issue date 2024/04/24

ソニーフィナンシャルグループ(株)
金融市場調査部長 シニアエコノミスト
渡辺 浩志

金高騰の背景と株式市場への警鐘

KEY POINT

- 通貨の代替資産である金は、ドルの価値を表す米国の実質金利と連動。しかし、22 年にその関係は途絶
- 以降の金価格の主な上昇要因は、①安全資産需要、②中央銀行の金購入、③中国人マネーの流入
- 地政学リスク・分断リスク・チャイナリスクなど、世界の不確実性の高まりを背景に金価格の上昇は続く公算
- 銅価格は世界の景気、金価格は世界のリスクを反映。「銅／金価格比」は、景気とリスクのバランスを表す
- 銅／金価格比と米株価は長らく密接に連動してきたが、足元で乖離
- 株式市場は楽観(景気重視)、商品市場は悲観(リスク重視)に傾斜。今後片方または双方に修正が入る公算

金価格が高騰

金(ゴールド)価格が高騰している。年初から横ばい圏で推移していた金価格は、3月以降に動意づき、その後の上昇率は 20%に迫る。この間、米国の堅調な景気やインフレ率の下げ渋りで米金利が上昇し円安が進んだことで、円建ての金価格の上昇率はさらに大きなものとなった(**図表1**)。

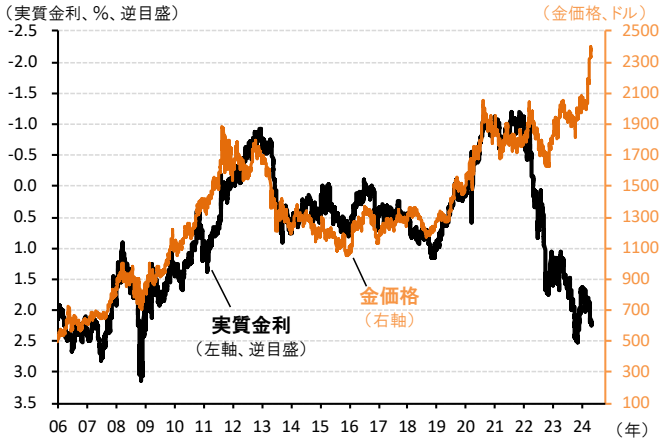
図表1:急騰する金価格(ドル建て・円建て)

注:ドル建て金価格は CME 金先物価格
　国内店頭小売価格は、小売マージンを 10%と仮定した筆者推計値
出所:CME、SFGI

金は通貨を代替する資産であるため、ドル建ての金価格は、ドルの価値を表す米国の実質金利(＝名目金利－期待インフレ率)と長らく連動してきた(**図表2**)。

だが、22 年2月のロシアによるウクライナ侵攻と同年4月の米FRBの利上げ開始を境に、この連動性は途切れた。地政学リスクが高まるなかで無国籍の安全資産である金が値を上げる一方、利上げを背景に米国の実質金利が上昇し、両者の乖離が拡大した。

図表2:2022 年以降、実質金利と金価格の連動性が途絶



注:実質金利＝米 10 年国債利回り-米 BEI10 年
出所:CME、Bloomberg、SFGI

投資需要は減退

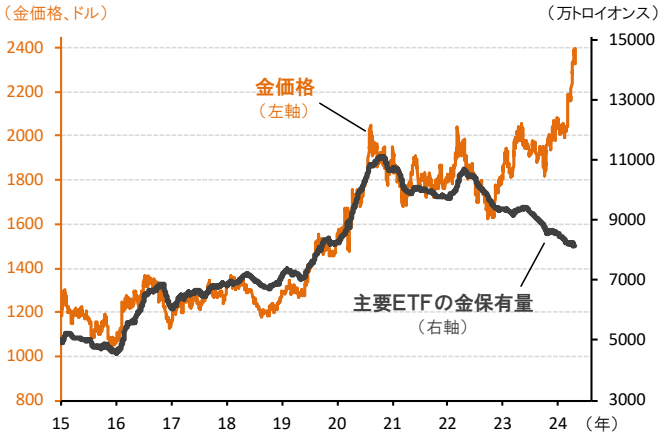
実質金利が上昇するなか、金利が付かない金への投資需要は減退している。欧米投資家の利益確定売りによって金ETFからの大規模な資金流出が続き、主要な金ETFの金保有量は減少している(**図表3**)。

