

## GOLD FOURSEASONS REPORT

発行日 令和6年1月25日

### 目次：

2023年第3  
四半期の世界  
金需要

1

2024年金価  
格予想？！

7

### 2023年第3四半期の世界金需要

#### ○ハイライト

第3四半期の金価格は平均1,928.5米ドル/オンス。第2四半期の記録的な高値を2%下回りました。

前年同期比では12%上昇しました。日本、中国、トルコなど、いくつかの国では米ドルに対する通貨安のため、現地の金価格が上昇しました。

中央銀行による金の純購入量は2022年を14%上回っています。中央銀行は今年これまでに800トンの金を購入しており、このペースは過去最高となっています。

定期的に外貨準備を買い入れる国もありますが、ここ数四半期に中央銀行が外貨準備を積み増した国の幅は広いです。

投資需要は前年同期比でまちまちでした。金地金と金貨の投資は、中東、トルコ、中国の上半期の好調により、昨年第1四半期から第3四半期とほぼ同水準となっています。これとは対照的に、金ETFは今年に入り189トンの資金流出を記録しており、これで6四半期連続で需要がマイナスとなりました。

第3四半期の金需要は長期平均をしっかりと上回りました。

第3四半期の金需要（OTCを除く）は5年平均を8%上回りましたが、前年同期比では6%減の1,147トンとなりました。OTCと在庫フローを含む総需要は前年同期比6%増の1,267トンでした。

中央銀行による純購入量は337トン、過去3番目に好調な四半期となりましたが、異例の459トンとなった前年同期には及びませんでした。とはいえ、中央銀行の需要は前年同期比14%増の800トンを記録しています。

第3四半期の投資需要は前年同期比56%増の157トンであったものの、5年平均の315トンと比較すると低調でした。世界の金ETFは第3四半期に139トンの流出となりましたが、これは22年第3四半期（-244トン）よりはるかに少ない流出量でした。

金地金・金貨の投資量は前年同期比14%減の296トンでしたが、5年平均の267トンをしっかりと上回りました。

前年同期比の減少は、主に欧州での

(2ページに続く)

#### ■世界金需要

	Q3.22	Q4.22	Q1.23	Q2.23	Q3.23	前年同期比
宝飾品	582.6	601.9	512.4	492.8	578.2	-1%
エレクトロニクス	63.5	57.9	56.1	56.4	61.1	-4%
その他	11.3	11.7	11.6	11.6	11.8	+4%
歯科	2.5	2.4	2.4	2.4	2.3	-6%
工業・歯科小計	77.3	72.1	70.1	70.4	75.3	-3%
金塊退蔵	225.1	222.2	183.3	163.8	205.9	-9%
公的金貨	86.2	85.5	94.9	87.2	54.9	-36%
メダル類	33.0	28.9	24.7	25.8	35.4	+7%
小売り投資小計	344.2	336.6	303.0	276.8	296.2	-14%
ETF・関連商品	-243.7	-89.2	-28.6	-21.1	-139.3	--
投資合計	100.5	247.4	274.3	255.7	156.9	+56%
中央銀行金購入	455.8	382.1	287.7	174.8	337.1	-27%
需要合計	1219.2	1303.3	1144.5	993.7	1147.5	-6%
		1				

## 2023年第3四半期の世界金需要

急激な落ち込みによるものです。

宝飾品の消費量は、金価格が引き続き堅調に推移するなか、前年比2%減の516トンとやや軟化しました。宝飾品製造は在庫の積み増しにより1%減の578トンと、わずかに回復しました。

### ○宝飾品

第3四半期の宝飾品需要はやや軟化、前年同期比では堅調に推移。

- 第3四半期の宝飾品は前年同期比2%減とやや低調でしたが、5年平均を4%上回りました。
- 金価格の高騰と経済の不透明感は、特にアジアと中東の一部の価格感応度の高い市場において、前年比下落の主要因となりました。

宝飾品の需要は、非常に高い価格環境にもかかわらず、比較的好調を維持しています。しかし、多くの市場における不安定な経済シナリオや、生活費危機による消費者へのプレッシャーが続いていることから、このセクターに対する不透明さは依然として残っています。

