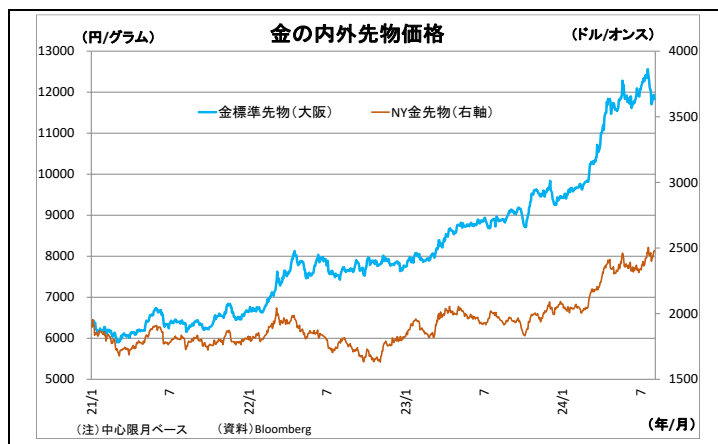


Weekly  
エコノミスト・  
レター史上最高値圏を維持する金価格  
～今後の展開を考える経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志  
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 国内外の金（Gold）価格はここ数年上昇基調となり、足元も史上最高値圏にある。国内金先物価格は3年余りではほぼ倍増しており、インフレヘッジ機能を存分に発揮している。
2. 国内金先物価格は「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、NY 金が上昇したり、円安が進行したりすれば上昇する。この3年余り、NY 金は、①世界的なインフレ懸念による「インフレヘッジ需要の高まり」、②地政学リスク・政治リスクの高まり等による「安全資産需要の高まり」、③中国をはじめとする国々の「中央銀行による旺盛な金購入」などが追い風となり、3割強上昇した。さらに、この間にFRBによる積極的な利上げ等を背景としてドル円レートが4割以上上昇したことが国内金の上昇を大幅に増幅した。
3. この先年末にかけて、NY 金はかなりの上昇余地があると考えられる。ウクライナや中東情勢は終わりが見えない上、米大統領選とその後の大統領交代という不透明感が台頭するため、「安全資産としての金需要」は続きそうだ。「中央銀行による金購入」も構造的であるため継続するだろう。さらに、FRBによる利下げが「金利の付かない金」の魅力を高めるはずだ。現段階では、年末のNY金は1オンス2600ドル台半ばと想定している。
4. NY 金先物の上昇は国内金にとっても上昇要因となる。一方、FRBが利下げすることに加え日銀が利上げを志向すると見込まれることは、円高を通じて国内金の重荷となりそうだ。ただし、FRBの利下げや日銀の利上げは既にある程度市場で織り込まれているほか、実需の円売りは健在であることから、均してみれば、さらなる急激な円高進行は避けられる可能性が高いと見ている。現時点では、NY金の上昇を打ち消すほどの円高は進まないと見ており、今年年末の国内金価格は1グラム12000円台半ばと予想している。



# 1. トピック： 史上最高値圏を維持する金価格

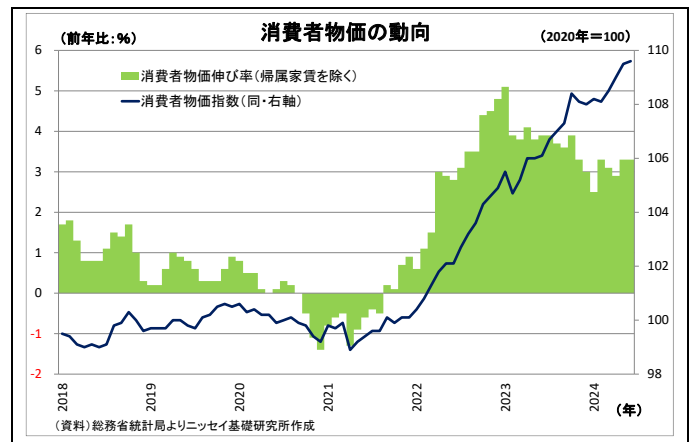
近頃、内外株価が急速に水準を切り下げ中、内外金（Gold）価格は高値を維持している。直近2日時点で、国際的な中心指標であるNY金先物価格（中心限月・終値ベース）は1トロイオンス2480.8ドル、国内金先物価格（大阪金先物・中心限月・終値）は1グラム11828円とそれぞれ史上最高値圏にある（表紙図表参照）。

金（Gold）は安全資産であると同時にインフレヘッジ資産としての側面を持つ。近年では国内でも高めの物価上昇が続き、家計がインフレを実感する場面も増えているが、金はそのインフレヘッジ機能を遺憾なく発揮してきた。

