

2025 年 10 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）

1970 年代を彷彿とさせる市場環境で、金価格は 1 オンス 4,000 ドルの扉を叩く

- ・ FOMO（取り残される恐怖）が支配する現在の環境下では、スポット金価格が 1 オンスあたり 4,000 ドルの大台に乗るのは可能性ではなく時間の問題だと思われます。当社は、第 4 四半期か 2026 年初めまでに 4,000 ドルを突破する確率を 75%とみています。2025 年は、金のリターンが 1979 年以降で最高となる見込みです¹。
- ・ 1 オンス 3,500 ドルが新たな下値支持帯になるとみられます。特に 11 月/12 月は金 E T F が季節要因により低迷する傾向にあるだけに、第 4 四半期に金価格が 7 ~ 8 % 下落する可能性はありそうですが、そうした押し目にはいずれ買いが入ると考えます。当社が注視している主なファクターは以下の通りです：

—**米ドルの下落トレンド**：ドルが年率で 1970 年代以来の急落を記録しつつあるなか²、金はデノミネーション効果（為替変動による価格への影響）から恩恵を受けています。また、米国内のインフレと財政刺激が続くなかで F R B の利下げサイクル再開は、米国債イールドカーブの一段の**ブル・スティープ化**を促す可能性があります（これは金価格を下支えし、米ドルを下押しする可能性があります）。

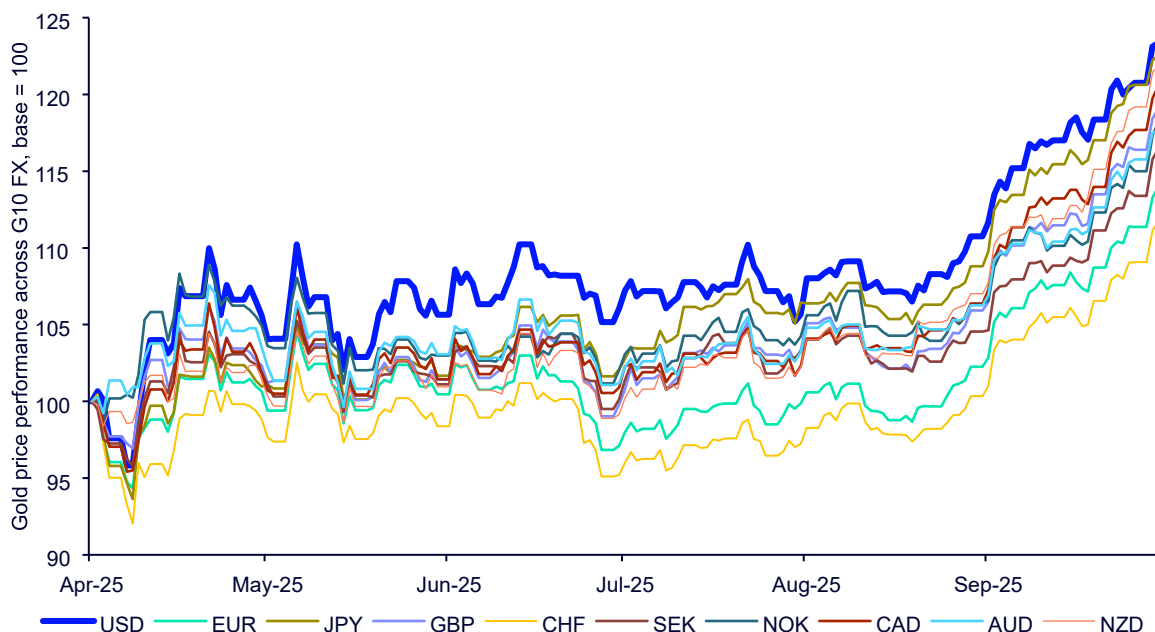
—**E T F への資金流入**：2025 年の世界の金 E T F への資金流入は、名目額ベース、保有量ベースいずれにおいても 2020 年以来の高水準となっています³。しかし、金 E T F 全体の現物保有量はパンデミック時のピークを超えておらず⁴、さらなる買い余地を示唆しています。金 E T F への資金流入は、金の需給バランスを大きく引き締める可能性があり、今年の記録的高値をけん引する主要因となっています。

