

2025 年 11 月

ゴールド月次モニター

Aakash Doshi

Head of Gold Strategy

Diego Andrade

Senior 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）

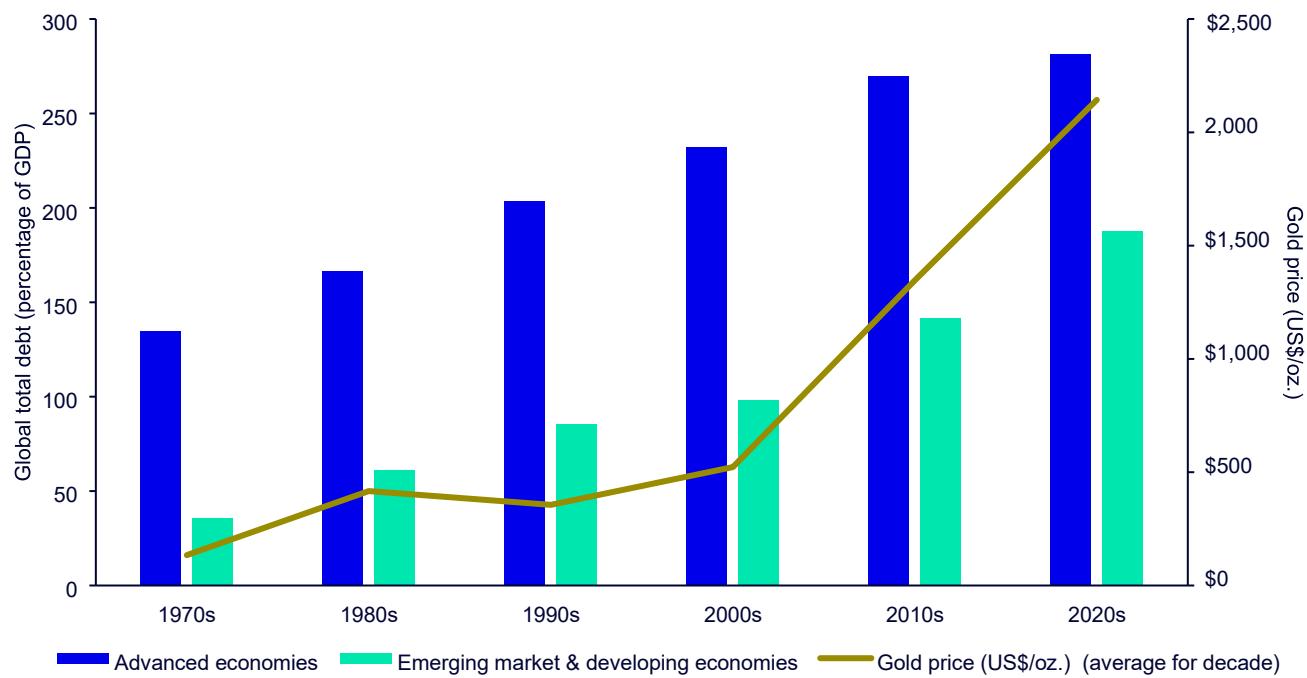
強気サイクルにおける調整局面…そして 5,000 ドルを目指す可能性

- 基本シナリオの金予想価格を 1 オンス 3,700~4,100 ドル（確率 50%）に上方修正し、強気シナリオでは同 4,100~4,500 ドル（確率 35%）に引き上げました。当社の見解では、弱気シナリオの予測上限である 3,300 ~3,700 ドル（確率 15%）は「押し目買い」の領域で、これは金価格チャートのテクニカル分析と、9 月の FRB 会合後に、FOMO（取り残される恐怖）による資金流入がいったん整理されたことが根拠です。当社が 4 月末に設定した前回の価格予測（基本シナリオ：3,100~3,500 ドル、強気シナリオ：3,500~3,900 ドル、弱気シナリオ：2,700~3,100 ドル）は過去 6 か月間変更されていませんでした。
- 2026 年に金が 1 オンス 4,800~5,000 ドルを試す展開となっても驚きはありません。10 月前半は金が「買われすぎ」状態にあった可能性がありますが、多くの指標で見ると、金はいまだに「組み入れが不十分」なポートフォリオ資産です。世界の金 E T F による金保有量は 2020 年のパンデミック時の高水準を下回ったままであり、機関投資家の COMEX 金先物・オプションにおけるネットロングポジションも過去のピーク水準を大きく下回っています。ポートフォリオ運用者が、7.3 兆ドルという記録的な資産残高を抱えるマネーマーケット・ミューチュアルファンドから資金をシフトさせるのに伴い、金には追加的な投資資金の流入が見込まれます。¹ FRB が政策金利を引き下げ、米国債のイールドカーブがさらにブル・ステイプル化する可能性があることから、リスク管理が不十分な長期デュレーションのエクスポージャーから金への資金シフトも起こり得ます。
