



# Gold Link Corporation

## GOLD FOURSEASONS REPORT

発行日 令和4年1月25日

### 目次：

2021年第3四半期の世界金需要	1
金融の鍵を握るポイント2022	4
金価格予想2022	8

## 2021年第3四半期の世界金需要

### 第3四半期の金需要は7%減の831トンに ハイライト

第3四半期の金需要は、前年同期比7%減の831トンとなりました。この落ち込みは、ほぼETFによるもので、これにより当四半期の他の需要セクターでの強さが影を潜めました。ETFは、2020年第3四半期の大量流入から転じて、2021年は小幅な流出となっています。一方で**宝飾品、テクノロジー、金地金・金貨は、2020年に比べて大幅に増加しました。**

中央銀行による緩やかな買い付けは、2020年第3四半期の少額の売り越しに比べると確実に改善しました。

供給は、リサイクルが大幅に減少したことにより、前年同期比で3%減少しました。

宝飾品需要は、世界的な景気回復が続いていることから、引き続き好調に推移しました。第3四半期の宝飾品需要は、前年同期比33%増の443トンと回復しました。

**金地金・金貨の投資は前年同期比18%増の262トン**となりました。第3四半期における金価格の低迷は、多くの人にとって購入の好機となりました。

2021年四半期には金ETFから少量の流出（27トン）がありましたが、2020年第3四半期に274トンという膨大な量の流入があったことを考えると、前年同期比の金需要の変化に与えたインパクトは不釣り合いなものとなりました。

中央銀行は、ここ最近の四半期に比べてペースは落ちたものの、引き続き金の買い付けを行いました。第3四半期の世界の金準備は69トン増加し、年初来では約400トン増加しました。

テクノロジー用途の金需要は、エレクトロニクスセクターの継続的な回復により、前年同期比で9%増加しました。需要は84トンとなり、パンデミック前の四半期平均に戻っています。

(2 ページに続く)

### ■世界金需要

	Q3.20	Q4.20	Q1.21	Q2.21	Q3.21	前年同期比
宝飾品	332.9	510.3	484.1	396.6	442.6	+33%
エレクトロニクス	63.2	69.2	66.2	66.4	68.9	+9%
その他	10.9	11.8	12.0	10.9	12.0	+9%
歯科	3.1	2.9	2.9	2.9	2.9	-8%
工業・歯科小計	77.2	83.9	81.1	80.2	83.8	+9%
金塊退蔵	114.3	170.3	231.9	168.5	178.4	+56%
公的金貨	84.1	78.4	102.0	62.3	59.4	-29%
メダル類	22.6	20.5	18.1	12.4	23.9	+6%
小売り投資小計	221.0	269.2	352.0	243.2	261.7	+18%
ETF・関連商品	273.9	-131.3	-170.0	40.7	-26.7	--
投資合計	494.9	137.9	182.0	283.9	235.0	-53%
中央銀行金購入	-10.6	61.0	133.4	190.6	69.3	---
需要合計	894.4	793.1	880.6	951.3	830.8	-7%

## GOLD FOURSEASONS REPORT

### 2021年第3四半期の世界金需要

金ETFや先物市場の投資家の低調なセンチメントを何とかはねのけ、米ドル建ての金価格は第3四半期開始時より1%低い価格で当四半期を終えました。

宝飾品需要は堅調に回復し、金地金・金貨の年間投資の増加により、金ETFからの資金流出の動きが緩和されるという見通しを立てています。

#### 第3四半期のレビュー

米連邦準備制度理事会（FRB）のハト派的発言や、米国10年債の名目および実質利回りの大幅な低下により、第3四半期の金需要は好調な滑り出しを見せました。実質利回りは、8月初めには過去最低のマイナス1.2%まで低下しました。しかし、この勢いは長くは続かず、金はその恩恵を受けることができませんでした。金価格は、8月は激動の動きの中、結局は横ばいとなり、最終的に0.6%の下落となりました。

9月に入ると、「金に好意的な」ニュースにより一時的に上昇したものの低下を抑えきれず、前月比で4%の落ち込みとなりました。また、米ドルの上昇が続いたことも影響をもたらしました。しかし、金ETFからの純流出と先物市場での買建玉正味残高の減少にもかかわらず、金は1.2%の落ち込みにとどまりました。

