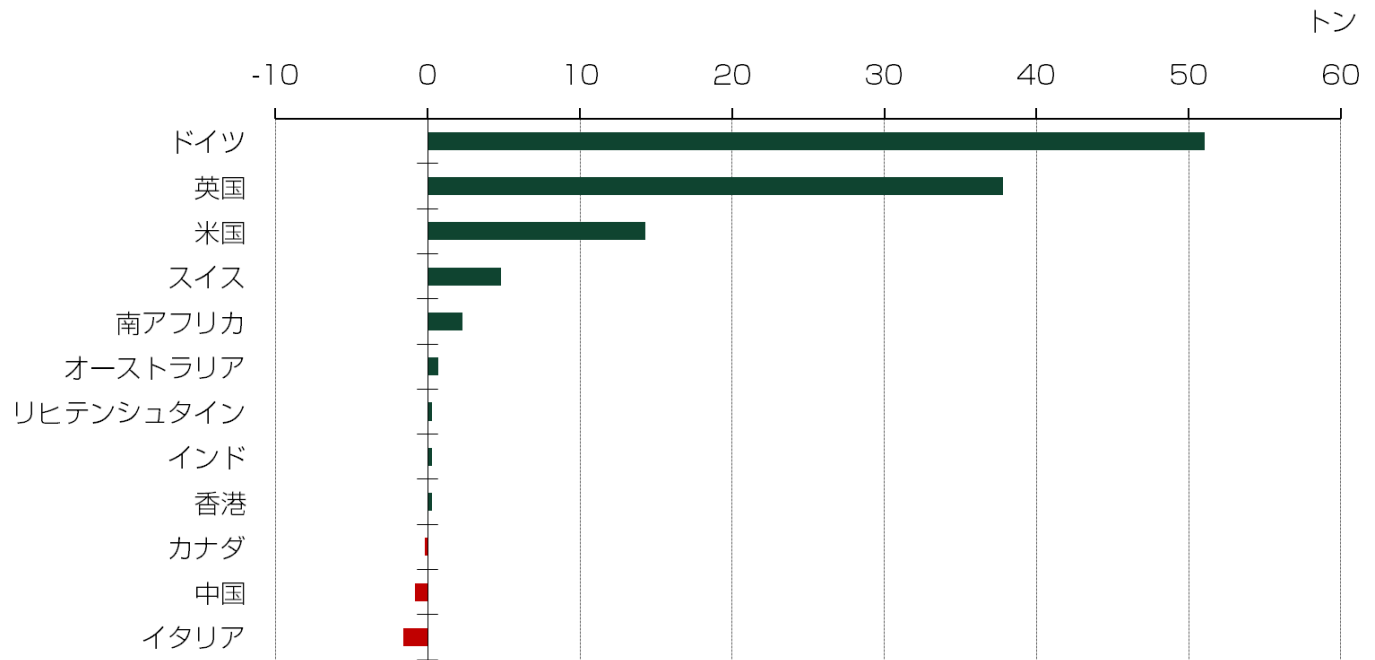


第1四半期の金需要、前年に記録した異例の高水準から18%減少

2017年第1四半期の世界における金需要は1,034.5トンでした。1年前の水準から18%縮小した原因は、前年同期に第1四半期として過去最高を記録していたことにあります。ETF（上場投資信託）への流入は109.1トンと堅調でしたが、過去最高に近かった前年の流入量と比べると数分の1に留まりました。中央銀行の購入需要が減少したことも、需要低調の一因となりました。その一方で、金地金・金貨への投資は289.8トンと好調で、前年同期から9%増えました。半面、宝飾品とテクノロジー分野の需要はいずれも微増に留まりました。

ETFへの資金流入、第1四半期はドイツと英国が牽引



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

ハイライト

欧州を中心として、金を裏付けとするETFには109.1トンが流入しました。この流入量は、2016年第1四半期に記録した異例の高水準と比べるとわずか3分の1ですが、需要そのものは堅調でした。欧州で政治的に不透明な状況が続いていることを受け、欧州市場に上場しているETFの人気が最も高くなりました。

金地金・金貨への投資は前年同期比で9%増えました。そのほとんどは中国によるもので、同国ではこの分野の投資が30%増えて100トンを上回りました。これまで100トンを超えたことは3回しかありません。

第1四半期の宝飾品需要は480.9トンと堅調で、前年同期から小幅増加しました。需要の小幅拡大の主因はインドであり、世界全体の宝飾品需要は過去の水準と比較するとやや低調でした。

インドでは、2016年末の混乱期を経て国内市場が比較的安定した結果、宝飾品需要が拡大しました。インド準備銀行が貨幣を市場に供給し続けた結果、消費者心理が上向きしました。それまでの需要水準が極めて低調だったとはいえ、縁起のいい婚礼シーズンに向けて需要に拍車がかかりました。

中央銀行の金需要は引き続き低調で、金準備は第1四半期に76.3トン増加しました。中央銀行の金購入意欲は後退し、中国では、外貨準備の縮小圧力が継続して第1四半期には購入プログラムが一時停止しました。金の売却は、同期もまばらでした。

Contributors: Louise Street, Krishan Gopaul, Mukesh Kumar, Carol Lu, Alistair Hewitt.

問い合わせ先：<mailto:marketintelligence@gold.org>

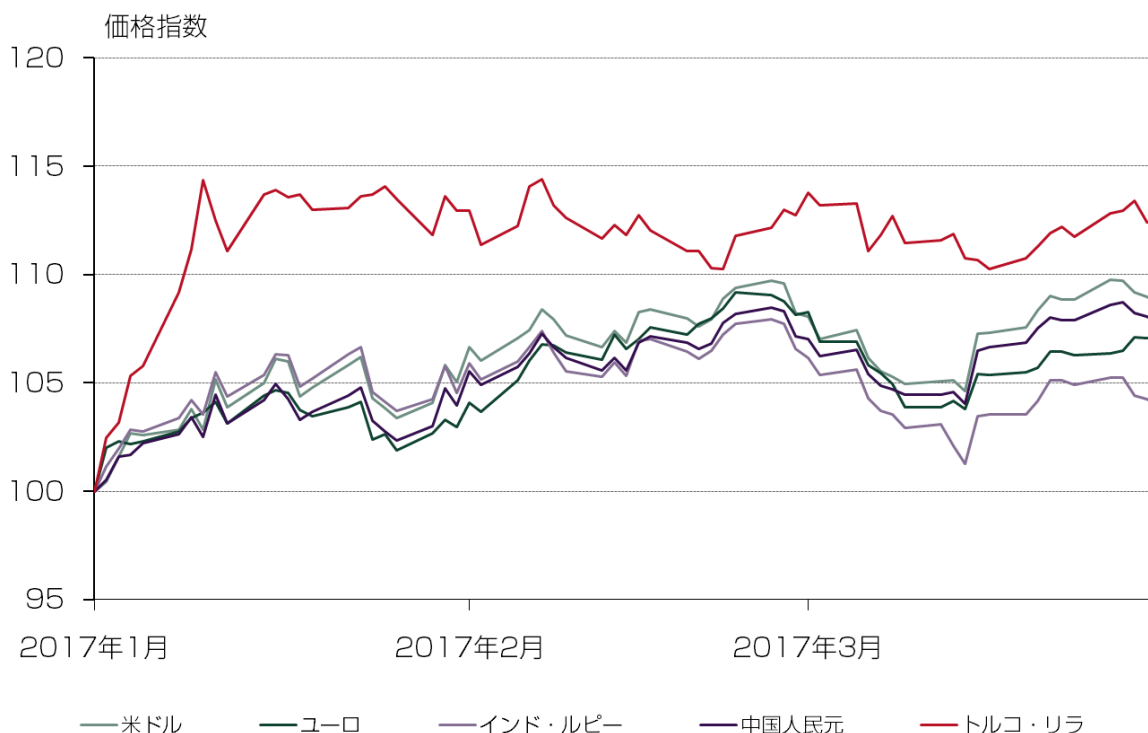
宝飾品

インドの需要回復が世界全体の需要低迷をカバーし、世界の第1四半期の宝飾品需要は480.9トンとなりました。

- 宝飾品需要は前年同期比で小幅増加したものの、引き続き力強さを欠いています。前年同期の474.4トンは、7年ぶりの低水準でした。
- 金価格の上昇が需要に悪影響を及ぼしました。一方で一部の市場では金価格が1、2度急落し、絶好の購入機会となりました。
- 金需要は世界的には堅調でしたが、国ごとに見ると状況には差があります。需要拡大はインド、イラン、米国が中心であり、そうした国々の拡大が他の国での小幅減少をわずかに上回りました。

