

Special Report

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

「米国売り」で買われる金(ゴールド)の今後の展開

KEY
POINT

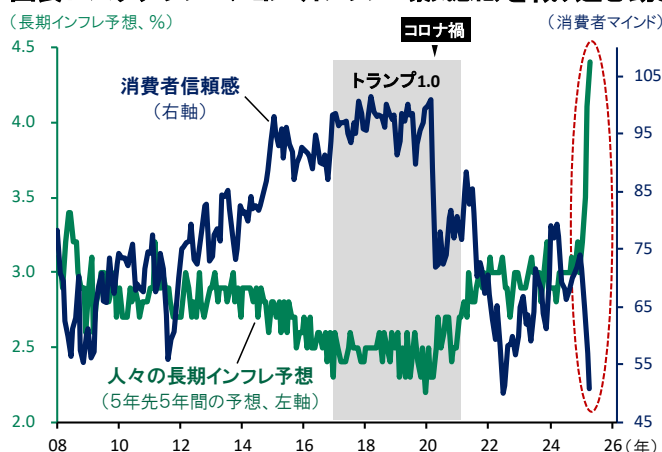
- トランプ関税により米国が「スタグフレーション」に陥るとの懸念が台頭。トランプ政策の不確実性も高まるなか「米国売り」が活発化し、ドル安・米株安・米債券安の「トリプル安」が頻発
- 安全資産を求める「有事の金買い」により、金が高騰。関税インフレやドル安も金価格の押し上げに作用
- トランプ政策で米国の財政赤字は拡大。欧州や中国はトランプ対策で拡張財政に転舵。世界的な政府債務の膨張と通貨供給量の増加が金の希少性を際立たせる公算
- 金価格は、トランプ政策の不確実性後退なら急騰一服も、通貨価値の希薄化の裏で上昇トレンドを辿る公算

スタグフレーションを織り込む動き

4月2日にトランプ米大統領が発表した「相互関税」は、貿易相手国を震撼させ、世界同時株安を招いた。中国との報復合戦はエスカレートし、米中貿易戦争が本格化している。米国の高関税政策は、輸入インフレと個人消費の減退、並びに世界貿易の縮小を招くが、それで最も深刻な打撃を受けるのは、米国自身だ。

トランプ関税の最悪の帰結は、インフレと景気悪化が同時に進む「スタグフレーション」に陥ることだが、その現実化を織り込む動きが進んでいる。図表1にみるように、人々のインフレ予想は足元で異様な高まりをみせ、購買力が低下するとの懸念が消費者心理を大きく悪化させている。

図表1:スタグフレーション(インフレ×景気悪化)を織り込む動き



問題は、長期(5年先)のインフレ予想が急上昇していることだ。関税引き上げが1回限りであれば、それがインフレ率(前年比)に与える影響は1年限りだ。それにもかかわらず、5年先のインフレ予想が上振れしているのは、関税インフレを発端に、米国内で悪い意味での「ホームメイドインフレ」、すなわち、賃上げと値上げ(価格転嫁)の負の連鎖によって歯止めなきインフレが起こるリスクがあるからだ。その行き着く先は、雇用と消費の減少による景気後退である。

機動的な金融緩和は期待しづらい

また、長期インフレ予想は、中銀の物価制御能力への信認を表す側面もある。長期インフレ予想の上振れは、トランプ大統領の圧力に屈してFRBが利下げに追い込まれ、インフレが制御不能になる、との人々の警戒を反映している。そのためFRBは長期インフレ予想が正常化しない限り、利下げには慎重な姿勢を続けよう。

市場参加者の間では、いざとなればFRBが利下げを行い、景気を下支えするとの期待がある。トランプ政権第一期(1.0)で貿易戦争が激化した2019年に、FRBが景気後退を未然に防ぐ「予防的利下げ」を行った前例があるからだ。ただ、当時のFRBが機動的に動くことが出来たのは、インフレ予想もインフレ率も安定していたからであり、いまとは状況が異なる。

この先は、景気が悪化しても、FRBが即座に利下げを行うことは難しい。金融緩和という安全網がない中で危険なトランプ政策を強行すれば、景気や株価の底割れが現実味を増す。

