

金価格はなぜ上がるのか、投資の位置づけはなにか

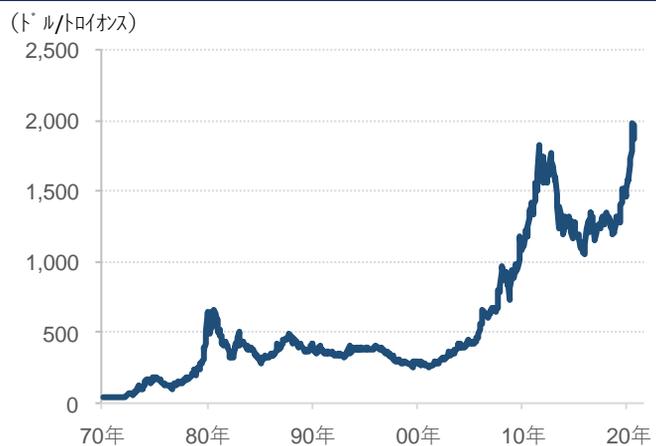
岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
 エグゼクティブエコノミスト 高田 創

■ 異例な金融市場の下、教科書的な投資手法に見直しも

金の高騰はバブルか

以下の図表は金価格の推移である。今年8月には2000ドル台と史上最高値を更新した。足元やや調整しているが、歴史的な高水準であることに変わりない。こうした金価格の高騰は単にバブルとの見方や、ドル不安との見方など様々だ。本レポートでは、金利水没の中では金も一定のアセットクラスとしての位置づけが生じやすいことを議論したい。その結果、需給要因から思わぬ金価格の高騰が生じることもあると展望される。先月の当TODAY（8/12）では、「金利水没」とされる人類の歴史初の異例な金融市場において、従来の教科書的な投資手法に見直しが生じていることを議論した。そのなかで、今回は金に関する運用環境を改めて考えることにする。