## （インフレで目減りする円資産）

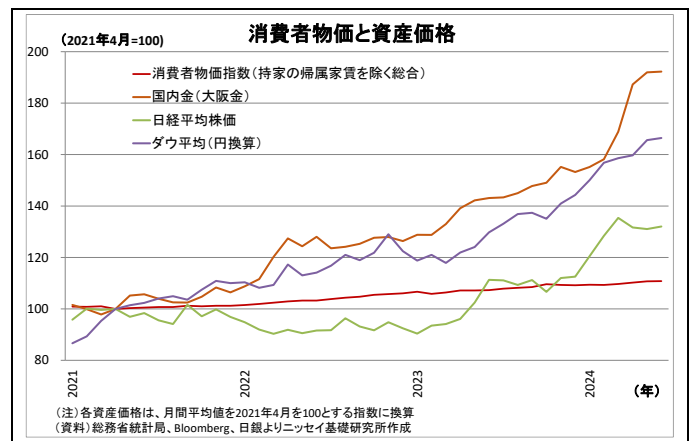
まず、計算上の概念である持家の帰属家賃を除いた「持家の帰属家賃を除く総合」ベースで消費者物価指数の水準（2020年＝100）を確認すると、直近6月の水準（109.6）は近年で最低であった2021年4月の水準（98.9）を10.8%上回っている。逆に言えば、この間に国内における円の購買力、すなわち実質的な円の価値は10.8%下落したということだ。

特に金利がゼロの現金とほぼゼロの預金はインフレの影響をダイレクトに受ける。具体例を挙げると、2021年4月時点で1000万円分の金融資産があり、全て現預金の形で保有し続けた場合、この間のインフレ（既述の10.8%）を考慮した実質的な価値（財やサービスを購入する力）は903万円となり、97万円分も目減りしたことになる（預金金利はゼロで計算）。現預金は価格変動リスクがないという点では安全だが、インフレリスクに対しては脆弱だ。



一方、この間に金（Gold）の価格は大きく上昇した。国内金先物価格（大阪金先物・中心限月・終値）について月間平均値を見ると、2021年4月に1グラム6156円だったものが、2024年6月には11835円と92%も上昇している。この間の金の上昇率は国内株（日経平均・32%）や米国株（円換算後のダウ平均・66%）を大きく上回っている。

従って、金の売買差益に対する税率を20%、その他の費用は考慮しないという前提で試算すると、2021年4月の段階で1000万円の資産のうち

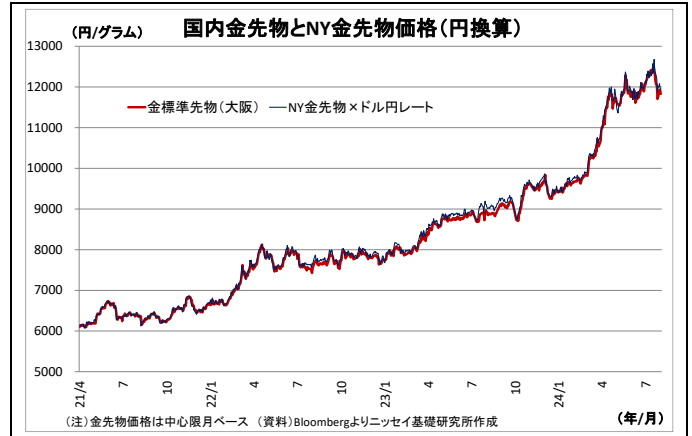


147万円分を金に振り向けていれば（残りの853万円分は現預金として保有）、2024年6月時点の資産額は1108万円と10.8%増加し、この間のインフレによる目減り分（10.8%）を考慮した実質的な資産価値は1000万円のまま維持できたことになる。

