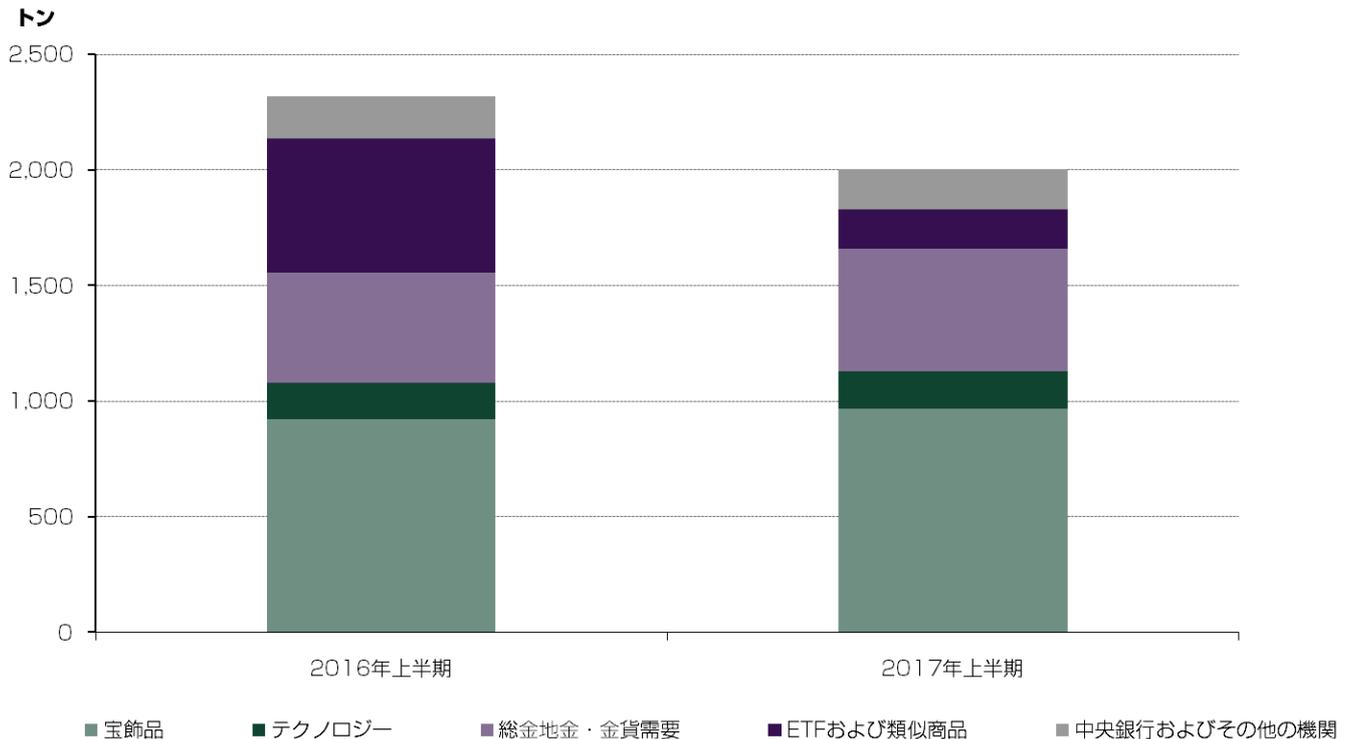


第2四半期と上半期の金需要、ETFへの流入減速により縮小

第2四半期の金需要は前年同期の水準を10%下回る953.4トン、上半期の需要は14%縮小し2,003.8トンでした。前年同期に比べ減少となった背景には、2016年にETF（上場投資信託）への流入が過去最高を記録したことがあります。ETFの需要は昨年の上半期に急騰した後、急減速しています。中央銀行の上半期の買い越し量も-3%と小幅ながら減少し、176.7トンでした。一方、金地金・金貨への投資と宝飾品需要はいずれも増加しましたが、後者は長期的に見ると依然低調です。テクノロジー分野の需要は微増に留まりました。

ETFへの流入減速が上半期需要の重石に



Source: Metals Focus; World Gold Council

ハイライト

ETFへの流入は、過去最高を記録した昨年に比べ急激に減速しています。しかしETFの保有残高は引き続き増加し、第2四半期に56トン増えたことで上半期の流入は167.9トンに達しました。上半期におけるETFへの流入は欧州で最も顕著にみられ、欧州のETF保有残高は過去最高となる977.7トンに達しました。

金地金・金貨への投資は、前年同期の極めて低い水準から回復しました。第2四半期の需要は前年同期比で13%増加し、上半期の需要は11%増加しました。トルコでは、景気回復、2桁台のインフレと相まって、通貨が比較的安定していることにより力強い増加がみられました。

宝飾品需要は低調だった2016年からは伸びたものの、長期平均は下回りました。インドでは極めて低水準だった2016年から需要が持ち直し、前年同期比8%増加となった第2四半期の世界の宝飾品需要を牽引しました。

中央銀行は今期も引き続き金を購入しましたが、積み増しペースは近年に比べて緩やかです。第2四半期は、トルコの中央銀行が同行としては1980年代ぶりの積み増し幅を記録しました。

テクノロジー分野の需要は3四半期連続で伸び、2%増の81.3トンとなりました。ワイヤレス充電の普及とLEDを使用する機能の開発が需要を後押ししました。スマートフォンの新製品開発が半導体生産を下支えしました。

問い合わせ先：marketintelligence@gold.org

宝飾品

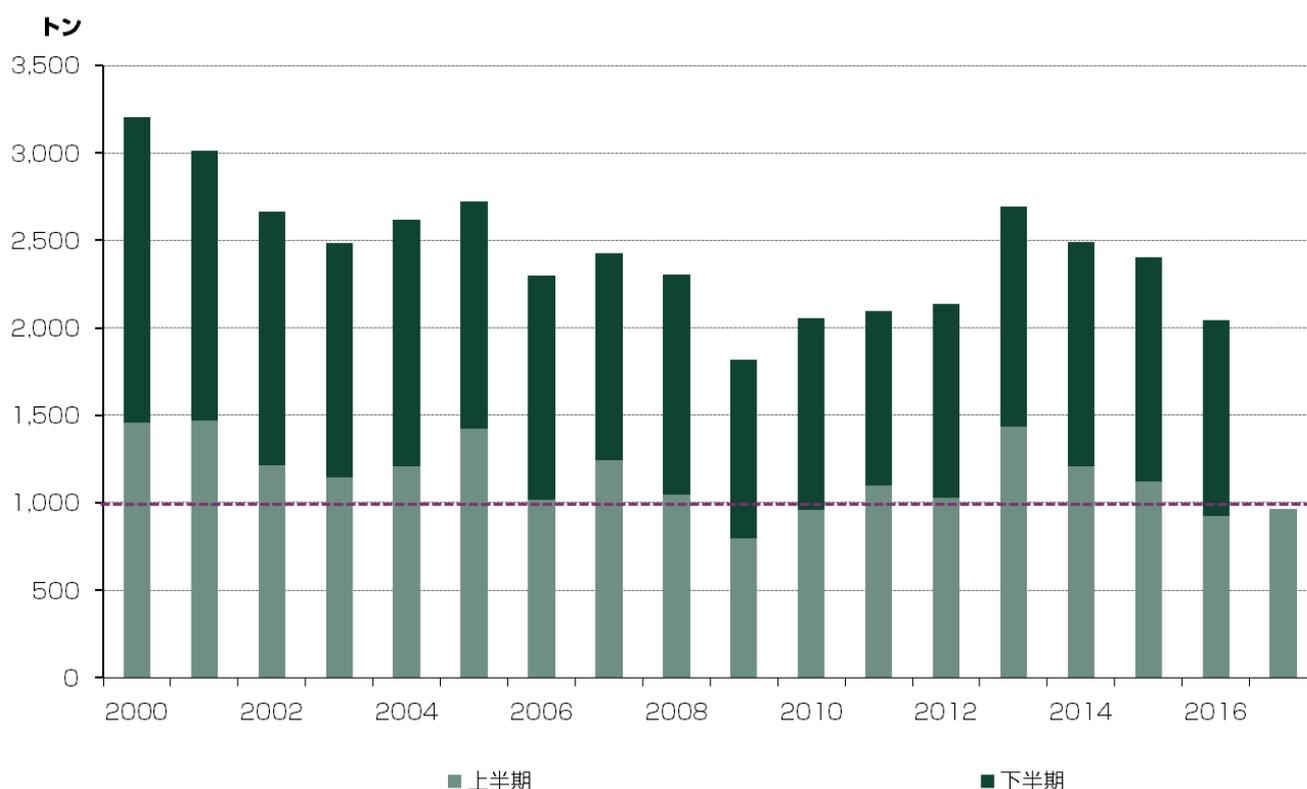
世界の宝飾品需要は 2016 年の低水準から持ち直したものの、 長期水準を下回りました

- 2016 年軟調に推移したインドが需要を大幅に伸ばし、回復の牽引役となりました
- 中国の宝石商は消費者の嗜好の変化に機敏に対応し、引き続き画期的な施策を打ち出しています
- トルコでは国内金価格の急落に消費者が力強く反応しました

