

2025年8月

ゴールド月次モニター

Aakash Doshi

Head of Gold Strategy

George Milling-stanley

Chief Gold Strategist

Mohanad Abukhalaf

Gold Strategist

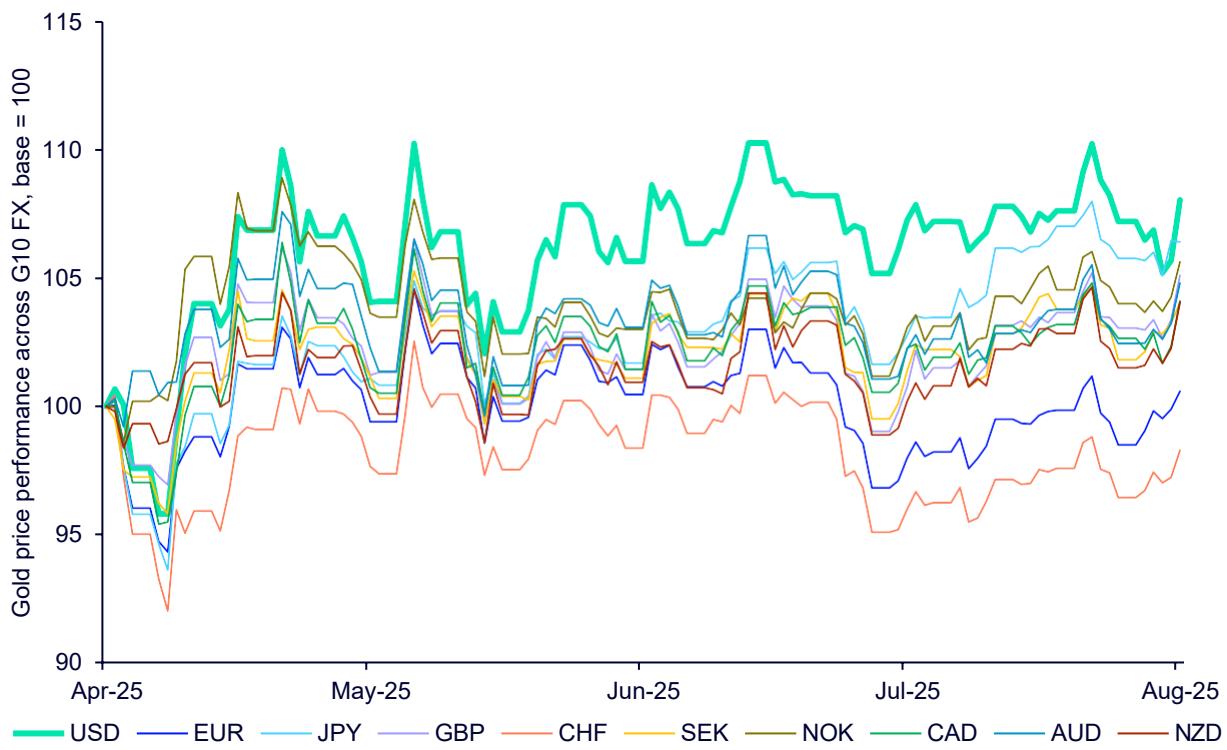
アーロン・チャン

ゴールド・ストラテジスト（日本）

金は高値圏にあっても需要は堅調

- 現物金（宝飾品除く）の需要は、取引トン数と米ドル建て取引高の両面で堅調に推移しています。2025年は、金価格が記録的な高値圏で推移しているにもかかわらず、ETF投資、中央銀行による購入、地金および金貨需要は堅調さを維持しています。
- 米国で労働市場の軟化と幾らか消費者への負担増の兆しがみられることから、9月の米連邦準備制度理事会（F R B）の利下げ確率は大きく高まっています。F R Bの緩和措置は歴史的に金の魅力を高めてきました。
- 当社は、現物金の価格が構造的に上昇すると考えており、新たな下値を1オンス3,000米ドルに設定しています。年末にかけて、金価格は依然として上昇リスクが下落リスクを上回るとみられます。
- 金価格は2025年最初の7カ月間で約26.5%上昇したため、上昇モメンタム（勢い）は鈍化するでしょう。しかし、4月以降の株式市場のV字回復と資産市場全体のインプライド・ボラティリティの著しい低下にもかかわらず、金価格は過去最高値からわずか3－4%の下落にとどまっています。金価格の底堅さは、隠れた市場リスクを浮き彫りにしている可能性があります。
- 米ドルの動向、F R Bの政策、ポートフォリオのヘッジ需要、および米国の貿易交渉は、四半期末に向けて金相場を左右する重要なマクロ要因として引き続き注目されます。