2022 年から足元までにかけて、ETFは約 2,500 万トロイオンスの金を放出した。それにもかかわらず金価格が上昇している。その背景には、以下に述べる通り、

① 安全資産としての金需要の高まり(有事の金買い)
② 中央銀行による金購入の増加(新興国のドル離れ)
③ 中国人マネーの流入

などがある。足元の金価格急騰の大部分もこれらの要因で説明可能だろう。

図表3：実質金利上昇で投資対象としての金需要は減退 2022 年以降、金ETFからの資金流出が続く

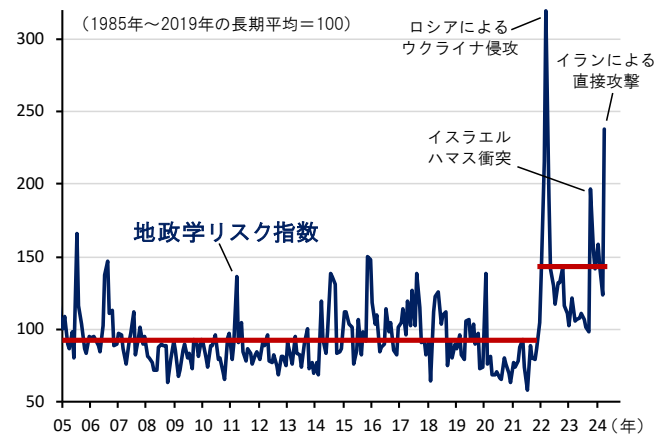


注：ETF の金保有量は、主要な金連動型上場投資信託を通じた金保有量
　主要 ETF に中国のオンショア金 ETF は含まれていない
出所：CME、Bloomberg、SFGI

安全資産としての金需要

戦争の脅威やテロ行為など地政学的な緊張を取り上げた新聞記事をカウントした「地政学リスク指数（GPR）」は、ロシアによるウクライナ侵攻（22 年2月）やイスラエルとハマスの衝突（23 年 10 月）などを受けて大きく上昇した。地政学リスク指数の水準感は 22 年以降に一段切り上がっており、国際情勢が近年にない高い緊張状態にあることを物語っている（**図表4**）。

図表4：2022 年以降、一段高の地政学リスク指数（GPR）



注：戦争の脅威やテロ行為など地政学リスクを取り上げた新聞記事数を集計
　水平線は地政学リスク指数の期間平均値
出所：Caldara and Iacoviello(2022)、SFGI

実質金利の水準からみれば現在の金価格は米国の利上げ開始前の半値以下（1トロイオンス＝1,000 ドル以下）まで下がっても不思議はないが、地政学リスクが高まるなかで安全資産を求める動き（ETFではなく、現物の金を手元に置きたいという需要）がこれを押し返している。

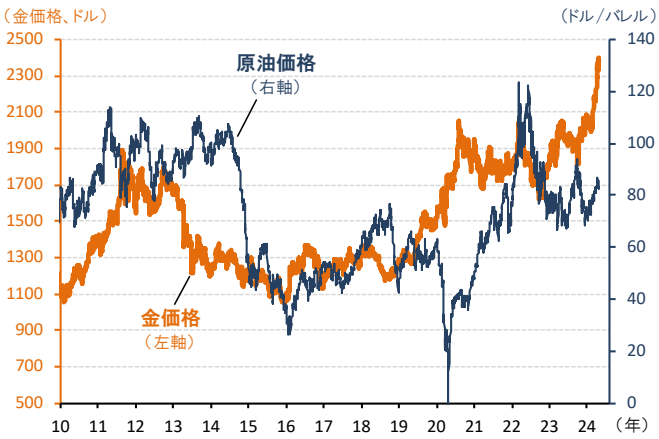
足元では、イランによるイスラエルへの直接攻撃によって中東情勢は緊迫の度合いを一段と高めており、有事の金買いが金価格の上昇ペースを加速させている模様だ。また、今年は世界的な選挙イヤーに当たる。この先、6月の欧州議会選挙における右派勢力の台頭や、11 月の米国大統領選挙に向けての自国第一主義の高まり、ならびにトランプ前大統領の再選などがあれば、国際情勢はさらに複雑化し、地政学リスクの高まりが金価格をもう一段押し上げることになりそうだ。