- 2025 年第 3 四半期の金の現物需要は、記録的な高値にもかかわらず、前年比 3 %増、前四半期比でも増加し、過去最高の 1,313 トン（t）と予想外の底堅さを示しました。² 価格に敏感な宝飾品部門の需要が大きく落ち込んだ一方で、E T F 投資家、金地金/金貨購入者、中央銀行による旺盛な金購入がそれを上回る形で需要を支えました。
- 金 E T F は例年、11 月～12 月にかけて季節要因により弱含む傾向があり、上昇局面でも同様の動きが見られます（例：2020 年や 2024 年のような強気相場の年でも、この 2 ル月間は高水準の解約が見られました）。³

とはいって、2025 年末に想定される一時的な売却や利益確定の動きは、現在のマクロ環境下ではむしろ買い場になると考えます。

- 強気要因としては、（1）F R B の利下げにより金保有の機会費用が低下すること、および米ドル安の市場コンセンサス、（2）金 E T F への資金流入サイクルの持続、（3）中央銀行からの需要が堅調を維持すること、および米国の国際関与の後退と地政学的緊張の高まりを背景に 2026 年は需要が再加速する可能性があること、が挙げられます。弱気要因としては、（1）アジア太平洋地域の金の現地価格が過去最高水準となっていることによる現物需要の抑制、（2）インフレが抑制される見通しの中、2026 年に米国経済が突出して成長する米国例外主義が復活すれば、米ドル高を招き、ディベースメント取引（法定通貨の価値下落を見越した代替資産への投資）に悪影響を及ぼすこと、が考えられます。

今月のチャート：世界の債務増加に連動する金価格



出所：国際通貨基金（2025 年世界債務モニター）、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 10 月 31 日時点

