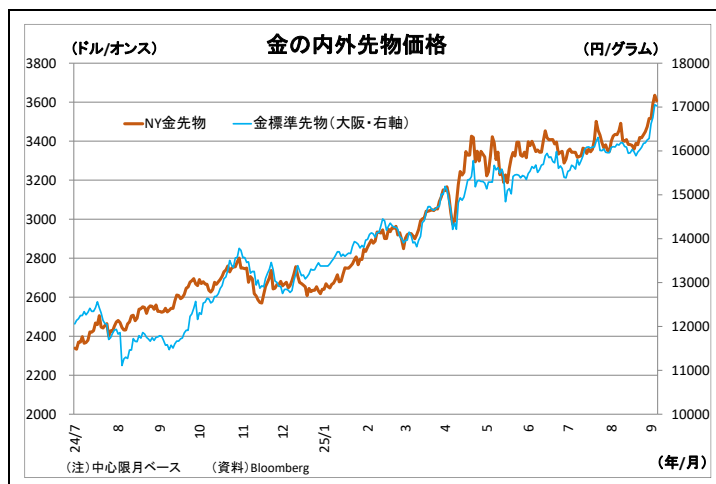


Weekly
エコノミスト・
レター金 (Gold) の強気相場は続くか
～3600 ドル到達後の NY 金見通し経済研究部 主席エコノミスト 上野 剛志
(03) 3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. 4月以降、上値の重い展開が続いていた NY 金先物価格は、8月下旬から再び上昇の勢いを取り戻した。早いペースでの上昇が続いた結果、今月3日には初の1トロイオンス 3600ドル台を付け、過去最高値を更新している。
2. そして、NY 金が8月下旬から再び上昇の勢いを取り戻した主な要因としては、①米雇用統計の大幅な下振れやパウエル議長講演等を受けた「FRBによる9月利下げ観測の高まり」と、②トランプ政権が理事の解任発表などFRBに対して影響力を行使するための具体的な行動に踏み出したことを受けた「FRBの独立性に対する懸念の高まり」が挙げられる。また、副因として、主要国の財政懸念が意識されやすくなっていることもNY金の上昇をサポートしたとみられる。
3. 今後半年程度のNY金の見通しを考えると、今後も多くの上昇要因が見込まれ、さらに上昇に向かう可能性が高いと見ている。上昇を促す要因としては、①関税の影響や予測困難なトランプ政権の動きに起因する「先行きの不確実性の高さ」、②FRBによる「段階的な利下げ」の継続、③トランプ政権の影響力が強まることによる「FRBの独立性のさらなる揺らぎ」、④トランプ政権によるドル準備の凍結リスク・価値毀損リスクを警戒した各国中央銀行による金購入継続が挙げられる。一方、NY金の下落に繋がる要因については特段想定されないものの、年初来の価格上昇率が既に4割近くに達しているだけに、市場における高値への警戒感が一定程度、価格の抑制に働くと見込まれる。NY金の今後半年間のレンジは1トロイオンス 3400ドル～3900ドル弱、半年後の価格は3700ドル強と予想している。



