



# Gold Link Corporation

## GOLD FOURSEASONS REPORT

発行日 令和5年1月25日

### 目次：

2022年第3  
四半期の世界  
金需要

1

2023年  
びっくり！？  
予想

5

## 2022年第3四半期の世界金需要

ワールド・ゴールド・カウンシル (WGC) が「世界金需要報告」を発表しました。

### ○要点

LBMA金価格は(米ドル/オンス)は、第3四半期に8%下落しました。今期の下落は、米国連邦準備制度理事会(FRB)がインフレの昂進に対処するために実施した政策金利の引き上げによる米ドル高への反応が主な原因となっています。

投資需要はさまざまな優先課題の間で分散されました。個人投資家は世界的にインフレが急進する中、価値の保全手段として金を購入しましたが、ETF投資家は世界的な金利上昇のために運用残高を減らしました。

インドは宝飾品の世界的回復に大きく寄与しました。都市部の消費者は、経済活動がコロナ前の水準に戻ったことに後押しされて、第3四半期におけるインドの需要の推進役となりました。

た。地方の消費者は、インフレの上昇が都市部を上回ったことから、より慎重な姿勢に終始しました。

ロックダウンの緩和により、中国の小売需要は堅調に推移しました。宝飾品消費者は、主要都市でのロックダウンが緩和されたため、金価格下落の恩恵を受けました。また、現地通貨と現地株価が共に下落する中で、安全な資産としての金の魅力が個人投資家を引き付けました。

### ○より堅調になった第3四半期の金需要

◆ 消費者と中央銀行による買いが増大したことで第3四半期は堅調に推移し、年初来の累計需要はコロナ前の水準に戻りました。

◆ 第3四半期の金需要は、前年同期比で28%増の1,181トンでした。年初来の累計需要は前年同期比で18%増加し、コロナ前のレベルに戻りました。

(2 ページに続く)

### ■世界金需要

	Q3.21	Q4.21	Q1.22	Q2.22	Q3.22	前年同期比
宝飾品	515.1	719.7	515.7	491.7	581.7	+13%
エレクトロニクス	69.0	70.6	66.1	64.5	62.8	-9%
その他	11.6	12.5	12.0	11.3	11.3	-2%
歯科	2.8	2.7	2.7	2.6	2.5	-11%
工業・歯科小計	83.4	85.9	80.1	78.5	76.7	-8%
金塊退蔵	177.5	220.8	178.3	162.8	220.4	+24%
公的金貨	57.5	72.6	84.6	70.8	100.2	+74%
メダル類	23.9	28.9	18.0	16.1	30.6	+28%
小売り投資小計	258.9	322.4	280.9	249.8	351.1	+36%
ETF・関連商品	-26.0	-19.3	272.7	-38.7	-227.3	--
投資合計	232.8	303.1	553.6	211.0	123.8	-53%
中央銀行金購入	90.6	38.0	87.7	186.0	399.3	>300
需要合計	921.9	1146.7	1237.8	967.2	1181.5	+28%

## GOLD FOURSEASONS REPORT

### 2022年第3四半期の世界金需要

- ◆ 世界経済の悪化にもかかわらず、宝飾品消費量は523トンと手堅く、前年比10%の増加となりました。年初来の累計需要は1,454トンで、わずかながらも堅調さを維持しました（2%増）。
- ◆ 第3四半期の投資需要は前年同期比47%減の124トンで、一部の投資家に弱気が広まっていることを反映しています。金地金・金貨投資は36%増で（351トンに達しました）、227トンのETF流出分を相殺するのには足りませんでした。
- ◆ 中央銀行は引き続き金を積み増しており、購入量は四半期としては記録となる400トン近くに達したものと推定されます。
- ◆ テクノロジー需要が前年同期比で8%減少したのは、世界的な景気後退によってエレクトロニクス製品に対する消費者需要が減少したことを反映しています。
- ◆ 金の総供給量は若干増（前年同期比プラス1%）の1,215トンでした。6四半期連続で前年同期比が上昇した鉱山生産量は、リサイクルレベルの低下によって一部が相殺されました。

