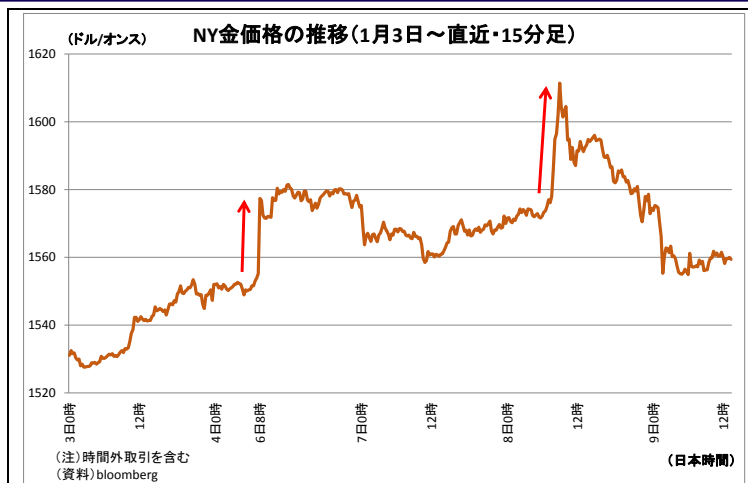


Weekly エコノミスト・ レター

NY金が乱高下、今後の行方は？

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. 年明け以降、イラン情勢が緊迫化したことでNY金先物は急騰し、8日には一時6年9カ月ぶりに1600ドルの節目を突破した後、緊張緩和を受けて急落し、足元では1550ドル付近にある。時間軸を延ばして見てみると、2018年終盤から金価格は上昇基調を辿っている。この間、ドル高や米株高が金価格の逆風となったが、金融緩和に伴う金利低下や世界経済の先行き不透明感、各国中銀による金購入という追い風の影響が上回った。
2. 金価格の今後を考えるうえで、マイナスに働く要因としては、買いポジションの積み上がりが挙げられる。また、世界情勢としても、イラン情勢の緊張が緩和したほか、米中の「第1段階の合意」の署名が行われる見込みであるなど目先にも緩和の動きが見込まれるため、当面は金の利益確定売りが入りやすい状況とみられる。
3. 一方、引き続き金価格の追い風・下支えに働く要因も多い。イラン情勢は当面全面衝突が回避されそうな雰囲気だが、関係の抜本的な改善は見込めず、武力衝突のリスクは熾り続ける。米中協議に関しても難題を先送りしてきただけに、今後は難航が必至の情勢だ。北朝鮮情勢も再び悪化するリスクが熾っている。さらに今年秋の米大統領選挙で保護主義的かつ反ビジネス色の強い民主党左派候補が勝利する可能性も排除できない。こうした下振れリスクへの警戒が金の下支え材料になる。また、緩和的な金融環境や中央銀行による金購入が今後も続く見込まれることも金のサポート材料になる。
4. 以上の材料を踏まえると、金価格は当面利益確定売りなどから弱含む可能性があるものの、多くの材料に下支えられることで大崩れはせず、年内を通じて底堅い推移になりそうだ。NY金先物の想定レンジは1400~1650ドルで夏場から秋にかけて高値を付けるイメージだが、仮に下振れリスクが大きく緊迫化する場合には、1700ドル突破もあり得る。



1. トピック：NY金が乱高下、今後の行方は？

年明け1月3日に米国がイラン革命防衛隊の幹部を殺害し、これに対してイランが報復を表明したことを受けてNY金先物価格（以下、「NY金先物」と表記）は1オンス1550ドルを大きく突破した。さらに、8日朝にはイランが報復としてイラク内の米軍基地を攻撃したことで、NY金先物は時間外取引で6年9カ月ぶりに1600ドルの節目を突破した。その後、トランプ大統領が報復攻撃に慎重な姿勢を示したことで急落したが、足元でも1550ドル付近と昨年末の水準よりは高値で推移している。

