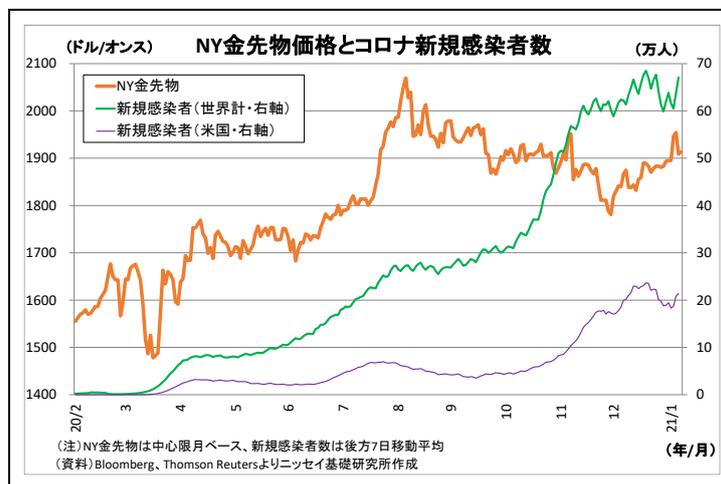


Weekly エコノミスト・ レター

金価格、最高値更新はあるか？ ～金相場の見通し

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

1. 昨年8月に史上最高値を付けたNY金先物は、その後もコロナの感染拡大に歯止めが掛かっていないにもかかわらず軟調な展開となり、史上最高値を150ドルほど下回っている。
2. 従来、金相場と高い連動性がある米実質金利の足元の水準はNY金先物の最高値更新時と大差ない。さらに金相場の追い風となるドル安が当時よりも進んでいるにもかかわらず、NY金が最高値を大きく下回っているのは、安全資産としての金需要が鈍化したためと考えられる。昨年11月以降、ワクチン普及による経済活動正常化への道筋が見え始めたほか、大統領選が終わり、米政治の不透明感が緩和したことが影響した可能性が高い。
3. NY金先物の見通し（メインシナリオ）を考えると、当面は堅調な推移が予想され、強含む場面も想定される。冬の間はコロナの感染が急減するとは考えにくいいため、安全資産としての金需要が続くと見込まれる。また、米国では追加財政出動への期待が高まりやすく、米実質金利下振れが金相場の追い風になる可能性が高い。ただし、これらはある程度織り込まれているうえ、最高値までは距離があるため、更新は容易ではないだろう。
4. その後、春以降は軟調な展開が予想される。米国でワクチン接種が進み、経済活動正常化への期待がいよいよ高まるためだ。実質金利が底入れし、相場の逆風が強まっていくだろう。大崩れはないものの、年末にかけて1800ドルを割る可能性が高いと見ている。
5. なお、リスクシナリオだが、不幸にもワクチン普及が大幅に遅れ、米経済正常化が遠く場合には安全資産としての金の需要が高まる。この場合、財政出動や金融緩和による実質金利低下も想定される。NY金は騰勢を強め、最高値を更新することになるだろう。「有事への保険」という本来の目的を鑑みれば、金を保有する意義は失われていない。



1. トピック： 金価格、最高値更新はあるか？

昨年のNY金先物価格（中心限月・終値ベース）は、新型コロナウイルス感染症（以下、新型コロナ）の世界的拡大を受けて急上昇し、8月6日には史上最高値となる1トロイオンス2069.4ドルを記録した。一方、その後は新型コロナの感染拡大に歯止めが掛かっていないにもかかわらず、金相場は軟調な展開となり、昨日の終値も1913.6ドルと史上最高値を150ドルほど下回っている（表紙図表参照）。その理由について考察し、今後の展開を予想したい。