—**スタグフレーションリスク**：歴史的に、低成長・高インフレの局面で金はアウトパフォームしてきました⁵。今夏に成長率が回復したものの、民間調査（ADP リサーチ・インスティテュートなど）や政府（米労働統計局）統計に基づく米労働市場は軟化しています⁶。一部の物価指標やインフレ調査は、関税政策をめぐる不確実性の中でインフレが再燃するリスクを浮き彫りにしています⁷。こうした懸念は F R B も共有しています。ソフトランディングが依然として可能性の高い基本シナリオではあるものの、労働市場の持続的な弱さは、リセッションやスタグフレーションのリスクを高め、金への資金配分を後押しします。

—**「無相関」な金現物消費**：2022 ~ 24 年のピークからは減少しているものの⁸、各中央銀行は健全なペースで金保有量を増やし続けています。中国のリテール金需要も予想を上回っています。これらは、金価格の上昇に拍車をかける重要な固有要因です。

—**不確実性プレミアム**：経済・外交政策の結果として、最も可能性が高いとされるシナリオの幅が広がるにつれ（特に米政府機関の閉鎖が長引いた場合）、金はボラティリティとリスクオフ・ヘッジから恩恵を受けられると思われます。

図表 1 : スポット金価格の G10 通貨建てパフォーマンス

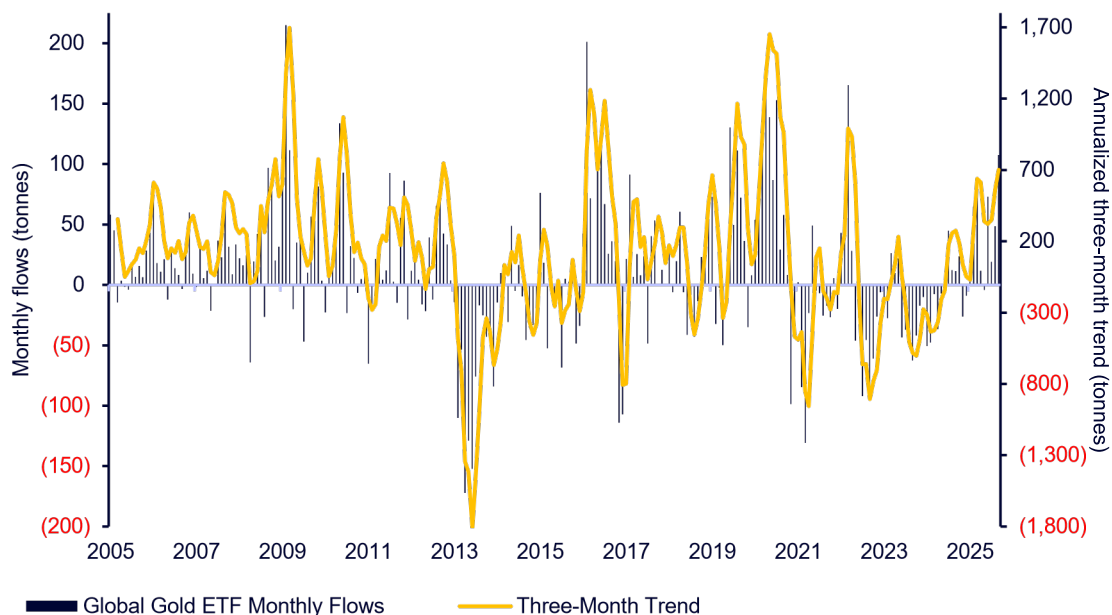


出所：ブルームバーグ・フィナンシャル L.P.、ステート・ストリート・インベストメント・マネジメント データ期間：2025 年 4 月～9 月

「解放の日」は金強気派を「解放」したのか？

- 金価格は年初来で全ての主要通貨建てで大幅に上昇していますが、「解放の日」以降は米ドルに対して最も上昇しており、特にスイスフランやユーロと比べてそれが顕著です⁹。これは、米ドル安ヘッジが活発化していることと、中期的な米ドル安見通しがコンセンサスとなりつつあることを示唆しています。金は主に米ドル建てで取引・価格設定されるため、米ドル安はデノミネーション効果を通じて金価格上昇に直結します。米景気の縮小や現政権の米ドル安志向は、金などの代替資産への需要を後押しします。
- F R B が利下げサイクルを再開するなか、金価格は主として以下に挙げる 2 つの経路を通じて下支えされる可能性があります：（１）無利息資産である金を保有することの機会費用の低下、（２）米国債イールドカーブがさらにブル・スティープ化する可能性（総合的にみて米ドルにとってマイナス要因となります）。
- 金利差により、機関投資家にとっては対ユーロよりも米ドルでの金のロングが有利となる可能性があります。米ドル安見通しがコンセンサスであり続ける限り、国内外双方の投資家から金に対してより強気なポジションが構築されると予想されます。

