

ゴールド・デマンド・トレンド

2018年第1四半期

ハイライト

中国、ドイツ、米国の不振が響き、世界の金地金・金貨投資は弱含みました。金価格が小動きに終始したために投資家の関心が薄れ、世界全体の投資は254.9トンと15%減少しました。

ETF（上場投資信託）には、5四半期連続で資金が流入しました。米国市場に上場するETFの好調を受け、世界の残高が32.4トン増加しました。第1四半期には金利が上昇した半面、株式市場のボラティリティ（変動率）が急騰しており、金投資全般では強弱材料が混在しました。

世界の宝飾品需要は487.7トンと、ほぼ前年並みでした。中国で祝日関連の需要が伸びたほか、米国では経済環境が下支えて需要が上向いたものの、インドでは国内の金価格が上昇し、消費者は購入意欲を削がれました。

世界の金準備は第1四半期に116.5トン伸びました。第1四半期の中央銀行の純購入量としてはこの4年間で最高であり、2010年第1四半期以降の長期的な四半期平均である114.9トンとほぼ並びました。

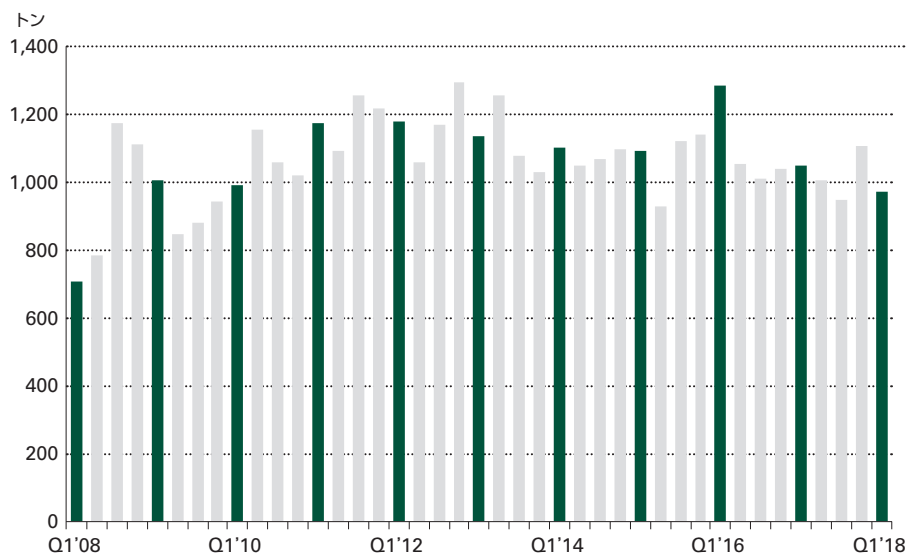
テクノロジー分野の金需要は回復基調が続きました。スマートフォンやゲーム機、セキュリティシステムに顔認証機能が次第に搭載されるようになっており、ワイヤレス分野が重要な成長分野となりました。

詳細については、
marketintelligence@gold.orgまで
お問い合わせください。

2018年は滑り出し低調： 第1四半期に需要が7%縮小

金需要は973.5トンとなり、第1四半期としては2009年以降で最低水準となりました。金価格が小動きに終始したこともあり、金地金や金を裏付けとするETFに対する投資需要が落ち込んだことが需要を押し下げる主因となりました。

宝飾品需要は、中国と米国で伸びてインドの需要低迷を相殺し、487.7トンと安定して推移しました。中央銀行の金購入は116.5トンで、前年同期から42%伸びました。テクノロジー分野では、最近の需要回復が続き、前年同期比4%増の82.1トンとなりました。金の総供給量は3%増えて1,063.5トンに達しました。これは主として、生産者ヘッジが小幅増加したことによるものであり、鉱山生産量は770トンと微増に留まりました。



出所：メタルズ・フォーカス、GFMS、トムソン・ロイター、ワールドゴールドカウンシル

宝飾品

全世界の第1四半期の宝飾品需要は、 ほぼ前年並みの487.7トン

- インドでは、金の国内価格の上昇にルピー安が追い打ちをかけた結果、需要が弱含みました。
- 中国では、祝日期間中の金購入が需要を押し上げ、インドの需要低迷を相殺しました。
- 米国の需要は、第1四半期としては2010年以降で最高を記録しました。
- トルコでは、投資目的の宝飾品購入が需要を支えました。

トン	2017年 第1四半期	2018年 第1四半期	前年同期比
宝飾品	491.6	487.7	↓ -1%
インド	99.2	87.7	↓ -12%
中国	175.6	187.8	↑ 7%

全世界の金宝飾品需要は第1四半期に487.7トンとほぼ横ばいで、前年同期をわずかに3.9トン下回りました。金価格が比較的安定して推移したことに加えて、総じて良好な経済環境が需要を支えました。とはいえ、5年間の四半期平均と10年間の四半期平均はそれぞれ592.1トン、556.3トンであり、過去の長期的な平均水準と比べると市場は軟調でした。

インド

インドの宝飾品需要は2017年第4四半期に過去最高を記録しましたが、今年第1四半期には急減して87.7トンとなり、前年同期から12%縮小しました。米ドル建ての国際金価格が上昇した上にルピー安が加わって国内金価格が上昇した結果、インドの宝飾品市場としてはこの10年間で3番目に低い四半期となりました。金価格は前年と比べると安定して推移していたものの、宝飾品の消費者の間では値動きが荒くなったととらえられており、一部消費者は金価格が安定するまで宝飾品の購入を先送りしました。

さらに、婚礼に良いとされる吉日が2018年第1四半期には7日しかなく、前年同期の22日を大きく下回りました。インドの宝飾品市場における婚礼関連需要の重要性を考えると、これは大きな痛手です。市場の低迷は国内の金価格にも反映され、第1四半期中はほぼ、国際価格をやや下回って取引されました。

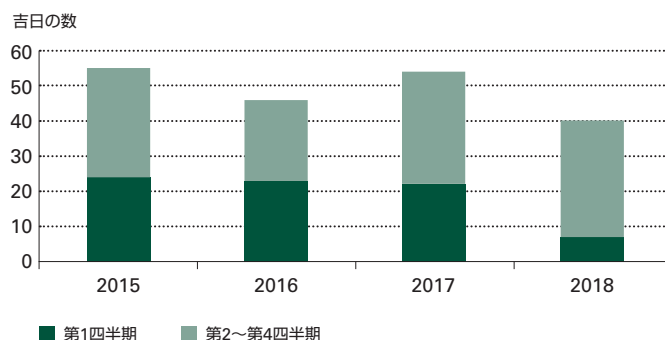
これに呼応してインドへの金の流入も少なく、在庫は第1四半期にはほぼ一掃されました。小売業者や加工業者が政府予算案発表を前に発注を減らしたため、第1四半期の公式輸入量は前年同期から約半減しました¹。宝飾店の流通業者は2017年には良好な水準にまで在庫を積み上げていましたが、輸入が縮小したため、需要対応にはほとんどの場合、在庫品が使用されました。

全国や地域でチェーン展開する大規模店は、1店舗展開の小規模店や中規模小売業者を上回る業績を発表しています。この種の大規模店舗はいち早く物品・サービス税（GST）導入に対応し、難なく適応しています。時計・貴金属メーカーのタイタンは先ごろ2017～18年度第4四半期の業績を発表しましたが、その中でバイスプレジデントのARラジャラムは次のように述べています。「GST導入のような規制の動きは…、インドの宝飾品市場に深刻な問題をもたらしますが、当社のように組織的に事業を展開し、強固な財務基盤を築いている宝飾品メーカーにとっては、この状況が追い風となります」²

しかし、宝飾品業界の物品・サービス税制への適応は全体的に見て進んでいます。市場調査によると、物品・サービス税制の遵守度は比較的高く、インド国内で販売されている金のうち、税制に基づいて適切に課税されている商品は4分の3近くに達しているという実地調査もあります。

