

2026 年 9 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）

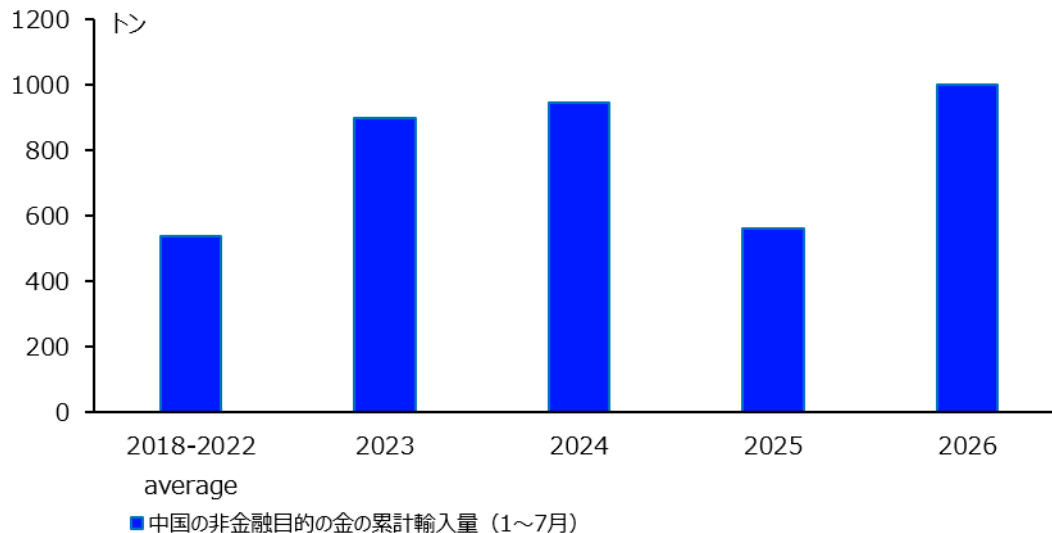
今冬も 5,000 ドル／オンスを目指す上昇は一直線ではない

- 金のスポット価格は 8 月に 9.7% 上昇し、月間の上昇率は 1 月以降で最大となりました。¹ 加えて夏後半には銀やビットコインも力強く上昇しました。この背景にあるのは、通貨価値の希薄化をヘッジするためのディバースメント・トレードのモメンタムが高まっていたことです。² しかし、米連邦準備制度理事会（FRB）の新議長に就任したケビン・ウォーシュ氏によるジャクソンホール会議での講演が明らかにタカ派的だったことから、月末にかけて金・銀・ビットコインなどの通貨を代替する資産全般の強気モメンタムは反転しました。³
- 米短期金融市場は 8 月中旬時点で、9 月の利上げ確率を 30% 未満と織り込んでいましたが、8 月 31 日には 0.25%（25bp）の利上げ確率が 67% 前後に急上昇しました。⁴ 政策金利が上昇すれば、利息を生まない資産である金を保有する機会費用が高まるため、金価格の重しとなる可能性があります。一方、コロナ禍後の世界で金への資産配分を支えてきた構造要因、すなわち、記録的な政府債務、目標を上回るインフレの持続、長期債利回りに上乗せされているタームプレミアムの上昇、中央銀行による堅調な金の買い入れ、株式と債券の相関度の上昇などは依然として勢いを失っていないように思われます。
- 9 月に入り金市場は勢いを失いましたが、8 月のスポット価格の反発は 1 オンス当たり 4,000 ドルを強固な下値支持水準として固めたという点で重要であり、向こう 6 カ月間に 5,000 ドルが再び視野に入っています。この反発は、欧米の上場投資信託（ETF）投資家を市場に呼び戻す効果もありました。7 月末に 4,100 ドルを下回っていた金価格は、4,650～4,700 ドルまで上昇し、8 月末には 4,400 ドル前後で引けました。⁵ 米国上場の金 ETF への資金流入は 8 月に 79 億ドルの急増となりました。3～6 月には 184 億ドルもの流出超過となりましたが、8 月の資金流入によって年初来では横ばいまで回復しました。⁶ さらに、米財務省は残存期間が長い国債の買い戻しを増やすとの

