

2026 年 10 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

アーロン・チャン

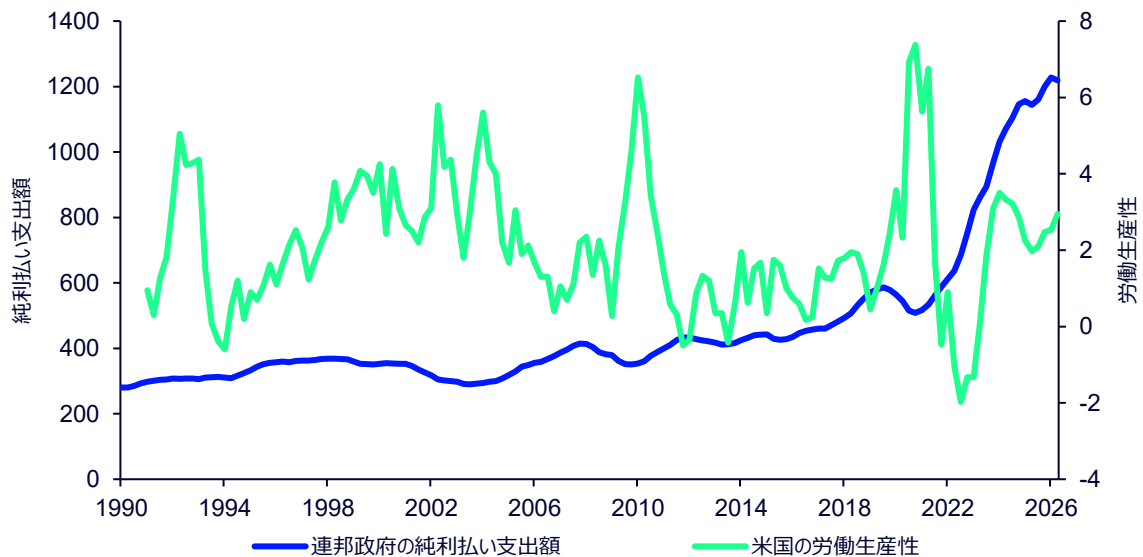
ゴールド・ストラテジスト（日本）

FRB と米ドルの逆風下でも、金は底堅さを維持

- 9 月の金のスポット価格は、銀が 9.2%、コモディティ全体が 0.6%下落する中、6.3%下落しました。当社は、ジャクソンホール会議後に米連邦準備制度理事会（FRB）がタカ派姿勢に転じると予想していました。連邦公開市場委員会（FOMC）は 9 月に政策金利を 25 ベースポイント（bp）引き上げ、短期金融市場は、8 月 25 日時点で 2026 年 9 月～2027 年 6 月までの利上げ（0.25%ポイント）を累計 1.5 回分しか織り込みませんでしたが、足元では今後 9 カ月に追加で 3.3 回分の利上げを見込んでいます。¹
- その後、米国債利回りが全年限で上昇したことから、米ドルは 2 カ月ぶりの高値となりました。ドル建て取引の影響と利息を生まない資産を保有する機会コストの上昇が金の重しとなりました。しかし当社は、金地金市場は依然として底堅く、金融政策や金利の変動を比較的落ち着いて吸収してきたと考えています。実際、長期ゾーンの米国債の名目利回りを実質利回りが数十年ぶりの高水準にあるにもかかわらず、米国上場の金上場投資信託（ETF）には、第 3 四半期に 117 億ドルの資金が流入し、売りが広がった 9 月にも 37 億ドルの新規資金が純流入しました。これにより、第 2 四半期に同セクターから流出した 56 億ドルを上回る資金が戻ったことになります。当社は、投資家が金を為替変動に対するヘッジ、法定通貨に代わる資産、ポートフォリオの分散手段として活用し、引き続き戦略的な資産配分を行っていると考えています。²
- 金の上昇サイクルを支える構造的な要因、すなわち過去最高水準にある政府債務、中央銀行や中国の個人投資家によるおう盛な現物需要、脱ドル化の流れ、地政学的・経済的な不確実性の高まり、および株式と債券の高い相関性は引き続き健在とみられます。実際、金利の上昇は G10 諸国の債務返済コストと財政不均衡を悪化させる可能性があります。中国では、2026 年に国内の金価格プレミアムが急上昇し、これは冬場の季節的な需要が力強いものになる前兆とも考えられます。中国の個人向け金輸入量は、今年 1～8 月に過去最高の 1,141 トンに達しました。価格が大幅に上昇しているにもかかわらず、2018 年、2023 年、2024 年の同時期の需要水準を上回っています。³