なお、足元で原油価格も上昇している。**図表5**の通り、原油と金の価格には一定の関係性は見られない。一般的には、好況や需要増に伴う原油高の局面では、実質金利の上昇を背景に金価格は下落しやすい。他方、需要ショックで原油安となる局面では、実質金利が下がり金価格は上昇する（原油と金の価格は「逆相関」）。

反面、中東情勢の緊張や供給懸念の高まりによる原油高の局面では、安全資産への需要増や生産コスト高による世界景気の悪化懸念が金価格を押し上げる傾向がある（原油と金の価格は「順相関」）。

現在の原油高は、製造業景気の循環的な好転（需要増）の影響もあるが、原油価格と金価格の「順相関」を見る限り、中東情勢の緊迫化の影響が圧倒的に大きいようだ。

図表5：金価格と原油価格に一定の相関関係はみられない

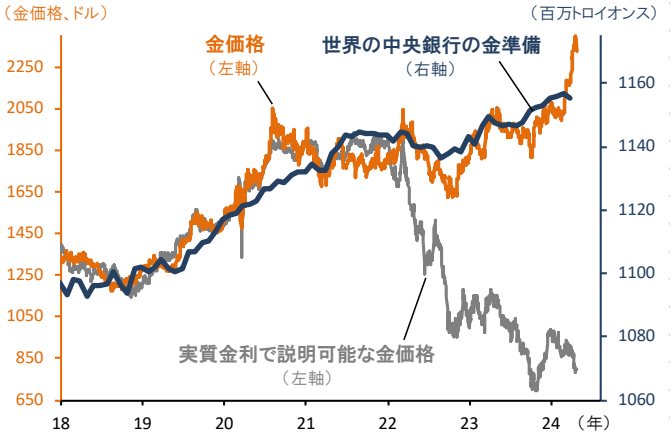


出所：CME、SFGI

ドルの武器化と新興国のドル離れ

各国・地域の中央銀行が金の購入を増やしていることも、金価格を押し上げている（**図表6**）。2022 年から足元までに世界の中銀は金準備を 1,600 万トロイオンスほど積み増し、この間に金ETFが放出した 2,500 万トロイオンスの金のかなりの部分を吸収した。

図表6：中央銀行の金購入も金価格を押し上げ

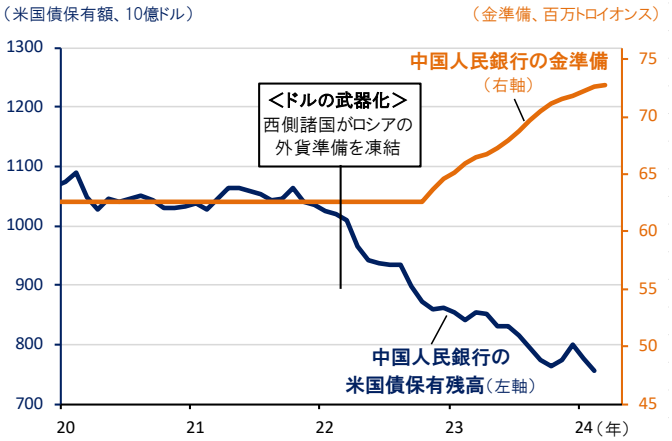


注：実質金利で説明可能な金価格＝-334.3×米実質金利＋1534.9
出所：IMF、CME、Bloomberg、SFGI

中央銀行が金購入を増やす背景として、コロナ禍やロシアのウクライナ侵攻後に加速したインフレから自国通貨を守るため、外貨準備を積み増したことがある。だが、それ以上に大きな要因は、新興国のドル離れだろう。

2022 年、ロシアに対する経済制裁として、西側諸国はロシアが海外中銀に預けていた米国債などの外貨準備を凍結した。制裁行使でドルの影響力を利用するような、「ドルの武器化」への警戒が高まり、新興国が外貨準備の資産構成の見直しを急いでいる。特に目立つのが中国だ。22 年以降、中国人民銀行は、外貨準備における米国債の保有を約 2,600 億ドル減らす一方で、1,000 万トロイオンスもの金準備を積み増した（**図表7**）。