トン	2016年 第2四半期	2017年 第2四半期	前年同期比 (%)	
全世界合計	446.8	480.8	▲	8
インド	89.8	126.7	▲	41
中国	145.6	137.7	▼	-5

世界の金宝飾品需要は 480.8 トンで前年同期に比べ 8%増加したものの、2016 年第 2 四半期自体が軟調だったことが影響しており、需要は 5 年間の四半期平均である 586.2 トンを大きく下回っています。上半期の宝飾品需要も同様に 2016 年の低水準から 5%伸びたものの、967.4 トンに留まりました。ワールド ゴールド カウンシルが統計を取り始めて以来、上半期の需要が 1,000 トンを下回ったのは今回を含めて 4 回しかありません。

上半期の宝飾品需要は回復も、1,000 トンに届かず

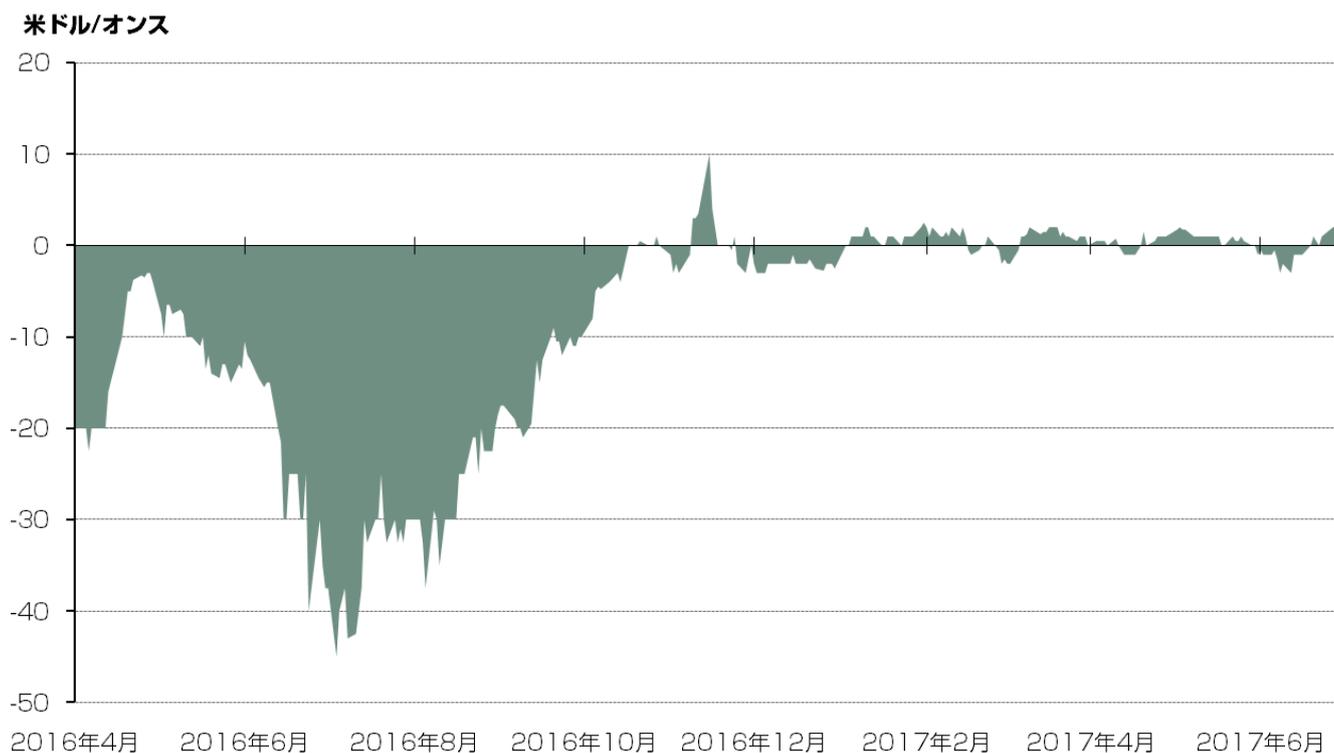


Source: Metals Focus; GFMS, Thomson Reuters; World Gold Council

インド

第 2 四半期の世界の宝飾品需要はインドがほぼ単独で牽引しました。2016 年第 2 四半期の需要はわずか 89.8 トンでしたが、今期は 126.7 トンまで急増しました。市場では、6 月の物品・サービス税（GST）税率発表を見据えた金の在庫積み増しが進められ、5 月には輸入量が過去最高となる 104.6 トンを記録するなど、極めて堅調な輸入統計が報告されていたため、需要が力強い回復を示すことは大方予想されていました。宝石商も消費者も極めて厳しい GST 税率を予想し、4 月から 5 月にかけて買いが集中しましたが、政府の発表により税率が 3%になることが判明して以降は需要が鈍化しました。7 月に GST 導入を控え、6 月の終わりにも一時的に市場が慌ただしくなり、国内価格は国際価格に対して 1 オンス当たり 3~4 米ドル程度プレミアムになりました。一部のトレーダーの間では、1 オンス当たり 10 米ドルものプレミアムを支払ったとの報告もあります。

GST 税導入を目前に控えた 6 月、インドの金価格が小幅プレミアムに上昇



Source: National Commodity & Derivatives Exchange Ltd; World Gold Council

祝祭、婚礼、農村部の消費者心理の改善により、需要が増大しました。ヒンドゥー暦上の需要期に当たるアクシャヤ・トリティア祭に伴い、季節的な金宝飾品需要の増加がみられました。さらに、今年は祝祭の時期が週末と重なったことに加え、金価格の下落も相まって、需要が一層促進されました。アクシャヤ・トリティア祭関連の売上は前年同期より 30%近く伸びていると推定されています。

11 月の高額紙幣廃止措置により無効化された通貨に代わる新紙幣を政府が引き続き金融システムに供給したことで、農村部の消費者心理はさらに改善しました。新紙幣発行のペースは鈍化したものの（とりわけ電子取引の普及が進んだため）、流通通貨の総額は高額紙幣廃止前の約 86%に相当する 15.4 兆ルピー前後にまで戻っています。流動性が増したことに加え、雨季に豊富な雨量が予想されていることと、ヒンドゥー暦上結婚するのに縁起がいいとされる日の数が多かったことにより（2016 年第 2 四半期は縁起のいい日が 8 日しかなかったのに対し、今年の第 2 四半期は 26 日）、農村部の購入量が増加しました。

下期の需要は低調に推移する見通しです。 GST 税率 3%は大方の予想を下回っていましたが、GST 税が新たに導入されたことで生産者、小売業者、輸入業者、消費者は新税制への適応が求められるため、一時的に混乱が生じる可能性が高いと予想されます¹⁾。第 2 四半期に消費者や輸入業者が需要を先食いしたため、サプライチェーン上には在庫が潤沢にあります。また最近購入した消費者は当面買い控えると考えられるため、数週間は需要が落ち込むでしょう。年末にかけて市場がこれらの金を消化し、GST に適応した頃に市場は落ち着きを取り戻すと予想されます。さらに、10 月に祝祭シーズンを控えていることもあり、金需要は今後一時的な冷え込みを経たのちに上向くとワールドゴールドカウンシルはみています。

中国

中国の宝飾品需要は再び軟化したものの、今年は減速ペースが緩やかになりました。第 2 四半期の宝飾品需要は 137.7 トン（前年同期比 5%減）で、第 2 四半期の需要としては同国にとって 5 年振りとなる低水準を記録しました。しかし、上半期の需要は前年同期比 4%減に留まっており、ここ 3 年間続いていた下降基調は 2017 年に入ってからここまで鈍化の動きを見せています。

24 カラットの純金から、より低純度でデザイン性が高く、利益率の高い金宝飾品へシフトする動きが依然として大勢を占めています。伝統的な 24 カラットのシンプルな宝飾品の人気は落ちている背景には、個性を表現し、上の世代との差別化を図りたい消費者が増えていることが一因として挙げられます。一方、これは業界主導の流れでもあります。小売業者や生産者は、競争の激しい業界で成功を収めるため、マーケティング重視に舵を切るとともに画期的な新製品を投入することで消費意欲の喚起に努めています。その一例として、周大福は 5 月に 22 カラットのコレクションを立ち上げています。最先端のデザインを取り入れ、若い消費者層に照準を合わせた高純度の商品ラインナップで、純金の重さではなく、商品自体の付加価値をベースに価格設定を行っています。

他の企業も若い消費者を意識した画期的な事業を展開しています。特筆すべき例として、六福集団は、**IT 大手テンセントが提供するスマートフォン向けオンラインゲーム「王者栄耀（オーナー・オブ・キングス）」²**とのコラボレーション企画として、同ゲームの大会「キングプロリーグ」向けにチャンピオンシップリングを制作しました。王者栄耀は、WeChat（テンセントによるユビキタスなソーシャルメディアプラットフォーム）を利用したプロモーションが奏功し、**約 5,000 万人のアクティブユーザー³**（内ほとんどが 25 歳未満）を誇ります。こうした商品は人気があるものの、純金含有量が低いため宝飾品需要の減少に歯止めをかけることはできていません。