図表1：2025年はすべてのG10通貨建てで金価格の上昇が持続



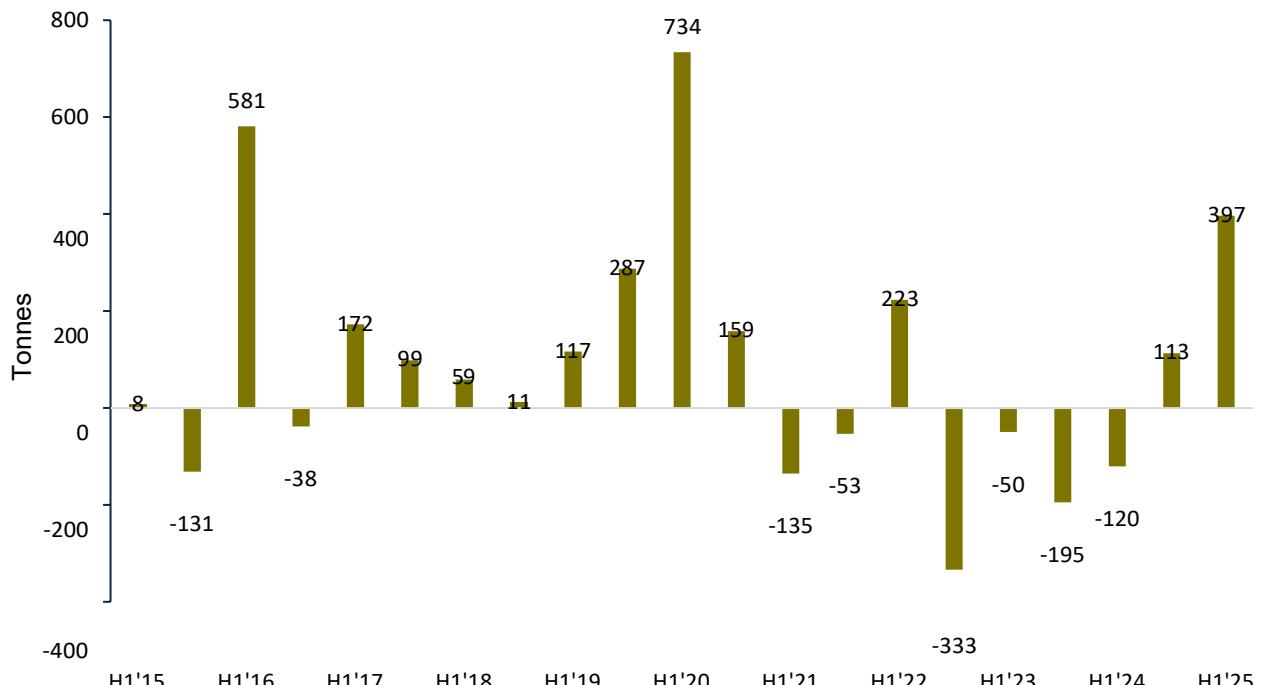
出所：ブルームバーグ・ファイナンス L.P.、ステート・ストリート・インベストメント・マネジメント（2005年～2025年8月）。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスの信頼できる指標ではありません。

- 米国が関税政策を発表した4月の「解放の日」以降、金相場の米ドル建てパフォーマンスは、他のG10通貨建てを上回っています。しかし、一方的な関税措置は米ドルにとってマイナス要因と広く見られており、米ドルは7月初旬に年初来安値を更新しました。¹そのため、デノミネーション（通貨価値の低下）効果を通じて金価格が上昇しています。
- 注目すべきは、貿易摩擦が緩和されて、一部の国（米国と日本、米国と欧州連合〔EU〕など）では合意が成立したにもかかわらず、地経学的な懸念が続いていることです。また、米国の財政および金融面での長期的な優位性に対する疑問も残っています。特に、インドやイスラエルなどは合意に至っておらず、より厳しい関税率に直面しています。
- 米ドル安がさらに進行すれば、現物金の価格は、当社の基本シナリオの予想レンジである1オンス3,100–3,500米ドル（50%の確率）から強気シナリオの予想レンジの1オンス3,500–3,900米ドル（30%の確率）に向けて押し上げられる公算が大きいでしょう。年末に向けて米ドル安の方向性については市場の見方が一致しておらず、短期的には一服感が広がる可能性が高いと思われます。実際、今年上半年に米ドル指数（DXY）は、1970年代以来となる大幅な下落を記録しており、押し目買いを促す要因にもなっています。² とはいえ、潜在成長率を下回る経済成長、関税の影響、政策の不確実性、資金フローの動向、そしてインフレリスクなどに加え、米国の財政赤字が膨らむ中で、これらのリスクが米ドルのさらなる軟化方向に傾いた場合には、金価格が押し上げられる可能性があります。