## (金価格上昇の要因)

それでは、この3年間で金価格はなぜこれほど上昇したのだろうか。国内金先物価格（大阪金先物）をベースに考えてみる。

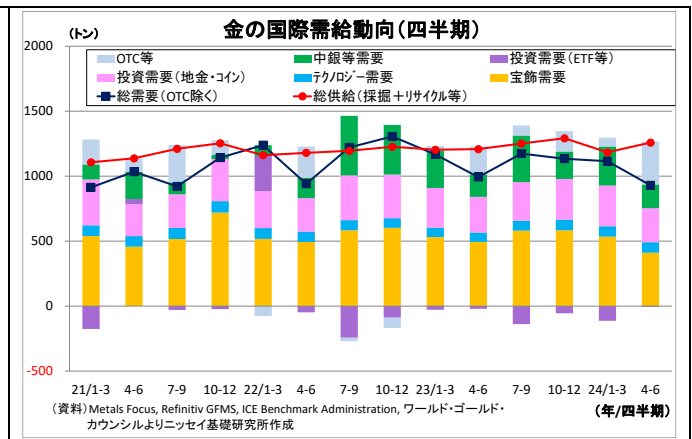
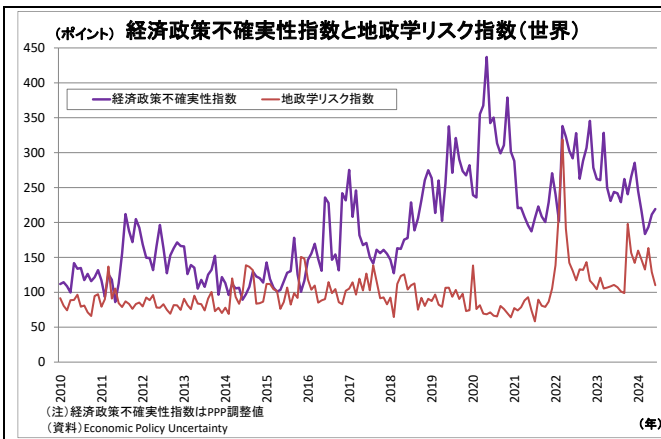
国内金先物価格は「NY金先物価格（ドル建て・グラム当たり）×ドル円レート（円/ドル）」に近似して動く。NY金先物も国内金先物も同一の資産である金を対象とするため、両者に乖離が発生すると裁定取引によって乖離が是正されるためだ。従って、NY金が増えたり、円安ドル高が進行したりすれば、国内金は上昇する。



### 1) NY金の上昇

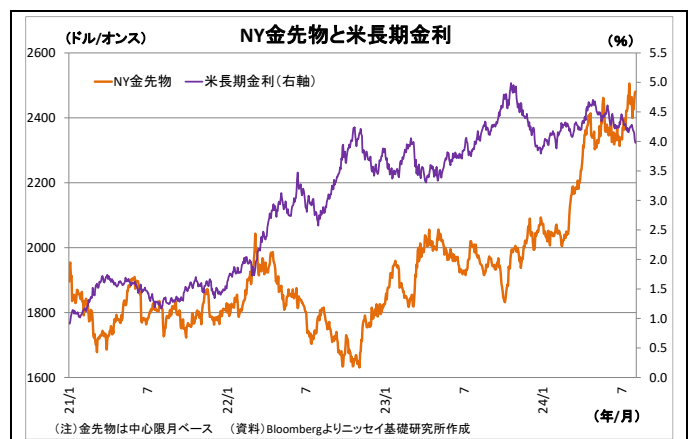
NY金先物価格の月次平均値を確認すると、2021年4月（1オンス 1759ドル）から2024年6月（同 2344ドル）へと約33%上昇している。従って、国内金先物の上昇の一つの要因として、NY金先物の上昇が挙げられる。

NY金先物は、この間に①世界的なインフレ懸念による「インフレヘッジ需要の高まり」、②世界的な地政学リスク・政治リスクの高まり等による「安全資産需要の高まり」、③中国をはじめとする米国と対立する国々等の「中央銀行による旺盛な金購入（外貨準備資産のドルから金へのシフト）」などが追い風となり、大きく上昇した。



なお、この間にFRBが物価抑制のための大幅な利上げを行い、米金利が大きく上昇したことは、「保有しても金利の付かない資産である金」の相対的な魅力を削ぎ、NY金の重荷となった。

ただし、昨年終盤からはFRBの将来の利下げ観測が台頭し、米金利のピークアウトを通じてNY金の追い風となる場面が目立っている。特に最近では、FRBによる9月の利下げが市場で確実視されていることが、NY金の押し上げに寄与している。



