2026 年 11 月

ゴールド月次モニター

Aakash Doshi, Head of Gold Strategy
Diego Andrade, Senior Gold Strategist
Mohamad Abukhalaf, Gold Strategist
Tom Lam, Gold Strategist
アーロン・チャン, ゴールド・ストラテジスト（日本）

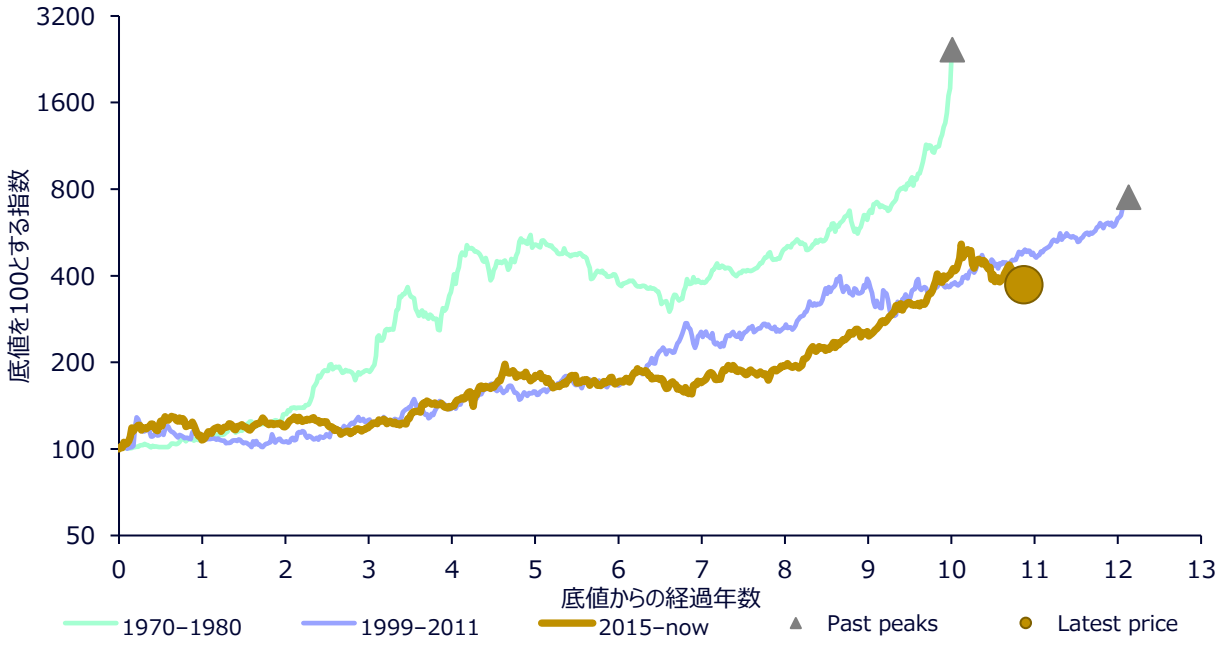
金は弱含むも終わりではない…変化するマクロ環境の中でなお上昇余地を探る

- 金価格は 10 月に 6.8%下落しましたが、他の法定通貨代替資産の下落幅はさらに大きくなりました。例えば、銀のスポット価格は 18.7%、ビットコイン価格は 7.4%下落しました。[1] 米国に上場する金上場投資信託（ETF）の交換（解約）は比較的限られ、先月のセクター全体からの資金流出額は 6 億 5,000 万ドルにとどまりました。その結果、年初来の当セクターへの資金流入額は減少したものの、依然として 31 億ドルという堅調な水準を維持しています。[2] ここ数週間で期近のスポット価格連動コールオプションは、プットオプションに対して相対的に割安になり、短期的には市場センチメントを悪化させているものの、より長期の金オプション市場では引き続き、プットよりコールが選好されるスキュー（傾き）となっています。[3]
- 9 月から 10 月にかけて金市場で 13.1%の調整が起きた戦術的な要因は主に、次の 3 点だと思われます。（1）米連邦準備制度理事会（FRB）が明確に金融引き締め路線を維持していること。市場が織り込んでいる今後 9 カ月間の利上げ回数が比較的少なく、実際には実施されない可能性があるとしても、この姿勢に変わりはありません（図表 2）、（2）人工知能（AI）・テクノロジー株の下落局面において、安全資産を求める資金が米長期国債に向かったこと。第 4 四半期初めには、10 年物実質利回りが従来に比べて魅力的な 3.0%近辺まで上昇、（3）9 月初旬以降、米ドルが約 3.0%反発したこと。ドル高は通貨換算効果を通じて金価格に下押し圧力となります。[4]