（金相場を取り巻く環境変化は？）

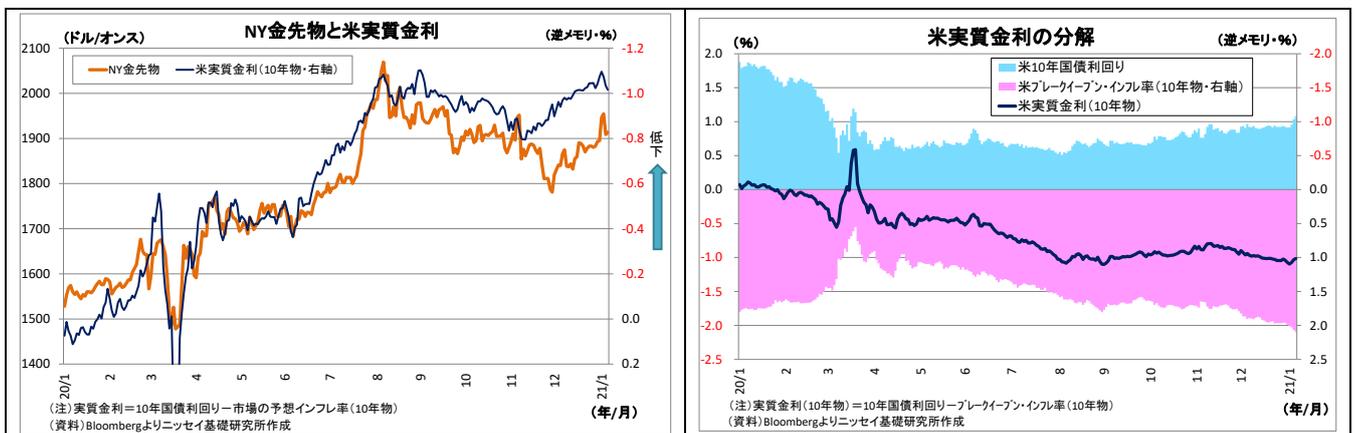
①米実質金利

従来、NY金先物価格は米国の実質金利との間で高い連動性が確認できる。実質金利とは物価（見通し）考慮後の実質的な金利水準を意味し、「名目金利－予想物価上昇率」で算出されるため、①名目金利が低下する場合や、②予想物価上昇率が上昇する場合に低下する。

金（Gold）は保有しても金利収入が得られない資産であるため、名目金利が低下すると相対的な魅力が高まる。また、金（Gold）はインフレの際に価値が損なわれにくい実物資産であることから、予想物価上昇率が高まれば買われやすくなる。従って、実質金利の低下（名目金利の低下もしくは予想物価上昇率の上昇を意味する）は金相場の追い風になる。

ここで米実質金利（10年物）の動きを振り返ると、まず、新型コロナ拡大した昨年2月以降は低下基調となり、7月末から9月上旬にかけては-1.0%の節目を下回ることが多かった。とりわけNY金先物が最高値を更新した8月6日には米実質金利が-1.08%台まで落ち込んでいる。その後は一旦上昇し、11月上旬には一時-0.7%台に達したが、中旬以降には再び低下に転じ、12月中旬から足元にかけては再び-1.0%を割り込んでいる（直近7日時点では-1.01%台）。

11月中旬以降に米実質金利が低下したのは、FRBの大規模な国債買入れによって名目金利の上昇が抑制された一方で、ワクチンの実用化に関する前向きな動きが相次いだことで、景気回復期待の高まりによって予想物価上昇率（ブレイクイーブン・インフレ率）が押し上げられたためと考えられる。また、12月にはFRBが量的緩和の長期化方針を示したのに続き、米議会で9000億ドル規模の追加経済対策が決まったことで、景気回復期待や財政ファイナンス色の高まりが予想物価上昇率のさらなる押し上げに繋がったと考えられる。

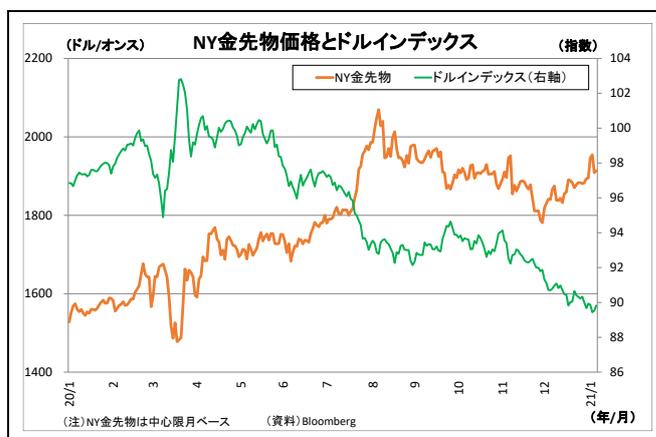


以上のとおり、米金利と予想物価上昇率からなる米実質金利の足元の水準は、NY 金先物が最高値を更新した時期と大差ないことから、米実質金利が金相場に与える影響は当時とほぼ同等と考えられる。