明らかに弱気な市場環境にもかかわらず、金がこのように底堅いのは、消費者需要や中央銀行の需要の強さだけでなく、次に示すような表面的には見えない部分での力強さが反映されているからです。

○欧州およびアジアのETF需要は堅調に推移しており、全体的な低迷は主に米国に起因したものです。

○ドイツ、米国ともに金地金・金貨の需要が過去最高となり、その他の現物需要も堅調に推移しています。

投資家の内在する失望感が「はっきりと」見られる中、金がよく持ちこたえたことは一つの明るい兆しでした。もう一つは、株式と債券の両方が不振だったことです。第3四半期の金融市場では、特に9月に全般的な不調が見られました。債券が4.7%、株式が0.9%と共に下落したことは、投資家が20年以上にわたって慣れ親しんできた経験に反するものでした。このような状況が続く、金の勢いが増してくれば、今後のリスクヘッジとしての金の魅力が高まる可能性があるでしょう。

#### 今後の見通し

##### 宝飾品

宝飾品は今後も景気回復の恩恵を受け続けるでしょう。通期の見通しに対するリスクとしては、中国が挙げられます。中国では、今後不動産業界の問題や停電の影響により、需要が減少する可能性があります。とはいえ、インドの年需要が予想を上回っていることで、中国の潜在的な弱さを補うことができると考えられます。

#### ■主要国需要

	2021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	96.2	42.9	139.1	58.0%	27.0%	+47.0%
中国	163.0	66.5	229.5	33.0%	10.0%	+25.0%
中東	39.6	15.6	55.2	46.0%	-11.0%	+24.0%
トルコ	9.3	9.6	18.9	41.0%	-80.0%	-66.0%
日本	4.1	1.8	5.9	15.0%	—	+64.0%
米国	31.7	28.6	60.3	12.0%	300.0%	+20.0%
欧州	12.2	57.5	69.7	19.0%	65.0%	+21.0%

注1: 単位はトン

注2: 前年同期比は21年第3四半期と20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

	Q3.20	Q4.20	Q1.21	Q2.21	Q3.21	前年同期比
鉱山生産	919.0	921.7	842.7	876.8	959.5	+4%
生産者ヘッジ	-21.3	-28.1	8.7	-15.2	-18.6	---
鉱山生産小計	897.7	893.6	851.4	861.6	940.9	-7%
リサイクル	381.8	331.8	271.6	281.5	298.0	-22%
供給合計	1,279.5	1,225.4	1,123.0	1,143.1	1,238.8	-3%

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Q3.20とQ3.21との比較

## 2021年第3四半期の世界金需要

## 金地金・金貨

第3四半期の世界の金地金・金貨需要は262トンで、前年同期比18%増となりました。増加の原動力となったのは、世界の金地金で投資は56%増の178トンとなりました。一方、トルコの金貨購入量が昨年の記録的な高水準から大幅に減少したことが主な要因となり、公式金貨の需要は29%減の59トンとなりました。

年初来累計で857トンとなり、2013年以来の高水準となりました。2013年は、急激な価格下落を利用して投資家が金の保有残高を増やし、アジア市場を中心に需要が急増した年でした。

第3四半期の力強い成長は、多くの国で新型コロナウイルス感染症の規制からの脱却が進んでいること、インフレ上昇への懸念が継続していること、8月の価格の下落が多くの投資家（特にアジア）の購入を促したことなど、様々な要因に支えられています。

## ☆中国

中国の第3四半期の金地金・金貨の需要は前年同期比で12%増加し、65トンとなりました。金地金・金貨の販売は、現地金価格の下落、贈答需要、家計所得の健全な成長、地元の商業銀行が金地金・金貨販売に注力したことなどに支えられました。

第3四半期の金価格は比較的安定しており、それに加えて8月と9月に数回の急激な下落があったので、安値買いを狙う投資家にとっても購入する機会となりました。これは、中秋節前後の贈答需要を盛り上げるのに良いタイミングでした。当四半期は、家計所得が着実に増加したことにより、宝飾品や金地金・金貨の販売が増加しました。また、中国の商業銀行は、金地金・金貨の販売に力を入れています。