トン	2016年	2017年	前年同期比 (%)
	第1四半期	第1四半期	
全世界合計	474.4	480.9 ▲	1
インド	79.8	92.3 ▲	16
中国	179.2	176.5 ▼	-2

金価格の上昇が宝飾品需要の重石に



Source: ICE Benchmark Administration; Datastream; World Gold Council

金の宝飾品需要は概ね安定していましたが、長期的に見ると低調に留まり、5年間の四半期平均である587.7トンを18%下回りました。12月末から3月末にかけて米ドル建ての金価格が9%上昇し、需要の重石となりました。とはいえ、米ドルが弱含んでいたため、多くの市場では、消費者が価格上昇からある程度は守られました。主要消費国の多くでは、現地通貨建ての金価格が3~7%上昇しましたが、トルコでは明らかに状況が違いました。宝飾品セクターは今もインドと中国に大きく依存しており、両国で宝飾品市場の半分以上を占めています（第1四半期は56%）。

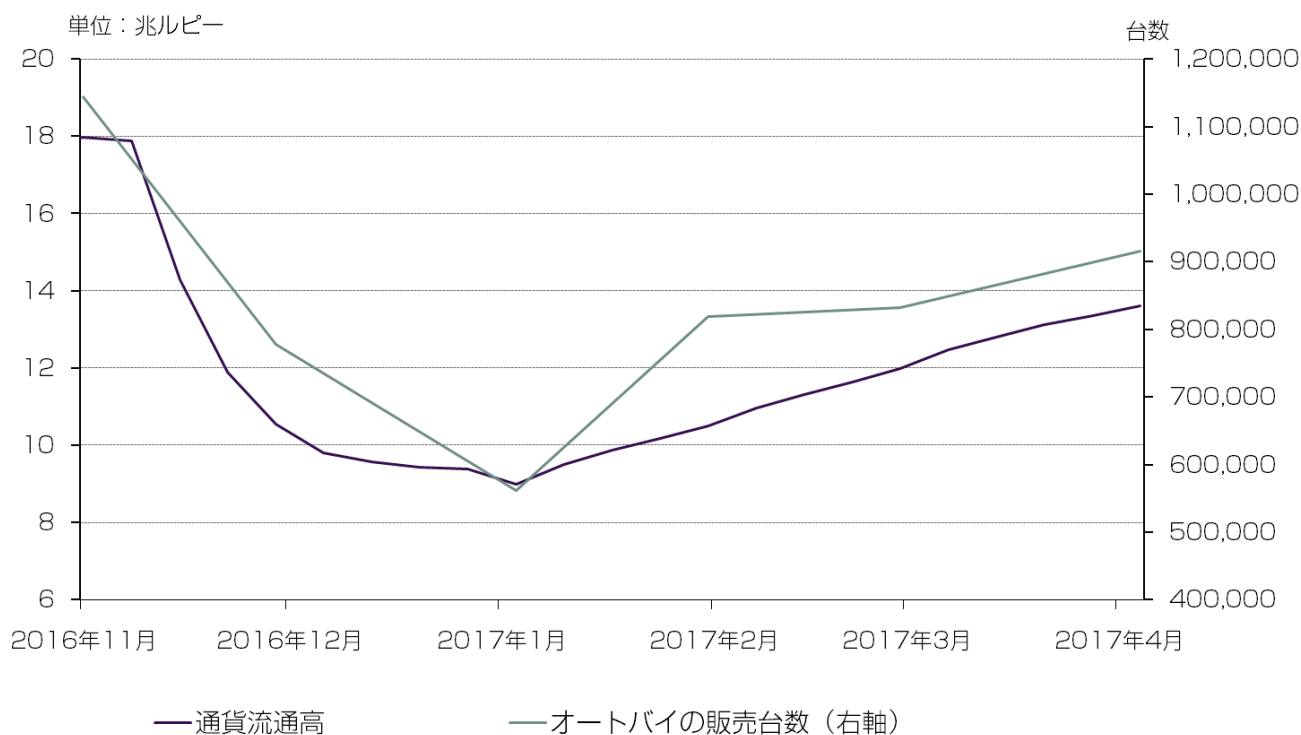
インド

インドの宝飾品需要は、極めて厳しい2016年を経て市況が改善したことを受け、前年の異例の低水準から16%増加しました。流動性の逼迫が改善するに伴い、2016年末の数週間に積み上がった需要が徐々に解放されました。しかし、第1四半期の需要は92.3トンと引き続き弱く、100トンを割り込みました。この水準を下回ったのは、この10年間でわずか3回しかありません。また、近く導入される物品・サービス税（GST）で最終消費者の税負担が重くなるのかどうかに関して明確な発表を待つ中、宝飾業界ではなお不安が残っています。

金価格は第1四半期中、インドの宝飾品消費者に吉凶入り混じった影響をもたらしました。ルビー高でLBMA（ロンドン貴金属市場協会）の金価格が9%上昇したのに対し、インドの国内価格は3%の上昇に留まりました。2月と3月にルビーが急上昇するまで、国内の金価格は2017年の年明け数週間にわたって急騰しました。3月の価格反落は、第2四半期の婚礼シーズンと4月末のアクシャヤ・トリティヤ祭を控えた金の事前購入計画にとって絶好のタイミングとなりました。

インド準備銀行（RBI）は現在も貨幣の供給を推進しているため、現金不足に悩む消費者がさらされる圧力は低下しています。高額紙幣の廃止¹によって無効となった紙幣のうち、価値ベースで85%が3月末までに市場に戻りました。RBIはまた、銀行口座からの一時的な引出制限を徐々に緩和し、特に現金依存度が高い農村部の需要を後押ししました。高額紙幣廃止の影響はなお根強く残りましたが、現金通貨が金融システムに注入されたことを受けて、農村部の需要は一部回復しました。これは、オートバイの販売台数が12月の低水準から回復したことに裏づけられています。

インド経済、2016年の突然の高額紙幣廃止から徐々に回復



Source: Reserve Bank of India; Society of Indian Automobiles; World Gold Council

実地調査では、現金以外での取引が勢いを増しており、組織立って事業展開する小売業者の業績好調が反映されました。インド経済の透明性向上を目指すインド政府の施策は金市場で効果が出始めており、電子決済への移行が進んでいます。農村部経済では今も現金が不可欠ですが、消費者は徐々に現金以外の決済方法を採用しようとしています。これが追い風となり、全国にチェーン展開するTanishqなどの組織立った小売業者の業績が拡大しています。**同社は、第1四半期に需要が「大幅に」回復したと発表しています²。**

インドの金需要は先行き堅調ですが、物品・サービス税が懸念材料として残っています。婚礼シーズン、アクシャヤ・トリティヤ祭（今年は4月28、29日）に加えて、インド経済への通貨供給が続いていることが重なり、金宝飾品需要に追い風となるはずですが、市場は近く決定される物品・サービス税に対して警戒しており、政府が最終決定を下すまで需要に暗い影を落とすとみられています。物品・サービス税は7月初めに導入される予定です。

中国

中国では、季節的な需要拡大が金価格の上昇で生じた悪影響を概ね打ち消す格好となり、金宝飾品需要が前年同期比 2%減と小幅弱含みでした。第 1 四半期の需要は前年同期の 179.2 トンに対して 176.5 トンとなり、5 年間の四半期平均である 186.4 トンを 5%下回りました。

