

Gold Team Authors

2025 年 5 月

Aakash Doshi
Head of Gold
Strategy**Diego Andrade**
Senior Gold
Strategist**Mohamad**
Abukhalaf
Gold Strategist

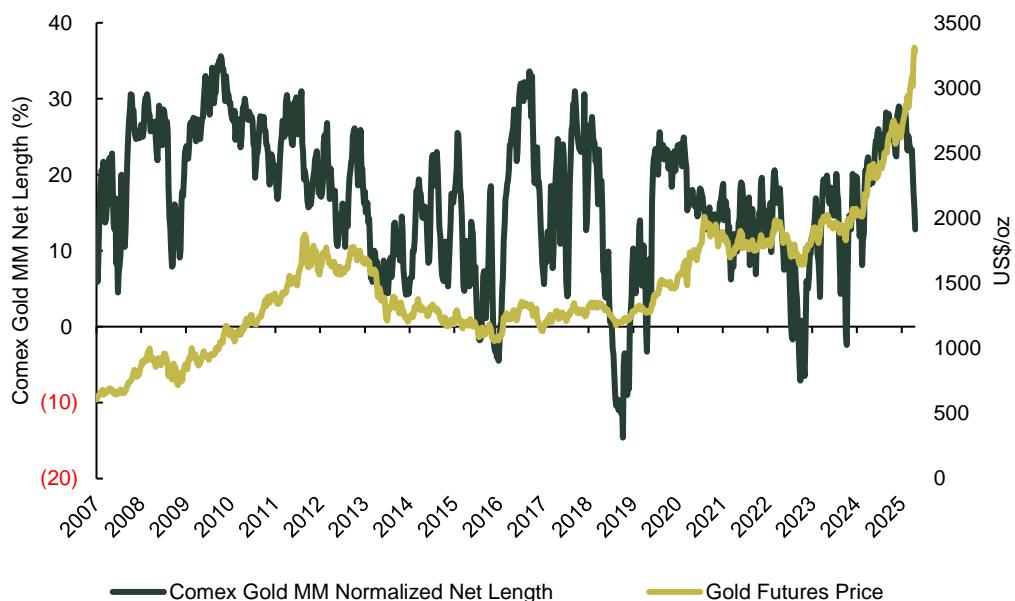
Monthly Gold Monitor

金価格はさらなる上昇レジームへ

- 当社は金価格の見通しを微調整し、予想レンジを 1 オンス 300 ドルから同 400 ドル引き上げます。これは、金の価格と価格ボラティリティがさらなる上昇レジームに入ったとの見方に基づいています。そして重要な点として、当社は金の新たな「下値」のベースラインを 1 オンス 3,000 ~3,100 ドルとみています。
- 基本シナリオ（45%の確率）では、2025 年も記録的水準での取引が続き、1 オンス 3,100~3,500 ドルで推移すると予想しています。強気シナリオ（35%の確率）では、1 オンス 4,000 ドルに迫る可能性もあり、取引レンジは 2025 年下半期に 1 オンス 3,500~3,900 ドルに上昇するとみています。グローバルな貿易戦争が長引けば、たとえ米中だけの問題であったとしても、セーフヘイブン（安全な逃避先）資産やフィアット通貨の代替資産としての金の需要は高まるでしょう。弱気シナリオ（20%の確率）では、金融市場が米政権に方針変更を強いるなか、利益確定とテールリスク（グローバルな関税戦争とインフレリスクが 2025 年に解消）を考慮し、1 オンス 2,700~3,100 ドルとみています。
- 全般的には、「解放の日」以降の[貿易政策](#)が、市場の不確実性、為替／金利、米国／グローバルの経済成長秩序、株式ボラティリティ、流動性チャネルに同時に影響を及ぼすことで、2025 年の金投資の根拠は強まっています。一方、今年最初の 14 週間に見られた西側諸国による熱狂的な金投資需要は、第 2 四半期には安定化する可能性があります。価格が幾らかこう着すれば、中期的に金市場はより健全になるでしょう。

