

Weekly
エコノミスト・
レター金価格はまだ上がる？
～内外金相場のテーマと見通し経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 昨年终盤に過去最高値を更新した内外金（Gold）価格は、今年に入ってから堅調に推移しており、直近1日時点でNY金先物が1トロイオンス2071.1ドル、国内金先物が1グラム9655円と、それぞれ過去最高値に程近い水準にある。
2. 今後年末にかけての金相場の行方を考えると、NY金には多くの追い風が期待される。具体的には、①主要国でのインフレ懸念の残存、②米利下げを背景とした「金利が付かない金」、「基軸通貨ドルの代替としての金」の魅力向上、③地政学リスク・政治リスク・景気下振れリスクを背景とした「安全資産としての金」の存在感増大、④中央銀行による積極的な金購入継続が挙げられる。これら多くの追い風を受けて今年のNY金先物は上昇し、過去最高値を明確に更新する可能性が高いと見込んでいる。年末時点のNY金先物は2200ドル台と予想している。
3. 国内金価格にとっても、国際的な中心指標であるNY金の上昇は上昇要因となるが、為替の動向がもう一つのカギとなる。国内の金先物価格は、「NY金先物価格（ドル建て・グラム当たり）×ドル円レート（円/ドル）」に近似して動くため、円高が進めば価格が抑制される。今後、FRBが利下げに向かうことに加え、日銀が春に金融政策の正常化に踏み切ると見込まれることは、円高ドル安に働くだろう。ただし、FRBの利下げ・日銀の正常化はともに緩やかなペースで行われ、急激な円高ドル安は避けられると見ている。NISAの拡充に伴って、日本の家計による海外投資増加に伴う円売りフローの拡大が生じていることも円高進行の抑制に寄与するだろう。現時点では、NY金の上昇を打ち消すほど円高ドル安は進まないと見ており、今年年末時点の国内金価格は、現状よりやや高い1グラム10000円前後と予想している。



1. トピック：金価格はまだ上がる？

(2023年の内外金価格は過去最高値を更新)

昨年2023年の金（Gold）相場は堅調に推移し、国際的な中心指標であるNY金先物価格（中心限月・終値ベース）は12月27日に過去最高値となる1トロイオンス2093.1ドルに到達した（表紙図表参照）。FRBの段階的な利上げに伴う米金利上昇が重石となったものの、年後半には米インフレ鈍化に伴う利上げ打ち止め観測が追い風となったほか、米景気減速懸念や地政学リスク等を受けた金需要、各国中央銀行による継続的な金購入も支援材料となった。

また、国内金先物価格（大阪金先物・中心限月・終値ベース）も最高値をたびたび更新し、12月4日には1グラム9839円を記録した。NY金が底堅く推移したうえ、米利上げなどを背景とする円安ドル高の進行が押し上げ圧力となった。

今年に入ってから金相場の堅調な地合いは継続しており、直近2月1日時点でNY金先物が2071.1ドル、国内金先物が9655円と、それぞれ過去最高値に程近い水準にある。

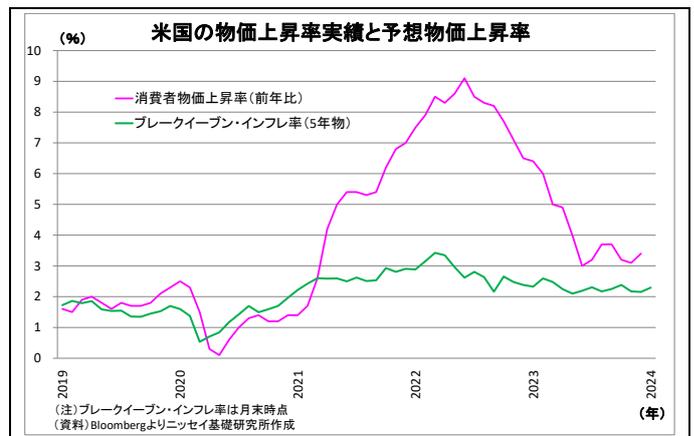
(NY金には多くの追い風が期待される)