中国の宝飾品需要への逆風は弱まる兆しを見せています。若い消費者が伝統的な純金を敬遠するようになっているため、需要の穴を埋めるために利益率の高い低純度商品の開発が進められるなど、宝飾品需要は引き続き試練に立たされています。しかし、今年に入ってからはこちらまで需要縮小のペースが落ちており、業者が主要な消費者セグメントをターゲットにした商品を効果的に打ち出すことで、2013 年のピークを境に下降線をたどってきた市場も底打ち局面を迎えると思われるます。

その他アジア諸国

アジアの小規模市場は、一部の例外を除き概ね堅調でした。中でも、前年同期比 10%増のベトナムが最も大きな伸びを見せました。ベトナムの宝飾品需要は第 2 四半期 3.9 トンに達し、第 2 四半期の宝飾品需要としては 2008 年以来となる高水準を記録しました。同国の市場は 2012 年の低水準から回復途上にあり、経済成長の加速が追い風になっています。しかし、需要を後押ししたより直接的な要因は、しのぎを削る大手宝飾品メーカーのフォーニアン・ジュエリーと DOJI 金銀ジュエリーグループが、いずれも国内の小売店舗ネットワークを拡大したことにあります。

中東およびトルコ

国内金価格の下落にトルコの消費者が力強く反応し、同国の宝飾品需要は前年同期比 20%増となりました。トルコ・リラは第 2 四半期を通じて対米ドルで上昇し、その影響で国内金価格は 3 月下旬から 4 月初めにかけて大幅に下落しました。3 月にトルコ・リラ建ての金価格が過去最低水準に達すると、婚礼シーズンが近づいていたこともあり、消費者にとっては強力な買いシグナルとなりました。トルコ政府の継続的な支援が需要を下支えしましたが、政府の支援は投資目的での購入に重点が置かれています。

中東地域全体の宝飾品需要は横ばいで推移しましたが、国別では大幅な差がみられます。エジプトの需要は前年同期比 20%減少し、過去最低となる 4.7 トンでした。エジプトポンドは依然として大幅安で推移しており、国内金価格は高止まりしています。通貨安に歯止めをかけるべく、中央銀行は第 2 四半期に利上げを実施しましたが、金宝飾品に対する消費者の購入意欲を削ぐ結果となりました。一方、イランの宝飾品市場はさらに力強さを増しました。大統領選挙でハッサン・ロウハニ氏が大幅で勝利を収めたほか、年内に利下げが実施されるとの観測が広がったことで消費者心理が好転し、第 2 四半期の需要は 15%伸び 10.2 トンとなりました。上半期の需要は 20%増となる 22.9 トンで、上半期需要としては 4 年振りの高水準でした。

欧米諸国

米国市場では、2012 年に超低金利政策の継続が表明されて以降、上昇基調が続いています。第 2 四半期はトン数ベースで前年同期比 4%増となる 26.9 トンで、過去 5 年間の四半期平均である 28.9 トンにわずかに届きませんでした。2017 年上半期の需要は消費者心理が好転したことにより押し上げられ、4%伸び 49.9 トンに達しました。これは、上半期の需要としては 2009 年後で最も高い水準です。

欧州の第 2 四半期の宝飾品需要は全体で 4%縮小し、概ね低調でした。特に英国では、EU 離脱問題を巡る不透明な状況が長引いていることが消費の重石となり、需要の低迷が際立っています。第 2 四半期の需要は 10%減となる 3.8 トンで、3 年振りの低水準を記録しました。イタリアの第 2 四半期需要は横ばいで推移し、4 トンでした。市場では、長期的な下落トレンドがようやく一服し、下半期には上向く可能性もあるとの期待が広がっています。

投資

第 2 四半期には投資家が世界の ETF の保有残高を 56 トン積み増しました。 第 2 四半期の金地金・金貨需要は前年同期から 13%増加しました

- 2017 年の ETF 市場は、上半期の流入量の 76%を占めた欧州が牽引しました
- 第 2 四半期の中国とインドの金地金・金貨需要は、比較的伸び悩んだ昨年水準から大幅に上昇しました
- 第 2 四半期の米国の需要は極めて軟調でした

トン	2016年 第2四半期	2017年 第2四半期	前年同期比 (%)
投資	450.3	296.9	▼ -34
金地金・金貨	212.9	240.8	▲ 13
インド	32.3	40.7	▲ 26
中国	40.2	62.6	▲ 56
金を裏付けとするETF	237.4	56.0	▼ -76

ETF

投資家は第 2 四半期も引き続き金を裏付けとする ETF を購入し、世界の運用資産残高 (AUM) は 56 トン伸びました。6 月末の時点で ETF の保有残高は 2,313 トン (924 億米ドル相当)⁴ で、月末合計残高としては昨年 10 月以来の高水準でした。上半期の保有残高は 167.9 トン伸びました。この結果は、過去最高の伸び幅を記録した昨年と比べると見劣りするものの、機関投資家の間で金投資への関心が依然として高いことを示しています。

10 カ月連続で流入が続いた 2016 年と比べ、2017 年上半期の金を裏付けとする ETF への投資は安定感を欠きました。金 ETF に対する投資家の心理を左右した主な (時折相反する) 要因の内、第 2 四半期は以下の 3 つが特に際立っていました。

- 金融政策の「正常化」
- 金価格
- イベントリスク

米連邦準備制度理事会 (FRB) が 6 月に利上げを実施し、欧州中央銀行のドラギ総裁がデフレ圧力の後退に伴い金融引き締めへ転じる可能性を示唆したため、第 2 四半期は再び金融政策が投資家心理に大きな影響を与えました。緩やかであっても金融政策の引き締めが続くとの見通しにより、ETF の需要は冷え込みました。金利の上昇は金にとってマイナスとの見方が一般的ですが、FRB は政策スタンスを明確に示し続けており、第 2 四半期の終わり以降、市場では米国による 3 回目の利上げが 2018 年第 1 四半期に延期されるとの予想が優勢になっています。そうなれば投資家はポジション調整に十分な時間を充てることのできるため、利上げが予想される時期が近づいても金に過度の下落圧力がかかることはないと思われます。

2016 年に 8%上昇した金価格は、2017 年上半期さらに 8%上昇しました。その結果、大きな価格変動がみられた直後のポジション構築に消極的な一部の投資家は、より慎重な姿勢を取りました。一方、他の投資家は利益確定売りの好機と判断しました。価格が下がれば投資の呼び水となる可能性はありますが、個別事例を見る限り、第 2 四半期の投資は概ね短期の大幅な値上がりを狙ったものではなさそうです。

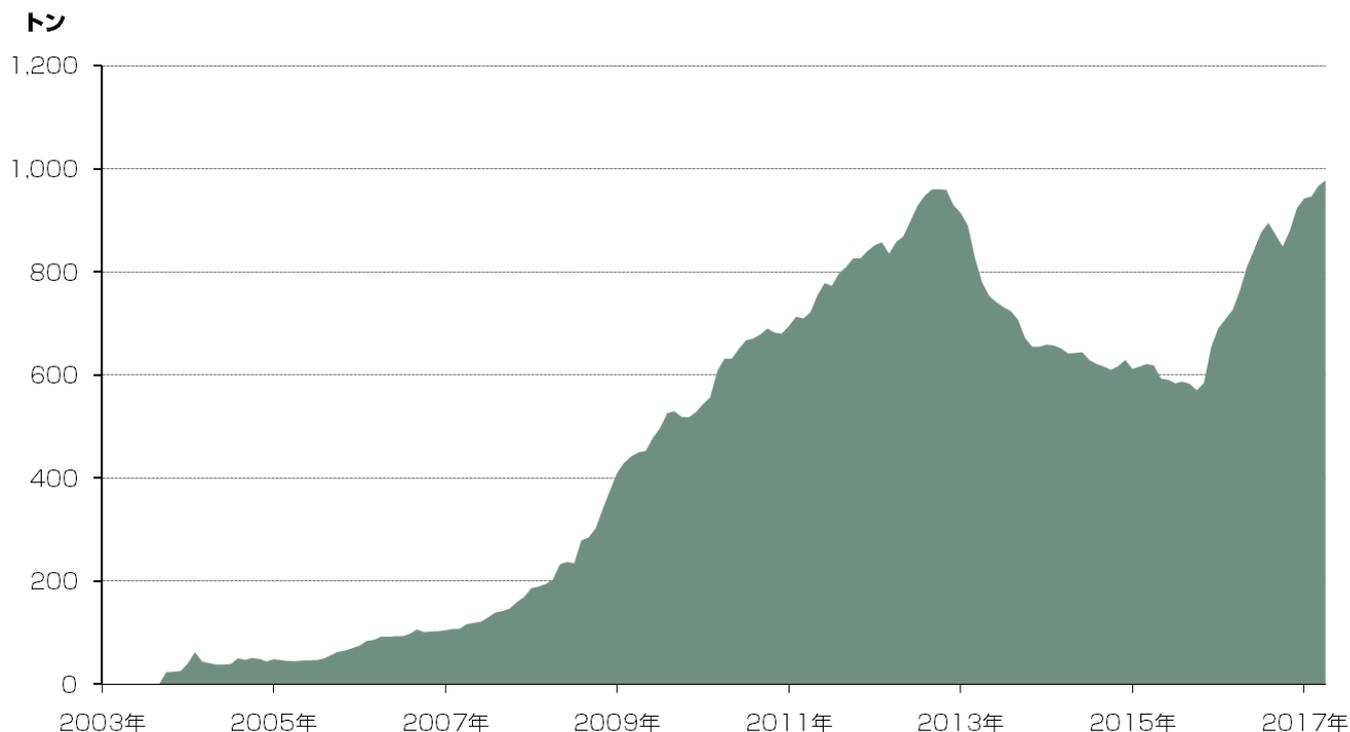
イベントリスク、特に周辺地域における地政学的緊張は、第 2 四半期も ETF 需要を牽引する主因となりました。欧米市場全体で、保険資産としての金の特性が投資家を引き付けました。世界各地で散発的に発生しているテロ事件や米朝間の緊張の高まり、コミー米連邦捜査局 (FBI) 長官の電撃解任による市場環境の変化を受け、投資家は安定を脅かす想定外のイベントのリスクを痛感し、これが金を裏付けとする ETF への資金流入を促す一因となりました。