### ★中国

中国の第3四半期の宝飾用金需要は、前年同期比6%減の154トンでしたが、第2四半期からの季節的な反動が見られました（前期比16%増）。前年同期比では8%増の481トンとなり、現地の金価格が高騰する中、素晴らしいパフォーマンスとなりました。また、記録的な水準の四半期平均現地金価格のおかげで、2023年の第3四半期の需要は金額ベースで最も高く、合計710億人民元、100億米ドルとなりました。

宝飾品の需要が前年同期比で減少したのは、主に22年第3四半期が比較的堅調なベースであったこと、人民元建て金価格が前年同期比で大幅に上昇したことによります。婚礼シーズンピークを控えたブライダルジュエリーの購入が好調でした。加えて、安全資産としての金の魅力が高まっていることも、金宝飾品の売上を押し上げました（他の宝飾品カテゴリーを大きく上回った）。

しかし、多くの消費者は第3四半期に高騰した現地金価格を買い控え、価格調整の可能性を恐れしました。また、消費者は予算が決まっている傾向にあるため、価格の上昇は宝飾品の平均購入重量の減少につながりました。

消費全般が慎重な中、観光や娯楽への支出との競争も需要を圧迫しました。映画興行収入は72%増、上半期の地元観光への支出は前年同期比96%増と急増し、ゴールド・ジュエリーの予算は制限されたと思われます。

### ★インド

インドの第3四半期の宝飾品需要は前年同期比で増加し、昨年第3四半期以来の改善となりました。需要は7%増の156トンで、5年平均の130トンを19%上回りました。しかしながら、記録的な現地金価格が消費者の足を引っ張り、市場は前年同期比では弱含みで推移しています。

第3四半期は、現地の金価格が過去最高値から調整されたことと、南インドにおける祝祭シーズンが、成長の2つの大きな原動力となりました。

第3四半期は、AdhikMaasの影響もあり、かなり軟調なスタートとなりました。新たな買い物をするには不吉とみなされます。

### ■主要国需要

	2023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	155.7	54.5	210.2	7.0%	20.0%	+10.0%
中国	163.9	83.1	247	-4.0%	16.0%	+2.0%
中東	42.7	27.4	70.1	-12.0%	-8.0%	-11.0%
トルコ	11.2	30.2	41.4	+2%	-16.0%	-7.0%
日本	4.7	-0.4	4.3	+5%	—%	-42.0%
米国	28.6	21.1	49.7	-4.0%	-16.0%	-10.0%
欧州	13.1	30.0	43.1	-3.0%	-59.0%	-50.00%

注1: 単位はトン

注2: 前年同期比は23年第3四半期と22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

	Q3.22	Q4.22	Q1.23	Q2.23	Q3.23	前年同期比
鉱山生産	949.1	946.7	860.2	912.7	971.1	+2%
生産者ヘッジ	-26.8	-13.6	37.1	-19.5	7.2	---
鉱山生産小計	922.3	933.1	897.3	893.2	978.3	+6%
リサイクル	268.3	290.7	312.0	322.9	288.8	+8%
供給合計	1190.6	1223.8	1209.3	1216.1	1267.1	+6%

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Q3.22とQ3.23との比較

## 2023年第3四半期の世界金需要

インドの見通しは、慎重な要素もあるが健全でしょう。季節的なブースト、比較的低調であった後では、祝祭日や結婚式の買い入れによって溜まった需要が解放される傾向にあります。しかし、今後も急激な価格高騰が続けば、需要は抑制されるかもしれません。

## ★トルコ

トルコの宝飾品需要は引き続き投資動機に支えられており、第3四半期の需要は前年同期比2%増の11トン強となりました。宝飾品需要はこれで6四半期連続で前年同期を上回りました。その結果、第3四半期までの総需要は31トンに達し、2015年以来の高水準となりました。現地の金価格は過去最高値を更新しました。持続的な価格高騰は逆風となりましたが、厳しい経済・政治環境が続く中、容赦ない消費者インフレに対するヘッジとして、また安全な逃避先としての金需要がそれを上回りました。