②ドルの強弱感

次にドルの状況に目を転じると、ドルの複数通貨に対する強弱感を示す指標として市場参加者に重視されるドルインデックス（名目実効レート）は昨年6月以降、下落トレンドが続いている。

既述の米実質金利低下がドル保有の魅力を下ろさせ、ドル安に繋がった。また、世界的なリスク選好地合いがドル安に寄与した面もある。基軸通貨で流動性の高いドルは、市場がリスク選好（楽観的）に振れ、株価が上昇する場面で売られやすいためだ。



国の信用力に依存しない「無国籍通貨」である金は、世界の基軸通貨であるドルが下落する際に代替資産として買われる傾向が強い。また、NY 金先物はドル建てで取引されるため、ドル安になると割安感が強まって価格が上がりやすいという面もある。

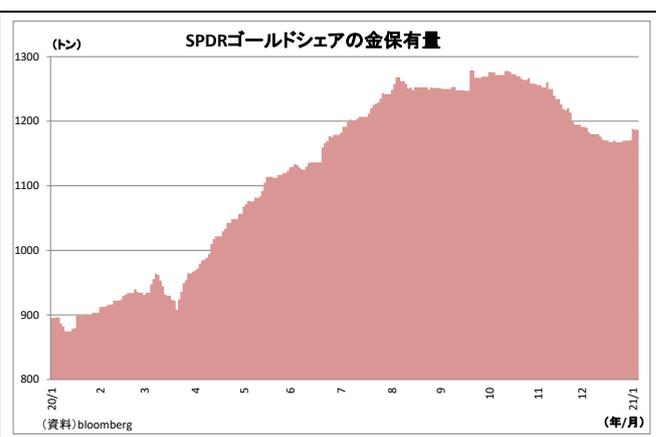
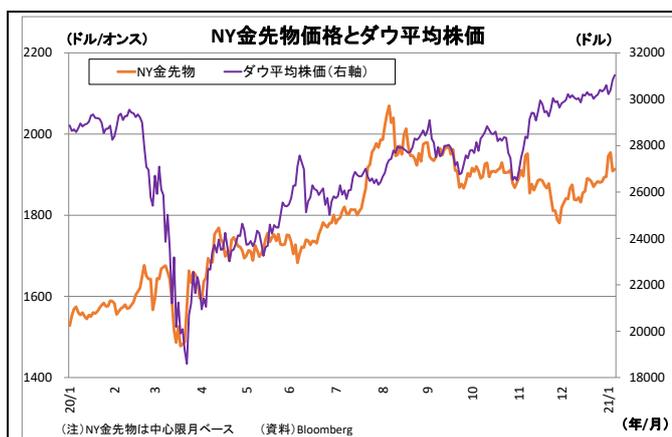
足元のドルインデックスは、昨年8月のNY 金最高値更新時を大きく下回っていることから、為替面では金相場への追い風が強まっていると考えられる。

③安全資産への需要

このように、8月の金最高値更新時と比べた場合、足元の米実質金利の水準はほぼ同水準まで低下しているほか、相場の追い風となるドル安が進んでいるにもかかわらず、NY 金先物価格が当時の水準を大きく下回っているのは、安全資産としての金需要が鈍化した影響が大きいと考えられる。

昨年11月上旬に米ファイザーがコロナワクチン治験での高い有効性確認を発表したのを皮切りに、ワクチン実用化・普及に関する前向きな動きが相次いだ。ワクチン普及による経済活動正常化への道筋が見え始めたことが、安全資産である金の需要鈍化に繋がったと推察される。また、11月上旬には米大統領選が終わり、米政治の先行き不透明感が緩和したことも金需要の鈍化に繋がった可能性が高い。