史上最高値を更新する金

そんな中で、史上最高値を更新しているのが「金(ゴールド)」だ。足元の金価格は1オンス3,300ドルを超えた。最大のドライバーは、トランプ政策に伴うスタグフレーションに備えた金買いの増加である。スタグフレーション下では「米国売り」が活発化し、ドル安・米株安・米債券安の「トリプル安」になりやすい。投資家はそうしたリスクを回避すべく、金へと資金をシフトしている。

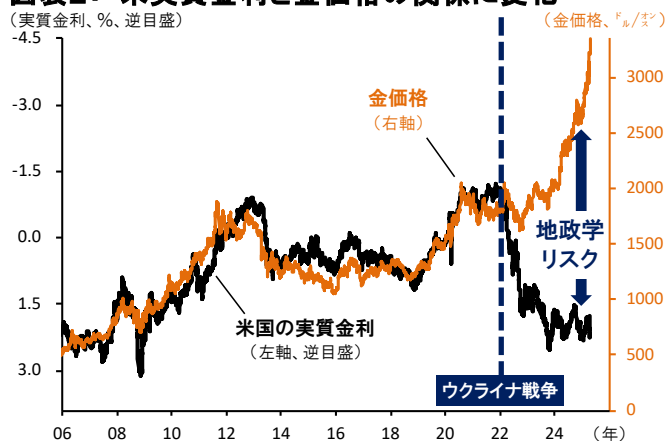
この点を詳述する前に、まずは近年の金価格の変動の背景を振り返りたい。

金の価格とは何か？

金価格の動きを振り返れば、過去は米国の実質金利と密接な関係があったことが分かる(図表2)。金は希少性が高く、どの国でも価値が認められ、価値の尺度として通用する。その点で金は法定通貨を代替する「無国籍通貨」、または「究極の決済手段」と呼ばれることがある。

金価格は一般にドル建てで表されるが、これはドルで測った金の価値であり、ドルと金の為替(交換)レートである。通貨価値の源泉はその国の実質金利であり、通常、為替レートは二国間の実質金利の差で決まる。ただし、金は金利を生まない資産であるため、ドル建て金価格はドルの実質金利そのものと連動(逆相関)してきた。

図表2: 米実質金利と金価格の関係に変化



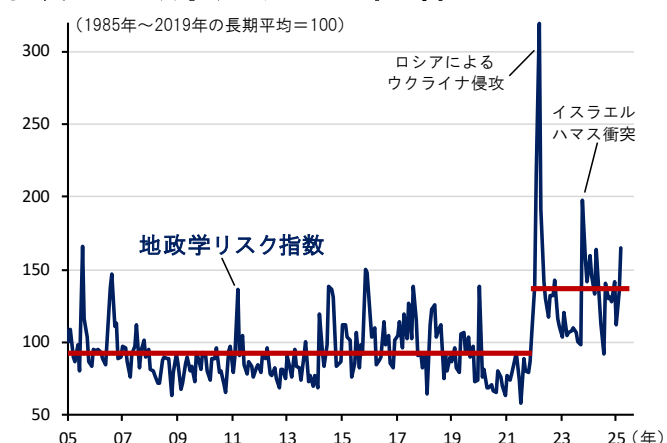
注: 米実質金利=米10年国債利回り-米ブレイクイーブン・インフレ率10年
出所: CMX、Bloomberg、SFGI

有事の金買い

しかし、2022年2月に始まったウクライナ戦争を境に、金は騰勢を強めた。米国の実質金利は同年3月に始まったFRBの利上げを受けて急上昇し、金価格を押し下げる圧力となった。だが、それを撥ね除けて金価格は上昇した。その主因が「有事の金買い」だ。

金は発行体を持たないことから、その価値は特定の国の信用力に左右されない。戦争や紛争などの有事の際は、価値変動の小さい金は「安全資産」として投資マネーの逃避先となり、需要が高まる傾向がある。ウクライナ戦争(22年2月～)、中東紛争(23年10月～)などの度重なる地政学リスクの高まり(図表3)が有事の金買いを活発化させ、金価格を押し上げてきた。

図表3: 地政学リスクは22年以降にレベルシフト



注: 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の集計
出所: EPU、SFGI

ドル離れ(中銀の米債売り・金積み増し)