## ○投資

第3四半期の投資需要は157トンで、2022年第3四半期のわずかな需要から大幅に改善しましたが、長期的な平均水準と比較すると弱い。

- 世界の金ETFは第3四半期に6四半期連続の資金流出となり、保有残高は139トン減少（-80億米ドル）しましたが、少なくとも22年第3四半期の244トンという多額の資金流出よりは改善しました。
- 第3四半期の金地金投資総額は前年同期比14%減の296トンで、欧州の低迷が重荷となりました。このセグメントの需要は、過去10年間で最も好調だった2022年とほぼ同水準です。

第3四半期の金ETF、金地金、金貨の投資需要は低調でした。投資量は157トンで、5年間の四半期平均である315トンの半分に過ぎません。とはいえ、これはわずか100トンで、この18年間で最も低迷した四半期であった22年第3四半期から前年同期比56%の増加となりました。年初来の投資需要は21%減少し、その大半はETFによるものでした。第3四半期の店頭需要は、トルコにおける富裕層（HNW）の継続的な需要と、その他の市場における小幅な在庫の積み増しに支えられたようです。このポジティブな需要はCOMEX先物のネットロングポジションのトレンドに逆行するものでありましたが、ETFの資金流出や金地金や金貨の買い控えにもかかわらず、金価格は1オンスあたり1,900米ドル前後で底堅く推移しました。

## ★ETF

第3四半期は金ETFからの資金流出が続きました（-139トン）。特に米国と欧州では、投資家が主要中央銀行（特に米国FRB）の利上げを「長期化」させるとの見方を強めたためです。前年同期比では、保有残高は5%以上減少（-189百万ドル）しましたが、運用資産（AUM）総額は2023年の金価格上昇の緩和効果により2%の減少にとどまりました。

北米上場の金ETFは第3四半期に96トン減少し、最も大きな損失を被りました。米国債利回りの上昇、米国の経済成長見通しの強まり、ドル高が重なり、投資家が落胆したためです。第3四半期の減少により、北米のファンドからの流出額は前年同期比で7600万ドル（43億米ドル）に達し、最大かつ最も流動性の高いファンドが最も損失を被りました。

欧州ETFはここ数カ月、同様のパターンで資金流出が続いており、第3四半期は55トン（-30億米ドル）の減少となりました。欧州中央銀行が10回連続の利上げを実施し、金利は「必要な限り、十分に制限的な水準にとどまる」と改めて表明しました。金利上昇に対する投資家の期待（したがって、金を保有するための機会費用が大きくなる）が、地域全体の金ETF保有量の継続的な巻き戻しを促したと思われます。2023年1～9月期の欧州ファンドからの資金流出は、主に英国とドイツが牽引し、合計124トン（72億米ドル減）となりました。

対照的に、アジアのファンドには2四半期連続で資金が流入し、第3四半期は13トン（8億6,000万米

## 2023年第3四半期の世界金需要

ドル増)となりました。ファンド販売業者による販売促進策の強化、現地金価格の高騰、現地資産の低迷が続く中、中国(+10トン)が引き続き同地域の資金流入を牽引しました。インドと日本にもまとまった資金が流入しました(2.5トンとそれぞれ1.2トン。)前年同期比では、アジア・ファンドの資金流入額は9億700万米ドルとなり、保有残高は14トン増加しました(12%増)。

今も同じ流れで資金流出が続いており、欧米上場ファンドからの継続的な資金流出と、アジアやその他の地域の上場ファンドへの小幅ながら安定した資金流入が対照をなしています。

**☆金地金と金貨**

上期が好調であった後、第3四半期の金地金・金貨投資は前年同期比14%減の296トンでした。しかし、需要は、5年間の四半期平均である267トンを大幅に上回りました。前年同期比では、このセクターの需要は876トンと、2022年の886トンをはほぼ上回り、上期の好調が第3四半期の低迷をカバーしました。第3四半期の前年同期比減少は、特に欧州(特にドイツ)、米国、トルコ、豪州、イランで需要が減少したことによるものです。

