

リスク回避逆流の残存示唆、金反落余地

米指標悪化や利下げ期待でも上げ渋り、年末整理焦点

株式会社ジャパネコノミックス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2019/10/16

金相場は長期スパンはともかく、短期的には高値警戒の反落リスクが注視される。5 月前後からの米中貿易対立激化などを受けたリスク回避相場（米債金利上昇、円高、日本株安など）について、反動逆流の残存余地を示唆するものだ。金相場は 10 月から米指標悪化や FRB 利下げ積極化期待でも上げ渋りとなっており、米中対立の一旦の緩和観測などもあって、追加利下げの場合の「リスク選好刺激」も意識され始めた。同時に海外勢の年末決算が迫るなか、過去最高に積み上がってきた金ロング（買い持ち）ポジションの手仕舞いも焦点になる。

95 年予防利下げ、刺激効果等で金下落と金利上昇

「日銀による追加金融緩和は手段払底や副作用が懸念されるなか、年後半にかけての政府による来年度予算編成と、その協議進展に合わせた追加経済対策、成長戦略支援の税制改正などに近いタイミングでの実質『合わせ技パッケージ』により、少しでも政策効果の向上や副作用の軽減を図る可能性もある」――。

ある内閣府の経済関連担当はこのような指摘を行う。政府・与党の経済対策については、自民党の岸田文雄政調会長が 10 日、衆院予算委員会で「必要ならば、年末の予算編成時期にも対策を考えることも準備しておかなければいけない」と発言したばかりだ。

また、来年度予算での税制改正については、新たに自民税調会長に就任した甘利明元経済再生相が、大きく積み上がっている企業の内部留保に関し、「M&A（合併・買収）への投資や、日本経済の底力を付けていく投資、イノベーション（技術革新）につながる投資」への活用に向けて、税制工夫に前向き姿勢を表明している。

もっとも 10 月からは米国の指標悪化やシリア緊迫化などのリスク回避でも、安全逃避で買われる金相場が上げ渋りとなってきた。FRB による 10 月末を含めた利下げ積極化への期待も高まっているが、本来は金利低下で選好される「もともと金利のつかない」金への需要が減退している。米中貿易協議の一旦の進展期待が大きいとはいえ、グローバルな市場マインドとして、悪材料に対する過敏警戒の緩和や織り込み進捗が示唆されるものだ。

米中協議の先行きは依然予断を許さないものの、FRB 利下げ期待の中での金の上げ渋りは「金利低下に対する強み」という金へのプラス面よりも、ジワリと「景気やリスク選好の刺激」という金にとってのマイナス面への注目度の高まりが示唆されている。

過去に FRB は現在のような予防的利下げとして、1995 年 7 月と 12 月、1996 年 1 月にそれぞれ利下げを実施した。当時の金相場は複合材料が影響したとはいえ、1995 年 5 月から頭打ちに移行したほか、1996 年 2 月からは 1996 年末にかけて反落相場へと移行している。

その際、米 10 年債金利は現在と同じように 1994 年後半から急低下していたが（安全逃避などによる米債シフト）、2 回目の利下げとなった 1995 年 12 月からは下げ止まりへと移行。その後は予防的利下げによる景気刺激効果も一因となる形で、1996 年 1 月から 9 月にかけて金利が上昇した実績を有している。

今回についても金と裏表の関係にあるドルについて、「FRB の利下げ見通しを理由にドルをアンダーウエートにすることは危険なゲームとなりかねない。考慮すべき他の多くの要因が存在する」、「過去 4 回の米利下げサイクルのうち、1 回しかドルは下落していない」（米運用大手ティール・ロウ・プライスの 1 日付けレポート。ブルームバーグが引用紹介）といった分析が見られ始めた。裏表で金は上値の重さや調整反落が意識される。

金ロングと連動で円ロング拡大、反動調整の余地

米国株市場でも、金や銀に関連する大型鉱業株で構成される「フィラデルフィア・ゴールド&シルバー指数」の騰勢が一服になってきた。10 日までの年初来では +30.4% の大幅高となってきたが、8 月 28 日を高値に調整反落となっている。直近 1 カ月では -0.24% のマイナスとなってきた。