ETFへの資金流入：2020年以来の最高水準に

7月の世界の金ETF保有量は13トン超の増加となり、年初来の7カ月間で6度目の増加を記録しました。³ 今年上半期には全ての地域でプラスの需要が見られ、総保有量は397トン増加と過去最高の734トン増を記録した2020年上半期以来で最高の半期パフォーマンスとなりました。⁴ 北米の上場ファンドは第2四半期に73トン（80億米ドル）増でけん引役となり、同地域の保有量は1,857トンに達しました。アジア上場のETFもほぼ同ペースの70トン増加しました。同地域の保有量は321トンと北米の約5分の1に過ぎず、この増加はさらに印象的な数字になります。⁵ COMEXにおけるマネーマネージャーのネットロングポジションも、5月の低水準から大幅に回復し、約17万686枚で7月を終えました。⁶ 持続的なポジショニングとETF需要増の傾向は、投資家の金に対する強い関心を裏付けています。今年初め、当社は欧米ETFへの資金流入を投資家の新たな需要を後押しする潜在的な要因として注目しましたが、その傾向は世界的な回復の潮流の中で現れつつあります。2023年から25年までの欧州ETFの変化量は、2023年から24年にかけての251トンの流出から、今年年初来で約423トンの純流入へと675トン超が流入に転じており、全体的に大規模な需要ショックが起きていることを示しています。⁷ 世界の金ETF保有量は依然として2020年10月のピーク時を約7%下回り、継続中の在庫補充サイクルには依然として十分な追加余地が残されています。そのため、価格は1オンス3,000米ドルを大幅に上回る水準で支えられる見込みです。⁸ 資金流入が加速し、現物需給が逼迫すれば、金価格は強気シナリオである1オンス3,500～3,900米ドルのレンジに到達する可能性もあります。

図表2：2025年上半年の金ETFへの資金流入は2020年以来の最高水準を記録



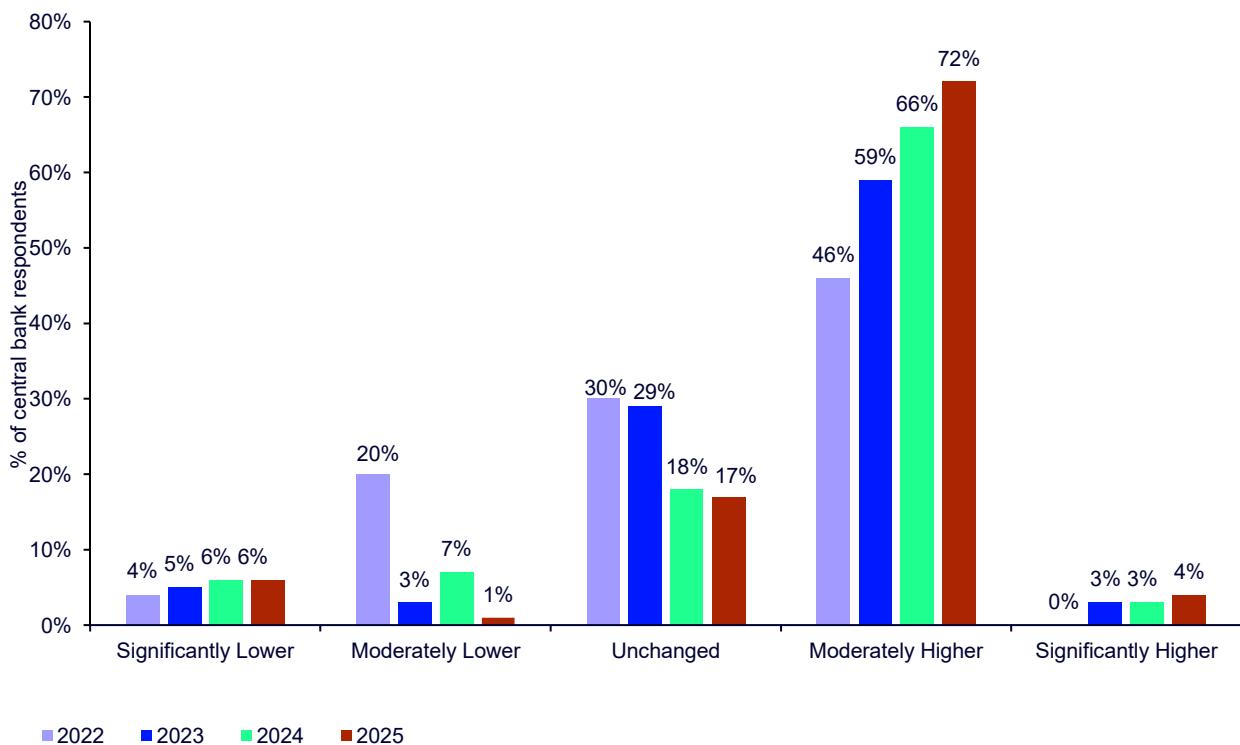
出所：ブルームバーグ・ファイナンス L.P.、各社開示資料、ICEベンチマーク・アドミニストレーション、ワールド ゴールド カウンシル、ステート・ストリート・インベストメント・マネジメント。2025年6月30日時点。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスの信頼できる指標ではありません。

