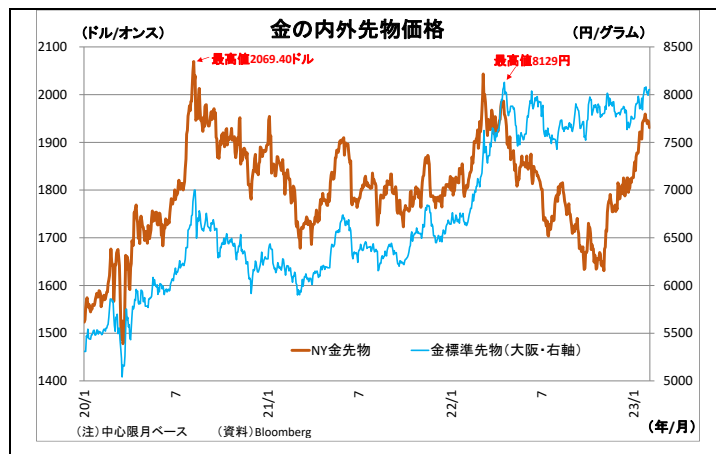


Weekly エコノミスト・ レター

勢いづく金 (gold) 相場、 金価格は史上最高値を突破するか？

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. 金相場が勢いづいている。国際的な指標である NY 金先物は昨年秋以降、米物価上昇率の低下を背景に急上昇し、過去最高値（2069.40 ドル）が視野に入っている。また、国内金先物も NY 金の上昇を受けて過去最高値（8129 円）に近い水準で高止まりしている。
2. NY 金先物は今後も上昇基調を継続すると見ている。FRB は春に利上げを停止し、来年初からは利下げに転じると見込まれるため、米金利が名実ともに低下に転じ、ドル安進行も相まって NY 金を押し上げるだろう。その他要因では、米インフレの鈍化がインフレヘッジ需要の減少を通じて上値を抑えるものの、世界経済の下振れリスクや地政学リスクなどへの警戒から安全資産需要は根強く残り、NY 金上昇のサポート要因になる。時間軸としては、年前半はこれまでの急上昇の反動や、市場が米利下げを前のめりに織り込んでいることの修正が入りやすいため、上値の重い展開が予想される。しかし、年後半には米利下げが現実味を増してくることで改めて米金利が低下し、NY 金の押し上げ圧力が高まる。過去最高値を突破し、2100 ドルに接近する可能性が高いと見ている。
3. 一方、国内金先物は、NY 金と比べて上値の重い展開が予想される。今後とも円高の進行が国内金の上値を抑えると見込まれるためだ。今後想定される米利下げの織り込みは NY 金の上昇を通じて国内金の押し上げ圧力となるものの、同時に円高を促すため上昇圧力が抑制される。さらに、今後も日銀の緩和修正観測が円高要因になると見込まれるが、日銀の緩和修正観測が NY 金に与える影響は限定的であるため、日銀発の円高圧力は素直に国内金の押し下げ圧力になると考えられる。国内金先物は既に過去最高値に肉薄しているうえ、NY 金の上昇基調は続くと見られるため、年内に過去最高値の更新もあり得る。ただし、円高の進行が重荷となるため、大幅な上昇は見込みづらい。



1. トピック： 金価格は史上最高値を突破するか？

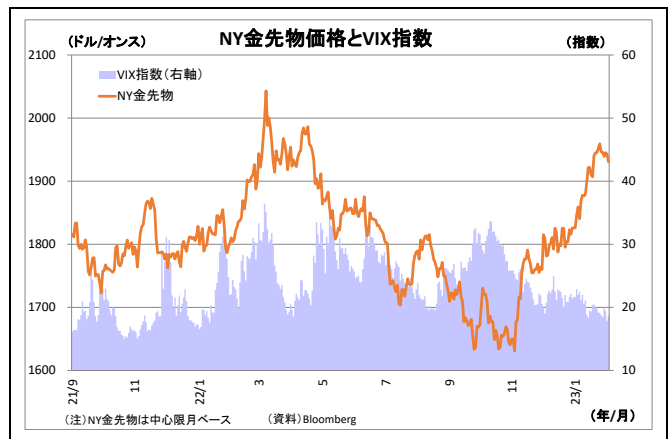
金相場が勢いづいている。国際的な中心指標である NY 金先物価格（中心限月・終値）は直近 2 日時点で 1 トロイオンス 1930.8 ドルに上昇しており、2020 年 8 月 6 日に付けた過去最高値である 2069.40 ドルまであと 100 ドル余りに迫っている（表紙図表参照）。また、国内の金先物価格（大阪取引所金標準先物・中心限月・終値）についても 1 グラム 8054 円と、22 年 4 月 19 日に付けた過去最高値の 8129 円に近い水準にある（本日時点では 7900 円台へやや下落している）。

