

金市場の先行きは米国の実質金利次第

- 金価格は、今後数カ月、投資需要に大きく左右される公算が大きいと考えます。投資需要以外の需要が低迷する可能性があるからです。
- 米国の実質金利は投資需要を左右する主な要因ですが、向こう1年については、低下しにくいと考えます。名目金利が極めて低水準にあることに加え、グローバル経済の減速と原油価格急落がインフレ期待の上昇を妨げる可能性があるからです。
- 米国株式市場の一段の下落がドル高の再燃や含み益の乗ったポジションの換金売りをもたらす状況では、短期的に金価格を下押し可能性も考えられます。
- 中・長期的には、幾分のドル安や世界的な低金利の長期化が巨額の政府債務と相俟って、金価格の上昇が見込まれます。今後3年で、2011年につけた最高値を上抜ける局面もあり得ると考えます。

金需要の最後の頼りは投資需要

金需要には主に①宝飾需要(総需要のほぼ50%)、②投資需要(同25%)、③公的需要(同15%)、④工業用需要(同10%)の4つが挙げられますが、向こう数カ月については、投資需要以外の大幅な増加は見込めそうにありません。

宝飾需要は、個人の実質所得に対する「金の取得能力」に最も敏感です。世界の宝飾需要全体の半分強を中国とインドが占めることから、両国の経済見通しが金価格の鍵となります。足元の状況はプラスの季節要因に欠けるだけでなく、金価格の高止まりや、中国とインドの国民所得に影響する世界経済減速により、向こう数カ月の宝飾需要の低迷が示唆されます。

公的需要即ち中央銀行による金の購入についても、向こう数カ月は減少が予想されます。過去2年間は、中国、ロシア、トルコ等、新興国の中央銀行による大量の金購入を受け、公的需要は過去最高水準を更新していましたが、新型コロナウイルスの発生により購入継続の意欲が削がれたように見受けられます。各行は、自国の金融市場に流動性を注入し、自国通貨にかかる不要な下押し圧力を回避する必要に迫られています。こうした状況は、4月1日にロシア中銀が発表した金の購入を停止した理由の一つと考えられます。

金の工業用需要が限定的であることは、金の総需要が景気低迷の影響を大きく受けないことを意味し、景気変動に左右され難いという金のディフェンシブな特性を説明します。影響は軽微ですが、工業用需要も、向こう数カ月、幾分か減少が予想されます。

となると、残るのは投資需要だけということになります。投資需要は、総需要の僅か25%程度を占めるに過ぎないものの、金価格の変動次第で増減する宝飾需要とは対照的に、

通常、金価格を左右する鍵と見なされます。もともと、単独で金価格を押し上げるには、投資需要の原動力が力強いものでなくてはなりません。

米国の実質金利が金の投資需要を左右する鍵であるのは、それが、金価格にとっての重要な要因である名目金利と期待インフレ率で構成されるからです。同じく米国実質金利の影響を受ける米ドルも重要な要因です。名目金利、実質金利とも低位にありながら安全資産としての強い需要がドル高をもたらす場合を除いて、低位の実質金利は、米ドルの下押し圧力となり金価格を支えます。

米国実質金利の低下余地は限定的

過去の統計分析から確認されるのは、金価格と米国実質金利の強い逆相関関係です。こうした関係は過去1年間、維持されています(図表1参照)。

図表1: 金価格と米国10年国債実質利回り

左軸: 米ドル/トロイオンス 右軸: %, 逆目盛



出所:ピクテ・グループ

ピクテの基本シナリオは、米国実質金利の低下余地は限定的で、実質金利が金価格を下支える可能性は低いことを示唆しているというものです。これは、名目金利が既に極めて低水準にあり、景気後退(リセッション)入りの可能性と原油価格の急落を勘案すると、今後数カ月は、期待インフレも低位に留まることが予想されるからです。

ウイルス危機後の世界経済の回復は穏やかなものに留まると見ています。これは、(資金需要が供給を上回る)金融逼迫が米ドルを下支える状況が続き、金需要を限定することを意味します。同様に、米国株式市場が再度下落に転じた場合には、換金のため、含み益のある資産が投げ売りに晒される可能性もあり、金の上昇に寄与する可能性は低いと思われます。(先物市場の非民間部門のネットの買いポジションが示唆する)金に強気の投資家心理からも、向こう数カ月は金の投資需要が強まる公算は小さいと考えます。

供給減の恩恵も限定的

金生産(金の採掘)も、金需要と同様、新型コロナウイルス発生の影響を被っています。金生産は、金の年間供給総量の70%程度に相当しますが、ウイルスに起因する健康上の制約を受け、減少する公算が高いと思われます。金の年間生産量は地上の備蓄総量のごく僅かに過ぎないことが示すように、金は消費されず主に退蔵されることから、供給は価格を左右する主な要因ではありません(図表2参照)。とはいえ、供給の減少は、向こう数カ月の価格を幾分か下支えと考えます。

