

2026年3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）

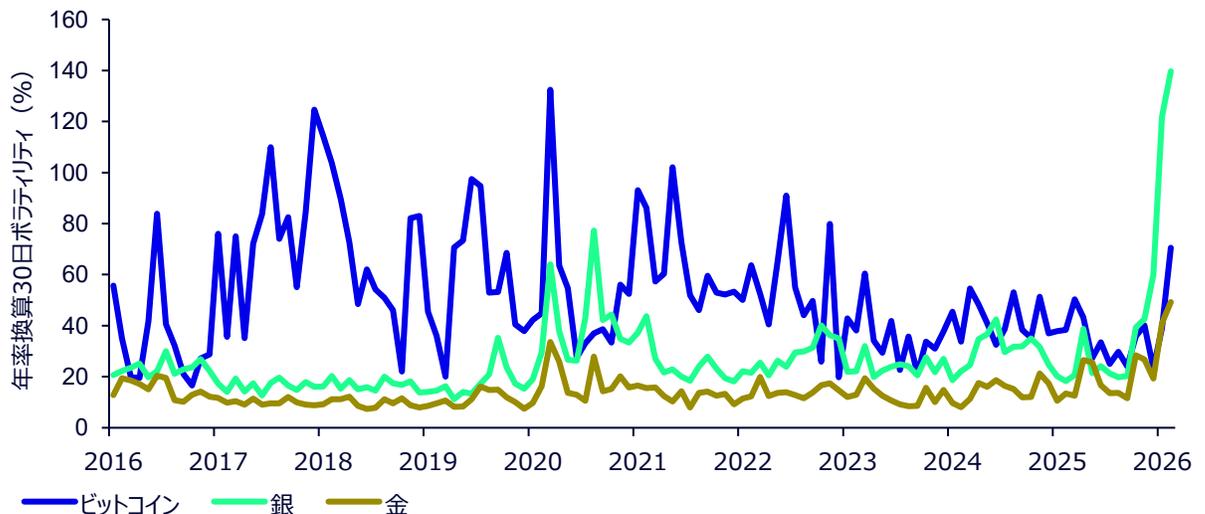
地政学的環境とグローバルなマクロ環境は引き続き追い風

- 中東で地政学的緊張が再び表面化して原油価格が少なくとも一時的に急騰したことから、マクロ市場において米ドルや金などの安全資産に対する需要が高まっています。石油関連商品は総合消費者物価指数（CPI）の重要な原動力であり、生産者物価指数（PPI）の主要構成要素であることから、米国のブレイクイーブン・インフレ率の上昇は3月初旬の米国債利回りに上昇圧力を与えています。
- 金のスポット価格は2月に7.9%上昇し、1オンス5,250ドルを超えました。これに対し銀は10.1%上昇し、ビットコインは14.7%下落、コモディティ価格は1.1%の上昇にとどまりました¹。リスク調整後ベースでは、金は銀、ビットコイン、S&P 500指数を2カ月連続でアウトパフォームしています²。イラン情勢がさらに緊迫化した場合、1オンス5,500～5,600ドルを再び試す展開が3月に訪れる可能性があります。
- 2月の米国上場金ETFへの純資金流入額は45億ドルに上り、2026年年初来の累積流入額は105億ドルに達しました。これは、2025年1～2月の63億ドルを上回っています³。先月指摘したとおり、金価格が2025年に約65%上昇したにもかかわらず、世界のETFおよびミューチュアル・ファンド（投資信託）に占めるグローバルの金ファンド資産の割合は、2025年末時点でわずか1.0%弱にとどまりました⁴。金は依然としてポートフォリオにおける保有比率が相対的に低い資産であることから、2026年にかけて戦術・戦略の両面から保有拡大の余地が大きいと当社はみています。
- 米ドルは年初来で軟調な動きが続いているものの2月はほぼ横ばいとなり、3月初旬には上昇に転じています。ウォール街のコンセンサスは依然として弱気であり⁵、米ドル建て効果を通じて金や貴金属価格に追い風となる可能性があります。金は年初来から米ドル・ベースで堅調に推移しており、特に一部の高ベータ通貨（オーストラリア・ドル、ノルウェー・クローネ、ニュージーランド・ドル）をアウトパフォームしています。G10通貨のインブライド・ボラティリティは1月に上昇した後、2月には落ち着きましたが、3月に再び上昇する可能性があります⁶。
- 利息を生まないコモディティである金を保有する機会費用は2月も引き続き低下しました。米国イールドカーブの中期ゾーンにおける実質利回りは大幅に低下し、5年物インフレ連動米国債（TIPS）の利回りは1.0%を試す展開となり、2022年末以来の低水準となりました⁷。米国債利回りはここ数週間、すべての年限を通

