

Weekly
エコノミスト・
レター金価格は史上最高値を更新、
まだ上昇余地はあるか？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. NY 金先物価格は1月から上昇基調となり、直近では今月5日に過去最高値を更新した。昨年秋から今年年初までは「先行き不透明感の高まり」、「インフレ懸念の高まり」という上昇圧力と、「米金利上昇」、「ドル高」という下落圧力が交錯して方向感を欠いていた。しかし、1月に入ると、トランプ政権が発足し、関税引き上げなど大胆な政策の実現に動き出したことを受けて先行きの不透明感が一段と増し、安全資産としての金需要がさらに高まったことが最高値更新の原動力になったと考えられる。
2. また、円建てである国内金先物価格も上昇基調を辿っており、今月5日に過去最高値を更新した。円相場が一旦円安ドル高に振れたうえ、NY 金先物が上昇したことが追い風となった。より長い期間で見た場合、国内金の上昇は鮮明になる。2024 年年初以降、国内金は 49.8% も上昇しており、日米株価の上昇率を大きく上回る。つまり、インフレ状態が続くなかで、国内金先物はそのインフレヘッジ機能を存分に発揮してきたと言える。
3. NY 金先物は今後も上昇基調を辿ると見ている。トランプ政権の動向やその影響を巡って先行き不透明感が強い状況が続くことで安全資産としての金需要が続くうえ、関税引き上げの影響等によって米国でインフレ懸念が高まると見込まれるためだ。トランプ政権が各国に対して強硬姿勢を取ることで、外貨準備内のドル凍結リスクを危惧した各国中央銀行によるドルから金へのシフトも継続するだろう。1 トロイオンス 3000 ドルの節目突破も時間の問題と見られ、年末には 3000 ドル強で着地すると予想している。
4. 国内金先物については、日銀の利上げに伴う円高ドル安が圧迫材料となると見込まれるが、既述の NY 金上昇の影響を打ち消すほど円高は進まないと見ている。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 14000 円台後半と予想している。

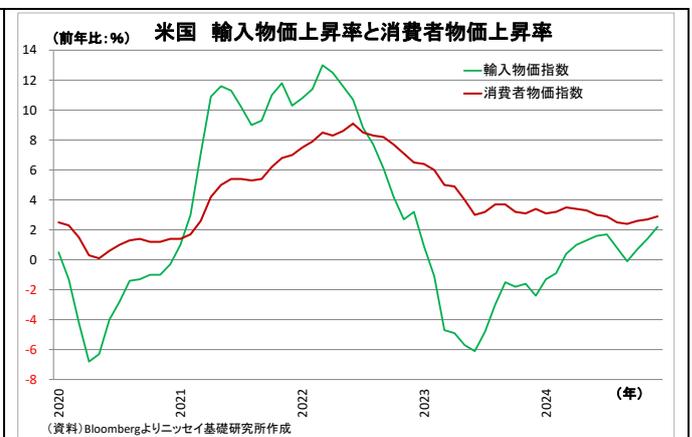
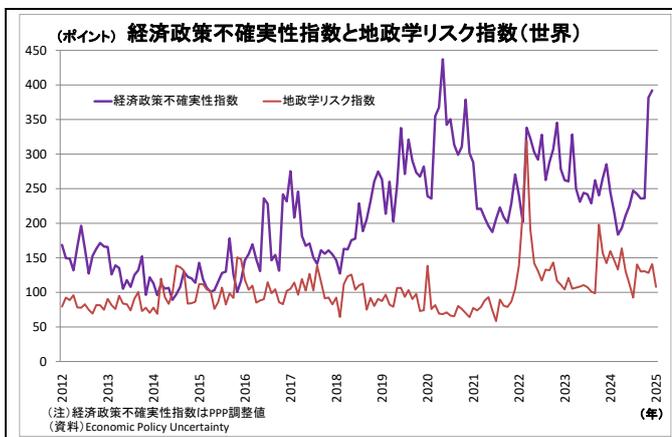