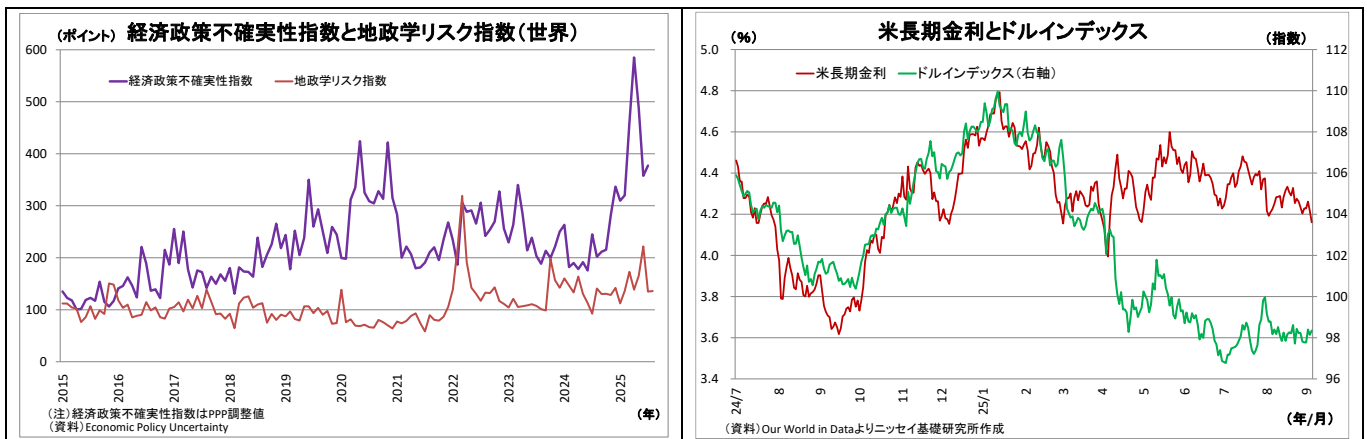
1. トピック：金 (Gold) の強気相場は続くか

先月 19 日に 1 トロイオンス 3358.7 ドルで推移していた NY 金先物価格（中心限月・終値）は、その後急速に上昇して過去最高値を更新し、今月 3 日には初の 3600 ドル台を付けた。直近 4 日時点でも 3606.7 ドルと高止まりしている。また、この間に国内の金価格も NY 金に連動する形で過去最高値を更新し、直近 4 日時点でも 1 グラム 17027 円と最高値圏にある。

（8 月半ばまでは上値の重い展開に）

この動きの解釈のために、まず、今年に入ってから NY 金の動きを振り返っておくと、年初から 4 月中旬にかけては 2600 ドル台から 3400 ドル台へと大幅に上昇した。米トランプ政権による関税引き上げ方針を受けて、米国をはじめとする世界経済の先行き不透明感や景気減速懸念が高まり、安全資産としての金需要が喚起されたためだ。また、米長期金利の低下による金の相対的な魅力向上¹、ドル安進行による割安感の台頭²も価格上昇に寄与した。

しかし、4 月下旬以降は上値が重くなり、8 月中旬にかけて概ね 3200 ドル～3500 ドルをレンジとする一進一退の展開が継続した。この間には米国と主要国との間で関税を巡る協議が漸進し、7 月末に相互関税の新しい税率が公表された。経済政策不確実性指数が 4 月をピークとして低下に転じたことが示すように、この動きを受けて世界経済の先行き不透明感は緩和した。また、米国の景気が堅調に推移したこともあって、米経済に対する過度の減速懸念も和らぎ、米金利やドルインデックスが下げ渋るようになった。NY 金にとっては、これらの一連の動きが上昇の原動力を弱める形となり、上値の重い展開が続くことになった。



（NY 金の上昇が再開した理由）

このように、数カ月にはわたって上値の重い展開が続いていた NY 金が、8 月下旬から再び上昇の勢いを取り戻した理由としては、主に 2 つの変化が挙げられる。

一つは「FRB による 9 月利下げ観測の高まり」だ。8 月 1 日に公表された 7 月の米雇用統計では雇用者数が予想を下回ったうえ、過去分が大幅に下方修正された。これにより、FRB が利下げ見送りの根拠としていた「米雇用情勢は堅調」という前提が大きく揺らいだ。さらに、8 月 22 日のジャ