- 当社は、金価格が 2027 年第 1 四半期末までに 4,750～5,500 ドル／オンスに上昇する基本シナリオの予測を維持しますが、FRB と米ドルの足元の逆風を踏まえ、その確率を 70% から 60% に引き下げます。確率 35% の弱気シナリオでは、金価格は今後 6～9 カ月にわたり、2026 年第 3 四半期に実現した 4,000～4,750 ドルのレンジで推移すると見えています。

図表 1：FRB の次の政策判断ミスとなる可能性は？生産性向上に賭ける



出所：ブルームバーグ・ファイナンス 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 9 月 30 日時点。注：労働生産性は、非農業事業部門の時間当たり生産高を用い、その前年比伸び率の 12 カ月移動平均で示しています。連邦政府の利払い費は、純利払い支出額で測定しています。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。

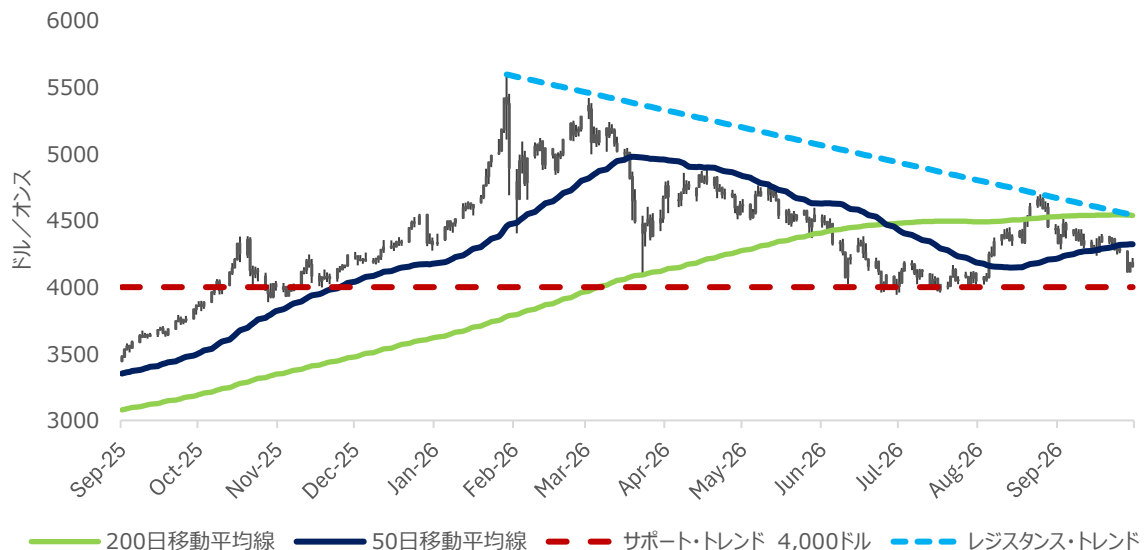
生産性を過大評価するリスク

- 資産市場が FRB の政策判断ミスと受け止めた最近の例としては、2013 年のテーパー・タントラム、2018 年後半の金融引き締めとバランスシート縮小、2021 年にインフレを一過性に見なしたことが挙げられます。⁴ 次の誤りは、AI がもたらす生産性の向上によって、経済が引き締めの金利水準に耐えられると想定することかもしれません。生産性の向上が想定より遅れた場合、長期にわたる金融引き締めによって景気減速のリスクが一段と高まる可能性があります。債務返済コストの上昇が、家計、企業、連邦政府の重荷となるためです。経済や政策の不確実性が高まれば、ポートフォリオの分散手段としての金の需要が増え、金価格を下支えする可能性もあります。