中国の宝飾品需要は年初に好スタートを切りました。春節が今年はやや早め（近年は 2 月になることが多かったものの、今年は 1 月末）になり、春節向けの伝統的な買い物が 1 月に集中しました。旧暦の 2017 年には立春が 2 回と閏月が生じて³結婚するのに縁起がいいとされるため、こうした季節的な需要が伸びました。春節期間が終わると、需要は例年通り落ち込みました。今年は金価格が上昇しただけに、需要の落ち込みが例年以上に際立ちました。

中国の宝飾品業界は、消費者需要の低迷への対応策を十分に講じています。金宝飾品の需要に悪影響を及ぼしたのは経済環境の鈍化だけでなく、消費者の嗜好の変化もその一因です。ワールド ゴールド カウンシルの消費者調査によると、中国の若い消費者はモノよりもコト（経験）にお金を使いたいと考える傾向があります⁴。これは、アジアの裕福なミレニアル世代にとって最も大事なのが「健康、旅行、家族との時間」の 3 つであるとするアジリティ・リサーチ・アンド・ストラテジーの調査にも裏付けられています⁵。その一方で、彼らは新しいトレンドにも敏感で、従来とは異なる方法で自己を表現することを楽しんでます。金宝飾品のメーカーや小売企業はこうしたトレンドを活用する意欲も能力も持ち合わせており、イノベーションの推進によって対応しています。

18 カラット分野は引き続き拡大しています。メーカーはこれに対して一層デザインの幅を広げ、「伝統的な」24 カラットの宝飾品よりも繊細かつ現代的なデザインを採り入れています。新しいもの、画期的で流行の先端を行くアイテムを求める需要に応えるため、新たに 22 カラットのセグメントも設けられました。小売企業の中には、婚礼用の宝飾品に徐々に特化して、重要度の高いこの分野の需要を取り込もうとする企業もあります。また、サービス面でイノベーションを推進している企業もあります。例えば、徳誠集団は先頃、新しいアフターサービスを開始し、婚礼シリーズ品の中から無償で商品を交換できるサービスを提供しています（徳誠集団のブランド「鑫喜縁」のキャンペーン「[五九厚德金](#)」⁶）。

したがって、中国の需要が経済情勢や消費者の嗜好の変化という逆風にさらされているとしても、業界はそうした流れに適応する意欲と決意を持ち合わせています。そうした姿勢こそ、停滞を食い止める力になるはずです。

その他アジア諸国

比較的規模の小さいアジアの市場では、金価格の上昇や域内の政治的緊張の高まりが宝飾品需要に打撃を与えました。日本の宝飾品需要は金価格の上昇に直面して、前年同期から 9%減の 3.2 トンとなりました。中国人旅行者の数が減ったことも、その一因と報告されています。タイでは、経済成長の伸び悩みを受けて第 1 四半期の宝飾品需要が前年同期の 3.2 トンから 5%減って 3.1 トンとなりました。政府は、国内産業でこ入れのために幾つかの施策を講じています。その中には、[宝飾品の製造に使われる原料に対する輸入関税の免除](#)⁷や、中小企業が設備を拡充する際に利用できる低利融資の提供などがあります。

中東およびトルコ

トルコの宝飾品需要は第 4 四半期に例年通り上向いた後、4 年ぶりの低水準である 7.7 トンまで減少しました。通貨安が続いた結果、第 1 四半期にトルコ・リラ建ての金価格が他国よりも上昇し（+12%）、宝飾品需要の足を引っ張りました。トルコは近年、経済的、政治的に不安定な状況に悩まされてきましたが、第 1 四半期にもそうした状況が主因となって需要が低調となりました。4 月半ばには、議会制から大統領共和制への移行を盛り込んだ憲法改正の是非を問う国民投票も宝飾品需要の重石となりました。また、経済指標が悪化する中で国内価格が異例の高水準を維持していることを受け、宝飾品市場の先行き見通しも弱くなっています。

中東の宝飾品需要は 54.6 トンとほぼ前年並みに留まりました。また、イランで需要が増加する一方、その他の国では低調に推移するという以前と同様の傾向を迎えました。イランの宝飾品需要は景気改善に支えられて前年同期から 27%増え、4 年ぶりの高水準となる 12.9 トンに達しました。また、中央銀行の金貨供給がなかったことを背景に、投資目的の購入も宝飾品需要を押し上げました。

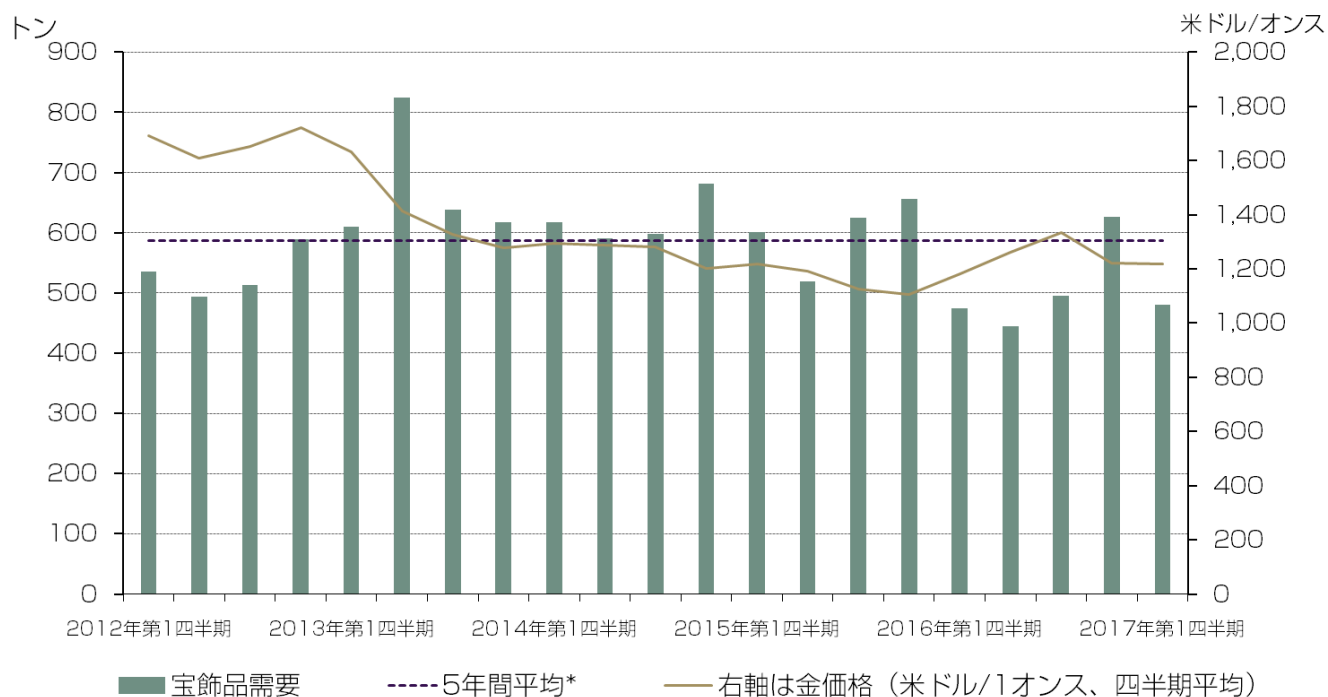
域内の他の市場では、宝飾品需要の芽えない状況が続きました。その背景には、原油価格の低迷と観光客数の伸び悩みがあり、こうした要因の影響は、金価格の上昇に直面して深刻化しました。アラブ首長国連邦は 5%の輸入関税を金宝飾品に課したものの、関税が全面的に最終価格に上乗せされる前に消費者が購入に走ったため、同国の需要は比較的底堅く推移しました。

欧米諸国

米国の宝飾品需要は再び上向き、第1四半期としては2010年後で最高を記録しました。大統領選挙後に消費者心理が好転して宝飾品需要を押し上げたため、第1四半期には前年同期比3%増の22.9トンに達しました。米国では、欧州市場よりもシンプルなイエローゴールドの人気が高く、高級ジュエリーショップやオンライン販売が堅調に推移しました。オンライン販売が勢いを増した背景には、特にオンラインの小売環境と実店舗を組み合わせた「クリック・アンド・モルタル」販売モデルが引き続き拡大したことがあります⁸⁾。