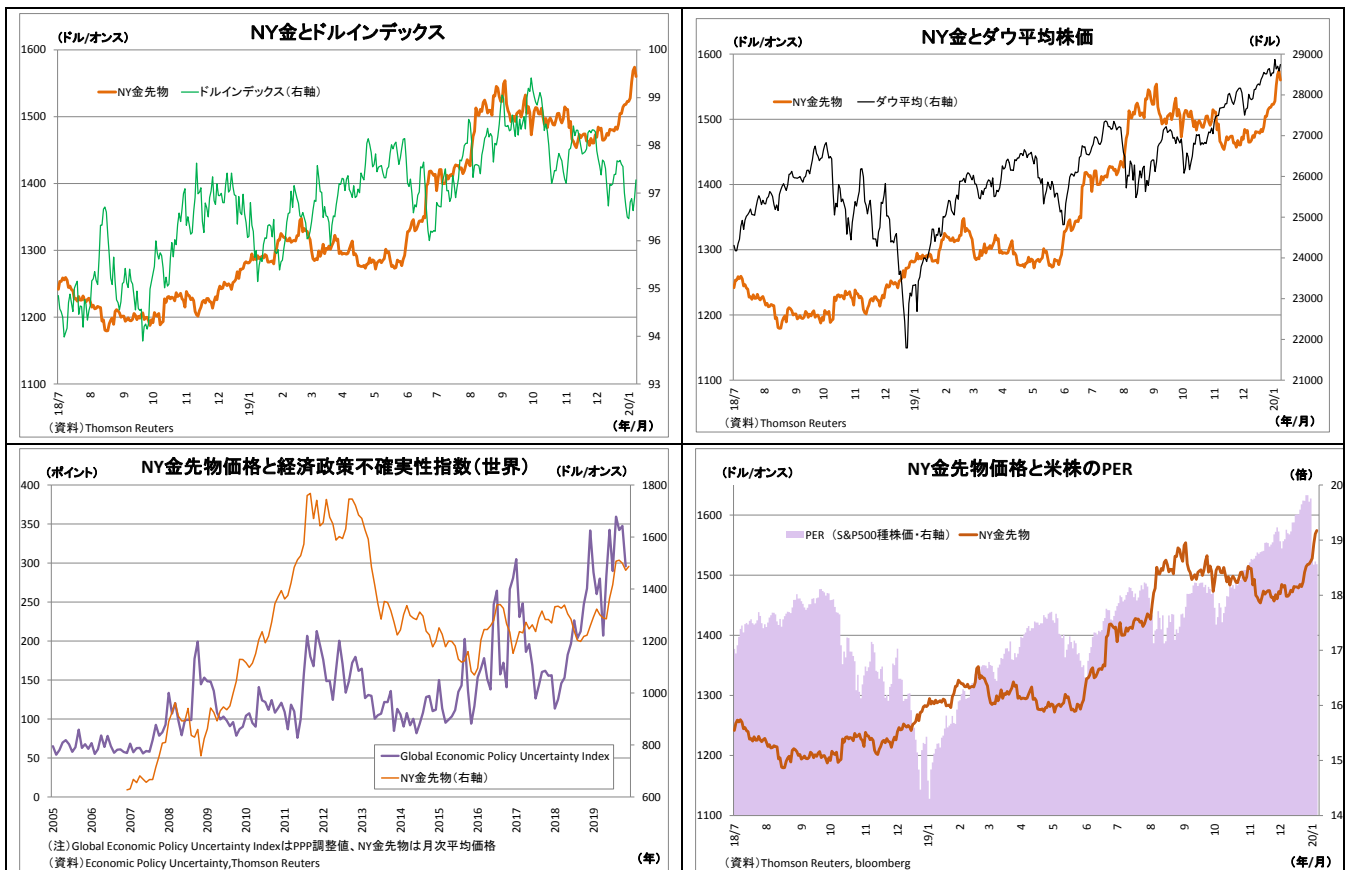
（金価格高騰の原因・・・先行き不安と金融緩和が押し上げ）

今年に入ってから金価格上昇はイラン情勢の緊迫化によるものだが、時間軸を延ばして見てみると、2018年11月頃からNY金先物は上昇基調を辿っており、現在までの上昇幅は約350ドルに達している。