1. トピック： 金価格は史上最高値を更新、まだ上昇余地はあるか？

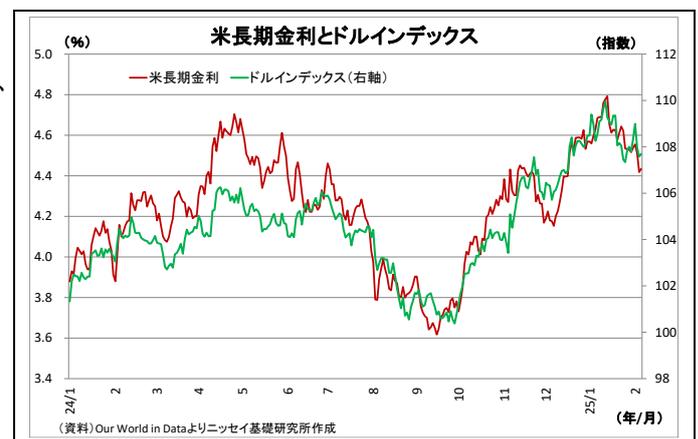
(NY 金は過去最高値を更新)

金 (Gold) 価格が最高値を更新している。国際的な中心指標である NY 金先物価格 (中心限月・終値ベース) は、昨年 10 月以降に一進一退の時間帯が続いていたものの、1 月からは上昇基調となり、今月 5 日には 1 トロイオンス 2893.0 ドルと過去最高値を更新した (表紙図表参照)。

そして、最高値更新の最大の原動力となったのは先行き不透明感の高まりだ。昨年 11 月の米大統領選で大胆な政策を掲げるトランプ氏が勝利し、米国ならびに世界全体の政治・経済を巡って先行き不透明感が高まったことで、安全資産としての金需要が高まった。また、同氏が掲げる関税引き上げ、大規模な減税や規制緩和、不法移民の強制送還といった看板政策は、それぞれ輸入物価の押し上げ、需要喚起、人手不足というインフレ促進的な要素を内包するため、米国におけるインフレ再燃懸念を通じて、インフレヘッジ資産である金の買いが促された面もあるだろう。



一方で、インフレ再燃懸念は、同時に FRB の利下げ観測の後退を通じて米金利の上昇をもたらし、「保有しても金利の付かない金」の投資対象としての相対的な魅力を低下させた。また、金利上昇によって投資妙味を増したドルが多くの通貨に対して上昇し、(ドルを自国通貨としない投資家から見た) NY 金価格の割高感が高まったことも NY 金価格の重石となった。



昨年秋から今年年初までは「先行き不透明感の高まり」、「インフレ懸念の高まり」という上昇圧力と、「米金利上昇」、「ドル高」という下落圧力が交錯したことで NY 金は方向感を欠く展開となっていた。しかし、1 月に入ってから、トランプ政権の発足が迫り、発足直後にはバイデン前政権の方針を覆す各種大統領に署名、さらに今月 1 日にはメキシコ・カナダ・中国に対する関税引き上げの大統領令に署名¹するなど、トランプ政権の大胆な政策が実現に動き出した。これを受けて先行きの不透明感が一段と増し、安全資産としての金需要がさらに高まったことが NY 金の強い追い風となり、過去最高値を更新することになったと考