2022年後半以降は、新興国の中央銀行が外貨準備における「金準備」の積み増しを急ぎ、金価格の上昇に拍車を掛けた(図表4)。同年、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。ドルの影響力を利用した制裁行使(ドルの武器化)への警戒が高まるなか、新興国中銀は外貨準備の資産構成を見直し、保有する米国債の売却と金準備の積み増しを急いだ。

図表4: 22年後半からは新興国中銀の金買いが増加

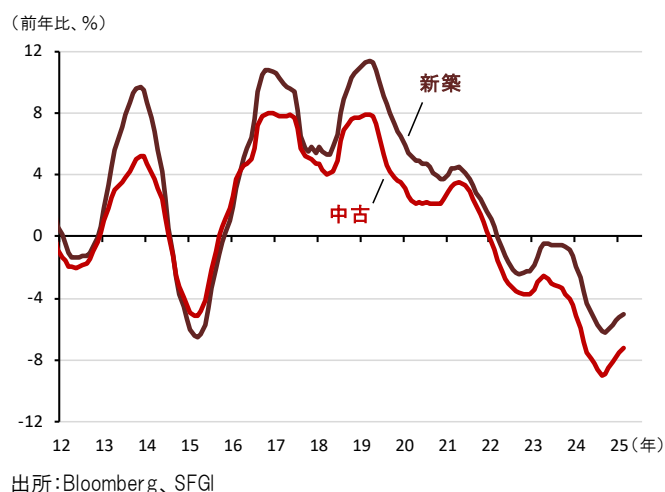


注: 実質金利で説明可能な金価格= $-334.26 \times \text{実質金利} + 1534.9$, $R^2 = 0.94$
出所: IMF、CMX、Bloomberg、SFGI

中国人の金買い

中国人の投資マネーが金に流入していることも、金価格の押し上げ材料だ。習近平政権が引き起こした株安や不動産不況(図表5)への失望の裏で、中国本土市場に上場する人民元建ての金ETFへの資金流入が急増している。こうした投資マネーの流れは、習政権への信認低下と人民元の先安観を反映したものと解釈できる。

図表5: 政策不況で下落する中国の不動産価格(70都市)



出所: Bloomberg、SFGI

以上が、22 年以降の(米実質金利から乖離した)金価格上昇の主な背景だ。いずれも現在進行形の金買い要因だが、足元ではトランプ不況に備えた金買いがこれらの要因を圧倒している。

投資に際しては、株式と債券に資金を分散しリスク低減を図ることが一般的だが、スタグフレーションの下では、株式と債券はどちらも値下がりしやすく、これらに投資資金を振り分けていても十分な分散効果は得られない。

スタグフレーション

インフレ × 失業者

インフレ × 債券安

インフレ × 株価安

インフレ × 債券安

そこで脚光を浴びるのが「金」だ。インフレやドル売りが進行すれば、「カネ」の価値が下がる分だけ、実物資産である「金」の価値は押し上げられる。図表7の通り、金価格とドルインデックス（主要通貨に対する米ドルの為替レート指数）の間の逆相関は明白だ。

（金価格、ドル/金）

（ドルインデックス、DXY）

金価格（左軸）

ドルインデックス
（実効ドルレート、左軸）

（年/月）

また、戦争・紛争などの「有事」の際に買われる金だが、現在の市場では、トランプ関税による「貿易戦争」や「スタグフレーション」のリスク、並びに、二転三転するトランプ政策の「不確実性」が新たな有事と捉えられているようだ。米国の国家としての信頼に揺らぎが生じるなか、ドル資産が売られ、安全資産として金が必要を集めている。そのことは「経済政策不確実性指数」と金価格の間の順相関にも表れている（図表8）。

Figure 1 is a dual-axis line chart illustrating the relationship between Economic Policy Uncertainty (EPU) and Gold Prices from 2006 to 2024. The left Y-axis represents the EPU Index (EPU, 指数), ranging from 0 to 450. The right Y-axis represents Gold Prices (金価格, 円/金), ranging from 300 to 3100. The X-axis represents the year (年), from 06 to 24. The blue line represents the Economic Policy Uncertainty Index, and the orange line represents Gold Prices. Both series show a strong positive correlation, with significant peaks in both indices occurring around 2008, 2011, 2017, 2020, and 2023.