金価格の主な変動要因としては、①ドルの強弱、②安全資産としての金需要（市場のリスクオン・オフ）、③金利の変動、④各国の金準備（中央銀行の金保有など）が挙げられる。

（①に関して）まず、ドルの強弱の影響については、ドル高（安）は金価格の下落（上昇）材料になる。NY金先物をはじめ金価格は一般的にドル建て表記のため、ドルの為替レートが上昇（下落）すると、米国以外の需要家にとって割高（割安）になることで、ドル建て価格が押し下げ（押し上げ）られやすいためだ。

ここで、一昨年終盤終盤以降のドルインデックスの動きを確認すると、直近こそやや下落しているものの上昇基調にあった。ユーロなどに対してドル高が進んできたためだ。つまり、NY金先物の上昇基調はドル安によるものではない。



(②に関して) また、安全資産である金は株安(高)局面で買われる(売られる)傾向が強く、米株価と NY 金先物は逆相関関係にあることが多いが、一昨年以降は世界的に株高が進み、米株価も過去最高圏に到達している。従って、この間にリスクオフが大きく進んで金を買われたというわけでもない。

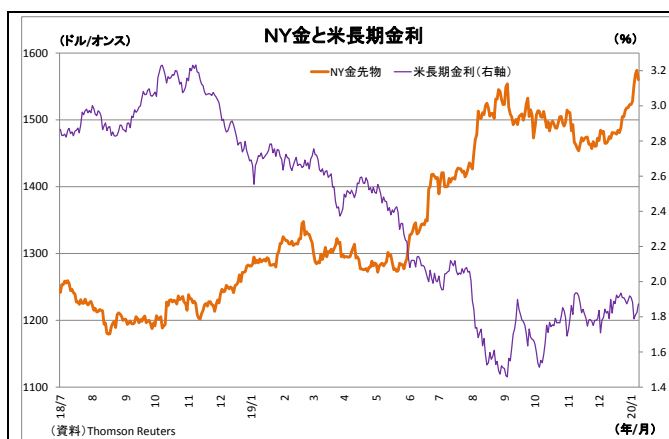
しかしながら、株価には反映されない「先行きに対する不安」が台頭したことで、保険の意味合いで安全資産である金を買われたという面はありそうだ。トランプ政権発足に伴って世界経済の先行き不透明感は増大し、特に一昨年末からは米中貿易摩擦激化によって世界経済の先行き懸念が強まった。実際、政策の影響による先行きの経済の不確実性を表す「経済政策不確実性指数(世界)」はこの間に大幅に上昇している。

なお、株価の先行きに対する警戒も金買いに繋がった可能性がある。米 S&P500 種株価指数の PER(株価収益率)は昨年来上昇基調にあり、足元でも 18 倍台と高止まりしている。これは、後述する金融緩和や昨年終盤の米中摩擦緩和の動きを受けた実体経済・企業収益の回復を先取りしたものと考えられるが、景気が想定通り回復しなければ株価は下落することになる。そのための保険としての意味合いで金を買われた可能性がある。

(③に関して) また、一昨年終盤以降、世界的に金利低下が進んだことが金価格の上昇を促した。米長期金利は、昨年 FRB が利上げ路線を撤回して利下げに転じたことで大きく低下した。また、ECB ほか多くの中央銀行も金融緩和を実施したことで世界的に市場金利が低下した。金利低下は、保有しても金利が付かない金の相対的な魅力を高めることになった。