じて低下しています。短期金利のトレーダーは7月の利下げを強く織り込んでおり、2026年の累積利下げ幅を約57ベーシスポイント（bp）と予想しています⁸。

- 金価格に対する当社の見通しは引き続き強気に傾いています。当社の基本シナリオは1オンスあたり4,750～5,500ドル（50%の確率）で、強気シナリオでは5,500～6,250ドル（35%の確率）を目標レンジとしています。当社は、1オンスあたり4,400～4,600ドルのレンジにきわめて強力な下値支持線があると見ており、弱気シナリオでは4,000～4,750ドル（15%の確率）を引き続き予想しています。

今月のチャート：金はビットコインや銀と比較して「低ボラティリティ」資産



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（2016年1月～2026年2月）。注記：データはロリング時系列における実現30日価格ボラティリティ（年率）を示しています。

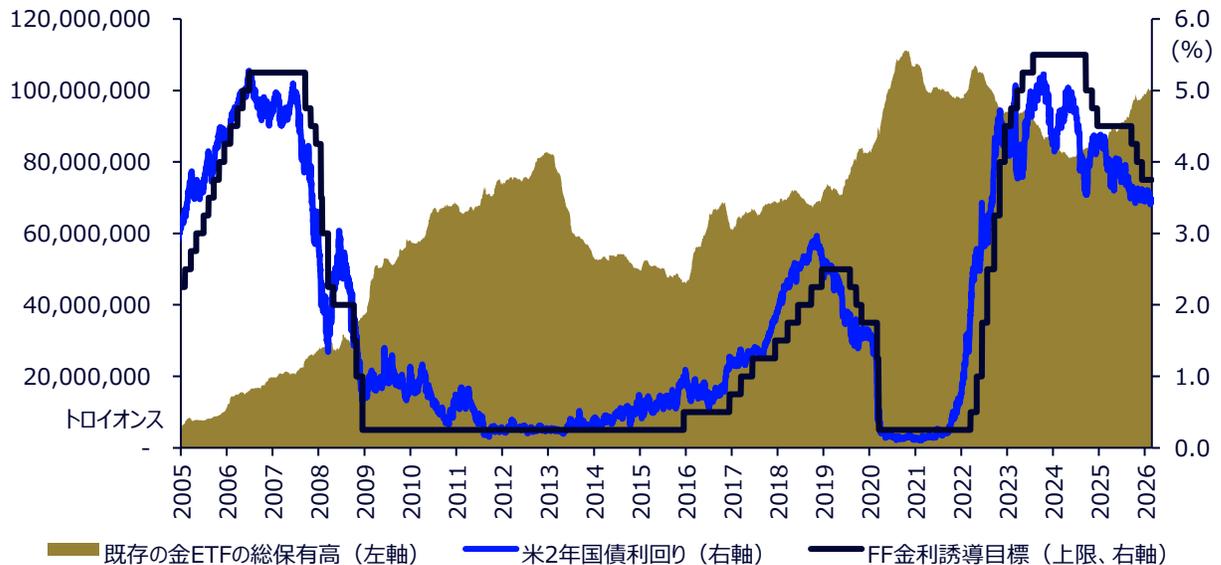
フィアット通貨のオルタナティブ資産への投資を検討する際は価格ボラティリティ差に留意