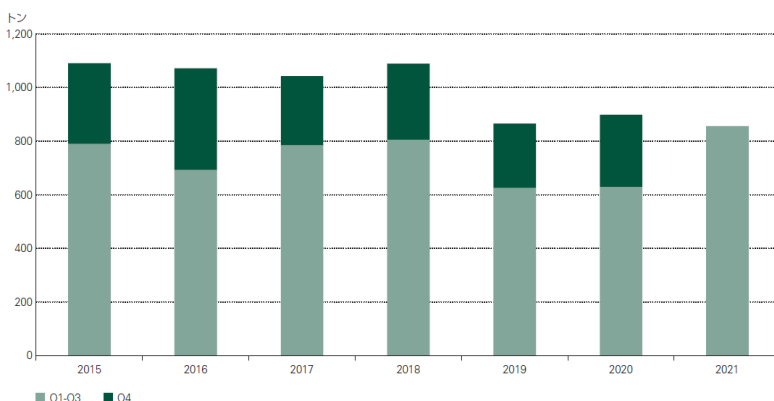
今後の金の投資需要は堅調に推移すると思われます。中国の経済成長に対する圧力が強まる中、非人民元で反循環的な資産である金は、地元の投資家にますますアピールできると思われます。

## ☆インド

インドの第3四半期の金地金・金貨投資は、抑圧されていた需要が存在したことと、金価格が下がったことにより、前年同期比27%増の43トンとなりました。宝飾品消費者と同様に、金地金・金貨の投資家も、価格の急落と四半期ごとの平均価格の低下に対応して、保有残高を増やしました。ロックダウン規制が緩和されるにつれて、滞留していた需要が解放され、価格効果が高まりました。投資家は、株式市場の強さ（9月24日にはBSE SENSEX指数が60,000の史上最高値を記録）に魅了されているものの、このような高評価の中での調整の可能性を警戒していました。これにより、分散投資を目的とした金への投資が促進されました。

当四半期は、国内のスポット金取引と国際的な地金取引に関連する政策改革が継続して行われました。

年初来の金地金・金貨への投資は、2019年と2020年の通期とほぼ同水準に  
世界の金地金・金投資、トン\*



第3四半期において、インド証券取引委員会（SEBI）は、インド国内のスポット取引所の枠組みを承認しました。一方、国際金融サービスセンター局（IFSCA）は、2021年10月1日にインド国際地金取引所（IIBX）を立ち上げました。これらの取引所は、ブليونバンクを強化し、インドを主要な金地金取引のハブとして確立することを目的としており、金の貨幣化計画の成功や金を裏付けとする商品の開発にも役立つでしょう。

## 金融の鍵を握るポイント2022

### 2022年の金融の鍵を握る3つのポイント

2021年は、株式市場が金利の動きに影響を受けた年でした。年初は長期金利上昇の懸念から株価が下落し、3月を天井に金利が下落するとともに持ち直しました。その後は米国でテーパリングが開始したにも関わらず、金利は低位に留まり、コロナの落ち着きも相まって株価を押し上げました。足元ではオミクロン株への懸念がボラティリティを押し上げているものの、一時のパニック的な株式市場の売りは収まりつつあります。

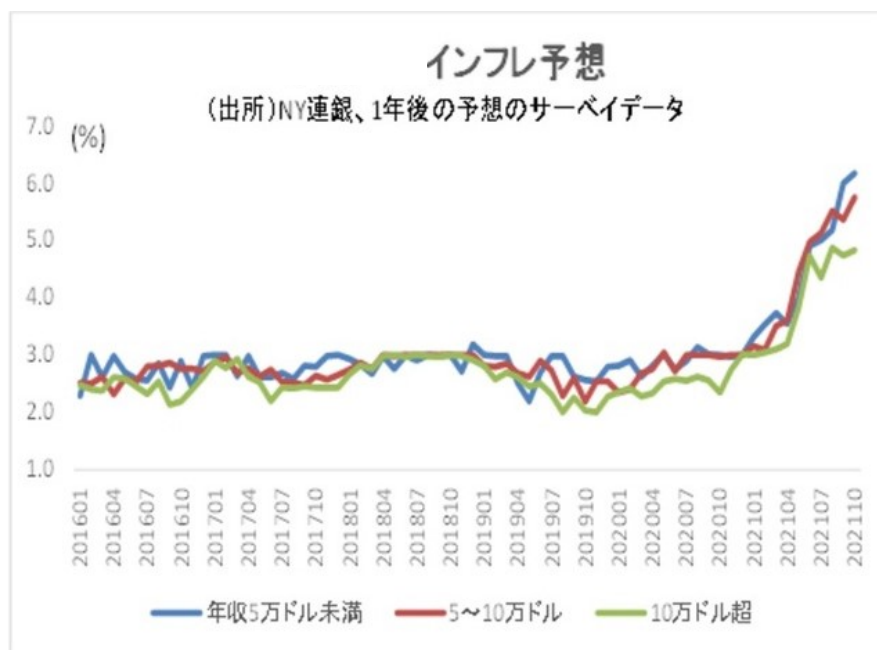
2022年は、21年以上に市場の波乱要因となる可能性が高いのではないのでしょうか。理由は以下の3点です。