欧州の宝飾品需要は今期もフランスと英国の低迷に足を引っ張られる状況で、その他の域内各国の需要は安定していました。フランスでは、大統領選挙前に不確実性が高まったほか、テロ活動が活発化して旅行業が停滞したことを受け、宝飾品需要が前年同期から6%縮小しました。この市場では構造的な要因も影響しており、各メーカーのブランドを冠した銀製品が市場シェアを侵食し続けています。

第1四半期の宝飾品需要、長期平均を下回る



*2012年第1四半期～2016年第4四半期の5年間平均

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

投資

第1四半期には資金がETFに再び流入し、 欧州の投資家が引き続き戦略的ポジションを構築しました。 金地金・金貨需要は前年同期から9%増加しました。

- 金の裏付けがあるETFの運用資産残高（AUM）は第1四半期に伸びました。その背景には、不確実な政治情勢を受けて欧州でETFへの資金流入に拍車がかかったことがあります。欧州では、金地金・金貨需要も力強く伸びました。
- 中国の金地金・金貨需要は第1四半期に、史上4度目となる100トンを超えました。人民元安、不動産市場に対する懸念、春節に伴う季節的な需要拡大が市場を支えました。
- インドの金地金・金貨需要は小幅増加しましたが、過去の実績に比べて低水準に留まりました。しかし、宝飾品業界は高額紙幣の廃止の影響が薄らげば市場が回復すると自信を示しています。

トン	2016年 第1四半期	2017年 第1四半期	前年同期比 (%)
投資	606.9	398.9	▼ -34
金地金・金貨	264.9	289.8	▲ 9
インド	27.5	31.2	▲ 14
中国	81.3	105.9	▲ 30
金を裏付けとするETF	342.1	109.1	▼ -68

ETF

金を裏付けとするETFの世界の保有残高は第1四半期に109.1トン伸びました。第1四半期末の運用資産残高は2,251.8トンで、900億米ドルをわずかに上回りました。保有残高の伸びは、昨年的大量流入に較べると小幅に留まり、2016年第1四半期の342.1トンのわずか3分の1に留まりました。けれども、ここで浮き彫りになっているのは直近の資金流入の弱さというよりは、2016年の異例の規模に達した資金流入です。実際のところ今年第1四半期の流入規模109.1トンは、世界的な金融危機前後の2009年第1四半期から2011年第4四半期までの四半期平均（108.7トン）と肩を並べる水準に達しています。

2016年下半期の傾向が第1四半期にも続き、欧州の投資家がETF投資の相当部分を占めました。欧州市場の上場ETFへの流入が92.4トンに達したのに対し、米国市場の上場ETFの残高増加はわずか14.1トンに留まりました。第1四半期の資金流出は限定的で、金の裏付けがあるETFに対する基本姿勢は総じて前向きであることが伺えます。

地政学的な緊張に対しては、欧州の投資家のほうが米国の投資家よりも懸念を募らせました。欧州全域で広がるポピュリスト運動に関連して反体制的な政党の台頭が続いていること、そして英国のEU離脱を決めた国民投票の後だけに、オランダとフランスの選挙結果の予想に投資家の注目が集まりました。

第1四半期末に反EUを掲げる極左の政治家、ジャン＝リュック・メランション氏の支持率が急伸したことを受け、フランス大統領選挙に対する懸念が膨らみました。世論調査では、第1回投票後の決選投票はマクロン氏とルペン氏の戦いになることが予測されていたものの、メランション氏の台頭に加え、誰に投票するか決めていない浮動票が極めて多かったために政治的な不透明性が高まりました。

不安定な政治環境だけでなく、金融市場の情勢も金を裏付けとするETFの持ち高を積み増すきっかけを投資家にもたらしました。2月には、安全資産への資金流入を背景に2年物ドイツ国債の利回りがマイナス圏でさらに低下し、史上最低となるマイナス0.95%を付けました。また、欧州株式市場が低調で、ボラティリティ（変動率）が数年ぶりの低水準に留まりました。実質・名目利回りがマイナス圏に沈み、域内の株式市場が比較的停滞していたことに加えて、第1四半期中に特に金価格が上昇したこともあり、金の投資妙味が改善しました。1月と3月にユーロ建て金価格が下落したことも、ポジション拡大の絶好の機会ととらえられました。

2年物ドイツ国債の利回りが過去最低に



Source: Bloomberg; World Gold Council

米国では、2月に正味約45トンがETFに流入しましたが、その前後の1月と3月には純流出となりました。しかし、全般的には、米国人投資家の金に対する基本的見方は相変わらず前向きなままです。2016年には、米国上場ETFへの資金流入を牽引した流動的かつ投機的な買い入れの大部分が11月、12月の価格下落局面で流出に転じ、現在では戦略的な投資としてETFが保有されています。

3月の利上げ実施後に米連邦準備制度理事会（FRB）が発表したハト派的な政策に対して、金市場はプラスに反応しました。発表を前にして金価格は小幅下落しましたが、米国の利上げ見通しが若干緩やかなものとなったことを受けて発表後は反発しました。

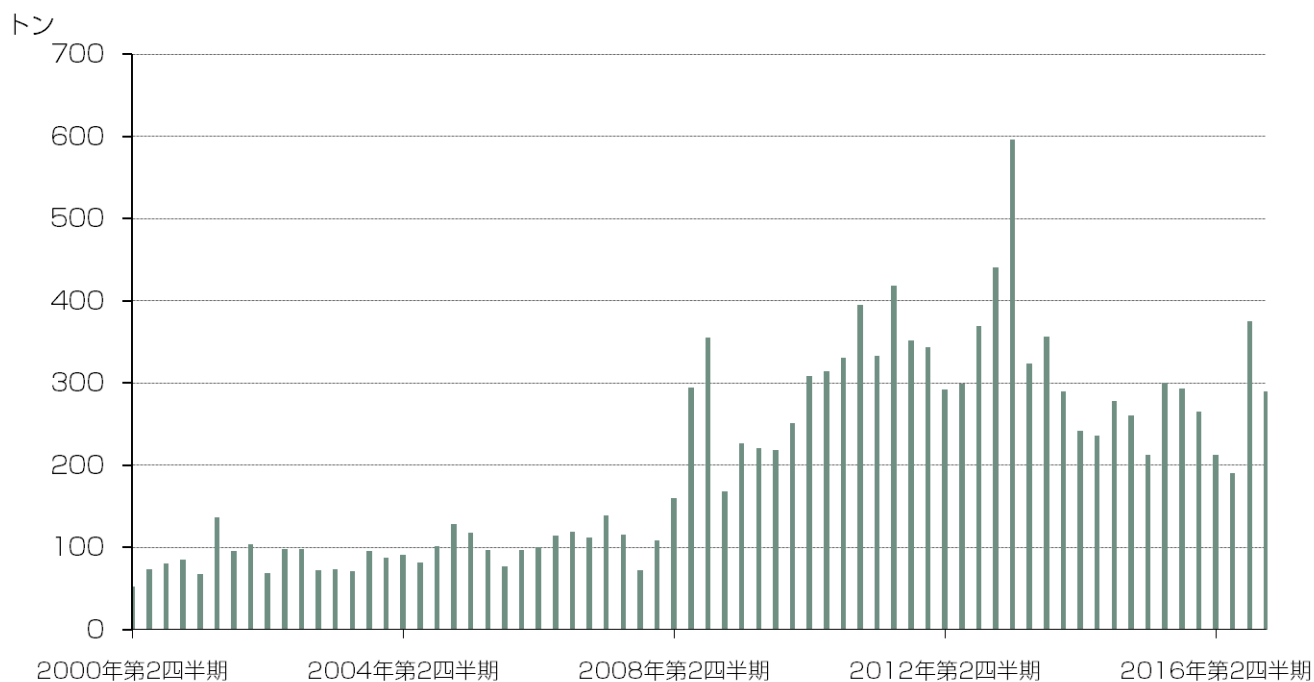
米国で金に対する見方が前向きなのは、世界の地政学的、経済的な情勢（今も続くシリア危機、英国のEU離脱決定に伴う不透明性、中国の景気減速、西側諸国とロシアの対立、そして直近では、北朝鮮の核実験を巡る緊張）に絡むリスクに下支えされているという理由もあります。また、米国の経済成長とインフレ動向に対しても、疑問が残っています。