- 2025年には[グローバルなデバースメント取引](#)（通貨価値切り下げトレード）が勢いを増し、個人投資家や機関投資家がビットコインや銀、金への資産配分を増やしました。しかし、これらのフィアット通貨のオルタナティブ資産は、特に過去の価格ボラティリティや下落幅を考えると、[オルタナティブ資産にはなり得ません](#)。通貨の下落リスクや購買力低下リスクをヘッジしようとする投資家は、次のように自問するかもしれません。「エクスポージャーをとろうとしているのは、低ボラティリティのフィアット通貨のオルタナティブ資産なのか、それとも高ボラティリティの投機的資産なのか？」
- 過去10年間の30日移動平均ボラティリティのデータによると、ビットコインは約52.0ポイント、銀は約25.1ポイント、そして金は約13.6ポイントのボラティリティ資産です⁹。つまり、過去10年間でビットコイン価格のボラティリティは金の約4倍、銀は金の約2倍でした。注目すべき点は、同期間に金価格のボラティリティはS&P500指数よりも約1.5ポイント低かった一方、ビットコインと銀のボラティリティはS&P500指数を上回る水準を維持し、米国株式市場に対するベータは引き続き高い傾向にあります¹⁰。大幅な価格下落は、過去のボラティリティ・パターンと一致しています。2016年1月から2026年2月にかけて、ビットコインは8%を超え

る月次の下落を 30 回記録、銀は同様の下落を 9 回記録したのに対し、金は米大統領選後の 2016 年 11 月に 1 回記録したのみでした¹¹。

- 2016 年以降における金市場の平均月次リターンはビットコインや銀に劣るものの、金融市場での流動性、分散効果および相対的な価格安定性は、フィアット通貨のオルタナティブ資産へのエクスポージャーを求める投資家にとって重要な検討事項です。重要な点は、主要新興国の中央銀行も自国の準備資産分散戦略の一環として、ビットコインや銀ではなく金を購入していることです。これらを総合すると、金はポートフォリオにおける左側のテールリスクに対するヘッジ手段として捉えることができるでしょう。ビットコインや銀にもフィアット通貨のオルタナティブ資産としての特性は一部ありますが、当社はこれら 2 つの資産は、右側テールリスクを有する高ボラティリティの資産と見ています。実際、2026 年にオルタナティブ・フィアット通貨市場全体でボラティリティが急上昇した局面でも、金は他のフィアット通貨のオルタナティブ資産よりも価格変動が小さく安定していました。