底値買い戦略を选好

ここまでの説明の通り、米国実質金利は、金価格が短期間で1トロイオンス当たり1,700ドルを上回る可能性を示唆しているわけではありませんが、金融逼迫が収束し米ドルが減価すれば、中期的に金価格の追い風になるはずだと考えます(図表3参照)。更に、实体经济を支えるための政府債務の大幅な拡大は、金融政策の正常化を(2008年の)グローバル金融危機後の時期以上に困難なものにすると考えます。金利がゼロ近辺に張り付く状況の長期化や高水準の政府債務を勘案すると、金現物の魅力は、その他の主な安全資産以上に増す公算が大きいと思われます。端的に言えば、財政拡大および金融緩和に関連して起こり得る金融危機のヘッジとしての金需要は、一段の増加が予想されますが、残念ながらこの種の需要は、世界の金融制度に対する投資家の疑念に依存するものであるため、評価が極めて困難です。

投資家が、異常な財政・金融刺激策の長期的な影響を懸念し続けるとしたら、金の投資需要は高止まりし、価格を下支えと考えます。こうした場合には、今後3年のうちに、

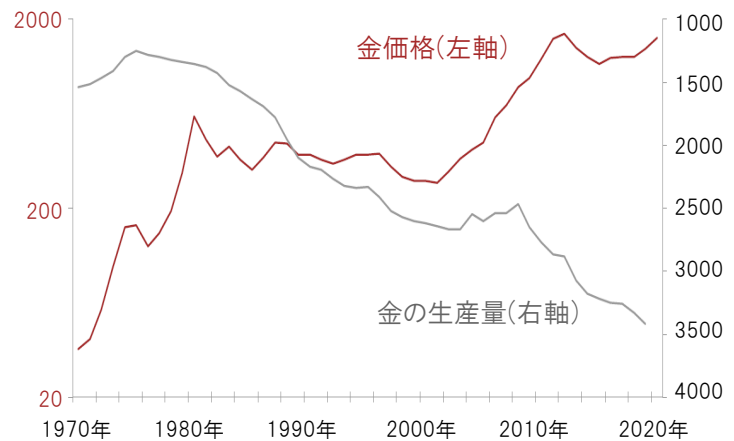
2011年の高値(1トロイオンス当たり1,895ドル[※])を上抜ける可能性があるかもしれませんが、米国のインフレ率の急騰あるいは米ドルの大幅減価がない限り、それ以上の上昇は難しいと思われます。

目先は、金に幾分慎重な姿勢を維持したいと考えます。米国実質金利の大幅な低下余地が限られ、世界的にリスク選好が低いことから、ドル高の継続が示唆されるためです。従って、金価格は直近の高値(4月23日の1トロイオンス当たり1,736ドル[※])近辺に留まっても、1,560ドル~1,600ドルに向けた短期的な調整の可能性があると考えます。とはいえ、金の上昇トレンドの終わりが始まったとは考えられません。

(※ロンドン・ゴールド・マーケット・フィキシングLtd-LBMA PMフィキシング価格/USD)

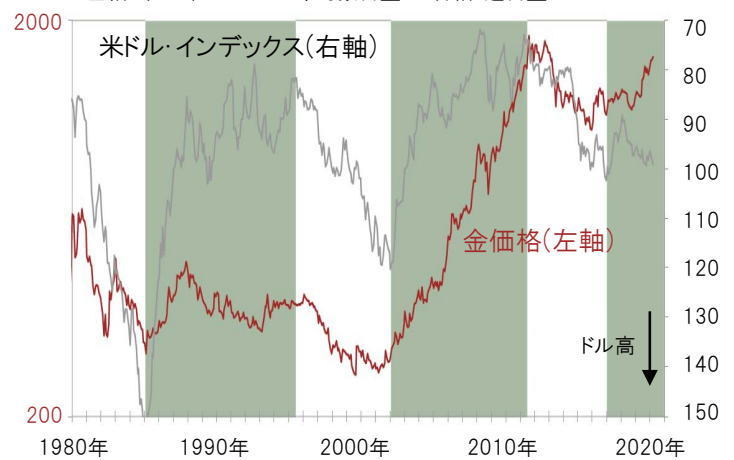
図表2:産金量と金価格

左軸:米ドル/トロイオンス、対数目盛 右軸:トン、逆目盛



図表3:金価格とドル・インデックスの推移

左軸:米ドル/トロイオンス、対数目盛 右軸:逆目盛



出所:ピクテ・グループ

将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。また、当資料におけるデータは将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。

ピクテ投信投資顧問の投資信託をご購入する際の留意事項

1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆さまの投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

2. 投資信託に係る費用について(2020年4月末日現在)

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用：申込手数料 上限3.85%(税込)
※申込手数料上限は販売会社により異なります。
※投資信託によっては、追加設定時信託財産留保額(上限0.6%)をご負担いただく場合があります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用：信託財産留保額 上限0.6%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用：信託報酬 上限年率2.09%(税込)
※ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。
※別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等：監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆さまがファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ピクテ投信投資顧問株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

ピクテ投信投資顧問株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380号

加入協会：一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会 日本証券業協会

当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。