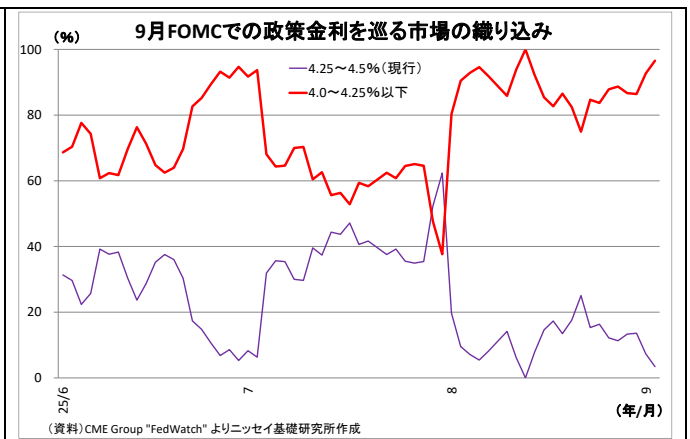
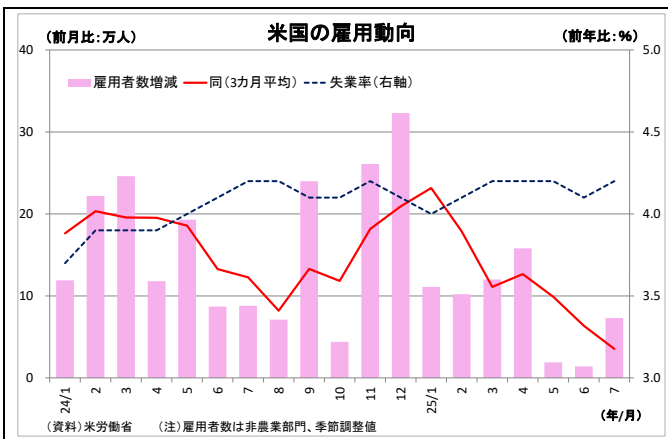
¹ 金は保有しても利息が得られないため。

² NY 金はドル建て表記のため、ドル安が進む場合にはドルを自国通貨としない投資家にとっての割安感が強まる。

クソンホール会合で、パウエルFRB議長が雇用の下振れリスクを強調して9月利下げの可能性を示唆したことで、市場参加者は9月の利下げをほぼ確実視するようになった。利息を生まない金にとって、利下げは相対的な魅力を高める要因となる。

そして、もう一つの主な変化は「FRBの独立性に対する懸念の高まり」だ。8月1日にFRBのクグラー理事が突如辞任の意向を表明し、7日にはトランプ大統領が自らの側近であるミラン氏を後任に指名した。さらに、トランプ大統領は同月下旬に、過去の住宅ローン申請を巡ってFRBのクック理事を批判し始め、25日には理事職からの解任を発表した（クック氏側は解任の無効を求めて提訴）。トランプ大統領は就任以降、パウエル議長に対して利下げを強く要求したり、解任を匂わせたりしてきたが、8月以降はFRBに対して影響力を行使するための具体的な行動に踏み出したことでFRBの独立性に対する市場の懸念が一段と強まった。

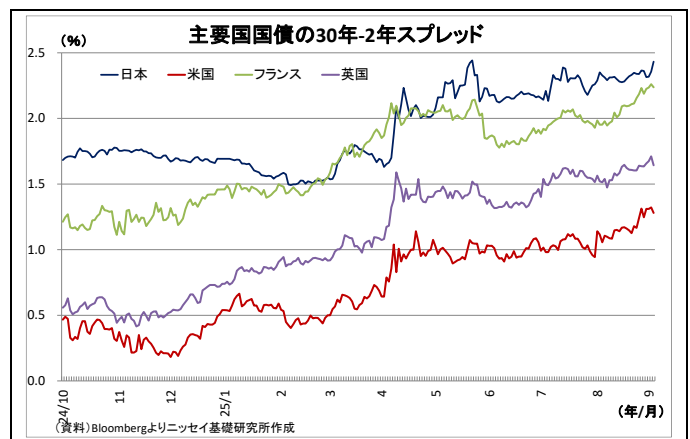
FRBの独立性に対する懸念は、将来のインフレ加速懸念を通じてインフレヘッジ資産としての金需要を高めるとともに、ドルの価値毀損に対する懸念を通じてNY金の支援材料になった。



また、副因として、主要国の財政懸念が意識されやすくなっていることもNY金の上昇をサポートしたとみられる。

主要国について、財政懸念を反映しやすい30年国債利回りと2年国債利回りの差（スプレッド）の動きを見ると、特に欧米国債について、8月に入ってからの上昇基調が顕著になっている。