中央銀行：金の購入は鈍化しているが戦略的なコミットメントは維持

中央銀行による金の購入は健全な水準を維持していますが、過去最高水準だったこれまでの四半期と比べて鈍化しています。2025年第2四半期の純購入量（期間中の購入と売却の差）は116トンで、前四半期比33%減となり、2022年第2四半期以来の最も少ない四半期となりました。⁹しかし、購入量は2010年から2021年までの四半期平均の水準を依然として41%上回っています。¹⁰ 2025年上半期の累計購入量は415トンで、前年同期比21%減となりました。この鈍化は、金の価格が高止まりしていることが要因とみられます。¹¹ 第2四半期に公的セクターで購入量が最も多かった国はポーランドとアゼルバイジャンで、それぞれ19トンと16トンを追加しました。¹² これらの追加により、両国の総準備資産に金が占める割合はそれぞれ22%と29%に増加しました。¹³

中央銀行は購入ペースを鈍化させていますが、価格が高いにもかかわらず金を買い増しており、需要が構造的に堅調であることを示しています。この傾向は、ワールド ゴールド カウンシル（WGC）の2025年中央銀行調査でも確認されており、過去最高となる回答者の95%が今後12カ月間で世界の金準備保有額が増加すると予想しています。特に注目すべきは、過去最高の43%の国が自国の金保有量を増加させる計画であると回答している点です。一方、73の中央銀行の回答者のなかで、金の配分が減ると予想する中央銀行は一つもありませんでした。¹⁴ 今後を展望すると、追加ペースは若干鈍化するものの、2025年も公的セクターの金の買い越しが16年連続で続く見通しであり、依然として健全な水準を維持することが予想されます。