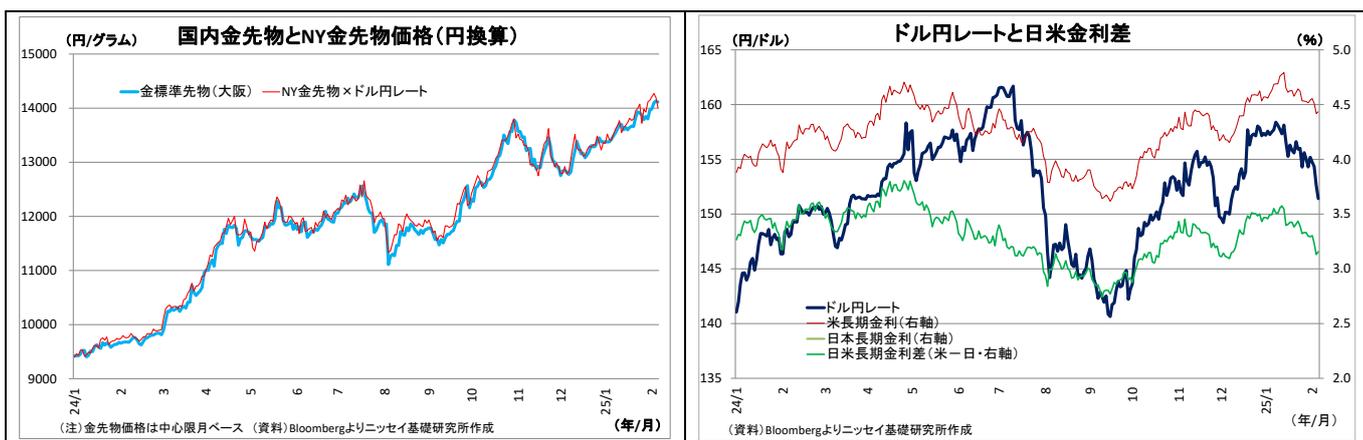
¹ このうち、メキシコ・カナダに対する関税引き上げは 2 月 4 日に 1 か月先送りされた。

えられる。

(国内金の上昇ペースは株価より大)

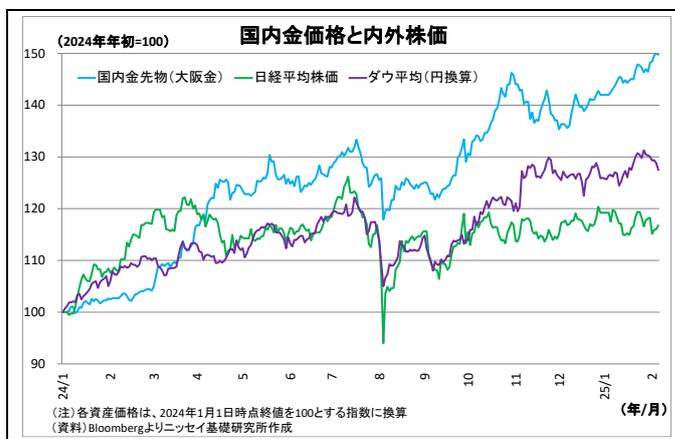
また、円建てである国内金先物価格（大阪金先物・中心限月・終値）も昨年12月から上昇基調を辿っており、今月5日には1グラム14134円と過去最高値を更新した。

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²。昨年12月以降、好調な米経済動向や関税引き上げ等による米国のインフレ懸念・米利下げ観測の後退を受けて円相場が一旦円安ドル高に振れたうえ、既述の通り、1月以降にNY金先物が上昇したことが国内金先物の追い風となった。



なお、より長い期間で見た場合には、国内金先物の上昇はより鮮明になる。起点をどこに置くかにもよるが、2024年年初を100とした場合、直近6日時点の国内金先物は149.8と49.8%も上昇している。この間、内外の株価も上昇しているが、国内金先物の上昇率は、同じ期間の日経平均株価の上昇率(16.7%)や米ダウ平均株価の上昇率(円換算後・27.5%)を大きく上回っている。

つまり、昨年2024年も消費者物価上昇率(総合)が前年比2.7%上昇するなどインフレ状態が続くなかで、国内金先物はそのインフレヘッジ機能を存分に発揮してきたと言える。



(2025年の金相場見通し)