それでは、今後年末にかけての金相場の行方はどうなるだろうか？まず、NY金には多くの追い風が期待される。

①根強いインフレ懸念は残存

金（Gold）は様々な顔・側面を持つため、整理して考えると、まず「インフレヘッジ資産としての金」需要は今後も残ると考えられる。

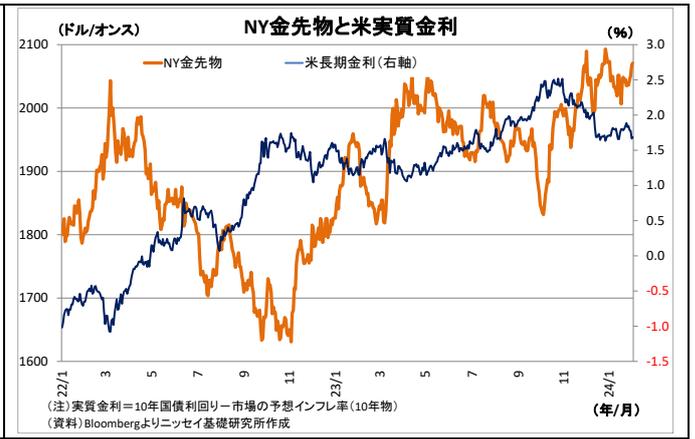
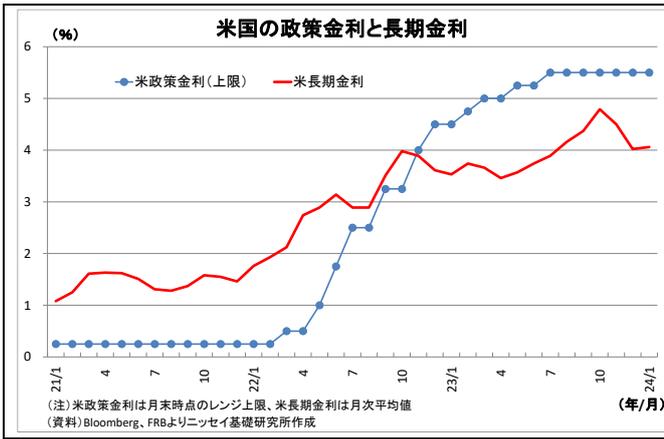
米国をはじめとする主要国の物価上昇率は一昨年以降低下基調にある。しかしながら、米国はもとより、殆どの国では依然として中央銀行の物価目標を上回る水準で高止まりしており、足元のタイトな雇用情勢等を踏まえると、先行きも急速な低下は見込み難い。家計や投資家のインフレへの警戒は解消せず、インフレに強い実物資産に位置付けられる金の需要も残るだろう。



②「金利が付かない資産である金」、「基軸通貨ドルの代替としての金」の魅力は向上へ

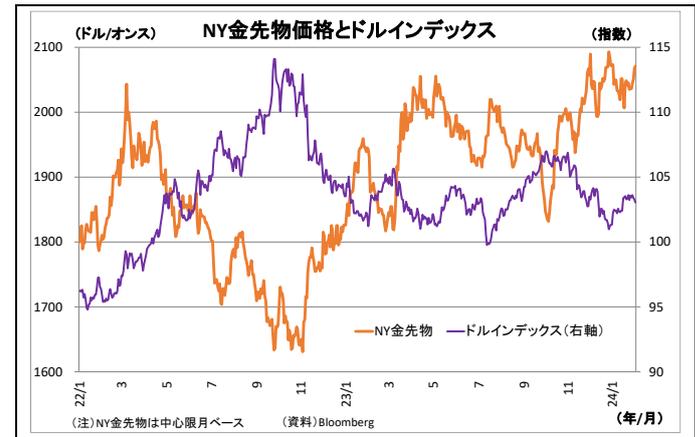
そして、「金利が付かない資産である金」の魅力は向上すると考えられる。昨年は秋にかけてFRBの利上げを主因とする米金利上昇が、金利の付かない金の相対的な魅力を損ね、NY金先物価格の抑制要因となってきた。