図表7：新興国のドル離れ
～ドル資産を減らし、金準備を増やす中国人民銀行



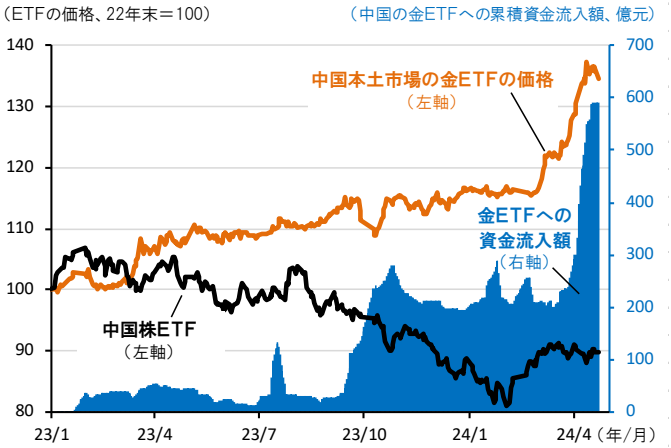
注：22 年以降の中国の外貨準備は、全体としては微増だが、資産構成は大きく変化した
出所：米財務省、中国人民銀行、SFGI

新興国のドル離れの背景には、世界の「分断」がある。米国や欧州などの民主主義陣営と中国やロシアなどの専制主義陣営の分断と対立が続く限り、新興国中銀の金購入も続く公算が大きい。

中国人マネーの流入も金価格を押し上げ

中国人のマネーが金に流入している影響も大きい。習近平政権は民間企業の台頭を嫌い、「共同富裕（格差是正）」の名の下に 21 年以降、IT・ゲーム・不動産・教育などの企業への統制を強化した。これを受け中国の株価や不動産価格が下落すると、失望した中国人のマネーの「脱中国」の動きが強まった。特に今年に入ってからは中国本土市場に上場する海外株式ETFが大きく買われ、これが今年初からの日本株の上昇にもつながった。現在はドル建ての金価格の上昇に人民元安も加わって中国本土市場の人民元建ての金ETFが急騰しており、出来高や資金流入が急増している（**図表8**）。

図表8：急増する中国オンショア金ETFへの資金流入額



注：金 ETF は中国本土市場に上場する China AMC Gold ETF、中国株 ETF は Huatai-Pinebridge CSI 300 ETF。金 ETF への資金流入額は累計値
出所：Bloomberg、SFGI

足元で習政権は株価下支えの弥縫策を打ち出しているが、従前の政策方針が大きく転換する可能性は低く、資産価格の下落基調は長引く公算が大きい。中国人はETFのみならず、あるいはそれ以上に現物の金（地金や金貨、宝飾品）を購入しているが、これは習政権と人民元への信認低下を反映したものでもある。

以上の通り、金価格の上昇は、地政学リスク・分断リスク・チャイナリスクなど、世界の様々な不確実性の高まりを反映している。いずれのリスクも速やかな解消は見通し難く、金価格のさらなる上昇が予想される。なお、今後米国が利下げに転じれば、これも実質金利の低下を通じて金価格の押し上げ要因となる（現在は利下げ期待の後退と実質金利の上昇が金価格の押し下げに作用）。

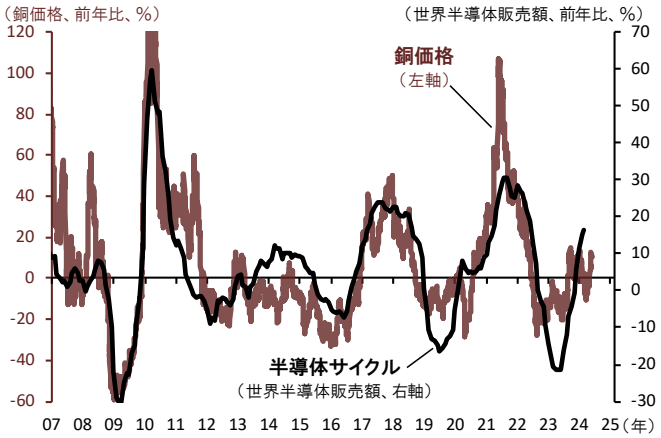
銅価格も上昇

足元、銅価格が上昇していることも見逃せない。インフレが進み通貨の価値が目減りするなかで、金と同様に銅に対しても「実物資産」としての需要が高まっている面がある。ただし、銅は金とは異なり、産業からの需要が大半を占める。

銅はインフラ・ハイテク・グリーン等に関連する様々な産業で使われるため、その価格は世界の景気動向を反映する。特に近年はハイテク産業からの需要が銅価格を左右する傾向が強まっており、ハイテク産業の集積地である韓国や台湾地域の景況感と銅価格に相関がみられる。そのため、同国・地域の景気循環の土台をなす半導体需要のサイクルが銅価格の行方を占う上で重要だ（**図表9**）。