#### ○投資

- ◆ 2022年第3四半期、金地金・金貨への投資が急増した一方で、金ETFは2四半期連続の流出となりました。
- ◆ 第3四半期、世界の金を裏付けとするETFは、金利上昇とドル高に投資家の関心が集まる中、227トンという2013年第2四半期以来の大幅な流出となりました。

- ◆ 9月末までの1年間、金ETF市場のフローは実質的に横ばいで、1月～4月の流入はほぼ完全に逆転されました。
- ◆ 金地金・金貨セクターは2011年以来、第3四半期としては最も好調で、需要は351トンと旺盛でした。

第3四半期の金の投資環境を支配したのは、広範囲に及んだ高インフレとその結果としての金利への影響でした。金地金・金貨の投資家は前者に注目し、インフレに対するヘッジとしての役割を金の安全性に求めました。対照的に、金ETFの投資家は、世界中の中央銀行による大幅な利上げと米ドルの急騰に直面して、金の機会費用の上昇に注目し、運用残高を減らしました。ETFの流出とともに、OTC投資が軟化し、ニューヨーク商品取引所のマネージド通貨先物のポジションが一時的に3年ぶりの売り越しとなりました。

#### ☆ETF

世界の金ETFは第3四半期中に227トン（120億米ドル）の流出を記録し、9月末までにETFの総金保有量は3,548トン（1,910億米ドル）になりました。

5か月連続の流出により、1月～4月の流入316トンがほぼ完全に逆転しました。9月末までの1年間で、金ETFへの世界的な流入は7トンにすぎませんでした。ただし、年初来のパフォーマンスは地域によって大きく異なります。欧州の上場ファンドは41トンの純流入を記録しましたが、米国とアジアの上場ファンドはそれぞれ21トンと15トンの純流出となりました。欧州の状況が比較的堅調なのは、ロシ

#### ■主要国需要

	2022年第3四半期			前年同期比		
	宝飾品	投資	合計	宝飾品	投資	合計
インド	146.2	45.4	191.6	17.0%	6.0%	+14.0%
中国	170.5	71.8	242.3	5.0%	8.0%	+6.0%
中東	48.7	25.6	74.3	19.0%	64.0%	+31.0%
トルコ	11.1	46.8	57.9	19.0%	>300%	+212%
日本	4.5	2.8	7.3	10.0%	56.0%	+24.0%
米国	29.8	25.4	55.2	-6.0%	3.0%	-2.0%
欧州	13.2	71.8	85.0	4.0%	71.8%	+24.0%

注1:単位はトン

注2:前年同期比は22年第3四半期と21年第3四半期との比較

注3:中国の需要は台湾・香港を含んだ数値。

#### ■世界金供給

	Q3.21	Q4.21	Q1.22	Q2.22	Q3.22	前年同期比
鉱山生産	927.7	938.0	844.6	891.7	949.4	+2%
生産者ヘッジ	-12.4	2.2	10.9	-1.4	-10.0	---
鉱山生産小計	915.3	940.2	855.5	890.3	939.4	-7%
リサイクル	292.8	295.1	301.5	290.6	275.8	-6%
供給合計	1208.2	1235.3	1157.0	1180.9	1215.2	+1%

注1:単位はトン

注2:上記のQは四半期

注3:前年同期比はQ3.21とQ3.22との比較

## 2022年第3四半期の世界金需要

アとウクライナの戦争地域に近いことと、それが経済に及ぼす波及効果、金のユーロ建てパフォーマンスが好調であることに関連している可能性があります。

世界全体の流出の大部分（-149トン）は、北米の上場ファンドによるものです。その理由の一端は市場規模の反映であり、流出は大規模で流動性の高いファンドに集中しています。米国連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策がますます強硬なものになっていることが市場心理に暗い影を落とし、投資家は予想利率を大幅に引き上げ、米ドルの上昇に伴い金ETFのポジションが縮小されました。第3四半期の活動により、北米の上場ファンドは年初来累計で若干の純流出（-21トン）になりました。

