

# Weekly エコノミスト・ レター

## NY金が1300ドル台を回復、 1400ドル突破の条件は？

経済研究部 シニアエコノミスト 上野 剛志  
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 5月下旬に1オンス1270ドル台であったNY金先物はその後反発し、足元では1340ドル台まで上昇している。米国と他国との間の摩擦が激化したうえ、FRB要人発言によって利下げ観測が急激に台頭したためだ。
2. ただし、NY金は反発したとはいえ、近年におけるレンジ内での動きに留まっている。昨年来、ドルが多く通貨に対して上昇しており、ドル建て表記であるNY金の割高感が強まっているためだ。ちなみに、過去の事例を振り返ると、リーマンショックの際もNY金は上昇しなかった。危機に伴う換金売りが出たほか、流動性への不安から決済通貨であるドルを調達する動きが強まり、ドル高が進んだためと考えられる。
3. 従って、NY金が今後も上昇し、1400ドルの節目を突破するためには、市場で先行き懸念が残存することに加えて、ドルの下落が必要になる。今後、NY金が1400ドルを突破するシナリオは2つ考えられる。一つは、「米経済失速シナリオ」だ。米中摩擦の激化などから米経済が失速し、FRBが大幅な利下げに踏み切るというシナリオだ。この場合、ドルの優位性が崩れ、リスクオフとともにドル安が進行することで、1400ドル突破の条件が揃う。もう一つは、「ユーロ大幅上昇シナリオ」だ。ドルインデックスに占めるユーロの割合は6割近くを占めているため、ECBの利上げなどを材料にユーロの対ドルレートが上昇すると、ドルインデックスは押し下げられる。さらに何らかのリスクが浮上すれば、NY金1400ドル突破の条件が揃うことになる。メインシナリオではないが、両者のうち早期に実現する可能性があるとするれば、「米経済失速シナリオ」の方だろう。
4. 同シナリオが実現する場合、NY金の1400ドル突破は「世界経済に赤信号が灯った」ことを意味することになる。そして、その段階になって振り返ってみると、現在の1300ドル台回復は「世界経済に黄信号が点灯していた」ことを意味していたことになるだろう。



# 1. トピック：NY金 1300 ドル台回復、1400 ドル突破の条件は？

## (NY金上昇の背景)

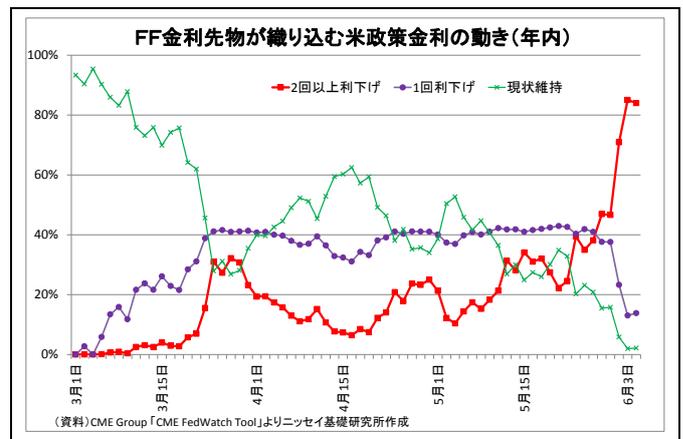
5月27日時点で1オンス1270ドル台であったNY金先物価格（以下、「NY金」）はその後反発し、31日には節目である1300ドル台を回復、足元では2月下旬以来の高水準にあたる1340ドル台まで上昇している。