図表 2：世界の金 E T F への資金流入の推移

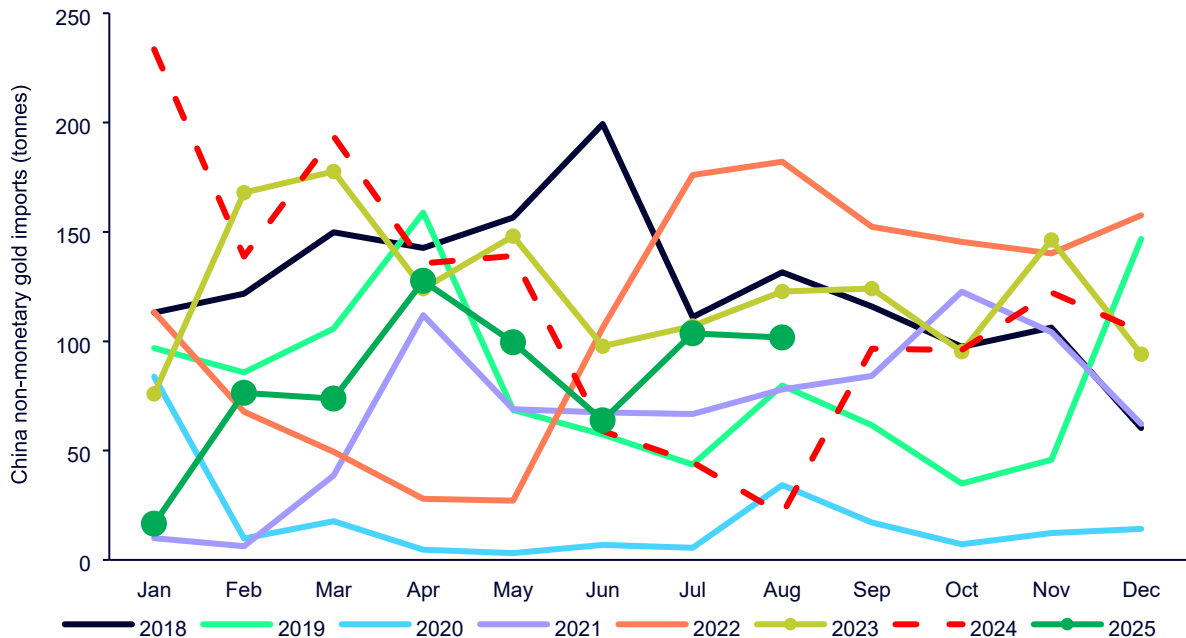


出所：ブルームバーグ・フィナンシャル L.P.、ステート・ストリート・インベストメント・マネジメント データ期間（2005 年 1 月～2025 年 9 月）

金 E T F 投資が再び活性化、さらなる拡大の余地も

- 2025 年の金 E T F への資金流入は 2000 年以来の高水準となっており、2025 年 9 月の月間流入額は米ドル建て名目額ベースで過去最高を記録しました¹⁰。しかし、トン数ベースの総保有量は依然としてパンデミック時のピークを下回っています。これにより、たとえ金 E T F の買いがコンセンサストレードだとしても、金の保有が過剰ではないことが示唆されます。
- 個人投資家の金 E T F 保有の大部分は課税口座にあり、今年の並外れた価格上昇を受けて第 4 四半期には一部ポートフォリオのリバランスが発生する可能性があります。歴史的に、11 月/12 月は季節要因も金 E T F の資金フローにネガティブに働く傾向にあります。¹¹
- しかし、長期保有者には含み益が蓄積されており、株価が最高値水準にあることや、今年は債券もプラスのパフォーマンスを上げていることから、節税目的の売り需要は少ないとみられるため、過度な利益確定や解約が起こることはなさそうだと当社はみています。