第 2 四半期は米国と欧州でそれぞれ 30.9 トンと 35.2 トンが ETF に流入し、ほぼ同程度の投資がみられました。しかし、上半期では欧州の投資家が買入れの大部分を占めています。欧州上場 ETF への流入は 2017 年上半期に 128 トン伸び、世界の正味流入量の 76%を占めました。

欧州域内の需要は堅調で、売り切りへの関心も低かったものの、ETF への流入は第 1 四半期に大きく伸びた後、第 2 四半期は著しく減速しました。フランス大統領選挙でマクロン氏が当選し、欧州の地政学的情勢はやや落ち着きを取り戻しました。欧州最大規模のファンドを擁するドイツで国債利回りがマイナス圏に沈んでいることにより、投資マネーは引き続き国内ファンドに流れ込みました。しかし、**過去最低を記録した 3 月⁵**以降は回復基調をたどっており、第 1 四半期ほどの動きはみられませんでしたが。英国総選挙に伴う不安は主として国内市場に限定されています。ソースフィジカルゴールド ETF によると、保有残高の伸びは英国が最も際立っています。12.2 トンが流入し、その大半はポンド建て金価格が急落した 6 月末に集中しました。

欧州上場ファンドの AUM はここ 18 カ月で大幅に伸びました。総トン数は 2015 年末の 570.2 トンから第 2 四半期末には過去最高を更新する 977.7 トンまで伸び、これまでの最高だった 2012 年の 960.1 トンを上回りました。

2017 年第 2 四半期、欧州上場 ETF への流入が過去最高を記録



Source: Respective ETF providers; ICE Benchmark Administration; World Gold Council

米国上場 ETF の需要は第 2 四半期を通じて安定せず、4 月と 6 月に流入がみられたものの、四半期半ばの小規模な流出により一部相殺されました。 前述の要素が注目を集める中、投資家は ETF に対し、一貫性に欠けるものの概ね前向きな姿勢を崩していません。30.9 トンの流入は、昨年の第 2 四半期後では最も力強い伸びです。

ここ数週間、FRB は態度軟化を示唆するメッセージを発信しており、インフレと金利の動向はやや不透明な状況が続いています。投資家は引き続き米国経済、インフレ、米ドルの動きを注視し、さらなる利上げ延期の兆候を探るでしょう。

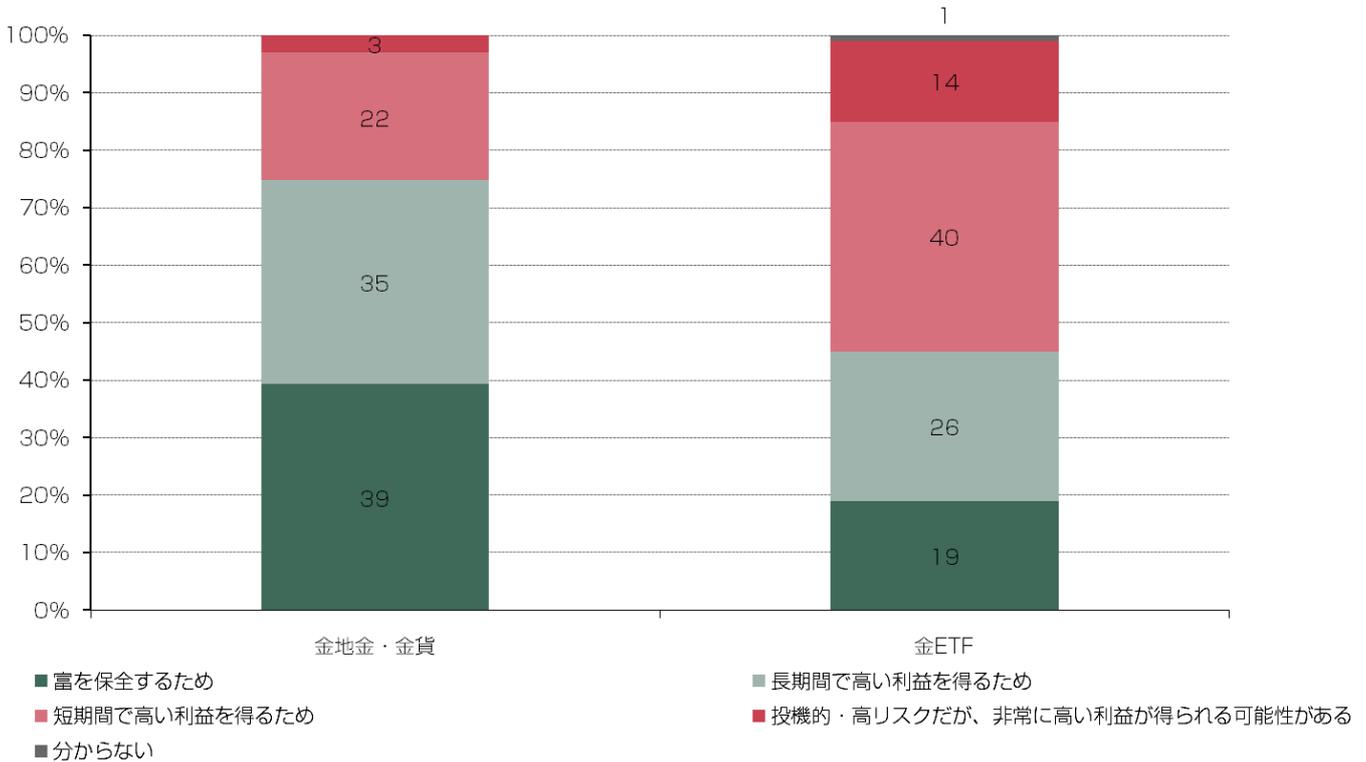
ETF が盛んな欧米市場以外では、中国で再び流出がみられました。 中国上場 ETF の保有残高は 9 トン近く減少し、その内半分以上は四半期ベースで初の減少となった「華安易富黄金 ETF」の流出に起因しました。同 ETF の保有残高は第 2 四半期 4.8 トン減少し、6 月末時点で 1 年振りの低水準となる 20 トンでした。しかし、この流出により同 ETF の保有残高に占める戦略的長期投資家の割合が増えたため、結果的にはプラスになったと報告されています。

中国の金 ETF の保有残高は 2016 年に 6 倍以上膨らみましたが、今年は縮小に転じました。この変動は、中国では他の多くの市場に比べ投機的な投資行動がより顕著であることが一因となっています。この「投機的」バイアスは、金地金・金貨よりも金を裏付けとする ETF の方が影響を受けやすく、ワールド ゴールド カウンシルによる消費者調査でも明らかになっています。

ワールド ゴールド カウンシルの調査では、中国の投資家の 54%が金を裏付けとする ETF への投資が投機的なものであるか、短期的なリターンを狙ったものであると述べています。一方、同様の目的で金地金・金貨を購入すると述べた投資家はわずか 25%に留まっています。