- インフレ率は 2021 年以降、FRB が掲げる 2% の目標を上回って推移しており、9 月の経済見通し（SEP）では、2026 年のコア PCE インフレ率の予測が 0.1%ポイント上方修正され、3.4%となりました。⁵ SEP では、コア PCE インフレ率が 2%に戻るのは 2029 年と予測されており、⁶ 2027 年にかけてインフレが高止まりするリスクを裏付けています。その場合は、経済成長が失速しかねない一方で債務返済コストが上昇し、FRB の利下げ余地は限られ、スタグフレーション的な状況が生じる可能性があります。政策対応が遅れたり、ばらつき

が生じたりすれば、景気見通しに対する信頼感が損なわれ、価値の保蔵手段としての金の魅力が一段と高まる可能性があります。

- 政策判断ミスが再び起こり、それがインフレの過小評価ではなく生産性の過大評価に起因する場合は、金は独自の優位性を持つといえるかもしれません。FF（フェデラルファンド）レートの誘導目標レンジの上限は現在4%ですが、市場は来年夏までに4.75～5%のレンジへの引き上げを織り込んでいます。⁷ 生産性向上の効果が表れるまでに時間がかかれば、市場が見込む利上げの道筋が経済の基礎的な供給能力と整合しない可能性があります。そうした予測が見直されれば、政策と市場のボラティリティが高まり、金への投資需要を下支えする可能性があります。

図表 2：金のテクニカル概要



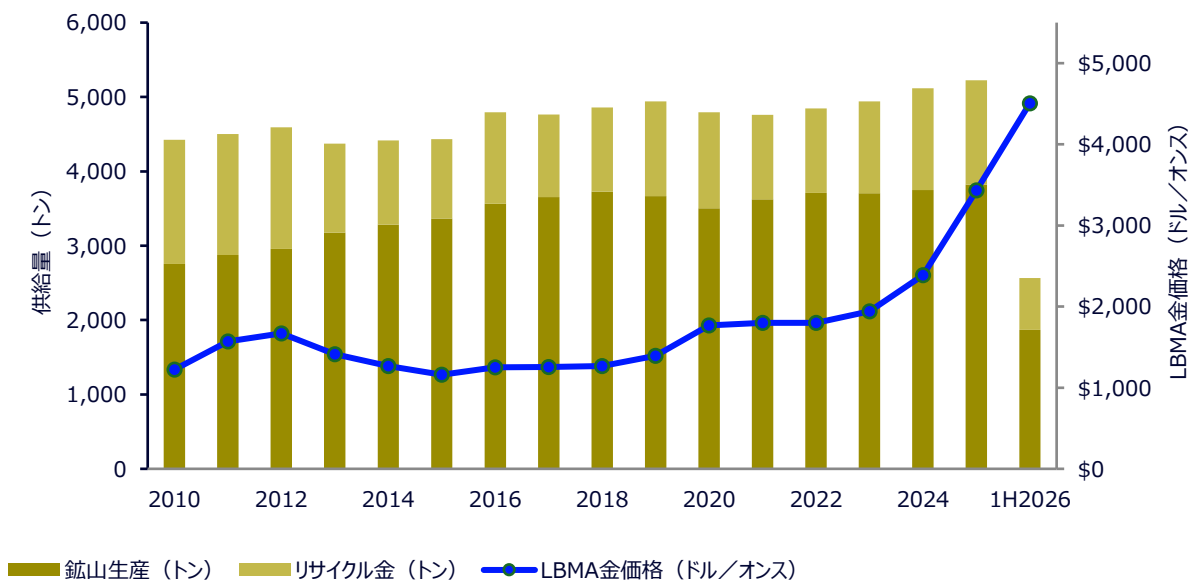
出所：ブルームバーグ・ファイナンス L.P.、ステート・ストリート・インベストメント・マネジメント、2026 年 9 月 30 日時点。記載されているパフォーマンスは過去のパフォーマンスです。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