11月以降もコロナの感染拡大には歯止めがかかっておらず、国内外で経済活動への制約が強まってきたことは一定の金需要を喚起したものの、ワクチンと米大統領選終了の影響力が上回ったと考えられる。



実際、世界最大の金 ETF である「SPDR ゴールドシェア」の金保有量を見ると、11 月上旬頃に明確に減少へと転じている。

（金相場の見通し・メインシナリオとリスクシナリオ）

以上を踏まえて、NY 金先物の年内の見通し（メインシナリオ）を考えると、当面は堅調な推移が予想される。相場がさらに強含む場面も想定される。人口の多い北半球が冬の間は、変異種も加わった新型コロナウイルスの感染拡大が世界的に大幅に鈍化するとは考えにくいいため、安全資産としての金需要が一定程度続くと見込まれる。

また、1月5日に行われたジョージア州の米上院選決戦投票を経て米政治体制がトリプルブルー¹と決まったうえ、20日にはバイデン新政権が発足することから、追加財政出動への期待も高まりやすい。追加財政出動への期待が今後の景気回復期待や財政ファイナンスとの見方を強めれば、予想物価上昇率が上振れし、米実質金利とドルの下振れを通じて金相場の追い風になる可能性が高い。

ただし、こうした材料は既にある程度織り込まれているうえ、最高値までは約 150 ドルの距離があるため、最高値の更新は容易ではないだろう。

その後、春以降の金相場は軟調な展開が予想される。米国においてコロナワクチンの接種が進むことで、米経済活動正常化への期待がいよいよ高まってくるためだ。その際には、FRBによる先々の量的緩和縮小が意識されやすくなることで、米名目金利の上昇と予想物価上昇率の抑制を通じて実質金利が底入れし、金相場の逆風が強まっていくと見込まれる。経済活動の正常化が視野に入ってきた段階では、FRBも緩やかな金利上昇を許容するだろう。

その場合でも先行きの不確実性が残ることから NY 金先物は大幅な暴落こそしないものの、年末にかけて 1800 ドルを割り込む可能性が高いと見ている。

なお、現時点ではリスクシナリオだが、不幸にもワクチンに重大な副作用が発見されたり、普及に大幅な遅れが発生したりして米経済活動の正常化が遠のく場合には、安全資産としての金に対する需要が高まることになる。また、この場合には、経済を支えるために追加的な財政出動や金融緩和が実施され、米実質金利がさらに押し下げられることも想定される。NY 金先物価格は騰勢を強め、史上最高値（2069.4 ドル）を更新することになるだろう。

「有事への保険」という金投資の本来の目的を鑑みれば、金を保有する意義は失われていない。

2. 日銀金融政策(12月)：「政策点検」実施の方針を表明

（日銀）資金繰り支援策の延長を決定

日銀は12月17日～18日に開催した金融政策決定会合において、「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」の期限延長（今年3月→9月）と運用面の見直しを決定した。①従来のCP、社債追加買入枠（各7.5兆円）を合算し、15兆円の枠として市場の状況に応じて配分することにしたほか、②「新型コロナ対応金融支援特別オペ」の対象となる適格融資のうち、プロパー融資にかかる一金融機関当たりの上限（1000億円）を撤廃した。その他資産買入れや長短金利操作の方針は変

¹ 大統領に加え、上院と下院の過半数を民主党が占めることを示す

更なしであった。

さらに、日銀は経済・物価への下押し圧力が長期間継続すると予想される状況を踏まえ、2%の物価目標を実現する観点から、より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検を行い、3月の決定会合を目途に結果を公表することを表明した。