中国では金地金・金貨よりも ETF の方が投機の対象に

シェア



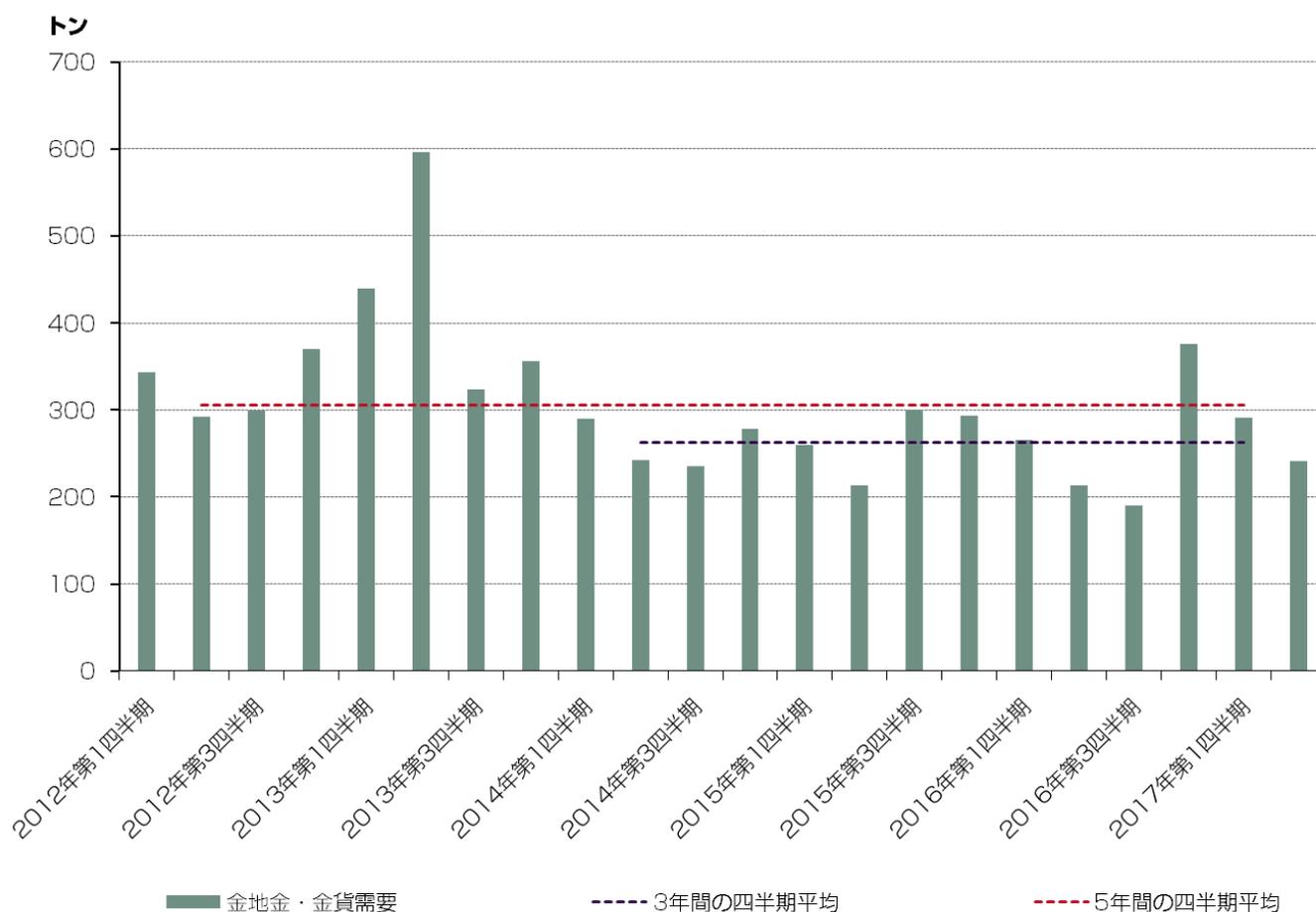
Source: Kantar TNS; World Gold Council

金地金・金貨

第2四半期の金地金・金貨需要は、前年同期比13%伸びました。上半期のパフォーマンスも堅調で、需要は11%拡大しました。需要の増加は明るい材料ですが、比較対象である2016年上半期は需要不振が際立っていたことも数字を押し上げる要因となっています。長期的な傾向としては、第2四半期の需要(240.8トン)は5年間の四半期平均(306.1トン)と3年間の四半期平均(263トン)のいずれも下回っています。

中国では、金地金・金貨需要は前年同期比56%増加し、62.6トンに達しました。第2四半期の需要は3年間の四半期平均(62.9トン)と5年間の四半期平均(69.5トン)のいずれともほぼ同水準で、堅調でした。しかし、最近の傾向を見ると中国では個人投資がやや下火になっていることは明白です。2016年第4四半期と2017年第1四半期は需要が極めて旺盛で、いずれも購入量が100トンを超えました。通貨安に加え、国が1級都市と2級都市の不動産市場への規制を強化するとの懸念が、質の高い流動資産として金の需要を煽りました⁶。しかし、2017年に入ってから人民元は今のところ安定しており、不動産市場の規制強化は多くの投資家が懸念していたような影響をもたらしていません。

世界の金地金・金貨需要は前年同期より伸びたものの、比較的低調に推移した



Source: Metals Focus; GFMS, Thomson Reuters; World Gold Council

投資家が上海黄金交易所（SGE）で金地金・金貨を直接購入するケースが引き続き増加し、第2四半期の需要の大部分を占めました。SGEは通常商業銀行よりも1グラム当たり5～10人民元安く金地金を販売しているため、投資家は価格面でメリットを享受できるほか、信頼できる供給元から金を購入しているという安心感が得られます。SGEでは100グラムから金を直接引き出すことができ、主に中国の資産家が利用しています。

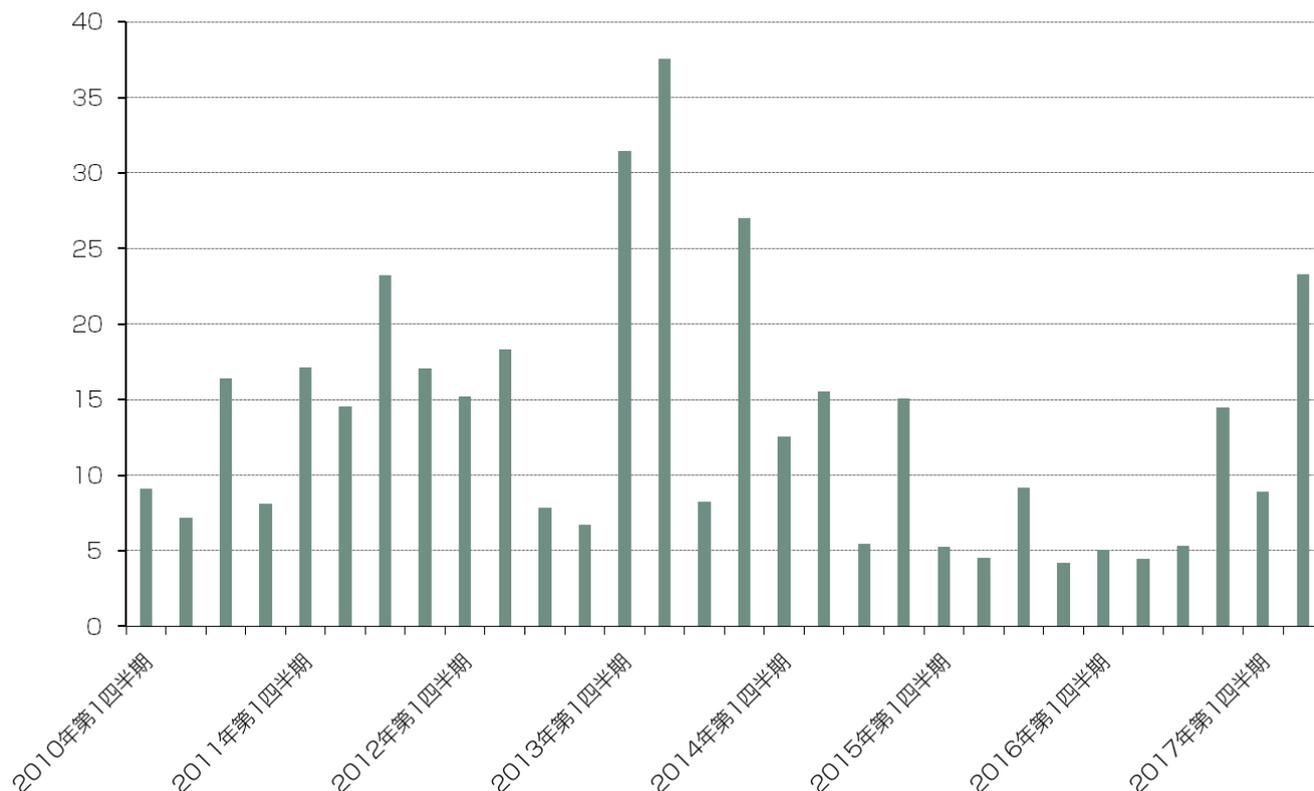
ベトナムでは興味深い動きがみられています。2017年第2四半期の需要は前年同期比横ばいで、8.9トンに留まりました。多くの投資家は、金地金・金貨よりも不動産や株式に高い関心を示しました。しかし、先般発行された通達第03/2017号に記載されているように、政府は金地金の取引に必要な手続きの大部分を不要にする措置を導入しています⁷。2017年7月22日以降、ベトナム国家銀行（SBV）のホーチミン市支店とハノイ支店は現地の金業界の原材料ニーズをモニタリングする責任を担っています。将来的に、両支店は市内の業者に金地金の輸入数量を割り当てられるようになる予定です。ベトナムにおけるより開かれた金市場の実現に向けた小さな一歩となるかもしれません。

インドの需要は前年同期比26%伸び、40.7トンに達しました。インドの金市場が2016年の初めに記録した低水準から回復を続ける中⁸、前年同期比での増加はこれで3四半期連続となりました。アクシャヤ・トリティア祭の期間中は売れ行きが特に好調でした。[宝飾品セクション](#)⁹に記載したとおり、アクシャヤ・トリティア祭が週末と重なったことで販売期間が長くなり、第2四半期の金地金・金貨需要の15%を占めたと推定されています。

