

GOLD FOURSEASONS REPORT

発行日 令和6年4月26日

目次：

2023年の世界金需要 1

世界大分断とゴールド 6

2023年の世界金需要

ハイライト

LBMA 金価格（午後決め値）は、2,078.4米ドル/オンスで2023年を終えました。これは1年の終値としては過去最高記録であり、通年で15%のリターンを生み出しました。2023年の平均金価格は、こちらも過去最高の1,940.54米ドル/オンスで、2022年を8%上回りました。

2023年第4四半期の金需要は1,150トンで、5年間平均を8%上回りました。しかし、1,303トンの四半期最高を記録した前年第4四半期と比べると、12%の減少となりました。テクノロジーとETFは前年比でプラスでしたが、中央銀行の購入が前年比で減少し、プラスを帳消しにしました。

2023年を通じた金価格の好調さには、OTC投資が反映されました。第4四半期は、ETFからの流出が続いたに

もかかわらず金価格が上昇したことから、把握しにくいものの、またOTCが価格上昇の源だったことは明らかです。

強力な需要を反映する高い金価格

2023年も引き続き中央銀行は猛烈な勢いで金を購入し、宝飾品消費の底堅さも相まって、ETFからの大規模な流出を相殺しました。

年間金需要は4,448トンで、非常に好調だった2022年を5%下回りました。多量のOTCとストックフロー（398トン）を含めた場合、2023年の合計金需要は過去最高記録の4,899トンでした。

中央銀行による購入は凄まじい勢いを維持しました。年間買い越し量は1,037トンで、2022年の記録にあと45トンまで迫りました。

(2 ページに続く)

■世界金需要

	Q4.22	Q1.23	Q2.23	Q3.23	Q4.23	前年同期比
宝飾品	601.9	512.3	493.0	581.2	581.5	-3%
エレクトロニクス	57.9	56.7	57.3	61.3	65.9	+14%
その他	11.7	11.7	11.4	11.7	12.3	+5%
歯科	2.4	2.4	2.4	2.3	2.4	-3%
工業・歯科小計	72.1	70.8	71.0	75.3	80.6	+12%
金塊退蔵	222.2	183.6	164.5	206.7	221.1	0
公的金貨	85.5	93.6	88.9	54.3	60.3	-30%
メダル類	28.9	24.4	25.2	34.5	32.4	+12%
小売り投資小計	336.6	301.6	278.6	295.5	313.8	-7%
ETF・関連商品	-89.2	-28.6	-21.1	-139.1	-55.6	-
投資合計	247.4	273.0	257.5	156.4	258.3	+4%
中央銀行	382.1	287.7	167.1	353.2	229.4	-40%
需要合計	1303.4	1143.7	988.6	1166.2	1149.8	-12%

2023年の世界金需要

世界の金ETFは3年連続の流出で、244トン減少しました。年末にかけては流出ペースは著しく鈍化しました。

年間の金地金・金貨投資は、欧米と東洋の主要市場で相異なるトレンドが打ち消しあったために、やや縮小（前年比3%減）しました。

年間宝飾品消費量は2,093トンと、金価格が非常に高い環境にもかかわらず安定を維持しました。中国の回復が、世界合計の堅調さを支えました。

○2023年の投資

☆ETF

世界の金ETF運用残高は、2023年に244トン減少（7%減）し、150億米ドル相当の流出となりました。金価格が年間で15%上昇したため、これらの商品の合計運用残高は6%増加し、2,144億米ドルになりました。

地域別に見ると欧州の減少が最も顕著で、運用残高が180トン減少しました。これは年間パフォーマンスとしては2013年以来の最低記録です。3月の短い中断—米国で小規模な銀行危機が発生し、安全な避難先の需要が急増した時期を除けば、同地域では年間を通して毎月減少が続きました。金利の急上昇、各国中央銀行のタカ派的姿勢、通貨高、物価高騰などの要素が利益確定を促進したものと見られます。