主要国での財政懸念の高まりは、国の信用力に左右されない無国籍な金融資産である金の魅力を高める。



（先行きはさらに上昇へ）

次に目線を先に転じて、今後半年程度のNY金の見通しを考えると、今後も多くの上昇要因が見込まれ、さらに上昇に向かう可能性が高いと見ている。

NY金の上昇を促す要因としては、まず先行きの不確実性の高さが挙げられる。トランプ政権による関税引き上げの動きはひと段落したものの、その影響が出てくるのはむしろこれからと見られる

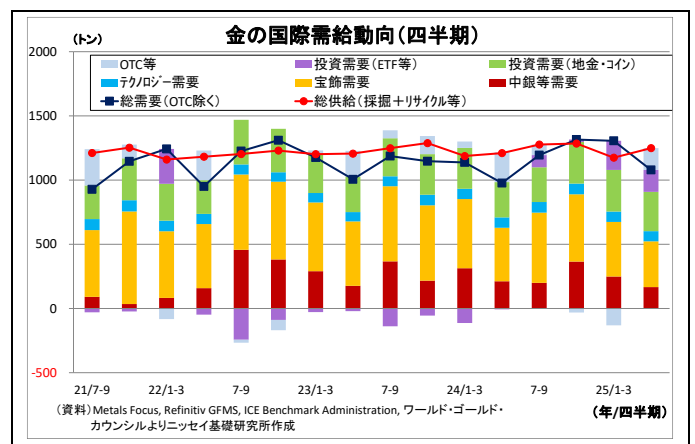
ため、米国を中心に景気減速懸念が熾りやすい。また、トランプ政権の動きは今後も予測困難であり、関税が再び引き上げられる懸念も含めて先行きの不透明感は強い。こうした点は安全資産としての金の需要を支えるだろう。

次に、FRBの利下げもNY金の追い風になる。FRBは雇用の鈍化や下振れリスクの高まりなどを背景に9月に利下げを開始し、来年6月にかけて四半期に一度のペースで利下げを継続すると予想される。既述の通り、FRBの利下げは、保有しても利息の付かない金の魅力を高める。利下げによってドルが下落に向かうことも、割安感を通じてNY金の押し上げに寄与しそうだ。

また、FRBにおいてトランプ大統領の影響力が高まり、独立性がさらに揺らぐことも金への資金流入を促すだろう。もうじき、既述のミラン氏が理事に就任することで、FRB外部からだけでなく内部からも政権の圧力が及ぶことになる。

さらに、各国中央銀行による外貨準備における金購入も高い水準での継続が見込まれる。トランプ政権による諸外国に対する強硬姿勢が、各国のドル準備が凍結されるリスクを意識させるためだ。また、トランプ政権によるFRBへの圧力が、「ドル準備の価値を毀損させかねない」との懸念を台頭させる可能性も高い。

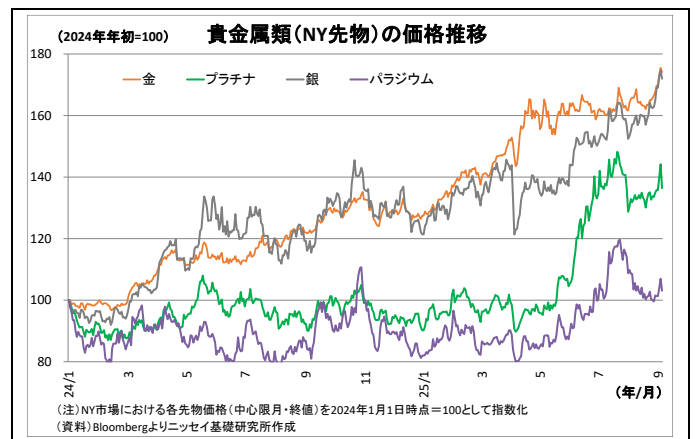
こうした要因から、今後とも米国と関係が良好でない国の中央銀行を中心にして、外貨準備を守る目的での「ドル資産から金へのシフト」が漸次進められると考えられる。



他方、NY金の下落に繋がる要因については特段想定されないものの、市場の高値警戒感が一定程度、価格の抑制に働くと見込まれる。

NY金の年初来の上昇率が既に4割近くに達していることもあり、さらに上昇すれば、高値警戒感が強まり、一部投資家による金購入の回避や利益確定売りを誘発しやすくなりそうだ。