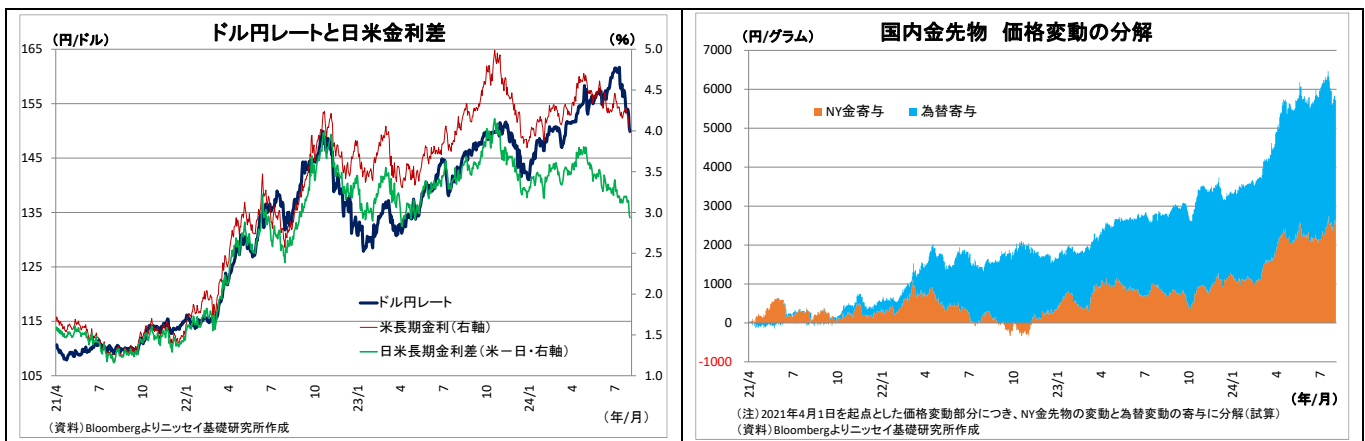
## 2) 円安の進行

さらに、円安ドル高の進行が国内金先物の上昇に繋がった。ドル円レートの月次平均値を確認すると、2021年4月（1ドル109.1円）から2024年6月（同157.9円）へと約45%上昇している。

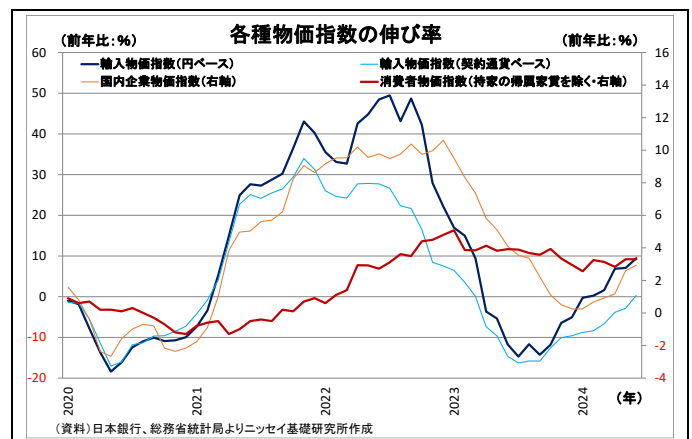
この間の円安ドル高の主因としては、FRBによる積極的な利上げと日銀の金融緩和継続・慎重な正常化に伴う日米金利差の大幅な拡大が挙げられる。また、日本の貿易赤字、デジタル赤字、企業・家計による積極的な対外投資といった実需の円売りが円安の進行をサポートしてきた。

足元では、FRBによる早期利下げ観測や日銀による利上げ観測を受けて円安の急速な巻き戻しが発生しているが、それでも1ドル149円台と未だ歴史的な円安水準にある。

ここで、2021年4月1日を起点として、以降直近1日までの国内金先物価格の上昇幅をNY金上昇による寄与と円安ドル高進行による寄与に分解すると、NY金上昇の寄与が46%、円安ドル高の寄与が54%となり、むしろ円安ドル高進行が国内金上昇の最大の要因になっている。



なお、インフレヘッジという観点でまとめると、2021年以降、国際的な資源価格の上昇と大幅な円安によって輸入物価が高騰し、輸入コスト増加分が国内で価格転嫁されたことを主因として物価上昇が発生してきたが<sup>1</sup>、そのうちの円安が国内金先物の価格を大きく押し上げ、もともと金を保有していた国内の家計ではインフレヘッジとして機能したという構図になる。



### (金価格の見通し)

最後に、年末にかけての内外金価格の見通しを考える。

NY金については、まだかなりの上昇余地があると考えられる。まず、ウクライナや中東情勢は終わりが見えないうえ、米大統領選とその後の大統領交代という大きな政治的不透明感が台頭するため、「安全資産としての金需要」は続きそうだ。また、各国の「中央銀行による金購入」は国家戦略に基づく構造的な動きであるため今後も継続するだろう。さらに、9月にはFRBがいよいよ利下げを開始し、以降は3カ月おきに段階的な利下げを継続することが見込まれるため、米金利は低下