計画を発表しましたが、この夏にドル安を緩和する効果はほとんどありませんでした。ドルは約 3 カ月半ぶりの安値で 8 月を終えました。ドル安はドル建てによる換算効果を通じて、金価格を直接押し上げる要因になり得ます。⁷

- 金の強気モメンタムは、オプション市場にも反映されました。8 月には店頭（OTC）と ETF の両市場で、期近オプションのインプライド・ボラティリティは、プットオプションよりもコールオプションで顕著に高まり、金のデリバティブ投資家の資金フローはプット優位からコール優位へと反転しました。⁸

図表 1：2026 年（1～7 月）の中国の消費者向け金輸入は、過去最高水準に



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、2026 年 7 月 31 日時点。

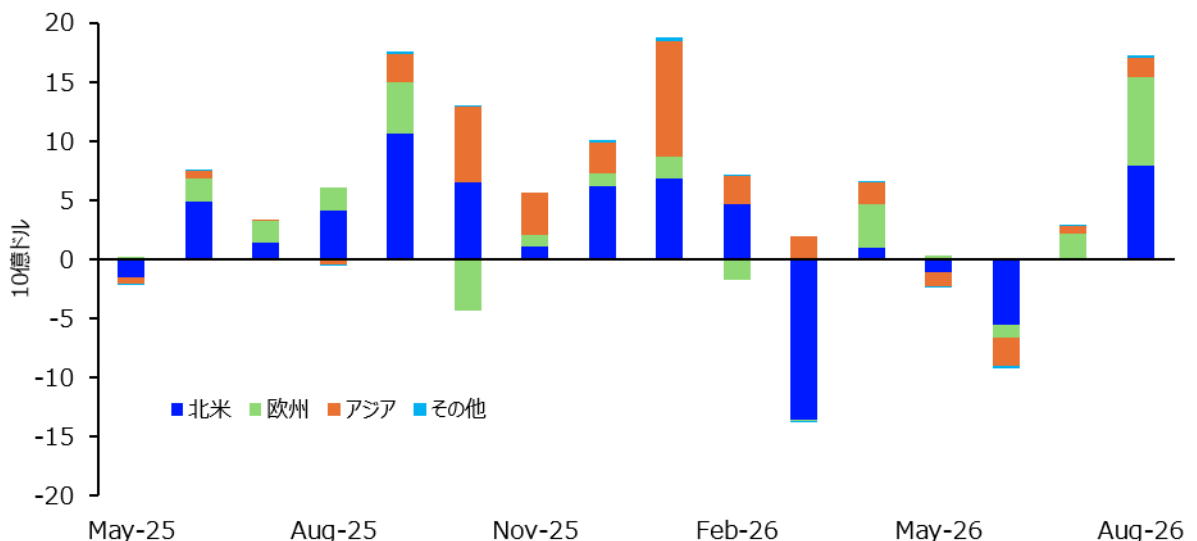
中国の個人需要が金価格の上昇局面を支えている可能性が高い

- 2026 年 1～7 月の中国国内（オンショア）市場への金輸入量は 1,000 トンと過去最高を記録し、前年同期比で 78%増加しました。これは、現地の金価格が前年同期比で平均約 45%上回ったにもかかわらず達成された数字であり、季節的に需要が強かった 2018 年の 994 トン、2024 年の 944 トンを上回っています。理論的に、非金融目的の金の輸入には中国人民銀行（中央銀行）の準備資産としての買い入れが含まれないため、中国の個人や投資家による好調な金消費トレンドを反映しています。注目すべき点は、イランでの紛争が始まった後、中国の消費者向け金輸入が増加したことです。2026 年 3～7 月の月間平均輸入量は 158 トンと、春節（旧正月）前の 1～2 月の同 104 トンを大幅に上回りました。⁹
- 2026 年 1～8 月の中国における金価格のプレミアムは平均約 0.4%だったのに対し、2025 年の同期間は約 0.3%でした。これは、今後の季節的な金需要がより強まる可能性を示唆しています。なぜでしょうか。中国