第2四半期は好発進を切りました。国内価格は前年を上回っているものの、4月のアクシャヤ・トリティア祭には需要が堅調に推移しました。また先行きを見通すと、マクロ経済指標が上向いていることから、宝飾品需要の今後は明るいことがうかがえます。さらに、すでに発表された政府予算案では、最低支持価格の引き上げや農業融資額の増額など、農村部の所得拡大策が盛り込まれています。これに加えて今年の雨季には例年通りの降雨量が期待できるとの見通しもあり、非常に重要な農村部で需要拡大が見込めます。

婚礼の吉日が第1四半期に少なく、 インドの宝飾品需要に打撃



出所：各種データ、ワールド ゴールド カウンシル

1 政府が2月に発表する予算案には、金に対する関税引き下げが盛り込まれると一部で見込まれていたが、関税は結局、10%に据え置かれた。

2 www.bseindia.com/xml-data/corpfiling/AttachHis/b3fd7264-bc2e-4e1a-9c18-8968532880a4.pdf

中国

中国の宝飾品需要は第1四半期に7%伸びて187.8トンと、3年ぶりの高水準に達しました。需要拡大を牽引したのは成年にちなんだ宝飾品で、旧正月の休暇中に宝飾品を求める消費者の注目を集めました。1週間にわたる旧正月の休暇開始がバレンタインデーと重なったことも、需要をさらに押し上げる要因となりました。

市場シェアを伸ばしたのは、引き続き18カラットの商品や「硬質金」処理を施して3次元構造を実現したアイテムです。ワールド ゴールド カウンシルが昨年一貫して報告していたトレンドが続き、この分野で提供されている、従来とは一線を画す斬新でファッション性の高いデザインに魅力を感じる消費者がますます多くなっています。また、22カラット商品は24カラット商品ほど柔らかくない上に、外観は24カラット商品と似ているという利点があるため、次第に店頭が目立つ位置に陳列されるようになっていきます。昔ながらの24カラット商品がやや精彩を欠いた一方、(純度が極めて高い)高級商品の需要は伸びました。

宝飾品業界はこの数四半期はイノベーションやデザインに注力していましたが、現在ではブランド構築や顧客サービスを重視するようになっていきます。今や多くの小売業者が、より総合的な小売ソリューションを消費者に提供しようとしています。

宝飾品業界は楽観的な見通しを示しており、2018年には宝飾品需要が回復すると見込んでいます。この見通しを支えているのは、「Kゴールド」です。Kゴールドは他の宝飾品と需要期が異なり、軽量で小型の宝飾品が求められる夏場に販売が伸びると見込まれています。

欧米諸国

米国の金宝飾品需要は2%伸びて23.3トンとなり、第1四半期としては2010年以降で最高を記録しました。市場は良好な経済環境に支えられて、2013年から始まった拡大傾向をたどり、所得増加が金宝飾品需要に好影響をもたらしていることが浮き彫りとなりました。今期もオンライン上の販売が勢いよく伸びており、この傾向は今後も続くとみられています。

欧州の需要は1%の小幅増加を記録して12.9トンとなりました。EU離脱懸念からこれまで足取りが重かった英国の需要が安定を取り戻したほか、他の国々では景気回復が消費の追い風となりました。ただし、イタリアは例外で、市場は政治的混乱の影響から動揺し、需要が2%減少して2.7トンとなりました。3月の総選挙において、どの政党も過半数を獲得できない結果となり、それ以降の数週間は政党間で膠着状態が続きました。

その他アジア諸国

アジアの小規模市場では第1四半期に強弱が混在し、ベトナム市場が大きく伸びた一方、韓国は伸び悩みました。ベトナムの第1四半期の宝飾品需要は前年同期から12%伸びて5.1トンに達しました。例年の需要期である旧正月(テト)と「福の神」の日(旧暦の正月10日)には、力強い経済成長を背景とした資産効果が追い風となり、需要が勢いづきました。ベトナム統計総局が公表したデータによると、同国では輸出の大幅拡大を受けて国内総生産(GDP)が第1四半期に7.4%成長し、アジア域内の多くの国を上回る成長率を示しています³。一方で韓国では、金価格の上昇と米中貿易摩擦の煽りで消費者信頼感が低下した結果、宝飾品需要は前年同期から5%縮小し、第1四半期としては2012年以降で最も低い水準に留まりました。

3 www.ft.com/content/a9070f24-39a3-11e8-8b98-2f31af407cc8

中東およびトルコ

トルコでは、第1四半期に国内金価格が過去最高を更新したにもかかわらず、域内の全市場を上回る勢いで需要が拡大し、前年同期比19%増の9.9トンに達しました。金額ベースでは、前年同期から34%増えて16億トルコリラとなり、5年間の四半期平均の14億トルコリラを上回りました。通貨安を受けて国内金価格は第1四半期にさらに上昇し、3月にはグラム当たり175トルコリラ近辺の高値まで迫りました。ところが消費者は動じることもなく、金の資産保全効果を重視するほうを選びました。同様の理由から、手持ちの金の売却も同期は極めて低水準に留まりました。

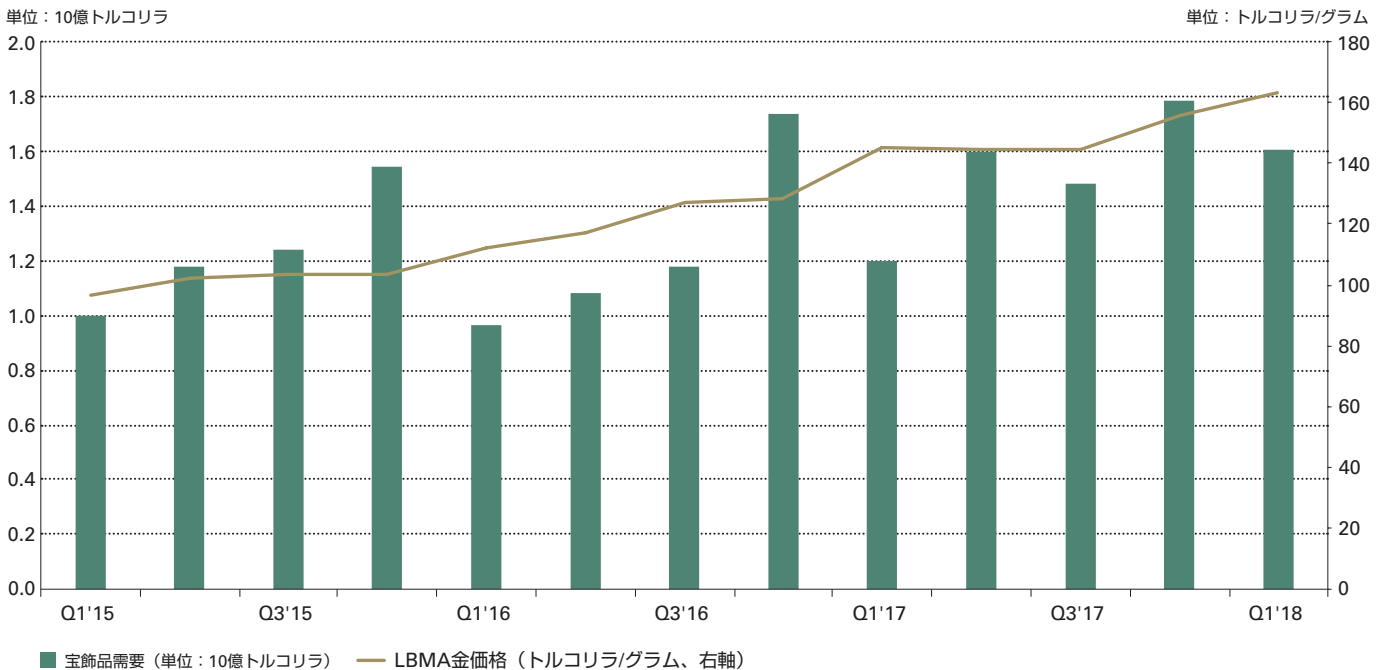
多くの中東市場では、税制改正、経済的圧力、地政学的懸念を受けて、需要が2桁縮小しました。8四半期連続で宝飾品需要が伸びていたイランでは、10.7トンに16%減少しました。経済が伸び悩み、政治的な抗議デモが相次いだことに加え、米国が核合意から離脱して制