トルコでは特に旺盛な需要がみられました。しばらく需要不振が続いていた個人投資も伸び、2013年振りの高水準に達しました。この需要増加はいくつかの要因によって下支えされました。トルコ経済は最近の政治的および経済的ショックから立ち直りつつあります。経済協力開発機構（OECD）は最近発表された論文の中で、「[経済成長は2017年と2018年に3.5%近くまで小幅上昇する見通しで…消費者物価の上昇率は2桁台に戻っている](#)」¹⁰と述べています。トルコの代表的な株価指数であるトルコイスタンブール100（BIST 100）は2017年、安定した伸びを見せ、過去最高を記録しました。トルコ・リラは昨年急落した後、安定化しました。景気回復、インフレ率の小幅上昇、国内通貨高と重なり、4月から5月にかけて国内金価格が9%近く下落したため、投資家がこの機会を利用して金の持ち高を増やしました。

景気見通しの改善がトルコの金地金・金貨需要を後押し

トン



Source: Metals Focus; GFMS, Thomson Reuters; World Gold Council

欧州の投資需要は前年同期比横ばいで推移し、1年前の40.9トンに対し40.3トンでした。中国と同様、ここ数四半期と比べて投資活動は低下しました。昨年末から2017年の初めにかけては、投資家が価格下落に乗じ、相次いで予定されていた国政選挙に向けて一定の安全を担保し得る資産への投資配分を増やしたため、特に旺盛な需要がみられました。先行きへの懸念による影響は2017年第2四半期にも及びました。フランスでは、大統領選挙を前に投資家の関心が高まり、ナポレオン金貨のプレミアムが一時5%に達しました¹¹。しかし、こうした懸念全般は時が経つにつれて和らぎました。オランダのルッテ首相とフランスのマクロン大統領の勝利、ドイツではアンゲラ・メルケル首相率いるキリスト教民主同盟が得票率調査でドイツ社会民主党との差を広げたことにより、投資家の不安は緩和されました。

第2四半期に活発な動きがみられなかった背景には、国内価格の変動が芳しくなかったこともあります。価格下落と連動した購入も一部ではみられたものの、多くはありませんでした。一方、株式市場は比較的好調で、一部の投資家は金よりもドイツやフランスの株式の方が投資妙味があると考えました。

米国市場は軟調でした。金価格はボックス圏で推移し、S&P500指数は上昇を続けたため、第2四半期の金地金・金貨需要は2013年第3四半期以来の低水準となる10.2トンに縮小しました。2017年上半期の需要は1年前の水準を21.5トン下回り、前年同期比での金地金・金貨需要（トン数ベース）の減少幅としては世界最大となりました。

中央銀行およびその他の機関

中央銀行の金需要は前年同期比 20%伸びたものの、 全体的な購入ペースは引き続き緩やかでした

- 中央銀行は第 2 四半期に金を 94.5 トン購入し、上半期の合計は 176.7 トンとなりました
- トルコは第 2 四半期に金を 21 トン購入しました。トルコによる金準備の大幅な買い増しは 1980 年代以来のことです
- ロシアの中央銀行は引き続き金準備を買い増し、ロシアの総準備高に占める金の割合は 17%となりました

トン	2016年 第2四半期	2017年 第2四半期	前年同期比 (%)
中央銀行およびその他機関	78.4	94.5 ▲	20

中央銀行による第 2 四半期の買い越し量は 94.5 トンで、前年同期の水準を 20%上回ったものの、5 年間の四半期平均である 135.2 トンには届きませんでした。世界の金準備の増加はほぼ全て、購入量の多い一部の中央銀行が牽引しました。年初からの買い越し量は 176.7 トンに達しましたが、2016 年上半年期の買い越し量 (182.5 トン) を 3%下回りました。

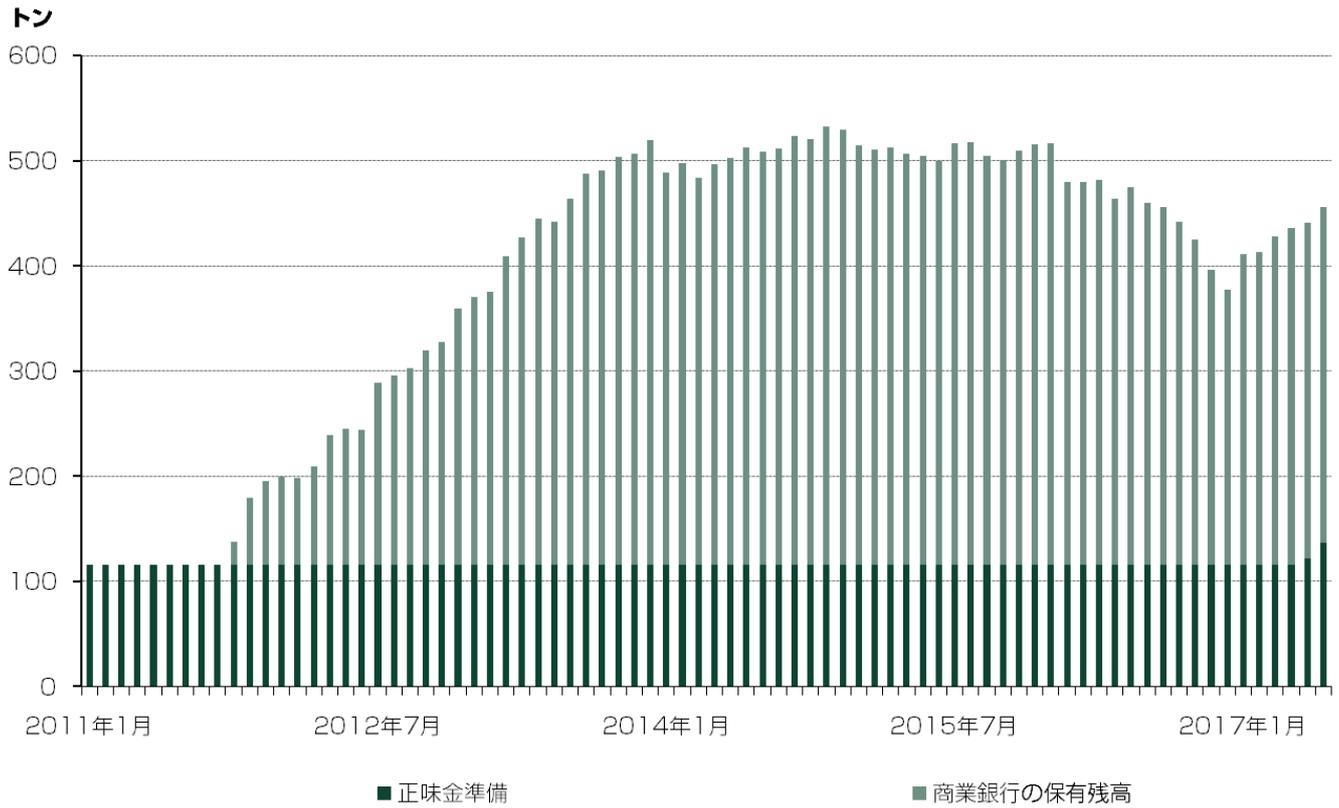
ロシアの中央銀行は第 2 四半期に金準備を 35.7 トン積み増し、上半期の金購入は 100.6 トンに達しました。6 月末時点のロシアの金準備は 1,715.8 トンで、総準備高の 17%を占めました。下半期も同様のペースで購入が続いた場合、通年の金準備の増加は 2015 年と 2016 年にみられた 200 トンに匹敵する可能性があります。

カザフスタンは第 2 四半期に金準備を 11.3 トン買い増し、購入記録を 57 カ月連続に延ばしました。カザフスタン国立銀行 (中央銀行) が 2012 年 10 月に金の購入を開始して以降、同行の金準備は 167.5 トン膨らんで 279 トンとなっています。同行は、国内に **より流動性の高い金市場を作るため小口の金地金の販売を開始する**¹²と 5 月に発表しました。

第 2 四半期にはトルコの中央銀行も購入を再開しました。トルコは第 2 四半期に 21 トンの金を購入し、商業銀行の保有残高差引後の金準備を 137.1 トンに増やしました。金準備を積み増す判断は戦略的なものであり、トルコが金を重要な準備資産と位置づけていることを反映しています。トルコでは 2011 年 10 月以降、リザーブオプションメカニズムと呼ばれる政策の下、中央銀行で保管されている商業銀行の金保有量も公的金準備に含まれています。この政策は、金融システム上での金の利用拡大を促すことを目的としたものです¹³。2011 年 10 月から 2017 年 3 月までの間、トルコの金準備は 310 トン以上増えていますが、これは全て商業銀行の保有残高の変動によるものです。

売り越しは第 2 四半期も限定的に留まりました。ドイツは引き続き継続中の記念硬貨製造プログラムの一環として、3.8 トンを売却しました。

トルコの中央銀行、第2四半期に21トンの金を購入



Source: IMF IFS; Central Bank of the Republic of Turkey; World Gold Council

テクノロジー

テクノロジー分野の金需要は前年同期から 2%増えました。
需要を牽引したのはボンディングワイヤ、プリント基板（PCB）、LED です

- メモリーチップの力強い需要に支えられ、金のボンディングワイヤに対する需要は前年同期に比べ 2 桁の伸びを示しました
- LED の需要は主に自動車セクターが牽引し、引き続き回復基調をたどりました
- ワイヤレス充電の導入が進み、スマートフォンの需要が引き続き堅調であることが PCB の需要を押し上げました