金のテクニカル面では主要なサポート水準に焦点が移る

- 金は 8 月の高値から反落し、10 月に向けて重要となるテクニカル上のサポート水準が注目されています。金価格は、1 オンス当たり約 4,322 ドルの 50 日移動平均線と約 4,539 ドルの 200 日移動平均線をいずれも下回っており、反発局面ではこの 2 本が上値抵抗線となる可能性があります。1 月の高値を起点とする、より大きな下降レジスタンス・トレンドラインも依然として価格の上方に位置する一方、約 4,000 ドルの水準は引き続き重要なテクニカル上の下値支持線となっています。⁸
- 夏場の上昇幅に基づくフィボナッチ・リトレースメントの水準を見ると、金価格は 61.8%戻した水準の約 4,231 ドルを下回ったものの、次のフィボナッチ・サポートである約 4,121 ドルを上回る水準を第 3 四半期末まで維持しました。61.8%戻した水準を回復し、その上で推移し続ければ、値動きの安定化を示す最初の兆候となります。一方、4,121 ドルを割り込めば、夏場の安値が次の重要な下値の目安となります。⁹

- 金価格は、それでも約 4,141 ドルのボリンジャーバンド下限をわずかに上回る水準にあり、その直下でフィボナッチ・サポートが追加的に支えています。¹⁰ この価格帯で下げ止まれるかが、10 月に向けた重要な試金石となります。この価格帯を上回る水準を維持できれば、約 4,000 ドルを軸とする下値支持の構造が幅広く保たれ、直近の反落はトレンドの本格的な悪化ではなく、より大きなもみ合いの範囲内にとどまっていることを示すものと考えられます。テクニカル面の構造は短中期的な値動きにとって引き続き重要である一方、長期的な金投資を支える根拠は引き続き、ポートフォリオの分散手段、通貨価値の変動に対するヘッジ、および流動性の高い代替準備資産としての金の構造的な役割となります。

図表 3：金価格上昇にもかかわらず、金の供給は依然として引き締まる



出所：ワールドゴールドカウンシル、ブルームバーグ・ファイナンス 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 6 月 30 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。

金の供給の伸びは限られ需給は引き締まるものの、需要が加速すれば強気材料

- 金の供給は主に鉱山生産とリサイクル金で構成されます。生産者による小規模な純ヘッジも総供給に含まれますが、図表の棒グラフには含まれていません。鉱山生産は最大の供給源ですが、新たな生産には探鉱、許可、資金調達、開発に何年もかかるため、調整が最も難しい供給源でもあります。一方、スクラップ金は価格や市場心理の変化に比較的早く反応する傾向があります。とはいえ、金価格が高水準で推移する一方でリサイクル金の供給は弱含んでおり、価格上昇に対する金の全般的な供給の反応が鈍いことを浮き彫りにしています。¹¹
- 金価格は 2010 年の 1 オンス当たり約 1,225 ドルから 2026 年上半期には 4,500 ドル超へと上昇したにもかかわらず、鉱山生産はパンデミック後に伸び悩み、2010～2012 年の平均 2,863 トンから 2025 年には約 3,823 トンとなりました。これは、アジアにおけるリサイクル供給がなければ、価格の上昇だけで新たな供給を大幅に増やすことには限界があることを示しています。¹²