1) NY 金先物の動向と見通し

（昨年以降、NY 金は大きく上下）

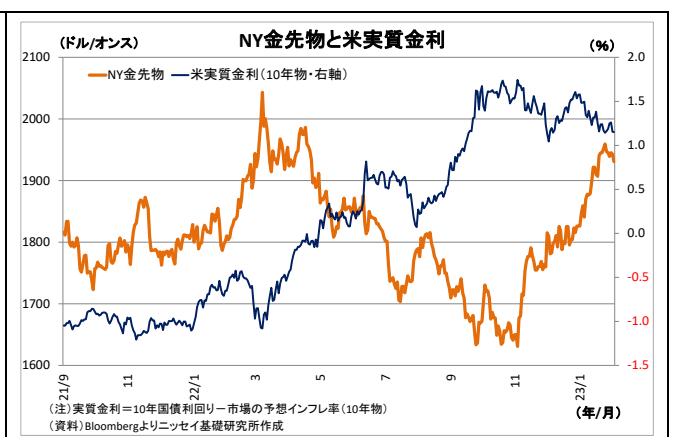
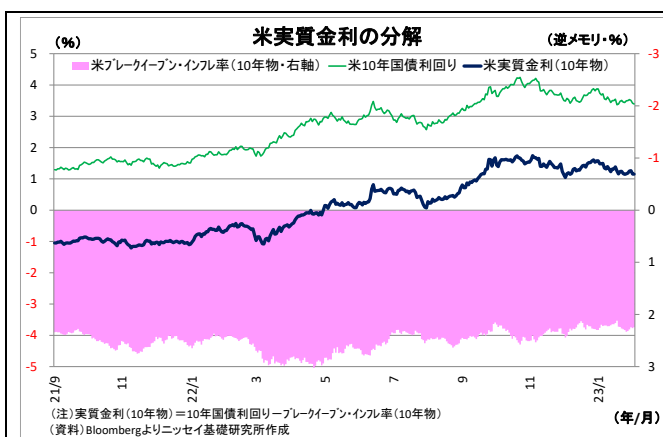
まず、NY 金について昨年以降の動きを振り返ると、上下に大幅な変動が起きており、主に 3 つの局面に分けられる。

まず、昨年年初から 3 月上旬にかけての NY 金は急騰した。ロシアがウクライナに侵攻し、欧米が対露制裁に踏み切ったことで世界経済の先行き懸念が急激に高まったためだ。米株式市場の警戒感を示す VIX 指数もこの時期に上昇している。この結果、安全資産としての金需要が高まり、NY 金は 2000 ドルの節目を一旦突破、過去最高値に接近した。



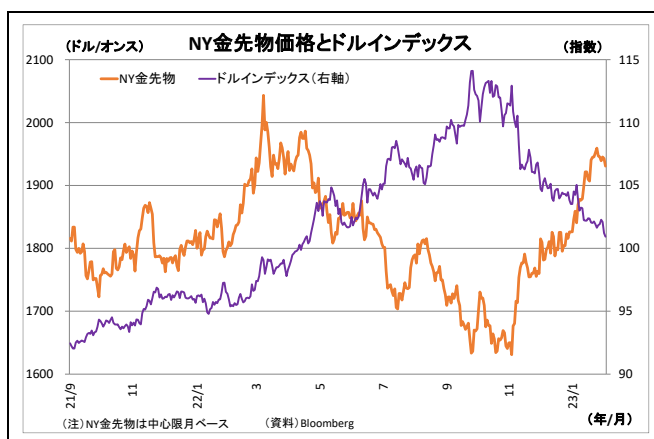
しかし、その後、3月中旬から10月末頃までは一転して下落トレンドとなった。その直接的な原因は米国の金融政策にある。コロナ禍からの経済活動再開や、制裁を受けるロシアからの食糧・資源供給の途絶懸念などから米国でインフレが加速し、その対応としてFRBは急ピッチの利上げを実施した。利上げによって米市場金利が上昇したことで、保有しても金利の付かない金の相対的な魅力が大きく損なわれて金売りが優勢となり、NY金先物は一時1600ドル台前半に落ち込んだ。

利上げの背景にあるインフレの加速はインフレに強い実物資産である金の魅力を高めたものの、金利上昇による悪影響が上回った形だ。実際、米長期金利（10年国債利回り）から市場の予想物価上昇率であるブレイクイーブン・インフレ率（10年物）を差し引いた実質金利（10年物）は3月