しかし、今年は、FRBによる段階的な利下げが開始される可能性が極めて高い。米国で物価上昇率の緩やかな低下が確認されるにつれて、金融環境の過度の引き締めりを避けるべく、年半ばから利下げが開始されると見ている。これに伴って「金利が付かない金」の相対的な魅力が高まり、投資家に金が選好されやすくなるだろう。



さらに、これに関連して、米国の利下げが為替市場においてドル安に作用することで「基軸通貨ドルの代替資産としての金」の魅力も向上する。別の角度から言えば、ドル安になることで、ドル建て表記であるNY金価格の(ドルを自国通貨としない国から見た)割安感が高まると見込まれることもNY金先物の追い風に挙げられる。

実際、過去の推移では、NY金先物価格とドルの主要通貨に対する強弱感を示すドルインデックスとの間には、強い逆相関関係が確認できる。

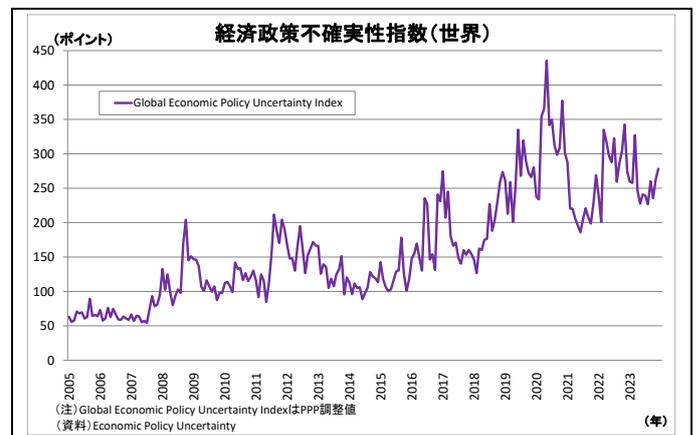


③ 「安全資産としての金」の存在感は増大も

また、「安全資産としての金」の需要も増大する可能性がある。

ガザ地区におけるハマスとイスラエルの交戦が続くなか、ハマスに同調して船舶への攻撃を続けるイエメン武装勢力フーシと英米軍による報復攻撃の応酬が続いているほか、イラクなどでは新イラン武装勢力と米軍との間で攻撃の応酬が続くなど、中東の地政学リスクは広がりを見せつつある。発端となったハマスとイスラエルの間では戦闘休止に向けた交渉が行われているものの、イスラエル政府はハマス根絶を目指す姿勢を崩していないだけに、中東地政学リスクの鎮静化は見通し難い。また、開始から約2年が経過するウクライナとロシアの戦争も未だ終わりが見えない。

さらに、今年は世界的な選挙イヤーであり、各国で重要な国政選挙が実施される。特に注目される11月の米大統領選では、現職のバイデン大統領とトランプ前大統領が対決する構図となる公算が高まっている。仮にトランプ氏が勝利した場合には、税・財政や対外政策、移民政策やエネルギー政策といった幅広い領域で現行政策の大幅な転換が行われる可能性があるだけに、先行きの不透明感や景気の下振れリスクへの警戒が煽るだろう。



実体経済についても、既往の急速な利上げの効果が時間差で顕在化することによって欧米経済が減速するリスクが残るほか、不動産問題を抱える中国の景気が失速する恐れもある。

このように、地政学リスクや政治リスク、景気悪化リスクが意識されやすい状態が続き、安全資産としての金需要に繋がる可能性が高い。

④中央銀行による積極的な金購入は継続へ

各国中央銀行による積極的な金購入も続きそうだ。ワールド・ゴールド・カウンシルによれば、2023 年の中銀による購入量は 1037 トンと記録的な水準となった 2022 年（1082 トン）に肉薄し、金需要全体の約 1/4 を占めた。