本土の金価格が高いほど、地金トレーダーには中国オンショア市場へより多くの金を送ろうとするインセンティブが高まるためであり、中国以外の地域では供給が引き締まる可能性があります。¹⁰

- 欧米における金 ETF 投資は、FRB の金融政策見通しやリスクのオン／オフといったセンチメントによって増減することがあります。しかし、金は本質的に世界のさまざまな地域でさまざまな形で消費されるグローバルなコモディティであることを忘れてはなりません。金は流動性の高い実物資産であり、利息を生みません。しかし、米ドル建てポートフォリオにおいて、金は歴史的な大幅下落局面においてヘッジ効果や分散投資効果をもたらし、消費者の購買力を防御してきました。中国では、一般的に投資家は資本規制によってグローバルな資産を購入し、取引する機会が限られているため、金には文化的にも重要な富の貯蔵手段、代替可能なオルタナティブ資産という両面の機能があります。中国では中央銀行による買い入れと共に個人によるおう盛な金需要があるため、欧米投資家による資金流入がなくても、これらの需要が世界の金価格を支える要因となり得るのです。

図表 2：金 ETF に対する欧米の需要が回復したことから資金流入が拡大



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、2026 年 8 月 31 日。

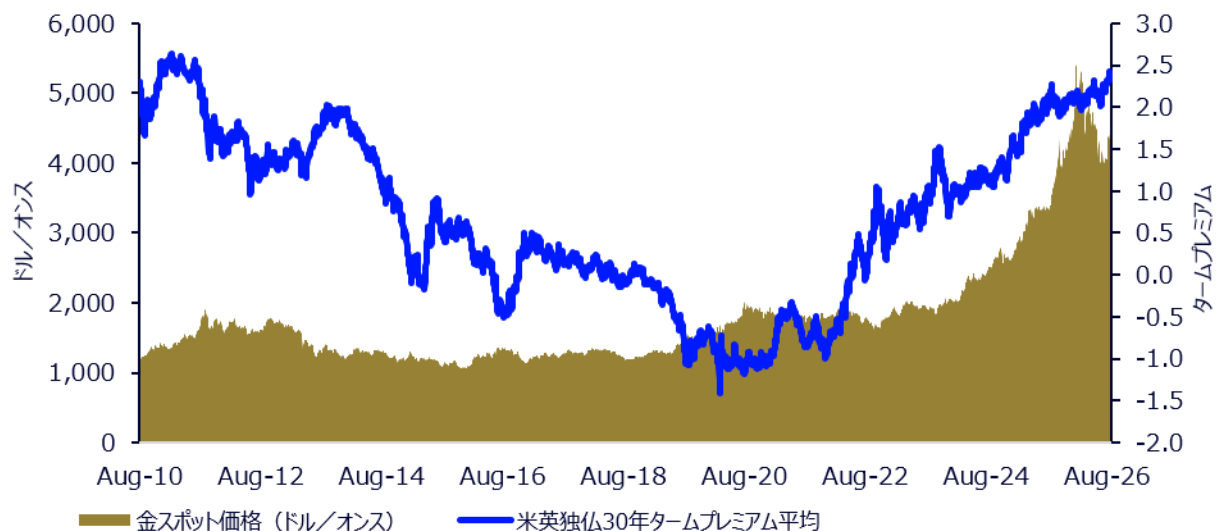
金 ETF 投資家が本格的に回帰、さらに拡大余地も

- 8 月に、世界の金現物を裏付け資産とする ETF に 171 億ドルの資金が流入したことで、年初来流入額は 277 億ドルに拡大し、ETF への需要が明らかに急増する転換点となりました。重要な点は、最近の需要の急加速が地理的に広がっている点です。以前はアジアが需要をけん引していましたが、現在ではより幅広い地域で投資家の参入が見られます。8 月には、1 週間としては史上 3 番目に大きな資金流入を記録しました。これで 8 週連続の流入となり、この期間の累計流入額は 202 億ドルに達しました。欧州の現物裏付け型金 ETF は欧米の需要を支え、8 月に 77 億ドル、年初来では 127 億ドルの流入となり、最大の流入額となったアジアの 147 億ドルとの差を縮めました。北米もこれに続き、8 月に 75 億ドルが流入しました。米国上場の金 ETF