- (1) 世界の金融当局のジレンマ
- (2) 各種資産の価格上昇を支えてきたマネーフローの変化
- (3) デジタル金融の急拡大

#### (1) 世界の金融当局のジレンマ

債券市場は、今年世界中で政策金利が引き上げられると予想しています。オミクロン株がまだ報じられていない時点からすると、多少利上げ予想幅は縮小したものの、やはり相当の政策金利押し上げを織り込んでいます。因みに日本はほぼ横ばいのままです。

米国については、年央にかけて利上げの憶測が高まるでしょう。人々の予想インフレ率は急速に



上昇しています。(左図)とりわけ所得が低い層ほど、自分の1年後の収入の上昇率よりも物価の上昇率の方が高いと考えています。高所得者層は、保有する資産も上昇していると見られますが、低所得者層はその限りではないでしょう。その分、格差拡大への不満や、生活不安が拡大しやすくなります。人々の予想は適合的、つまり、足元の

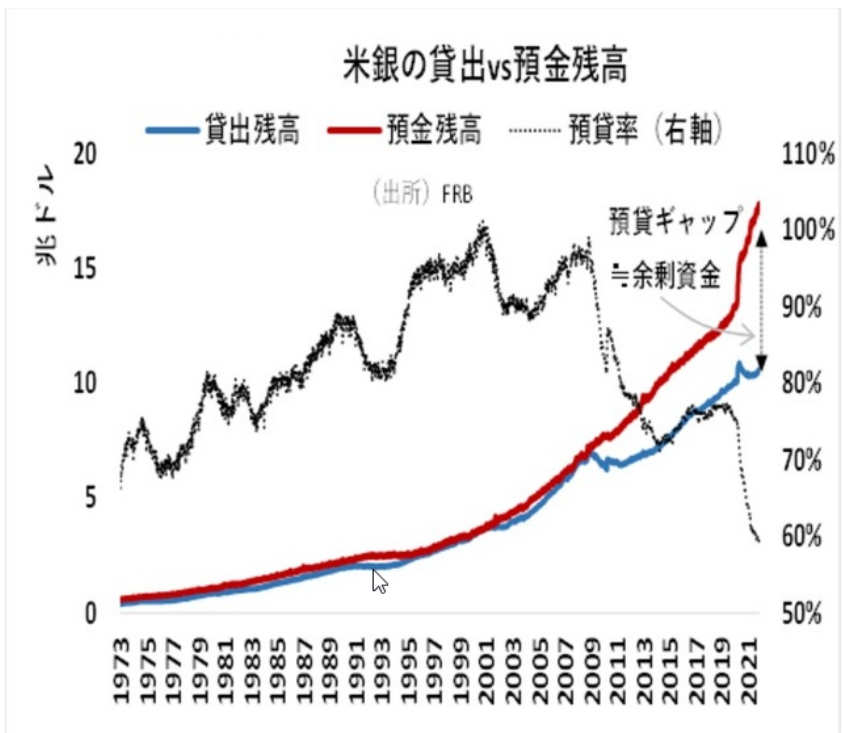
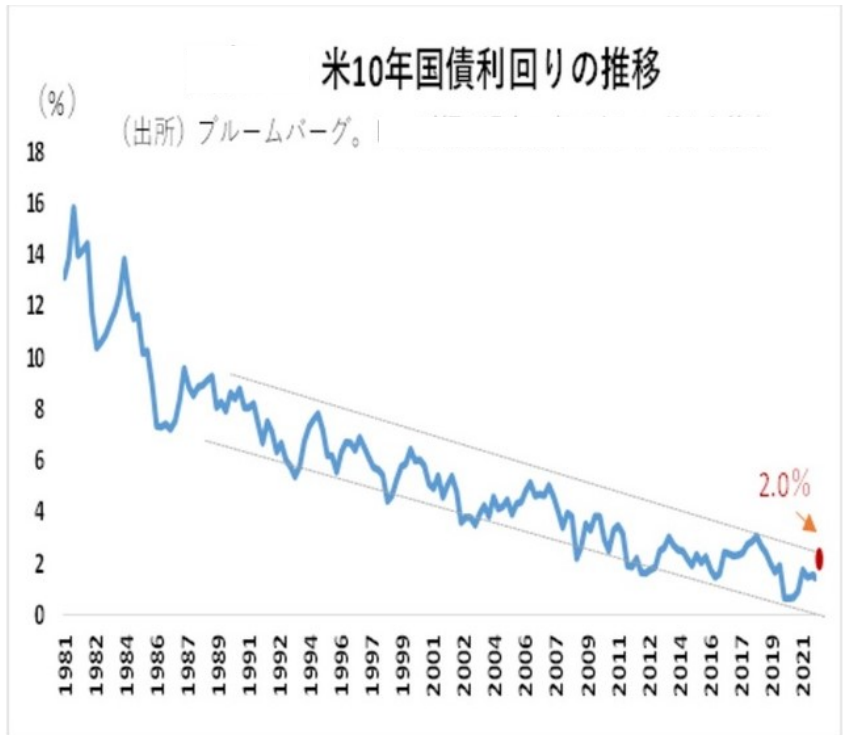
金融の鍵を握るポイント2022