リーマンショック以降、外貨準備のドル偏重に危機感を持った一部中央銀行がドル資産を分散化させる目的で資金を金へとシフトさせる動きが続いていた。さらに、2022 年のウクライナ侵攻への制裁として、米国をはじめとする西側

諸国がロシアの外貨準備資産を凍結したことが中銀による金買いに拍車をかけたとみられる。米国と距離を置く国々が将来米国から制裁を受ける可能性を考慮し、その影響を緩和する目的でドルを手放し、金へと資金を移す動きが続いていると推察される。とりわけ、最大の金購入国である中国については、それに加えてドル覇権からの脱却や人民元国際化といった戦略的意図の存在も垣間見える。

各国中央銀行による金購入は長期の国益を見据えた構造的な動きであるため、今後も継続される可能性が高い。

これら多くの追い風を受けて今年の NY 金先物は上昇し、過去最高値を明確に更新する可能性が高いと見込んでいる。年末時点の NY 金先物は 2200 ドル台と予想している。

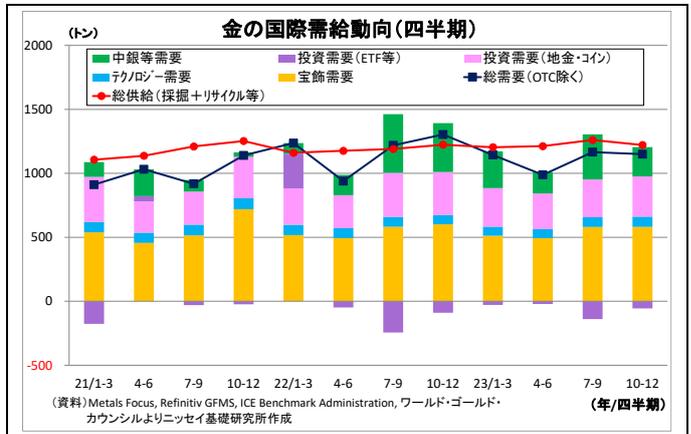
（国内金は円高進行の度合い次第）

国内金価格（大阪金先物・中心限月・終値ベース）にとっても、国際的な中心指標である NY 金の上昇はむしろ上昇要因となるが、為替レートの動向がもう一つのカギとなる。国内の金先物価格は、「NY 金先物価格（ドル建て・グラム当たり）×ドル円レート（円/ドル）」に近似して動く（さもないと、裁定取引が可能になる）ためだ。従って、仮に NY 金が増加したとしても、その間に大幅な円高ドル安が進めば、国内金価格は下落しかねない。

今後、FRB が利下げに向かうことに加え、日銀が春に金融政策の正常化に踏み切ると見込まれることは、日米金利差の縮小を通じて円高ドル安に働くだろう。そこで問題となるのは円高進行の度合いだ。筆者としては、FRB の利下げ、日銀の政策正常化はともに緩やかなペースで行われ（特に後者については年内の追加利上げはなし）、急激な円高ドル安は避けられると見ている。

また、今年の年初から NISA（少額投資非課税制度）の拡充に伴って、日本の家計による海外証券（株や投資信託）投資増加に伴う円売りフローの拡大が生じているとみられることも円高進行の抑制に寄与するだろう。

現時点では、NY 金の上昇を打ち消すほど円高ドル安は進まないと見ており（具体的な予想は P9



の表に記載)、今年年末時点の国内金価格は、現状よりやや高い1グラム 10000 円前後と予想している。



2. 日銀金融政策(1月)

(日銀) 維持

日銀は1月22日～23日に開催した金融政策決定会合(以下、MPM)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、以下 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)。フォワードガイダンスにも変更はなかった。

会合直後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、2024年度の消費者物価上昇率(除く生鮮食品)を前回10月時点の2.8%から2.4%へと下方修正した(総裁によれば、最近の原油価格下落が主因とのこと)ものの、25年度分は1.8%(前回は1.7%)と、引き続き2%未満ながら、やや上方修正した。消費者物価上昇率(除く生鮮食品・エネルギー)については、各年度ともに前回から不変であった。