図表3：中央銀行は、準備資産に金が占める割合は2030年まで上昇すると予想

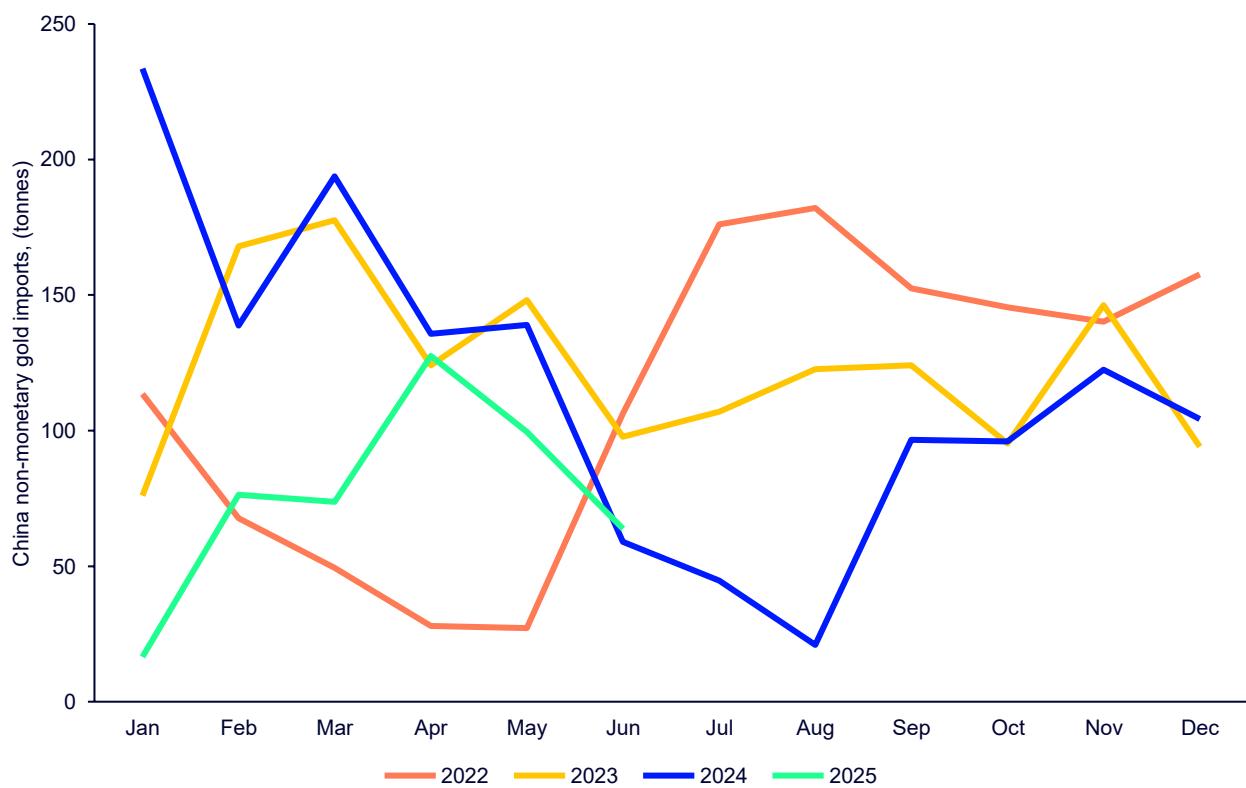


出所：ユガブ、ワールド ゴールド カウンシル。2025年6月17日時点

中国の金需要は第2四半期に回復するも見通しは不透明

中国のリテール向け金需要は、「[解放の日](#)」以降に改善し、現物金の価格を支える一因になっています。しかし、見通しは不透明です。中国の消費者需要の指標となる非貨幣用金の輸入量は、第1四半期の極めて低い水準から第2四半期に回復しました。4月から6月までの月間平均輸入量は平均97トンで、1月から3月の同平均56トンから急増しています。¹⁵しかし、輸入量は2023年から2024年の季節水準を下回っており、中国の金需要の先行指標であるオニショア市場の金価格の7月のプレミアムは4月の1.3%から0.2%に低下しました。¹⁶現在の現地の価格プレミアムは第1四半期のディスカウント水準から改善していますが、中国の金需要は夏場に軟化すると思われます。米中間の貿易摩擦が緩和される可能性は否定できないものの、それが実現しても、中国国内の金ファンド需要が宝飾品や金地金・金貨の販売減少を補うには至らない可能性があります。そのため、現物金市場では、今後数ヶ月の価格発見および価格下支えにおいて、世界のETFの資金流入と中央銀行による金の購入が重要な役割を果たすと考えられます。