(④に関して) 最後に、各国中央銀行による旺盛な金需要も継続的に金価格上昇に寄与している。金の国際調査機関であるワールド・ゴールド・カウンシル(WGC)によると、近年は各国中央銀行による金の買い越しが続いており、とりわけ 2018 年以降は、世界の総需要の 1~2 割を中銀による購入が占める状況になっている(四半期ベース)。ドルに偏重する外貨準備の分散化の流れが続いているためだが、とりわけ、ロシアや中国、トルコといった米国との関係が悪化している国での金購入が目立つ。米国は経済制裁の手段として「ドル決済停止」を用いることがあるため、制裁への警戒から、これらの国がドルから金へのシフトを進めている可能性もある。

ちなみに、前回 NY 金先物が 1600 ドルを突破した 2011 年 7 月 18 日と直近の金融情勢を比較した場合では、前回に比べて今回は大幅なドル高・株高であり、金価格にとってマイナス材料となっている一方、低金利と先行き不透明感(≒経済政策不確実性指数の高さ)がプラス材料として補う形になっている。



前回1600ドル突破時との各種指標の比較

	2011年7月18日	対比	2020年1月8日
NY金先物(終値)	1602.5ドル	—	1560.3ドル
ドルインデックス	75.5	<	97.3
米長期金利	2.91%	>	1.87%
ダウ平均株価	12385ドル	<	28745ドル
VIX指数	20.95	>	13.45
経済政策不確実性指数(世界)	158.02 (2011年7月)	<	295.66 (2019年11月)

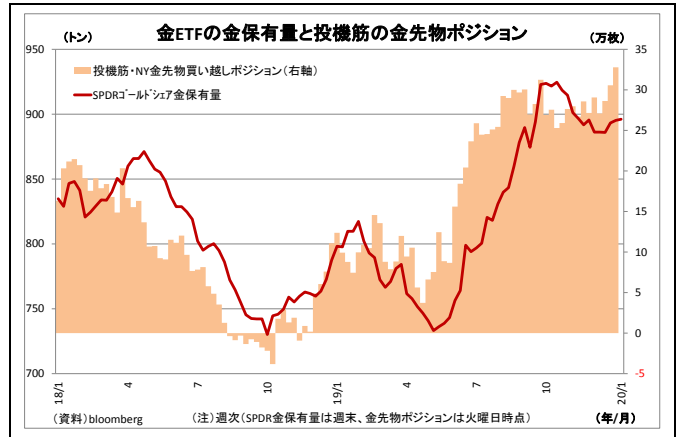
(資料) Economic Policy Uncertainty, Thomson Reuters

(今後の注目点と展望)

このように、一昨年終盤から上昇基調を続け、直近で乱高下した金価格だが、今後の展開はどうなるのだろうか。

▲マイナス材料：イラン情勢・米中摩擦の緩和、買いポジションの積み上がり

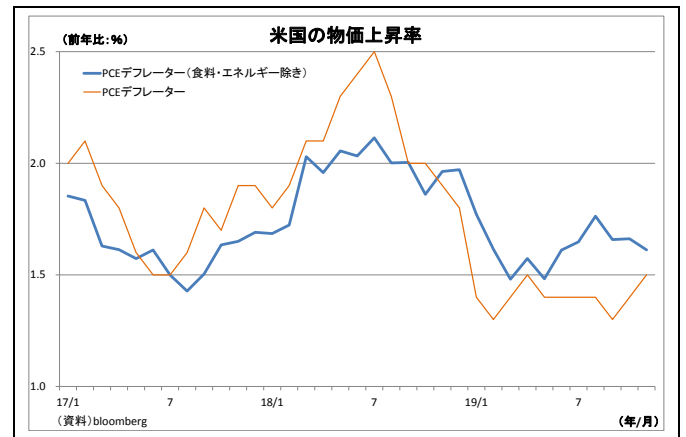
まず、今後の金価格にとってマイナスに働く要因としては、買いポジションの積み上がりが挙げられる。CFTCの建玉明細によると、NY金先物の投機筋による買い越しポジションは昨年大きく積み上がり、直近判明分である12月末時点では32.8万枚と過去最高レベルまで積み上がっている。また、世界最大の金ETFである「SPDR（スパイダー）ゴールド・シェア」の金保有残高も896トンと同様に高水準にある。従って、当面は投機筋などの利益確定売りが入りやすい状況とみられる。