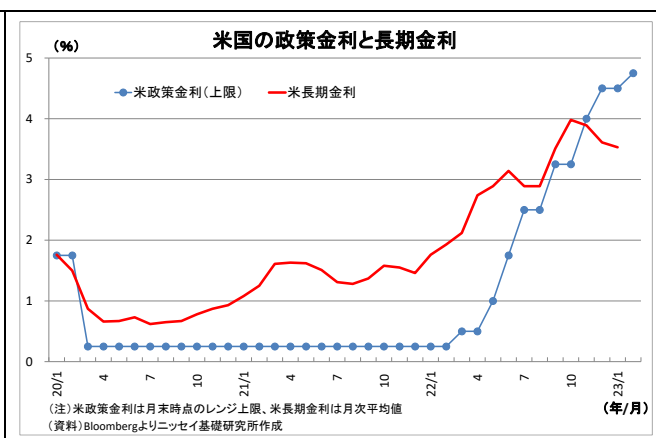
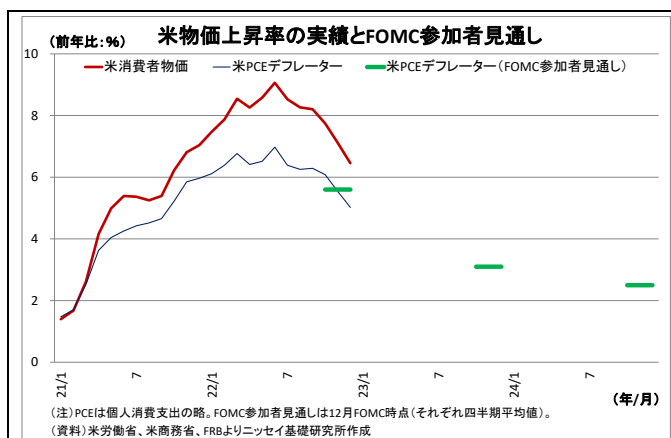
から秋まで上昇が続いた。実質金利の上昇は、金にとってプラス要因であるインフレ（予想）を加味した上での金利であるため、金利の付かない金にとって正味の押し下げ圧力になる。

また、米国の金利上昇によってドルの投資妙味が高まり、為替市場でドル高が進行したこともこの間の金価格押し下げに繋がった。主要通貨に対するドルの強弱感を示すドルインデックスは3月から10月にかけて約2割も上昇し、ドル建て表示であるNY金先物の割高感を強めた¹。



一方、その後昨年11月以降、足元にかけてはNY金が再び大きく上昇し、既述の通り、過去最高値が視野に入る水準にまで持ち直している。11月初旬から足元にかけての上昇幅は実に約300ドルにも達している。

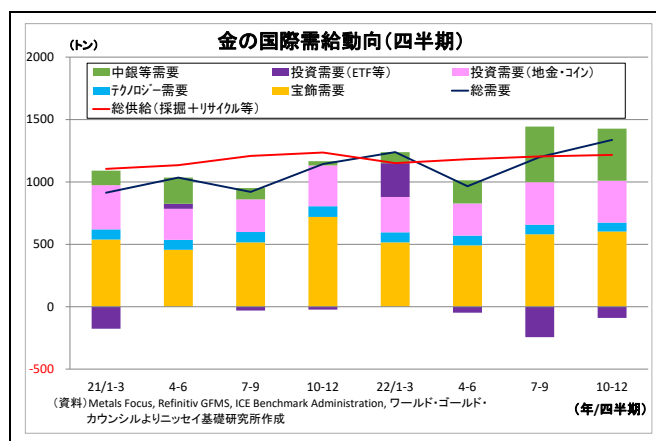
この再上昇の原因も米金融政策にある。米国の物価上昇率が夏場を境にピークアウトし、低下を辿るにつれて、市場では早期の米利上げ停止やその先の利下げの開始が織り込まれ、米長期金利が低下に転じた。この結果、実質金利も低下し、NY金の追い風になった。さらに、米金利の低下を受けて為替市場でドル安が進んだこともNY金の割高感を後退させ、価格の持ち直しに寄与した。



（世界の現物需要も順調に回復）

また、昨年後半には現物需要も顕著に増加し、NY金先物上昇の裏付けとなった。

国際調査機関であるワールド・ゴールド・カウンシルの集計によれば、世界的な金の需要は昨年7-9月期以降に急回復し、10-12月期には需要超過に転じた。昨年後半も金利感応度が高いETFからの資金流出は継続したものの、主要国で経済活動の再開が進んだことで宝飾需要が持ち直したうえ、世界的なインフレ懸念により、地金・コインへの



¹ ドルを本国通貨としない国・地域の居住者にとっては、NY金のドル建て価格が同じでも、ドル高が進めば本国通貨建てで見た場合の割高感が強まる。

投資が回復した。

そして、何より目を引くのが中央銀行による投資需要の急増だ。昨年の中銀の金需要は 55 年ぶりの高水準を記録しており、その 3/4 が下期に集中している。ウクライナ情勢の緊迫化やインフレ進行を受けて、外貨準備の価値を守るために危機やインフレに強い特性を持つ金を選好された可能性が高い。また、内訳が明らかになっている分では、中国やトルコなど米国との関係が良好ではない国の積み増しが目立っている。ロシアへの制裁において、西側諸国が同国の外貨準備を凍結したことを受けて、これらの国々の中で、外貨準備として持つ資産を西側諸国の通貨から保管自由度の高い金へとシフトさせる動きが強まったと推測される。