図表4：中国の非貨幣用金の輸入量



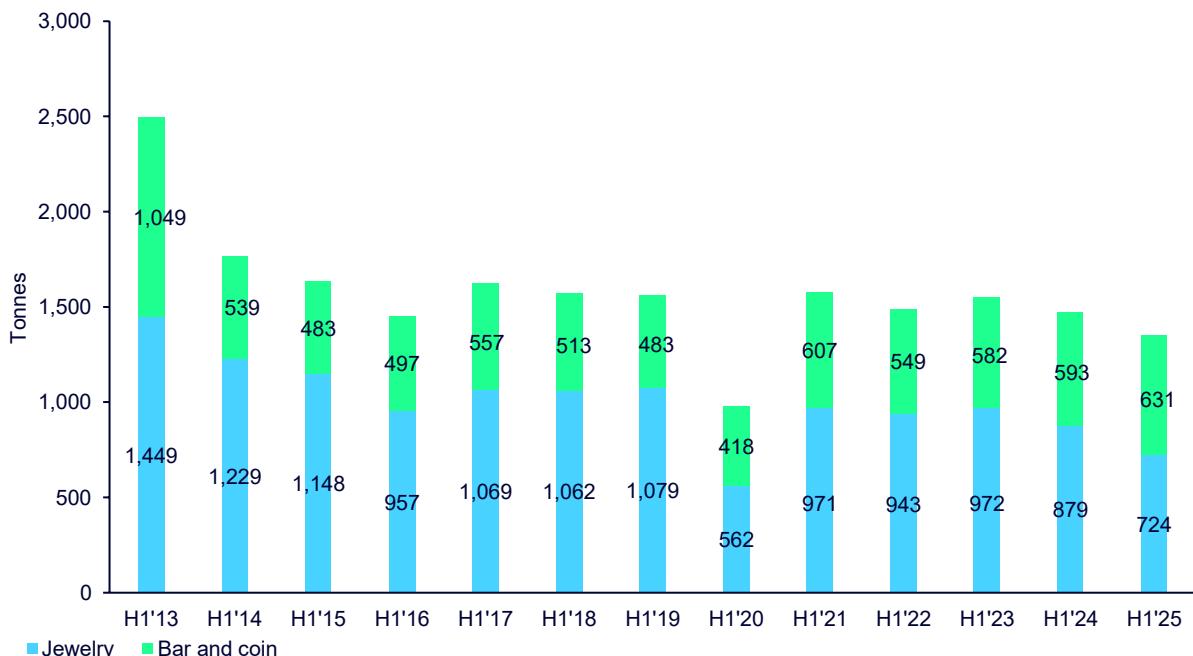
出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ステート・ストリート・インベストメント・マネジメント（2018年～2025年）。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスの信頼できる指標ではありません。

地金、金貨、宝飾品

地金と金貨の需要は、貿易政策の不確実性と地政学的緊張を背景に、2013年第2四半期以来の最高水準に達しました。中国では通常、宝飾品が主流の市場ですが、第2四半期は地金と金貨の需要が宝飾品を上回りました！グローバル金ETFの強力なパフォーマンスと相まって、宝飾品部門の比較的弱いパフォーマンスは相殺され、世界全体の金需要は第2四半期に3%押し上げられました。¹⁷ 貿易の不確実性、地政学的な不確実性、経済の不確実性が継続するなか、2025年下半期は金投資が全般的に堅調に推移する可能性があります。¹⁸

世界の金宝飾品の需要は第2四半期に14%減少しましたが、これは主に価格が高いことが原因です。¹⁹ 季節要因、特にインドの祭礼や結婚シーズンの到来により、第4四半期は宝飾品需要の改善が見込まれていますが、複数年にわたる減少トレンドが今年逆転する可能性は低いでしょう。興味深いことに、主に宝飾品が占める金のリサイクル量は、第2四半期に4%しか増加しませんでした。²⁰ これは、インドにおける金の金融化が進んでいることが一因です。従来は農村部の消費者が地元の宝飾品の小売店に質入れする形態が主流でしたが、現在は都市部で銀行や他の金融機関が関与する形態が主流になりつつあり、特に30～40歳の若年層の消費者が増加しています。これは長期的に金にとって好材料です。なぜなら、これにより金の供給量が減少するからです。

図表5：上半期の地金と金貨の需要は2013年以来の最高水準を記録した一方、価格高騰が続く中で宝飾品の需要は低迷



出所：メタルズ・フォーカス、リフィニティブGFMS、ICEベンチマーク・アドミニストレーション、ワールド ゴールド カウンシル。2025年6月30日時点。
過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスの信頼できる指標ではありません。

注記

- 1 Source: Bloomberg Financial L.P. and State Street Investment Management, as of 7/31/2025.
- 2 Source: Bloomberg Financial L.P. and State Street Investment Management, as of 6/30/2025.
- 3 Source: State Street Investment Management, World Gold Council, as of 7/31/2025.
- 4 Source: State Street Investment Management, World Gold Council, as of 7/31/2025.
- 5 Source: State Street Investment Management, World Gold Council, as of 7/31/2025.
- 6 Source: Bloomberg Financial L.P. and State Street Investment Management, as of 7/31/2025.
- 7 Source: State Street Investment Management, World Gold Council, as of 7/31/2025.
- 8 Source: Bloomberg Financial L.P. and State Street Investment Management, as of 7/31/2025.
- 9 Source: IMF, respective central banks, World Gold Council, as of 6/30/2025.
- 10 Source: IMF, respective central banks, World Gold Council, as of 6/30/2025.
- 11 Source: IMF, respective central banks, World Gold Council, as of 6/30/2025.
- 12 Source: IMF, respective central banks, World Gold Council, as of 6/30/2025.
- 13 Source: IMF, respective central banks, World Gold Council, as of 6/30/2025.
- 14 Source: YouGov, World Gold Council, as of June 17, 2025.
- 15 Source: General Administration of China, as of June 30, 2025.
- 16 Source: LBMA, SGE, as of July 31, 2025.
- 17 Source: ICE Benchmark Administration, Metals Focus, World Gold Council, as of June 30, 2025.
- 18 Source: ICE Benchmark Administration, Metals Focus, World Gold Council, as of June 30, 2025.
- 19 Source: ICE Benchmark Administration, Metals Focus, World Gold Council, as of June 30, 2025.
- 20 Source: ICE Benchmark Administration, Metals Focus, World Gold Council, as of June 30, 2025