状況に予想が引きずられやすいため、また状況が変われば楽観的になるかもしれませんが、今のところその兆しはまだ見えず、少なくとも当面、物価対策への要求が高まるのは必至でしょう。

一方、足元ではオミクロン株等による景気回復ペースの鈍化懸念が台頭しています。仮にオミクロン株が沈静化しても、変異株がこれで打ち止めとは言い切れず、行動制限の完全撤廃までの道のりはまだまだ不透明です。そのような不透明感の中で高インフレと戦う必要がある中央銀行は大きなジレンマを抱えることとなります。金融市場も政策金利の動静に翻弄されるでしょう。

(2) 資産価格上昇を支えてきたマネーフローの変化

政策金利は激変の年になる一方、長期金利の動きはそこまで劇的ではなさそうです。長期金利は長期的な経済成長やインフレ率などのファンダメンタルズと、資金に対する需給を反映すると考えられます。実際、銀行の余剰資金（≒資金の潜在的な供給力）が増えるとその後の国債利回りが低下するという逆相関がみられます。



## 金融の鍵を握るポイント2022

一方景気が回復するなら資金需給がタイト化するのではないのでしょうか。確かに設備投資等の資金需要は高まっています。しかし、過去の回復期の例からみても、銀行預金が急減するとは考えにくいでしょう。しかも、銀行の貸出余力（余剰資金や資本力）も過去最強となっています。このため、銀行による資金供給が需要を上回ると考えられ、結果として長期金利は案外上昇しにくいと考えられます。政策金利の引き上げを前提としても、2022年の米国10年国債利回りは1.1%~2.0%（現在は1.43%）程度のレンジに留まると考えられます。

この場合、これまで上昇してきた不動産、とりわけ、住宅価格についてはまだ上昇の余地があるでしょう。住宅価格は、商業用不動産に比べて収益利回りなどによる理論値が算定しにくいいため、金利や需給に左右されやすい傾向にあります。懸念材料はインフレ率に対して既に値上がり幅が高いことですが、日本はG7の他国に比べてそのような乖離幅は限定的です。今年の住宅は、若干揺り戻しのリスクはあるものの、日本については相対的にリスクが低いでしょう。

但し、中国の恒大集団を発端とした不動産会社の過剰債務問題は懸念材料です。この動きは、世界の金融市場に対する影響と不動産価格への影響を分けて考える必要があります。債務問題については、海外債務に深刻なデフォルト懸念が発生すれば再び国際的な金融市場を動揺させるため、注意が必要です。一方、不動産価格については、既に中国の一部地域で下落は始まっているものの、市場が国内外で分断しているため、世界に伝播しにくく、むしろ、中国の住宅価格に不安を覚える投資家が他国に再び目を向け、他国の価格を下支えする可能性もあると考えられます。