<sup>1</sup> 最近では、賃上げに伴う人件費の価格転嫁による物価上昇圧力も強まりつつある。

に向かい、「金利の付かない資産である金」の相対的な魅力を高める方向に作用するはずだ。現段階では、年末時点のNY金先物は2600ドル台半ばと想定している。

次に国内金先物の先行きを考えた場合、上記のようにNY金先物が上昇すれば、国内金にとっても上昇要因となる。一方で、FRBが段階的な利下げに向かうことに加え、日銀が今後も利上げを志向すると見込まれることは、円高ドル安を通じて国内金の重荷となりそうだ。そこで問題となるのは円高進行の度合いとなる。筆者としては、FRBの利下げや日銀の利上げは既にある程度市場で織り込まれているほか、日本の貿易赤字、デジタル赤字、企業・家計による積極的な対外投資といった実需の円売りは未だ健在であることから、均してみれば、さらなる急激な円高ドル安の進行は避けられる可能性が高いと見ている。

従って、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12000円台半ばと予想している。

## 2. 日銀金融政策(7月)

### (日銀) 利上げ決定+国債買入れの減額計画決定

日銀は7月30~31日に開催した金融政策決定会合(以下、MPM)において、政策金利である無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0~0.1%程度から0.25%程度へと引き上げた(賛成7・反対2)。

また、日銀は、前回6月MPMで予告していた通り、長期国債の買入れ減額について具体策を決定のうえ公表した。8月以降、原則として毎四半期4000億円ずつ買入れを減額し、26年1~3月期に3兆円程度と現状比でほぼ半減させる。この間、来年6月のMPMにおいて減額計画の中間評価を行い、必要と判断すれば、適宜修正を加えること、同時に26年4月以降の買入れ方針を検討して結果を公表することとした。さらに、長期金利の急激な上昇への備えとして、国債オペの増額や指値オペ・共通担保資金供給オペの仕組みを存置したほか、「必要な場合には、MPMにおいて減額計画を見直すこともありうる」と明記するなど、計画に柔軟性も持たせている。

声明文では、「政策金利の変更後も、実質金利は大幅なマイナスが続き、緩和的な金融環境は維持されるため、引き続き経済活動をしっかりとサポートしていくと考えている」と現状は依然として緩和的な金融環境であることを指摘するとともに、「現在の実質金利がきわめて低い水準にあることを踏まえると、今回の展望レポートで示した経済・物価の見通しが実現していくとすれば、それに応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えている」と今後の利上げに対して前向きな方針を示した。

なお、声明文とともに公表された展望レポート(四半期に一度公表)では、消費者物価上昇率(除く生鮮食品)の政策委員大勢見通し(中央値)について、政府のエネルギー対策を織り込む形で24年度分を前回4月分からやや下方修正する一方で25年度分を上方修正したが、26年度にかけて概ね2%で推移するとのシナリオを維持した。ただし、物価見通しのリスクバランスについては、24年度と25年度について「上振れリスクの方が大きい」と指摘した(前回は24年度のみ)。

会合後の総裁会見において、植田総裁は今回利上げを決定した背景について、賃上げの広がりや

賃金上昇を販売価格に反映する動きの強まりを指摘したうえで、経済・物価が「これまで展望レポートで示してきた見通しに概ね沿って推移」していることを挙げた。また、これまでの円安もあって、「物価の上振れリスクには注意する必要もある」点も付け加えた。さらに円安の影響については、「消費者物価見通しはほとんど前回と比べて動いていないということですので、物価見通しのところに大きな影響を与えたということではない」一方で、「物価見通しに対して現実が上振れるというリスクとしては、かなり大きなものである」と説明した。

利上げによる景気への影響については、「利上げといっても、(中略)金利の水準あるいは実質金利でみれば、非常に低い水準での少しの調整ですので、景気に大きなマイナスの影響を与えるということではない」との認識を示したほか、「利上げを単体で取れば、(中略)総需要にマイナスの影響がある」ものの、「背景として賃金や物価が上昇しているという中での動きですので、経済・物価がこれを契機に減速するというふうには必ずしもみていない」と述べた。

住宅ローンへの影響については、「金利自体が上がっても元利払い額は5年間据え置かれる(いわゆる5年ルール)というものが多というふうには認識しています。そうしますと、5年間賃金が先に上がっていったら、その後、利払い額が上がることによって負担もかなり大きく軽減される」との認識を示した。