なお、半導体需要は約2年サイクルで上下しているほか、近年は技術の高度化に伴い需要の山が徐々に高さを増している。この法則性に従えば、半導体需要と銅価格にはまだ拡大の余地が残されているといえる。

図表9：銅価格と半導体サイクル



注：銅価格は LME 先物。半導体サイクルは世界半導体販売額の前年比
出所：LME、SIA、SFGI

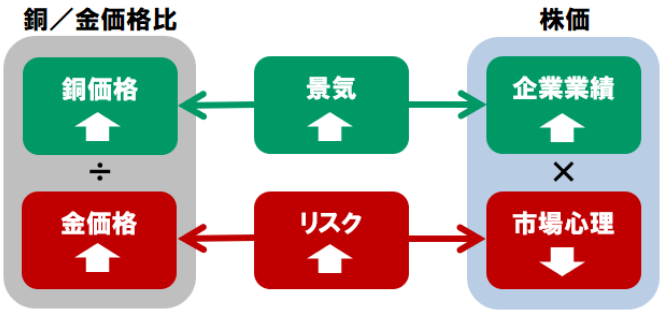
銅／金価格比と株価の関係に変化

銅価格は世界の景気を、金価格は世界のリスクを反映する。その比をとった「銅／金価格比」は景気とリスクのバランスを表す。興味深いのは、これが米国の株価と極めて密接に連動してきたことだ（**図表 10**）。

図表 10：銅／金価格比と株価の動きに生じた乖離

注：銅／金価格比＝銅価格／金価格。景気とリスクのバランスを表す
出所：CME、LME、Bloomberg、SFGI

世界景気の拡大は、銅価格を押し上げるとともに企業業績（EPS）を増加させる。反面、世界のリスクの増大は、金価格を押し上げる一方で、市場心理（PER）を悪化させる。銅価格と企業業績は順相関、金価格と市場心理は逆相関の関係にある。そのため、銅／金価格比（銅価格／金価格）と株価（企業業績×市場心理）が連動すると考えられる。



銅／金価格比と株価の連動性は、偶然によるものではなく、また長く維持されてきた。それだけに、足元の乖離は気がかりだ。銅／金価格比は、景気回復とリスク増大が引き合い横ばいとなっているが、株価は生成AIブームや半導体サイクルの好転を追い風にハイテク主導で大きく上昇してきた。銅価格とEPSはいまなお一定の連動性を保っており、この差を生んでいるのは、金価格とPERの動きの乖離である。

ここまではPERを単純に市場心理と呼んできたが、配当割引モデルに従えば、

PER＝1／（金利＋リスクプレミアム－期待成長率）

と考えることができる。
金価格はこのうちリスクプレミアムの部分に影響している。現在米国株のPERは、利下げ期待の後退に伴う米金利の上昇によってやや低下しているが、水準自体はまだ高い。そのことは株式市場が①金価格が警告するリスクを軽視しているか、②生成AIが起こすイノベーションを重視し期待成長率が大きく高まっていることを意味する。リスクの更なる増大や過度な期待の剥落などがあれば、株式市場の楽観が修正され（PERの低下）、株価が調整する可能性がある。

他方、金価格が足元の中東有事等に過剰に反応して短期的にオーバーシュートしている可能性は否定しきれない。また、そうしたなかで銅価格はまだ大きな上昇余地があるわりに伸び悩んでいる。その点では、商品市場がリスクを重視し悲観に傾いている可能性もある。地政学リスクがいくらかでも後退すれば、銅価格の上昇と金価格の下落によって、銅／金価格比が上昇し、株価にさや寄せする可能性もあろう。

株式市場は楽観（景気重視）、商品市場は悲観（リスク重視）に傾斜しており、今後どちらかまたは双方に修正が入る可能性がある。

渡辺　浩志

ソニーフィナンシャルグループ　金融市場調査部・研究員紹介

尾河 眞樹（おがわ まき）

執行役員（金融市場調査部担当）
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行（現SMBC信託銀行）で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より当社。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『〈最新版〉本当にわかる為替相場（2023年日本実業出版社）』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ（2018年朝日新聞出版社）』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。

菅野 雅明（かんの まさあき）

金融市場調査部
シニアフェロー　チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社（チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター）。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。

