

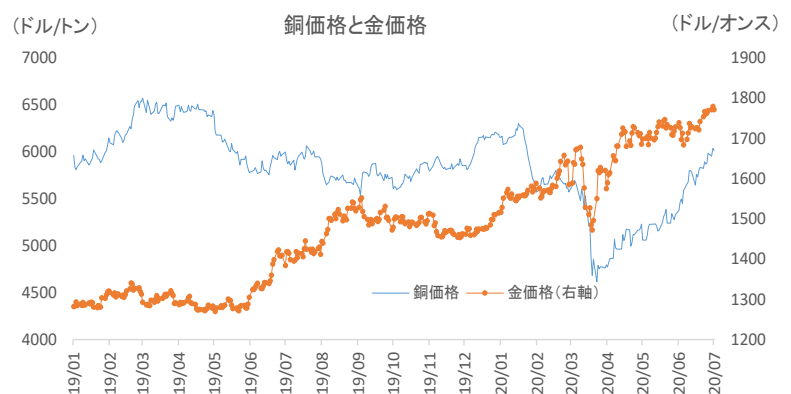
みずほマーケット・トピック(2020年7月2日)

金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～

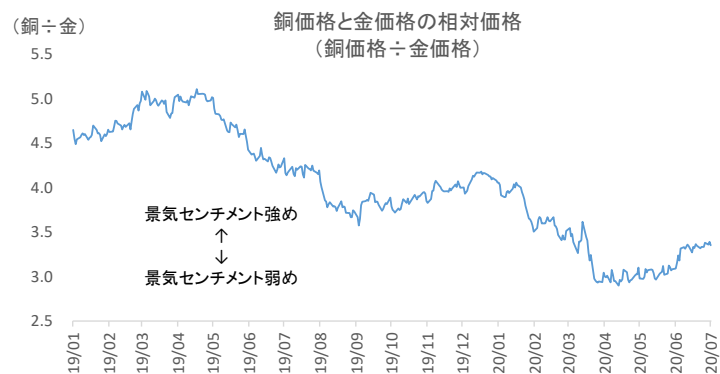
金価格の騰勢が止まらない。理由は複数考えられる。①「先行き不透明感の拡大を受けた安全資産への逃避」という漠然とした論点が最も分かりやすいが、②法定通貨への信認毀損という考え方もある。金を無国籍通貨と見なした場合、対ドルで圧倒的に年初来の上昇を確保しているのが金だ。各国政府の形振り構わない拡張財政路線の結果、将来的なインフレ(法定通貨の価値毀損)を懸念した動きが強まりつつある、といったところか。また、③世界中で金利が消滅しており金保有のデメリットが薄れているということも当然だろう。しかし、筆者は①～③のいずれの理由も方便ではないかと考えている。足許では、金価格だけではなく、景気拡大の先行指標である銅価格も大幅上昇しており、株価も高止まりだ。こうした状況から客観的に言えることは、「上昇しそうなものはとりあえず買う」という金融相場(金余り相場)であるというのが実情に近いのではないか。ヘッドラインで伝えられるほど金融市場の緊迫感が高まっているとは思えず。

～景気センチメントも第二波睨みに？～

金価格の騰勢が止まらない。指標とされるニューヨーク金先物は7月1日に1オンス1800ドルを遂に突破し、2011年11月以来、約8年8か月ぶりの高値を記録している。なお、ドル/円相場が円安気味で安定していることもあって、円建てでも連日、史上最高値が更新されている。前回高値をつけていた2011年11月と言えば、欧州債務危機を巡る緊張がピークに達していた時期であり、ユーロ圏崩壊への思惑が最高潮にあった時期だ。感染拡大の第二波懸念を受け、文字通り「この先どうなるのか分からない」との不安が支配的になり、「とりあえず金」というフローが増加中と見受けられる。年初来の上昇率は約+20%、前年比では約+30%にも達している。本欄では世界経済の体温を推し量る指標として銅価格を定期的に着目しているが、銅価格も実は金価格と同時に騰勢を強めている(図・上)。だが、金



(資料) macrobond

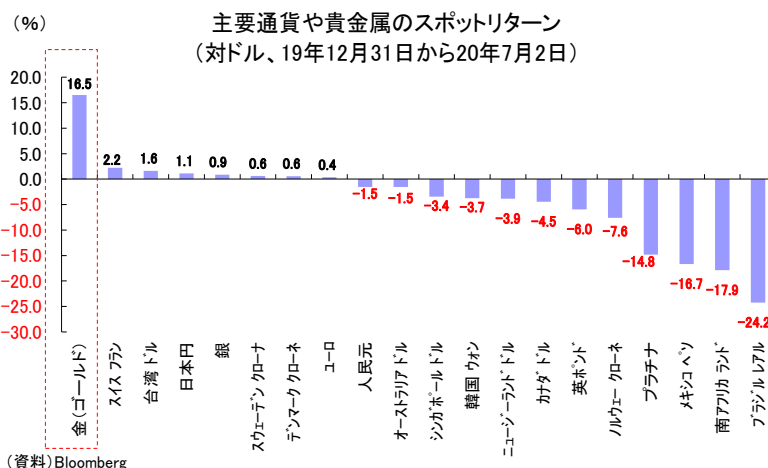


(資料) macrobond

価格と銅価格の相対価格に着目すれば(前頁図・下)、足許で景気センチメントは悪化こそしていないものの、3 月半ば以降始まり、5 月下旬から加速してきた改善傾向が停止しつつあるようにも見受けられる。年初を起点として評価した場合、コロナショックを経て、ボトムから半分程度の改善で止まったという印象である。経済活動の制限・再開を経た値動きであり、景気センチメントも第一波が収束し、「ここからどうなっていくか」という第二波を睨んだ動きになりつつあるように見受けられる。