また、世界情勢としても、本日イラン情勢の緊張が緩和したほか、米中貿易摩擦に関しても来週に「第1段階の合意」の署名が行われる見込みであるなど目先に緩和の動きが見込まれ、金の利益確定売りを促す材料になる可能性がある。

○プラス材料：各種下ブレリスク、米大統領選への警戒、緩和的な金融環境、中銀の買い継続

一方、引き続き金価格の追い風・下支えに働く要因も多い。まずは各種の景気下振れリスクだ。イラン情勢は当面全面衝突が回避されそうな雰囲気だが、米国によるイランへの経済制裁が続く以上、関係の抜本的な改善は見込めず、中東での武力衝突のリスクは燻り続ける。また、米中協議に関しても、難題を先送りしてきただけに、今後の協議は難航が必至の情勢だ。北朝鮮情勢も同国の非核化に進展がみられないため、米国との関係が再び悪化するリスクが燻っている。さらに今年秋には米大統領選挙が控えているが、保護主義的かつ反ビジネス色の強い民主党左派候補が次期大統領に選ばれる可能性も排除はできない。株価が景気に先行的に上昇してきたこともあり、こうした下振れリスクへの警戒が安全資産である金のサポート材料になる。



そして、緩和的な金融環境の継続も金の下支えに働く。米国は利下げを停止したものの、物価上昇率が物価目標である2%を上回るには時間がかかるとみられ、今年中の利上げは見込まれない。また、日本やユーロ圏はさらに物価目標まで距離があり、金融緩和の出口は遠い。従って、世界的に低金利状態の継続が見込まれるため、金の相対的な魅力は高止まりするだろう。

中央銀行による金購入も構造的なシフトであるだけに、今後も続く可能性が高い。

以上の強弱材料を踏まえて考えると、金価格は当面利益確定売りなどから弱含む可能性があるものの、多くの材料に下支えされることで大崩れはせず、年内を通じて底堅い推移になりそうだ。NY 金先物の想定レンジは 1400~1650 ドルと昨年の平均値である 1400 ドル弱を上回り、夏場から秋にかけて高値を付けると見ている。