欧米以外では、ETF残高の純増は最小限に留まりました。中国では「華安易富黄金ETF」が引き続き他の銘柄を超える業績を残し、第1四半期に残高が正味0.8トン増えて24.9トンに達しました。しかし、他のETFからの流出がこの増加幅を超えたため、金を裏付けにした中国のETF全体からは正味0.8トンが流出しました。

金地金・金貨

金地金・金貨需要は前年同期から9%増えて289.8トンとなり、金額ベースで110億米ドルを超えました。このリテール投資市場は、2016年末に記録した異例の高水準に続き、第1四半期も力強く伸びました。

金地金・金貨需要は前年同期から 9%増加



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

中国の金地金・金貨需要は 2016 年第 4 四半期の力強い勢いが持続し、第 1 四半期に前年同期比 30%増の 105.9 トンと大幅に増加しました。これは、四半期ベースで過去 4 番目に高い水準です。

この需要拡大に火をつけた要因は複数あります。人民元安と不動産市場の先行きに対して昨年末に浮上していた懸念が 2017 年に入ってもくすぶっていたことに加えて、春節の時期に例年通り季節需要が生じたほか、金価格が上昇して投資家心理を下支えしました。

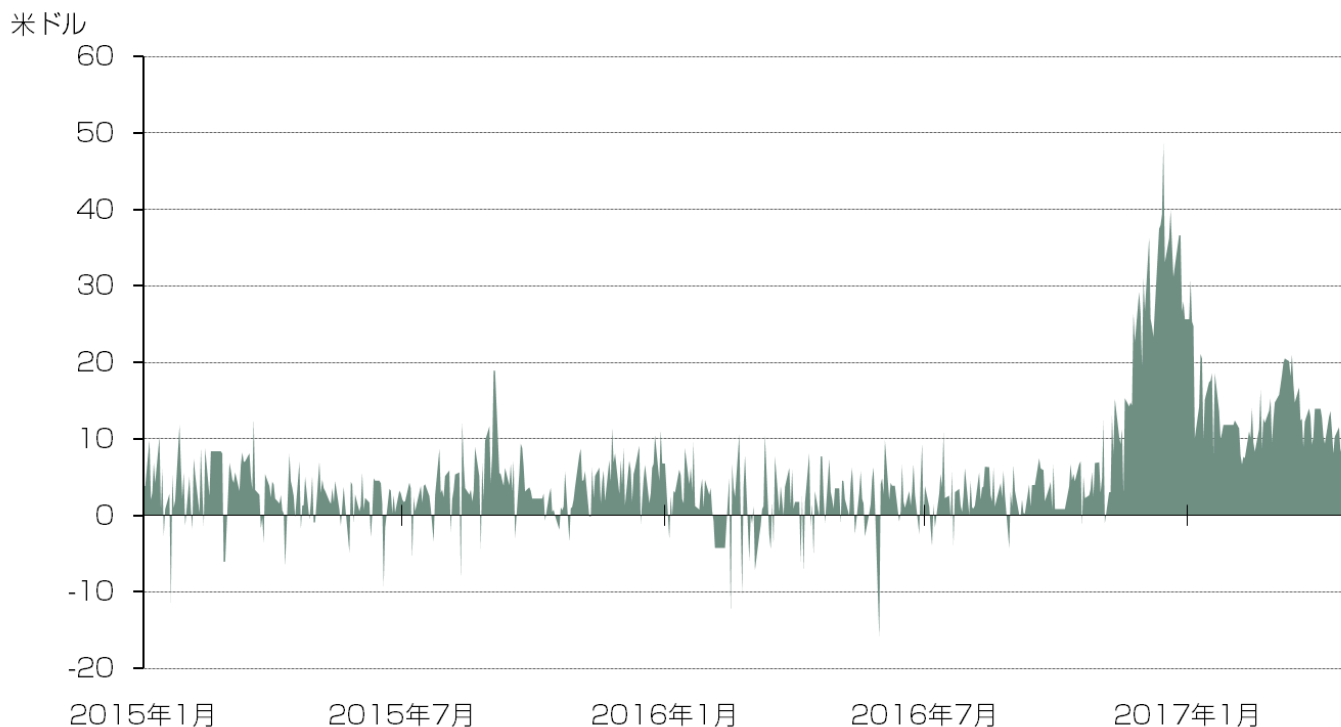
市場でイノベーションが進んだ結果、個人投資家にとって金が一層手に入りやすいものになっています。商業銀行は徐々に金関連ビジネスの拡大を模索するようになり、投資家に魅力的な価値提案を行っています。例えば中国銀行は 2016 年末、利子のつく金商品の提供を開始しました。この商品は上海黄金交易所 (SGE) の純金 (AU9999) 価格に連動し、最小取引単位は 1 グラム、オンラインで取引を行うものです。また、投資家は同行の広範な支店網を通して金の現物を引き出すこともできます。

新しい商品の供給はこれだけに留まりません。中国工商銀行 (ICBC) は 2017 年第 1 四半期に IT 大手テンセントと提携し、中国のインターネット利用者に照準を合わせて「微黄金」という、金現物を裏付けにした新商品の提供を開始しました。「微黄金」のユーザーは中国最大のメッセージアプリである WeChat (ユーザー数は 8 億人を超える) 上で (中国工商銀行の金の積み立てプランに応じて) 金に投資したり、中国文化で重要な意味を持つ赤い封筒に入れた金を友人や家族に電子的に送ったりできるほか、リアルタイムの金価格を閲覧できます。このイノベーションにより、デジタルに精通している中国のミレニアル世代が金を購入しやすくなります。

銀行セクター以外での販売も好調に推移しました。上海黄金交易所を利用して、安い証拠金で 1 キロバーを購入する富裕者層が徐々に増えているため、同交易所は引き続き市場シェアを伸ばしています。このほか、春節を控えて小売店舗でも活況が続き、一部では需要が供給を上回った場合もありました。ある店舗では、金地金や金貨の受け渡しを春節が明けるまで待ってもらえるように顧客に依頼する例も見られました。

中国では、需給不均衡が生じているようです。2014 年後の世界のスポット価格を丹念に追跡すると、世界のスポット価格に上乗せするプレミアムは近年、平均 4 米ドル水準で推移しているのに対し、中国のプレミアムは 2016 年第 4 四半期に平均 17 米ドル/オンスに急騰しました。需要は堅調でしたが、国境をまたがる資本統制の影響が金の輸入にも波及したことが急騰の一因です。資本統制の余波が市場にも及び、銀行が輸入に対する規制当局の監視強化に適応したため、プレミアムは第 1 四半期も高止まりして平均 14.2 米ドル/オンスとなりました。

世界のスポット価格に上乗せするプレミアム、中国でここ数カ月急上昇



Source: Shanghai Gold Exchange; ICE Benchmark Administration; Bloomberg; World Gold Council

インドの金地金・金貨需要は第1四半期に31.2トンとなり、前年同期の低水準から3.8トン増えましたが、5年間の四半期平均のわずか半分に留まりました。この実績は、小幅改善した市況を反映するものではありません。市況が改善する前は、昨年11月の高額紙幣廃止を受けて、市場の流動性が逼迫していました。2016年末には現金が国内経済から消え（通貨の流通量は11月11日から1月6日にかけて50%減少）、経済活動はほぼ全面的にストップしました。二輪車の販売台数（現金依存度の高いインド経済の健全性を示す代表的な指標）は12月に半減しました。

けれども、2017年には改善が見られました。現金流通量は2016年11月につけたピークを大幅に下回っていますが、第1四半期中には43%伸びました。本レポートの「[宝飾品](#)」のセクション⁹で触れたとおり、現金流通量が増えて景気がやや持ち直した結果、金市場が下支えされました。金の輸入もここ数カ月で上向き、第1四半期の正規輸入が前年同期から106%増えました。