図表 2 : 短期利回りの低下に伴い金 ETF の需要は増える傾向



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 2026 年 2 月 28 日時点

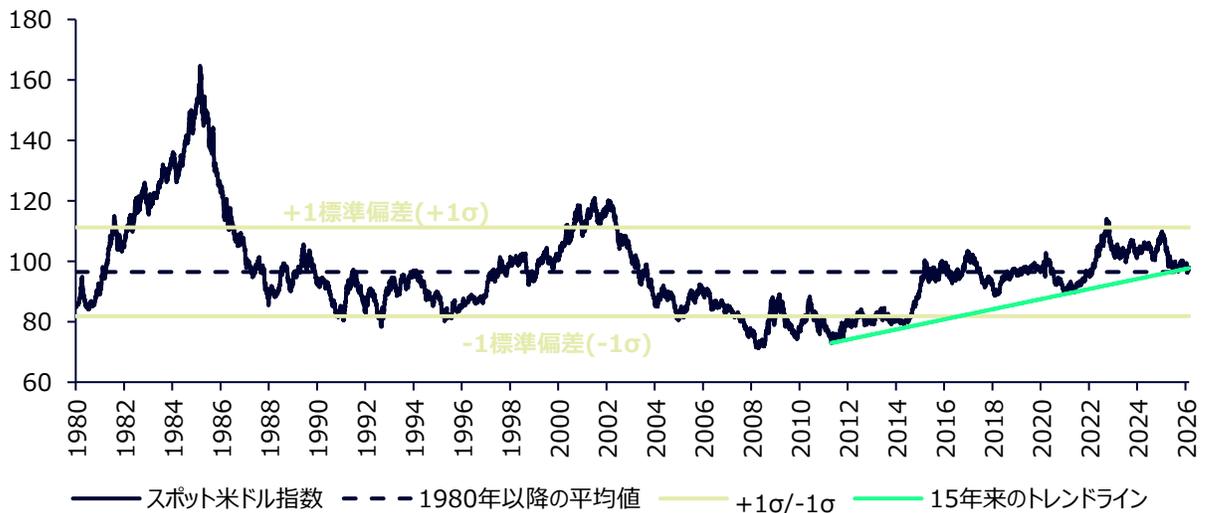
FRB 指導体制の明確化と利回りのシグナルが金 ETF への需要をどう変えるか

- 当社は以前、[米連邦準備制度理事会（FRB）の議長交代における政策の不透明性に対する金のヘッジ効果](#)についてレポートを発表しましたが、その中で指摘した「政策の不透明性チャネル」が顕在化しているようです。ケビン・ウォーシュ氏が次期 FRB 議長に指名されたことを受け、市場は今後の金融政策フレームワークを再評価しつつあります。ウォーシュ氏は一貫して、「中央銀行のファストフードを脇に置くべきだ」と主張してきました¹²。これは、短期的なデータ・サプライズへの過度な依存、過剰なフォワード・ガイダンスおよび戦術的なメッセージの発信を避け、より明確なマニフェストと規律ある政策運営を重視することを意味します。同氏がこれまで、信頼性、抑制的な市場介入、データに対する謙虚な姿勢を重視してきたことを受け、市場が低成長・低インフレの環境

を織り込みやすくなる可能性があります。こうした状況は歴史的に、短期利回りの低下と金などの実物資産ヘッジに対する需要の増加と連動してきました。

- 2026年1月30日に新たなFRB議長が発表されて以降、2年物米国債利回りは12~15bp程度低下し、2年物米国債利回りと政策金利（フェデラルファンド金利）の誘導目標レンジ上限との差は再び拡大し始めています。¹³ これは早期緩和シナリオに向けたポジション調整がすでに始まっていることを示唆している可能性があります。短期金利が引き続き低下した場合、短期金利のボラティリティは低下すると見込まれます。それに伴い、実質および名目金利の低下に対して正のコンベクシティを有する、金裏付けETFなどの資産へ資金移動する機会が生じるものとみられます。
- 歴史的に見て、短期利回りの低下と金ETFへの大量の資金流入は同時発生することが多くありました。図表2が示すとおり、ブルームバーグが算出する既存の金ETFの総保有高は、2年物米国債利回りの低下に伴って増加する傾向にあります。2026年の金融緩和の道筋がより大きく市場に織り込まれた場合、「期待実質金利の低下→金ETF保有高の増加→現物市場のひっ迫化→金価格への上昇圧力」というよく知られたフィードバック・ループが再び現れる可能性があります。

図表3：米ドルは長期的なサポート水準を試している



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。データは2026年2月28日時点。米ドルはスポットの米ドル指数で示されています。記載されているパフォーマンスデータは過去のパフォーマンスです。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

構造的な米ドル安基調が引き続き金の選好要因となる可能性

- 米ドルは2025年に約9.4%下落し、年間下落率としては2017年以来最大となりました。これは1971年に米国が金本位制を停止して以来、9番目に大きな下落率となります¹⁴。2025年の米ドル安は、金のドル建て価格に起因する米ドルとの長年の逆相関を反映し、2025年に金価格が上昇する主な要因となりました。

その後、米ドルは1月下旬に4年ぶりの安値を更新し、足元では1980年以降の長期平均と15年来のトレンドラインの双方を試す展開となっています¹⁵。3月には米ドルを安全資産として買い戻す動きがありましたが、米ドルが節目となる水準を明確に割り込んだ場合は、構造的な米ドル安局面の始まりを示唆する可能性があります。その場合は、歴史的に見て持続的な金需要を支える環境となります。