ただし、仮に地政学リスクなどの各種下振れリスクが大きく緊迫化したり、複合的・同時に台頭したりする場合には、1700 ドル突破もあり得るだろう。

2. 日銀金融政策(12月): 「緩和方向を意識した政策運営」を維持

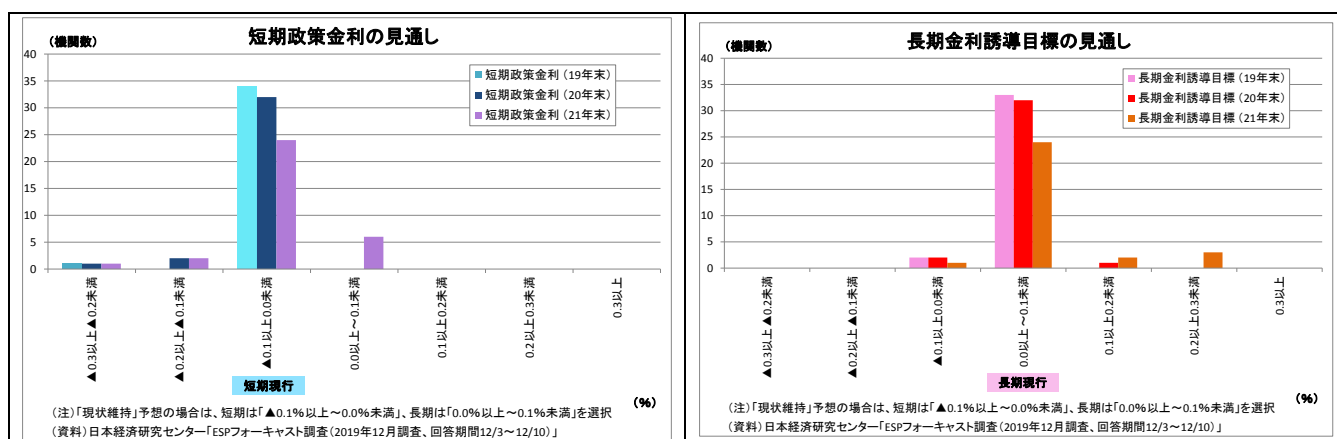
(日銀) 維持

日銀は 12 月 18 日~19 日の会合において金融政策を維持した。前回 10 月の会合で「物価安定目標に向けたモメンタムが損なわれる惧れに注意が必要な間、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定」へと強化した政策金利に関するフォワードガイダンス(以下、FG)も変更しなかった。声明文における景気の総括判断は「基調としては緩やかに拡大」に据え置いたものの、生産の判断を下方修正する一方で、公共投資の判断を上方修正した。

会合後の総裁会見において、黒田総裁は(米中協議での部分合意や英総選挙の結果を受けて)海外のリスクについては「若干明るい方向への動きがある」としつつも、「依然として海外経済のリスクは全体として高い水準にあり、警戒を要する」との見方を示し、「引き続き、緩和方向を意識した政策運営を行っていくことが適当」との考えを表明した。消費増税の影響については「これまでのところ、2014 年 4 月の前回の消費税率引き上げのときほどは大きくないということに変わりはない」と評価した。

今後の選択肢として、マイナス金利深堀りについても「金融政策として必要な事態となれば十分あり得る」と、その可能性を否定しなかった一方で、金融緩和継続による金融システム等への副作用の説明にもかなりの時間を割き、十分注視していく姿勢を強調した。

なお、先日 IMF から「10 年物よりも短い金利をターゲットにする」ことを提案されたことについては、「今、そういうことをする必要もないし適切でもない」と当面の可能性を否定する一方で、「将来、そういうことが絶対ないかと言われると、それは今後の経済・物価・金融情勢によって、金融政策決定会合において決めていくこと」と述べ、将来変更する可能性は排除しなかった。



(今後の予想)

日銀はもともと追加緩和余地が乏しく、副作用への警戒を要する状況にある。また、昨年終盤以降、海外情勢に一部前向きな動きが現れたことで景気・物価の下振れ圧力に対応する必要性も低下している。従って、日銀は今後とも追加緩和を出きる限り回避し、適宜 FG を強化する程度の措置に留めるだろう。

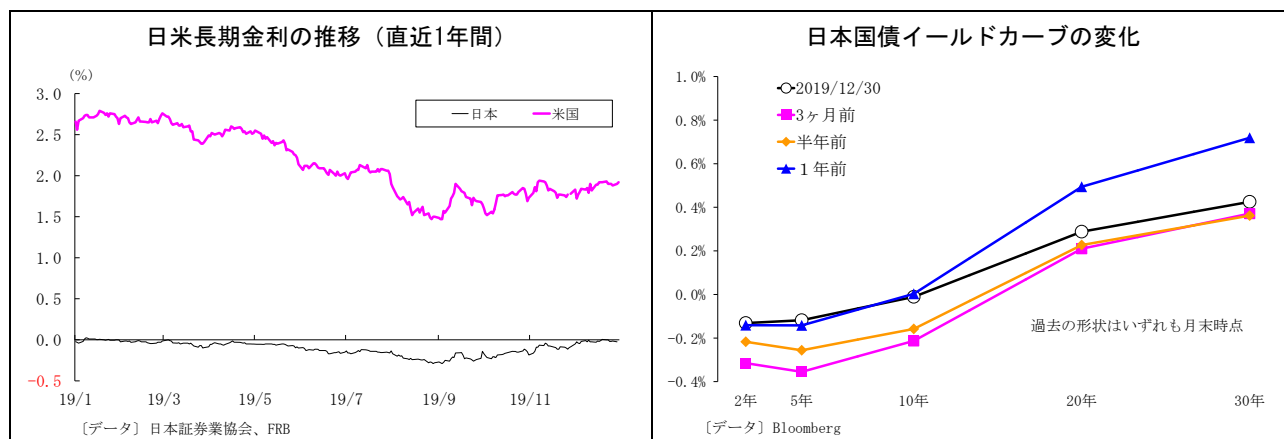
一方、今後もし大幅な円高が進行したり、内外景気が失速したりする場合には、日銀も動かざるを得なくなる。この際には、緩和の打ち止め感や副作用増大を覚悟のうえで、マイナス金利深堀り（副作用緩和策とセットで）を主軸とする本格的な追加緩和に踏み切ることになると見ている。