### ☆金地金・金貨

金地金・金貨の個人投資需要は351トンと過去6四半期で最高となり、前年同期比では36%の増加、前四半期比では41%の増加でした。世界的なインフレ率の急上昇は、ほとんどの市場で需要を刺激し、今四半期中の価格の下落がその勢いをさらに増幅しました。

### ☆中国

中国の金地金・金貨需要は、コロナによるロックダウンで不振だった前四半期からほぼ倍増して70トンになりました。前年同期比では8%という緩やかな増加となりました。7月に現地金価格が急落したことで安値買いが活発になり、第2四半期の大半を通じて主要都市の厳しいロックダウンが続いたことで抑圧されていた需要の解放がそれを後押ししました。さらに、金商品の現物に関する商業銀行のプロモーション活動が、一部の投資家を引き付けました。

現地通貨が下落し、金価格の反発が増幅され、現地株式市場が下落したことで、今四半期は安全な資産としての金の魅力が前面に押し出されることになりました。9月末までに、現地金価格は年初来累計で4%上昇しました。

今後目を向けると、安全資産としての金の特性と商業銀行の継続的プロモーション活動が一体となって、金地金・金貨需要を支えていくものと思われます。

### ☆インド

第3四半期中、個人投資家が現地金価格と株式市場の下落に反応したことで、インドの金地金・金貨需要は前年同期比6%増となりました。需要は45トンに達し、5年間四半期平均を14%上回り、年初来累計需要は117トンとなり、第1四半期から第3四半期までの合計としては2015年以来の高水準となりました。

第3四半期、輸入は中断されました。7月1日に金に対する関税が引き上げられたことで、高関税を避けるため密輸が行われるようになりました。しかしその後、トレーダーの中に、関税が低いプラチナ合金として金を輸入するという抜け穴を利用する者が出てきたことで金の輸入は増加しました。この抜け穴は10月初めに閉じられましたが、それまでに8月から9月にかけて、推定29~30トンの金がこのルートを紹介して輸入されました。

ナヴラトリの祝祭期間中に金貨需要が増加し、さらに業者の話によると、ディワリがあり、婚礼シーズンも到来した第4四半期のスタートは力強いものとなりました。ただし、年末に向けての需要は、四半期の投資としては9年間で最高であった昨年の第4四半期の合計79トンに達するとは考えられません。

## 2022年第3四半期の世界金需要

## ☆欧米

欧米市場では、インフレの急上昇、経済成長の鈍化、解消されない地政学的懸念から、金地金・金貨需要は引き続き堅調でした。

米国の金地金・金貨の投資需要は引き続き増加し、前年同期比3%増の25トンに達しました。需要は前四半期に比べてわずかに軟化しましたが、過去5年間の四半期平均である15トンははるかに超えています。

米国造幣局による年初来の累計販売高は1999年以来の高水準に達しました。インフレ率の上昇を受けて、消費者が米国経済の状態について悲観的な見方を強めている中、投資需要は、金が持つインフレヘッジとしての役割によって支えられてきました。このことは、9月に実施したある調査で明らかになっており、米国の金投資家の82%が、金がインフレや通貨変動に対する防御手段であると回答し、85%が政治的・経済的不確実性の期間に対する優れたセーフガードであると回答しました。需要は引き続き良好であると見込まれています。同調査では、米国の個人投資家のほぼ50%が、今後12か月間に金地金または金貨を購入する「可能性は非常に高い」と答えました。

欧州の金に対する個人投資は、前年同期比で28%増加し72トンとなりました。欧州の多くの地域で成長が鈍化し、目と鼻の先で戦争が続き、さらには地域を急激な不況に陥らせることなくインフレを抑えるのに有効な利上げ率の微妙なバランス調整に金融当局が取り組んでいることで、金への継続的資金流入が促進されています。ドイツの需要は前年同期比25%増で、年初来累計131トンという記録を達成しました。