北米のファンドは、2023年に82トン減少しました。流出の原因は主に、米国債利回りの上昇

と米ドル高という形で、金保有の機会費用が上昇したことに関連します。6～10月に金価格が横ばい／下落傾向になったことを反映し、この期間に流出が集中しました。この流出は、上半期の大半の期間において、銀行セクターの混乱と金価格の高騰に支えられて生じた流入によって一部相殺されました。また年末にかけて、地政学的懸念が高まり、利下げ観測が強まる中で利回りと米ドルがともに下落したタイミングで生じた流入でも相殺されました。

アジアは、2023年に金を裏付けとするETFの運用残高が伸びた唯一の地域となりました。運用残高は19トン増加しました。中国が10トン増と最も好調で、日本（5トン増）とインド（4トン増）でも増加が見られました。世界の地政学的緊張、地域経済の不確実性、そして各国通貨建て金価格の際立ったパフォーマンスが、これらの市場で金ETF需要の増加に拍車をかけました。

トルコでは猛烈なインフレ圧力と現地通貨安が強い関心を後押ししました（3トン増）

☆金地金・金貨

金地金・金貨需要は、2023年に3%減少し、1,190トンでした。下半期はベース効果が主な原因で前年を下回ったため、上半期の伸びが打ち消されました。2022年下半期は、下半期として過去10年で最も好調でした。この期間の同セクターの需要は、東西の投資の

■主要国需要

	2023年第4四半期			前年同期比		
	宝飾品	投資	合計	宝飾品	投資	合計
インド	199.6	66.7	266.2	-9%	+18%	-4%
中国	161.0	85.0	246.0	+19%	+33%	+24%
中東	41.0	24.4	65.3	-10%	-1%	-7%
トルコ	10.7	31.3	42.1	+7%	+7%	+7%
日本	4.7	-1.7	3.0	+8%	-	-18%
米国	48.4	23.8	72.2	-4%	+3%	-2%
欧州	30.2	29.7	59.9	-5%	-63%	-47%

注1:単位はトン

注2:前年同期比は22年第4四半期と23年第4四半期との比較

注3:中国の需要は台湾・香港を含んだ数値。

■世界金供給

	Q4.22	Q1.23	Q2.23	Q3.23	Q4.23	前年同期比
鉱山生産	946.7	852.5	909.0	952.1	930.8	-2%
生産者ヘッジ	-13.6	39.4	-19.8	19.7	-22.3	---
鉱山生産小計	940.2	891.9	889.2	971.8	908.5	-4%
リサイクル	290.7	312.0	323.5	288.9	312.9	+8%
供給合計	1223.8	1204.0	1212.7	1260.7	1221.4	0%

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Q4.22とQ4.23との比較

2023年の世界金需要

動機／トレンドが相殺しあったこともあって、驚くほど安定していました。そして2023年も例外ではありませんでした。欧州の投資需要が急減する一方、アジアの主要市場では成長が見られました。

中国

中国の年間金地金・金貨投資は280トンに達し、新型コロナウイルス感染症の打撃を受けた2022年から28%増の力強い回復となりました。第4四半期が35%増の83トンだったため、年間需要が押し上げられました。実際、下半期の164トンという需要は中国の下半期記録です。

投資需要は年間を通して旺盛で、第4四半期も引き続き金にスポットライトが当たりました。現地金価格の好調なパフォーマンス、特に人民元安のおかげで現地金価格のパフォーマンスが国際金価格を上回ったことが、2023年を通して投資家を魅了しました。他の国内投資、特に不動産と株式のパフォーマンスが期待外れだったことを考えると、金価格の強さはとりわけ魅力的でした。中国の株式市場の年間リターンはマイナスでした。