米国売り(ドル離れ)で顕著な動きを見せるのが中国だ。中国人民銀行は、停止していた金準備の積み増しを再開したほか、貿易戦争の対抗策として米国債売りを仕掛けているとの観測もある(図表9)。

(米国債保有額、10億ドル)

(金準備、百万トロイオンス)

ドルの武器化

中国人民銀行の金準備 (右軸)

中国人民銀行の米国債保有残高 (左軸)

(年)

トランプ政権下の困難な時代には、株式と債券だけの分散投資ではリスクヘッジとしては不十分であり、金をポートフォリオに加えることが投資戦略として有効との指摘がある。現在の金価格の上昇は、投資家がトランプ政策によるスタグフレーションとトリプル安のリスクを回避しようとする動きと捉えることが出来るだろう。

欧米勢の金投資も回復の兆し

なお、昨年後半以降は欧米勢の金投資も回復の兆しを見せており、主要な欧米系ETFの金保有量が増加に転じている（図表10）。欧米投資家の金買いの復活は、当初は、FRBの利下げによる米実質金利の低下を期待したものだったと思われる。だが、現在のFRBはインフレ予想の上振れを危惧し、利下げに慎重な姿勢を示している。それにも関わらず、欧米勢の金買いは2月半ば以降に一段加速しており、金への投資目的が利下げ期待からトランプリスクをヘッジすることへと切り替わっている様子が窺える。このことは、今後も金価格を押し上げる材料となろう。

図表10: 欧米系の主要な金ETFの金保有量



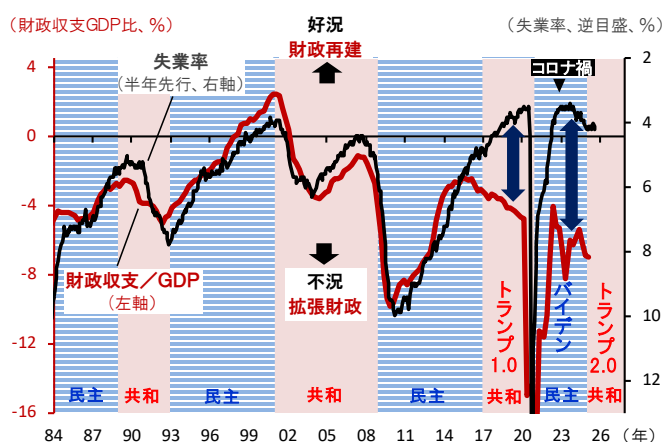
注: 金連動型上場投資信託(ETF)を通じた金保有量
出所: CMX、Bloomberg、SFGI

世界的な政府債務と通貨供給量の膨張、通貨価値の希薄化が金価格を押し上げ

以上の通り、トランプ政策に伴うスタグフレーション懸念が、トリプル安と金価格の高騰を招いている。その点では、トランプ政策による混乱が収束すれば、金価格の急上昇は一服するだろう。

だが、トランプ政策に紐づく金価格の押し上げ要因は、ほかにもある。政府債務の膨張に伴う通貨供給量の増加だ。

図表11: 米国の財政規律(失業率と財政赤字の連動性)



出所: BLS、BEA、SFGI

図表11にみるように、かつて米国の失業率と財政赤字GDP比は密接に連動していた。その点で米国には明確な財政規律(景気に基づく財政運営)が存在したといえる。だが、これがトランプ1.0の下で失われた。トランプ1.0はポピュリズムに走り、好況下にもかかわらず減税等の財政赤字拡大策を進めた。

その流れは、続くバイデン政権でも変わらなかった。また、この先はトランプ2.0の下、さらなる財政規律の乱れが予想される。トランプ減税の恒久化や、法人税率の引き下げ、社会保障給付への課税廃止などによって、米国の財政赤字は一段と拡大し、政府債務が膨張する公算が大きい。

これに伴う通貨供給量の増加は、通貨価値の希薄化や通貨の信認低下につながる反面、金の希少性を際立たせ、金の価格を押し上げる公算が大きい。図表12の通り、政府債務の規模と金価格には緩やかな相関関係がみられる。また、政府債務の予想(米議会予算局)は、この先の金価格の行方を示唆している。