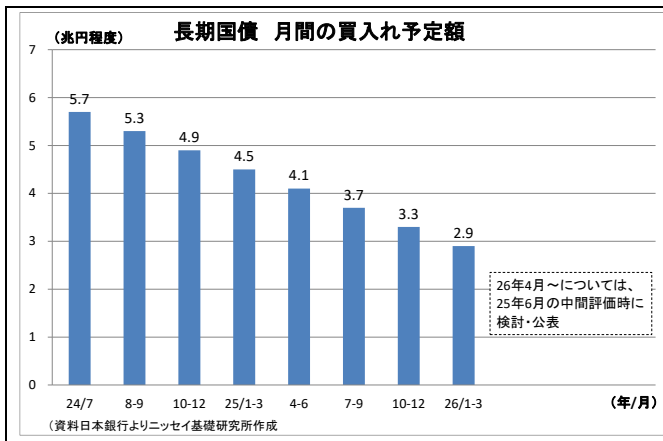
今後の利上げ方針については、声明文同様、「経済・物価の情勢が私どもの見通しに沿って動いていけば、(中略)引き続き金利を上げていく」、「様々な指標を確認しつつ、ある程度まとまって見通し通りであるということが判断できれば、そこで次の判断をしていく」と述べ、過去30年超えたことのない水準である0.5%の壁に対しても、「(壁として)特に意識していない」と否定的な見解を示した。

さらに、年内の追加利上げの可能性については、「ここから先のデータ次第」と前置きしつつも、その可能性を否定しなかったが、「ここまで上げてきた利上げの影響についても確認しつつということに当然なる」と補足した。

中期的な政策金利の到達点に関しては、「中立金利に関して大幅な不確実性があるという点は認識が変わっていない」、「中立金利の傍まで行ったときに、どの辺で利上げをストップするのかという問題は、大きな課題として依然として残っている」と今後の検討課題であることを認めた。一方で、「現状では、その不確実な範囲よりはかなり下にあるという点で、その範囲での調整である」、「以前から申し上げてるような中立金利に関するレンジを前提としますと、まだ暫くそういうところには入ってこない」と付け加えた。

長期国債の買入れ減額に関して、目指すバランスシートの規模については、「国債の保有残高ということでは、約2年後に私どもの試算では、今回の計画によって7~8%程度減少する」、「ただ、これはまだおそらく長期的に望ましい水準よりも高い水準であるというふうには思っている」と述べ、長期的に望ましい水準を徐々に見極めていく方針を示した。

これに関連して、今回示した国債買入れ減額の影響については、「長期金利を下げるという方向での残高効果ないしストック効果が少し減ることになりますけれども、(中略)そこからくる金利上昇圧力は大きなものではない」との認識を示した。



**展望レポート(24年7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
24年度	今回	0.6% ↓	2.5% ↓	1.9%
	前回	0.8% ↓	2.8% ↑	1.9%
25年度	今回	1.0%	2.1% ↑	1.9%
	前回	1.0%	1.9% ↑	1.9%
26年度	今回	1.0%	1.9%	2.1%
	前回	1.0%	1.9%	2.1%

(注) 前回は今年4月、今回は7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

**(受け止めと今後の予想)**

日銀が正常化を志向していること自体は前向きに評価しているが、足元の消費に弱さが目立つ一方、「賃金と物価の好循環」の明確化・持続性を示すデータも未だ十分とは言い難いこと、長期国債買入れ減額との同時決定・開始によって今後想定外に金利が上昇したり不安定化したりするリスクも高まりかねないことを踏まえると、あえて今回利上げまで決める必要があったのか(データをさらに見定めつつ秋の利上げを検討する選択はなかったのか)という点は疑問が残る。9~10月には自民党総裁選や衆院解散総選挙で動きづらくなるリスクを重視した可能性もあるが、日銀が正常化に前のめりになっている印象も否めない。

なお、今回示された長期国債の買入れ減額の内容については、今後2年弱にわたる国債買入れ予定額を詳細かつピンポイントで示すことで予見可能性を担保するとともに、来年6月に中間評価の機会を設けるなど一定の柔軟性(修正の余地)も確保されており、予見可能性と柔軟性のバランスがとれた内容と評価している。

今後については、上述の通り、植田総裁が「今回の利上げは非常に低い水準での少しの調整」であり、「まだしばらくの利上げは(不確実な)中立金利に範囲に入っていない」との認識を示していることを踏まえると、中立金利の議論の影響を受けにくい0.75%~1%程度までは比較的躊躇なく政策金利を引き上げていく可能性が高そうだ。

従って、今後については、データを確認する期間を数カ月取った後、来春闘での高めの賃上げ継続が見通せるようになることも踏まえ、「経済・物価が見通しに沿って推移している」と評価し、今年12月に0.50%程度へ利上げすると見込んでいる。その先は、来年7月に0.75%程度へ利上げすると予想している。