用語集

中央銀行

国または国家連合のために、貨幣および信用の創造と分配を独立性を持って管理する金融機関

COMEX

コモディティ（主に金、銀、銅、アルミニウム）の先物を取引する市場

金のスポット価格

スポット市場における金の価格。国際的通貨コード「XAU」で表記される、1トロイオンス当たりの金価格。米ドル建て。

LBMA午後金価格（米ドル／オンス）

LBMA金価格はIBAが独立して管理し、価格算出のためのオークション・プラットフォームを提供していますが、知的所有権はLBMAに帰属します。プラットフォームは、電子的に取引および監査が可能で、証券監督者国際機構（IOSCO）の金融ベンチマークに関する原則に沿って設計されています。

米連邦公開市場委員会（FOMC）

米連邦準備制度内にある委員会で、金融政策を決定します。

解放の日

広範にわたる関税措置の実施について、米貿易政策の転換点という位置づけを象徴するために用いられた言葉。米国の産業を海外の製造業への依存から「解放」し、貿易不均衡を解消するという考えを反映しています。

脱ドル化

国際貿易、金融取引、外貨準備における米ドル依存を減らすプロセスで、多くの場合、その背景には地政学的動機、制裁リスク、自国通貨を活用しようとする動きがあります。

関税

外国から輸入される財とサービスに国が課す税金で、通常、財政収入を拡大するため、あるいは国内産業を海外との競争から守るための手段として用いられます。

State Street Investment Management Worldwide Entities

Abu Dhabi: State Street Investment Management Limited, ADGM Branch, Al Khatem Tower, Suite 42801, Level 28, ADGM Square, Al Maryah Island, P.O Box 76404, Abu Dhabi, **United Arab Emirates.** Regulated by the ADGM Financial Services Regulatory Authority. Telephone: +971 2 245 9000. **Australia:** State Street Investment Management, Australia, Limited (ABN 42 003 914 225) is the holder of an Australian Financial Services Licence (AFSL Number 238276).

Registered office: Level 14, 420 George Street, Sydney, NSW 2000, Australia T: +612 9240-7600. F: +612 9240-7611.

Belgium: State Street Investment Management Fosbury & Sons Chaussée de La Hulpe, 185 B-1170 Watermael-Boitsfort, Belgium. Telephone: 32 2 663 2036, Facsimile: 32 2 672 2077. SSGA Belgium is a branch office of State Street Investment Management Ireland Limited. State Street Investment Management Ireland Limited, registered in Ireland with company number 145221, authorised and regulated by the Central Bank of Ireland, and whose registered office is at 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. **Canada:** State Street Investment Management, Ltd., 1981 McGill College Avenue, Suite 500 , Montreal, Quebec, H3A 3A8, T: +514 282 2400 and 30 Adelaide Street East Suite 800, Toronto, Ontario M5C 3G6. T: +647 775 5900. **France:** State Street Investment Management Ireland Limited, Paris branch is a branch of State Street Investment Management Ireland Limited, registered in Ireland with company number 145221, authorised and regulated by the Central Bank of Ireland, and whose registered office is at 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. State Street Investment Management Ireland Limited, Paris Branch, is registered in France with company number RCS Nanterre 832 734 602 and whose office is at Coeur Défense - Tour A - La Défense 4 33e étage 100, Esplanade du Général de Gaulle 92 932 Paris La Défense cedex France. T: (+33) 1 44 45 40 00. F: (+33) 1 44 45 41 92. **Germany:**

State Street Investment Management GmbH, Briener Strasse 59, D-80333 Munich. Authorised and regulated by the Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ("BaFin"). Registered with the Register of Commerce Munich HRB 121381. T: +49 (0)89-55878-400. F: +49 (0)89-55878-440. **Hong Kong:** State Street Investment Management Asia Limited, 68/F, Two International Finance Centre, 8 Finance Street, Central, Hong Kong. T: +852 2103-0288. F: +852 2103-0200. **Ireland:** State Street Investment Management Ireland Limited is regulated by the Central Bank of Ireland. Registered office address 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2.