(NY 金は上昇基調を継続する可能性大)

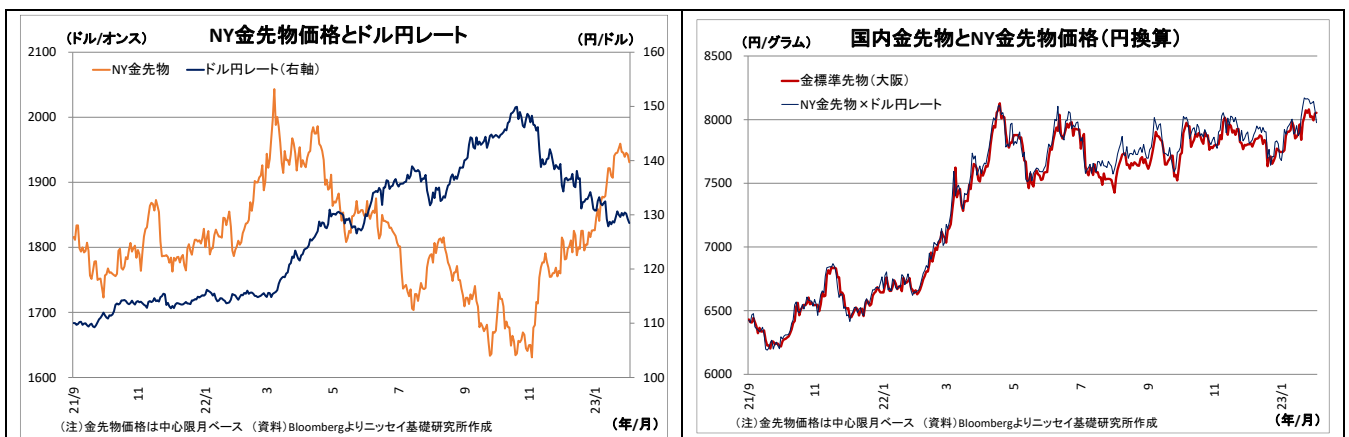
NY 金先物の先行きについては、今後も上昇基調を継続する可能性が高いと見ている。米金融政策の転換がその最大の原動力となる。米物価上昇率の緩やかな低下を受けて、FRB は春に利上げを停止し、来年年初からは利下げに転じると見込まれる。このため、米金利は名目・実質ともに低下に転じ、NY 金を押し上げるだろう。また、米金利の低下によってドル安が進むことも NY 金の上昇に寄与する。その他要因では、米インフレの鈍化がインフレヘッジ需要の減少を通じて NY 金の上値を抑えるものの、世界経済の下振れリスクやウクライナ情勢・米中対立といった地政学リスク、米債務上限問題などの政治リスクへの警戒から安全資産としての金需要は根強く残り、NY 金上昇のサポート要因になる。

時間軸としては、今年の前半は、昨年秋以降の急上昇の反動が出やすいというえ、市場が米利上げ停止・利下げ開始を前のめり的に織り込んでいることの修正（米金利上昇・ドル高）も入りやすいため、上値の重い展開が予想される。しかし、年後半には、米利下げが次第に現実味を増してくることで改めて米金利が低下、ドル安基調となり、NY 金を押し上げるだろう。従って、年後半には過去最高値である 2069.40 ドルを突破し、2100 ドルに接近する可能性が高いと見ている。

2) 国内金先物の動向と見通し

(昨年の国内金上昇は円安が原動力に)

次に国内の金先物価格の動きを振り返ると、国内金先物（大阪取引所金標準先物・中心限月・終値）は昨年前半に急騰し、既述の通り、過去最高値となる 8129 円を付けた（表紙図表参照）。円建てである国内金先物価格は、NY 金先物価格とドル円レートの影響を強く受け、「NY 金先物（ドル建て・グラム当たり）×ドル円レート（円/ドル）」の値に近似する。昨年前半には、ウクライナ情勢



の緊迫化を受けて NY 金先物が上昇したうえ、米国の利上げ開始・加速を受けて円安ドル高が進んだことで、国内金先物の上昇が増幅された。

その後、昨年後半以降も国内金先物価格は最高値に程近い水準で高止まりを続けている。昨年秋にかけては NY 金先物が大きく下落し、国内金先物にとっても下落圧力となった。しかし、急ピッチの米利上げと日銀の金融緩和維持を受けて大幅な円安ドル高が進行したことで、NY 金下落の影響が相殺された。一方、昨年秋以降は、既述の通り、NY 金が急速に持ち直したものの、米利上げ観測の後退や日銀の緩和修正を受けて円高ドル安が進んだことで、上値が抑えられる形になっている。