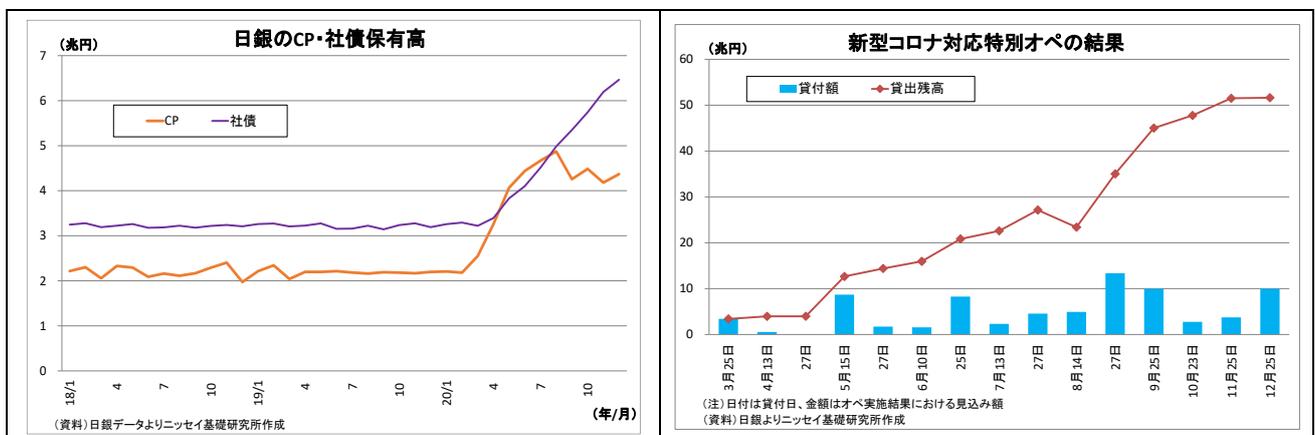
なお、声明文における景気の総括判断は「引き続き厳しい状態にあるが、持ち直している」に維持された（前回から「経済活動が徐々に再開するもとで」の部分は削除）。海外経済や輸出、生産等の判断も概ね前回同様であった。

会合後の総裁会見では、黒田総裁から政策点検についてのより詳しい説明がなされた。総裁は、現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」について「現在まで適切に機能している」と前向きに評価したうえで、この枠組みを維持することを前提に、「イールドカーブ・コントロールの運営や資産買入れなどの各種の施策について点検を行い」、「2%の物価安定の目標の実現に向けて効果的・持続的に金融緩和を行っていくうえで、更なる工夫ができるのであれば、実施したい」と述べた。

さらに、①2%の「物価安定の目標」やそれに向けたオーバーシュート型コミットメントなどの各種コミットメント、②「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」としている金利水準に関する方針を見直すことはないことにも踏み込んで言及。現在、金利操作のターゲットとしている「10年物国債利回り」の年限短期化についても、「特に考えていない」と述べた。

また、「現在の金融緩和の出口を探るとか、金融緩和を弱めるなどといったつもりは全くない」と付け加えることで、緩和縮小観測の台頭にくぎを刺すことも忘れなかった。

なお、ETFの買入れについては、「(これによって)何か企業統治等に問題が生じているとは考えていない」、「株価を目的に行っているものでもないし、様々な指標でも日本株が特にバブルになっているという状況にはない」と、その副作用を否定したうえで、「確かに中央銀行の中では異例のオペレーションであることも事実」、「その効果や、こういう状況の中でより効果的に持続可能な形で行うための点検は必要」と、点検対象であることを明言した。



(今後の予想)

今回表明された政策点検については、現行金融緩和の枠組みやコミットメント、金利水準に関する方針や操作ターゲットは不変とアナウンスされていることから、政策運営の部分的・限定的な修

正に留まると見込まれる。

具体的には、金融緩和の縮小感を出さないように配慮したうえでの、国債買入れやETF買入れの柔軟化（実質的には市場安定時における買入れ額の縮小）や、デジタル化・温暖化対策に資する融資に対する資金供給策の創設（0.1%付利などでインセンティブ付与）などが考えられる。一方、マイナス金利政策の副作用は十分認識していると考えられることから、結果公表時にかけて1ドル100円を大きく割り込まない限り、マイナス金利の深堀りも選択されないだろう。