一方、PBoC（中国人民銀行）は14ヵ月連続で金を追加しており、投資資産としての金の価値を認める世論が強固になりました。

これらの要因をきっかけにした現地メディアの大々的な報道も、2023年の金地金・金貨人気の上昇に貢献しました。

今後について、個人の金投資は2024年も堅調に推移すると思われます。

世界の中央銀行は金準備をさらに積み増す可能性が高く、金地金・金貨の投資家の関心を引き続き引き続けるでしょう。そして地政学的緊張の高まった環境が、国内経済シナリオの脆弱さと相まって、安全な避難先の需要をさらに高めるはずです。

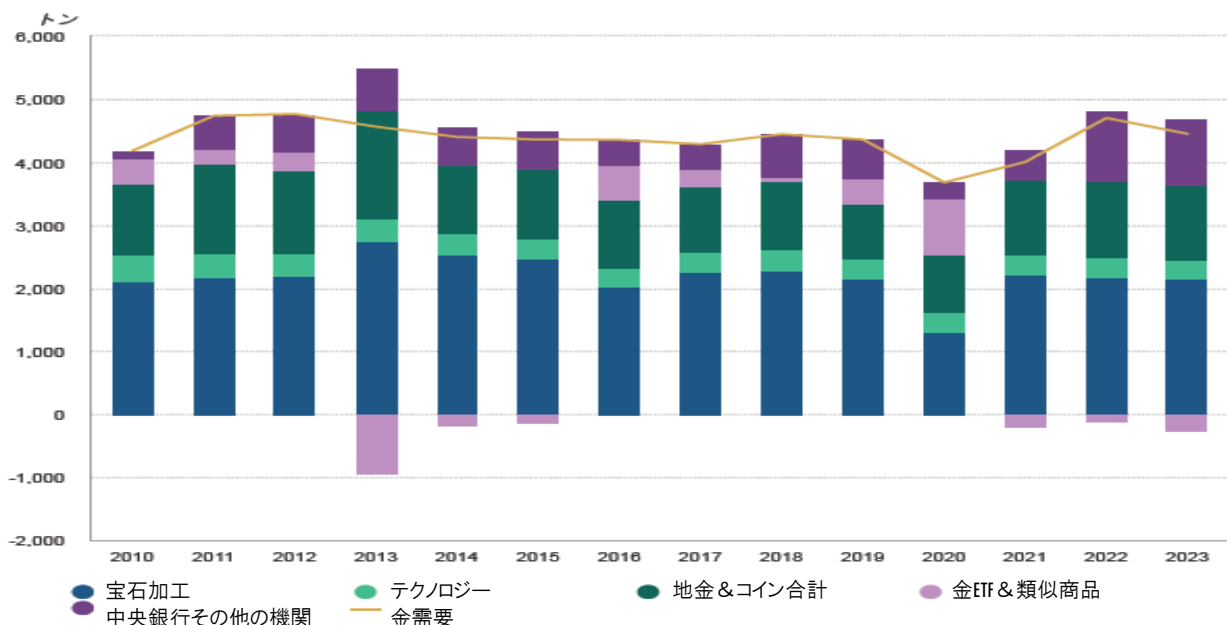
しかし、中国の経済成長が減速した場合、特に現地金価格の高さが同時並行で続いた場合は、家計の金購入予算が制限されるかもしれません。

インド

インドの金地金・金貨投資は前年比7%増と前年の減少から一転し、185トンに達しました。第4四半期の需要は67トンで、5年間の四半期平均を64%上回りました。

金価格に下向きの調整が入ったこと、特に下落後の急反発によってポジティブな投資パフォーマンスへの期待が再確認されたことで、第3、第4四半期に強力な投資反応が生じました。このことは金を裏付けとするETFの投資家

分野別年間金需要



2023年の世界金需要

の関心とも合致し、インドで上場する商品の合計運用残高は過去最高の42トンまで増加しました。同様にソブリングールド債も投資の増加が見られ、過去最高の購入申し込みがありました。