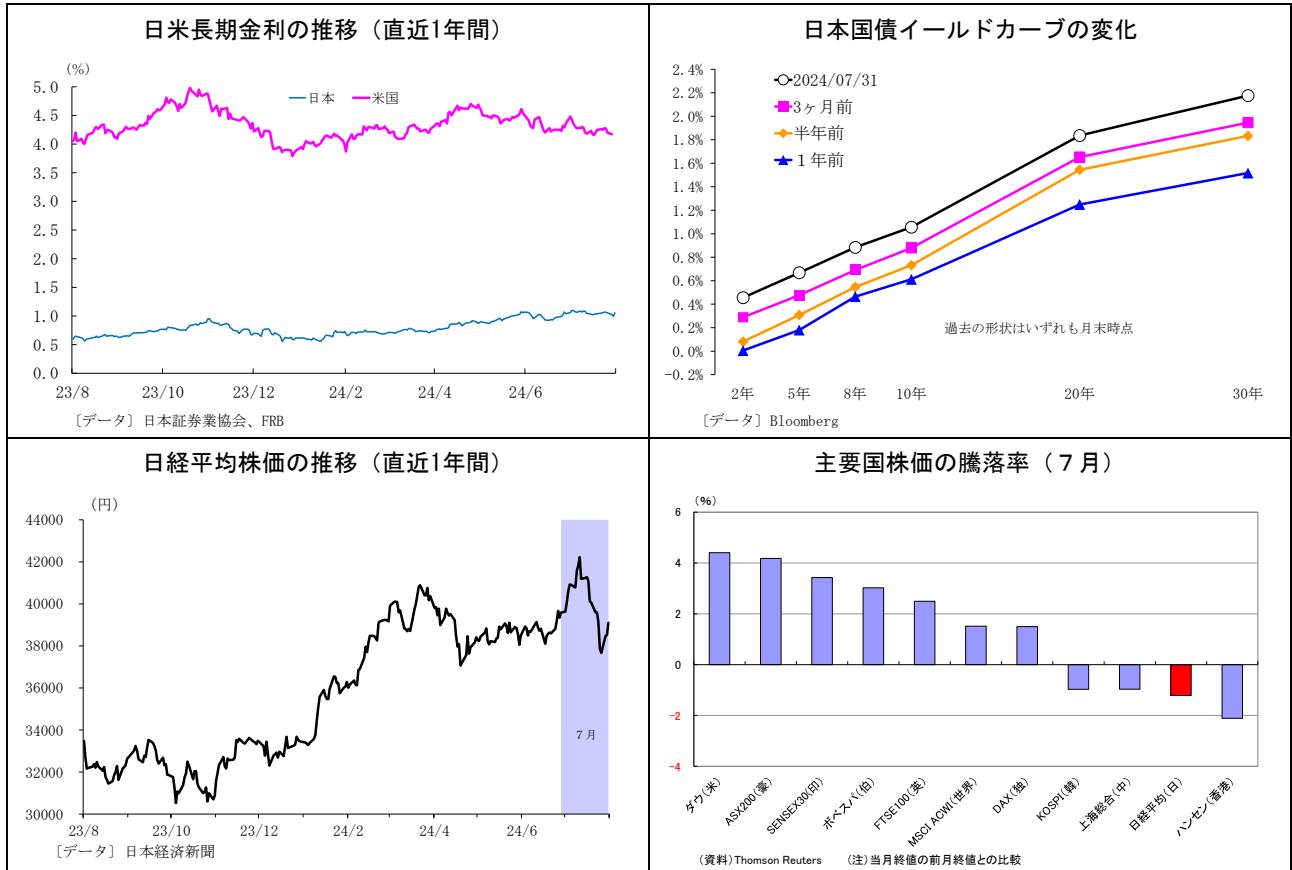
**3. 金融市場(7月)の振り返りと予測表**

**(10年国債利回り)**

**7月の動き(㊦)** 月初1.0%台半ばでスタートし、月末は1.0%台半ばに。

月初、日銀短観を受けた金融政策正常化観測の高まりや米大統領選でインフレ的な政策を掲げるトランプ氏再選への思惑から2日に1.1%に到達。その後も、日銀による大幅な国債買入れ減額への警戒や早期利上げ観測が金利下支えに働いたものの、米経済指標の悪化や物価指標の鈍化を受けた利下げ観測が抑制要因となって徐々に低下し、15日には1.0%台前半に。以降は日本政府・自民

党の要人から日銀の利上げを後押しするような発言が相次ぎ、利上げ観測によってじわりと上昇、24日には1.0%台後半に。月終盤には米物価上昇率鈍化や日銀の利上げ観測後退を受けて一旦1%を割り込んだものの、月末には日銀による利上げ決定（+国債買入れ減額の具体策決定）を受けて1.0%台半ばへ上昇した。



