悪化等により、債券の価格が変動し損失を被る場合がございます。債券の発行者又は債券の元利金の支払いを保証している者の財務状態の悪化等により元本や利子の支払いが滞り損失を被る場合がございます。外貨建て債券は外国為替相場の変動などにより、円換算でのお受取金額が減少する恐れがあります。これにより円換算で投資元本を割込み、損失を被る場合がございます。【FX】外国為替証拠金取引(以下、「FX」という。)は預託した証拠金の額を超える取引ができるため、対象通貨の為替相場の変動により損益が大きく変動し、投資元本(証拠金)を上回る損失を被る場合があります。外貨間取引は、対象通貨の対円相場の変動により決済時の証拠金授受の額が増減する可能性があります。対象通貨の金利変動等によりスワップポイントの受取額が増減する可能性があります。ポジションを構成する金利水準が逆転した場合、スワップポイントの受取から支払に転じる可能性があります。為替相場の急変時等に取引を行うことができず不測の損害が発生する可能性があります。【各商品共通】システム、通信回線等の障害により発注、執行等ができず機会利益が失われる可能性があります。

●保証金・証拠金:【信用】最低委託保証金 30万円が必要です。信用取引は委託保証金の額を上回る取引が可能であり、取引額の30%以上の委託保証金が必要です。【先物・オプション】発注必要証拠金および最低維持証拠金は、「(SPAN 証拠金額×当社が定める掛け目)ーネットオプション価値の総額」とし、選択取引コース・取引時間によって掛け目は異なります。当社のWebサイトをご確認ください。また、変更の都度、当社のWebサイトに掲載いたします。【株価指数証拠金取引】発注証拠金(必要証拠金)は、株価指数ごとに異なり、取引所により定められた証拠金基準額となります。Webサイトで最新のものをご確認ください。【FX】個人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所FXでは、取引所が定める証拠金基準額に選択レバレッジコースに応じた所要額を加えた額とし、店頭FXでは、取引金額(為替レート×取引数量)×4%以上の額とします。一部レバレッジコースの選択ができない場合があります。法人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所FXでは、取引所が定める証拠金基準額とし、店頭FXでは、取引金額(為替レート×取引数量)×金融先物取引業協会が公表する数値とします。発注証拠金に対して、取引所FXでは、1取引単位(1万又は10万通貨)、店頭FXでは、1取引単位(1,000通貨)の取引が可能です。発注証拠金・取引単位は通貨ごとに異なります。Webサイトで最新のものをご確認ください。

●手数料等諸費用の概要(表示は全て税込・上限金額):【日本株】取引手数料には1注文の約定代金に応じたワンショットと1日の合計約定代金に応じた定額プランがあります。ワンショットの上限手数料は現物取引で3,300円、信用取引で1,320円。定額プランの手数料は現物取引の場合、約定代金100万円以下で上限880円、以降約定代金100万円ごとに550円加算。また、信用取引の場合、約定代金200万円以下で上限1,100円、以降約定代金100万円ごとに330円加算します。手数料プランは変更可能です。信用取引手数料は月間売買実績により段階的減額があります。信用取引には金利、管理費、権利処理等手数料、品貸料、貸株料の諸費用が必要です。【上場新株予約権証券】日本株に準じます。【中国株】国内取引手数料は約定金額の1.1%(最低手数料5,500円)。この他に香港印紙税、取引所手数料、取引所税、現地決済費用の諸費用が必要です。売買にあたり円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。【外貨建て債券】外貨建て債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により購入する場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。外貨建て債券の売買、償還等にあたり、円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。【先物】取引手数料は、通常取引コースの場合、日経225先物が1枚につき330円(取引枚数により段階的減額あり)、日経225mini、ミニTOPIX先物、東証REIT指数先物、TOPIX Core30先物、東証マザーズ指数先物、JPX日経インデックス400先物が1枚につき44円、TOPIX先物、日経平均VI先物が1枚につき330円、NYダウ先物が1枚につき880円。アクティブ先物取引コースの場合、日経225先物が1枚につき275円、日経225miniが1枚につき27円です。【オプション】取引手数料は、日経225オプションが約定代金に対して0.176%(最低手数料220円)、TOPIXオプションが約定代金に対して0.22%(最低手数料220円)です。【株価指数証拠金取引】取引手数料は、セルフコースは1枚につき156円、サポートコースは1枚につき3,300円です。【投資信託】換金時には基準価額に対して最大0.75%の信託財産留保金をご負担いただく場合があります。信託財産の純資産総額に対する信託報酬(最大2.42%(年率))、その他の費用を間接的にご負担いただきます。また、運用成績により成功報酬をご負担いただく場合があります。詳細は目論見書でご確認ください。【FX】取引所FXの取引手数料は、セルフコースはくりっく365が無料、くりっく365ラージが1枚につき1,018円、サポートコースはくりっく365が1枚につき1,100円、くりっく365ラージが1枚につき11,000円です。店頭FXの取引手数料は無料です。スプレッドは、通貨ごとに異なり、為替相場によって変動します。Webサイトで最新のものをご確認ください。

●お取引の最終決定は、契約締結前交付書面、目論見書等およびWebサイト上の説明事項等をよくお読みいただき、ご自身の判断と責任で行ってください。