今月の注目チャート

图表 1：
マネーマネージャーによる
COMEX 金先物ネット・ロ
ングポジション（建玉を正
規化）と金先物価格



出所：COMEX,CFTC,ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、2025 年 4 月 22 日時点

今月のチャート： ハイライト

- ニューヨーク商品取引所（COMEX）でマネーマネージャー（登録投資業者/ファンドなどの大口投資家が中心）が保有する金先物およびオプションのネット・ロング・ポジションは 4 月下旬に年初来の最低水準まで減少しました。2022 年以来最も好調な第 1 四半期を経て、4 月の世界の金 ETF への流入は、2 月と 3 月のトン数の半分のペースで推移しました。¹
- 当社はこれが、投資家の金に対するセンチメントが弱気に転じた、あるいは世界的な貿易摩擦が迅速に解決するとの予想を反映しているとはみていません。ただ、西側諸国の投資家が利益確定を進めるなか、今年に入り 12~14 週にわたり高騰を続けてきた金価格に上昇疲れが出てきた可能性もあります。
- 金価格のこう着とポートフォリオのリバランスはおそらく長期的に市場を健全にすることでしょう。世界の金 ETF の金保有量は 2020 年のパンデミック時のピーク水準を依然として 18~20% 下回っています。² そしてマネーマネージャーによる COMEX のネット・ロング・ポジションが大幅に減少しても金の先物価格の急落にはつながっていません。いずれの要因からも、投資家には 2025 年下半期にマクロの市場環境を見極めつつ金のロングを再構築する余地があることがうかがえます。

マクロ／見通しのアップデート

1 オンス 3,000～4,000 ドルが金のニューノーマルか？

金の取引レンジが 1 オンス 3,000 ドル超に切り上がり、特定のマクロ・シナリオ（スタグフレーションや脱ドル化加速）のもとでは今後 12～24 カ月中に 4,000～5,000 ドルを試す展開にもなり得るという強力な戦術的ならびに戦略的根拠があります。[世界貿易をめぐる政策不透明感の高まり](#)—特に世界の名目国内総生産（GDP）の約 45%を占める 2 大経済大国（米国と中国）間の貿易摩擦³—により金に対する強気センチメントは高まるばかりです。今月の見通しの根拠となった 3 つのシナリオを以下に示します。

基本シナリオ（45%の確率）：1 オンス 3,100～3,500 ドル

- 関税率が引き下げられ貿易摩擦は緩和します（米中間を含む）。しかし政策の不透明感はこの先年末まで消えません。
- 投資家は株式と米ドルに底値を見つけます。一方、資産市場のボラティリティは 2023～2024 年上半期の低ボラティリティ局面に比べて高止まりを続けます。
- 米国および世界の成長は減速して潜在成長率を下回るもの、インフレの先行き不透明感から米連邦準備制度理事会（FRB）の政策金利引き下げ余地は限定的となります。
- 中国のリテール金需要は第 1 四半期の底から回復するものの、2023～2024 年のピーク水準に比べて低調となります。
- 中央銀行の金需要は引き続き旺盛ですが、ごく短期的に政策当局が国内の経済成長を守る必要に迫られた場合、2022～2024 年に比べて若干減速します。
- 金 ETF は流入超を続けるものの、1 月～4 月のペースからは鈍化します。