## ○中央銀行

中央銀行の買いは、2022年第3四半期に四半期としての過去最高を記録しました。

第3四半期の正味需要には、未公表の購入に関する推計値が大幅に含まれています。

トルコ、ウズベキスタン、カタールの購入は、第3四半期中に公表された中でトップレベルでした。その結果、年初来の買い越しは673トンとなり、1967年以降のすべての年間購入量を超えました。世界の中央銀行による購入は第3四半期に、約400トンまで急増しました（前四半期比+115%）。データによると、このセクターの四半期需要としては最大であり、これまでの記録だった2018年第3四半期の241トンのほぼ2倍に相当します。また、8四半期連続の買い越しであり、年初来の累計は673トンで、1967年以降のいずれの通年合計も上回っています。

第3四半期における公的機関の需要レベルは、公表された中央銀行の安定した購入量と、公表されていない少なからぬ推計購入量を組み合わせたものです。すべての公的機関が金の運用残高を公にしているわけではなく、また遅れて発表されるケースもあることから、こうした事態は珍しいことではありません。

公表されている国別の動きというさらに詳細なレベルで見ると、比較的限られた数の新興市場の銀行に再び売買が集中していることが分かります。今年公表された中では、トルコが引き続き最大の金購入者でした。第3四半期の増加は31トンで、金準備高は489トン（総準備高の29%）まで増えました。年初来、金準備高は95トン増加しました。

公的機関の金需要に引き続き見られるトレンドが、年次中央銀行調査の結果も裏付けています。同調査では、回答者の4分の1（2021年は5分の1）が今後12か月間で金準備を増やす意向を示しました。

**2023年びっくり！？予想**

ブラックストーンのバイロン・ウィーン副会長といえば、年始にビックリ10大予想を披露することで知られます。2022年版は米株に慎重な予想を展開し、概ね的中させました。継続は力なりを体現し、37年も続けていらっしゃるのは、頭が下がります。

一方で、年末は各金融機関が来年見通しをリリースする時期でもあります。そのうち、英系のスタンダード・チャータードとシンガポール系のサクソバンクの2社は、それぞれウィーン氏に負けずとも劣らない衝撃的なリスク・シナリオを提供してくれています。

まずは、スタンダード・チャータードが公表した”2023年版：金融市場サプライズ”からご紹介します。スタンダード・チャータードのヘッド・オブ・リサーチ兼チーフストラテジスト、エリック・ロバートソン氏によれば、これらは発生する可能性がゼロではなく、市場が過小評価しているリスクだといいます。ただし、それぞれの事象は必ずしも連携したシナリオではないため、全て整合的とは言えません。気になる内容は以下の通りです。

→以下はレポート作成者のコメントです。

**1) FRB、2023年に200bpの利下げを断行**

→仮に5.0%へ引き上げられた後ならば、3.0%まで利下げするシナリオに

**2) ナスダックは6,000に急落へ、足元から50%安に**

→足元、マイクロソフトによるゲーム大手アクティビジョン・ブリザードに買収を米公正取引委員会(FTC)が阻止したように、反トラスト法違反をめぐるIT業界への逆風が強まるだけに、ナスダックは下落するリスクあり。