この反発の理由は金にとっての強材料が揃ったためだ。

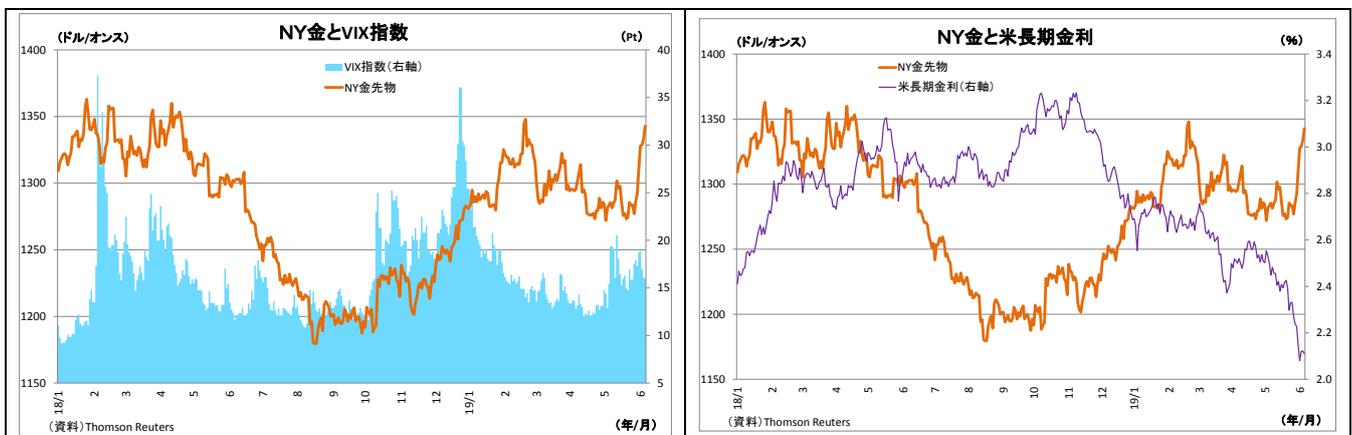
一つ目は米国と他国との間の摩擦激化が挙げられる。米トランプ政権が5月に入って中国製品に追加関税を課し米中摩擦が激化、早期の解決は困難との見方が広がったのに加え、31日にはメキシコ製品に追加関税を課すと発表したことで、世界経済の先行き懸念がさらに高まった。

そして、二つ目はこれとも関連するが、FRBの利下げ観測が急激に台頭したことが挙げられる。5月30日にFRBのクラリダ副議長が「物価低迷や下振れリスクが現れた際には適切な政策を考える」と発言したのに続き、今月4日にはパウエル議長が「景気の拡大を持続させるため適切に行動する」と発言した。共に利下げを視野に入れた発言であったため、市場の利下げ観測が大きく高まった。

具体的に、FF金利先物市場が織り込む年内の利下げ確率を見ると、5月下旬以降に「現状維持（利下げなし）」と「1回の利下げ」の確率が急低下する一方、「2回以上の利下げ」の確率が急上昇し、直近では8割を超えてきている。



こうした動きを受けて、金融市場では株価が下落（VIX指数上昇）し、金利低下が鮮明になった。株安が安全資産としての金需要に繋がり、金利低下が金利を生まない金の相対的な魅力を高めたことで、NY金は大きく反発することになった。



## (依然、レンジ内に留まる理由)

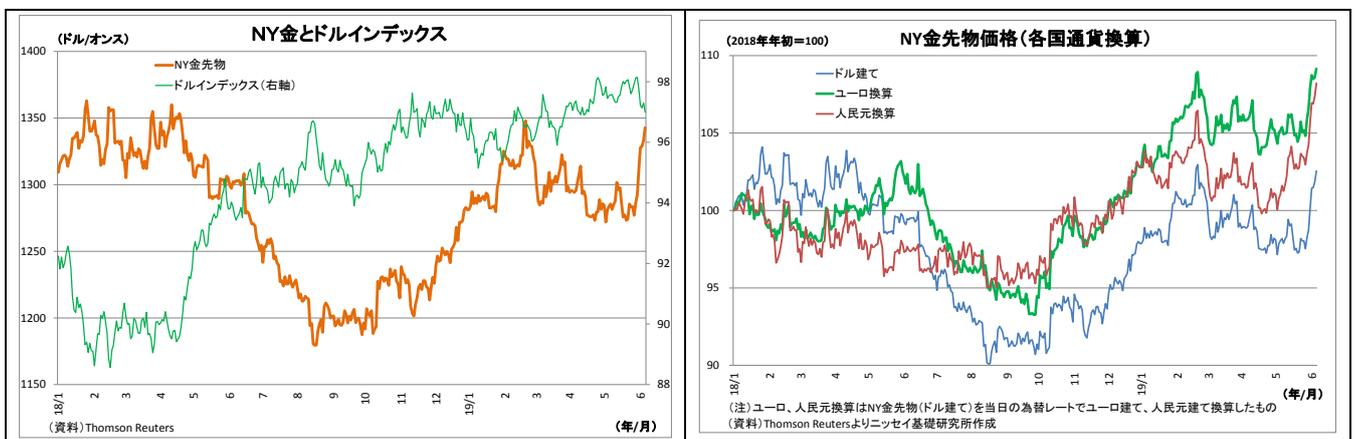
ただし、NY金は反発したとはいえ、未だに1200ドル弱～1300ドル台後半という近年における