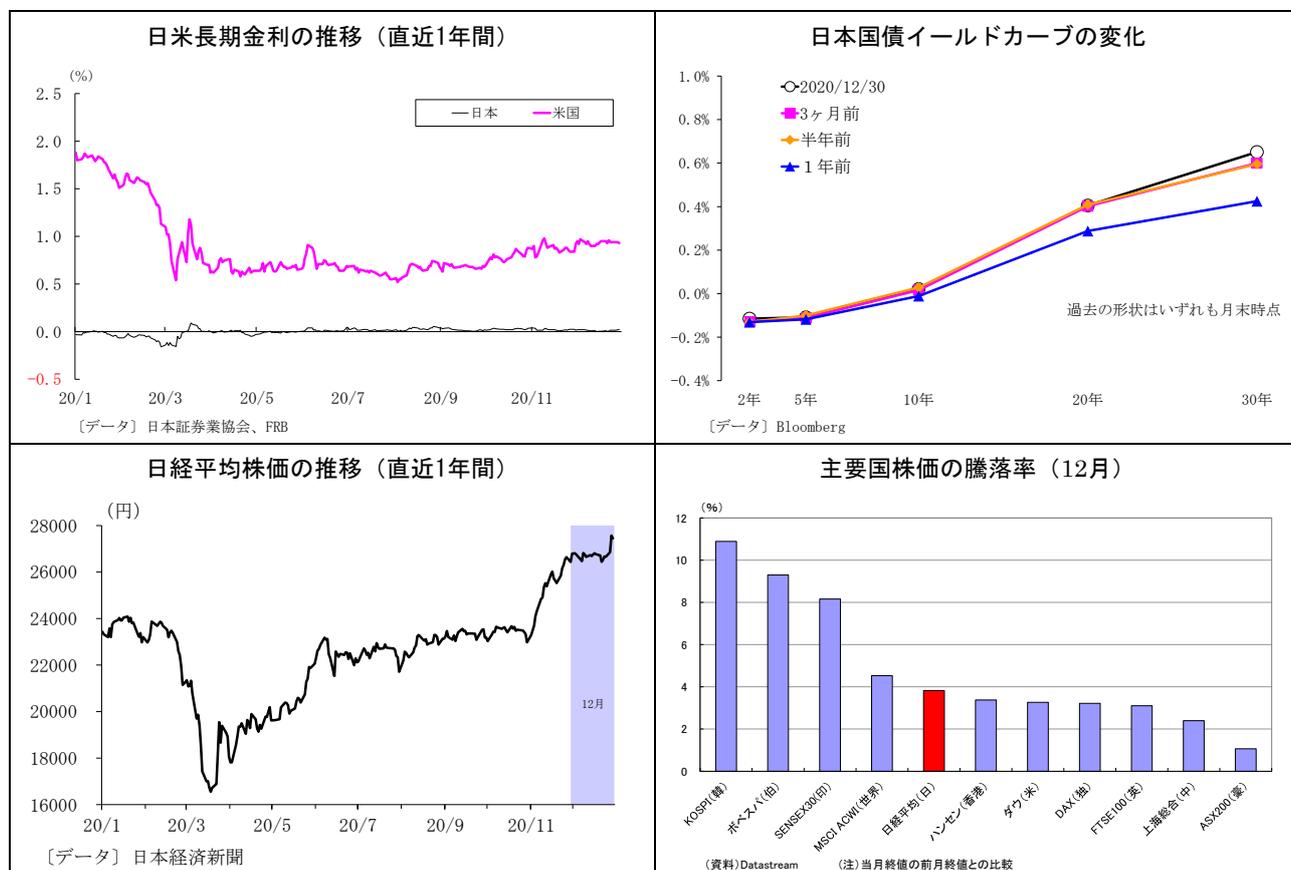
いずれにせよ、今後も物価目標達成は見通せない状況が続くことから、長期にわたって超低金利政策が継続されるという点は変わらない。