**3) ユーロドルは1.25ドルへ上昇、政治的安定と景気回復が恩恵に**

→ユーロ高にはウクライナ戦争が平和裏に終結する必要があるそうだが、果たして？

**4) ブレント原油は1バレル40ドル割れ**

→ブレント原油先物は足元80ドル付近であるため40ドル割れならば50%の急落が想定され、世界的な景気後退に陥っているリスク大

**5) ドル／人民元は6.40までドル安・人民元高に**

→ゼロ・コロナ政策の撤廃と経済正常化によるペント・アップ需要(今まで我慢していた消費が表面化)が起爆剤か。

**6) 食料品価格が暴落、デフレ懸念が高まる**

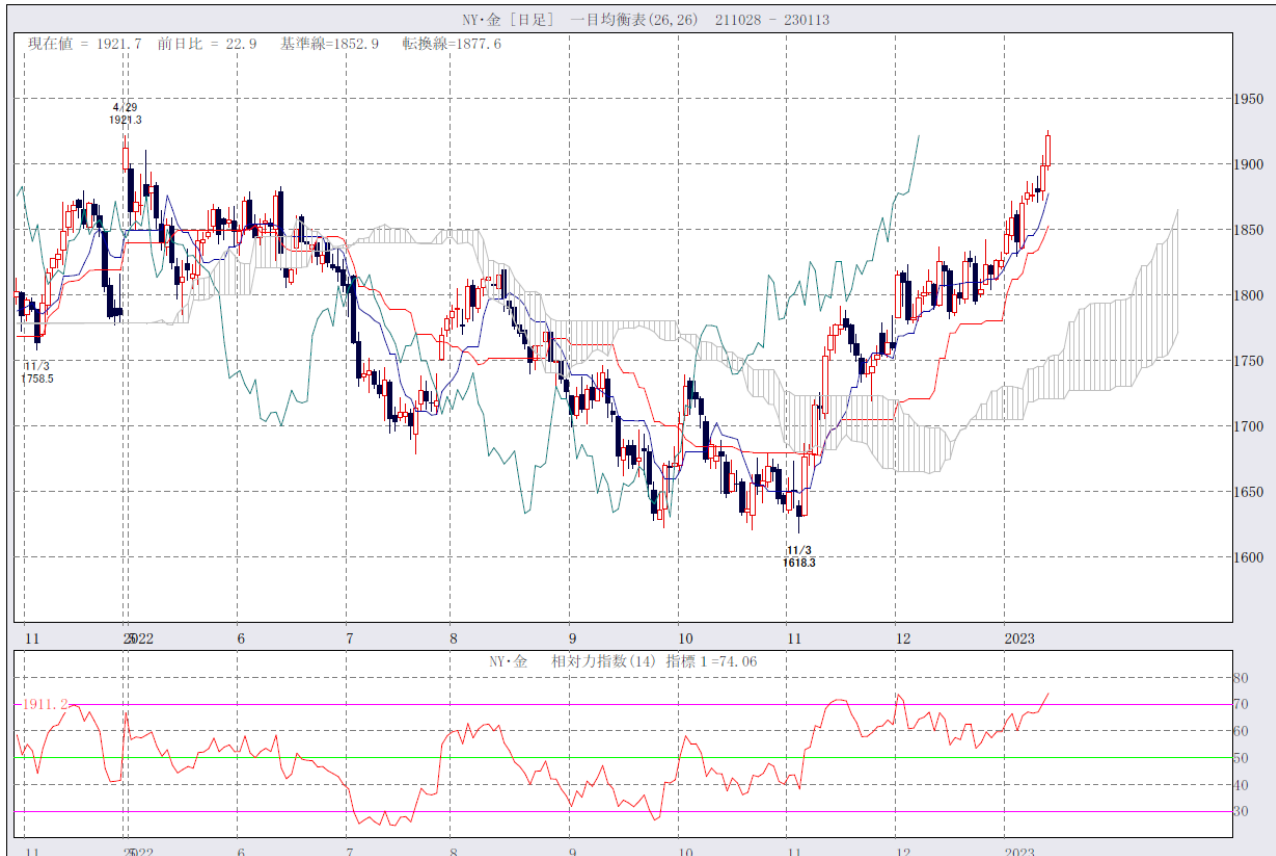
→国連食糧農業機関(FAO)によれば、2022年11月の世界食料価格は8カ月連続下落している。穀物価格は上がって入り一方、植物油、乳製品などは下がっている。