インドの国内経済は好調を維持しており、成長率の上昇が予測されていることは家計消費にとって良い兆候です。特に、ポジティブな投資家センチメントが持続していることから、金地金・金貨需要には恩恵があるはずで、とはいえ金価格がさらに急騰すれば、利益確定売りが活発化したり、投資家がより安値での（少なくともより安定した水準での）投資機会を待つ傍観することを促したりして、短期的な逆風が生じる可能性があります。

☆中央銀行

中央銀行の金準備は2年連続で1,000トン以上増加しました。第4四半期の中央銀行の金需要合計は前四半期比で35%減の229トンでした。その結果、中央銀行による年間の買い越しは1,037トンとなり、2022年の記録には届きませんでした。

公表された2023年の総購入量と総売却量はいずれも増加しました。増加が最も大きかったのは中国人民銀行とポーランド国立銀行で、逆に売却量が最も多かったのはウズベキスタン中央銀行とカザフスタン国立銀行でした。

近年、金の主たるけん引役を果たしてきた中央銀行需要は、2023年第4四半期もその勢いを維持し、世界の公的金準備を229トン増加させる結果をもたらしました。年間（正味）需要は1,037トンに増加しましたが、2022年に記録された1,082tにはわずかに届きませんでした。世界の公的セクター金準備は現在、合計36,700トンと推定されています。

2年連続で購入量が1,000トンを超えたことは、近年の中央銀行による金需要の旺盛さを物語っています。2010年から、中央銀行は一貫して年間ベースでの買い越しを続けており、その間の累積は7,800トン以上に達し、そのうちの4分の1以上が過去2年間で買い付けられたものです。

2022年と2023年の中央銀行金準備高調査の結果から、危機の際における金のパフォーマンスと長期的価値の保全手段としての役割が、中央銀行が金を保有する主な理由であることが判明しました。

購入傾向が14年間続いているだけでなく、各国の中央銀行が公表している2023年の購入量も健全な状態を維持したことになります。購入の大部分は引き続き新興国の中央銀行によるものでした。近年、新興国の中央銀行の多くが継続的に金を買い付けています。

中国人民銀行（人民銀）が、金購入量世界最多の王座に返り咲きました。同銀行の金準備高は1年間で合計225トン増加したと公表されています。

これは、中国が発表した単年での増加量としては少なくとも1977年以来最大の量です。その結果、人民銀の金準備高は現在2,235トンとなりましたが、それでも中国が保有する莫大な外貨準備のわずか4%にすぎません。

2023年、2番目に多くの金を購入したのはポーランド国立銀行でした。4月から11月までにポーランド国立銀行は130トンの金を購入し、保有量は57%増の359トンになりました。人民銀同様、これはポーランド国立銀行の年間購入量としては過去最高であり、かつて同行が掲げた目標の100トンを上回る結果となりました。

この2行以外の購入は比較すると相対的に控えめでしたが、重要度の点では劣るものではありませんでした。先進国の中央銀行としては、シンガポール金融管理局が再び唯一の買い越し実績を残し、金準備高を77トン増の230トンまで引き上げました。リビア中央銀行は6月に30トンを購入し、1998年以来となる金準備高の増加を記録しました。現在の金準備高は合計147トンです。チェコ国立銀行が購入した金19トンは、年間増加量としては1993年以来となる同銀行の最高記録で、チェコ共和国の金準備高は31トンになりました。

金準備高を1トン以上増加させた銀行にはインド準備銀行とイラク中央銀行も含まれます。欧州中央銀行も1月に、金準備高を約2トン増加させました。

2023年の世界金需要

○2024年の見通し

2024年、米国経済がソフトランディングするという一致した見方が今のところ順調に推移しています。端的に言うと、ソフトランディングの影響について、金にとって中立～ややプラスに働くと考えています。その要因は以下の通りです。