への資金流入は 79 億ドルと 2025 年 9 月以来、最大の流入額となりました。これにより、北米の年初来の資金流出は大幅に縮小し、流出超過額はわずか 1 億 2,100 万ドルまで縮小しました。¹¹

- 2026 年第 3 四半期の ETF への資金流入により、2024 年 5 月に始まった金の累積サイクルは足元まで長期化しています。因みに、過去 2 回の長期サイクルは期間がそれぞれ 51 カ月、58 カ月、積み上がった金の量はそれぞれ約 1,680 トンと約 2,327 トンでした。現在のサイクルは期間が 28 カ月、金の累積量は 1,102 トンとなっています。これを過去 2 回のサイクルと比較すると、期間ではそれぞれ約 55%、約 48%、累積量では約 66%、約 47%となります。これは、現在のサイクルがさらに長期化する余地があることを示唆しています。念のために言えば、北米の金現物裏付け型 ETF には 2 月末時点で既に、年初来 115 億ドルが流入しています。これは、投資家の参入が正常化し続ければ、どれほど追加需要が戻る可能性があるかを示しています。¹²
- 2026 年 3～6 月の調整局面では、1 オンス当たり 4,000 ドル前後で下値支持線を固める上で、アジアの投資家が重要な役割を果たしました。一方で、欧米投資家の参加は相対的に小幅でした。しかし、欧米の金 ETF 投資家が市場に再び参入したことで、この力関係は変わり始めています。欧州の取引時間中のリターンは 6 月 30 日時点の -1.4% から、年初来では +2.0% に改善しており、同期間に米国時間帯の下げ幅も -16% から -11% に縮小しました。アジアの取引時間中のリターンは引き続き、金の年初来上昇率 +20% を牽引する原動力となっていますが、欧州・米国の時間帯でも改善が進んでおり、地域別リターンはよりバランスが取れたものになっています。¹³

図表 3：金価格とタームプレミアムは 2020 年代、揃って上昇。金は高金利局面でも強靱さを示す



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 8 月 31 日時点。注：30 年物国債のタームプレミアムは米国、英国、ドイツ、フランス国債を基に算出しています。総合指数は、ステート・ストリート・インベストメント・マネジメントが算出した単純（均等加重）平均値を反映しています。タームプレミアムはモデルに基づく推計値であり、直接目に見える数値ではありません。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。

債券のタームプレミアムと金は短期的な景気サイクルではなく、構造的な局面転換を示唆

- 米国、英国、フランス、ドイツの債券市場では、財政の構造的な不均衡、持続するインフレリスク、地政学的な変化を背景に、タームプレミアムがマイナス圏から 2011 年以來の高水準へと上昇してきました。¹⁴ 過去を振り返れば、金にとって利回り上昇は逆風となりますが、その理由が重要です。今回の上昇は、長期トレンドを上回るような国内総生産（GDP）の成長や企業利益率の改善が要因であるようには見えません。米国の公的債務の総額は 2026 年 8 月に 40 兆ドルを突破し、直近では 1 兆ドルが約 5 カ月で積み上がりました。米議会予算局（CBO）は、公的債務が今年の GDP 比 101%から、2036 年には過去最高の 120%へ上昇すると予測しています。こうした財政支出環境によって、戦略的な金融ヘッジ手段としての金への資産配分が選好される可能性があります。¹⁵
- 前回、2011～2019 年に見られた国債利回りの低下トレンドは、今回とは正反対でした。例えば、短期証券を増発して長期国債を買い入れるツイスト・オペや長期国債買い入れによる量的緩和（QE）第 3 弾、および 4 兆 5,000 億ドル前後に上る債券償還金の再投資などを通じた FRB による長期国債買い入れ、世界的な自然利子率（中立金利）の低下、過剰貯蓄、目標を下回るインフレなどを背景に、タームプレミアムは着実に低下し、2016 年半ばにはマイナス圏に転じました。¹⁶ こうした要因はコロナ禍を経て以降、全て反転し、特に、インフレリスクが高まり、債券の供給が急速に拡大しています。成長ではなく、今回の財政およびインフレリスクの高まりによるタームプレミアムの上昇という構造的変化によって、政府の信用リスクに左右されない価値貯蔵手段として、金を保有する戦略的な意義が高まっています。
- 金への資産配分が意味するところは、金利見通しではなく分散投資です。主要 10 カ国（G10）ではタームプレミアムが同時に高まっています。そのため、従来の「質への逃避」としての国債による期間リスクのヘッジ効果が弱まり、各国で株式と債券の相関度が高まっています。特に、財政に対する信認は依然として脆弱で、今のところ反転の兆しが見られない中、大幅な下落局面やディバースメントに備えるヘッジ手段として、金の役割は強まるはずで、¹⁷ 国債のタームプレミアムが政策金利ではなく、財政およびインフレリスクを反映している場合、金の機会費用はそれほど重要視されないかもしれません。そのため、長期金利が高止まりしても、金の魅力は続く可能性があります。