レンジ内での動きに留まっており、2013年秋以前の水準である1400ドル超までは距離がある。

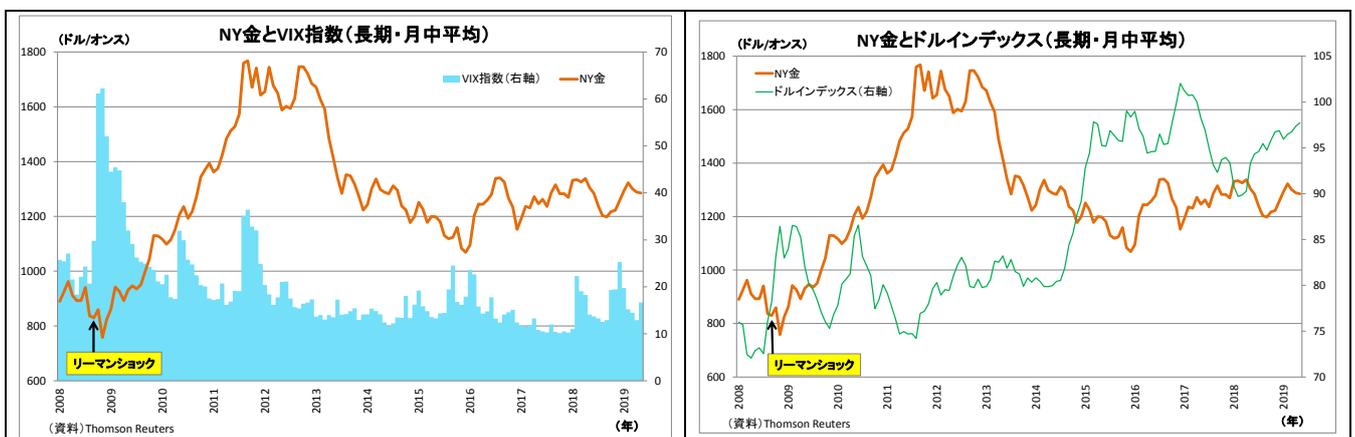
そして、NY金の上値を抑えている要因はドル高だ。昨年来、ドルは多くの通貨に対して上昇している。ドルの総合的な強弱を随時把握するために広く参照されているICEのドルインデックスを見ると昨年来上昇基調にあり、直近こそやや低下したものの高止まりしている。

NY金はドル建て表記のため、ドルの為替レートが上昇すると、米国以外の需要家にとっては割高になる。実際、足元のNY金（ドル建て）は昨年年初の水準を3%弱上回っているに過ぎないが、ユーロや人民元に換算すると1割近く高い水準ということになる。

最近では、FRBの利下げ観測が高まっているため、本来であればもっとドル安が進んでもおかしくない。しかしながら、①市場がリスクオフに傾く際には基軸通貨であるドルが（円ほどではないにせよ）選好されること、②世界の中で相対的に米国の景気は底堅く、先進国の中では金利水準が高いことからドルの高止まりが続いている。また、③景気減速を背景としてユーロや人民元の下落圧力が強いことが（裏返しとして）ドルを押し上げている面もある。