- 金融制裁の対象先を広げる動きにより資金を米ドルから金に移す分散投資が加速しており、世界の外貨準備に占める米ドルの割合は1994年以降の低水準（約40%）まで低下する一方、金の割合は1991年以降の高水準（約30%）まで上昇しています¹⁶。2025年末時点で、米ドルの準備高は前年比約12%減少した一方で、金の準備高は前年比約40%増加しています¹⁷。
- 米ドルは、1月後半にG7間金利との乖離が一時的に生じた後は安定し、G7の金利格差が示唆する水準まで戻りましたが、全体としてのバイアスは依然として下方向です¹⁸。米国債カーブのスティープ化、米財政赤字の拡大、対外政策と貿易政策に関する不透明感の高まりが相まって、マクロ環境は米ドルに不利な方向へ傾いています。これは、米国債に対する海外投資家の需要に影響を及ぼす可能性があります。コンセンサス予想では、米ドルは2026年末にかけてさらに3%程度下落すると見込まれ¹⁹、目先のコンセンサスリスクは、米ドルの持続的な安全資産としての反発ではなく、米ドルが再び下落方向に傾いていることを示しています。

注記

- 1 Source: Bloomberg Financial L.P., SSIM, as of 02/27/2026
- 2 Source: Bloomberg Financial L.P., SSIM, as of 02/27/2026
- 3 Source: World Gold Council, SSIM, as of 02/28/2026
- 4 Source: Morningstar, World Gold Council, State Street Investment Management, as of 12/31/2025
- 5 Source: Bloomberg Financial L.P., SSIM, as of 02/27/2026
- 6 Source: Bloomberg Financial L.P., SSIM, as of 02/27/2026
- 7 Source: Bloomberg Financial L.P., SSIM, as of 02/27/2026
- 8 Source: Bloomberg Financial L.P., SSIM, as of 02/27/2026
- 9 Source: Bloomberg Financial L.P., SSIM, as of 12/31/2025
- 10 Source: Bloomberg Financial L.P., SSIM, as of 12/31/2025
- 11 Source: Bloomberg Financial L.P., SSIM, as of 02/27/2026
- 12 Source: Remarks by Kevin Warsh – Commanding Heights: Central Bank at a Crossroads IMF Lecture Hosted by G30, as of 04/25/2025
- 13 Source: Bloomberg Financial L.P., SSIM, as of 12/31/2025
- 14 Source: Bloomberg Financial L.P., SSIM, as of 12/31/2025
- 15 Source: Bloomberg Financial L.P., SSIM, as of 02/27/2026
- 16 Source: Bloomberg Financial L.P., SSIM, as of 02/27/2026
- 17 Source: Bloomberg Financial L.P., SSIM, as of 12/31/2025
- 18 Source: Bloomberg Financial L.P., SSIM, as of 02/27/2026
- 19 Source: Bloomberg Financial L.P., SSIM, as of 12/12/2025

用語集

中央銀行：一つの国または国家連合で用いられる通貨と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。

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。

RSI (Relative Strength Index : 相対力指数)：直近の価格変動の速さと大きさを、0 から 100 の尺度で測定するモメンタム指標。一般に 70 を超えると買われ過ぎ（過熱）とされ、30 を下回ると売られ過ぎと判断されます。

レフトテール・ヘッジ：株式急落、政策ショック、通貨の不安定化など、極端に悪い市場結果（下振れ）からポートフォリオを守るためのポジション。金は、市場全体におよぶストレス局面における過去のパフォーマンスから、レフトテール・ヘッジとして位置づけられることが多いです。

30 日移動平均ボラティリティ：資産の過去 30 日間のリターンを年率換算標準偏差を測定、変動するリスクを示すため毎日更新されます。価格変動の激しさを定量し、価が高いほどリスクが大きいことを示します。

G10 通貨インプライド・ボラティリティ：G10 通貨（オーストラリア・ドル、カナダ・ドル、スイスフラン、ユーロ、ポンド、円、ノルウェー・クローネ、ニュージーランド・ドル、スウェーデン・クローナ、米ドル）ペアの将来の価格変動幅に対する市場の先行き予想を示します。

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., Toranomom Hills Mori Tower 25F 1-23-1 Toranomom, 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 2026 年 3 月 2 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。そのような記述は、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ります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

© 2026 State Street Corporation.

7620090.13.1.APAC.RTL Exp date : 3/31/2027