脚注

- 1 Source: Bloomberg Financial L.P., State Street Investment Management, as of 08/31/2026
- 2 Source: Bloomberg Financial L.P., State Street Investment Management, as of 08/31/2026
- 3 Source: Bloomberg Financial L.P., State Street Investment Management, as of 08/31/2026
- 4 Source: Bloomberg Financial L.P., State Street Investment Management, as of 08/31/2026
- 5 Source: Bloomberg Financial L.P., State Street Investment Management, as of 08/31/2026
- 6 Source: Bloomberg Financial L.P., State Street Investment Management, as of 08/31/2026
- 7 Source: Bloomberg Financial L.P., State Street Investment Management, as of 08/31/2026
- 8 Source: Bloomberg Financial L.P., State Street Investment Management, as of 08/31/2026
- 9 Source: China Customs, SGE, State Street Investment Management, as of 07/31/2026
- 10 Source: LBMA, SGE, State Street Investment Management, as of 08/31/2026
- 11 Source: World Gold Council, State Street Investment Management, as of 08/31/2026
- 12 Source: World Gold Council, State Street Investment Management, as of 08/31/2026
- 13 Source: Bloomberg Financial L.P., State Street Investment Management, as of 08/31/2026
- 14 Source: Bloomberg Financial L.P. & State Street Investment Management, as of August 31, 2026
- 15 Source: Congressional Budget Office, "The Long-Term Budget Outlook Data: 2026 to 2056" (Pub. No. 62044, February 25, 2026), Bloomberg Finance L.P., & State Street Investment Management, as of 08/31/2026
- 16 Source: Bloomberg Financial L.P. & State Street Investment Management, as of 08/31/2026
- 17 Source: Bloomberg Financial L.P. & State Street Investment Management, as of 08/31/2026

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。

ICE ブレント：インターコンチネンタル取引所（ICE）で取引されるブレント原油先物で、国際的に取引される原油の主要なベンチマーク価格の一つです。

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 日間のリターンの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、値が高いほどリスクが大きいことを示します。

ディバースメント（通貨価値の切り下げ）：通常、インフレ、過剰な通貨発行、あるいは時間の経過とともに通貨の価値を弱める政策によって引き起こされる、通貨の実質価値または購買力の低下を指します。

タカ派的な政策転換：中央銀行や政策当局のメッセージ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。

代替不換通貨：主要な準備通貨（特に米ドル）の代替として使用される、非伝統的な不換通貨を指します。

中国人民銀行：中国の中央銀行で、金融政策、通貨管理、および金融システムの監督を担当しています。

OTC（店頭）取引：取引所を介さず、売り方・買い方の 2 者間で直接行われる取引を指します。OTC 市場は通常、デリバティブ、通貨、コモディティなど個別に設定された金融商品の取引で利用されています。

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 2026 年 8 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.

7620090.18.1.APAC.RTL Exp date : 9/30/2027