金価格



(作成) 岡三証券、月次、直近20年9月の値は9月24日時点

金利水没のなかでの金投資の位置づけ

次ページの図表はこれまでも紹介してきた金利水没マップである。このなかで金の位置づけを改めて考えることにする。

世界の金利水没マップ

	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	20年	30年	40年
スイス	-0.65	-0.78	-0.78	-0.75	-0.69	-0.68	-0.62	-0.58	-0.52	-0.45	-0.42	-0.40	-0.37	-0.35	-0.32	-0.30	-0.31	
ドイツ	-0.60	-0.70	-0.74	-0.73	-0.71	-0.71	-0.64	-0.62	-0.57	-0.51	-0.47	-0.42	-0.38	-0.34	-0.30	-0.27	-0.07	
オランダ	-0.65	-0.64	-0.66	-0.66	-0.63	-0.60	-0.54	-0.50	-0.45	-0.39	-0.37	-0.36	-0.34	-0.32	-0.30	-0.11	-0.05	
フィンランド	-0.69	-0.59	-0.65	-0.64	-0.60	-0.57	-0.50	-0.43	-0.37	-0.31	-0.28	-0.25	-0.22	-0.19	-0.16	-0.08	0.08	
デンマーク	-0.61	-0.59	-0.56	-0.55	-0.54	-0.52	-0.50	-0.48	-0.44	-0.41	-0.36	-0.32	-0.27	-0.23	-0.18	-0.14		
オーストリア	-0.60	-0.64	-0.64	-0.64	-0.62	-0.55	-0.51	-0.47	-0.42	-0.34	-0.28	-0.23	-0.18	-0.13	-0.08	0.07	0.20	0.27
フランス	-0.57	-0.63	-0.65	-0.63	-0.60	-0.56	-0.48	-0.42	-0.30	-0.23	-0.20	-0.17	-0.13	-0.10	-0.07	0.19	0.45	
アイルランド	-0.58	-0.44	-0.55	-0.56	-0.51	-0.46	-0.34	-0.30	-0.22	-0.13	-0.09	-0.04	0.01	0.06	0.10	0.17	0.47	
スウェーデン	-0.25	-0.37	-0.36	-0.34	-0.33	-0.29	-0.25	-0.20	-0.16	-0.11	-0.01	0.09	0.12	0.15	0.18	0.33		
日本	-0.14	-0.14	-0.14	-0.14	-0.12	-0.11	-0.10	-0.07	-0.02	0.01	0.06	0.10	0.15	0.19	0.24	0.39	0.59	0.62
スペイン	-0.49	-0.49	-0.44	-0.35	-0.29	-0.21	-0.05	0.00	0.11	0.25	0.31	0.37	0.44	0.50	0.56	0.82	1.06	
ポルトガル	-0.50	-0.56	-0.40	-0.34	-0.20	-0.12	0.01	0.07	0.13	0.28	0.35	0.42	0.49	0.56	0.63	0.66	0.98	
英国	0.00	-0.04	-0.09	-0.09	-0.07	-0.04	0.04	0.10	0.18	0.22	0.28	0.34	0.37	0.41	0.45	0.73	0.77	0.69
イタリア	-0.29	-0.21	-0.11	0.09	0.27	0.41	0.48	0.66	0.72	0.88	0.94	1.01	1.08	1.14	1.21	1.40	1.78	
ノルウェー	-0.01	0.09	0.19	0.25	0.30	0.37	0.44	0.51	0.58	0.64								
カナダ	0.22	0.26	0.27	0.30	0.37	0.35	0.34	0.41	0.49	0.56	0.58	0.61	0.64	0.66	0.69	0.82	1.08	
米国	0.12	0.14	0.16	0.22	0.28	0.36	0.45	0.52	0.59	0.66	0.72	0.77	0.82	0.87	0.92	1.18	1.40	
豪州	0.15	0.18	0.18	0.27	0.37	0.41	0.59	0.70	0.78	0.87	0.91	0.95	1.02	1.09	1.15	1.46	1.77	
中国	2.59	2.73	2.83	2.88	2.93	3.03	3.14	3.13	3.11	3.09	3.13	3.17	3.20	3.24	3.28	3.46	3.83	
インド	3.75	4.43	4.97	5.26	5.36	5.68	6.09	6.19	6.14	5.99	6.32	6.44	6.42	6.37	6.46	6.54	6.70	

0%未満
0%以上0.5%未満
0.5%以上1.0%未満
1.0%超

※Refinitivデータより岡三証券作成
 ※2020年9月24日時点(休場等で同日の値がない国は直近営業日時点)
 ※一部データは岡三証券推計値

■金利水没の世界では、金のデメリットが相対的に低下

金投資とLED戦略、CDB戦略

そもそもインカムを生まない金は運用には向きにくい商品だった。しかし、現状の金利水没の世界ではインカムのない金のデメリットが相対的に低下しやすい。その結果、LED戦略上、「D：多様性」に組み込まれやすくなった。一方、コロナショックの混乱のなか、緊急避難的な運用スタイル・CDB戦略でも、「質への逃避」として金が活用されやすくなった。すなわち、LED戦略とCDB戦略の双方の要因からも金への投資要因が生じ、それが今日の金価格に反映された面もある。

LED戦略、CDB戦略と金投資

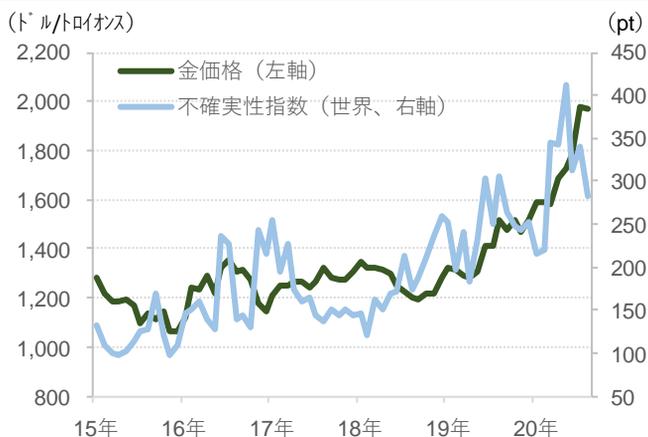
	LED戦略 平時の対応、 攻めの対応	CDB戦略 有事対応(ステイホーム)、 守りの対応
Long – Cash	長期 Long	キャッシュ Cash
External – Domestic	海外 External、 グローバル化	自国回帰 Domestic、 ドメスティック回帰
Diversified – Basic	多様化 Diversified、 株・不動産	基本 Basic、 債券(おコメ) 回帰
金投資の視点	インカムのない金のデメリット減少、多様な資産の1つに	質への逃避、キャッシュ類似商品としてのニーズ