**☆中国**

中国における金地金と金貨の四半期需要は82トンで、21年第1四半期以来の強さでした。

前年同期比16%増、前四半期比66%増となりました。現地通貨安の継続が現地金価格を下支えし、また、現地の株式市場や不動産セクターが比較的期待外れのパフォーマンスであったことから、魅力的な代替投資先がなかったことも金に有利に働きました。中国人民銀行による継続的な金買いも、一般大衆の金に対するポジティブなセンチメントを固めたと思われます。2023年第1四半期から第3四半期にかけて、中国の一般家庭は197トンの地金と金貨を購入し、2022年の同時期を25%上回りました。

**☆インド**

インドの金地金・金貨投資55トンに達しました。2015年以来第3四半期で最高でした。

需要は前年同期比で20%急増し、5年間の四半期平均である40トンをは38%上回りました。投資量は前年同期比で増加し、118トン(2022年は117トン)に達しました。

投資家は、金価格が記録的な高値から下方修正されたことに反応し、結婚式や祝祭シーズンが始まると価格が回復することを期待して保有量を増やしました。ほとんどのマクロ指標が経済成長の持続的な勢いを示しており、経済環境は引き続き追い風です。また、モンスーンが良好であることは、農家所得にとって良い兆しです。とはいえ、インドが石油の輸入に大きく依存していることを考えると、原油価格の高騰は課題となっています。また、最近の金価格の乱高下は、世界的な地政学的懸念の高まりに拍車をかけたものであり、一部の投資家の意欲をそぐ可能性もあります。

**☆トルコ**

トルコの金地金と金貨の需要は、2020年に記録した通年の記録をすでに上回っています。第3四半期の需要は30トンで、5年間の平均を40%上回り、非常に高い水準を維持しました。とはいえ、22年第3四半期は例外的に好調であったため、前年同期比では16%の縮小となりました。

特にインフレ率の急上昇と恒常的な通貨安が挙げられます。また、現地通貨ベースでの好調なパフォーマンスからも恩恵を受けています。その魅力は、他の投資資産と比較しても際立っています。

高水準の貿易赤字と経常赤字に対処するために金の輸入割当が再導入された後、現地の金価格プレミアムは当四半期に急上昇した。金需要が引き続き堅調であることを考慮すると、これらは現地の逼迫した状況を助長しており、高いプレミアムが持続する可能性が高いことを示唆しています。

**☆米国**

第3四半期の米国における金地金・金貨の投資ペースは鈍化し、前期比・前年同期比ともに大幅に減

## 2023年第3四半期の世界金需要

少ししました。とはいえ、21トン強の需要は長期的に見れば健全であり、前年同期比の投資額は2%増加しました（87トン対85トン）。

### ☆欧州

金地金・金貨投資は2008年の世界金融危機前以来、最も低調な四半期となりました。需要はわずか30トンに落ち込み、前年同期比では59%減と3期連続の大幅減となりました。前年同期比需要は前年同期比58%減となりました。純需要が低水準にとどまったのは、買いが比較的控えめであったことと、利益確定・売り戻しがここ数年見られなかったほど多かったことの両方が重なったためです。

地域全体の金利上昇は、投資家にとって貯蓄口座を相対的に魅力的なものにしているだけでなく、住宅ローン返済額の懲罰的な上昇を通じて、その存在感を示しており、生活費の危機とともに、金に投資できる資金を減少させています。同地域最大の市場であるドイツは、需要が73%減の12トンとなり、同地域の低迷の最大の要因となりました。国内景気の低迷と、政府の急進的な新グリーン政策（一般家庭が暖房システムの高額な改修を余儀なくされる可能性がある）をめぐる不透明感がセンチメントを悪化させ、投資家が投資に慎重になったためです。大陸の他の市場でも、第3四半期は2桁の大幅な落ち込みとなりました。