展望レポートの文中では、「基調的な物価上昇率は見通し期間終盤にかけて物価安定目標に向けて徐々に高まっていくと考えられる」と表記したうえで、「(先行きの不確実性はなお高いものの、)こうした見通しが実現する確度は、引き続き、少しずつ高まっている」との文言が新たに追加された。この表現は昨年秋頃から植田総裁が口頭で繰り返し用いてきたものだが、今回改めて公式文書に記載されることとなった。また、「物価上昇を反映した賃上げが実現するとともに、賃金上昇が販売価格に反映されていくことを通じて、賃金と物価の好循環は強まっていくとみられる」との文言も別途加えられている。

会合後の総裁会見において、植田総裁は「先行き、賃金と物価の好循環が強まり、基調的な物価上昇率が2%に向けて徐々に高まっていく確度は、引き続き、少しずつ高まっている」と述べ、その根拠として「これまでの物価見通しに沿って経済が進行しているということが確認できた」、「も

		実質GDP	コアCPI	コアコアCPI
23年度	今回	1.8% ↓	2.8%	3.8%
	前回	2.0% ↑	2.8% ↑	3.8% ↑
24年度	今回	1.2% ↑	2.4% ↓	1.9%
	前回	1.0% ↓	2.8% ↑	1.9% ↑
25年度	今回	1.0%	1.8% ↑	1.9%
	前回	1.0%	1.7% ↑	1.9% ↑

(注) 前回は昨年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

う一回点検をしてみたら、(前回と) 同じような見通しが中心的な見通しであるということになったという辺りが、一番見通しの確度が上昇したということの根拠」と説明した。

そのうえで、先行きについて、「この先、もしも賃金と物価の好循環を更に確認し、物価安定の目標の持続的・安定的な実現が見通せる状況に至ったとすると、マイナス金利を含めた現在実施している様々な大規模金融緩和策の継続の是非を検討していくことになる」と、条件付きながら政策変更の可能性を示唆した。

賃上げの状況をはじめ、物価目標実現見通しの判断材料が揃う時期や政策変更の順序付けについては、これまで同様、明言を避けた。

マイナス金利解除以降の政策運営(追加利上げなど)に関しては、「大きな不連続性が発生するようなことは避けるような金融政策運営を、他の政策手段の調整も含めて考えていきたい」、「現在みえている経済の姿からすると、(中略) マイナス金利を解除するという事になったとしても、きわめて緩和的な金融環境が当面続くということは言えるのかな」と言及し、マイナス金利解除後も当面の金利上昇余地は限定的であることを示唆した。前もって市場に織り込ませる意図があったものと考えられる。総裁は、長期国債の買いオペについても「出口の前後で大きな不連続性が発生するということになるべくないように金融政策を運営したい」と急変を避ける意向を示した。

なお、年初に発生した能登半島地震の政策への影響については、「非常に大きなマイナスのマクロ的な影響が発生するという事になれば、出口への判断に強いマイナスの影響を及ぼすということになる」としつつ、「現在のところ経済全体のサプライチェーンへのものすごい深刻な影響、それから消費等へのマインドを通じた影響について、すごい大きなマイナスのものが確認できてるかというところではない状況」との認識を示し、「(影響を) 丁寧にみていきたい」と付け加えた。

その後、1月31日には、1月MPMにおける「主な意見」が公表された。

賃金・物価に関しては、「(今春闘の結果が) 昨春の実績を上回る可能性が出てきており、賃金と物価の好循環の実現の機運が高まっている」、「不確実性はあるものの、物価安定の目標の実現が見通せる状況になってきた」など好循環に向けて前進しているとの主旨の意見が大半を占めた。

金融政策に関しては、「マイナス金利解除を含めた政策修正の要件は満たされつつある」、「能登半島地震の影響を今後1~2か月程度フォローし、マクロ経済への影響を確認できれば、金融正常化が可能な状況に至ったと判断できる可能性が高い」、「海外の金融政策転換で政策の自由度が低下することもあり得る。現在は千載一遇の状況」などと早期の正常化に前向きな発言が太宗であった。