- とはいえ、コロナ禍後の金相場を支える構造的な要因は、次の点から健在であるとみられます。（1）世界の政府債務残高が、絶対額でも世界全体の債務に占める割合においても記録的な高さにあり、[5] エネルギー価格の上昇や軍事支出によってさらに悪化していること、（2）株式と債券の相関が歴史的に高い水準にある中で、流動性が高く分散効果がある資産への需要が高まっていること[6]、（3）中央銀行による金需要が堅調であること（2026 年は前年比 6%増）[7]、（4）中国の個人投資家による金購入が過去最高水準にあること（2026 年は前年比 67%増）[8]、（5）貿易や世界的な地政学情勢を巡るマクロ経済政策の不透明感が高いままであること。当社は、こうした構造的な要因が、直線的な道筋を辿らないとしても、中長期的に金への投資配分を下支えすると予想しています。

Information Classification: General

- 当社は、金を取り巻く短期的・長期的要因を踏まえ、今後 12 カ月の金の価格見通しを調整しています。基本シナリオ（確率 60%）では、金価格を 1 オンス当たり 4,500～5,250 ドルと予想し、2027 年に金価格が 1,000 ドルの値動きを見せる場合は、下落ではなく上昇の見方を維持します。弱気シナリオ（確率 35%）では、3,750～4,500 ドルのレンジを想定しています。当社の見解では、3,800～4,100 ドルの水準は、長期的な戦略保有を目的とする投資家にとって、魅力的な買い場となるはずです。

図表 1：長期的な強気相場は、歴史的に異なる軌跡をたどった



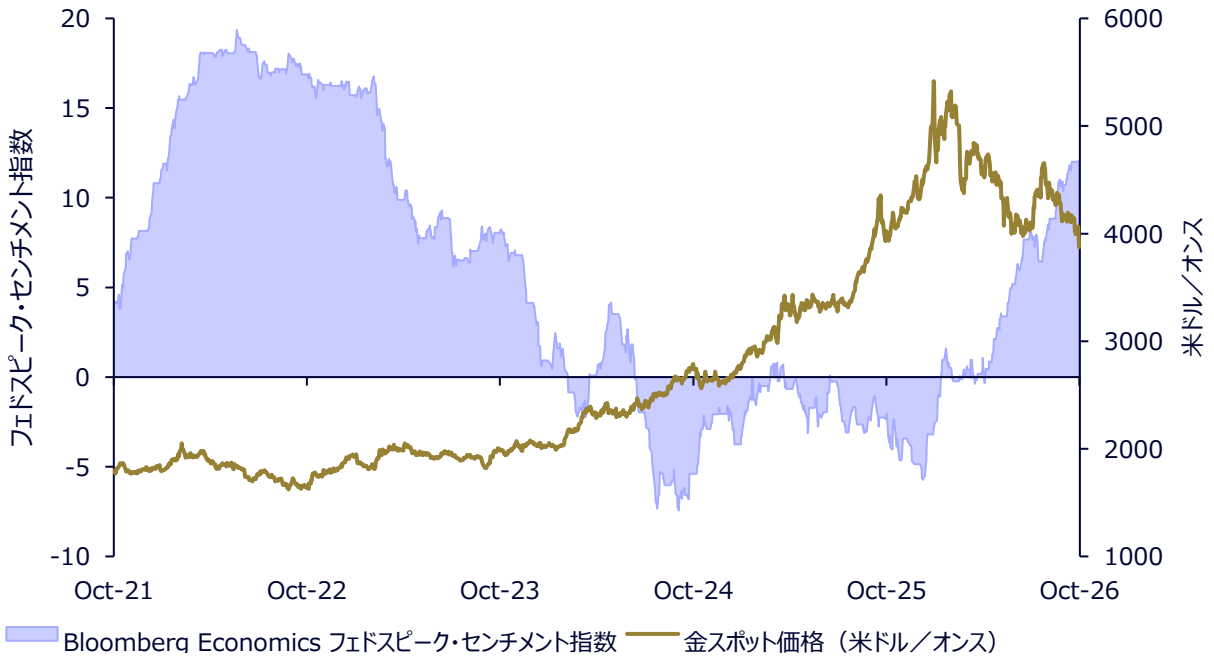
出所：ステート・ストリート・インベストメント・マネジメント、ブルームバーグ・ファイナンス L.P.、2026 年 10 月 31 日時点。**記載されているパフォーマンスは過去のパフォーマンスです。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。**