### ○中央銀行

第3四半期中銀需要は堅調、年初来最高を記録。

- 中央銀行による第3四半期の買い越し総額は337トン、第3四半期としては過去2番目の高水準
- 記録的な上半期の総購入量に加え、前年同期の純購入量は800トンとなりました。
- 中央銀行の需要は好調な年間総需要を記録しそうです。

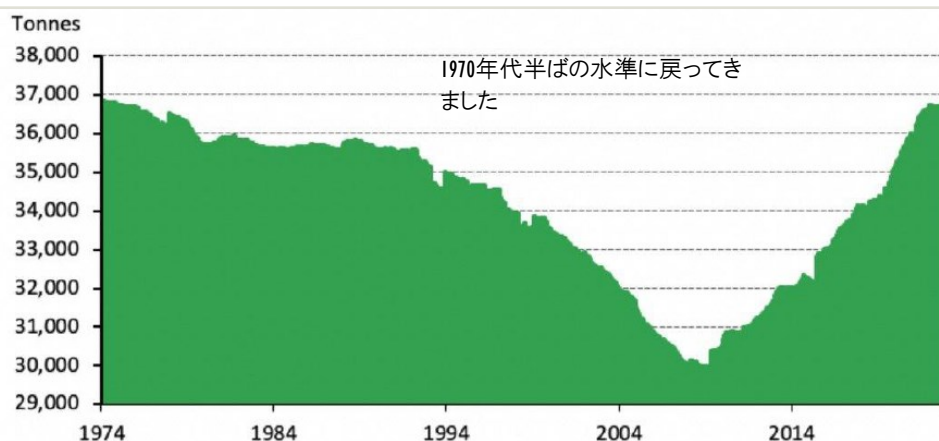
中央銀行の金需要は第3四半期も衰えることなく、記録的な上半期を上回りました。世界の公的金準備は337トン増加し、前四半期比120%増となり、第3四半期としては2022年第3四半期に次ぐ高水準となりました。前年同期比で見ると、中央銀行の買い越し量は800トンで、前年同期を14%も上回っています。

この四半期は、少数の銀行による大幅な買い越しと、その他の銀行による小幅な買い支えが目立ちました。また、前四半期とは対照的に、売却は最小限にとどまりました。

中国人民銀行(PBoC)は、この四半期に金準備を78トン増やし、世界最大の買い手の座を奪還しました。今年に入ってから、PBoCはその金保有量を181トン増やし、2,192トン（総準備の4%に相当）としました。

ポーランド 世界の中央銀行のゴールド保有量の変化

国立銀行（NBP）は第3四半期も買い増しを続



け、第2四半期の48トンに57トンを追加しました。これによって、ポーランド国立銀行は、年初来の金積み増しを105トンとし、金準備高を100トンに増やすという以前からの目標に沿ったものとなりました。ポーランド国立銀行総裁のアダム・グラピンスキは次のよう

## 2023年第3四半期の世界金需要

に述べています：「これにより、ポーランドはより信頼できる国となり、あらゆる格付けにおいてより良い地位を獲得し、非常に真剣なパートナーとなり、今後も金を購入し続けるだろう。夢は20%に到達することです」。NBPIは現在334トンの金を保有している。

トルコの金準備は、中央銀行が第2四半期に大量の純売りを行った後、純購入に切り替えたため、第3四半期に39トンの購入を行った後、668トンに回復した。しかし、金準備は年初より12%減少しています。

これらの大規模な買い手以外にも、当四半期中に8行が少なくとも1トンの買い付けを行い、需要の幅広さを浮き彫りにしました：インド（9トン）、ウズベキスタン（7トン）、チェコ共和国（6トン）、シンガポール（4トン）、カタール（3トン）、ロシア（3トン）、フィリピン（2トン）、キルギス共和国（1トン）です。ロシアが外貨と金の購入を再開すると報じられましたが、その規模や時期について詳しい情報は得られていません。

今一度振り返ると、中央銀行が今後も大規模な買い越しに転じることはほぼ間違いなさそうです。買いの強さは、予想を上回っています。

**○展望**

今後は、堅調な金地金と金貨の需要とともに、中央銀行の純購入が力強く復活し、金価格が債券利回りの急上昇とドル高に抗するのに貢献しました。ETF投資家や投機筋の買い手が積極的にこの争奪戦に加わろうとしなかったことは、金価格が上昇する好機であることを意味します。