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%台前半でスタートし、月末も0.0%台前半に。

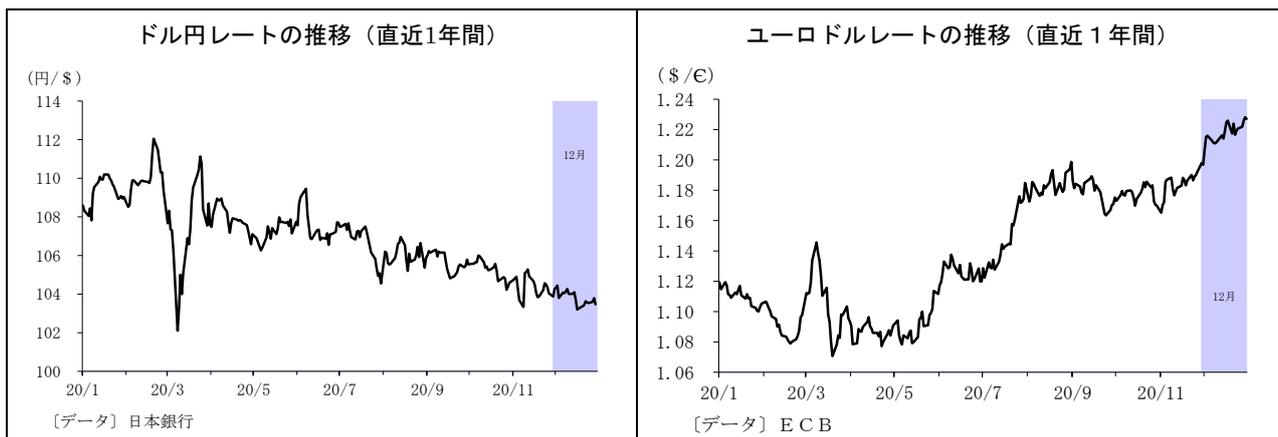
月初から、新型コロナに関してワクチン普及への期待と内外での感染拡大に対する懸念が交錯する形で0.0%を若干上回る水準で膠着した推移が継続。その後、15日には感染拡大に伴う行動制限強化に対する懸念や同月の国債大量償還に伴う再投資への期待から4カ月ぶりに0.0%へと低下した。しかし、翌16日には高値警戒感や持ち高調整によって再び0.0%台前半に戻り、月末にかけて0.0%台前半での推移が続いた。



(ドル円レート)

12月の動き 月初104円台前半でスタートし、月末は103円台半ばに。

月初から、新型コロナワクチンの普及や米追加経済対策への期待を受けて市場がリスク選好に振れる場面と、足元の感染拡大を受けてリスク回避に振れる場面が交錯したが、安全通貨とされる円とドルが他通貨に対して同方向に売買されたことで、ドル円は103円台後半から104円台前半での膠着した推移が継続。その後、FRBが量的緩和の長期化方針を示したことでドル売り圧力がやや強まり、17日には103円台前半に低下した。下旬には、持ち高調整やコロナ拡大を受けた流動性確保のドル買いによってドル円はやや持ち直したものの上値も重く、月末は103円台半ばで終了した。



(ユーロドルレート)

12月の動き 月初1.19ドル台後半でスタートし、月末は1.22ドル台後半に。

月初、1.19ドル台でスタートした後、コロナワクチンの普及や米追加経済対策への期待が高まるなか、リスク選好的なユーロ買いドル売りが続き、3日には1.21ドル台半ばに達した。しばらく1.21ドル台での推移が続いた後、FRBが量的緩和の長期化方針を示したことでドルが売られ、18日には1.22ドル台後半へと上昇した。その後は一旦1.21ドル台へ下落したものの、下旬には英国とEUの通商交渉合意や米追加経済対策成立を受けてリスク選好のユーロ買いが再び活発化、月末には1.22ドル台後半まで上昇した。

金利・為替予測表(2021年1月8日現在)

		2020年	2021年				2022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)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
アメリカ	FFレート (期末)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
	10年金利 (平均)	0.9	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
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)	-0.6	-0.6	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5

ドル円	(平均)	104	103	105	106	106	107
ユーロドル	(平均)	1.19	1.21	1.20	1.20	1.20	1.20
ユーロ円	(平均)	125	125	126	127	127	128

(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。