過去の調整局面と金の価格サイクルにおける上昇余地

- 歴史的に見て、長期的な金の強気相場は、大幅な価格調整を経ながらも長期的な上昇トレンドが損なわれなかったことに特徴があります。現在の金価格は、1 月下旬、すなわちイラン紛争が始まるおよそ 1 カ月前に付けた 1 オンス当たり 5,417 ドルの史上最高値を約 28.5%下回っています。[9] その後に起きたエネルギー価格の急騰は、金が持つ伝統的な安全資産としての魅力に逆風となりました。インフレ懸念が高まったことで、市場は FRB の金融政策見通しをよりタカ派的に見直し、米ドルも反発したためです。[10] しかし、こうした短期的な逆風にもかかわらず、当社は現在の長期的な金の強気相場を支えるファンダメンタルズはなおも健在であり、長期的には金価格がさらに上昇すると考えています。

- 1970 年代に、金価格は 1974 年 12 月から 1976 年 8 月にかけて 46.4%の大幅なドローダウン（下落）に見舞われ、以前の高値を回復するまで約 3.6 年かかりました。しかし、1976 年の底値から 1980 年 1 月までの間に、金価格は 721%上昇しました。同様に、2008 年の世界金融危機（GFC）を通じて、金価格は約 29%下落しました。当時は市場全体に混乱が広がる中で、金が流動性や現金を確保する手段として利用されたためです。しかし、金価格は調整を経て 2011 年 9 月までに 167%上昇しました。こうした実績を背景に、現在の約 28.5%という価格調整幅は、1970～1980 年および 1999～2011 年の長期的な強気相場サイクルにおいて、金価格が 10%超調整した際の平均下落率（それぞれ 25.1%、18.7%）を上回っています。[11]
- 2015 年下半期の底値から、現在の長期的な金の強気相場での上昇率が約 269%であるのに対し、1999～2011 年のサイクルでは 652%、1970～1980 年のサイクルでは 2,344%の上昇率を記録しました。また、現在の年換算上昇率は 12.8%であり、1999～2011 年の強気相場における 18.3%に比べると、より緩やかなペースで進行しています。さらに、底値から同じだけの期間が経過した時点から見ると、1999～2011 年のサイクルでは、その後さらに 58%上昇して相場サイクルのピークに到達しました。このことは、現在の金相場サイクルに、なお一段の上昇余地があることを示しています。[12]