現に、NY金が春に3200ドルを突破した辺りから、プラチナ、銀、パラジウムといった金以外の貴金属類のNY先物価格が軒並み急上昇を見せた。一部投資家の資金が、急上昇して高値警戒感の熾る金を敬遠し、金に対して割安感の強まった他の貴金属に流れたためと推測される。



以上を踏まえ、NY金の今後半年間のレンジは1トロイオンス 3400ドル～3900ドル弱、半年後の価格は3700ドル強と予想している。

2. 日銀金融政策（8月）

（日銀）現状維持（開催なし）

8月はもともと金融政策決定会合（MPM）が予定されていない月であったため会合は開催されず、金融政策は現状維持となった。次回会合は、今月18～19日に開催される予定となっている。

なお、8月8日には7月末に開催された前回MPMにおける「主な意見」が公表された。

日米間の関税合意については、「大変大きな前進であり、日本経済にとって不確実性の低下につながる。前回の展望レポートのメインシナリオを書き換えるものではないが、これが実現する確度は高まった」と前向きな評価があった一方で、「これまで発生してきた駆け込み輸出の影響が今後剥落し、さらに関税の負の影響が出てくる局面に入りつつあることに注意が必要である」と慎重な見方もあった。物価に関しては、物価の上振れリスクへの言及が目立った。

今後の金融政策運営については、「通商政策やその影響を巡る不透明性は引き続き大きい。今は、現在の金利水準で緩和的な金融環境を維持し、経済をしっかりと支えるべきである」、「もう少しデータを得たうえで政策判断すべきである」などと慎重に様子見することを主張する声があった一方、「早ければ年内にも現状の様子見モードが解除できるかもしれない」、「過度に慎重になって、利上げのタイミングを逸することにならないよう、留意する必要もある」、「急速な利上げは日本経済に大きなダメージを与えるため、適時に利上げを進めることが、リスク・マネジメント上、重要である」などと比較的早期の利上げに前向きと見られる意見も多く見受けられた。

総じてみれば、ハト派色が目立った同MPM後の植田総裁会見と比べて、タカ派的な印象を受けた。

また、8月23日には、植田総裁がジャクソンホールにて「人口減少下における日本の労働市場」と題した講演を行った。

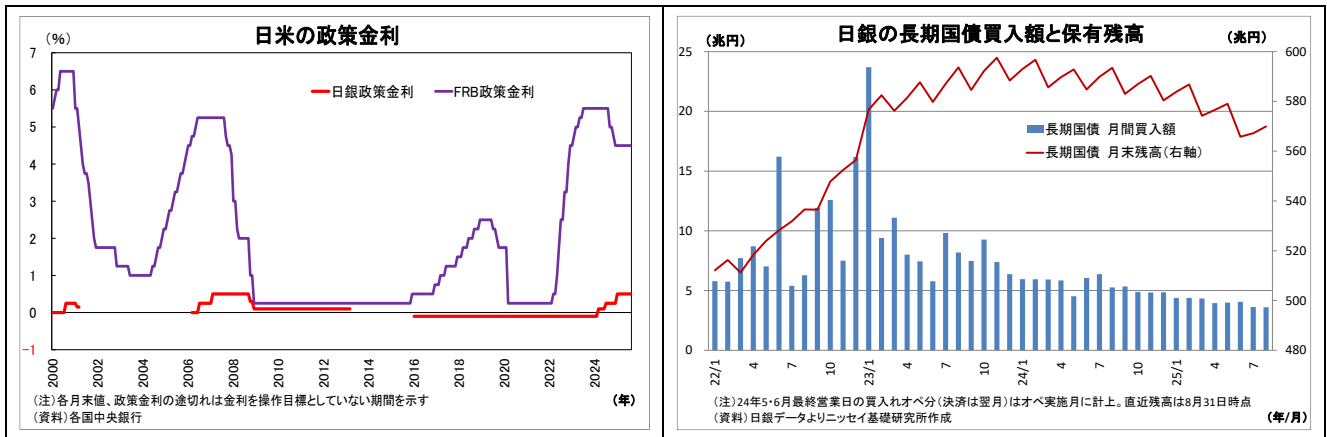
中長期的・構造的な内容が中心であり、当面の金融政策運営に関する示唆は乏しかったものの、総裁は「先行きを展望すると、大きな負の需要ショックが生じない限り、労働市場は引き締まった状況が続き、賃金には上昇圧力がかかり続けると見込まれる」と発言し、持続的な賃金上昇に対する前向きな見解を示した。