短中期のトレンドを示す週足テクニカルでは、5 週（25 日）移動平均線が上から 15 週（75 日）線を下抜けるという売りシグナル（デッドクロス）点灯の攻防に直面している。前回は 5 月に観測され、5 月は同指数が調整下落となった。その前では昨年 6 - 8 月や 2016 年 9 - 12 月などで形成されたが、同時進行で安全逃避の後退による金下落と米債金利上昇（債券価格は下落）、ドル/円でのドル高、日経平均株価の上昇が連動観測されている。

現在の金高一服の場合、世界景気の循環的な底入れ兆候との関係も見逃せない。先行き不透明感が残るものの、米中対立が一旦の緩和となれば、過去の景気循環サイクルの有効性が復活。すでに OECD 景気先行指数の加盟国総計では、最新 8 月に前月比で 20 カ月連続のマイナスとなり、過去の循環減速の終盤期間に到達している。

10 日の国際商品相場では、貿易摩擦や世界減速などの安全逃避で上昇してきた金相場が下落となった

のに対し、世界のリアルな生産需要が反映される亜鉛相場が過去最大の値上がり記録している。ニッケルの在庫は、7年ぶりの低水準にまで減少。銅、鉛、アルミニウムなども上昇となっている。

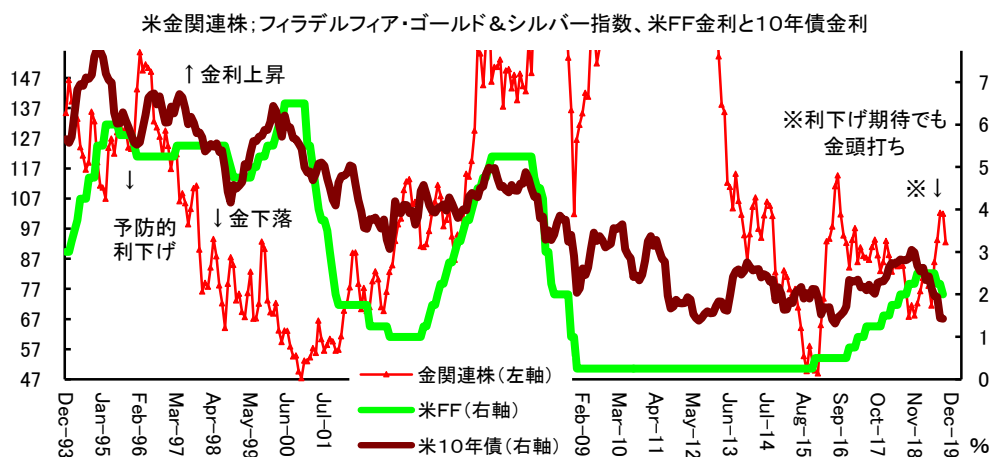
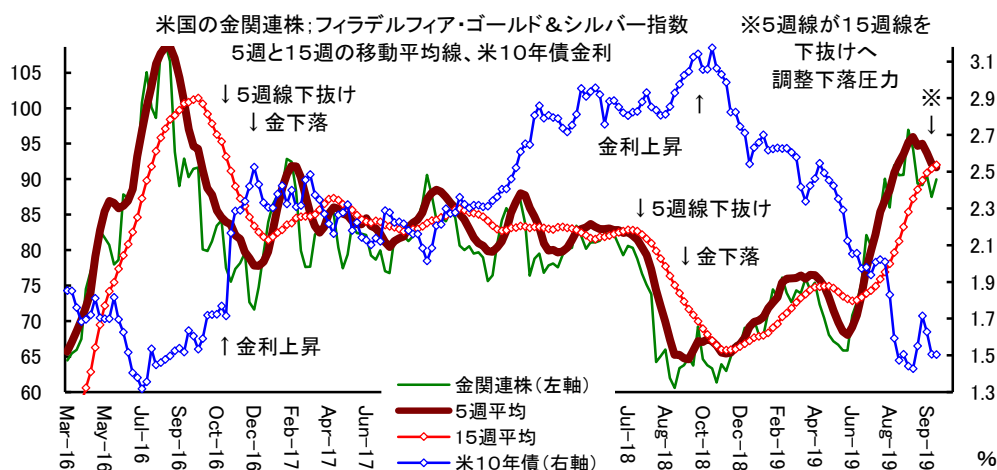
原油相場との比較での「原油÷金」相対倍率では、1980年代以降の原油劣性（金優位）過去下限ゾーンで下落一服となってきた。長い歴史を有する両相場の特性として、世界景気の改善やリスク選好の局面では原油高と金下落が優勢となり、景気悪化とリスク回避では原油安と金上昇が後押しされやすい。