- 不確実性の高さから金が選好される動きに

不安に伴う金の需要

先に、金は緊急避難的なCDB戦略でも選好されるとした。以下の図表は、金価格と不確実性指数との推移を示したものである。図表では不確実な状況が金価格を押し上げたことを示し、CDB戦略的な状況の中での金への投資が示されたことになる。

不確実性指数と金先物価格



(作成) 岡三証券、月次、直近は20年8月

- 金利水没下、多様な通貨と比較して価値が定まった金でもいいとの評価

金は信用リスクを考慮する必要がない

金利が水没した状況であれば、国債は単に通貨のようなものになる。そして、多様な通貨と比較して、価値が定まった金も同様のものであるとの評価にもつながりやすい。加えて、コロナショックに伴う財政拡大で生じたソブリン債のリスクを投資家が「ソブリンワールドカップ」として選別をし始めた状況になったことも金のニーズが高まった一つの要因である。すなわち、金は運用上、信用リスクを考慮する必要がない資産との評価である。

ドル不安と金投資

金はすでに各国で外貨準備として活用されている。そのなかで、昨今、ドルの不安に対してドルの代替として金が用いられているとの見方も生じている。遡れば、戦前は金本位制が中心であり、戦後のブレトンウッズ体制ではドルは金の裏付けをもったものだった。従って、通貨制度への不安が生じる場合、常に金本位性への回帰とした議論も生じやすくなることも金需要拡大要因となる。

- ドル不安の代替として金が用いられているとの見方も

■金はオリンピック・プール5杯分しか存在しない

金融商品でありながら、金は物理的な量の制約が大きい

一方、現実的な観点から見て、金の物理的な量は膨れ上がった金融市場を代替できるほどのものなのかを考える必要がある。以下の図表は金の量を示すものだ。金の物理的な量は埋蔵量を含めてもおよそオリンピック・プールの5杯分しかない。



World Gold Councilなどのデータをもとに岡三証券作成

■債券市場と比べると、金の時価総額は非常に小さい

金融市場と比して金の時価総額は小さい

それを前提に世界の債券市場規模と比較したのが以下の図表である。金の時価総額(民間投資分)は今日の金融市場から見て非常に小さい規模でしかないことがわかる。戦後、1970年代までは世界の金融市場は、金との一定の関係

金の時価総額と世界の債券市場規模



(出所) BIS、World Gold Council
 ※債券市場規模は19年末時点
 ※金の時価総額は8月末の金価格×地上在庫量(民間投資)で算出

■国際金融市場で金への依存が高まれば、価格高騰も

■戦後の通貨システムに変化が生じる中、一段と金の需要が高まる可能性

を持てるくらいの規模だった。しかし、過去40年の拡張的金融政策に伴い、物理的な金の量では投資需要を満たせないレベルにまで金融市場が膨張している。逆に、それでもなお国際金融市場が金に依存するという流れになった場合、金価格は更に高騰する可能性を内包する。

金の限界とそれでも価格上昇の可能性も

以上のように、グローバルに拡張する金融市場において、物理的な制約を有する金を活用することは無理がある。ただし、ドル基軸を中心とした戦後の通貨システムにも変化の兆しも生じるなか、金へのニーズは生じやすい。しかも、金利水没の状況下では一層、金が一定のアセットクラスとして位置付けられやすい面もある。

筆者の潜在的意識として、インカムも生まない金に運用を依存することには依然、心理的な抵抗が根強い。但し、以上の需給関係を勘案すれば、当面、一定のニーズを持ち続ける可能性がある」と展望される。

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいたしません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

<債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、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

香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみには配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布:

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)