- 明らかに、供給面の大きな制約となっているのはリサイクルです。鉱山生産量に対するリサイクル金の比率は、2010～2012 年の 57%から、2025 年～2026 年上半期には 37%まで低下しました。インド・ルピー（INR）建てや人民元（CNY）建てで史上最高値を付けるなど、金価格が上昇しているにもかかわらずです。¹³ リサイクルによる供給が十分に増えていない背景は、可能性として、アジアの主要市場で金の退蔵が続いていること、需給が引き締まっていること、および原油やトウモロコシなどと比べて、金の供給が構造的に価格変動に反応しにくいことが挙げられます。その結果、中国の現物需要、中央銀行の需要、投資需要が持続すれば、少なくとも 2027 年にかけて、金の平均的な需給均衡価格が供給の大幅増を上回って高くなる可能性があります。

脚注

- 1 Source: Bloomberg Finance L.P., State Street Investment Management, as of September 30, 2026.
- 2 Source: Bloomberg Finance L.P., State Street Investment Management, as of September 30, 2026.
- 3 Source: China Customs, LBMA, SGE, as of September 30, 2026.
- 4 Source: Bloomberg Finance L.P., State Street Investment Management, as of September 30, 2026.
- 5 Source: Bloomberg Finance L.P., State Street Investment Management, as of September 30, 2026.
- 6 Source: Bloomberg Finance L.P., State Street Investment Management, as of September 30, 2026.
- 7 Source: Bloomberg Finance L.P., State Street Investment Management, as of September 30, 2026.
- 8 Source: Bloomberg Finance L.P., State Street Investment Management, as of September 30, 2026.
- 9 Source: Bloomberg Finance L.P., State Street Investment Management, as of September 30, 2026.
- 10 Source: Bloomberg Finance L.P., State Street Investment Management, as of September 30, 2026.
- 11 Source: World Gold Council, Bloomberg Finance L.P., State Street Investment Management, as of June 30, 2026.
- 12 Source: World Gold Council, Bloomberg Finance L.P., State Street Investment Management, as of June 30, 2026.
- 13 Source: World Gold Council, Bloomberg Finance L.P., State Street Investment Management, as of June 30, 2026.

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。

金 ETF：投資家に金価格へのエクスポージャーを提供するよう設計された上場投資信託。ファンドへの資金流入・流出は、金の投資需要の変化を示す場合がある。

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。

経済見通し（SEP）：FRB が四半期ごとに公表する、経済成長率、失業率、インフレ率、FF レートの見通し。

コア PCE インフレ率：FRB が重視する基調的なインフレ指標で、個人消費支出（PCE）に基づき、食品とエネルギーを除いた価格の上昇率。

脱ドル化：準備資産、貿易、金融取引における米ドルへの依存を減らそうとする国や機関の取り組み。代替準備資産としての金の需要を高める可能性がある。

FRB のタカ派的な政策転換：FRB が金融引き締め方向へとシフトすることで、通常、政策金利の引き上げ、利下げ幅の縮小、あるいはインフレ抑制の強化を示唆します。

移動平均：一定期間における資産価格の平均値。本稿では、50 日移動平均線と 200 日移動平均線を、金のテクニカル上のサポートまたはレジスタンスとなり得る水準として用いている。

フィボナッチ・リトレースメント：直前の価格変動のうち、どの程度が戻されたかを測ることで、サポートまたはレジスタンスとなり得る水準を特定するテクニカル分析の手法。

ボリンジャーバンド：移動平均の上下に描かれる、ボラティリティに基づくバンド。価格が下限のバンド付近にある場合、その資産がテクニカル上のサポート水準に近づいている可能性を示す。

リサイクル金：既存の宝飾品、投資商品、その他の加工品から回収され、市場に戻される金を指す。鉱山生産とは異なり、リサイクル金の供給は価格や市場環境に比較的早く反応することができる。

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 2026 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.

7620090.19.1.APAC.RTL Exp date : 10/31/2027