ベトナムの投資需要は前年同期比で6%伸びました。春節に加えて、旧暦の正月10日に伝統行事である「富の神」の祭りが行われたことを受けて需要が押し上げられました。ベトナムでは、「富の神」の日に金を買うとその1年繁栄がもたらされると昔から言われています。[好調な売れ行きは、複数の販売業者から報告されています](#)¹⁰。ベトナム・ドンが先頃下落したことも、こうした需要を下支えする要因となりました。

欧州の金地金・金貨市場は堅調です。ワールド・ゴールド・カウンシルは2016年第4四半期の実績推定値を上方修正しており、今年第1四半期の需要は60.8トンと前年同期から9%増えました。需要を牽引したのはドイツ市場です。同国市場では前年同期比13%増の34.3トンと好調に推移し、第1四半期としては2011年後で最高を記録しました。スイスとオーストリアでも小幅伸びたほか、英国も2013年第2四半期後で最高を記録しました。欧州を拠点とする機関投資家と同様、個人投資家も不透明な政治情勢を材料として、オランダ、フランス、ドイツと続く選挙に対するヘッジ手段として金を購入しました。

米国の金地金・金貨市場は第1四半期に苦戦しました。同期間中の需要は20%減の16.2トンと、2015年第2四半期後で最低水準となりました。これは、個人投資家が金から目を離し、トランプ・ラリーに乗じて株式を買い入れて株式市場の上値を追いかけたためです。複数のディーラーによれば、多くの個人投資家が金価格の上昇を利用して手持ちの金地金・金貨を中古市場に売却した結果、売却が消費者需要にほぼ匹敵するほどになりました。市場への供給がこのように力強く伸びたことを考慮すると、金貨の輸入が22%縮小し、米国造幣局のイーグル金貨とバッファロー金貨の合計販売量が前年同期比で約30%減少したことも驚くには値しません。

中央銀行およびその他の機関

準備資産としての金の需要は第 1 四半期に減速し、売却は限定的に留まりました。

- 中央銀行の金購入は続きましたが、そのペースは大幅に鈍化しました。第 1 四半期の買い越し量は 76.3 トンと、6 年ぶりの低水準になりました。
- アルゼンチンとハンガリーがここ数カ月で、いずれもスワップ取引を実施しました。

	2016年 第1四半期	2017年 第1四半期	前年同期比 (%)
中央銀行および その他機関	104.1	76.3 ▼	-27

2017 年は中央銀行の金購入の出足が鈍く、第 1 四半期の買い越し量は 76.3 トンに減少しました。これは、前年同期の 104.1 トンから 27%の減少、昨年第 4 四半期の 108.5 トンから 3 割近い減少です。長期的傾向を見ると、中央銀行の金需要は 2014 年半ばに 174.9 トンでピークを打ってから概ね鈍化傾向にあります。こうした購入鈍化は、2017 年いっぱい続く見通しです。

第 1 四半期に金を活発に購入した国は少数でした。ロシアは 12 月の小休止を挟んで市場に復帰し、金準備を 64.9 トン買い増して 1,680.1 トンとしました。準備資産に対する金の割合は 17%となり、2000 年第 1 四半期後で同国の最高を記録しています。カザフスタン国立銀行（中央銀行）は第 1 四半期に金準備を 9.6 トン買い増し、買越し記録を 54 カ月連続として不倒記録を伸ばしました。

これに対して、近年有数の購入国であった中国では、2016 年 10 月から金準備に変動がありません。この動きは、外貨準備高の動きに関係している可能性があります。中国の外貨準備高は 2 月に 7 カ月ぶりに上昇したものの、最近では縮小圧力にさらされており、2016 年 1 月の 3 兆 2,000 億米ドルから 2017 年 1 月には 3 兆米ドルにまで縮小しました。一方、中国の外貨準備高に占める金準備の割合を見ると 2%を優に上回り、第 1 四半期に金価格の上昇を受けて 2.4%にまで達しました（[ワールド ゴールド カウンシルがまとめた、世界各国の金準備の推移データをダウンロード](#)¹¹⁾）。この比率は 2000 年代初頭以降で最高に達しており、中国が最近数カ月にわたって金を購入していない一因になっている可能性があります。

中央銀行の売り越しは限定的に留まりました。ヨルダンとカタールは第 1 四半期にそれぞれ 3 トン超を売却しました。また、チェコ共和国、メキシコ、モンゴル、モザンビークも金準備を小幅縮小しました。さらに、ここ数カ月でスワップ取引を実施した中央銀行もあります。アルゼンチンが金準備のリターンを引き上げる戦略の一環として合計 6.9 トンの金をスワップし、ハンガリーは 12 月にスワップ取引で 3.1 トンの金を貸し出しました。

報道によると、トルコ中央銀行の金政策が変わりつつあるようです。ロイター通信は 4 月、[トルコ中央銀行が国内で製造された金を買い取る優先権を付与された](#)と報じました¹²⁾。中央銀行はリラで金を購入できるようになるため、外貨準備には影響が出ない見通しです。

中央銀行の金購入量は減少、売却意向はほとんど見られず



Source: Metals Focus; GFMS, Thomson Reuters; 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 3%増えました。

需要を牽引したのはエレクトロニクスで、ワイヤレスセクターでの伸びが LED での需要縮小によって一部相殺されました。

- エレクトロニクス分野の需要は前年同期比で 4% 伸びましたが、第 4 四半期から第 1 四半期にかけて例年見られる季節的な需要縮小が今年も生じ、前四半期比では 8%縮小しました。
- メモリーチップの力強い需要に支えられてボンディングワイヤが底堅く推移しました。けれども、ワイヤ線径の微細化が進んでいるため、需要は 2017 年いっぱい縮小するとみられています。
- スマートフォン分野でワイヤレス充電が伸びているため、端末と充電器への追加センサーの搭載が進むにつれて金の需要が拡大する見通しです。

	2016年 第1四半期	2017年 第1四半期		前年同期比 (%)
テクノロジー	76.4	78.5	▲	3
エレクトロニクス	59.9	62.1	▲	4
その他産業用途	11.9	12.1	▲	1
歯科用途	4.6	4.3	▼	-5

テクノロジー分野における第 1 四半期の金需要は合計 78.5 トンでした。前年同期から小幅増加しましたが、前年には四半期ベースで過去最低 (76.4 トン) に落ち込んでいたことを考慮に入れる必要があります。

エレクトロニクス

エレクトロニクス分野で第 1 四半期に使用された金は前年同期から 4%増え、62.1 トンに達しました。需要拡大の原因は、スマートフォンのワイヤレス充電機能の普及と、金のボンディングワイヤに対する需要堅調です。金のボンディングワイヤに対する需要は 2016 年下半期に活況を呈し、今年第 1 四半期にも堅調が続きました。ボンディングワイヤの数を大幅に減らせる 3 次元実装技術¹³の普及による悪影響は、メモリーチップの力強い需要によって相殺されました。けれども、今後はボンディングワイヤの線径微細化の進展と、3 次元実装技術の進歩がエレクトロニクス分野を席巻する可能性が高くなっています。

スマートフォン関連技術を中心として、ワイヤレス分野の動きが金の需要に好影響を及ぼしました。スマートフォンは次第に、ワイヤレス充電への対応を求められるようになってきました。これは、ワイヤレス充電器に必要なプリント基板 (PCB) の需要には追い風です。さらに、スマートフォンにおける金の最先端用途には、ジェスチャー認識や 3 次元センサー、3 次元映像用途に使われる面発光レーザー (VCSEL)¹⁴があります。今年中に発売される見通しの iPhone 8 には、この機能が搭載されるとの観測も浮上しています。こうした好材料が、スマートフォンの需要後退の影響を払拭するはずで

LED セクターでは、小型化の進展に伴う節約の影響を受け、第 1 四半期に需要が縮小しました。自動車用の赤外線 LED 照明では需要が増加しましたが、このセクターにおけるチップスケールパッケージ (CSP)¹⁵への移行の影響を払拭できるほどではありませんでした。