トン	2016年 第2四半期	2017年 第2四半期	前年同期比 (%)
テクノロジー	80.1	81.3 ▲	2
エレクトロニクス	63.0	64.3 ▲	2
その他産業用途	12.5	12.7 ▲	1
歯科用途	4.6	4.3 ▼	-5

テクノロジー分野における第 2 四半期の金需要は合計 81.3 トンで、3 四半期連続で前年同期を上回りました。

エレクトロニクス

エレクトロニクス分野で第 2 四半期に使用された金は前年同期から 2%増え、64.3 トンに達しました。ボンディングワイヤ、LED、PCB などの主要セクターで明るい材料がみられました。ボンディングワイヤに対する需要は前年同期から 11%伸びました。需要が堅調な中、メモリーチップの供給が逼迫したため製造業者は工場をフル稼働させて対応しました。年内は供給不足が続くと予想されますが、今年後半に予定されている次世代スマートフォンの発売がこの状況に拍車をかける可能性があります。サムスは、国内外からのメモリーチップに対する需要が尽きず、**第 2 四半期の営業利益は前年同期から 72%伸びると予想しています**¹⁴。

LED の需要は回復を続け、とりわけセンサー技術に LED が多く用いられる自動車セクターで着実な改善がみられました。衝突回避やインテリジェントセンシングなどの新機能は、金を含む最先端のセンサーチップを使用して実現しています。また、業界全体で有機 EL 照明の汎用性と省エネ性能向上を目的としたアップグレードが予定されており、金需要をさらに下支えするとともに、同セクターで進められている金を使用しないチップスケールパッケージ（CSP）への移行に伴う需要縮小を相殺することが期待されています¹⁵。

PCB は、スマートフォンの好調な出荷の波及効果として、引き続きワイヤレス充電の普及拡大の恩恵を受けました。ワイヤレスセクターは、サムスンやファーウェイなどの大手スマートフォンメーカーが下半期に発売予定の新機種の受注が好調で、底堅く推移しました。中国と韓国はいずれもエレクトロニクス分野の需要が前年同期から 6%伸びました。一方、日本はボンディングワイヤの市場シェアが中国と台湾に侵食され、需要が 3%縮小しました。

金の新しい用途の研究は拡大を続けています。第 2 四半期は幅広いセクターで特許の申請と研究論文の発表が多数みられました。**水中に含まれる細菌を閉じ込め、汚染水を清潔で安全な飲み水に変える**¹⁶ [2 面] 球状粒子は、片面が金の層に銀ナノ粒子を重ねた構造になっています。また**大阪大学の研究者らは、太陽光エネルギーの変換効率を高める目的で、金ナノ粒子で覆われた素材を開発しました**¹⁷。

供給

第2四半期の金の供給は8%縮小しました。鉱山生産量は前年同期並みに留まり、リサイクル金は2016年の急増から例年の水準に戻る動きの中で縮小が続いています

- 第2四半期の鉱山生産量は実質横ばいで、増産期の終わりは近いというワールド・ゴールド・カウンシルの予想通りの展開になりました
- 第2四半期は金価格が弱含みで推移する中、5トンと微量ではあるもののネットヘッジ解消が続きました
- リサイクル金は2016年の高水準から正常化が進み、前年同期から18%縮小しました

トン	2016年 第2四半期	2017年 第2四半期	前年同期比 (%)	
供給量合計	1,160.3	1,065.9	▼	-8
鉱山生産量	793.8	791.2	▼	0
産金会社のネットヘッジ	24.0	-5.0	-	-
リサイクル金	342.5	279.7	▼	-18

鉱山生産量

鉱山生産量はほぼ前年同期並みで、3トン弱減り791.2トンでした。第2四半期の生産量としては2014年以来の低水準です。上半期の生産量もほぼ横ばいで1,557.1トンでした。一部の鉱山では生産量が増加しましたが、大抵の四半期と同様に他の鉱山の減産で相殺されました。

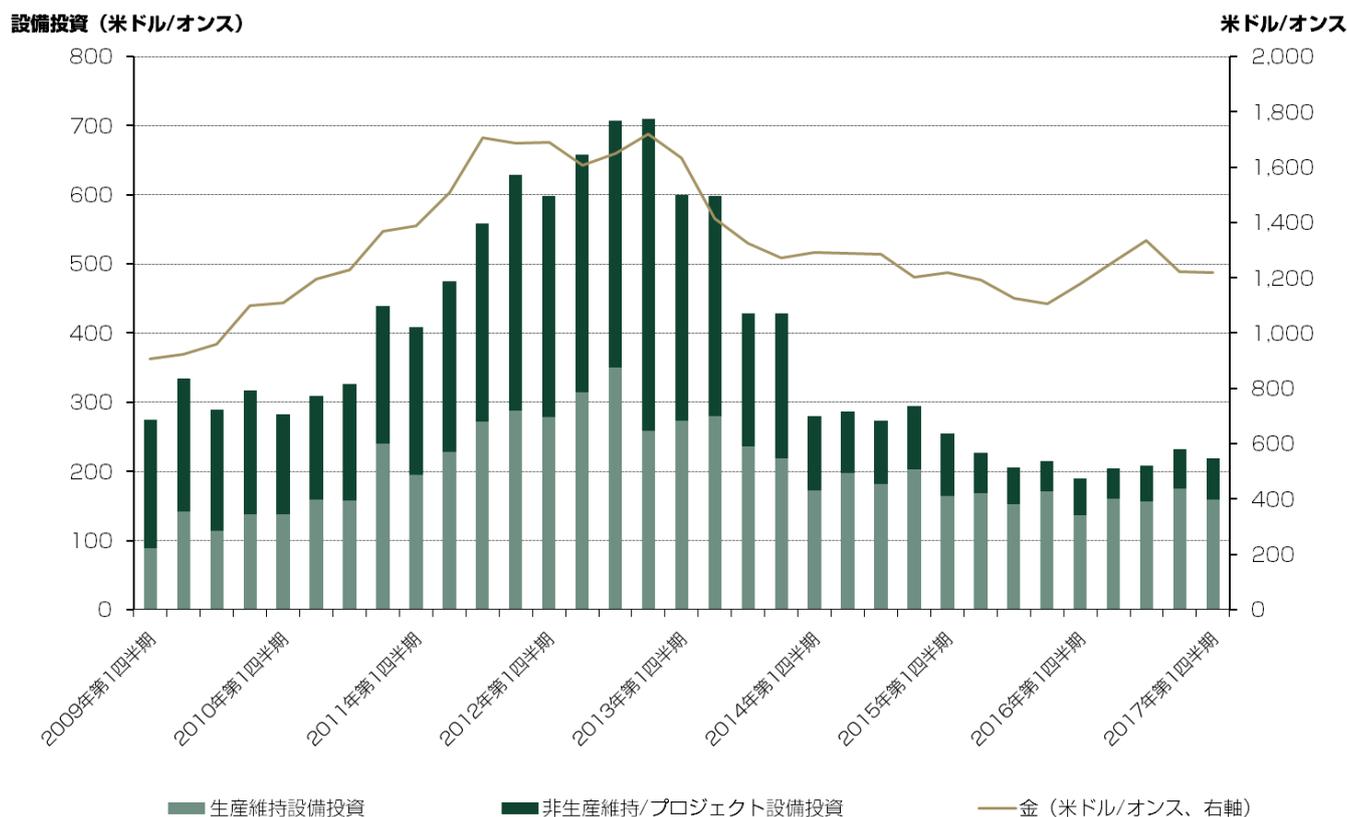
鉱山生産量は数カ国で減少しました。中国では、産金業界が引き続き環境規制強化への適応を進めた影響で、鉱山生産量が8%と大幅に縮小しました。取り締まりの強化により利益率が低い一部の鉱山は操業停止に追い込まれ、全体の生産量を大きく押し下げました。タンザニアでは、政府と英産金会社アカシア・マイニングの間で続いている紛争が原因で生産量が大幅に縮小しました（前年同期比20%減）。3月には、タンザニア政府が同社に対し金精鉱および銅精鉱の輸出を禁止したため、国内の備蓄量が増加しました。アカシアはタンザニアの2016年の金生産量の約45%を占めており、このことから、この紛争が同国における第2四半期の合計生産量に与えた影響の大きさが窺えます。また、モンゴルではオクトルゴイ鉱山で引き続き低品位鉱石の計画的採掘が行われた結果、生産量が前年同期から30%減少しました（高品位鉱石の採掘は2018年に再開予定）。

この減少は他の地域における増産で相殺されました。インドネシアでは、グラスベルグ鉱山からの金精鉱の輸出再開が金の生産量を大きく押し上げました（前年同期比30%）。その結果、第2四半期の生産量が再び増加に転じただけでなく、第1四半期に実施された生産停止が一部解除されました。しかし、2016年のグラスベルグ鉱山の生産量は第2四半期が最も低く、このことも前年同期との比較に影響を及ぼしています。スリナムでは、ニューモントのメリアン鉱山で増産を継続した結果、前年同期から生産量が80%膨らみました。同鉱山では2016年10月に商業生産を開始しており、年間10トン近い生産量が見込まれています。