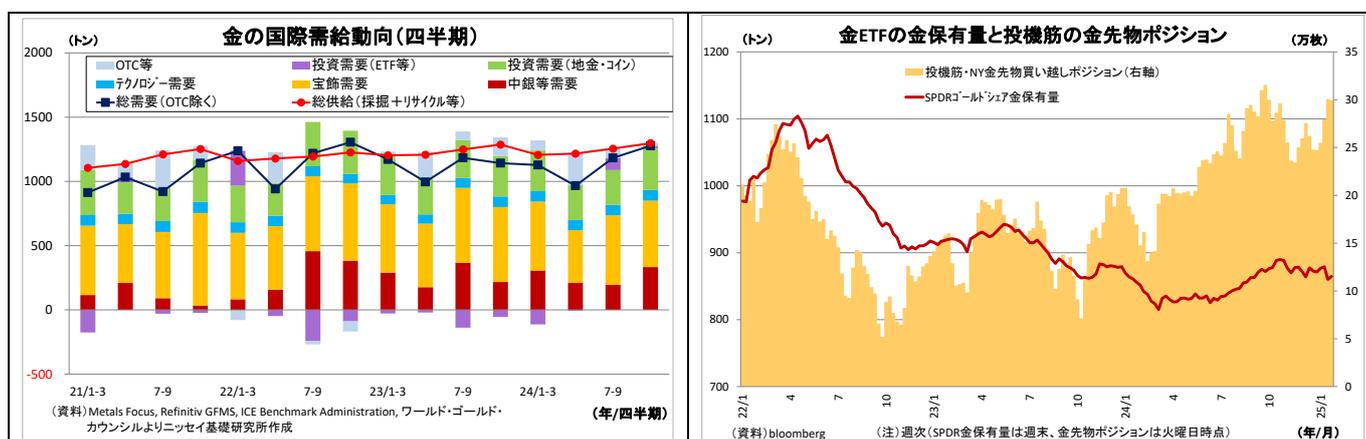
次に、今後の内外金価格について見通しを考えると、まず、NY金先物は上昇基調を辿ると見ている。トランプ政権は発足して3週間足らずだが、既に関税引き上げを実行しており、今後も引き上げを実施する可能性が高い。とりわけ最大のライバルと見做す中国との間では貿易摩擦が激化する可能性が高いだろう。また、トランプ大統領は、米国によるグリーンランドの購入やガザの所有、パナマ運河の奪還など従来にも増して唐突な発言が目立っており、先行きの不透明感が強い状況が

² 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、両者の価格に乖離が発生した場合には、裁定取引によって乖離が是正される。

続くことで、「安全資産としての金需要」も続きそうだ。関税引き上げや移民の送還を受けて、米国のインフレ懸念が煽ることで、インフレヘッジの金需要も見込まれる。さらに、米政権が各国に対して強硬な姿勢を取ることで、各国中央銀行では外貨準備内のドルが制裁によって凍結されるリスクも意識されそうだ。このため、2022年の欧米によるロシア外貨準備の凍結を受けて加速した「中央銀行による外貨準備におけるドルから金へのシフト」の流れも継続するだろう。

一方で、関税引き上げや不法移民の送還に伴って米国でインフレ圧力が高まることは、FRBの利下げ停止を通じてNY金先物の重石になる。FRBは年央にも利下げを一旦停止せざるを得なくなるだろう。また、直近では金価格上昇を見越した投機筋による金買い越しが過去の上限（30万枚前後）レベルに積み上がっているため、今後は利益確定売りが相場の重荷になると考えられる。

従って、米利下げ停止や投機筋の利益確定売りに押される場面も想定され、一本調子とはいかないものの、先行き不透明感やインフレ懸念、中銀の買いが追い風になり、NY金先物はトレンドとして上昇すると見ている。1トロイオンス3000ドルの節目突破も時間の問題と見られ、年末には3000ドル強で着地すると予想している。



次に国内金先物の先行きを考えると、上記のようにNY金先物が増加すれば、国内金にとっても上昇要因となる。一方で、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圧迫材料となると考えられる。そこで問題となるのは円高の進行度合いだ。既述の通り、日銀の利上げ姿勢によって方向感としては円高になるものの、FRBの利下げが年央に停止されると見込まれることや構造的な円売り材料（日本の貿易赤字・デジタル赤字・企業と家計による積極的な対外投資）を踏まえると円高ドル安の進行は小幅に留まる可能性が高い。

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14000円台後半と予想している。

ちなみに、前回、第1次トランプ政権下でも金価格は上昇していた。トランプ氏が2016年大統領選で勝利する直前にあたる同年11月7日から、コロナ過に入る前にあたる2019年末にかけての期間で見ると、NY金先物が19.0%の上昇、国内金先物が23.2%の上昇となっている。もともと、トランプ大統領の言動は予測困難であり、世界経済の下振れリスクになりかねない関税引き上げを政策の軸に置く特徴があることから、内外経済を巡る先行き不透明感が高まりやすく、金価格にとっては押し上げ要因になりやすいことが背景にあると考えられる。