裁を再開するのではないかという懸念が増大する中、イラン・リアルは大幅に下落しました。その結果、不安が膨らみ、金宝飾品から金地金・金貨に需要が移りました。

アラブ首長国連邦(UAE)では、金宝飾品にも5%の付加価値税が導入されたため、宝飾品需要は前年同期から23%縮小しました⁴。第1四半期の需要は10.5トンとなり、第1四半期としてはワールド・ゴールド・カウンシルがデータを取り始めてから最低となりました。また、生活費の上昇や雇用不安が追い打ちをかけ、消費者心理は一層悪化しました。

エジプトでは唯一、需要が拡大しました。2017年の力強い景気回復に加えて、現地通貨が総じて安定していたために消費者心理が改善し、第1四半期の需要は6%伸びて6トンに達しました。ただし、前年同期の需要が極めて低かったため、前年同期との比較で見ただけでは回復がやや誇張されています。

国内価格が最高値を更新するも、トルコの宝飾品需要は力強く拡大



出所: メタルズ・フォーカス、GFMS、トムソン・ロイター、ICEベンチマーク・アドミニストレーション、データストリーム、ワールド・ゴールド・カウンシル

⁴ UAEでは、2018年1月1日に5%の付加価値税が初めて導入されたが、純度99%以上の金地金・金貨は課税が免除されている。
参照元: government.ae/en/information-and-services/finance-and-investment/taxation/valueaddedtaxvat

ETFの流入量は66%減の32.4トン、 金地金・金貨需要は 前年同期の高水準から15%減少

- 北米市場に上場するETFの残高は38.4トン増えたものの、他地域市場に上場するETFの残高縮小で相殺されました。
- 金価格が小動きに終始したことを受け、投資家は静観姿勢を取りました。
- 中国の金地金・金貨投資は、前年同期の極めて高い水準から急減しました。

トン	2017年 第1四半期	2018年 第1四半期	前年同期比
全世界合計	394.2	287.3	↓ -27%
金地金・金貨	298.2	254.9	↓ -15%
インド	32.0	27.9	↓ -13%
中国	105.9	78.0	↓ -26%
金を裏付けとするETF	96.0	32.4	↓ -66%

ETF

金を裏付けとする世界のETF残高は第1四半期末までに2,400.3トンに上昇し、月末残高としては2013年4月以降で最高を記録しました。これは、世界の金融市場で急にボラティリティが戻ってきたため、米国人投資家が避難先を金に求めたからです。けれども、32.4トンの流入水準は前年同期の96トンを大きく下回っています。地域別で残高が伸びたのは米国市場に上場するETFだけであり、欧州とアジア市場に上場するETFからは資金が小幅流出しました⁵。

2017年は株式市場のボラティリティが記録的な低水準に留まっており、11月には、VIX指数が25年間の歴史の中で最も低い水準まで低下して値動きの最も少ない年であることを裏付けました。けれども、2018年2月になると状況が変わりました。貿易摩擦を巡る米中間の応酬が次第に激しさを増し、米国のハイテク大手に対して規制が強化されるとの観測が浮上する中、投資家は動揺しました。株式市場はまず下落し、その後は波乱含みの展開が続き、第1四半期を下げて終える中、ボラティリティは急騰しました。これに対して金は第1四半期中は比較的小幅の値動きに終始し、米ドル建ての上昇幅がわずか3%に留まりました。

第1四半期には、株式市場が大きく変動したのに対し、金相場は安定して推移



注：各種指数は2018年1月1日時点をもとに指数化
出所：ブルームバーグ、ICEベンチマーク・アドミニストレーション、ワールドゴールドカウンシル

⁵ ワールドゴールドカウンシルが「Gold ETFs」（金を裏付けとするETFの月次データ）で発表した、アジア市場に上場するETFの速報値は、最近発表されたデータに基づいて修正されている。

金を裏付けとするETFへの投資は、2017年下半年からやや加速しました。けれども、第1四半期の流入規模は前年同期を大きく下っています。前年同期には、マイナスに沈んでいたドイツ国債の利回りが過去最低を記録したのに対し、金価格は10%近く上昇しました。それに対して、2018年1-3月期は変化に富む状況となりました。金価格が比較的安定して推移し、金利が上昇したのに対して株式市場は大きく揺れ動き、地政学リスクが高まるなど、金投資家にとっては強弱材料が交錯しました。

北米市場に上場するETFには、2016年第2四半期以降で最も勢いよく資金が流入し、残高が38.4トン増えました。金ETFへの投資が上向いた時期は、1月に米ドル安が進んで金価格が上昇し、重要な節目となる1,360~1,365米ドル/オンス（2016年半ば以降の最高値）水準に迫っていました。株式市場が下落を繰り返して動揺すると、金ETFへの流入がさらに勢いを増しました。株式市場はその後、こうした下落分をある程度は取り戻しましたが、第1四半期中は荒い値動きが続きました。それに対して金価格は安定して推移し、値動きはやや小幅の40米ドルの範囲内に収まりました。実際のところ、S&P500種株価指数のボラティリティが第1四半期に金価格のボラティリティを上回ったのは、2015年以降で初めてのことで⁶。

欧州における金ETFへの投資はほぼ横ばい状態で、ETF残高は1.2トン減少しました。1月には欧州市場に上場するETFに小幅の資金（+7.6トン）が流入して残高が一時的に過去最高の1,007.4トンに達したものの、3月末までに998.7トンまで縮小しました。ロンドン市場に上場するETFからの流出が、ドイツ市場に上場するETFへの小幅流入を上回りました。いずれの地域の投資家も、国内の金価格が第1四半期にやや落ち着いていたために投資意欲をかき立てられなかったようです。

アジア地域では、金を裏付けとするETFから中国で資金が流出したため、域内の残高が3.6トン縮小しました。Bosera（博時基金）の非上場ファンド「シエアーズ」が解散したものの、一部の投資家が資金を同社のオープンエンド型「黄金ETF」（Gold Exchange-Traded Open-End Fund）に移したために同ファンドの残高が増加し、「シエアーズ」解散の影響は一部相殺されました。「黄金ETF」の第1四半期末残高は12.8トンと、中国の上場ファンドでは「華安易富黄金ETF」（残高は17.2トン）に次ぐ2番目の規模となっています。

第2四半期に入ると、北米と欧州で金を裏付けとするETFに巨額の資金が流入し、その規模は4月の第1~3週だけで70トン（30億米ドル）に達しました。欧州の投資家は貿易摩擦を巡る米中間の応酬に反応し、ここ数週間でETFを買い増しています。これに加えて、シリアを巡って米ロ間で緊張関係が生じており、金を裏付けとするETFへの投資環境は良好となっています。

6 Realised volatility of the S&P500 exceeded that of gold by seven points during the quarter – the largest spread since the 2011 European credit crisis.