複数の主要アジア市場では、エレクトロニクス分野における需要が前年同期から回復しました。中国は比較対象となる前年同期が低水準だったものの、約 7%増加しました。台湾は安定して推移し、約 1%の小幅増加となりました。韓国はプリント基板とメモリーチップの生産拡大の影響で、需要が 3%程度伸びました。

世界中の科学者たちは引き続き、金の新たな需要源となる新しい用途を開発しています。米国と英国の科学者は有力科学誌『サイエンス』に重要な論文を発表し、中国で生産されている貴重な金の触媒が果たす作用に関して知見を紹介しています¹⁶。この研究により、触媒中に含まれる金の粒子が工業用途で重要な原料物質の生成を促進することが明らかになりました。この知見を踏まえて、化学業界向けに金触媒の改善が進むことが期待できます。

このほか、ミズーリ工科大学の研究者たちは金を利用して、「フレキシブル・テクノロジー」やウェアラブル技術を一変させる方法を新たに開発しました¹⁷。シリコン単結晶ウエハー上に金の薄い層を付着させると、シリコンの利点をすべて維持したままで金のメリットである高い耐久性と展延性を付加できることが確認されたのです。

供給

第1四半期の金の供給は大幅に縮小し、前年同期比12%減の1,032トンになりました。供給の縮小は、リサイクル金の減少のほか、産金会社のヘッジ取引で純買戻しが続いたことが原因です。

鉱山生産量は、ほぼ前年同期並みでした。

- 鉱山生産量は764トンとほぼ前年同期（767.8トン）並みに留まり、生産減少に転じるまで横ばいで推移するというワールドゴールドカウンシルの予想通りの展開となりました。
- 産金会社の純買戻しが3四半期連続となったため、世界のヘッジ残高はさらに15トン減少しました。
- リサイクル金は前年同期比で21%減少しましたが、これは主に、比較対象となる前年同期のリサイクルが非常に高水準に達していたためです。

トン	2016年 第1四半期	2017年 第1四半期		前年同期比 (%)
供給量合計	1,175.2	1,032.0	▼	-12
鉱山生産量	767.8	764.0	▼	0
産金会社のネットヘッジ	47.5	-15.0	-	-
リサイクル金	360.0	283.0	▼	-21

鉱山生産量

産金会社が第1四半期に金市場に供給した764トンは、前年同期の767.8トンをわずかに下回りました。一部では供給が増えた地域もあり、そのほとんどは新規鉱山が増加の原因です。米国とスリナムの両国では、ここ数カ月間で操業を開始した新規鉱山の生産量が上乗せされた結果、全体の生産量が増加しました。けれども、こうした市場の上乗せ効果は他の地域の生産低迷で相殺されました。

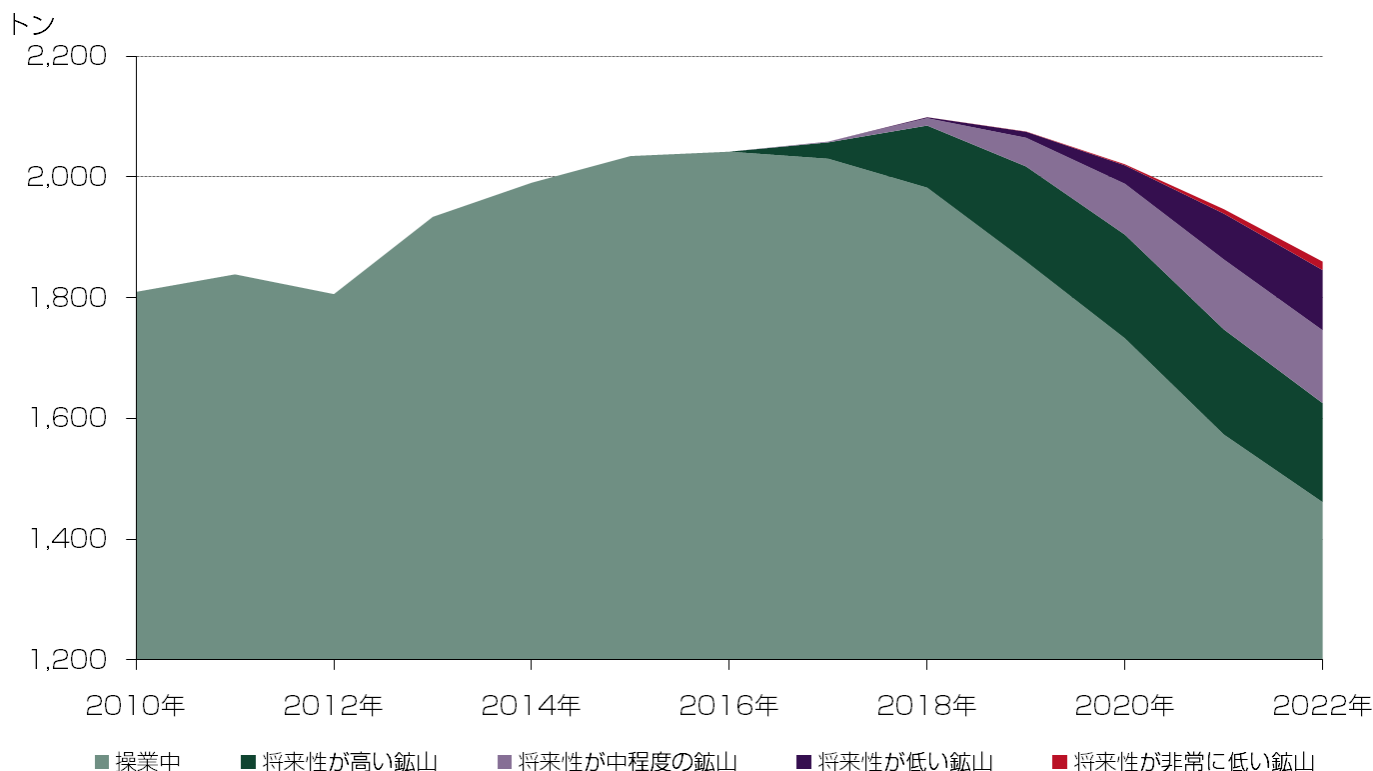
モンゴルのオユトルゴイ銅鉱山で低品位の鉱石が採掘された結果、金の生産量が3トン前後減りました。中国では、一部の精錬所や産金会社で新年の休暇が長くなったほか、環境管理に向けて厳格な制約が課されたために供給が減少しました。これら2つの要素により、中国の金生産量は前年同期から2トン前後減りました。

けれども、第1四半期の鉱山生産量に最大の影響をもたらしたのはインドネシアです。その原因は、グラスベルグ鉱山で8トン以上生産量が落ちたことにあります。インドネシアでは未精錬金属に新たな輸出制限が課されて以降、国内の精錬能力に合わせて生産量が60%程度圧縮されました¹⁸。グラスベルグ鉱山で採掘しているフリーポート・マクモラン社は4月21日、半年間の暫定的な輸出免許の交付という形で時間的猶予を得ました。しかし、この問題は解決には程遠く、両当事者間の交渉は今後も続くこととなります。

こうした論争にもかかわらず、グラスベルグ鉱山は高品位鉱石の採掘期に入りつつあり、向こう数四半期は増産が見込まれています。これに加えて、カナダとオーストラリアを中心に規模のやや小さい鉱山が幾つか操業を開始するため、世界の鉱山生産量は2017年と2018年には小幅増加する見通しです。けれども、その効果は一時的なもので終わりそうです。

鉱山生産量はここ数年横ばい傾向が続きましたが、やがて減少期に入ります。現在操業中の鉱山の生産計画によると、生産量は今後5~10年間でやや急激に落ち込みます。将来性（商業生産に入る可能性）が高い採掘プロジェクトを織り込んだとしても、生産量は大幅に縮小する見通しです。

新規鉱山の開設が縮小するため、鉱山生産量は 2018 年以降に減少する見通し



注：将来性に基づく加重は以下の通り。操業中（99.5%）、高（95%）、中（50%）、低（25%）、非常に低い（15%）。このグラフは、操業中の鉱山と開発中の新規プロジェクト合わせて700件に基づいており、対象鉱山の合計で2010～2016年の世界における鉱山生産量の60～65%程度を占める。特定できない鉱山、非公式/零細規模の採掘業者による金生産量は含まれていない。