堅調な基調とマインドの谷を考慮すれば、今後も価格は堅調に推移するでしょう。

- OTCを含む総投資額は前年同期比で増加し、さらなる上昇に傾く。
- 中央銀行の需要は過去最高の水準に近づき、上回る可能性が出てきました。

**☆投資**

中国とインドにおける金地金と金貨の需要は、堅調に推移しています。中国では経済的・地政学的な不確実性がセーフヘイブン需要に拍車をかけているようであり、インドでは経済力が富をもたらす買いをもたらしています。この2つの要因は、金の長期的なパフォーマンスの基盤となっているため、対立するものではありません。欧州の需要はまだ復活していませんが、米国では価格の強さが関心を集めたようです。これが欧州でも需要回復につながる可能性が出てきたと言えるかもしれません。

まとめますと、OTCを含む投資は堅調に推移しています。先物への投機的関心の高まりに助けられ、ETFへの資金流入が見込まれます。金地金や金貨の需要は引き続き堅調と予想されます。

## 2024年の金価格予想！？

### 2024年の金価格は何回も最高値を更新しそう？！

ただし年の前半には「2つの急落リスク」に注意

ニューヨーク（NY）金先物市場が再び騰勢を強めています。2023年12月3日に一時1トロイオンス=2152ドル台（2月限）と史上最高値をつけた後は一服していた金ですが、いつ再び大きく上昇してもおかしくありません。

### 2024年も金は史上最高値更新へ

直近反発のきっかけとなったのは、やはり2023年12月12～13日に開かれたアメリカの連邦公開市場委員会（FOMC）です。

委員会終了後、ジェローム・パウエル連邦準備制度理事会（FRB）議長は「今の状況が続くなら、年明け以降に利下げに踏み切る理由は十分にある」と発言。会合でも利下げの議論が行われたことを明らかにしました。この発言を機に、市場では早期利下げ観測が一気に高まりました。昨年末時点では1トロイオンス=2083ドルで取引を終えています。

パウエル議長は昨年12月初めには「早期の利下げの議論は時期尚早、追加利上げの必要性が生じれば、躊躇なくこれを行う」というタカ派的な姿勢を示していたのだから、市場が度肝を抜かれたのも当然です。発言を受けて、普段は冷静に対応する同国の債券市場が大きく動き、長期金利が一気に低下基調を強めたのを見ても、それは明らかでした。こうした状況下で、金市場は再び史上最高値更新をうかがう展開となっています。

では、2024年も金市場は好調を維持できるのでしょうか。結論から言えば、インフレの再燃という新たなリスクでも生じない限り、その答えはイエスであり、史上最高値を更新する局面も何度か見られそうです。

まずは、改めて金市場がどのような要因で動くのかを整理してみましよう。金市場は、一応商品市場のカテゴリーに属しているものの、実際には金融商品と言っても過言ではないでしょう。

商品市場は基本的に、現物の需給バランスが価格に与える影響が大きいです。金に限ってはその限りではありません。燃やしてしまえば二酸化炭素になるだけの、原油などの化石燃料や、食べれば消化されてしまう農産物と違い、金はこの世から消滅することはありません。

鉱山からは毎年一定量が新たに生産される一方、消費してもなくならないので、地上にある金の量は毎年増加を続けることとなります。一方、需要の大きな部分を占めるのは宝飾品か、投資目的です。鉱業用などの需要もないわけではないが、エネルギーや食糧のようにどうしても生活に必要な物という訳でもありません。結局のところ、金価格の動向を決定するのは、何らかの理由で金を必要としている人々が、どの程度いるのか、つまりは需要の強さに掛かってくるというわけです。

### 投資と安全資産という「2つの需要」が金価格を支える

金に対する需要は、大きく分けて2種類存在します。1つは投資目的の需要であり、もう1つは安全資産としての需要です。この2つのうちのどちらか、あるいは両方が強まるときには、価格