さらに、「(政策変更にあたっては) 副作用の大きいものから修正していくのが基本である」、「イールドカーブ・コントロールやマイナス金利政策の在り方を議論するほか、オーバーシュート型コミットメントの検討も必要である」、「ETFとJ-REITの買入れについては、(中略) 2%目標の持続的・安定的な実現が見通せるようになれば、買入れをやめるのが自然である」など、政策変更を前提として、その具体策に踏み込んだ発言も目立っている。

12月MPMの主な意見や議事要旨では、物価目標の達成を慎重に見極めていく必要性を主張する意見も複数見受けられたが、今回は総じて前向きな意見で占められている。

(今後の予想)

最近の日銀は、賃金・物価の好循環や物価目標の持続的・安定的な達成に対して前向きな情報発信が明らかに増えている。既に金融政策正常化を射程に収めて、殆どスタンバイ状態で最終的な見極め段階に入っているとみられる。

メインシナリオとしては、今春闘の集中回答（3月中旬）を経て、主に大企業の賃上げ動向を確認した後、日銀短観（4月1日）やその後の支店長会議で中小企業の動向を確認したうえで、「十分な見極めプロセスを踏んだ」ことをアピールしたうえで、4月MPM（4月25-26日）で正常化へと舵を切ると予想している。

手法については、このタイミングで、YCCの解除（現在「ゼロ%程度」としている長期金利操作目標を取り下げ）とともに、マイナス金利政策を撤廃、無担保コールレート誘導目標を0~0.1%で復活すると予想している。

一方、今春闘での賃上げの物価への波及には不透明感が残るうえ、物価上昇率が先行き2%から下振れするリスクも相応に残る。既述の通り、植田総裁も大きな不連続性を避ける政策運営姿勢を示唆している。従って、4月の段階では、あくまで非常時の対応としての極端な緩和策を取りやめる措置に留めると見ている。長期金利の上限目途（1.0%）や指値オペの枠組み、国債買入れは継続し、市場金利の過度の上昇を抑えて緩和的な金融環境を継続させる役割を担わせると想定している。

上記がメインシナリオだが、時期については多少前後にズレる事態も想定しておきたい。日銀内において、「国内政治や米金融政策による逆風が強まって正常化のハードルが上がらないうちに、正常化に踏み切っておきたい」との意向が強くなる場合や、「物価目標達成の確度は十分高まっており、あとは春闘の集中回答結果を見れば十分」との意見が主流となれば、4月を待たずして、3月MPM（3月18-19日）への正常化の前倒しもあり得る。1月MPM分の「主な意見」が想定以上にタカ派的であっただけに、前倒しの可能性がやや高まったと見ている。