(国内金は円高が上値を抑制へ)

国内金先物の先行きについては、NY 金と比べて上値の重い展開が予想される。今後とも円高ドル安の進行が国内金の上値を抑える展開が見込まれるためだ。

今後想定される米利下げの織り込みは NY 金先物の上昇を通じて国内金先物の押し上げ圧力となるものの、同時に円高ドル安を促すことで上昇圧力が抑制される。さらに、今後も日銀の緩和修正観測が円高ドル安要因になると見込まれるが、日銀の緩和修正観測が NY 金に与える影響は限定的であるため、日銀発の円高圧力は素直に国内金の押し下げ圧力になると考えられる。



国内金先物の足元の価格は既に過去最高値に肉薄しているうえ、既述の通り、NY 金の上昇基調は続くと思われるため、年内に過去最高値の更新もあり得る。ただし、円高ドル安の進行が重荷となるため、大幅な上昇は見込みづらい。

そして、とりわけ警戒が必要になるのは日銀の動きだ。昨年末の突然の緩和修正によって日銀による情報発信の信頼性が低下し、金融政策の不透明感は強まっている。日銀が今後大幅な緩和修正に動き、急激な円高ドル安が進む場合には、国内金先物は下落に転じることになるだろう。

2. 日銀金融政策(1月)

(日銀) 現状維持 (+資金供給オペの拡充を決定)

日銀は1月17日～18日に開催した金融政策決定会合において、金融政策の現状維持を決定した。長短金利操作(イールドカーブコントロール・YCC)、資産買入れ方針ともに変更なしであった(全員一致での決定)。

一方、各種資金供給オペについては拡充を決定。とりわけ、共通担保オペについては貸付期間を最長10年に一本化したほか、固定金利方式の貸付利率をそのつど決定する方式に変更し、使い勝手を向上させた。

共通担保資金供給オペの変更点

	金利入札方式	固定金利方式
貸付期間	従来は1年以内 →10年以内に延長	10年以内
貸付利率	入札で決定	従来は0% →貸付のつど決定する利率へ

(資料) 日本銀行

同時に公表された展望レポートでは、政策委員の大勢見通し（中央値）として、2022～24年度の実質 GDP 成長率をそれぞれ小幅に下方修正する一方、消費者物価上昇率（生鮮食品を除く）については2022年度・24年度分を上方修正した。この結果、物価上昇率は22年度の前年比3.0%から23年度に一旦同1.6%（前回10月時点も1.6%）に低下した後、24年度に同1.8%（前回10月時点は1.6%）に持ち直すという見通しとなった。

会合後の会見において、黒田総裁は展望レポートにおける物価の見通しを解説したうえで、「物価安定の目標を持続的・安定的に達成できる状況が見通せるようになったとは考えていない」と発言、「現在は、経済をしっかりと支え、企業が賃上げできる環境を整えることが重要であり、（中略）金融緩和を継続し、賃金の上昇を伴うかたちでの物価安定の目標の持続的・安定的な実現を目指していく」との方針を示した。

また、12月の政策修正（長期金利の許容上限を0.5%程度に引き上げ）後も残るイールドカーブの歪みや金利上昇については、「運用の見直しからさほど時間が経っていないので、これらの措置（すなわち前回の政策修正）が市場機能に及ぼす影響を評価するには、なお時間を要する」と評価を避ける一方、「経済合理性の観点からは、（長期金利について）0.5%を超える利回りでの取引が継続的に行われることはない」、「今後、市場機能は改善していく」と自信を示した。今後のさらなる政策修正の可能性については、「今回拡充した共通担保資金供給オペも活用しながら、機動的な市場調節運営を行っていく方針であり、長期金利の変動幅を更に拡大する必要があるとは考えていない」と否定的な見解を示した。これに関連して、市場で疑義が高まっているYCCの持続可能性については、「機動的な市場調節運営によって十分に市場の機能度は高まっていく」、「YCCの持続可能性は十分担保される」と主張した。

そして、今回の共通担保オペを拡充した狙いについては、「金融市場調節方針と統合的なイールドカーブの形成を促す手段として、より弾力的な資金供給を可能とするため」とし、「このオペを利用した金融機関が、スワップその他、様々な裁定行動を行うことを通じて、現物市場以外の市場も含めてこういった働きかけが期待できる」、「これによって現物国債の需給に直接的な影響を与えることなく、長めの金利の低下を促すことができる」とその波及経路を説明した。

最後に、IMFが過去に指摘したYCCの操作対象を10年国債利回りから短期化する可能性について問われた場面では、「一番短期の政策金利と、最も代表的な長期金利である10年債の金利の二つをターゲットにしてイールドカーブ全体を適切な形に維持するということが最も適切ではないか」と否定的な見解を示す一方で、「もちろん一切いかなる変更も検討しないということではない」と将来における変更の可能性は排除しなかった。