石川 久美子（いしかわ くみこ）

金融市場調査部　シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Xでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。

渡辺 浩志（わたなべ ひろし）

金融市場調査部長　兼　調査課長
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室（経済財政分析・総括担当）へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より当社。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。

森本 淳太郎（もりもと じゅんたろう）

金融市場調査部　シニアアナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、特にユーロやポンド、スイスフランなどの欧州通貨を専門に担当。TOKYO MX「Stock Voice 東京マーケットワイド」、日経CNBC「朝エクスプレス」「GINZA CROSSING Talk マーケットニュース」などにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。2013年東京大学経済学部卒。

宮嶋 貴之（みやじま たかゆき）

金融市場調査部　シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所にエコノミストとして入社。2011年～2013年は内閣府（経済財政分析担当）へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。主な著書（全て共著）は、『TPP-日台加盟の影響と展望』（国立台湾大学出版中心）、『キーワードで読み解く地方創生』（岩波書店）、『図解ASEANを読み解く』（東洋経済新報社）、『激震　原油安経済』（日経BP）。

本レポートについてのご注意

- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社（以下「当社」といいます）が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。

- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。

- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。

- 当社は、当社の子会社及び関連会社（以下、「グループ会社」といいます）に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。

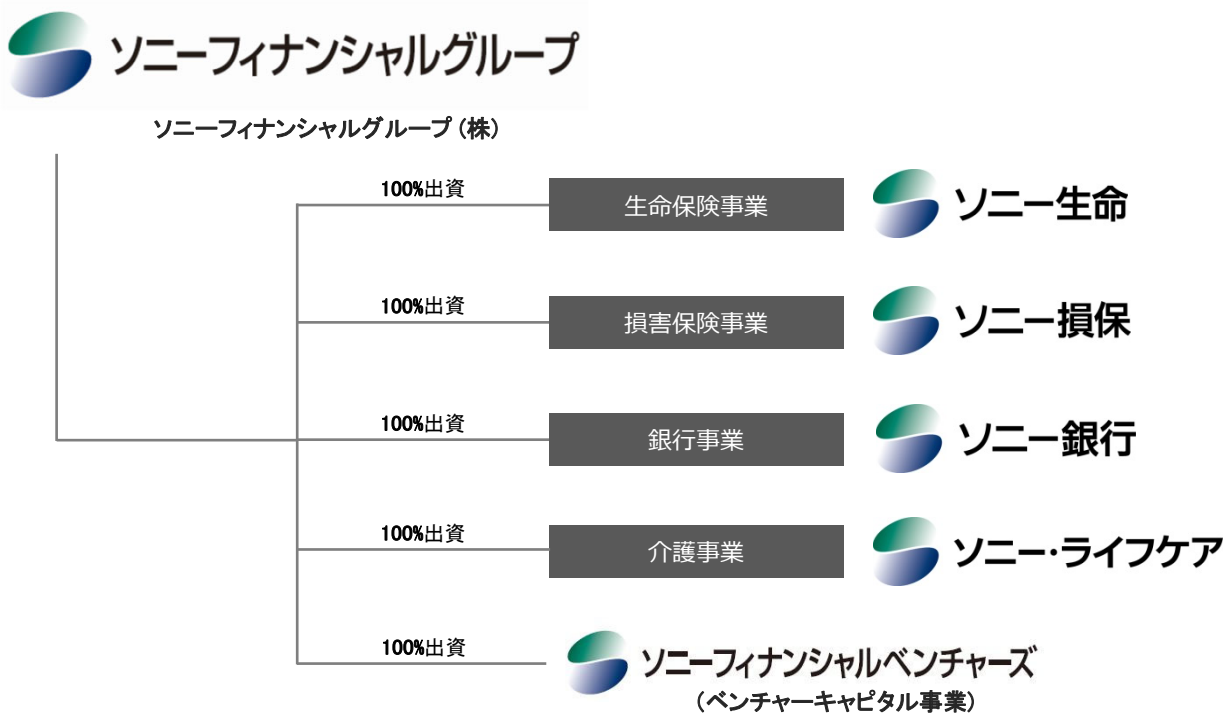
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと（お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます）による結果のいかなるもの（直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします）についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。

- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。

- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いします。

- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。

- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客さまに提供しています。

- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
  https://www.sonyfg.co.jp