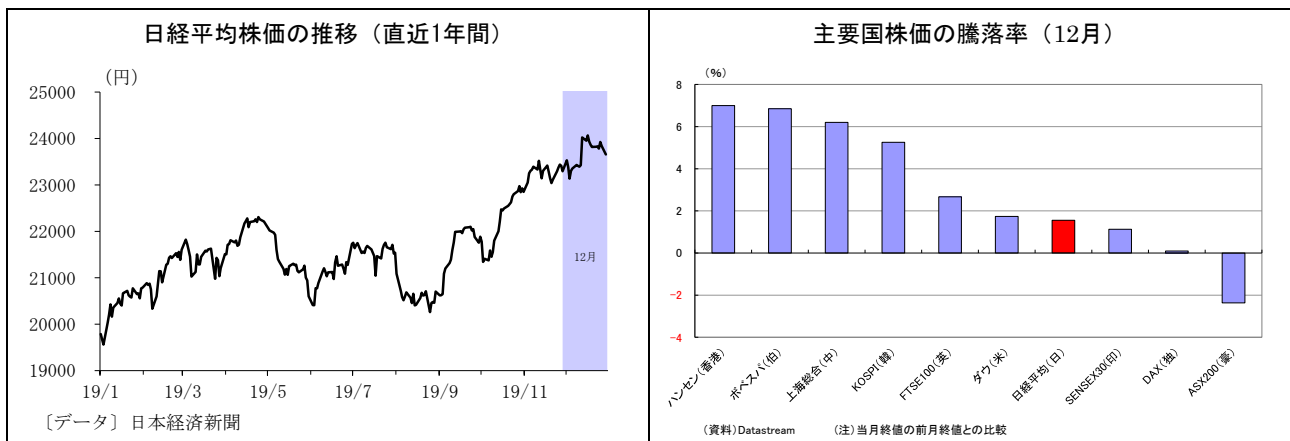
3. 金融市場(12月)の振り返りと予測表

(10年国債利回り)

12月の動き 月初-0.0%台半ばでスタートし、月末は-0.0%台前半に。

月初、中国経済指標の改善や低調な国債入札結果を受けて3日に-0.0%台前半に上昇。5日には米中協議への懸念から一旦-0.0%台半ばへ低下したが、翌6日には弱い入札結果を受けて再び-0.0%台前半に上昇。しばらく膠着した推移に。その後、米中協議が「第1段階の合意」に至ったほか、英総選挙での保守党勝利で合意なき離脱のリスクが後退したことで安全資産需要が減少、スウェーデン中銀のマイナス金利解除を受けた欧州金利上昇もあり、20日には0.0%台と9ヵ月ぶりにプラス圏に浮上した。ただし、その後は米金利が伸び悩んだうえ、プラス圏での投資家による強い国債需要もあり、25日には再び-0.0%台前半に低下。月末にかけて同水準で推移した。