その後、1月26日に公表された同会合についての「金融政策決定会合における主な意見」では、基本的に展望レポートや総裁会見の内容に沿った意見が多かったが、「企業では、価格転嫁とともに賃上げにも前向きな姿勢がみられている。このことは、企業業績の底上げを通じた経済と物価の前向きな循環につながる可能性がある。」、「財だけではなく、サービスの価格も上昇ペースを高めてきている。」、「価格転嫁の進捗は、企業収益の改善や、賃上げと投資の積極化につながっており、それが従業員のエンゲージメントの向上やイノベーション創出を通じて、さらなる収益改善・賃上げをもたらす、という形で好循環が回り始めつつある。」など賃上げや物価上昇に関する前向きな動きを指摘する声が従来よりも目立ってきている。

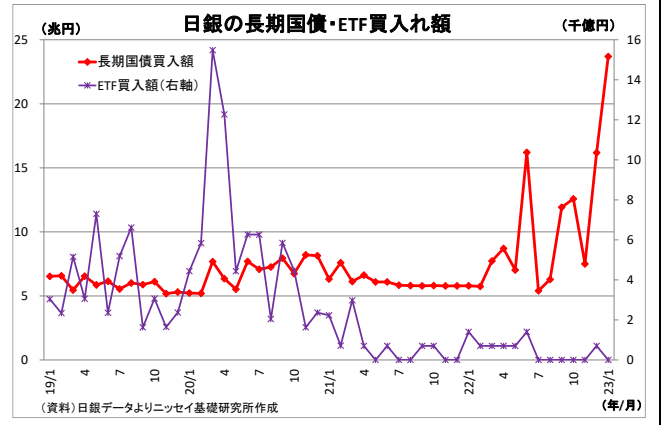
展望レポート(23年1月)
政策委員の大勢見通し(中央値) (前年比)

		実質GDP	コアCPI	コアコアCPI
22年度	今回	1.9% ↓	3.0% ↑	2.1% ↑
	前回	2.0% ↓	2.9% ↑	1.8% ↑
23年度	今回	1.7% ↓	1.6% ↑	1.8% ↑
	前回	1.9% ↓	1.6% ↑	1.6% ↑
24年度	今回	1.1% ↓	1.8% ↑	1.6% ↑
	前回	1.5% ↑	1.6% ↑	1.6% ↑

(注) 前は10月、今回は1月分(矢印は修正状況)

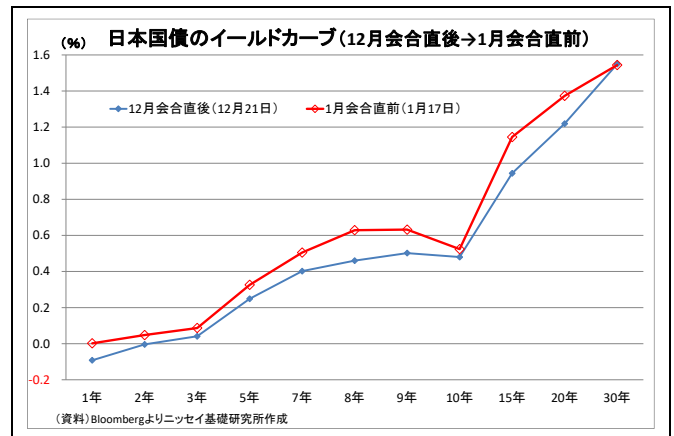
コアコアCPIは生鮮食品・エネルギーを除く

(資料) 日本銀行



(受けとめと今後の予想)

前回 12 月会合以降も緩和修正の理由とされたイールドカーブの歪みは改善していなかったものの、①前回国会から 1 カ月も経過しておらず、日銀としては様子見の時間帯であったこと、②連続で緩和修正に踏み切れれば、YCC の機能不全がさらに印象付けられ、YCC 撤廃を見越した督促相場が続きかねないことなどから、YCC を現状維持としつつ、歪みを是正すべく、資金供給オペを拡充する結果になったとみられる。このことに違和感はない。当面は拡充された共通担保オペの効果が注目される。



今後については、岸田政権に任命される次期日銀正副総裁のもと、日銀は政権の意向を汲んで金融緩和のさらなる縮小・正常化を模索する可能性が高いと予想している。イールドカーブの歪みなど現行緩和の副作用が完全に是正されないこともそうした流れをサポートする。ただし、今後のスケジュールを考えるとさらなる緩和縮小には時間を要しそうだ。

まず、今年前半には欧米が景気後退に陥り、日本経済を取り巻く外部環境が厳しさを増すとみられ、景気抑制に拍車をかけかねない緩和の縮小はしづらくなる。また、来年年初にはFRBの利下げ開始が見込まれ、23年後半には秒読み段階に入る(ドル安圧力が強まる)と考えられることもハードルになる。日銀は過去、米国の利下げ局面では市場の混乱を避けるため、利上げや長期金利の許容上限引き上げを回避してきた。