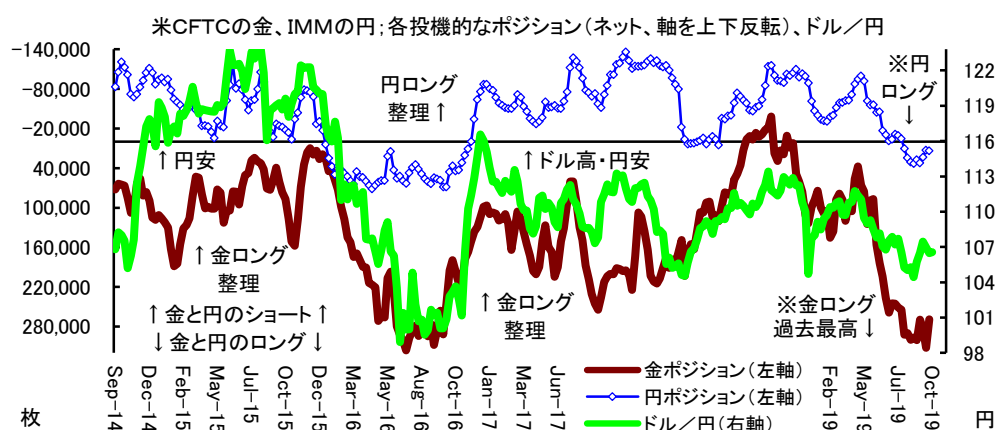
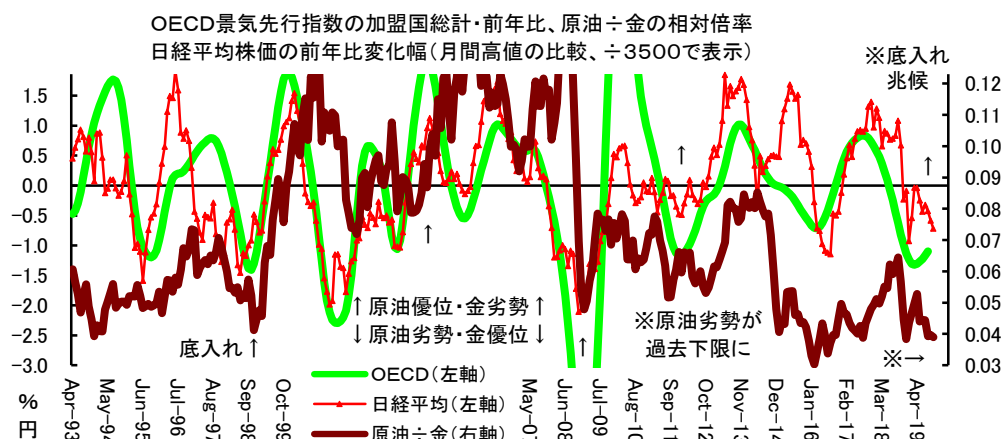
当座の金相場については、海外勢の年末決算に向けた一旦の利益確定売りやポジション手仕舞いなども重石となっていく。すでに米商品先物取引委員会（CFTC）の投機的な金ポジションでは、ネット・ロング（買い持ち）が過去最高へと膨張してきた。投機筋の動向が含まれる非商業部門は、最新10月1日週に差し引き+26万8993枚のロングとなっている。直近最高である9月3日週の+30万0547枚か

らは減少してきたが、引き続き年末決算にかけてロング整理の残存余地が注目されやすい。

今年8月からは米中対立激化など受けたリスク回避により、金ロングと同時進行で円ロングが拡大してきた。為替相場ではシカゴ IMM の投機的な円先物ポジションが、最新10月1日時点で差引き+1万3917枚のネット円ロングとなっている（国際通貨市場、非商業部門）。2016年11月以来の大幅ロングとなった9月3日週の+3万3607枚からは円ロング減少が進んできたが、依然として円の売り戻し余地が残されたままだ。

最近のネット円ポジションは7月30日週の円ショートから8月6日週に円ロング転換となったが、同期間中にドル/円のドル高値は108.95-109.33円前後での推移が観測されていた。その意味で円ロングが短期的に巻き戻されるとなれば、「行って来い」の形で108-109円方向へのドル高・円安回帰の余地が残されている。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。