図表12: 米国の連邦政府債務(GDP比)と金価格



注: 政府債務残高 GDP 比の先行き(点線部分)は、米議会予算局の予想
出所: CMX、Bloomberg、SFGI

なお、トランプ大統領の下、政府債務の増加は米国のみならず、世界的な傾向となっている。たとえば、欧州連合(EU)は8千億ユーロ規模の「再軍備計画」を発表。ドイツは厳格な財政規律(債務ブレーキ)を緩めるほか、インフラ投資へ5千億ユーロの基金を設ける方針だ。トランプ政権がウクライナへの軍事支援を一時停止し、欧州に防衛負担の増額と停戦への関与を迫ったことが背景である。

また、中国は3月の全人代(国会)で財政赤字のGDP比を3%から4%へと切り上げる拡張財政(約2千億ドルの歳出増)に踏み切った。国内景気を強化する狙いだが、その背後にはトランプ政権との貿易戦争への備えがある。トランプリスクに対応した世界規模の政府債務増大が、世界的な通貨価値の下落を通じて、金価格の上昇を加速させる可能性がある。

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 真樹（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月より当社執行役員。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『為替ってこんなに面白い！（2024年幻冬舎新書）』、『〈最新版〉本当にわかる為替相場（2023年日本実業出版社）』などがある。ソニー銀行株式会社取締役、ウェルスナビ株式会社顧問。



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 エグゼクティブエコノミスト

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」など多数のメディアに出演し、金融市場の解説を行う。資源国・新興国通貨に強い。著書に『円安はいつまで続くのか 為替で世界を読む（2025年マイナビ新書）』がある。Xでの情報発信（@KumiIshikawa_FX）も行っている。



渡辺 浩志（わたなべ ひろし）
金融市場調査部長 チーフエコノミスト

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。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、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（当時）入社以来、一貫してエコノミストとしてマクロ経済調査を担当。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。2025年から景気循環学会・理事。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）、『激震 原油安経済』（日経BP）。日本経済・債券市場、中国などのアジア情勢が専門、セクターは不動産、観光、半導体等を分析。

本レポートについてのご注意

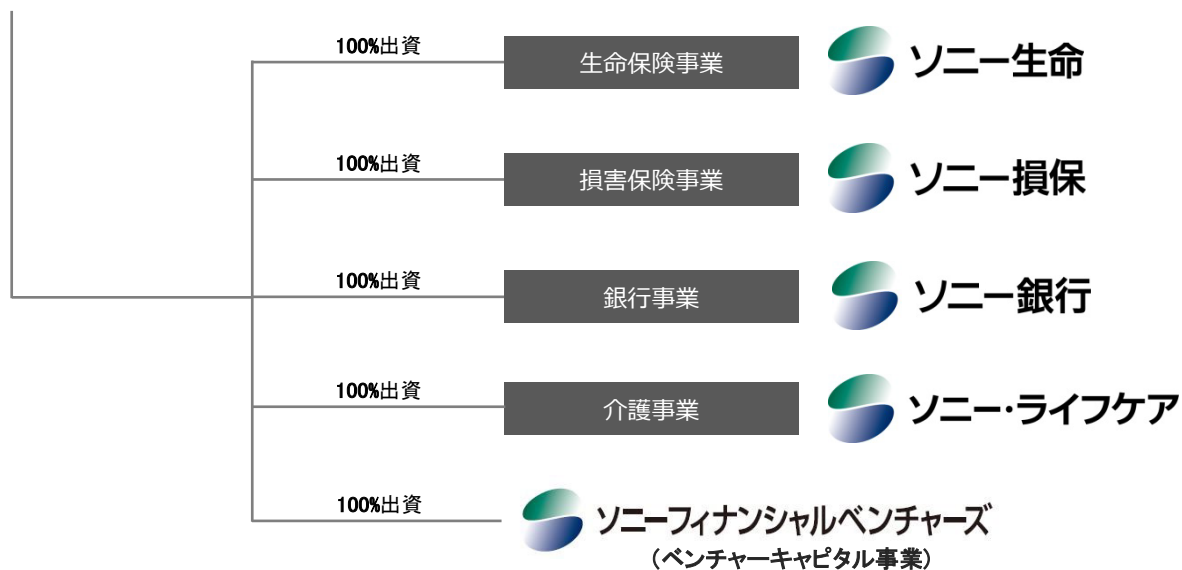
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、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

ソニーフィナンシャルグループ(株)



- 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>