2. 日銀金融政策(1月)

(日銀) 利上げ(0.25%→0.5%)を決定

日銀は1月23日～24日に開催したMPMにおいて、政策金利の引き上げを決定し、無担保コールレート(オーバーナイト物)の誘導目標をこれまでの0.25%程度から0.5%程度へと変更した(賛成8・反対1)。中村委員は、「次回のMPMにおいて法人企業統計等で企業の稼ぐ力が高まったことを確認したうえで、変更を判断すべきである」として反対票を投じた。

また、併せて、貸出増加支援資金供給について、予定通り今年6月末をもって新規貸付けを終了する旨も決定している(年内は、満期到来額の半分を上限として、期間1年の借り換えを認める)。

声明文では、足元の経済・物価動向について、「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おり、先行き、見通しが実現していく確度は高まってきている」と前向きに評価。今後の政策運営については、従来同様、「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、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」との方針が示された。

声明文と同時に公表された展望レポートでは、2026年度にかけての物価上昇率が総じて上方修正された。とりわけ、2025年度のコアCPI(除く生鮮食品)は前回10月時点の前年比1.9%から同2.4%へと大幅に引き上げられた。

会合後の植田総裁会見では、今回利上げを決定した理由について、①経済・物価が、これまで示してきた見通しに概ね沿って推移しており、先行き見通し実現していく確度が高まってきていると判断したこと、②今春闘でしっかりと賃上げの実施が見込まれると判断したこと、③米国経済がしっかりとおり、トランプ大統領就任後も国際金融資本市場が全体として落ち着いていると判断したこと、④円安等に伴って輸入物価が上振れていること、を列挙した。

総裁は、今回の利上げの影響について、「実質金利は(中略)大幅なマイナスが続く」としたうえで、「緩和的な金融環境が維持され、引き続き経済活動をしっかりとサポートしていく」との見解を示した。

今後の利上げペースについては、「今後の経済・物価・金融情勢次第であって、予断は持っていない」、「今回の利上げの影響はどういうふうに出てくるかということも確かめつつ、今後の進め方を決めていきたい」と発言。政策の自由度を確保するためとみられるが、殆ど手がかりを与えなかった。

2025年度の物価上昇率の大幅な上方修正については、コストプッシュ的な原因によるものであるため、「今年の半ばくらいまでの上方修正で、その後は落ち着いてくる」との見通しを示した。そのうえで、「基調的な物価上昇率については、見通しに沿って緩やかに上昇し続けているという範囲にとどまっている」、「深刻なビハインド・ザ・カーブ現象(中略)というふうには今のところみえていない」との認識を示した。

不透明感の強いトランプ政権の関税政策の影響に関しては、「現状では(中略)具体的にこうなりそうだということを申し上げられる段階ではない」と、「ある程度固まり次第、私どもの見通しにもなるべくきちんと反映させ、それに応じて政策運営にも生かしていきたい」と述べた。

先行きの利上げのペースや幅に大きな影響を与える中立金利に関しては、「これまで日本銀行の分析の例としてお示ししたものは、名目では例えば1%から2.5%くらいの間分布しているので、0.5%という金利水準はまだ距離がある」と具体的な数字を交えつつ説明した。

これに関連して、「政策金利0.75%を壁として意識しているか」との問いに対して、総裁は「ある数字を壁として意識しているということはない」としたうえで、「何かの壁、あるいは中立金利にもものすごい近づいてくる、あるいは若干上回るというようなことになれば、何らかの反応が経済の方で起こってくる」ため、「出始めくらいの段階でつかみたい」、「そういう手探りの前進を続けたい」との考えを示した。