強気シナリオ（35%の確率）：1 オンス 3,500～3,900 ドル

- 貿易摩擦と関税問題がエスカレートします。その結果、米国/世界のスタグフレーション・リスクが高まり、米ソブリン資産に投資される米ドルが減少し、米国の金融優位性が損なわれます。
- 投資家は米国株のエクスポートヤーをアンダーウェイトし、米ドルは引き続き下落圧力にさらされます。資産市場はさらに頻繁かつ大幅に変動する傾向を示します。
- 財のインフレが上昇するなか、FRB は当初は緩和措置を控えます。米国や世界のリセッション（景気後退）リスクが高まり、テールヘッジ手段としての金の需要が支えられます。
- 中国では国内投資家が人民元の下落リスクや国内株式および不動産市場のボラティリティのヘッジ手段に金を使い、リテール金需要が 2024 年のピーク水準まで回復します。
- 外貨準備運用者が保有資産の分散化を進めるなか、中央銀行の金需要が想定外に上振れし、購入量は主要金鉱山の供給の 25～30%から 2025 年には 30～35%に増大します。
- 金価格のこう着や利益確定売りが長期化することなく金 ETF の需要は力強く推移し、資金流入は 2009 年や 2020 年の記録的ペースに匹敵する水準まで上昇します。

弱気シナリオ（20%の確率）：1 オンス 2,700～3,100 ドル

- 米中の地理経済的対立が和らぐなか、貿易摩擦や関税問題をめぐる緊張が大きく後退あるいは実質的に解決します。その場合、米ドルの大幅回復、ならびに米国と世界の成長見通しの上方修正につながる可能性もあります。ただ、戦略的な買い手が台頭するにはおそらく 1 オンス 2,900～3,000 ドルを割り込む必要があるでしょう。
 - 投資家は米国株式をオーバーウェイトし、インプライド・ボラティリティは市場全体で縮小します。
 - インフレ調査がインフレ率の低下を再び示し、消費者センチメントが底から回復するなか、FRB は経済成長を守ることに政策の重点をシフトします。米国市場の関心は悪影響をもたらす貿易政策から、減税や規制緩和の可能性へとシフトします。しかし債務負担をめぐる懸念が長引くなか、押し目ではファイアット通貨の代替資産である金に対する需要が伸びます。
 - 中国のリテール金需要はこの先 2025 年末まで予想を下回ります。
 - 中央銀行の金需要は想定外に下振れします。その結果、需要は歴史的に見て力強いものの、2025 年の購入量は主要金鉱山の供給の 18～20%まで減少します。
 - 金 ETF の需要は 2025 年下半期に横ばいとなり、月次ベースでは時折償還が実施されます。
-

FRB に出来ること
は？

FRB は圧力にさらされ、金は上昇

金は今年、FRB の緩和措置により少なくともある程度恩恵を受ける公算が大きいものの、トレーダーの間では利下げ回数をめぐり議論が続いています。4 月 2 日の報復関税の発表、そしてその後の貿易政策の変化を受け、金融市場では再びボラティリティが上昇し、不透明感が高まりました。そのため、FRB の政策余地は狭まり慎重姿勢を強いられています。成長減速にもかかわらず物価上昇の可能性があるため、米連邦公開市場委員会（FOMC）は脆弱さを増す市場を安定させるための適切な方法を模索しています。実際、米国の第 1 四半期の GDP 成長率（速報値）は予想を下回り、雇用コスト指数は上昇しました⁴。

FRB は「解放の日」以前から根強いインフレ圧力を闘っていました。インフレ圧力は既に米国の消費者センチメントに重くのしかかっており、個人消費の先行指標であるミシガン大学消費者信頼感指数は 4 月に 52 と、過去最低に近い水準まで落ち込みました⁵。こうした圧力に拍車をかけたのは、パウエル議長と FRB の独立性を脅かすトランプ大統領の声高な早期利下げ要求です。ほとんどの委員会メンバーがインフレリスクを理由に緩和を見送ってきたにもかかわらず、足元の市場は依然として今年 3～4 回の利下げを織り込んでいます⁶。

金は歴史的に見て、実質金利が低下し、インフレリスクが上昇し、政策の信頼性に疑問が生じたときに高騰します。現在この 3 つの要因すべてが当てはまっている可能性があります。FRB の政策見通