注：チャートの分析方法については用語集をご覧ください

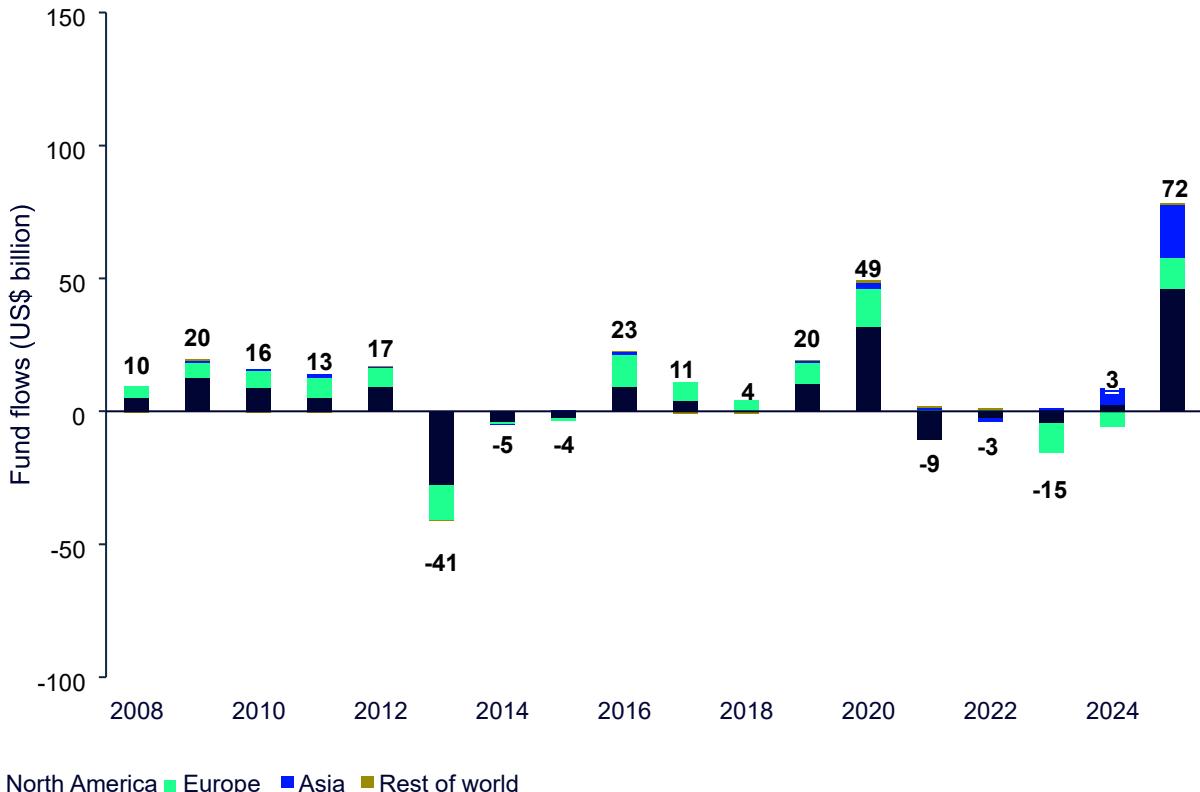
増え続ける世界の債務とそれに適応する金

- 1970 年代以降、法定通貨への移行、財政政策の積極化、金融のグローバル化により、先進国・新興国ともに債務水準が急上昇してきました。このように信用創造が制約なく行われるシステムのもとでは、市場による抑制効果

も限定的です。このマネーと債務が複合的に拡大する環境下で、金は価値を維持するための重要な基盤として役割を果たし続けています。

- 世界の債務は 2020 年に対 G D P 比で約 258% とピークに達し、現在も 235% を上回る水準で推移しており、コロナ禍前の平均水準を大幅に上回っています。⁴ 債務の対 G D P 比率が今後 3 ~ 4 倍に膨張するリスクがある中で、財政の持続可能性は限界に近づいている可能性があります。この構造的なレバレッジ依存は長期的な財政のひつ迫を示唆しており、債務の貨幣化（財政ファインナンス）や通貨価値下落の懸念に対する戦略的ヘッジ手段として金の魅力を高めています。
- 米国政府債務の利払いコストは 2000 年以降に 2 倍以上に膨らみ、今年は過去最高の 1.1 兆ドルに達しました。⁵ 平時において米国の財政赤字の対 G D P 比率が 5 % を超えるのは現代金融市場では前例がなく、⁶ 投資家が厳しい視線を向けると同時に、金のような財政リスクに対する代替ヘッジ手段への需要を高めています。現在の財政政策は依然として拡張路線にあることから、2026 年に向けて、金はこうした状況から恩恵を受け続けると見込まれます。特に、近い将来に債務・財政赤字問題の解決策が議論される見込みがない状況ではなおさらでしょう。