- 長期金利はやや低下するも、依然として高水準：金にとって中立～プラス
- 米ドルが横ばい：金にとって中立～プラス
- 経済成長がトレンドを下回る：金にとってややマイナス
- インフレ率の低下：金にとってややマイナス
- 高い地政学的リスク：金にとってプラス

しかし、短期的に経済とインフレのデータが良好だとしても、景気後退リスクは依然としてかなり高いと思われます。

☆投資：見える弱さ、見えない強さ

世界の金ETFは、年初に2023年10月と同様の流出が見られ、これまでのところ北米のファンドが欧州のファンドよりも積極的に売っております。これはリバランスによる可能性があるため、株式市場の力強さと緊縮的な政策状況を受けて、引き続き小幅な流出が見られる見込みです。しかし株式センチメントはピークに達しているようで、調整入りは遠くないかもしれません。さらに、政策金利の低下が予想され、量的引き締めが年末までに緩和、あるいは場合に

よっては終了すると予想されていることが、いずれもETF需要にプラスに働く可能性があります。

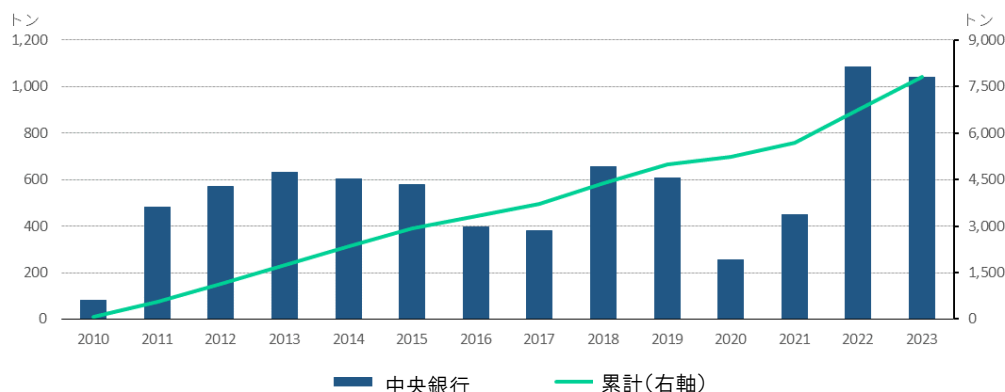
宝飾品と同様に、大半の新興市場の金地金・金貨需要は価格に敏感なので、記録的な高値は同セクターの2024年の成長を抑制するでしょう。しかし、宝飾品と同様に、金地金・金貨の底堅さはこれまでの予想を上回りました。このことは中国に特に当てはまり、代替手段の欠如や通貨変動に対するヘッジに加えて、PBoC（中国人民銀行）の継続的な金購入が顕著な推進力となりました。

米国の金貨需要は、過去データに基づくと、選挙をめぐる不確実性と選挙結果の両方の要因で押し上げられる可能性があります。民主党が勝利した場合、典型的には選挙後に購入量がかなり増加します。いずれにせよリスクが高いため、結果にかかわらず需要に恩恵があると見ています。政治の影響を最も受けやすいのが金貨需要であり、次に地金需要、そして最後にETF需要と続きます。

☆中央銀行：流れは続く

全体として2024年も力強い購入が行われるでしょう。そして過去2年間の値動きを見る限り、中央銀行の購入が長期平均を超えていることは、確固とした価格支持要因になる可能性が非常に高いと思われます。

中央銀行による年間累積正味金需要



世界大分断とゴールド

ある分析レポートを紹介します。

●「世界大分断で金（ゴールド）長期上昇へ」

「世界大分断で金（ゴールド）長期上昇へ」として、リーマンショックを起点とした世界的なリスク拡大と金・原油・株高の背景についてです。

2010年ごろから、市場環境が急激に変化したと考えています。株も金（ゴールド）も市場と名の付くもの、ほとんどの環境についてです。

以下の通り、リーマンショック後に西側諸国が行った経済回復・株価上昇のための策が株高を支えた一方で、それらの策が非西側との分断を深めてしまったり（石油否定は非西側諸国に大きなダメージを与えた）、世界的なSNSの普及によって大衆の思惑が各地で噴出したりしたため、世界の民主主義が行き詰まってしまったと思われる。