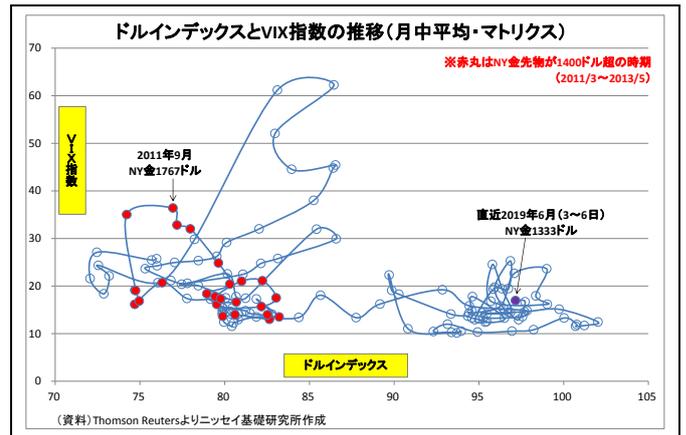
ちなみに、過去の事例を振り返ると、2000年代最大の世界的ショックであったリーマンショック（2008年9月）の際もNY金の上値は重かった。リーマンショック後に株価は暴落し、VIX指数も過去最高を記録していたにも関わらずNY金の上値が重かったのは、危機に伴う換金売りが出たほか、流動性確保のために決済通貨であるドルを調達する動きが強まり、ドル高が進んだためと考えられる。NY金が増加基調に入ったのは、ショックがひと段落した後のことになる。



### (1400 ドル突破の条件)

従って、NY金が今後も上昇し、1400 ドルの節目を突破するためには、市場で先行き懸念が残存することに加えて、ドルの下落が必要になると考えられる。

実際、NY金が過去継続的に 1400 ドルを上回っていたのは、2011 年 3 月から 2013 年 5 月の期間だが、この時期は欧州債務危機で市場の先行き懸念が燻っていた（VIX 指数が低位になかった）うえ、FRB による量的緩和第 2 弾・第 3 弾実施を受けてドルが低迷しており、ドルインデックスは現在よりも 2 割程度低い水準にあった。



今後、NY金が 1400 ドルを突破するシナリオとしては、2 種類のシナリオがあると考えられる。

一つは、「米経済失速シナリオ」だ。これは、米中摩擦の激化などから米経済が失速し、FRB が大幅な利下げに踏み切るというシナリオだ。この場合、前述した「世界の中で相対的に米国の景気は底堅く、先進国の中では金利水準が高い」というドルの優位性が崩れ、リスクオフとともにドル安が進行することで、1400 ドル突破の条件が揃うだろう。

そして、もう一つは、「ユーロ大幅上昇シナリオ」だ。ドルインデックス構成通貨のうち、ユーロの割合は 6 割近くを占めているため、ECB の利上げ（マイナス金利縮小）などを材料にユーロの対ドルレートが上昇すると、ドルインデックスは押し下げられる。さらに何らかの景気下振れリスクが浮上すれば、NY金 1400 ドル突破の条件が揃うことになる。

ただし、世界経済の下振れリスクが強まる中、ECB は昨日、「少なくとも来年半ばまで」政策金利を据え置く方針を表明しており、「ユーロ大幅上昇シナリオ」の実現は遠のいている。従って、メインシナリオではないが、早期に実現する可能性があるとするれば、「米経済失速シナリオ」の方だろう。

もし、同シナリオが実現する場合、NY金の 1400 ドル突破は「世界経済に赤信号が灯った」ことを意味することになる。そして、その段階になって振り返ってみると、現在の 1300 ドル台回復は「世界経済に黄信号が点灯していた」ことを意味していたことになるだろう。

## 2. 日銀金融政策(5月)：追加緩和に関する意見の隔たり目立つ

### (日銀)維持(開催なし)

5月 はもともと金融政策決定会合が予定されていない月であったため、必然的に金融政策は現状維持となった。次回会合は6月 19~20日に開催される予定。

5月 10日に金融政策決定会合における主な意見(2019年 4月 24、25日開催分)が公表された。同会合においてフォワードガイダンスの明確化が決定されたことに関しては、「経済・物価を巡る不確実性が大きく、2%の実現になお時間がかかることを踏まえると、現在の強力な金融緩和の継

続方針をより明確に示すことが重要」、「強力な金融緩和の継続への信認を強化するためには、きわめて低い金利水準を維持する期間を具体的に示すなど、政策金利のフォワードガイダンスを明確化することが適当」、「政策金利のフォワードガイダンスは、導入時点に比べて海外経済を巡る不確実性が高まったことなどを踏まえ、見直しを検討するのが適切」と、複数の委員から支持する意見が相次いでいたことが判明した。