図表 2：世界の金 E T F への資金流出入トレンド



■ North America ■ Europe ■ Asia ■ Rest of world

出所：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 10 月 31 日時点

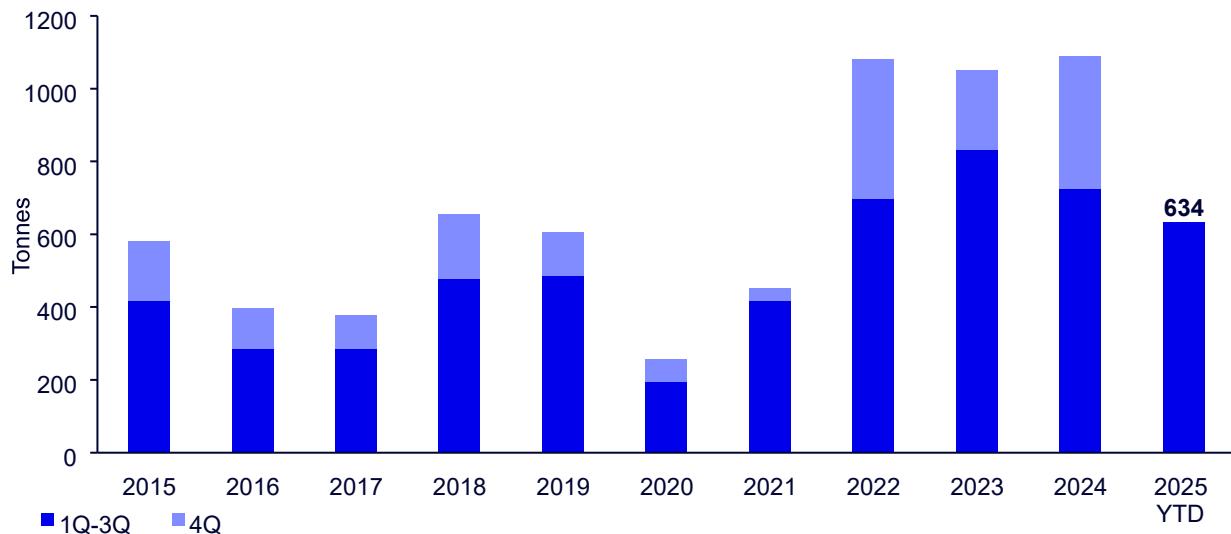
金 E T Fへの資金流入は堅調を維持し、2026 年には拡大余地あり

10月は、金 E T Fに約 82 億ドルの資金が流入しました⁷。第3四半期の記録的な流入額 260 億ドル（2020 年第2四半期の従来の四半期最高額 240 億ドルを更新）に続く流れです⁸、年初来の累計流入額は現在約 720 億ドルに達し、2020 年通年実績を既に上回っています。⁹

とはいえ、金の保有量から見ると拡大の余地があります。現在の E T F 積み増しサイクルは 2024 年 5 月に始まり、78 週が経過した時点で保有量は 3,887 トンで、812 トン増加しています（2020 年 11 月のピークを 42 トン下回る）。¹⁰ 参考までに、過去 2 回の長期サイクルは 2008 年終盤～2012 年終盤（221 週間、1,823 トン増加）と 2016 年初頭～2020 年終盤（253 週間、2,341 トン増加）でした。¹¹ 現在の局面は、両サイクルと比べると、期間の長さにおいてそれぞれ 35%、31%、増加量においてそれぞれ 45%、35%に過ぎません。

もし例年通り 11 月～12 月の季節要因による弱含みがなければ、E T F の総保有量が過去最高を更新する可能性もあります。

図表3：中央銀行による金の年間需要



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・インベストメント・マネジメント。2025 年 10 月 31 日時点

新興国がけん引した 2025 年第 3 四半期の中央銀行による購入

中央銀行は第3四半期も構造的な金需要の源泉となり、価格上昇にもかかわらず購入は堅調を維持しました。これは金価格の下限水準を押し上げ、価格の下方変動リスクの抑制に寄与しています。

公的部門による金購入は、2四半期連続の需要減速を経て再加速しました。約 220 トンという購入量は、前四半期（172 トン）比で 28% 増、5 年間の四半期平均（207 トン）を 6 % 上回り、前年同期比（199.5 トン）では 10% 増となりました。¹² 第 3 四半期末までの年初来購入量は 634 トンに達し、過去 3 年間の同時期を下回るもの、2022 年以前の年間平均 400～500 トンを大幅に上回る水準となりました。¹³

新興国中央銀行は引き続き需要全体に大きく貢献しています。カザフスタン国立銀行が当四半期最大の買い手となり、金準備は 18 トン増加し 324 トンに達しました。¹⁴ ブラジル中央銀行は 2021 年 7 月以来の購入再開に踏み切り、9 月に 15 トン追加して総保有量は 145 トンに増加しました。¹⁵ また、トルコ中央銀行は第 3 四半期に 7 トンを購入し、総保有量を 641 トンに拡大しました。¹⁶

2025 年通年の購入量は、過去 3 年間に見られた約 1,000 トンの水準には届かず、従来からの当社予想である約 900 トン近くになる見込みですが、それでも少なくとも 1960 年代以降で上位 4 番目の年間購入量となります。¹⁷ 価格上昇にもかかわらず第 3 四半期に購入が回復したことは、公的部門の需要が戦略的性質を持つことを改めて示しています。実際、年初来最大の買い手であるポーランド国立銀行は、準備資産に占める金の目標比率を 20% から 30% に引き上げました。¹⁸ こうした記録的な水準の中央銀行需要が常態化する一方で、金 E T F への資金流入や民間向け金地金・金貨の購入が残存需要ギャップの一部を吸収しています。