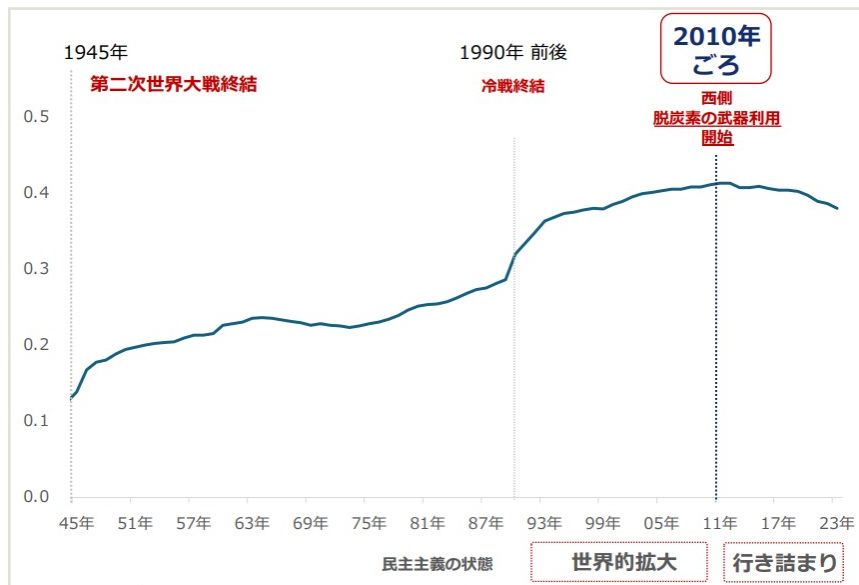
この図は、株高の中で金（ゴールド）高が進んだことの一部を説明しています。西側と非西側の分断はそれ自体が「有事ムード」を強め、同時に分断が一因となって発生したウクライナ戦争やイスラエル・ハマスの戦争も同ムードをさらに強め、金（ゴールド）相場は上昇圧力を受けてきました。株高の中でこうした動きが同時進行してきたのです。



2010年ごろから世界の民主主義が変調をきたしたことは、V-Dem研究所（スウェーデン）が毎年公表するデータで確認することができます。

同所は、選挙制、自由主義、参加型、熟議型、平等主義の各分野の民主主義の度合いを数値化する活動を続けています。この中の自由主義に関わるデータが「自由民主主義指数」（Liberal democracy index）です。

同指数は0と1の間で決定し、0に近ければ近いほど民主的な度合いが低く、1に近ければ近いほど民主的な度合いが高いことを示します。



同指数の世界平均（2023年は179カ国）は、1945年の第二次世界大戦終結を機に上昇し始め、1990

世界大分断とゴールド

年前後の冷戦終結を機に上昇に拍車がかかりました。このことは、この指数が世界全体の民主主義の傾向を指し示す指標になり得ることを示しています。2010年ごろから、低下が始まりました。リーマンショック後の西側の対応、そして世界的なSNSの普及などがきっかけで始まったとみられる民主主義の行き詰まりを、示唆しています。

同指数が0.4以下の比較的民主的な度合いが低い国の数と0.6以上の比較的民主的な度合いが高い国の数の推移を確認すると、2010年ごろからそれまで減少してきた前者が増加に転じ、増加してきた後者が減少に転じました。

世界では、民主主義を正義と疑わない西側諸国と同じ考えを持つ国の数が減り、反対の考えを持つ国の数が増えていることがうかがえます。2010年ごろ、西側と非西側の間に分断が出現し、その後その分断が深まったことを、自由民主主義指数の推移は示しています。