～金価格上昇の背景を再整理～

金価格が上昇する理由は複数考えられる。以上述べたように、①「先行き不透明感の拡大を受けた安全資産への逃避」という漠然とした論点が最も分かりやすいが、②法定通貨への信認毀損という考え方もある。金を無国籍通貨と見なした場合、対ドルで圧倒的に年初来の上昇を確保しているのが金だ(図)。こうした状況に解説をつけるのであれば、コロナショックを受けた各国政府



府の形振り構わない拡張財政路線の結果、将来的なインフレ(法定通貨の価値毀損)を懸念した動きが強まりつつある、といったところだろうか。理屈としては違和感のない動きである。

また、③世界中で金利が消滅しており金保有のデメリットが薄れているということも当然ある。「安全資産としての金」にまつわる最大の欠点は「金利がつかないこと」だが、今や主要通貨の殆どで政策金利がゼロ付近だ。最も流動性が高く、金利先高観が見込めたドルも政策金利の固定化(イーールドカーブコントロール、YCC)が囁かれており投資妙味が薄れている。昨日公開された FOMC 議事要旨(6 月 9～10 日開催分)では多くのメンバーが「YCC の必要性は薄い」という意見を抱いていることが明らかになったが、それはドットチャートを絡めたフォワードガイダンスで十分、金利を抑え込めているからであって、「当面はゼロ金利」という未来に大きな変化はないことを意味する。

～本当の理由は単なる金融相場、ということでは？～

しかし、筆者は①～③のいずれの理由も所詮は方便ではないかと考えている。前述した通り、金価格も上がっているが、銅価格も劣らず騰勢を強めており、株価も依然高止まりしている。こうした状況から客観的に言えることは、「上昇しそうなものはとりあえず買う」という金融相場(金余り相場)であるというのが実情に近いのではないだろうか。金価格の上昇は確かに不安を駆り立てるニュースであるが、ヘッドラインで伝えられるほど金融市場の緊迫感が高まっているわけではない。

そもそもリスクオフムードの程度を考える際、「とりあえず金」というムードが先行しているうちはまだ序の口である。本当に恐ろしいのは、今年 3 月に見られたような「とりあえずドル」というムードが蔓延した時であり、ベースコストのワイド化などが著しく進むような局面である。そこまでの緊迫感が高まった際に今のように株価が好調であるということとはあり得ない。「リスクオフムードの高まり」や

「法定通貨への不安」は金融相場において金価格を買うための方便であって、①～③を真剣に心配している向きが多いとは思えない。ウィズコロナ、アフターコロナという言葉と共に乱暴な議論も増えてる世相だが、金融市場でもそのような動きが見られているのかもしれない。

市場営業部・金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年7月1日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月26日	週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)
2020年6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか？
2020年6月23日	メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き
2020年6月22日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月19日	週末版
2020年6月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分) 香港ドル相場の現状と展望～ベッグ崩壊の現実的な可能性は～ 二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか
2020年6月17日	29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方
2020年6月15日	週末版(EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～)
2020年6月12日	FOMCを終えて～当分失われそうなドル/円のボラティリティ～
2020年6月11日	米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか？～特権の行使～
2020年6月9日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～)
2020年6月5日	明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌
2020年6月4日	米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年6月3日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月29日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月27日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年5月26日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちはだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分) コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか？
2020年5月20日	アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」
2020年5月19日	週末版(マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか？～)
2020年5月15日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月14日	独憲法裁判所の判断とECB買い入れ近況について
2020年5月12日	アフターコロナはインフレか？デフレか？
2020年5月8日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
2020年5月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月28日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
2020年4月24日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か？～
2020年4月22日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～
2020年4月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分) 週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か？～IMF世界経済見通し～)
2020年4月17日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月15日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識～
2020年4月14日	週末版(明らかになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月10日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月9日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月7日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月6日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月3日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月2日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年4月1日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月30日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病～)
2020年3月27日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分)
2020年3月25日	リスクシナリオも繰り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」
2020年3月23日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かずの宝刀」も抜かれるのか？～)
2020年3月19日	FOMCレビュー～「不要不急で自滅」は予定通り？～
2020年3月18日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月17日	週末版
2020年3月13日	ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュー戦～
2020年3月11日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は？～
2020年3月10日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月9日	週末版
2020年3月6日	欧州難民危機再び？～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月5日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月4日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月3日	最強通貨に返り咲いた円～年初末変化率がプラスに～
2020年3月2日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月28日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月27日	週末版(忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月21日	円急落は「日本売り」の結果なのか？
2020年2月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分) 危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月19日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと・・・～
2020年2月18日	週末版
2020年2月14日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月13日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月12日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月10日	週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月7日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月6日	債券相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月4日	ブレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年2月3日	週末版
2020年1月31日	FOMCを終えて～新型コロナウイルスと減速軌道の米国～
2020年1月30日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月29日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月28日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月24日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という連～
2020年1月22日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月21日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～
2020年1月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分) 週末版
2020年1月17日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その②～