しは引き続きかなり流動的です。とはいえ、金融市場と経済データが潜在成長率を下回る成長を示す限り、FRBは最終的に緩和姿勢を強める公算が大きいため、金はサポートされるでしょう。

需要の牽引役

中央銀行の需要は依然として力強く、中国の需要は第2四半期に回復する見込み

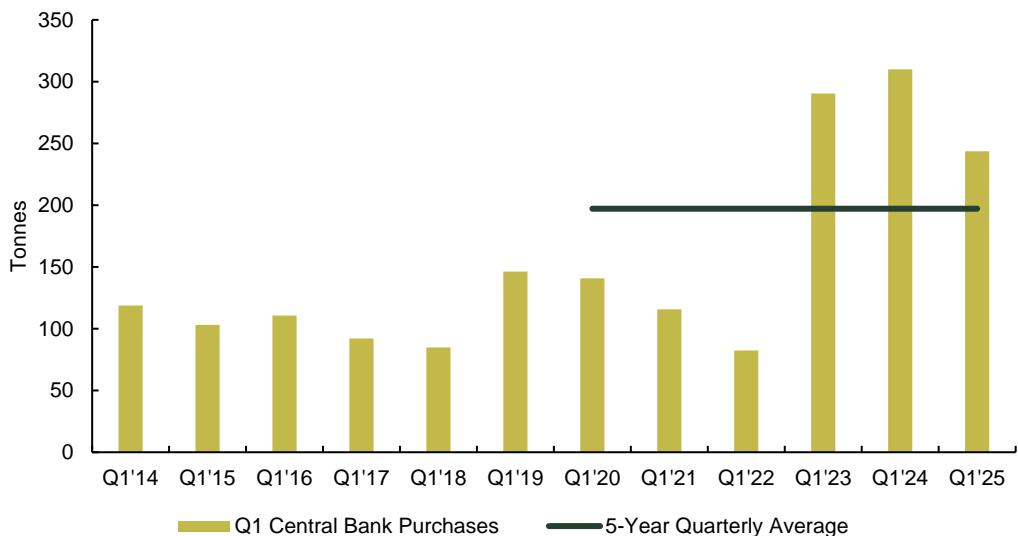
中央銀行は、金価格に対する感応度が比較的低い大規模購入者として、金価格が高騰しているときでも金準備を着実に積み上げてきました。こうした活動の持続は、通貨安に対するヘッジニーズ、不安定な地政学的状況、米国の金融優位性に対する長期的信頼感への懸念を背景に、世界的に外貨準備管理の構造が大きく変化していることを反映しています。貿易戦争が長期化すれば米国の金融覇権が損なわれる恐れがあるため、いずれ、新興国市場の中央銀行や政府系ファンドの間では、特に脱ドル化や西側諸国の金融システムへのエクスポート削減を目指すなか、金を追加購入するインセンティブがおそらく生まれるでしょう。

最新データによると、中央銀行による第1四半期の金の購入量は244トンと、前四半期から若干減少したものの依然として高水準であり、5年間の四半期平均を24%上回っています⁷。最も多く積み増したのはポーランドで、49トン増え、同国の金の総保有量は497トン、総準備に占める割合は21%となりました⁸。中国も第1四半期に13トンと、大量に積み増した国の一つです。5ヵ月連続での購入となり、2024年後半に市場に復帰して以来、購入ペースを加速させています⁹。カザフスタンも積み増しを再開し、第1四半期に6トン積み増し、総保有量は291トンに増加しました¹⁰。

第1四半期のリテール・レベルの金の投資需要は底堅く推移し、前年同期比3%増となりました¹¹。世界の金地金・金貨需要は2024年第4四半期から概ね変わらず、5年間の四半期平均を15%上回りました¹²。注目は、中国の金地金・金貨需要が123トンと、四半期ベースで過去2番目に高い水準まで増大し、前年同期比12%増、前期比48%増となったことです¹³。