図表 2：金価格が調整する中、FRB の発言はタカ派に転換



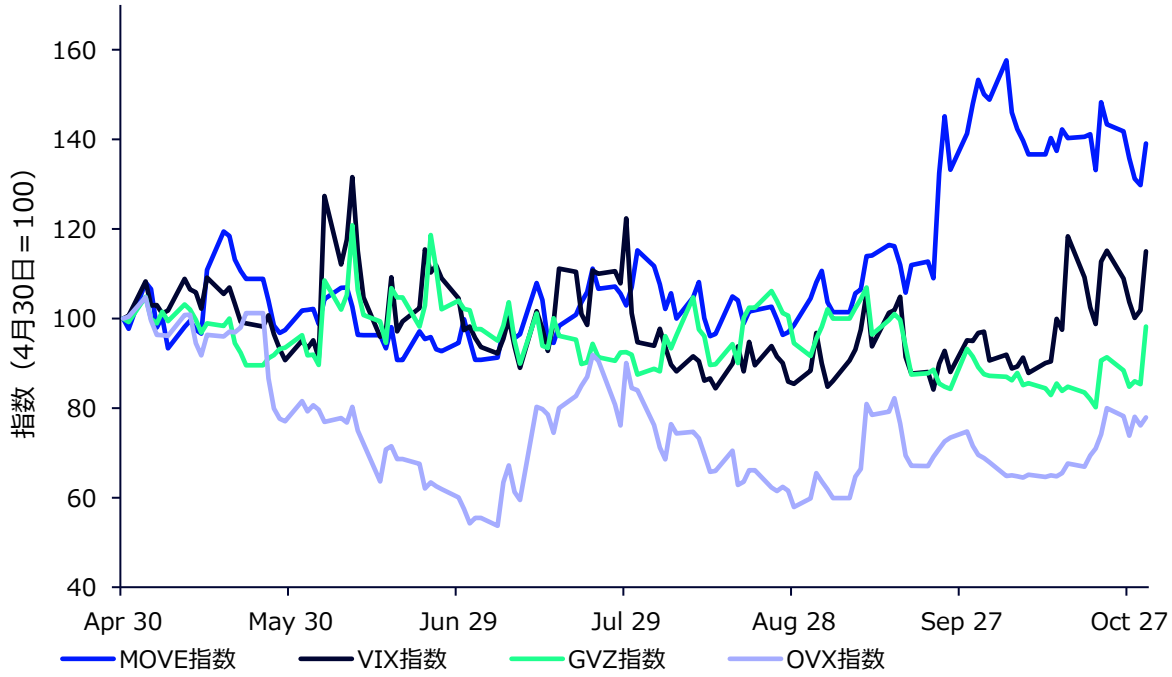
出所：ステート・ストリート・インベストメント・マネジメント、ブルームバーグ・ファイナンス L.P.、2026 年 10 月 31 日時点。**記載されているパフォーマンスは過去のパフォーマンスです。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。**

FRB の金融政策局面における金価格と今後の見通し

- フェドスピーク・センチメント指数（FRB 発言センチメント指数）は FRB 高官による公開発言のトーンを数値化したものであり、数値が高いほど金融政策がよりタカ派的であることを示します。同指数は 2022 年に 19 近くまで上昇しましたが、同年の金価格はほぼ横ばいで終わりました。これは、各国中央銀行による記録的な金の買い入れと、米国外の個人投資家による金地金や金貨へのおう盛な需要が、金 ETF からの資金流出を吸収したためです。[13] その後、2024 年から 2026 年第 1 四半期にかけて金融政策がハト派に転じると、金価格は 1 オンス当たりおよそ 2,000 ドルから、5,000 ドルを超える過去最高値まで上昇しました。金はこれら両方の局面で底堅さを示しました。当初は実質金利に左右されない買い手によって支えられ、その後は ETF 投資家が上昇を主導しました。[14]
- 最近の FRB 高官の発言がタカ派に転じるとすぐに、金価格は史上最高値から約 28.5%下落し、4,000 ドルを下回る水準まで下がりました。これは、フェドスピーク・センチメント指数が前回の金融引き締めサイクルである 2022 年当時の水準に近づいたためです。当時、金価格の平均は、1 オンス当たり約 1,800 ドルでした。[15] しかし、直近の価格調整にもかかわらず、金価格は 2022 年を上回る水準を維持しています。これは、1 回の金融政策サイクルにおける取引対象としてではなく、時間をかけて徐々に価値を高める戦略的な分散投資の対象として金を捉えるべきとの見方を裏付けています。
- FRB は 10 月の会合で政策金利を据え置きました。第 3 四半期の実質 GDP 成長率は年率換算 3.4%と堅調でしたが[16]、エネルギー価格の上昇や借入コストの増加によって、成長ペースがどれほど持続できるかという疑問が投げかけられています。市場は、9 月の利上げ後、さらに最大 3 回の追加利上げを織り込んでいます。仮に合計 4 回の利上げが実施されたとしても、それは歴史的に見れば比較的浅い引き締めサイクルであり、2015 年 12 月から 2018 年 12 月の間に行われた 9 回の利上げには遠く及びません。[17] 政策金利であるフェデラルファンドレート（FF）金利の先物市場は、最初の利下げが 2027 年 9 月か 10 月の会合で実施される可能性を織り込んでいます。[18] 市場がこうした政策転換を織り込み始める中、金価格はより素早く反応する可能性があります。また、景気減速リスクが高まれば、利下げが前倒しされる可能性もあります。