金地金・金貨

金の値動きが比較的小さかったために投資意欲が削がれ、個人投資市場も第1四半期は低迷しました。第1四半期の世界の金地金・金貨需要は254.9トンとなり、前年同期から15%縮小しました。ただし、前年同期には政治的な不透明感の高まりや通貨下落懸念に投資家が反応したため、金地金・金貨需要は高水準に達していました。その後、そうした懸念が後退したことに加えて、主要市場のほとんどで金価格のレンジ相場が続いたため、2018年の滑り出しは金地金・金貨に対する需要がやや低迷しました。

世界最大の金地金・金貨市場である中国では、需要が前年同期比26%減の78トンとなりました。1年前には、投資家が人民元の動きを懸念し、資産を保全するために金に注目していましたが、今年は人民元に対する懸念が弱まって需要を押し下げました。2017年3月末以降、人民元は約9%上昇しています。金の値動きが比較的小幅のレンジ相場に終始し、価格環境に動きが少なかったことも需要をさらに圧迫しました。

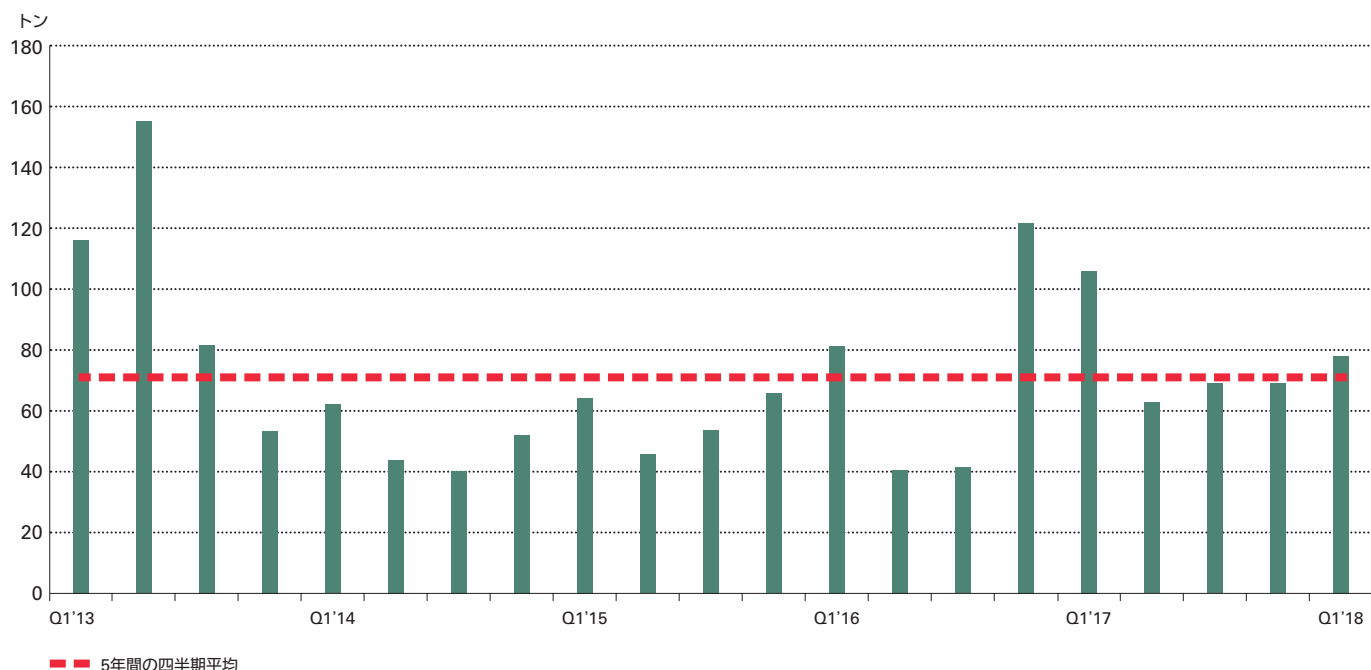
このように前年同期と比較しても、中国の金地金・金貨需要の全体像はつかみ切れません。人民元の下落懸念が最も高まっていた2016年第4四半期と2017年第1四半期には、需要が極めて旺盛で100トンを上回っていました。2018年第1四半期の需要は78トンと比較的堅

調で、3年間の四半期平均と5年間の四半期平均（それぞれ68.3トン、71.2トン）を上回っています。業界関係者によれば、上海総合指数が2月に急落し、貿易摩擦を巡る米中間の応酬が激しさを増すと、金買いに拍車がかかり需要が急増しました。

インドの金地金・金貨需要は13%減少して27.9トンとなりました。政府による不正資金の取締強化を受けて個人投資家は警戒感を強め、金地金・金貨市場が引き続き圧迫されました。BSEセンセックス指数が急落する場面ですら、金地金・金貨への投資は冴えませんでした。販売業者からの報告によれば、不動産市場低迷のしわ寄せが金地金・金貨需要に及んでいるようです。投資家は従来、不動産市場で得た資金を金購入に充当しており、不動産投資家が価格下落から被った損失を膨らませないように対応したことが金地金・金貨の需要を押し下げました。

前四半期に「ゴールド・デマンド・トレンド」でも触れましたが、金を販売するインドの革新的デジタルプラットフォームは引き続き注目を集めているようです。たとえば、モバイル決済サービスを提供するPaytmは、アクシャヤ・トリティア祭期間中の金の販売高が20キログラムに達し、前年同日から3倍に増えたと発表しています⁷。また、デジタル決済サービスを手がけるPhonePeによれば、アクシャヤ・トリティア祭期間中に同社アプリ上での金の販売高が45キログラムを超えました。

中国の金地金・金貨需要、第1四半期は比較的堅調



出所：メタルズ・フォーカス、GFMS、トムソン・ロイター、ワールド ゴールド カウンシル

⁷ <https://www.moneycontrol.com/news/business/paytm-sees-3-fold-jump-in-gold-sales-on-akshaya-trititya-2553575.html>

米国市場では低迷が続く、第1四半期の需要はわずか3.7トンと、第1四半期としては2008年以降で最低に留まりました。景気が活況を呈し、金価格が冴えない動きとなったことを受け、米国造幣局が発行したイーグル金貨の第1四半期の販売は前年同期から59%縮小しました。2月にVIX指数（S&P 500種株価指数のボラティリティをもとに算出）が急上昇すると、米国市場に上場するETFに多大な影響を及ぼしましたが、金地金・金貨には影響が及びませんでした。

欧州の需要は39%減の39.8トンとなりました。需要縮小はドイツ、スイス、オーストリア、英国に広がりました。前年には、オランダ、フランス、ドイツと総選挙が続く、それを控えて政治的な不透明感が高まったために需要が伸びていました。総選挙が総じて予想通りの展開に収まり、不透明感が和らいでユーロが上昇すると、ユーロ建て金価格が下落しました。さらに、ここへ来て値動きが荒くなってはいるものの、欧州景気が好調を維持していることを背景に、多くの投資家は株式市場に対して強気の姿勢を崩しませんでした。

新造金貨に対する需要は、欧州で特に低迷しました。というのも、米国で需要が低迷した結果、クルーガーランド金貨を中心とする中古金貨が買い手を求めて大量に大西洋を渡り、欧州の中古市場が活発に動いたためです。

世界の他の地域では、需要が伸びた市場もあります。トルコでは、2017年末に金地金・金貨需要が振るわなかったものの、2018年第1四半期には持ち直して13.1トンに達し、前四半期からは160%、前年同期からは47%増加しました。需要回復を支えた要因は2つありま