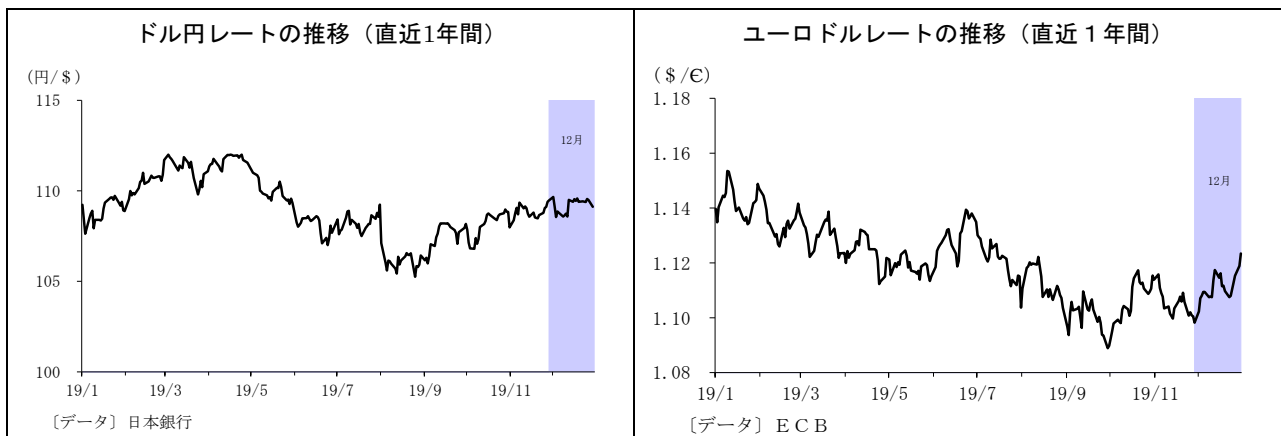




(ドル円レート)

12月の動き 月初109円後半でスタートし、月末は109円台前半に。

月初、米経済指標の悪化や米中協議の長期化懸念を受けて円高が進み、4日には108円台後半に。しばらく、膠着した展開が続いた後、13日には米中協議が「第1段階の合意」に至ったうえ、英総選挙での保守党勝利で合意なき離脱のリスクが後退したことを受けてリスクオンの円売りが入り、109円台半ばに上昇した。その後は、欧米投資家がクリスマス休暇に入る中、109円台半ば付近での動意に乏しい推移が継続。月終盤には、対ユーロでのドル安がドル円に波及したほか、年末に向けたポジション調整のドル売りが入り、109円台前半で終了した。



(ユーロドルレート)

12月の動き 月初1.10ドル台前半でスタートし、月末は1.12ドル台前半に。

月初、米経済指標の悪化を受けて3日に1.10ドル台後半に上昇し、しばらく同水準での推移が継続。その後、FOMCを受けて米低金利政策の長期化観測が強まった一方で、ラガルドECB総裁会見がユーロ圏経済の先行きに対してやや楽観的と受け止められたことで、12日には1.11ドル台半ばに上昇した。下旬には良好な米経済指標を受けて23日に1.11ドルの節目を割り込んだが、米中の「第1段階の合意」に伴って欧州景気の先行き不安が後退したうえ、米株高に伴うリスク選好的なユーロ買いが発生したことでユーロドルは上昇し、月末は1.12ドル台前半で終了した。

金利・為替予測表(2020年1月9日現在)

		2019年	2020年				2021年
		10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		実績	予想				
日本	10年金利 (平均)	-0.1	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	0.0
アメリカ	FFレート (期末)	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
	10年金利 (平均)	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0	2.3
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)	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.1
ドル円	(平均)	109	109	108	108	108	109
ユーロドル	(平均)	1.11	1.11	1.12	1.12	1.12	1.11
ユーロ円	(平均)	120	121	121	121	121	121

(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。