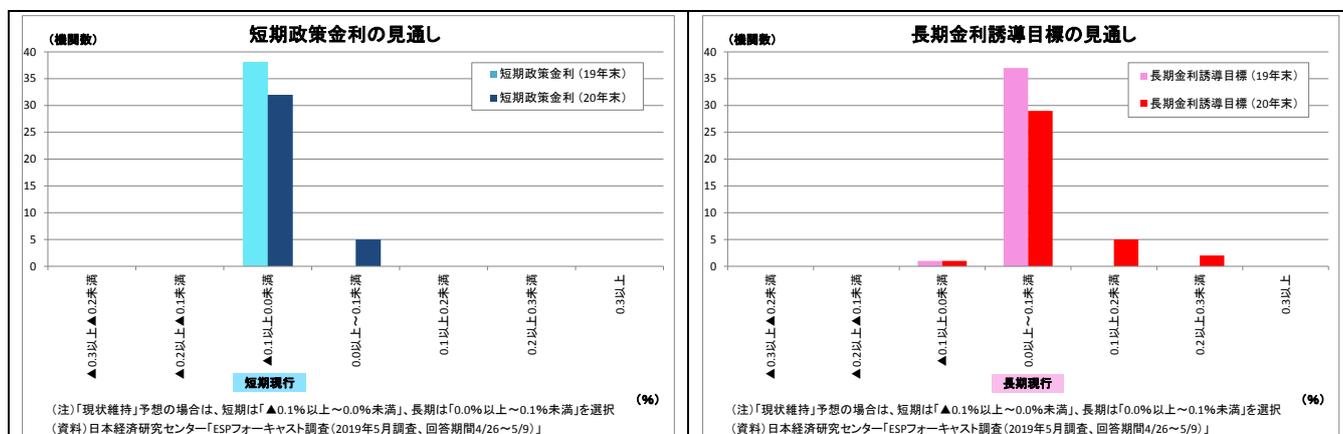
一方、追加緩和の是非に関しては、「景気が局面変化する中で、金融緩和の副作用が累積していくことを踏まえると、物価安定の目標の早期達成に向けて、現時点で金融緩和を強化する必要がある」など早期の追加緩和に前向きな意見が複数ある反面、「現状以上の金利低下は、实体经济への効果よりも副作用を助長するリスクの方が大きい可能性がある」と否定的な意見もあり、日銀内の意見の隔たりが目立つ。

黒田総裁も、15日の衆院財務金融委員会において、「物価上昇のモメンタムが損なわれれば、追加緩和を検討する」と従来のスタンスを説明しつつ、「今すぐ追加金融緩和を検討しているわけではない」と早期の追加緩和から距離を置く姿勢を見せている。

### (見通し)

日銀は長らく副作用への警戒から容易に追加緩和に踏み切れない状況に陥っている。従って、今後も出きる限り「モメンタムは維持されている」、「先行きは回復に向う」といった前向きの説明を続け、追加緩和を回避することが予想される。一方、内外景気の大規模な下振れや過度の円高進行など、やむを得ず追加緩和に踏み切らなければならなくなった場合には、金利引き下げに比べて目先の副作用が小さいETF買入れ増額が最有力の選択肢になるとみられる。4月に明確化されたフォワードガイダンスの長期化もハードルが低い。

中期的には、日銀は副作用緩和のために、金利変動幅の拡大(実質的な金利上昇許容)に向わざるを得ないと見ているが、現在のフォワードガイダンスにあるとおり、「少なくとも2020年春頃まで」は動けない。内外経済・国内物価動向が堅調であれば2020年夏に拡大する可能性もあるが、そのタイミングを逃すと、五輪需要の反動減が一巡する2021年まではまた動けなくなる。前者のハードルは高いとみられるため、後者がメインシナリオになる。