従って、現時点では、少なくとも今年については、政府との協議を通じた共同声明改定による物価目標の実質的な緩和や、緩和バイアスの強いフォワードガイダンスの中立化などによって将来の金融政策正常化に向けた地ならしをする程度に留まり、明確な金利上昇を伴うさらなる緩和縮小やYCCの撤廃は見送られる可能性が高いと予想している。

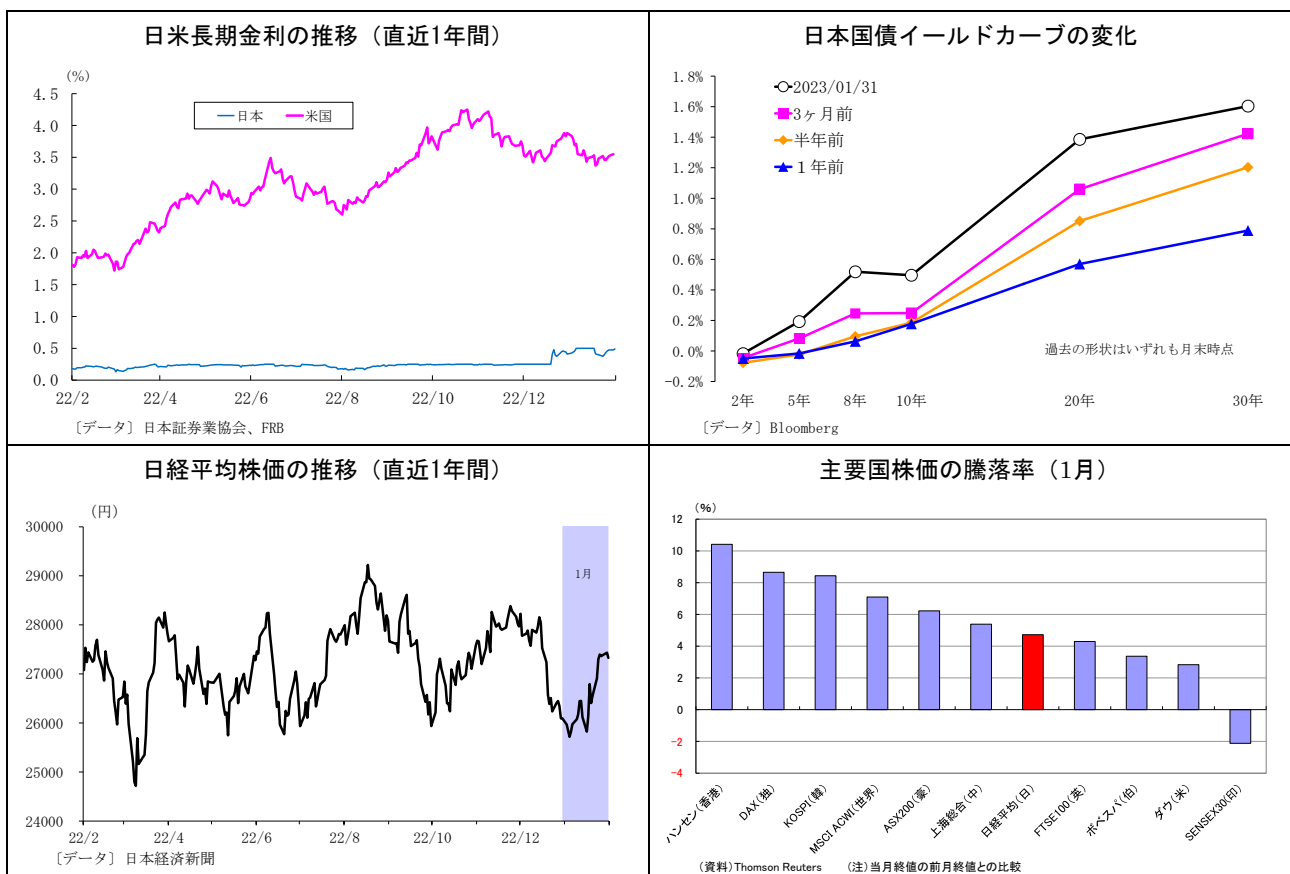
ただし、日銀による昨年末の突然の政策修正とコミュニケーション不足によって政策の予見可能性が低下しているだけに、不確実性は高めとなる。政権や新正副総裁の「正常化に向けた意欲」が筆者の想定より強ければ、金利上昇を伴う形での早期の緩和縮小もあり得る。実際、景気や物価の情勢が整わなくても、今回のように「市場機能の改善が目的」という建前であれば、強引に緩和縮小を行うことも可能だ。

3. 金融市場(1月)の振り返りと予測表

(10年国債利回り)