2010年ごろに発生した分断は、

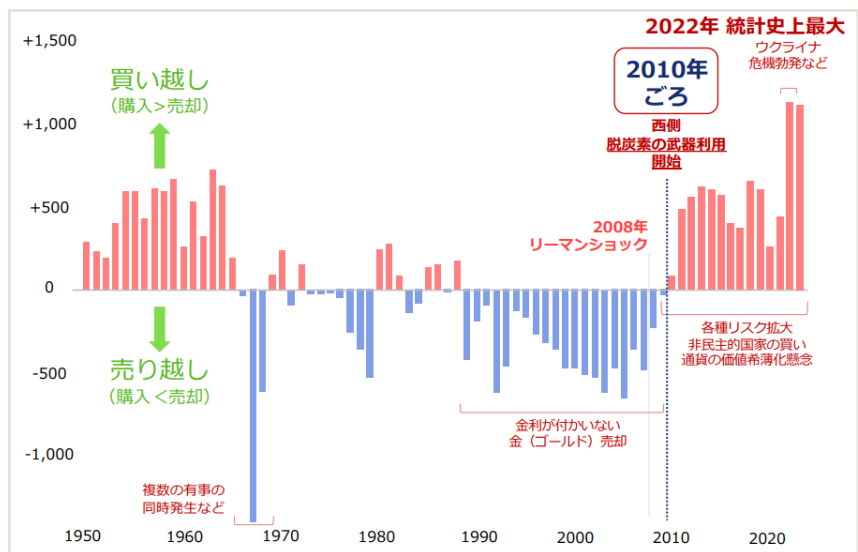
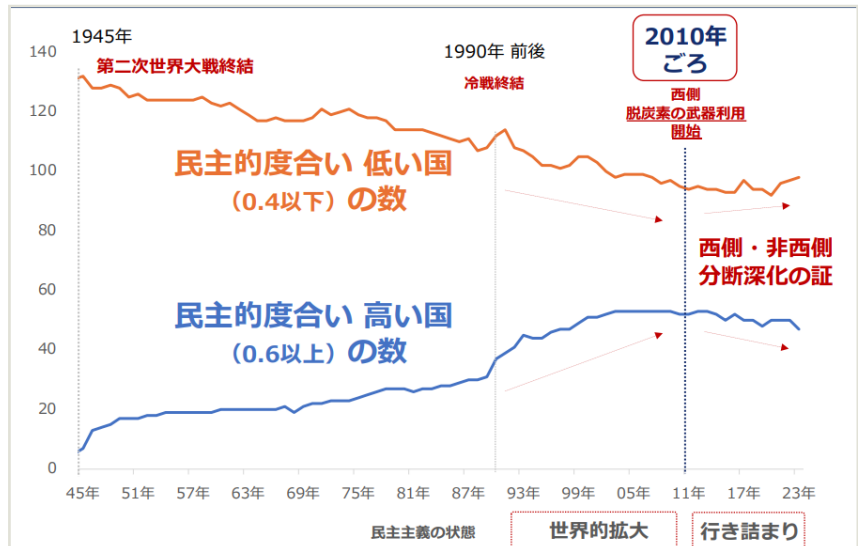
各国の中央銀行の外貨準備高の内訳を変化させたと考えられます。外貨準備高とは、中央銀行が対外的な非常事態に備えて蓄えている資金です。

調査会社のデータによれば、2010年代の後半より、中央銀行が保有する外貨準備高に占める金（ゴールド）の割合（世界全体）が上昇しています。一時的に2013年に低下したのは、米国の金融政策が引き締め方向に修正されることが示唆されたことを受け、米ドルを保有する妙味が増したことが主な要因と考えられます。

しかし低下が一巡すると、再び上昇に転じました。西側と非西側の分断深化がもたらす懸念（有事ムード）は、個人のみならず中央銀行にとっても、金（ゴールド）の保有量を積み増す大きな動機になったと思われます。