F R B のタカ派的利下げは依然として金保有者に追い風

最新の米国インフレ指標では、9 月のコア C P I と総合 C P I はともに予想をわずかに下回る緩やかな鈍化が確認されました。¹⁹ その結果、F R B は 10 月の米連邦公開市場委員会（F O M C）で政策金利を 25 ベーシスポイント引き下げ 4.0% とし、2026 年にもさらなる利下げ余地を残す長期的な緩和サイクルを継続しています。²⁰

政策当局者はまた、量的引き締めを 12 月 1 日に終了する方針を示唆しました。これにより流動性が供給され、長期金利に下押し圧力が加わる可能性があります。²¹ 金利引き下げと量的引き締めの終了が相まって、他の条件が同じであれば、米国債イールドカーブ全体において実質金利が低下し、現金を保有する魅力は減退するでしょう。実質金利が低下するにつれ、金を保有する機会費用は減少します。これは、F R B が持続的な緩和局面に入った可能性がある中で、金に対するエクスポージャーを戦略的に維持または増加させることが有利になる環境を下支えします。

注記

- 1 Source: ICI, as of 9/30/2025.
- 2 Source: World Gold Council, as of 10/31/2025.
- 3 Source: Bloomberg Financial L.P., & State Street Investment Management, data sourced from 2005-2024.
- 4 Source: International Monetary Fund: 2025 Global Debt Monitor, State Street Investment Management, as of 10/31/2025.
- 5 Source: Bloomberg Financial L.P., & State Street Investment Management, as of 10/31/2025.
- 6 Source: International Monetary Fund: 2025 Global Debt Monitor, State Street Investment Management, as of 10/31/2025.
- 7 Source: World Gold Council, as of 10/31/2025.
- 8 Source: World Gold Council, as of 10/31/2025.
- 9 Source: World Gold Council, as of 10/31/2025.
- 10 Source: World Gold Council, State Street Investment Management, as of 10/31/2025.
- 11 Source: World Gold Council, State Street Investment Management, as of 10/31/2025.
- 12 Source: World Gold Council, as of 10/31/2025.
- 13 Source: World Gold Council, as of 10/31/2025.
- 14 Source: World Gold Council, as of 10/31/2025.
- 15 Source: World Gold Council, as of 10/31/2025.
- 16 Source: World Gold Council, as of 10/31/2025.
- 17 Source: World Gold Council, State Street Investment Management, as of 10/31/2025.
- 18 Source: World Gold Council, as of 10/31/2025.
- 19 Source: Bloomberg Financial L.P., & State Street Investment Management, as of 10/31/2025.
- 20 Source: Bloomberg Financial L.P., & State Street Investment Management, as of 10/31/2025. Note 4% is Federal Funds Target – Upper Bound.
- 21 Source: Bloomberg Financial L.P., & State Street Investment Management, as of 10/31/2025.

用語集

今月のチャートの分析方法

先進経済圏には、ユーロ圏、フランス、ドイツ、イタリア、日本、英国、米国が含まれます。新興市場・開発途上国には、ブラジル、インド、南アフリカ、中国を除く新興市場・開発途上国が含まれます。[本稿](#)で提示される中国の公的債務データは、IMF 職員が作成した対 中国第 4 条協議報告書における推計値よりも一般政府の範囲が狭くなっています（両推計値の調整については IMF [2023](#) を参照）。中国の民間部門債務には、地方政府の資金調達プラットフォームである地方融資平台の債務の 1/3 およびその他の予算外政府基金債務が含まれます。注：10 年単位（例：1970 年代）を示す列の数値は、当該 10 年間（例：1970-1979 年）の平均債務水準を示します。グループ集計値は、債務の時系列統計を少なくとも 1 種類報告している国をすべて用いて算出されています。総債務統計と公的・民間債務内訳との整合性を確保するため、当該債務時系列データを一度も報告したことのない国については、グループ集計値算出時に欠損債務データはゼロとして扱います。過去に債務時系列データを報告したことがあるものの近年報告がなされていない国については、直近報告以降は名目債務残高が変化していないと仮定して欠損値を補完しています。

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、真の借り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。

脱ドル化

各国が国際貿易、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、自國通貨の主権確保の取り組みがあります。

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 10 月 31 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関す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・インベストメント・マネジメント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。

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.

7620090.10.2.APAC.RTL Exp date : 11/30/2026