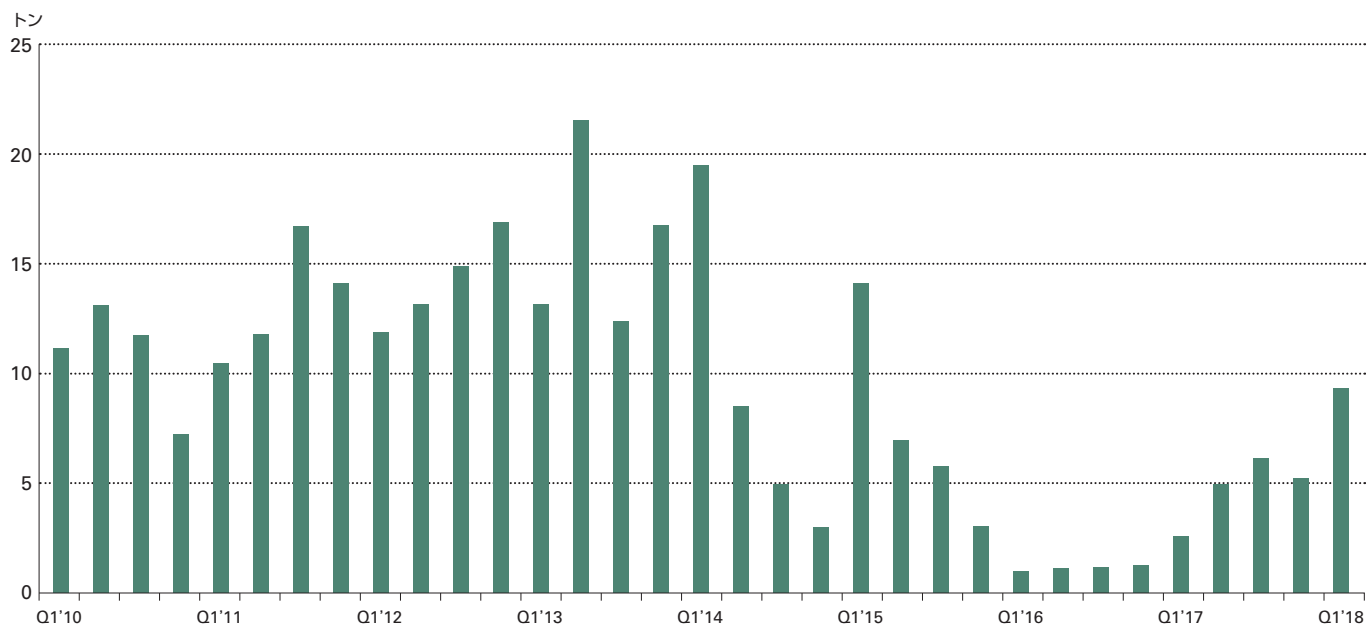
す。まず景気が好調に推移し、昨年は経済成長率がG20諸国で最も高くなったことが挙げられます。その一方で物価上昇、経常赤字の拡大、トルコリラの下落と、脆弱性が増しました。トルコの投資家が資産を保全するために金に向かったことは不思議ではないでしょう。

中東の需要を押し上げたのは、イランの需要拡大です。同国の金地金・金貨需要は2015年第1四半期以降で最高を記録しました。イランと米国間の関係悪化に対して投資家が懸念を募らせ、為替市場の管理が強化されるとの見方が広がる中、金への逃避に拍車がかかりました。イランの金地金・金貨需要は9.3トンとなり、前年同期から250%増加しました。

中東域内の他の諸国は勢いを欠き、サウジアラビアとUAEでは需要が小幅縮小しました。金を購入することが多いインドやカタールからの旅行者の減少や生活費の上昇に対する懸念、雇用不安がいずれも市場の足を引っ張りました。

東南アジア諸国の需要は安定しており、全市場が小幅拡大しました。タイとベトナムはいずれも景気拡大の波に乗り、金地金・金貨需要がそれぞれ4%、5%の幅で伸びました。世界銀行によると、タイ経済は好調な輸出に支えられて2013年以降で最も勢いよく伸びるとみられています。一方、ベトナムでは経済成長率が2018年第1四半期に年率7.4%に達したことを受け、消費者心理が3年ぶりの高水準に達しています⁸。景気に対するこうした明るい見通しに加えて、ベトナム華僑の伝統的な金の購入期である「福の神」の日が需要を大きく押し上げました。

イランの金地金・金貨需要、2016年の低迷から回復続く



出所：メタルズ・フォーカス、GFMS、トムソン・ロイター、ワールドゴールドカウンシル

⁸ www.worldbank.org/en/news/press-release/2018/04/09/thailand-expected-to-post-41-growth-in-2018-best-economic-performance-since-2012

中央銀行

中央銀行の需要は前年同期から42%増加し、第1四半期としては2015年以降で最高を記録

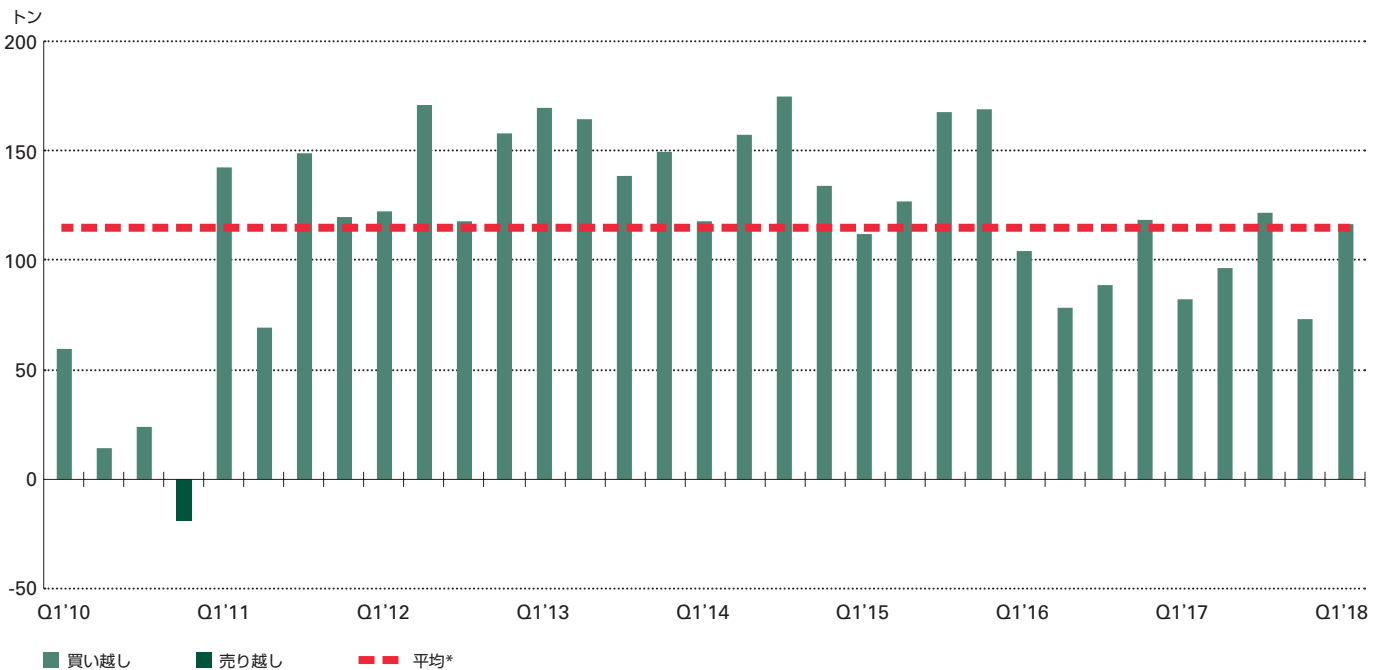
- 中央銀行の純購入量は第1四半期に計116.5トンとなり、前年同期比で42%増加しました。
- ロシア、トルコ、カザフスタンの第1四半期の純購入量は計91トンに達しました。
- 売却は今期も限定的で、カタールによる3.1トンの売却が最大となりました。

トン	2017年 第1四半期	2018年 第1四半期	前年同期比
中央銀行および その他の機関	82.2	116.5	↑ 42%

中央銀行の第1四半期の純購入量は前年同期から42%増えて合計116.5トンとなり、第1四半期としては2015年以降で最高を記録しました。中央銀行は2010年に買い越しに転じて以来、1四半期に平均114.9トンの金を購入しています。中央銀行の買い越しは、金購入が2013年にピークを打ってからは少数諸国に集中するようになりました。特にこの5年間は、ロシア、トルコ、カザフスタンの3カ国で純購入量の50%近くを占めています⁹。