2023年びっくり！？予想

7) 暗号資産と関連企業の崩壊が広まり、金先物価格は30%上昇へ

→金先物価格は2,250ドルと過去最高値更新を予想、ビットコインの急落を合わせれば世界的な景気後退に伴うリスク選好度の低下を示唆。

チャート:NY金先物価格



8) 共和党がバイデン大統領を弾劾へ

→共和党が下院で多数派を奪回するため、民主党下院がトランプ前大統領を弾劾したように目には目をといった展開は概ね想定される。

サクソバンクのヘッド・オブ・コモディティ・ストラテジーのオル・ハンセン氏が送る”奇抜な2023年見通し”は、以下の通りです。(=以下は、それぞれのシナリオに関する補足説明です。)

1) エネルギー問題に1兆ドル規模の投資を行う億万長者連合が誕生

=大手テクノロジー企業など、エネルギーインフラ整備に向けコンソーシアム”サード・ストーン”を設立へ。その規模は、人類最初の原子爆弾を開発したマンハッタン計画以降、最大の研究開発水準となる見通し。コンソーシアムに参加する企業の株価は上昇へ。

**2023年びっくり！？予想****2)マクロン仏大統領が辞任**

＝マクロン大統領率いる中道の与党連合は2022年の仏議会選挙で安定過半数である289議席を大きく割り込む245議席を獲得するにとどまったため、経済改革推進が進まず、2023年初めに辞任へ。ユーロドルの下落を招く。

**3)中央銀行がインフレ抑制に失敗し、金先物価格が3,000ドルまで過去最高値を更新へ**

＝2023年も物価高止まりは継続。Fedの量的引き締めは米債市場の売り圧力を強め、結果的に量的緩和の再開を余儀なくさせる。さらに、中国はゼロ・コロナ政策の脱却を決定、中国のほとぼしる需要を支えに商品先物価格が急騰し、物価を一段と押し上げ。Fedの緩和姿勢への転換もあってドル安を招き、金先物は高騰する。

**4)EU軍の創設**

＝ロシアのウクライナ侵攻は、欧州を1945年以来で最大の戦火に巻き込んだ。さらに、2022年の中間選挙後は共和党が右派が一部躍進、トランプ前大統領が再出馬する可能性もあって、米国頼みの安全保障から脱却する必要に直面、2023年EU加盟国すべてが2028年までにEU軍の設立で合意する。EU軍の創設は、欧州防衛関連のETFなどの買いにつながる。

**5)2030年までに全ての食肉生産を禁止する国現る**

＝欧州を中心に気候変動への優先順位の高い政策を展開し、それは食料にも及ぶ見通し。2050年までに排出量をネット・ゼロにするという目標を達成するためには、現在のOECD諸国の平均が約70kgから、肉の消費を1人当たり年間24kgへ減少させるべきとの試算もある。従って、2045年までにカーボンニュートラル達成を掲げるスウェーデンのほか、2050年に達成を目指す英国、フランス、デンマークなどが導入する可能性がありそうだ。代替肉関連銘柄が上昇する半面、伝統的な食肉メーカーの株価は下落する。

**6)英国がBrexitを巻き戻しEUに復帰する”UnBrexit”の国民投票を実施**

＝スナク首相は、トラス前政権の過ちから学び、厳格な財政健全化計画に踏み切り、結果、英国は深厚なりセッションに陥る。失業率の急上昇と赤字急増を招き、スナク退陣論が高まるなか、イングランドとウェールズの世論調査で65歳以上の3分の2近くが離脱に投票した結果が見直され、Brexitの是非を問う声が広がる。ポンドドルは年初こそ下落するが、国民投票実施の道筋が開くと同時に買い戻される。

**7)物価上昇抑制のための価格統制が広範に導入へ**

＝ロシアによるウクライナ侵攻などを受け、物価高を抑制すべく2023年には消費者向けの暖房や電気料金など上限設定などの支援策を超え、物価統制を導入する。米英では、設

2023年びっくり！？予想

立された物価・所得に関する国家委員会のようなものが設置される可能性も。ただし、価格統制はさらなるインフレを引き起こし、生産意欲の減退や生活水準の低下、資源や投資の配分不均衡を生む。一連のシナリオは、金先物価格3,000ドル到達見通しにつながる。