## 2024年の金価格予想！？

も上昇することになります。2024年はこの2つの需要がともに、どちらも一段と活発になる可能性が高いと思われます。これが、見通しを強気に傾ける大きな理由です。

まず、投資需要に関しては、何よりもアメリカの長期金利の低下が大きいです。金にとっての最大のライバルは、金利動向です。金はそれ自体に金利がつくことはありませんので、金利が上昇する局面では、債券投資などに比べてどうしても不利になってしまいます。また、他の商品のように現物の需給バランスの変化で相場が大きく動くこともありませんので、金投資に対する魅力は下がってしまうというわけです。

2023年夏から9月末にかけての金利上昇局面で精彩を欠いていた金相場が、金利が下がり始めた10月以降、急速に騰勢を強めてきたのを見ても、それは明らかでしょう。そしてこの流れは、まだしばらく続く可能性が高いと考えます。この先アメリカの景気が一段と減速、インフレ圧力も後退してくれば、FRBはいずれ利下げに踏み切ることになるでしょう。

もちろんインフレが再燃し、消費者物価指数が再び前年比で5%を超えてくるようなことがあれば話は別です。しかし、今後はFRBの積極的な利上げの影響が出てくることを考えれば、インフレを押し上げるほどに景気が過熱するとは考えにくいでしょう。さすがにこのまますんなりと2%の目標に向けて下がっていくとも思えません。今の水準でしばらく高止まりするというのが、いちばん現実味があるシナリオでしょう。

このように将来的な利下げ見通しに変化がない限り、アメリカの長期金利も低下基調が続く可能性が高いと考えます。また、利下げ観測や景気減速に対する懸念が、ドル安の流れを後押しすることも、金にとっては大きな下支え要因となるでしょう。

もう1つの押し上げ要因、安全資産としての需要に関しては、改めて細かく説明する必要もないかもしれません。直近では、中東でイスラエルとハマスの戦闘が継続する中、イエメンの武装勢力であるフーシ派は、紅海を航行する船舶に対する無差別攻撃を開始しました。イスラエルの後ろ盾になっているアメリカと、ハマスやフーシ、ヒズボラを支援しているとされるイランとの関係が一段と悪化する懸念は消えていません。また、ロシアとウクライナ問題も、依然解決の糸口は見えていません。こうした地政学リスクの高まりは、安全資産としての金に対する需要を大きく高めることになります。この先世界的な景気の減速が一段と深刻になり、株価がそれを織り込む形で調整局面に入ってくれば、それも安全資産の需要につながる可能性が高いでしょう。こうした先行きに対する漠然とした不透明感がある状況は、金にとっていちばん強気に作用すると考えてよいのではないのでしょうか。

なお、金価格がドルベースで上がっても、円高になったときには金価格が円ベースでは下がってしまうのではないかと、という見方もあるでしょう。確かにそう見えるのですが、その際には双方の値動きの激しさを考えてみればよいでしょう。

過去の値動きに基づいた、ヒストリカル・ボラティリティという指標を見ると、ドル円相場が押しなべて5~10%の間にとどまっているのに対し、金は10%を大きく上回る水準で推移している場合がほとんどです。つまり、ドル安を背景に金相場が動いたときでも、金の上昇率の方がドル円相場の下落率を上回り、円建てでの金価格も上昇する可能性は高いと思われます。

### 2024年前半には「2つのリスク」に注意

このように、金を取り巻く環境は「強気一色」と言えるのですが、だからと言ってリスクがまったくないというわけでもありません。特に2024年前半に気をつけるべきリスクとしては、次の2つを挙げることができます。