さらに、9月2日には、氷見野副総裁が北海道釧路市で講演を行った。

副総裁は関税について、植田総裁同様、「日米間の交渉が合意に至ったことは大きな前進であり、日本経済にとって先行きの不確実性の低下につながる」と前向きに評価した。一方で、関税の影響がこれまでのところ思ったほどには顕在化していないことについては、「影響が出るまでに時間がかかっているだけであり、影響はこれから及んでくる、というのが基本的な見方だろう」と述べ、「メイン・シナリオとしては、各国の通商政策の影響はいずれ顕在化し、海外経済が減速、わが国の企業の収益も下押しされるだろう」、「その場合、（中略）日本経済の成長ペースは鈍化するものと考えられる」、「影響が思ったより小さくなる可能性も、大きくなる可能性も、両方考えられるところで、当面は大きくなる可能性の方により注意が必要ではないか」と今後も慎重なスタンスで臨む姿勢を示した。

そのうえで、今後の金融政策運営については、「これまで説明したような（経済は一旦鈍化後に回復、基調的な物価上昇率はいずれ2%に向かうという）経済・物価のメイン・シナリオが実現していくとすれば、経済・物価情勢の改善に応じて、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が適切だろう」としつつ、「メイン・シナリオが本当に実現していくかどうかについては、予断を持たずにみていきたい」と述べた。



(今後の予想)

筆者としては、日銀が次回の利上げに踏み切るための主な条件は、①トランプ関税の影響がある程度判明すること、そのうえで、②賃金と物価の好循環が継続して物価目標達成の確度が高まったと言えること、の2点と考えている。

そうしたなか、前回7月のMPMでは、日米の関税合意を受けて、日銀全体としては利上げに対してやや前向きに傾いた印象を受けたが、植田総裁や氷見野副総裁の発言からは、執行部としてはある程度時間をかけてしっかりと見定めたいとの意向を持っているように感じられる。

従って、筆者の中心的な予想としては、今後トランプ関税の行方と影響の見極めにしばらく時間を取った後、今年12月に0.75%へ利上げに踏み切ると見込んでいる。この時期になれば、①トランプ関税の悪影響が甚大なものとはならず、企業の間接決算や冬の賞与が大崩れしていないこと、②今春闘での高い賃上げがサービス等の価格に一定程度転嫁されたこと、③来春闘に向けて賃上げ機運が大きく損なわれていないこと、の確認が可能になると考えられるためだ。

ただし、リスクシナリオとして、関税の内外経済への悪影響が想定よりも大きくなった場合には、影響が緩和したと判明するまでは利上げに動けなくなりそうだ。また、日本の政局が不安定化したり、政権が交代したりする場合にも、日銀は影響見極めのため利上げをしばらく見合わせる可能性がある。逆に、関税の影響が限定されるなかで食品価格の上昇率が高止まりし、基調的な物価上昇率への波及が懸念される状況となったり、円安が急速に進む事態になったりすれば、10月への利上げ前倒しもあり得る。