金の購入が最も目立ったのは今期もロシアで、第1四半期には金準備を41.7トン積み上げました¹⁰。ロシアの金準備は年初から1,890.8トンまで増え、現在では外貨準備高の18%を占めるまで膨らんでいます。ロシア中央銀行による金購入は38カ月連続で、その間の購入量は累計683.1トンに達しました。このように金準備拡大（当局の指示による¹¹）を貫く姿勢は衰える兆しを見せておらず、金が戦略的資産であるとの見方を裏付けています。

中央銀行の純購入量は116トン、長期的な四半期平均と同水準



*2010年第1四半期～2017年第4四半期の四半期平均
出所：メタルズ・フォーカス、GFMS、トムソン・ロイター、ワールド ゴールド カウンシル

9 5年間とは、2013年第2四半期～2018年第1四半期（直近20四半期分）のデータに基づく。

10 本稿公表時点で入手可能なデータは、2月末までのみ。

11 ワールド ゴールド カウンシル『ゴールド・デマンド・トレンド 2017年通期』の「中央銀行およびその他の機関」を参照（2018年2月発行）

買い越し量が2番目に多かったのは、今期もトルコでした。トルコの金準備（「リザーブオプションメカニズム」の一環で中央銀行に預け入れられている金を除く）は、第1四半期に29.8トン増えて231.9トンに達しました¹²。中央銀行が金の購入に乗り出した2017年5月以降、金準備はほぼ倍増しており、毎月平均10.5トンの幅で増加しています。

カザフスタンは2012年第3四半期から金準備を着実に積み上げています。毎月連続して買い越し傾向は第1四半期も続き、同国の金準備は9.1トン増えて310.1トンに達しました。2012年10月からの金準備の増加幅は200トン（+198%）を超えています。また、コロンビアとキルギス共和国も第1四半期に金を購入し、金準備がそれぞれ2.5トン、1トンの幅で増えました。

ここ数四半期には、金準備を外貨準備のリターン拡大に活用した中央銀行もみられます。その方法には、金の積極的な売買（ヨルダンなどが活用）、スワップ（アルゼンチンなどが活用）があります。これらの事例からは、金の果たすことができる役割や実際に果たしている役割が分散化だけに留まらないことが浮き彫りになっています。

売り越しが目立った国は少数に留まります。ドイツは硬貨製造プログラムの一環で金準備を今期も小幅（1.4トン）縮小しました。また、カタールとウクライナも第1四半期に金準備をそれぞれ3.1トン、1.2トンの幅で減らしました¹³。

¹² <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB+EN/Main+Menu/Publications/Research/Working+Papers/2013/13-03>

¹³ 各国の金準備データは、国際通貨基金（IMF）の国際金融統計（IFS）2018年5月版のほか、該当する場合にはその他のデータに基づく。IFSのデータは2カ月遅れであるため、本稿で参照しているのはほとんどの国については2018年3月時点のデータ、報告が遅い国については2018年2月以前の時点のデータである。

テクノロジー

テクノロジー分野の金使用量は6四半期連続で拡大し、4%増の82トンに

- ワイヤレス機器とメモリーチップでの需要が堅調で、エレクトロニクス分野の需要が前年同期比5%拡大しました。
- クラウドストレージやグラフィックカードなどの普及拡大を受け、ボンディングワイヤでの需要拡大が切れ目なく続いています。
- 第5世代への通信ネットワーク強化が進んでいるため、ワイヤレスセクターの先行きは明るい見通しです。

トン	2017年 第1四半期	2018年 第1四半期		前年同期比
テクノロジー	78.9	82.1	↑	4%
エレクトロニクス	62.4	65.3	↑	5%
その他産業用途	12.2	12.6	↑	3%
歯科用途	4.3	4.1	↓	-4%

エレクトロニクス

エレクトロニクス分野における金の使用量は第1四半期に前年同期から5%増え、65.3トンに達しました。ボンディングワイヤ、ワイヤレス機器やプリント基板 (PCB) の金需要が堅調に推移し、全体の需要拡大を支えました。その一方で、LED業界では先ごろ、技術的・価格的な変化が生じたことから需要が弱含み、総じて好調な第1四半期に影響を落としました。

メモリーチップの製造企業が生産能力の増強に乗り出したことを受け、ボンディングワイヤの金の使用量が約5%増えました。中国では少なくとも4社が新工場を開設し、いずれも2018年下半年までに商業生産を開始する見込みです。半導体メモリのDRAMやNANDのこうした増産分は、仮想通貨の採掘インフラで使われるクラウドストレージやコンピュータグラフィックカードに対する旺盛な需要を満たすために使われます。

サムスン電子は、メモリーチップに対する旺盛な需要に支えられて4四半期連続で過去最高益を上げています。韓国の電子機器大手である同社は、「サーバーやモバイル向けDRAM…の需要が力強く、高密度のストレージチップの受注が増えるだろう」¹⁴と述べています。

ワイヤレス分野では、金の需要が前年同期比で20~30%伸びたと推定されています。その主役は、スマートフォンの3次元センサーや動作認識機能に採用されているVCSEL (垂直共振器面発光レーザー) です¹⁵。さらに、通信業界で第5世代ネットワークへの移行が進んでいることも需要を押し上げそうです。ベライゾン今年、米国5都市で第5世代ネットワークを展開する計画です。また、中国、日本、台湾、韓国でも同様の計画が発表されています。

LEDセクターでは、金の需要がやや低調でした。一般に普及している青色LEDの価格下落を受け、自動車業界を中心として、赤外線LEDへの明確な移行に拍車がかかりました。赤外線LEDは青色LEDに比べて収益性が高いことに加え、実装技術に必要な金が少量で済みます。さらに、新型のミニLED商品が年内に発売される見通しですが、この動きが金の使用量にどのような影響を及ぼすかは不透明です。

各種機器の製造における金の使用量拡大は、幅広い地域で見られます。先頭を切っているのは韓国で、金の使用量は10%増加して6.7トンに達しました。中国、米国、日本も堅調で、それぞれ8%、3%、3%伸びています。

14 <https://news.samsung.com/global/samsung-electronics-announces-first-quarter-2018-results>

15 VCSEL (垂直共振器面発光レーザー) とはレーザーダイオードの一種で、基板面に対して垂直方向に効率性の極めて高いレーザー光を射出する。

供給

第1四半期の総供給量は、生産量とネットヘッジの増加を受けて3%増加

- 第1四半期の鉱山生産量は微増して770トンとなり、今後は鉱山の再開発プロジェクトが生産を牽引することになります。
- 主要通貨建てで金価格が上昇する中、産金会社は第1四半期に小幅（5.8トン）のネットヘッジに戻りました。
- 第1四半期には金価格が上昇したものの、リサイクル金はほぼ前年並みに留まりました。