## （ドル円レート）

**7月の動き（ㇿ）** 月初161円台前半でスタートし、月末は152円台半ばに。

月初、大きく開いた日米金利差を背景に37年半ぶりの円安水準となる161円台での推移が継続。その後、米CPIの鈍化や政府による円買い介入とみられる動きを受けて円高が進み、12日以降は158円台に水準を切り下げて推移。その後はトランプ氏によるドル高是正宣言、日本政府・自民党の要人から日銀の利上げを後押しするような発言、バイデン米大統領の大統領選出馬撤回に伴う不透明感を嫌気した円売りの手仕舞いといった円高材料が相次ぎ、円が急伸。25日には153円台に下落。その後は日米中銀の政策決定を控えて様子見地合いとなったが、月末には日銀の利上げ決定を巡る観測報道を受けて円が急伸し、152円台前半に（夕刻には150円台に）。

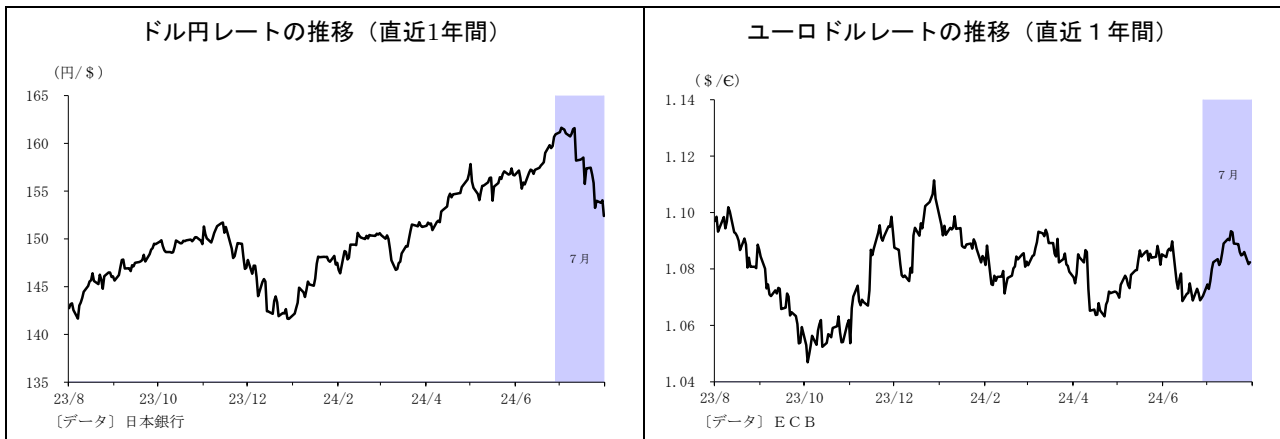
## （ユーロドルレート）

**7月の動き（ㇿ）** 月初1.07ドル台半ばでスタートし、月末は1.08ドル台前半に。

月初、1.07ドル台で推移した後、米経済指標の悪化を受けて、4日に1.08ドル台に上昇。その後も米CPIの鈍化を受けた米利下げ観測によって上昇し、15日には1.09ドル台に到達した。しばらく1.09ドル台でユーロが底堅く推移したが、持ち高調整的なユーロ売りが入り、19日には1.08ドル台に下落（なお、18日のECB理事会では予想通り据え置き、先行きの政策に対する強い示唆も無く、ほぼ無風通過となった）。月末にかけても米欧の利下げを巡る思惑が交錯し、1.08ドル台で



の推移が継続した。



金利・為替予測表 (2024年8月2日現在)

		2024年			2025年		
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		<b>実績</b>	<b>予想</b>				
日本	コールレート (誘導目標・期末)	0.10	0.25	0.50	0.50	0.50	0.75
	10年金利 (平均)	0.9	1.0	1.2	1.2	1.3	1.4
米国	FFレート (期末)	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25
	10年金利 (平均)	4.4	4.1	4.0	4.0	3.8	3.6
ユーロ圏	預金ファシリティ金利 (期末)	3.75	3.50	3.25	3.00	2.75	2.75
	10年金利 (独、平均)	2.5	2.3	2.2	2.1	2.1	2.0
ドル円	(平均)	156	153	148	146	143	141
ユーロドル	(平均)	1.08	1.08	1.09	1.09	1.10	1.11
ユーロ円	(平均)	168	166	161	159	157	157

(注) コールレートは無担保・翌日物の誘導目標 (レンジの場合は上限値)

(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。