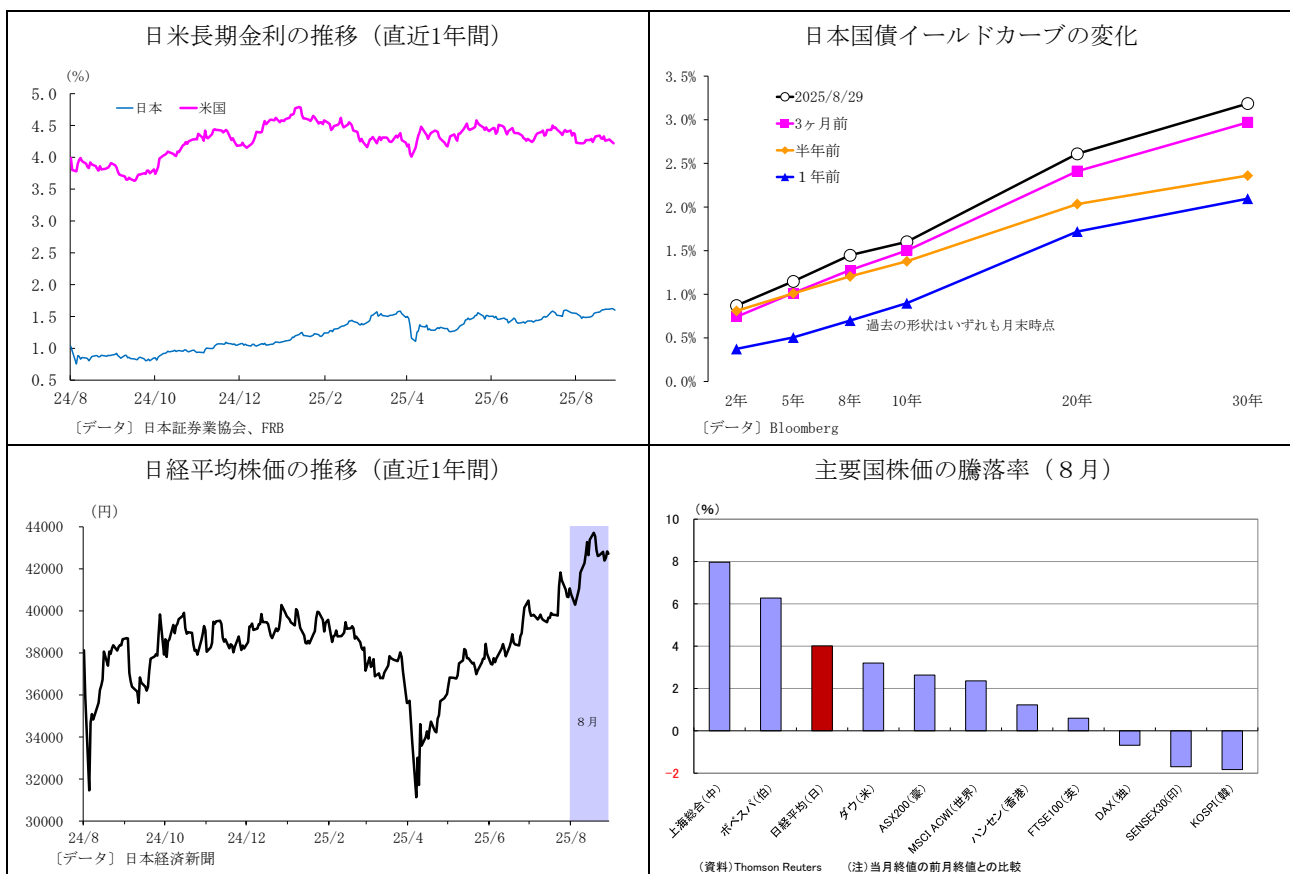
外部環境が不安定なため、次回の利上げ時期は「12月が中心」と見つつも、最速で10月、遅い場合は来年春まで幅を持って構えておきたい。

3. 金融市場（8月）の振り返りと予測表

（10年国債利回り）

8月の動き（ア） 月初1.5%台半ばでスタートし、月末は1.6%付近に。

月初、米雇用統計の大幅な下振れに伴う米金利低下を受けて、5日に1.4%台後半に低下。しばらく1.5%付近での膠着した推移になった後、①米物価関連指標の上振れ、②日本GDPの上振れを受けた日銀利上げ観測の高まり、③拡張的な財政政策への警戒が燻るなかでの国債入札・日銀国債買入れ結果を受けた需給の緩みへの警戒などから上昇が続き、20日には約17年ぶりの高水準となる1.6%台前半に到達した。その後もジャクソンホール会合での植田総裁講演を受けた利上げへの思惑や、米政権によるクックFRB理事解任に伴う米長期金利上昇などを受けて、月末にかけて高水準での推移が続いた。