1月の動き (㊦) 月初0.4%台前半でスタートし、月末は0.4%台後半に。

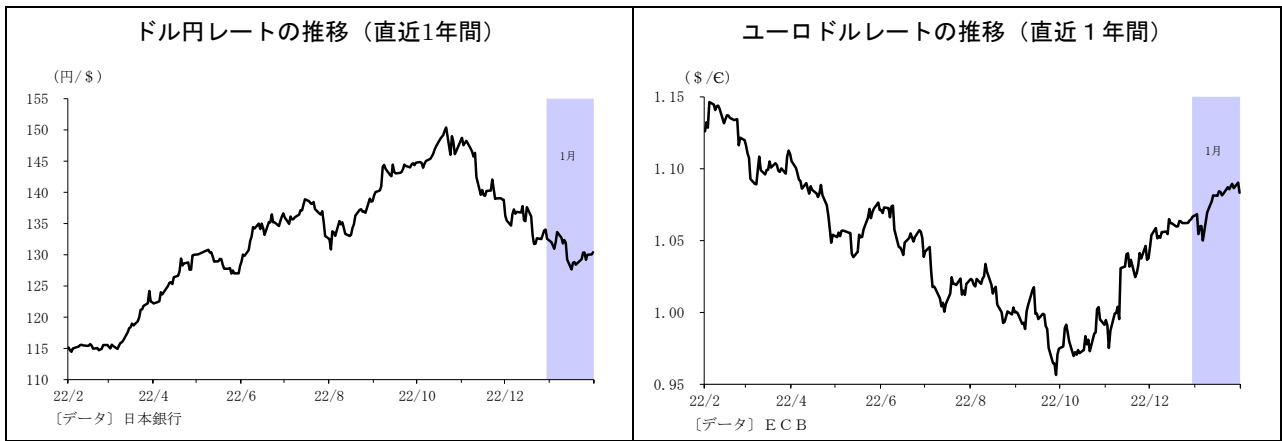
月初、10年国債入札を控えた持ち高調整や、日銀によるさらなる緩和修正観測を受けて、5日に日銀の許容レンジ上限にあたる0.5%を付ける。中旬にかけては緩和修正を見込む投資家の国債売り圧力を日銀の国債買入れが吸収する形で0.5%付近での推移が続いたが、「日銀が金融緩和に伴う副作用を点検する」との報道が出た12日以降にはたびたび0.5%の節目を突破する動きがあった。その後、18日の日銀金融政策決定会合で金融政策が現状維持となったことを受けて売り方の買戻しが入り、しばらく0.4%前後での動きに。月終盤には再び日銀による緩和修正の思惑が高まり、0.4%台後半へと上昇。月末は0.5%に肉薄して終了した。



(ドル円レート)

1月の動き (㊧) 月初132円付近でスタートし、月末は130円台半ばに。

月初、一進一退の推移となった後、好調な米経済指標を受けてFRBによる利上げ長期化観測が高まり、6日に133円台半ばを回復。しかし、その後は米雇用統計で賃金上昇率が鈍化したうえ、米物価上昇率の伸びが縮小したことを受けて利上げ長期化観測が後退、日銀による緩和修正観測も加わり、16日には127円台まで円高が進行した。下旬には、日銀の共通担保資金供給オペ実施に伴う国内金利の低下や米経済指標の改善を受けてドルがやや持ち直したものの、上値も重く、130円前後での推移に。月末も130円台半ばで終了した。



(ユーロドルレート)

1月の動き (㊦) 月初 1.06 ドル台後半でスタートし、月末は 1.08 ドル台前半に。

月初、独物価上昇率の下振れによる ECB 利上げ観測の後退や、好調な米経済指標を受けて、6 日に 1.05 ドル付近までユーロが売られたが、米雇用統計での賃金上昇率鈍化を受けて、9 日には 1.07 ドル台に浮上。さらにガスの不足懸念の後退や価格の下落によってユーロ圏経済への懸念が緩和し、13 日には 1.08 ドルに達した。その後はしばらく 1.08 ドル台での展開が続いたが、ユーロ圏の良好な経済指標や ECB による大幅利上げ継続観測によってユーロがさらに買われ、26 日には 1.09 ドルに到達した。月末は持ち高調整が入り、1.08 ドル台前半で終了した。

金利・為替予測表 (2023年2月3日現在)

		2022年	2023年				2024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)	0.3	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
アメリカ	FFレート (期末)	4.50	5.00	5.25	5.25	5.25	4.75
	10年金利 (平均)	3.8	3.7	3.8	3.7	3.6	3.3
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	2.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
	10年金利 (独、平均)	2.1	2.2	2.4	2.4	2.4	2.4
ドル円	(平均)	141	129	130	127	125	123
ユーロドル	(平均)	1.02	1.09	1.08	1.10	1.10	1.11
ユーロ円	(平均)	144	140	140	140	138	137

(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。