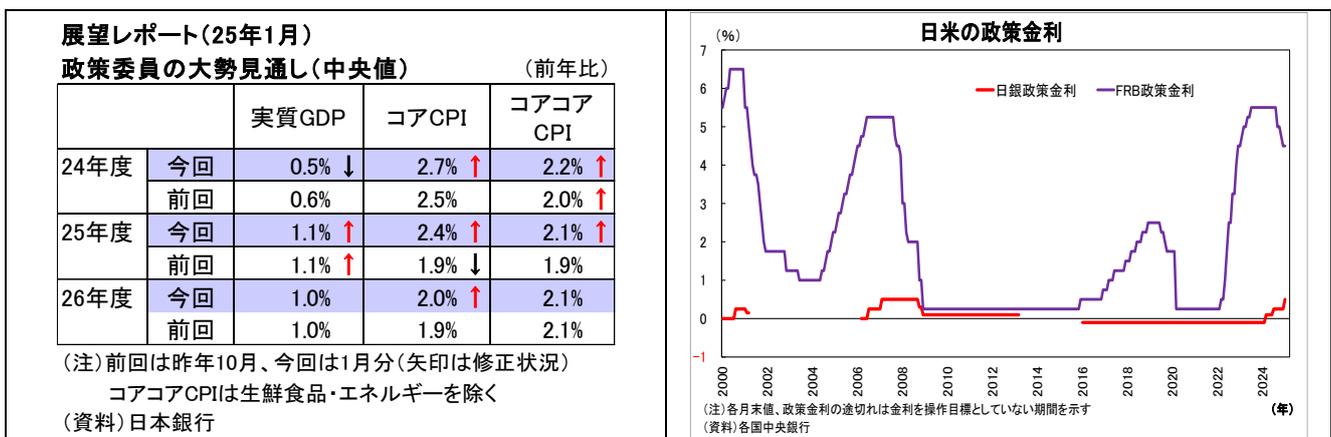
(受け止めと今後の予想)

1月の利上げ決定と会見で語られた利上げの理由については概ね想定通り。今春闘での高めの賃上げ実現が見込めることや、ここで利上げを見送った場合には過度な円安が進みかねなかったことを踏まえると、合理的な判断であったと受け止めている。

先行きについては、植田総裁が「中立金利までは相応の距離がある」と述べていることから、日銀として1.0%以上の水準に向けて、複数回の利上げを志向している印象を受けた。総裁会見では、次回利上げに踏み切る条件や利上げペースに関する手ごかりは少なかったが、既往の利上げの影響を確認しつつ、当面は約半年に1度のペースで緩やかに利上げしていくと見ている。

従って、次回利上げは7月MPMを想定している。この時期になれば、参院選が終わり、今春闘での高めの賃上げが統計の数字でもある程度確認できるようになるほか、Fedの利下げ停止を受けて円安懸念が高まっている可能性もあり、追加利上げのハードルが下がると見込まれるためだ。

ただし、それより前の時点で円安が大きく進めば、利上げの時期が前倒しになり得る。次回3月はさすがに急すぎるため、最短で4月が想定される。逆に、米政権の関税引き上げ等による内外経済への悪影響に対する懸念が高まったり、参院選を受けて日本の政局が大きく混乱したりすれば、利上げ時期が7月から先送りになる可能性が高まる。