（ドル円レート）

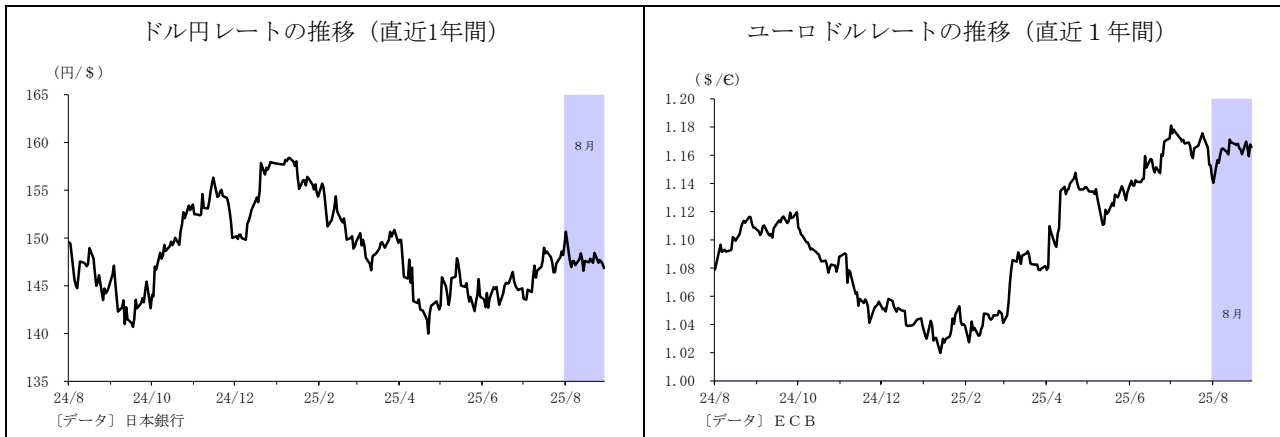
8月の動き（イ） 月初150円台後半でスタートし、月末は146円台後半に。

月初、米雇用統計の大幅な下振れや、クグラーFRB理事の退任（ハト派の後任指名観測）を受けて円高が進み、5日に146円台後半に。その後は持ち高調整や株高に伴うリスク選好の動きによって円売りが入り、12日には148円台半ばへ戻した。中旬以降は米経済・物価指標の上振れと米利下げ観測が交錯する形で147円台を中心とする一進一退の推移に。22日のジャクソンホールでパウエルFRB議長が雇用の下振れリスクの高まりを認めたことでドル売りが強まる場面もあったが、勢いは続かず、月末にかけて方向感のない推移が続いた。

(ユーロドルレート)

8月の動き (ア) 月初1.14ドル近辺でスタートし、月末は1.16ドル台半ばに。

月初、米雇用統計の下振れを受けて、4日に1.15ドル台後半に上昇。その後もFRB高官発言を受けた米利下げ観測やトランプ大統領による新FRB理事へのミラン氏指名、予想内に留まった米CPIなどを材料にドルが売られ、13日には1.17ドル台前半に達した。中旬以降は、持ち高調整のユーロ売りや堅調な米経済指標の発表などを受けてユーロの上値が重くなり、1.16ドル台での推移が継続。月の終盤にはフランスの政局・財政不安がユーロ安圧力となり、27日には1.15ドル台後半に落ち込んだが、月末にはやや持ち直し、1.16ドル台半ばで終了した。



金利・為替予測表 (2025年9月5日現在)

		2025年			2026年		
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績	予想				
日本	コールレート (誘導目標・期末)	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75
	10年金利 (平均)	1.4	1.6	1.7	1.7	1.7	1.8
米国	FFレート (期末)	4.50	4.25	4.00	3.75	3.50	3.50
	10年金利 (平均)	4.4	4.3	4.5	4.4	4.3	4.2
ユーロ圏	中銀預金金利 (期末)	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
	10年金利 (独、平均)	2.6	2.7	2.5	2.4	2.4	2.4
ドル円	(平均)	145	148	145	142	141	140
ユーロドル	(平均)	1.13	1.17	1.18	1.19	1.20	1.20
ユーロ円	(平均)	164	172	171	169	169	168

(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

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、その正確性と完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。