実際に、中央銀行全体の金（ゴールド）の買い越し（購入－売却）状況を確認すると、2010年ごろ以降、買い越しが続いていることが分かります。買い越しの規模は、2022年が統計市場最高、翌2023年がそれに次ぐ高水準でした。

2010年ごろから強まっている西側と非西側の分断をきっかけとした懸念が買いを続ける動機とな



世界大分断とゴールド

り、戦争勃発が買いに拍車をかけたと言えそうです。

西側・非西側の分断が解消するまでは、中央銀行の金（ゴールド）の買い越しは続く可能性があるでしょう。分断を解消するためには、分断のきっかけとなった「環境問題」と「人権問題」において、西側と非西側が歩み寄ることが必要です。

ですが、西側はすでに、環境問題や人権問題を改善するための策を止めることができなくなっています。なぜなら、すでに莫大なお金を動かしてしまったからです。関連企業の株価や関連金融商品の価格を下落させないためにも、西側は脱炭素を引っ込めることは容易ではありません。

つまり分断を解消することは大変に難しいのです。分断がもたらす不安やリスクは長期化し、それをきっかけとした中央銀行の金（ゴールド）の買い越しも長期化する可能性があります。

○ゴールドを通して世界を見る

分析の一步目になり得るのが、金（ゴールド）です。分断も、矛盾も、俯瞰も、自律・自立も、いずれの要素も含んでいるためです。

例えば、短中期視点で金（ゴールド）価格が高値水準で推移していることについては、株価が高騰しているため代替資産起因の下落圧力がかかっているものの、複数の戦争が長引いているため有事ムード起因の上昇圧力と、FRB（米連邦準備制度理事会）が金利引き下げの議論をしているため代替通貨起因の上昇圧力がかかっているため、と説明できます。

過去の常識（株価高い時は金は安いものだ）や分かりやすさにとらわれず、俯瞰的であることが、株高でも金（ゴールド）高が起きることをスムーズにしてくれます。ここに何も矛盾はありません。

中長期視点では主に「中央銀行」の動向に注目することになります。世界分断が深化し始めた2010年ごろから、新興国を中心とした中央銀行は保有量を増やしてきています。分断を嫌気して、伝統的な資産であることなどを理由にこうした動きが目立っています。

前述したとおり、分断が解消しない限り、こうした中央銀行による保有量増加は続く可能性があります。中長期視点の価格下支え要因があると、言えそうです。

足元、金（ゴールド）相場は歴史的な高値圏で推移していますが、中長期視点で見れば、中央銀行による買いに支えられるとみています。短中期の材料に惑わされず、そして過去の常識にとらわれず、材料を俯瞰しながら価格動向を追ってみるのも面白いと思います。

期間	テーマ	材料（一例）
短中期	(1) 有事ムード	世界規模の不安拡大時における資金の逃避先 イスラエル・ハマス戦争、ウクライナ戦争続く
	(2) 代替資産	株式（主に米国株）の代わり 株高
	(3) 代替通貨	通貨（主に米ドル）の代わり 米利上げ → ドル高・金安 米利下げ → ドル安・金高
中長期	(4) 中印等の宝飾需要	宗教的・民族的背景による買い手 -
	(5) 中央銀行	雇用・金利を調整する銀行の銀行の保有 各中銀行の金保有高増加
超長期	(6) 鉱山会社	生産者（高値で増産、安値で減産） コスト増加起因の生産減少 増産・売りヘッジ
	(7) 見えないリスク	後戻りしない「世界分断」 ・西側 非西側の対立激化 ・異常気象 など

円建て金（ゴールド）は、(8) 「ドル円の変動」も
円安 → 円建て金高
円高 → 円建て金安

FRB方針転換

Gold Link

Gold Link

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



YouTube



GOLD FOURSEASONS REPORT

2024年春号

2010年9月1日創刊 2024年4月26日発行 通巻第53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。