### (3) デジタル金融分野の急拡大



前述の通り、法定通貨の価値が低下する一方で、暗号資産の価格は堅調に推移しています。特にNFT（ノンファンジブルトークン、非代替可能トークン）は、今年若年層を中心に、売買が急速に活発化しました。SANDOXなどのNFTは、品薄もあり、ここ数ヶ月だけでも10倍以

## 金融の鍵を握るポイント2022

上の上昇となっているものもあります。こうした動きもあり、ビットコインなどの暗号資産の価格も堅調です。ビットコインは半減期を基に考えられている4年周期のサイクル的には上昇しにくい時期に差し掛かっていますが、イーサリアムは、その用途が拡大しつつあることから、需要が高まっています。

また、政府デジタル通貨の動きも徐々に進捗しています。昨年のサプライズは、エルサルバドルのビットコインの法定通貨化でした。新興国で独自通貨を持たない国や自国通貨が弱い国の一部では、決済手段として暗号資産を認める動きが報じられています。政府デジタル通貨で先行する中国のデジタル通貨DCEPは、今年本格利用のフェーズに入ると見られます。日銀も昨年の春に実証実験を開始しています。やや保守的と見られている米FRBも、先月末に政府デジタル通貨等研究などを行うイノベーションセンターを設立しました。今後ともこうした政府デジタル通貨の流れは一層進むでしょう。

民間による決済のデジタル化の動きも活発化しています。テスラの暗号資産での決済受け入れは5月に止まったままだが、ペイパル、ビザ等が相次いで決済手段に暗号資産を取り込んでいます。日本でも、メガバンクやNTTグループなどを中心とする74社のコンソーシアムが「DCJPY」というデジタル通貨の開発を進めています。既にデファクト化している各種民間ペイメント（ペイペイ、スイカなど）については、法人取引での利用は限定的です。乱立の問題からG2C（個人間の割り勘など）でも普及が思うようには進んでいません。依然活用度合いは不透明ですが、新たな統一的なデジタル通貨が決済システムを大きく変える可能性もあるでしょう。

### まとめ

2021年のマネーストックの拡大は、新型コロナの国民生活への影響を緩和するなどのパワーを発揮しました。しかし今や、その過剰感が市場の不安材料になっています。足元で変異株懸念はあるものの、市場には耐性ができつつある印象です。今年はいよいよ金融市場の巻き戻しがテーマとなり、その過程では、大きな揺らぎが生じるでしょう。このような節目に、新たな金融の動きも加速するでしょう。まだ小規模ですが、波乱要因になるかもしれません。2022年は、金融市場を広く緻密に見ていく眼力が問われる年になりそうです。

## 金価格予想2022

### 2022年の金価格予想—4つのポイント

2022年は金相場の本格的な長期上昇トレンドの起点になるでしょう。  
2022年の金価格を想定する上で重要なポイントは、以下の4つです。

- (1) FRB（米連邦準備制度理事会）による金利引き上げのタイミング
- (2) 世界的なインフレ動向
- (3) 金利動向と米ドルの動向
- (4) 投資市場環境

その中でも(1)と(2)は密接に関連していると言えます。コロナ禍からの回復により、世界経済は回復し、株価は米国を中心に大きく値を上げてきました。その間、米国の製造業は回復し、米国の住宅市場は大きく拡大しました。一部では資材不足を背景に住宅供給が不足し、販売価格も上昇しました。また、自動車に不可欠な半導体が不足し、中古車価格が高騰するなど、これまでとは違うインフレがみられています。

#### 2021年、米ドル高基調のなか金相場は堅調さを維持

このように、景気の回復とインフレを背景に、FRBはまずこれまで実施してきた量的緩和策の解除を決めました。11月のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、月額1200億ドルの量的緩和策の縮小（テーパリング）を決定・開始しました。また、インフレへの懸念が高まる中、市場ではFRBによる2022年中の利上げのタイミングを探る展開になっています。景気指標の改善などもあり、市場では1利上げのタイミングが早まるとの観測が強まり、短期金利市場では2022年中に0.25%ポイントの利上げが実施されるとの見方が広がりました。これを受けて、米ドルも対主要通貨で上昇し、堅調な動きを続けてきました。