Information Classification: General

図表 3：金、株式、金利、原油価格が示唆する予想（インプライド）ボラティリティ



出所：ステート・ストリート・インベストメント・マネジメント、ブルームバーグ・ファイナンス L.P.、2026 年 10 月 31 日時点。**記載されているパフォーマンス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。**注：ボラティリティ指標はオプション価格に基づいて算出されます。MOVE 指数は金利、VIX 指数は S&P500 指数による米国の株価、GVZ 指数は金価格、OVX 指数は原油価格の各インプライド・ボラティリティを表わします。

米国金利市場の不確実性が高まるも、金価格のボラティリティは落ち着いている

- 金価格のインプライド・ボラティリティは、第 1 四半期に歴史的な高水準まで急上昇した後、直近ではやや上昇したものの、過去 6 カ月間では低下しました。また、実現ボラティリティも最近ではインプライド・ボラティリティをやや下回る水準にとどまっており、金市場全体のボラティリティが落ち着いている状況と整合的です。[19]
- 資産クラス全体を見ると、ボラティリティは近年、ますます異なる動きを見せています。米国で金利市場のボラティリティが高止まりする一方、株式市場のボラティリティは比較的抑えられています。また、原油市場でもボラティリティが高まる局面が見られます。金利市場とエネルギー市場を巡る不透明感は引き続き、幅広く金価格のボラティリティに影響を与える重要な要因です。特に、FRB の政策見通しや短期金利予想の変化、米ドルの基調的な変化、さらには一部の投資家にとって実質利回りの上昇がより大きな妙味をもたらすことから、流動性確保のために金が売却される局面を通じて影響が表れます。[20]
- 最近の金価格と金利のボラティリティのかい離は、金利の不確実性が高まったとしても、必ずしも同じように金価格のボラティリティ上昇につながるわけではないことを示しています。それでも、米金利と原油価格のインプライド・

ボラティリティが冬場を通じて高止まりする場合は、幅広いマクロ経済環境が、金価格や相場の基調に大きな影響を与え続ける可能性があります。政府債務や財政赤字の拡大は、原油価格上昇に伴うインフレ圧力によってさらに悪化する可能性があり、構造的に資産を配分する投資家からの金投資への需要を一段と押し上げるかもしれません。