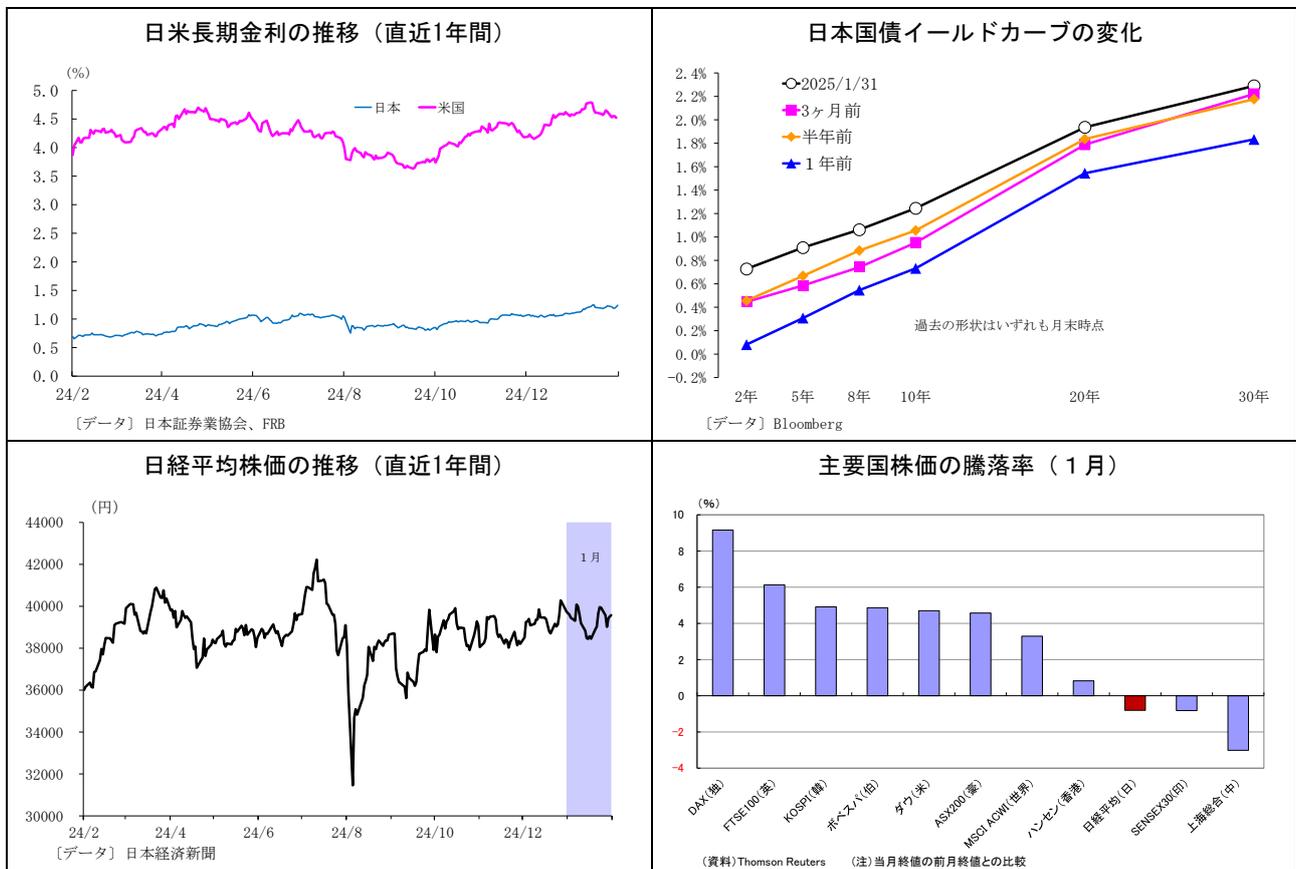


3. 金融市場（1月）の振り返りと予測表

（10年国債利回り）

1月の動き（㉗） 月初1.1%台前半でスタートし、月末は1.2%台半ばに。

月初、好調な米経済指標やトランプ政権による関税引き上げの思惑を受けた米金利上昇が波及し、10日に1.2%に上昇。中旬には正副総裁発言や観測報道による日銀の1月利上げ観測の高まりも相まって、15日には1.25%に到達した。その後は米コアCPIの予想割れや強めの国債入札、FRB高官の利下げに前向きな発言などを受けて、20日に一旦1.2%を割り込んだが、日銀の利上げ観測やトランプ米大統領による中国等に対する追加関税検討言及を受けて持ち直し、23日には1.2%台前半に戻った。日銀の利上げ決定に対する反応は限られ、月終盤には1.2%を挟む展開となったが、月末にはトランプ政権が2月よりカナダ・メキシコに対して関税を課す方針が伝わり、1.2%台半ばへ上昇して終了した。