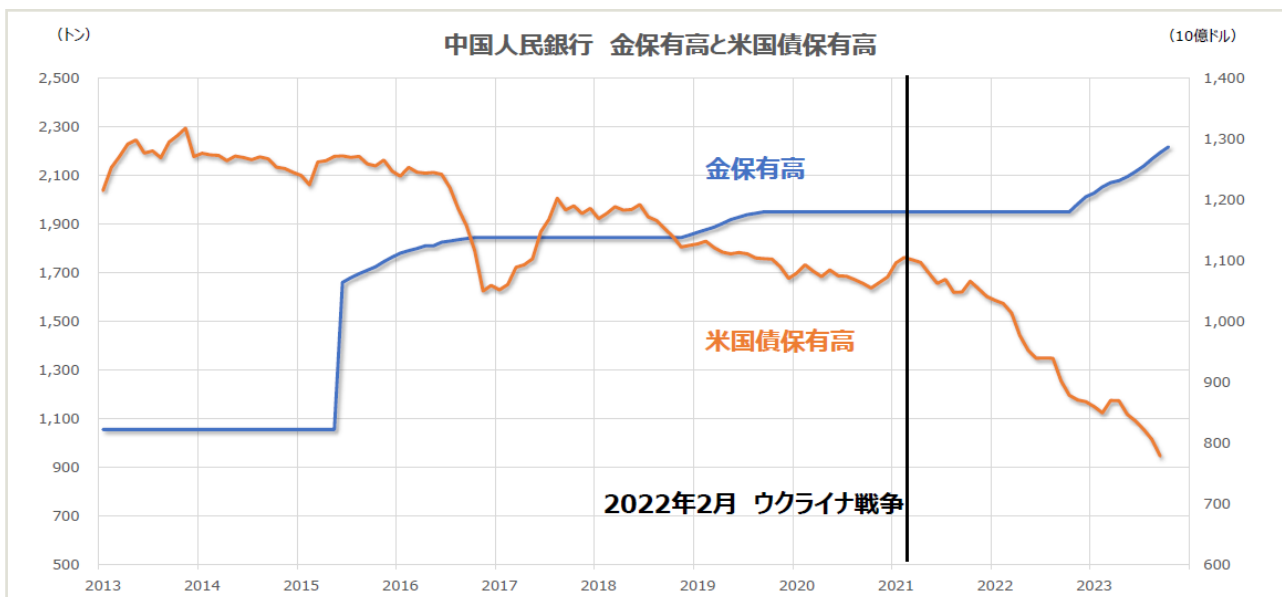
## 2024年の金価格予想！？

1つ目は、現在の金利市場が、FRBによる早期利下げの可能性をやや過剰に織り込んでいる点です。市場は2024年3月19～20日のFOMCでの利下げ開始をほぼ織り込んでいる状況にありますが、これはさすがに行きすぎと言わざるをえません。

2023年10月以降の金利低下や株価上昇に伴う消費や景気の押し上げ効果や、さらには地政学リスクの高まりによる物流コストや商品価格反発の影響を考えれば、インフレがしばらく高止まりする可能性も十分に高いからです。「3月の利下げ開始はやはり時期尚早」という見方が強まれば、金利は再び上昇に転じ、金にも価格調整圧力が強まることになるでしょう。

もう1つは景気の落ち込みが想定以上に強いものとなり、いわゆるハードランディングに対する懸念が高まる中、株式市場がパニック的な急落を見せるシナリオです。株価の急落は基本的に安全資産としての需要を高めるという点で金の押し上げ要因となりますが、投資家のリスク回避の動きが過度に強まることになれば、話は別です。金が安全資産ではなく、価格が変動するリスク資産の1つとらえられるようになる可能性には十分な注意が必要です。「キャッシュしか信頼できるものはない」と、金市場からも資金が流出するほどに状況が悪化するなら、大きく値を崩すことも十分にありえます。

しかしながら、こうした一連のイベントがもしあっても、それをすべて消化し、FRBが実際に利下げに転じた後は、かなりの長期間にわたって上昇基調が維持される可能性が高そうです。2000年初めのハイテクバブル崩壊時や、2008年のリーマンショックの際も、危機を脱した後は他の市場に先駆けて金価格が上昇に転じていることを、しっかりと頭に入れておかなければなりません。



中国人民銀行は米国債を売って金保有高を増やしています。

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

2024年冬号

2010年9月1日創刊 2024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。