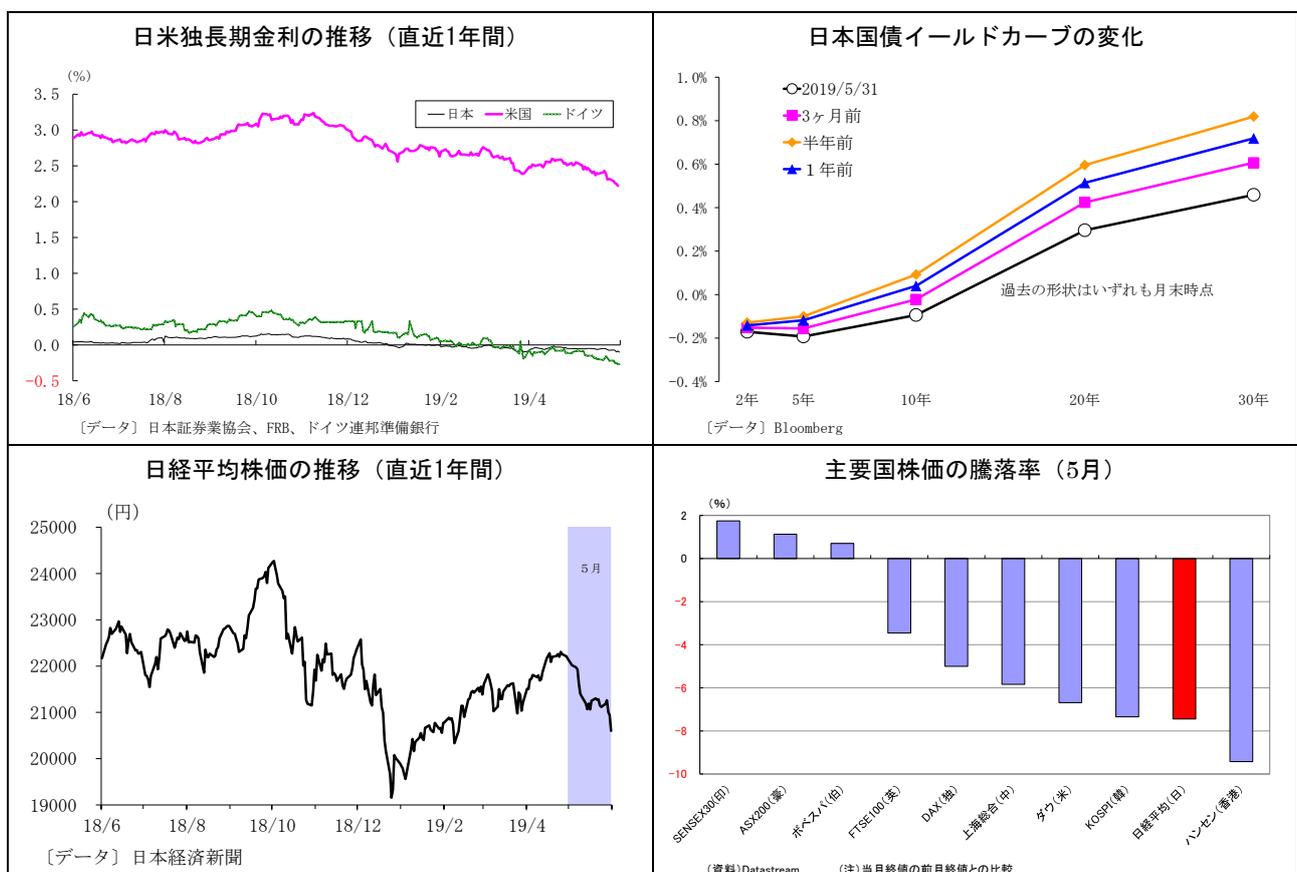


### 3. 金融市場（5月）の振り返りと予測表

#### （10年国債利回り）

**5月の動き** 連休明け-0.0%台後半でスタートし、月末は-0.1%付近で終了。

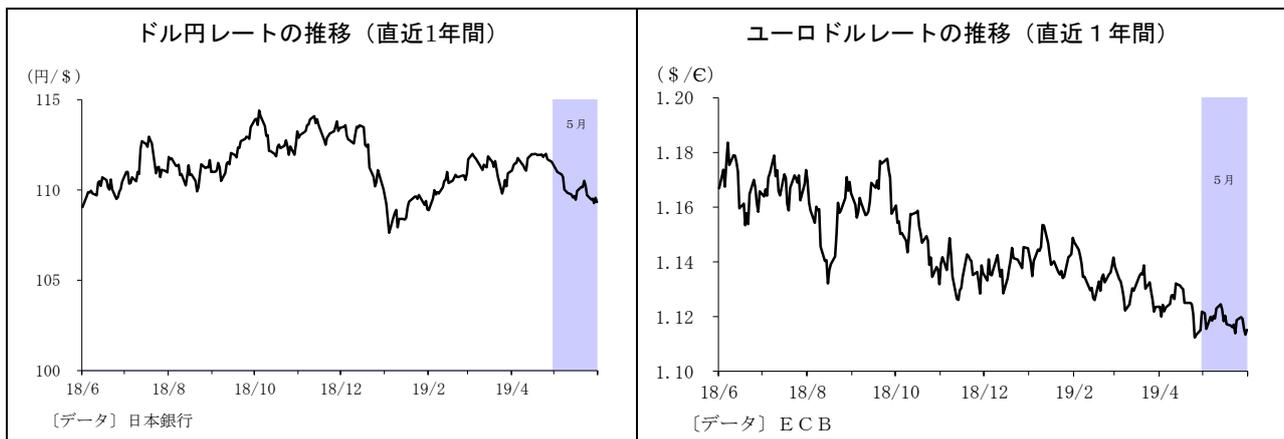
連休中にトランプ大統領が対中関税引き上げを公表したことを受けて米中摩擦懸念が高まり、連休明けには-0.0%台後半に。その後も米政権による中国通信機器大手への禁輸措置公表などを受けて米中摩擦への懸念が高まる一方、高値警戒感もあり、-0.0%台半ばから後半での推移が継続。ただし、月の終盤にはトランプ大統領による米中早期合意に否定的な発言を受けてさらに警戒感が高まり、29日にはおよそ2ヵ月ぶりに-0.1%まで低下。その後一旦持ち直したものの、月末はトランプ大統領がメキシコへの追加関税発動を表明したことを受けて、再び-0.1%に低下して終了した。



#### （ドル円レート）

**5月の動き** 連休明け110円台後半でスタートし、月末は109円台前半に。

連休中にトランプ大統領が対中関税引き上げを公表したことを受けて米中摩擦懸念が高まり、連休明けに円高が進行。8日には110円に到達、10日には109円台に突入した。その後も米政権による中国通信機器大手への禁輸措置公表などを受けてリスクオフ地合いが継続、109円台での推移が続いたが、20日にはGDP統計上振れでリスクオフが緩み、110円台を回復。しかし、24日には、米商務省が通貨安誘導国に対する相殺関税方針を表明したことで再び109円台に落ち込み、月末にかけて上値の重い展開が続いた。



### (ユーロドルレート)

**5月の動き** 月初1.12ドル台前半でスタートし、月末は1.11ドル台半ばに。

月初、英統一地方選を受けたポンド売りにつられ、3日に1.11ドル台後半に下落したが、米雇用統計を受けたドル売りで、6日には1.12ドル台を回復した。米中摩擦の激化懸念はリスクオフのドル買い材料になる反面、米金利低下によるドル売り材料にもなるためユーロドルは決め手を欠き、その後も1.11ドル台半ばから1.12ドル台前半での方向感のない推移が継続。月末はイタリア財政を巡る同国とEUとの対立懸念からユーロ売りがやや優勢となり、1.11ドル台半ばで終了した。

### 金利・為替予測表 (2019年6月7日現在)

		2019年				2020年	
		1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6
		実績	予想				
日本	10年金利 (平均)	-0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1
アメリカ	FFレート (期末)	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
	10年金利 (平均)	2.6	2.3	2.4	2.6	2.8	2.8
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	10年金利 (独、平均)	0.1	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.3
ドル円	(平均)	110	110	109	111	110	110
ユーロドル	(平均)	1.14	1.12	1.13	1.12	1.13	1.14
ユーロ円	(平均)	125	123	123	124	124	125

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。