図表 3：中国の通貨以外の用途の輸入量

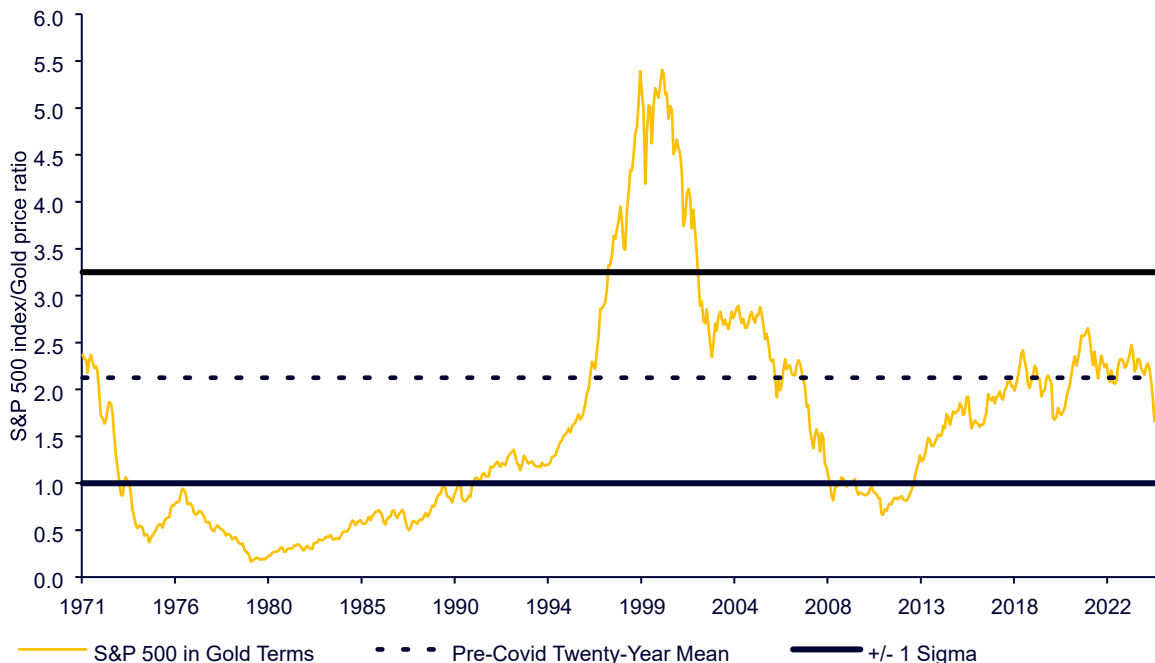


出所：中国税関、ステート・ストリート・インベストメント・マネジメント データ期間：2018 年 1 月～2025 年 9 月

「無相関」な現物金需要が固有の下支え要因に

- 新興国の中央銀行は引き続き金準備を積み増しています。購入量は 2022～24 年のピークからやや減少傾向にあります（当社の予想通り）、それでも歴史的にみて高い水準を維持しています¹²。中央銀行による金購入は、地経学的・戦略的性質が強く、その他の金消費（宝飾品など）に比べて価格弾力性が低い傾向にあります。これは、金価格をより高い水準で下支えし、ダウンサイド・ボラティリティを抑制する構造的要因となります。
- 中国の通貨以外の用途の金輸入から推測される中国のリテール金需要は、今夏に予想を上回る伸びを見せました。今年 7～8 月の取引量は 105 トンを超え、前年同期の 66 トンを大きく上回りました¹³。いまだ続く米中貿易摩擦の影響、人民元安ヘッジ、不動産市場回復の心許なさが金消費を支えている可能性があります。さらに、アジア太平洋地域各国の政策措置は、同地域の金需要のトレンドをさらに支える可能性があります。

図表 4 : 金換算でみた S&P 500 指数



出所 : ブルームバーグ・フィナンシャル 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 データ期間 : 1971 年～2025 年

記録的な株高と低ボラティリティにもかかわらず金価格が上昇

- 夏の間、テック株が反発を続けるなか、金価格は 1 オンス約 3,250～3,350 ドルのレンジ内にとどまり、S&P500 指数は金換算ベースで緩やかに上昇しました¹⁴。しかし、S&P500／金価格比率は 9 月に急低下し、3 月以降、パンデミック前の平均値を下回る水準で推移しています¹⁵。これは、金価格を支える長期的な要因が存在し、不確実性プレミアム（恐らくは米国の貿易、財政赤字、外交政策、インフレをめぐる不確実性に関連している）が織り込まれている可能性が高いことを示唆しています。
- 確かに、過去の市場パターンにのつとると、クロスアセット・ボラティリティが急低下するなかで米国株式市場が 4 月半ばの調整局面から 8～9 月に新たな強気相場に移行する過程では、金市場の調整が伴ったはずですが。しかし、同期間を通じて金価格は底堅さを示し、その後、第 3 四半期末にかけて最高値を更新する上昇を見せました¹⁶。
- 米国株が過去最高水準にあるなかで金が最高値を更新していることは、他の条件が全て同じであれば、次のリスクオフ局面やボラティリティショック時において金保有の魅力が高める可能性があります。

注記

- 1 Source: Bloomberg Financial L.P. and State Street Investment Management, as of 9/30/2025.
- 2 Source: Bloomberg Financial L.P. and State Street Investment Management, as of 9/30/2025.
- 3 Source: Bloomberg Financial L.P. and State Street Investment Management, as of 9/30/2025.
- 4 Source: Bloomberg Financial L.P. and State Street Investment Management, as of 9/30/2025.