8)中国、インド、OPECプラスがIMFを脱退、新たな準備資産で取引することに合意

＝国際貿易の3分の1以上、世界の外貨準備の約6割はドルが担う。ロシアのウクライナ侵攻後、米国が制裁を科す国々は困難に直面。米財務省や他の米国の同盟国によって凍結命令の対象となるリスクも抱えてしまった。これを受け、被制裁国からエネルギーを輸入する中国を含め、新たな準備資産の必要性で一致。中国の人民元は国境を越えた資本統制を放棄する気はないことも、新たな準備資産の誕生理由に。ドル安と米債利回りの上昇を招く。

9)ドル円は200円へ上昇、200円を下限とした管理相場制を導入

＝2022年にFRBの利上げに対し緩和政策を維持した結果、2023年に再び円売り圧力に瀕する。再び介入で対応するも、外貨準備の半分以上を使い果たした後で介入規模を縮小。ドル円が180円を超えたタイミングで、日本はドル円の上限(円の下限)を200円に設定することを決定する。併せて、日銀は国債を全て買い取りへ。これにより、日本の公的債務は100%まで減少、日銀は政策金利を1%へ引き上げ、イールド・カーブ・コントロールを解除する間に10年債利回りは2%へ急伸する。日本の輸出が押し上げられるほか、海外に散らばる日本の貯蓄が税制優遇措置で本国へ回帰することもあり、日本は徐々に安定軌道へ回帰し、新たな危機対応モデルを確立する。ドル円は200円に上昇した後、年末にかけ下落する。

チャート:ドル円は10月21日の大規模介入により、151.94円で一旦ピークアウト





**2023年びっくり！？予想****10)OECDが租税回避の禁止を決定、プライベート・エクイティが消滅**

＝ロシアによるウクライナ侵攻などを経て、2023年に国家安全保障の視点は産業政策と国内産業の保護にますます内向きになる。防衛費やエネルギー転換へ向けた投資へ向けた資金を調達すべく、政府は利用可能な全ての潜在的財源を探し、結果的に租税回避地を利用した税逃れ阻止に動く。PE関連のETFは50%以上も急落する。

——いかがでしたか？

スタンダード・チャータードとサクソバンクの共通リスクシナリオは、金先物の過去最高値更新でした。足元で金先物価格はFedの利上げ幅縮小見通しを受け底打ちの兆しをみせており、2023年に上昇の流れが続いてもおかしくありません。

日本人にとっては、悪夢のシナリオはドル円の200円突破でしょう。（金の保有で悪夢ではなくなります）サクソバンクは輸出の追い風になると指摘しますが、11月の経常収支が赤字に転じたように日本の稼ぐ力が減退するなかでは、成長促進剤になるとは到底思えません。

Fedの200bp利下げ予想は、実際の引き下げ幅は別として実現してもおかしくありません。現時点ではインフレ抑制姿勢を堅持し高金利の維持を掲げますが、パウエル議長率いるFedは2021年11月のインフレ重視への転換を含め機動的ですから、決してないとは言いきれないでしょう。

ホームページもご覧下さい。  
<http://www.goldsumitatekun.com>

株式会社ゴールドリンク



東京都千代田区飯田橋2丁目8番5号

多幸ビル九段10階

電話 03(5275)5588

FAX 03(5275)5677

Email: [info@goldsumitatekun.com](mailto:info@goldsumitatekun.com)



GOLD FOURSEASONS REPORT

2023年冬号

2010年9月1日創刊 2023年1月25日発行 通巻第48号

●本誌に掲載されている情報は内容が正確であるよう最善を尽くしておりますが、内容についての一切の責任を負うものではありません。●本誌に掲載されている情報に基づいて投資活動を行った結果、損害が発生したとしても、弊社はその責任を負うものではありません。●本誌に掲載されている内容の著作権は、株式会社ゴールドリンクに帰属します。弊社に無断で転用、複製等することは固くお断りします。