Information Classification: General

脚注

1 Source: State Street Investment Management, Bloomberg Finance L.P., as of October 31, 2026.

2 Source: State Street Investment Management, Bloomberg Finance L.P., as of October 31, 2026.

3 Source: State Street Investment Management, Bloomberg Finance L.P., as of October 31, 2026.

4 Source: State Street Investment Management, Bloomberg Finance L.P., as of October 31, 2026.

5 Source: IIF, as of September 30, 2026.

6 Source: State Street Investment Management, Bloomberg Finance L.P., as of October 31, 2026.

7 Source: World Gold Council, as of September 30, 2026.

8 Source: China Customs, as of September 30, 2026.

9 Source: State Street Investment Management, Bloomberg Finance L.P., as of October 31, 2026.

10 Source: State Street Investment Management, Bloomberg Finance L.P., as of October 31, 2026.

11 Source: State Street Investment Management, Bloomberg Finance L.P., as of October 31, 2026.

12 Source: State Street Investment Management, Bloomberg Finance L.P., as of October 31, 2026.

13 Source: State Street Investment Management, World Gold Council, as of October 31, 2026.

14 Source: State Street Investment Management, World Gold Council, as of October 31, 2026.

15 Source: State Street Investment Management, Bloomberg Finance L.P., as of October 31, 2026.

16 Source: State Street Investment Management, Bloomberg Finance L.P., as of October 31, 2026.

17 Source: State Street Investment Management, Bloomberg Finance L.P., as of October 31, 2026.

18 Source: State Street Investment Management, Bloomberg Finance L.P., as of October 31, 2026.

19 Source: State Street Investment Management, Bloomberg Finance L.P., as of October 31, 2026.

20 Source: State Street Investment Management, Bloomberg Finance L.P., as of October 31, 2026.

Information Classification: General

用語集

中央銀行：金融政策の運営、通貨の管理、および金融システムの安定維持を担う国家または地域の機関。中央銀行はまた、公的準備資産の一部として金（ゴールド）を保有しています。

ドローダウン：資産価格が以前の最高値からその後の最安値まで下落した割合。

フェデラルファンド（FF）金利先物：実効 FF 金利に連動する先物契約であり、将来の米連邦準備制度理事会（FRB）の政策金利決定に対する市場の予想を評価するために利用されています。

フェドスピーク・センチメント指数：Bloomberg Economics が算出する指数で、FRB 高官による公開発言の金融政策に関するトーンを測定するものです。数値が高いほど、政策に対するスタンスがよりタカ派的であることを表わします。

金 ETF：金への投資機会を提供する上場投資信託（ETF）のこと。ファンドへの資金流入やファンドからの資金流出は、投資家の需要の変化を表わします。

金のスポット価格：即時（現物）受け渡しされる金の市場価格。通常は 1 トロイオンス当たりの価格が米ドル建てで表示されます。

GVZ 指数：SPDR Gold Shares ETF（GLD）のオプション価格に基づいて算出される、短期予想の価格変動率（ボラティリティ）の指標。金のインプライド・ボラティリティ指標として利用されています。

タカ派： インフレを抑制するため、一般に金利を引き上げる、または高い金利水準を維持することで、金融環境の引き締めを重視する金融政策スタンスを指します。

インプライド・ボラティリティ：オプション価格から算出され、市場が予想する将来の価格変動の大きさを表わす指標。

MOVE 指数：オプション価格に基づいて算出される、米国債市場における予想ボラティリティを表わす指標。

オプションスキュー：権利行使価格が異なるオプションの間に見られるインプライド・ボラティリティの差。下落リスクに対する保険（プロテクション）と上昇余地へのエクスポージャーに対する市場の相対的な値付けの違いを反映しています。

OVX 指数：ユナイテッド・ステイツ・オイル・ファンド（USO）のオプション価格に基づいて算出される、短期的な予想ボラティリティの指標。原油価格のインプライド・ボラティリティを表わす指標として利用されています。

実現ボラティリティ：過去の特定の期間における、実際に資産価格が変動した大きさを示す指標。

実質利回り：インフレ率調整後の債券利回り。実質利回りが上昇すると、金のように利息を生まない資産を保有する機会費用が高まる可能性があります。

長期的な強気相場：短期的な価格調整があるものの、長期的には上昇基調が持続する相場を意味します。

株式・債券の相関：株式と債券のリターンの関係を示す指標。正の相関が高くなると、両方の資産を保有することから得られる分散投効果が低下する可能性があります。

VIX 指数：オプション価格に基づいて算出される、今後 30 日間の S&P 500 指数の予想ボラティリティを表わします。

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, 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 2026 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 資産運用業協会、日本証券業協会

© 2026 State Street Corporation.
7620090.20.1.APAC.RTL　Exp date : 11/30/2027