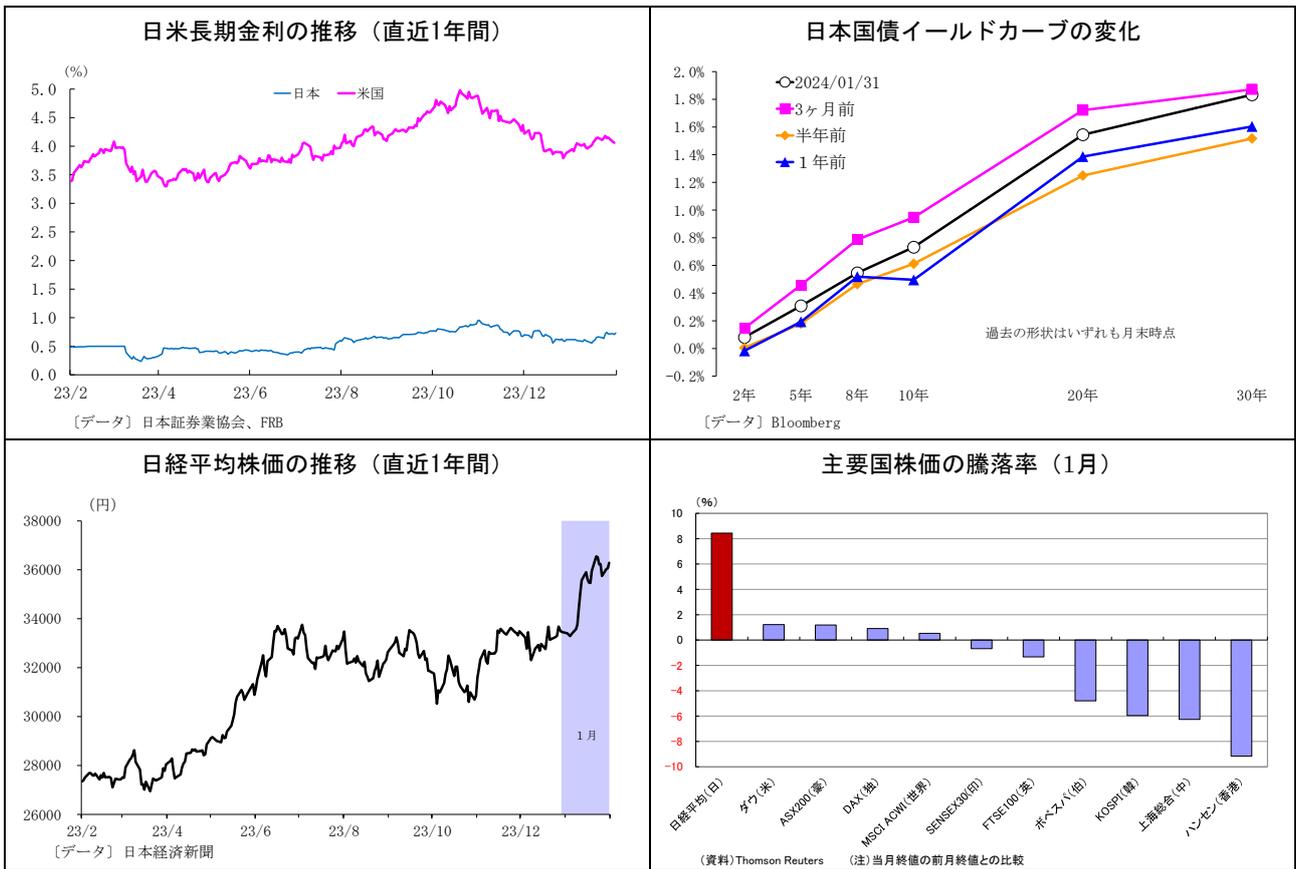
逆に、当然ではあるが、この先経済に無視できない悪影響を及ぼしかねない不測の事態が起き、6月MPM以降へ後ろ倒しされる可能性もゼロではない。