一方、金利がつかない金は、このような状況では上がりづらいのですが、米ドル高基調が続く中でも堅調さを維持し、11月には一時1,830ドル台を付けるなど、これまでとは違って下げにくい展開をみせてきました。しかし、その背景は短期的に取引を繰り返す投機筋の買いがメインであり、長期的に金を保有する投資家の買いは手控えられているようです。ある調査機関によると、2021年第3四半期のETF需要は、新型コロナウイルスの発生で安全資産としての需要が高まった前年同期の274トンから、27トンの減少となりました。株価も堅調に推移していたこともあり、投資家は安全資産を売却し、株式を選好していると言えます。

#### 2022年はインフレ動向を注視

このような状況の中、2022年の金価格動向を見極める上で、やはり重要なのはインフレ動向だと思われる。世界経済が回復軌道に乗り、マクロ環境の不確実性が低下したことで、インフレ率が



## 金価格予想2022

大きく上昇しています。インフレ率の上昇は、実質金利の低下につながり、これが金価格の直接的な押し上げ要因となります。FRBがテーパリングを開始し、さらに利上げを実施するとみられることから、米金利が上昇し、米ドルが上昇すると、金価格には圧迫要因となるでしょう。しかし、最近では金利高・米ドル高の状況下でも金価格は下がりづらくなってきています。一部の投資家が将来のインフレに備えて、金を買いはじめているのではないかと観測もあがっています。インフレの継続には、原油価格の上昇基調と景気の回復基調の継続が不可欠と考えられますが、FRBが目標とする物価上昇率2%を超える水準での推移が当面続きそうにみえます。今後も新型コロナウイルス感染拡大のリスクは残りますが、世界経済は今後も順調に回復していくでしょう。そうすると、インフレ率は一定の水準で高止まりするものと考えられ、米金利が上昇し、利上げが確実に視野に入ってくるが、このような状況下では金価格は上がりづらくなると考えるのが普通でしょう。しかし、価格変動とは不思議なもので、いったん材料が織り込まれると、その材料の市況への影響が緩和されるのも事実です。

### 前回のテーパリングと利上げ実施で金相場はどう反応した？

前回のテーパリングから利上げが実施された2013年から2015年を振り返ると、テーパリングの示唆から利上げまでの期間は約2年半程度ありました。その間、米ドルは上昇したものの、金利は低下しました。しかし、金価格は安値圏で低迷していました。今回はテーパリングの示唆が2021年8月末にあり、テーパリングの開始までの期間はわずか3ヶ月程度です。さらに、利上げ開始までの期間もかなり短くなる可能性があり、今回はかなり慌ただしい動きになりそうです。今回はテーパリングが金売りにつながった事実はありません。したがって、下値耐性は前回のテーパリング時よりもかなり強いと思われます。これは、今回のタイミングでインフレが強まっていることが背景にあると考えられます。その上で、利上げが早期に織り込まれると、金価格は実際の利上げの前から本格的な上昇に入る可能性もあると考えられます。FRBが2015年12月に利上げを開始して以降、金価格が本格的な上昇基調に入ったことを、今一度思い出しておきたいところです。

### 金価格は下落しても下値が限られる可能性

このような側面を考慮すれば、今後のインフレや景気動向次第ではあるものの、金価格は2022年のうちに大きく上昇し始めるのではないかと考えられます。2022年末までに0.25%ポイントの利上げが1回実施される確率は95%を超えています。また、7月までに同様に利上げが実施される確率は7割程度であります。2022年前半には1回目の利上げが実施され、このあたりから金価格の上昇が鮮明になっていくのではないかと考えられます。この間に、年金・機関投資家などがETFを経由して金を買う動きを強めるようだと、さらに価格の上昇が強まる可能性があります。一方、安い水準で買うバーゲンハンターである中国やインドは、1,700ドル台後半は金を買うには高すぎると感じているでしょう。逆に言えば、下げると買い始めるということです。つまり、下げても彼らが押し目で買うため、下値は限られる可能性が高いと思われます。2022年は金相場の本格的な上昇の起点になり、2020年8月に付けた史上最高値の2,072.49ドルを超え、高値を更新する期待が持てる年になるでしょう。

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

2022年冬号

2010年9月1日創刊 2022年1月25日発行 通巻第44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。