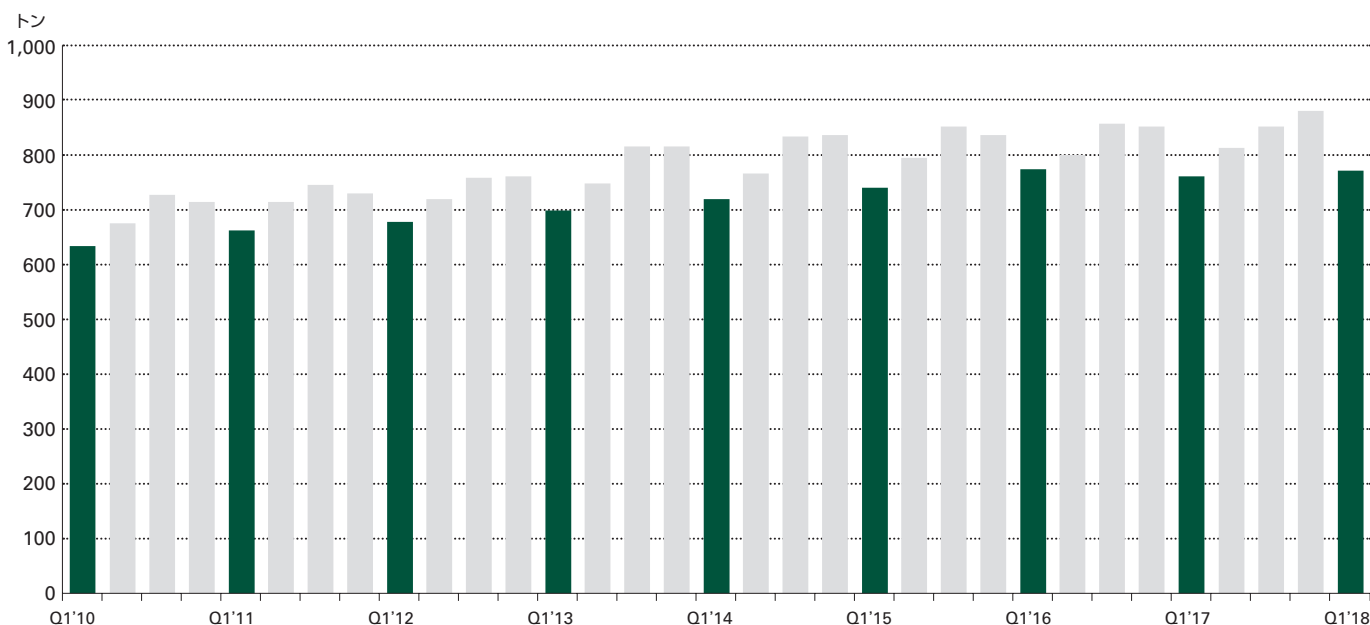
トン	2017年 第1四半期	2018年 第1四半期	前年同期比
供給量合計	1,031.6	1,063.5	↑ 3%
鉱山生産量	759.8	770.0	↑ 1%
産金会社のネットヘッジ	-15.5	5.8	- -
リサイクル金	287.3	287.7	↑ 0%

鉱山生産量

全世界での金の生産量は2017年第4四半期に過去最高の877.9トンに達し、2018年第1四半期には前年同期を小幅（1.4%）上回って770トンとなりました¹⁶。鉱山生産量は第1四半期に例年通りの季節性を示しているが、特筆すべき興味深い動きも幾つかあります。コスト圧力が高まる兆しが見え始めたほか、産金会社が（特に既存プロジェクトからの）生産量を増やす姿勢を示し始めている模様です。

中国では、昨年の環境規制強化が第1四半期も引き続き産金業界に影響を及ぼしました。世界最大の産金国である中国の生産量は前年同期から8%減少し、2018年いっぱいさらに縮小すると見込まれています。ペルーと南アフリカの第1四半期の金生産量は前年同期比でそれぞれ4%減少しました。ペルーでは、ヤナコチャ鉱山とミスキチルカ鉱山で生産量が落ちたと報告されているほか、南アフリカでは季節的要因と通貨高が重なって原料価格の上昇圧力が高まったことから生産が縮小しました。また、米国とアルゼンチンでも、生産減少が目立ちました。

第1四半期の鉱山生産量、例年通り季節的に低調



出所：メタルズ・フォーカス、GFMS、トムソン・ロイター、ワールドゴールドカウンシル

¹⁶ 『ゴールド・デマンド・トレンド 2017年通期』号発行後に各鉱山別と零細・小規模鉱山の包括的データが発表されたため、鉱山生産量は2015年、2016年、2017年について、それぞれ-7トン、+12トン、+23トンの幅で修正されている。

インドネシアとカナダの生産量は、第1四半期に前年同期比12%増と著しく増加しました。インドネシアでは、2017年の金生産量で3番目に大きいグラスベルグ鉱山で引き続き高品位鉱石が産出されたことが国全体の生産量を押し上げました。カナダの生産量増加を牽引したのは、2017年から始まった新規鉱山の増産でした。ロシアでは、第1四半期の生産量が3~4%伸びました。同国全体の生産量は引き続き上昇傾向にあり、ナタルカ鉱山が年内のフル生産移行を目指して増産していることがさらに生産を牽引する見通しです¹⁷。

先行きを見通すと、2018年は世界の生産量が小幅拡大しそうです。

(第1四半期に操業を開始した鉱山数は前期を下回っているものの) 少数の新規開発プロジェクトが年間の生産量に貢献する一方、既存鉱山の拡張や最近稼働し始めた鉱山の生産増強が生産拡大を牽引する原動力となります。この傾向は2018年以降も続く見通しです。(為替の動きと原料価格の上昇に起因する) コスト上昇圧力が高まっているほか、投資家の目が厳しさを増していることから、産金会社は利幅の拡大に注力しています。ワールド ゴールド カウンシルは従来、鉱山生産量が今年以降は減少すると予想していましたが、現状では、鉱山生産量が小幅ながら上向く可能性が示唆されています。

産金会社のネットヘッジ

2017年第4四半期には正味約11トンのヘッジが買い戻されましたが、2018年第1四半期には逆に産金会社のヘッジ売りが正味5.8トンとなりました。第1四半期に金価格が主要産金国の通貨建てで上昇(米ドル建てで3%、豪ドル建てで5%、ロシアルーブル建てで2%)したため、小幅の戦略的なヘッジ売りの機会が生じました。

第1四半期に実施されたヘッジ売りのほとんどは、少数の産金会社によるものです。 セント・バーバラは2月、2019年12月にかけて15万オンスを先売りすることで合意したと発表しました。このヘッジ売りは、バブアニューギニアのシンベリ鉱山の一部生産分について価格を確定するために行うものです。

このほか、第1四半期で目立ったヘッジ売りには、アカシア・マイニングの売りオプション追加購入(12万オンス)、プリオ・ゴールドのヘッジ売り(6万3,000オンス)、ウェストゴールド・リソーシズのヘッジ売り(6万オンス)などがあります。

ロシアの産金会社、ペトロパブロフスクは第1四半期末、9万6,000オンス(3トン)のヘッジ売りを決定しました。同社はこの契約で、「当グループが運転資金を管理するに当たって柔軟性が高まる」¹⁸と述べています。近年実施されたヘッジ売りはたいてい、開発キャッシュフローの確保や開発資金の調達を目的としており、ペトロパブロフスクの挙げた根拠とも一致しています。