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0.6%台前半でスタートし、月末は0.7%台前半に。

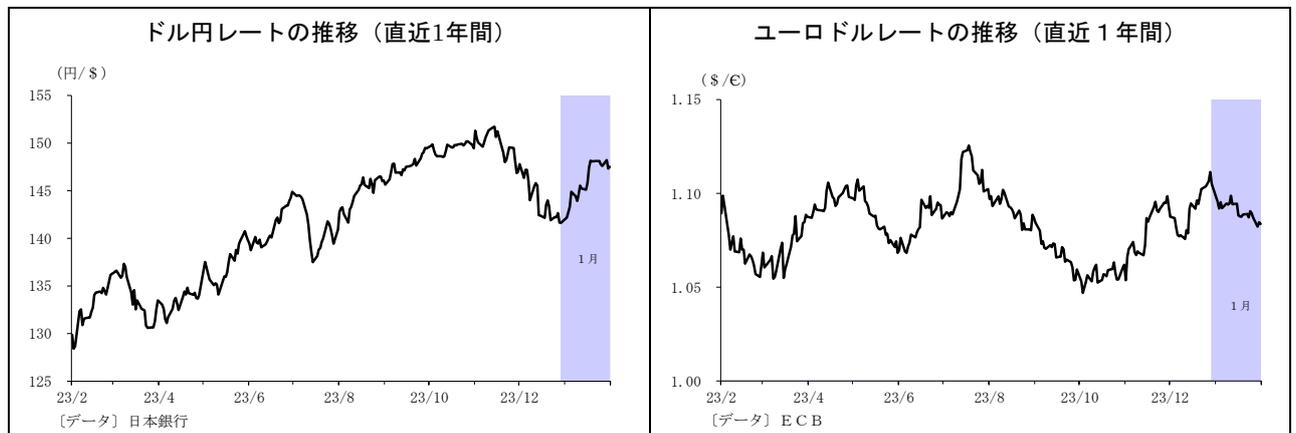
月初、能登半島地震の発生を受けて日銀による早期の金融政策正常化観測が後退し、8日に0.5%台後半に低下。しばらく同水準を中心とする推移が続いた後、FRB高官による利下げ観測けん制を受けた米金利上昇が波及し、17日に0.6%台を回復した。その後、日銀MPM後の展望レポートや植田総裁会見の内容がタカ派的と受け止められ、早期の正常化が意識されたことでさらに上昇し、25日に0.7%台半ばに到達。月終盤には、米物価指標の鈍化や中東の地政学リスクへの警戒で一旦低下したものの、日銀「主な意見(1月MPM分)」を受けた早期正常化観測の高まりが上昇要因となり、月末は0.7%台前半で終了した。



(ドル円レート)

1月の動き (ア) 月初 143 円台前半でスタートし、月末は 147 円台半ばに。

月初、能登半島地震発生を受けた日銀による早期正常化観測の後退に加え、良好な米経済指標を受けた米利下げ観測の後退もあり円安が進行し、5日に144円台に上昇。さらに株価上昇に伴うリスク選好的な円売りも巻き込む形で、11日には145円台を回復した。その後もFRB高官による利下げ観測へのけん制発言や堅調な米経済指標を受けてドル買いが進み、18日には148円台に到達した。その後は日銀MPM後の展望レポートや植田総裁会見の内容がタカ派的と受け止められ、25日に147円台後半に下落した。月終盤も堅調な米経済指標を受けたソフトランディング期待からドルが買われた一方で、米インフレ鈍化期待や日銀の早期正常化観測が円の下支えとなり、月末は147円台半ばで終了した。



(ユーロドルレート)

1月の動き (▼) 月初 1.09 ドル台半ばでスタートし、月末は 1.08 ドル台半ばに。

ECB、FRB ともに利下げへの距離感がテーマとなるなか、金融政策に大きな違いが見出しにくく、月初から月半ばにかけて、1.09 ドル台での一進一退の推移が継続。16日には、FRB 高官による利下げ観測へのけん制発言を受けたドル高圧力によってやや下落し、1.08 ドル台後半に。その後、ECB 理事会を控えた持ち高調整が入り、24日には一旦 1.09 ドル台を回復したものの、理事会後のラガルド総裁会見が想定していたよりもハト派的であったとの受け止めが広がり、25日には再び 1.08 ドル台へ。さらに ECB 高官によるハト派的な発言もユーロの上値を抑制し、月末は 1.08 ドル台半ばで終了した。

金利・為替予測表 (2024年2月2日現在)

		2023年	2024年				2025年
		10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
		実績	予想				
日本	コールレート (誘導目標・期末)	--	--	0.1	0.1	0.1	0.1
	10年金利 (平均)	0.8	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0
米国	FFレート (期末)	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50
	10年金利 (平均)	4.4	4.1	4.1	4.0	3.9	3.8
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	4.50	4.50	4.50	4.00	3.50	3.00
	10年金利 (独、平均)	2.5	2.4	2.4	2.2	2.0	2.0
ドル円	(平均)	148	145	141	139	137	135
ユーロドル	(平均)	1.08	1.09	1.10	1.10	1.11	1.11
ユーロ円	(平均)	159	158	155	153	152	150

(注) コールレートは無担保・翌日物の誘導目標レンジ上限値

(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。