中国のリテール金需要は回復中の可能性もあります。米国の関税政策の発表後、オンショア市場の金価格のプレミアムは3月の-0.1%から4月には1.3%に上昇しました。上海先物取引所(SHFE)の金先物の取引高と取引活動も大幅に増加し、人民元安、株式市場のボラティリティ、製造業の成長鈍化への関心ならびに懸念が国内で強まっていることがうかがえます。中国の現物金消費は第1四半期に季節的に落ち込んだものの、第2四半期には回復が見込まれ、西側諸国の投資需要が鈍化してもその影響は相殺されそうです¹⁴。

図表2：
四半期毎の中央銀行による金購入



出所：メタルフォーカス、ワールドゴールドカウンシル、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、2025年3月31日時点。

注記

- 1 Bloomberg Financial L.P. and State Street Global Advisors, as of 4/30/2025.
- 2 Bloomberg Financial L.P. and State Street Global Advisors, as of 4/30/2025.
- 3 Source: IMF, as of 12/31/2024.
- 4 Source: BLS, as of 4/30/2025.
- 5 Bloomberg Financial L.P. and State Street Global Advisors, as of 4/30/2025.
- 6 Source: CME FedWatch, as of 4/30/2025.
- 7 Source: Metal Focus, World Gold Council, as of 3/31/2025.
- 8 Source: Metal Focus, World Gold Council, as of 3/31/2025.
- 9 Source: Metal Focus, World Gold Council, as of 3/31/2025.
- 10 Source: Metal Focus, World Gold Council, as of 3/31/2025.
- 11 Source: Metals Focus, ICE Benchmark Administration, Refinitiv GFMS, World Gold Council, as of 3/31/2025.
- 12 Source: Metals Focus, ICE Benchmark Administration, Refinitiv GFMS, World Gold Council, as of 3/31/2025.
- 13 Source: Metals Focus, ICE Benchmark Administration, Refinitiv GFMS, World Gold Council, as of 3/31/2025.
- 14 Source: Bloomberg Financial L.P. and State Street Global Advisors, LBMA, SGE, as of 4/30/2025.

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。

実質金利

インフレ調整後の金利。物価上昇の影響を取り除くことで、真の借入れコストおよび投資による実際の利回りを反映します。

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。

中国元

中華人民共和国の公式通貨。人民元（RMB）とも呼ばれます。「CNY」は、中国本土内で政府の管理下で取引されるオシショア版の通貨を指します。

プレミアム/ディスカウント

米ドル建ての国際金価格と国内価格の差を説明する際に使用される用語。

上海先物取引所

中国の上海にある主要商品先物取引所。金属、エネルギー商品、農産物など様々な商品が取引されています。

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。

スタグフレーション

成長停滞、高失業率、物価上昇が同時に進行する経済環境。

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に手段として用いられます。

State Street Global Advisors Worldwide Entities

Abu Dhabi: State Street Global Advisors 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 Global Advisors, 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 Global Advisors Fosbury & Sons Chausée 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 Global Advisors Ireland Limited. State Street Global Advisors 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 Global Advisors, 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 Global Advisors Ireland Limited, Paris branch is a branch of State Street Global Advisors 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 Global Advisors 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 Global Advisors 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 Global Advisors 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 Global Advisors 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 Global Advisors Ireland Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) is a branch of State Street Global Advisors 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 Global Advisors 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 Global Advisors (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 Global Advisors Netherlands, Apollo Building, 7th floor Herikerbergweg 29 1101 CN Amsterdam, Netherlands. Telephone: 31 20 7181701. SSGA Netherlands is a branch office of State Street Global Advisors 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 Global Advisors 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 Global Advisors 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 Global Advisors 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 Global Advisors, 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いし 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。

© 2025 State Street Corporation.

7620090.4.2.APAC.RTL Exp date : 5/31/2026