カナダでは、ホープベイ鉱山とブルースジャック鉱山が操業を開始したこともあり、第2四半期の生産量は前年同期比8%増加しました。安定操業体制が整ったら、前者は年間5トン、後者は年間7トンの生産量が見込まれます。ペルーのタンボマヨ（Tambomayo）鉱山とオーストラリアのフォートナム鉱山も第2四半期に操業を開始しており、後者に関してはブラウンフィールドの更なる探鉱を行っていたことと、より有利な経済状況が整うのを待っていたこともあり、10年振りの再開となりました。いずれの鉱山も年間2〜3トン程度の生産量が見込まれています。

鉱山生産量は2019年以降縮小すると予想されます。2017年末までにいくつかの大規模プロジェクトが操業を開始する予定ですが、新規鉱山の開設は依然低調です。大手鉱山会社はここ数年、資金繰りが改善し、債務を減らしたものの、生産開発関連の支出はここ数年で最低の水準に留まっています。2019年に世界の鉱山生産量が減少し始める前、2017年と2018年に新規鉱山の開設が小幅増加する見通しです。

プロジェクト設備投資はここ数年で最低の水準



Source: Metals Focus Gold Peer Group Analysis; World Gold Council

2017年初めに再びコストが上昇しました。第1四半期の全維持生産コスト (all-in sustaining cost : AISC) は前年同期を12%上回りました。一部の主要産金国の通貨が対米ドルで上昇したことが主な要因だったものの、鉱山地区のコストと生産維持設備投資の上昇も寄与しました。しかし、コストは過去最高を記録した2013年の水準は下回っています。

ヘッジ

既存のヘッジポジションを対象とした受渡しが新規ヘッジをやや上回り、第2四半期は5トンのネットヘッジ解消となりました。上半期のヘッジ解消は22.5トンで、72.5トンのヘッジ取引がみられた2016年上半期とは極めて対照的です。世界のヘッジ残高は前年同期から22%減り、228トンです。

2017年上半期の金価格の動向は、産金会社にとってヘッジ売りを選択する誘因に乏しい結果となりました。上半期は米ドル建て金価格が8%と一定の上昇を示したものの、2016年上半期にみられた25%の上昇(上半期のパフォーマンスとしては1980年後で最高)と比べると大きく見劣りします。主要産金国の通貨でも、2017年上半期の価格動向は前年とは比較になりません。しかし、一定のヘッジ売りはみられました。4月と6月には、国内価格の上昇がオーストラリアとカナダの鉱山によるヘッジ売りを誘いました。ゴールドフィールズは6月、[ブルーイアプロジェクト](#)¹⁸の工事期間中の資金繰りを確保するため、2017年下半期のオーストラリア国内における生産量の75%をヘッジ売りしたと発表しました。

第2四半期においても、地合いの変化ではなくプロジェクトの資金調達と債務が金のヘッジ取引を誘う主な要因となりました。ワールドゴールドカウンシルの見立てによると、多くの株主の脳裏には1990年代終わりから2000年代初めにかけての大規模ヘッジプログラムの苦い記憶が色濃く残っており、金価格の上昇局面で売り時を逃すリスクがあるためそうした措置は一般的に好まれていません。しかし、小規模の散発的なヘッジ売りは資金調達ニーズの管理に役立つため、今後も活用されるでしょう。

リサイクル金

リサイクルによる金の供給は、第 2 四半期に前年同期の 342.5 トンから 18%と大幅に減少し、279.9 トンでした。リサイクル金の大幅な減少は、2016 年第 1 四半期から第 3 四半期にかけて世界の金価格が急上昇し、インドネシアでタックスアムネ스티（租税特赦）が実施されたことを受けて、消費者が手持ちの金を売却し、リサイクルが急増したことが再び影響しています。2017 年上半年は、ほとんどの市場でリサイクルの「正常化」が続いています。その影響による減少は東アジアと中東で最も顕著に現れています。

中東全域における政治的緊張の高まりにより、消費者は警戒を強め手持ちの金の売却に消極的でした。トルコではここ数年、政治的不透明感が続いており、消費者が手持ちの金の売却に慎重になっているため、リサイクル金が減少しています。多くの消費者が、不安定な情勢における金の資産保全性を評価し、手持ちの金を手放さず保持しておくことを選んでいきます。エジプトでは、現地通貨安により国内金価格が上昇しており、リサイクル金は前年同期からは減っているものの、実際は通常よりもかなり多い状況です。

東アジア市場では、正常化の動きにより昨年の力強さが際立つ結果となりました。2016 年、インドネシアではタックスアムネスティがリサイクル金を押し上げ、タイでは政府が所得の申告漏れを取り締まるとの噂が金の売却を促しました。ベトナムでは、2016 年上半年に現地価格が国際価格を割り込み、コレクターがその状況を利用してより高く売れる海外の消費者向けに販売しました。2017 年上半年のリサイクル金は、昨年の供給量に比べ見劣りする結果となりました。

第 2 四半期はインドのリサイクル金が全体の傾向に反し、前年同期から増加しました。インドでは、リサイクル金が第 2 四半期に 2014 年以来的高水準（29.6 トン）を記録しました。増加の背景には主に 3 つの要因があります。1 つ目は、間近に迫った種まきに備え、資金を確保するために農家が金を売却したことです。種まきシーズンの前に農家が金を現金化するのはインドでは一般的です。売却された金は、通常収穫期を終えたら買い戻されます。2 つ目は、個別事例が示唆するところによると、昨年の高額紙幣廃止に伴い 500 ルピー紙幣と 1,000 ルピー紙幣を処分するため金を購入した一部の消費者が、通貨が安定を取り戻したことを受け、買った金を少しずつ売り戻していることです。3 つ目は、GST 税の導入前に一部の小売業者が、新しい税金制度の下で義務付けられる追加報告の負担を避けるために金を売却したことです。

欧米では、英国でリサイクル金の増加（前年同期比 6%増）がみられたものの、最終製品前の中間在庫（near-market）は枯渇しています。ポンド建て金価格の上昇を好機とらえた一部の消費者が手持ちの金を売却しました。しかし英国のリサイクル金は、2016 年第 3 四半期に EU 離脱の是非を問う国民投票が行われた直後のポンド急落の影響で急増して以降、下降線をたどっています。2016 年第 1 四半期以降の四半期平均は 9 トン前後で推移しています。

脚注

- 1 GST 税の導入がインドの金市場に与える影響についての詳細は、「[Market Update: GST's impact on India's gold market](#)」
<http://www.gold.org/research/market-update/gst-impact-on-indias-gold-market> を参照。
- 2 詳細は、<https://www.emarketer.com/Article/Tencents-Honor-of-Kings-Finds-Massive-Audience-China/1016185>
を参照。
- 3 詳細は、<https://www.ft.com/content/cb77ac42-ccff-11e6-864f-20dcb35cede2?mhq5j=e1> を参照。
- 4 詳細は、<http://www.gold.org/data/gold-etf-holdings> を参照。
- 5 詳細は、<http://www.gold.org/download/file/5633/gdt-q1-2017-investment.pdf> を参照。
- 6 中国の都市は、さまざまな経済的、政治的、社会的要因に応じて 4 つ（場合によっては 5 つ）の等級に区分される。北京と上海はこの制度の導入当初から 1 級都市であり、現在は広州と深センも 1 級都市に含まれる。2 級都市には重慶や天津のほか、成都や昆明といった地方都市が含まれる。デロイトの調査によると、2 級都市には 34 都市、3 級都市には 249 都市、4 級都市には 368 都市が含まれる。
- 7 通達第 03/2017 号は、金取引の規制に関する通達第 16/2012 号と政府議定第 24/2012 号の一部の条項を改定するもの。
- 8 2017 年のインドの金市場に関するワールド ゴールド カウンシルの見通しについての概要は、「[Market Update: Indian demand will recover from 2016's lows](#)」を参照。<http://www.gold.org/research/market-update/indian-demand-will-recover>
- 9 詳細は、<http://www.gold.org/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-q2-2017/jewellery> を参照。
- 10 詳細は、<http://www.oecd.org/eco/outlook/economic-forecast-summary-turkey-oecd-economic-outlook-june-2017.pdf> を参照。
- 11 ナポレオン金貨のプレミアムは状況によって大きく変動する。売り越し局面ではわずかなディスカウントで売買されることもある。最近のプレミアムは平均 1~2%で推移している。
- 12 詳細は、<http://astanatimes.com/2017/06/kazakh-national-bank-launches-sale-of-gold-bars/>を参照。
- 13 「[Maximising gold's monetary value](#)」、[Gold Investor, February 2017](#) <http://www.gold.org/research/gold-investor/goldinvestor-february-2017>
- 14 詳細は、<https://www.reuters.com/article/samsung-elec-results-idUSS6N1HW00V> を参照。
- 15 有機 EL 技術は、個別の LED 電球を並べたものではなく、薄いフィルム上の光源を重ねることで、より少ないエネルギーでより明るく発光する。
- 16 詳細は、<http://www.thestatesman.com/science/microbots-to-remove-harmful-bacteria-from-water-developed-1498819683.html> を参照。
- 17 詳細は、<https://www.asianscientist.com/2017/06/tech/solar-energy-hydrogen-fuel/>を参照。
- 18 詳細は、https://www.goldfields.co.za/news_article.php?articleID=5014 を参照。