- 5 Source: Bloomberg Financial L.P. and State Street Investment Management, as of 9/30/2025.
- 6 Source: Automatic Data Processing, Bureau of Labor Statistics, State Street Investment Management, as of 9/30/2025.
- 7 Source: Bloomberg Financial L.P. and State Street Investment Management, as of 9/30/2025.
- 8 Source: World Gold Council, State Street Investment Management, as of 9/30/2025.
- 9 Source: Bloomberg Financial L.P. and State Street Investment Management, as of 9/30/2025.
- 10 Source: Bloomberg Financial L.P. and State Street Investment Management, as of 9/30/2025.
- 11 Source: Bloomberg Financial L.P. and State Street Investment Management, as of 9/30/2025.
- 12 Source: World Gold Council, State Street Investment Management, as of 9/30/2025.
- 13 Source: Bloomberg Financial L.P. and State Street Investment Management, as of 9/30/2025.
- 14 Source: Bloomberg Financial L.P. and State Street Investment Management, as of 9/30/2025.
- 15 Source: Bloomberg Financial L.P. and State Street Investment Management, as of 9/30/2025.
- 16 Source: Bloomberg Financial L.P. and State Street Investment Management, as of 9/30/2025.

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。

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

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、自国通貨の主権確保の取り組みがあります。

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, Brienner 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 9 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関し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・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.

7620090.8.2.APAC.RTL Exp date : 10/31/2026