Registered Number: 145221. T: +353 (0)1 776 3000. F: +353 (0)1 776 3300. **Italy:** State Street Investment Management Ireland Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) is a branch of State Street Investment Management Ireland Limited, registered in Ireland with company number 145221, authorised and regulated by the Central Bank of Ireland, and whose registered office is at 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. State Street Investment Management Ireland Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano), is registered in Italy with company number 10495250960 - R.E.A. 2535585 and VAT number 10495250960 and whose office is at Via Ferrante Aporti, 10 - 20125 Milano, Italy. Telephone: +39 02 32066 100. Facsimile: +39 02 32066 155. **Japan:** State Street Investment Management (Japan) Co., Ltd., Toranomon Hills Mori Tower 25F 1-23-1 Toranomon, Minato-ku, Tokyo 105- 6325 Japan. T: +81-3-4530-7380. Financial Instruments Business Operator, Kanto Local Financial Bureau (Kinsho #345), Membership: Japan Investment Advisers Association, The Investment Trust Association, Japan, Japan Securities Dealers' Association. **Netherlands:** State Street Investment Management Netherlands, Apollo Building, 7th floor Herikerbergweg 29 1101 CN Amsterdam, Netherlands. Telephone: 31 20 7181701. SSGA Netherlands is a branch office of State Street Investment Management Ireland Limited, registered in Ireland with company number 145221, authorised and regulated by the Central Bank of Ireland, and whose registered office is at 78 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2. **Singapore:** State Street Investment Management Singapore Limited, 168, Robinson Road, #33-01 Capital Tower, Singapore 068912 (Company Reg. No: 200002719D, regulated by the Monetary Authority of Singapore). T: +65 6826-7555. F: +65 6826-7501. **Switzerland:**

State Street Investment Management AG, Beethovenstr. 19, CH-8027 Zurich. Registered with the Register of Commerce Zurich CHE 105.078.458. T: +41 (0)44 245 70 00. F: +41 (0)44 245 70 16. **United Kingdom:** State Street Investment Management Limited. Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. Registered in England. Registered No. 2509928. VAT No. 5776591

81. Registered office: 20 Churchill Place, Canary Wharf, London, E14 5HJ. T: 020 3395 6000. F: 020 3395 6350.
United States: State Street Investment Management, 1 Iron Street, Boston, MA 02210-1641.

ご留意事項

本書は、投資の推奨や投資アドバイスを意図したものではなく、そのようなものとして依拠されるべきではありません。

本稿に示されている見解は2025年4月30日時点のSPDRゴールド戦略チームの見解であり、市場やその他の状況によって変わる場合があります。本資料には、将来の見通しと見なされる可能性のある記述が一部含まれています。その様な記述は、将来のパフォーマンスを保証するものではなく、実際の結果や展開はこれら予想とは大きく異なる場合がある点にご注意ください。

提供された情報は、投資助言に該当するものではなく、そのようなものとして依拠されるべきではありません。本情報は、有価証券の購入の勧誘または売却の申出とみなされるべきものではありません。本情報は、投資家の特定の投資目的、戦略、税務上の地位または投資期間を考慮したものではありません。ご自身の税務・財務アドバイザーにご相談ください。

ここで言及されている商標およびサービスマークは、それぞれの所有者の所有物です。第三者のデータ提供者は、データの正確性、完全性または適時性についていかなる保証または表明も行わず、また、かかるデータの使用に関連するいかなる種類の損害に対しても責任を負いません。

当社の書面による明示的な同意なしに、本著作物の全部または一部を複製、複写もしくは送信し、または第三者に開示することはできません。

コモディティやコモディティ指数に連動した証券は、全体的な市場動向の変化や金利の変化、さらには天候、疾病、通商停止や政治的な規制的な展開、対象コモディティに係る投機者や裁定者の取引活動など、他の要因の影響を受けます。

コモディティへの投資は大きなリスクを伴うため、すべての投資家に適した投資対象ではありません。

過去の実績は、将来の投資成果を保証するものではありません。

本資料は、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズが作成したものをステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社が和訳したものであります。内容については原文が優先されることをご了承下さい。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第345号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会

© 2025 State Street Corporation.
7620090.6.1.APAC.RTL Exp date : 8/31/2026