17 polyus.com/en/media/press-releases/first-dor-gold-poured-at-natalka/

18 petropavlovsk.net/images/stories/Gold_Sales_Agreement_Final_-_27.03.pdf

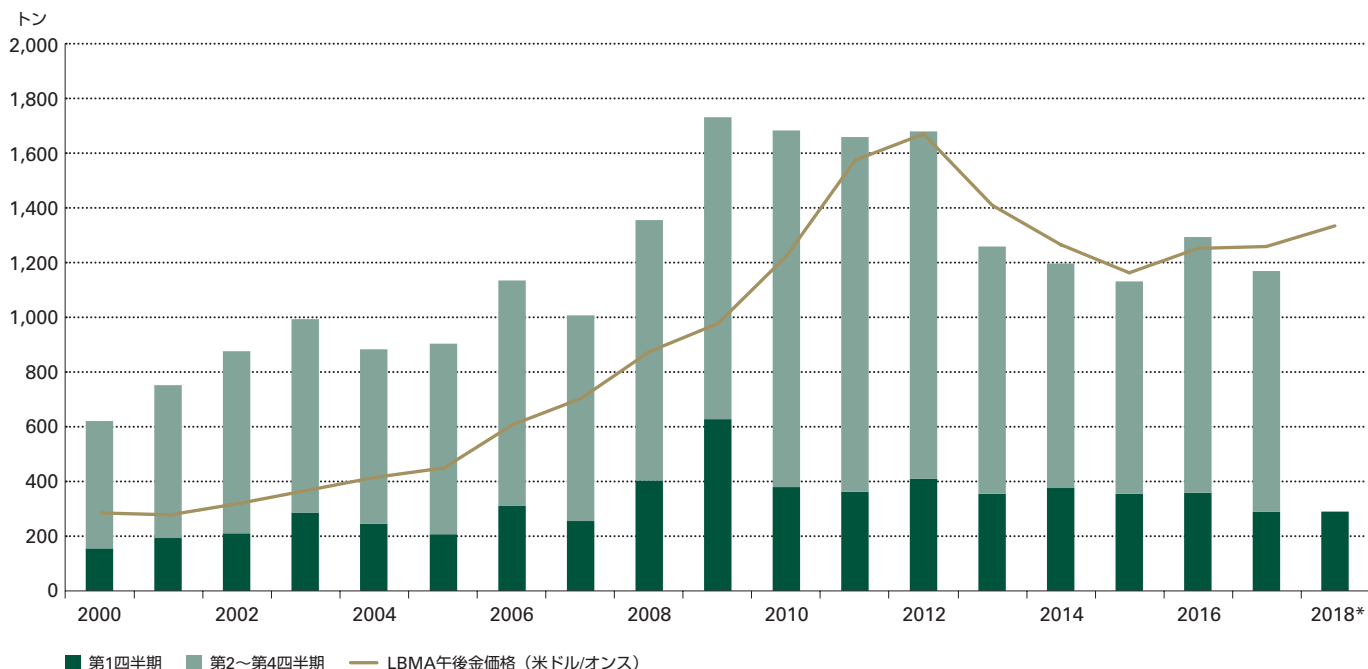
リサイクル金

第1四半期のリサイクルは堅調に推移しました。同期には、世界的な不透明感に伴い多くの主要市場において金価格が上昇し、すぐに市場に回せる状態の金の在庫が枯渇していたためにリサイクルによる金の供給が細っていたものの、リサイクルによる金の供給量は287.7トンと、前年同期（287.3トン）と同水準に達しました。金価格の上昇は通常はリサイクルを促しますが、2017年第1四半期と2018年第1四半期には、世界経済の成長加速によって金価格上昇の効果が薄れた結果、リサイクル総量は両期ともに2008年以降で最低水準に留まりました。

欧州と北米は逆の動きを示しました。欧州ではユーロ建て金価格がほぼ前期並み、前年同期からは下落する中、第1四半期のリサイクルが前年同期比で4%減少しました。英国では、第1四半期中に国内金価格が下落したためにリサイクルが大幅に減少しました。英ポンド建ての金価格は、EU離脱を問う国民投票を背景にピークを付けた2016年からずっと下落傾向をたどっています。米国では、リサイクル量がここ数年は縮小傾向にありましたが、米ドル建て金価格の上昇を受けてリサイクルの低迷に歯止めがかかったようです。

中東ではリサイクル量が小幅増加した一方、アジアではばらつきが見られました。中東では、金価格の上昇を受けて、ほとんどの国で第1四半期にリサイクル量が小幅増加しました。エジプトはこの傾向に明らかに反しています。突然の通貨切り下げの衝撃が収まるにつれ、前年同期からリサイクルが縮小しました（ただし、長期的傾向に照らすとリサイクル量は高水準を維持しています）。インドでは、ルピー建て金価格が米ドル建て金価格ほど上昇しなかったほか、リサイクルを誘う大きな要因に乏しかったことから、前年同期を下回りました。中国では、2017年第1四半期に新しい刻印規制が導入されたことを背景に業界全体でリサイクルが活況を呈していたため、今年はその水準を割り込みました。東アジアの他の諸国では特筆すべき動きに乏しく、金価格の上昇に合わせてリサイクルが増加するに留まりました。

第1四半期のリサイクル、金価格が上昇するも冴えない展開



* 第1四半期のみ、LBMAの午後金価格平均（米ドル/オンス）を使用

出所：メタルズ・フォーカス、GFMS、トムソン・ロイター、ICEベンチマーク・アドミニストレーション、ワールド ゴールド カウンシル

ワールド ゴールド カウンシルについて

ワールド ゴールド カウンシルは金市場の育成・発展を目的とし、金関連業界のために設立された組織です。金に対する持続的な需要を喚起するために、業界のリーダーおよび金市場に関する世界的権威として活動を行っています。

ワールド ゴールド カウンシルは、金市場の権威としての洞察力を生かし、金をベースにしたソリューションやサービス、金融商品の開発を行うとともに、さまざまなパートナーと連携してアイデアを実行に移しています。こうした活動を通じ、主要市場において金需要の構造的変化を実現しています。ワールド ゴールド カウンシルは、国際金市場に関する洞察力を提供することにより、金特有の富の保全性と社会・環境ニーズへの対応において金が果たせる役割について理解を深める活動を行っています。

英国に本部を置くワールド ゴールド カウンシルは世界の主要金鉱山会社をメンバーに持ち、インド、極東、米国にオフィスを有しています。

World Gold Council

10 Old Bailey, London EC4M 7NG
United Kingdom

T +44 20 7826 4700

F +44 20 7826 4799

W www.gold.org

免責事項

© 2018 World Gold Council. All rights reserved.ワールド ゴールド カウンシルとそのシンボルマークは、ワールド ゴールド カウンシルまたはその関連会社の登録商標です。

LBMA 金価格について言及する場合はいずれも、ICE ベンチマーク・アドミニストレーション・リミテッドの許可を得て使用しており、その目的は情報提供のみに限られています。ICE ベンチマーク・アドミニストレーション・リミテッドは、かかる価格の正確性またはかかる価格を基準とし得る原資産について、いかなる責任も負いません。その他のサードパーティーのデータおよび情報は各サードパーティーの知的財産であり、あらゆる権利は当該サードパーティーに帰属します。

本レポート内のいずれの情報についても、転載および再配布が明示的に禁じられています。ただし、ワールド ゴールド カウンシルまたは適切な著作権者から書面による事前許可を得、以下の方法に従う場合にはこの限りではありません。

本資料内の統計を使用することは、公正な業界慣行に従って検討および解説（メディアの解説も含む）を目的とする場合に許可され、(i) データまたは分析の限定的部分を抜粋して使用する、かつ (ii) かかる統計を使用する際はいかなる場合においても、ワールド ゴールド カウンシルを出典元として明記し、かつ適切な場合には、出典元としてメタルズ・フォーカス、トムソン・ロイターを明記する、という2つの前提条件に従うものとします。

Contributors

Louise Street

louise.street@gold.org

Krishan Gopaul

krishan.gopaul@gold.org

Mukesh Kumar

mukesh.kumar@gold.org

Carol Lu

carol.lu@gold.org

Alistair Hewitt

Director, Market Intelligence

alistair.hewitt@gold.org

いかなる情報であれ、ワールド ゴールド カウンシルはその正確性または完全性について保証しません。この情報の使用により直接的または間接的に損失または損害が生じても、ワールド ゴールド カウンシルは一切責任を負いません。

当該情報は、金、金関連商品・サービス、またはその他の商品・サービス、有価証券等（総称して「サービス」という）の推奨でも売買提案でもありません。投資家はいかなる「サービス」または投資に関しても投資判断を行う前に、各自の適切な投資専門家と個々の状況について協議すべきです。

当該情報には、将来予想に関する記述（フォワード・ルッキング・ステートメント）が含まれています。その中には「考える（believe）」「予想する（expect）」「可能性がある（may）」「示唆する（suggest）」または類似する用語を使用しているものがあり、その場合は現時点における予想に基づくものであり、変わる可能性があります。また、かかる記述には多数のリスクおよび不確実性が伴います。将来予想に関する記述はいずれも、実現が保証されていません。ワールド ゴールド カウンシルは将来予想に関する記述を更新する責任を一切負わないものとします。