（ドル円レート）

1月の動き（㉘） 月初157円台後半でスタートし、月末は154円台前半に。

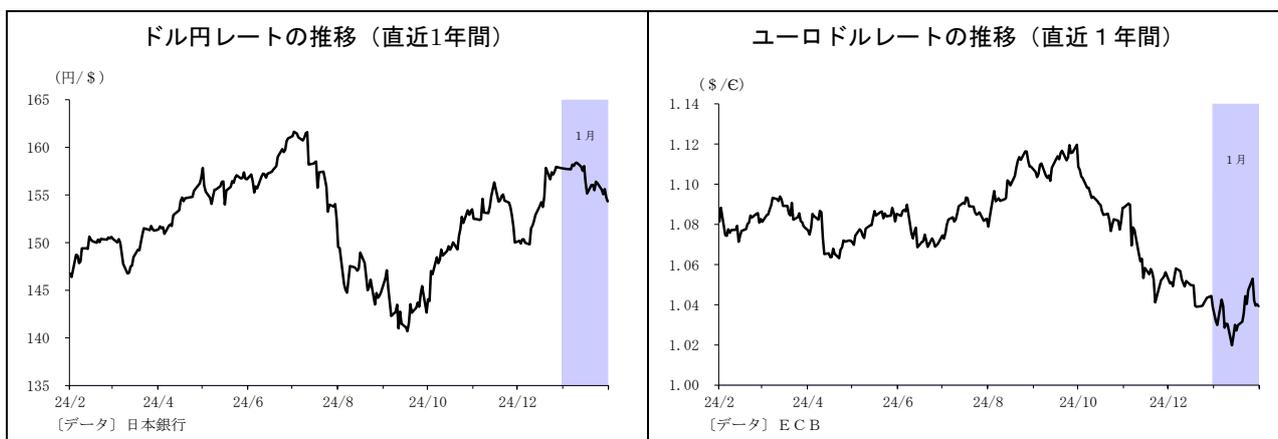
月初、良好な米経済指標を受けて、7日に158円台前半へ上昇。さらに、トランプ政権の関税引き上げによる米インフレ再燃観測やFRB高官による利下げに消極的な発言を受けて米金利が上昇し、10日には158円台半ばに到達した。一方、その後は正副総裁発言による日銀の1月利上げ観測や、FRB高官の利下げに前向きな発言などを受けて円が買われ、17日には155円台前半に下落。下旬にはトランプ大統領による関税引き上げを巡る言動（就任初日の関税発動を回避も中国などへの2月からの関税引き上げ検討に言及）や中国発・低コスト生成AIの影響を巡って思惑が振れ、一進一退の推移に。月の終盤には、トランプ政権が2月よりカナダ・メキシコに対して関税を課す方針が

伝わり、リスクオフの円買いが優勢となったことで、月末は154円台前半に下落した。

(ユーロドルレート)

1月の動き (ア) 月初1.03ドル台前半でスタートし、月末は1.03ドル台後半に。

月初、ユーロ圏の経済指標改善を受けて一旦上昇した後、良好な米経済指標や独経済指標の悪化、トランプ政権による関税引き上げ懸念を受けて下落し、8日には1.03ドルを割り込んだ。その後はしばらく1.02ドル台～1.03ドル付近での一進一退が続いたが、トランプ大統領による就任初日の関税引き上げが回避されたことでユーロに買戻しが入ったほか、ユーロ圏の景況感改善もあって、27日には1.05ドル台前半まで持ち直した。月の終盤には、トランプ政権による追加関税観測からリスクオフのユーロ売りが発生し、月末は1.03ドル台後半に下落して終了した。



金利・為替予測表 (2025年2月7日現在)

		2024年	2025年				2026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)	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00
	10年金利 (平均)	1.0	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4
米国	FFレート (期末)	4.50	4.50	4.25	4.25	4.25	4.25
	10年金利 (平均)	4.3	4.5	4.4	4.4	4.4	4.3
ユーロ圏	中銀預金金利 (期末)	3.00	2.50	2.25	2.00	2.00	2.00
	10年金利 (独、平均)	2.3	2.4	2.2	2.1	2.1	2.1
ドル円	(平均)	152	154	153	153	150	149
ユーロドル	(平均)	1.07	1.04	1.03	1.05	1.06	1.06
ユーロ円	(平均)	163	160	158	161	159	158

(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を記載

(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。