Source: Metals Focus Database of Mines; World Gold Council

生産縮小を招いた原因は主として、設備投資が近年に大幅に削減（HUI 指数¹⁹構成企業の設備投資総額は2012年から2016年にかけて65%縮小²⁰）されたこと、大規模な鉱床が発見されていないことです。こうした状況には前例があります。1990年代末から2000年代初頭においても、価格が下落したためにその後数年間、生産と探鉱に悪影響が出ました。ブラウンフィールド投資や既存鉱山の採掘寿命の延長が再び注目される兆しがあるとはいえ、近年のプロジェクト開発費用の大幅カットの影響を相殺するほどの規模にはまだ達していません。当然、新規の供給源の縮小は避けられない見通しです。

生産縮小がどのくらい急速に進むかは不透明です。現在の埋蔵量が枯渇すれば、開発中の新規鉱山だけで完全に補てんすることはできません。長期的に世界の生産状況の鍵を握るのは、金価格の動きと探鉱がどこまで上振れする可能性があるかであり、特にブラウンフィールド投資で探鉱からどのくらい迅速に操業が開始できるかにかかっています²¹。

産金会社のネットヘッジ

産金会社のヘッジ取引は第1四半期に、正味で15トンの買戻しとなりました。これに対して前年同期は、47.5トンの純売越でした。

2016年上半期には米ドル建ての金価格が上昇したことに加えて、各国通貨が下落したことを受け、産金会社は生産する金の価格を高値で確定しようとしたため、ネットヘッジが増えました。しかし、今年第1四半期には金価格が上昇したとはいえ、2016年の平均を下回っていたため、ヘッジ売りに対する意欲はほとんど刺激されませんでした。

ヘッジ売りに対しては、株主の多くから反対を受けるのが一般的です。にもかかわらず、多くの産金会社がヘッジ売りを選択する理由は主として、採掘プロジェクトの資金調達や債務返済にあります。ワールドゴールドカウンシルでは価格の上昇局面が産金会社のヘッジ売りを誘う可能性はあるものの、その性質は戦術的なものであり、過去の水準と比べると小規模に留まると考えています。ヘッジ売りが生じたとしても、その規模は2011年以降の年間平均である16.7トン前後に留まる見通しです。これに対して、1995年から1999年にかけては年間平均が344.8トンに達していました。世界のヘッジ残高は第1四半期末に237トンとなり、1990年代末の3,000トンを超える水準と比べると極めて少量に留まりました。

リサイクル金

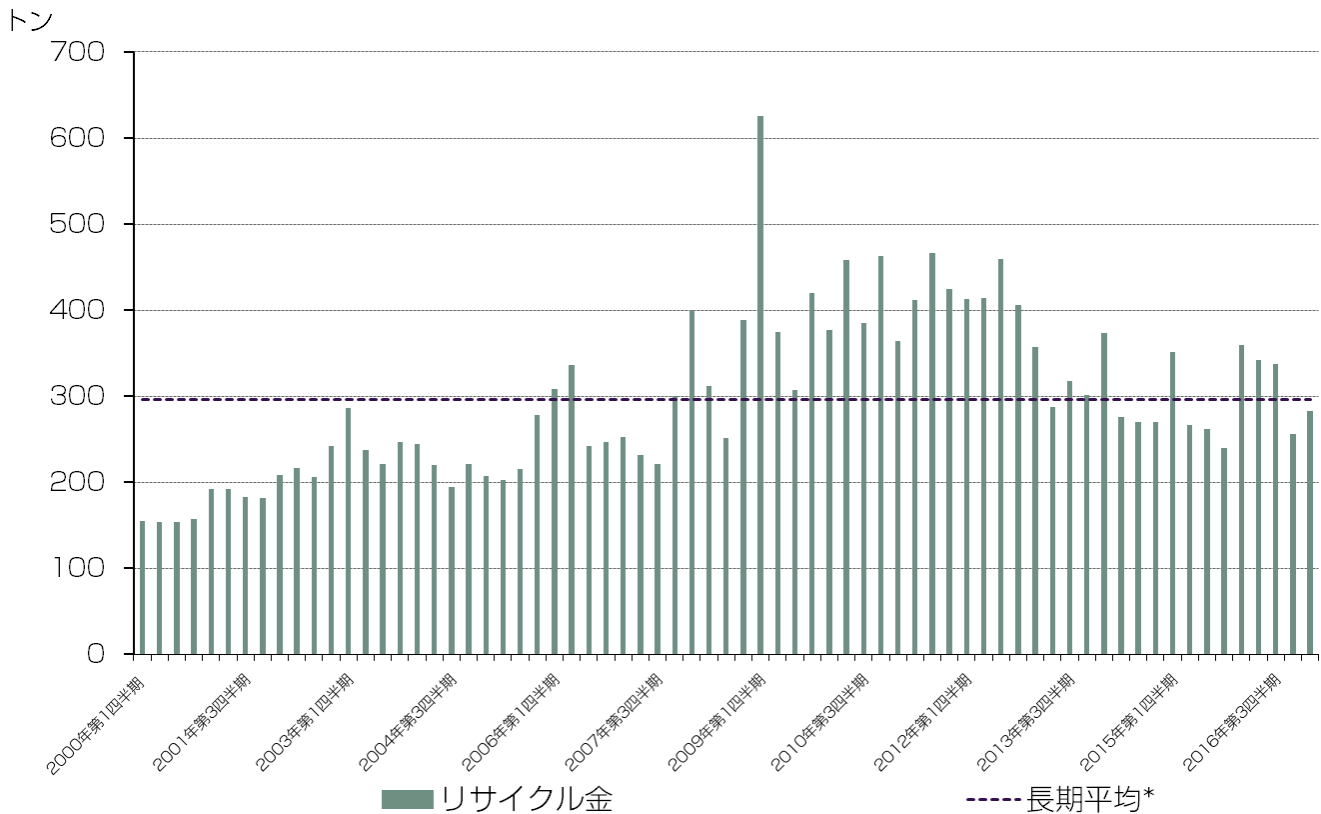
リサイクルによる金の供給は第1四半期に283.0トンとなり、前年同期から21%減少しました。リサイクル金の大幅な減少の主因は、前年同期に金価格の急上昇を受けてリサイクルが急増したことにあります。第1四半期の283.0トンは、長期（2000年第1四半期以降の）平均である296.2トンを割り込んでいます。

リサイクル金の減少のほとんどは、タイとインドネシアを中心とする東南アジア市場によるものです。こうした市場では、2016年第1四半期に現地通貨安によって米ドル建て価格の上昇が一層際立ちました。トルコでも、直近四半期にリサイクル金が大幅に減少しました。金価格と現地通貨の動きがトルコでも作用しましたが、憲法改正を問う国民投票もその一因でした。不透明な政治情勢に直面して、国民は手持ちの金の売却に消極的でした。

インドでは、昨年11月に高額紙幣が廃止されて全国に衝撃が走ったことを背景に、リサイクル金が大幅に減少しました。小売店舗ではしばらく現金不足が続き、中古金を買戻す資金が逼迫しました。市場では、物品・サービス税に関する政府の決定を控えて一種の様態眺めが続いています。政府の決定が明らかになれば、リサイクルが再開される可能性があります。

第1四半期には荒い値動きが見られなかったため、同期のリサイクル金の水準はある種の「正常化」の動きと見ることができます。昨年はほぼ年間を通してリサイクル金の供給が高水準で推移しており、前年同期から縮小する傾向は少なくとも向こう2四半期続く見通しです。

第1四半期のリサイクル金は、前年同期の比較的高い水準から21%減少



*長期平均の対象期間は2000年第1四半期～2016年第4四半期

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

脚注

- 1 インド政府は2016年11月に突然、高額紙幣の廃止を導入し、インド経済から15兆4,400億ルピー（流通通貨の86%）を回収した。インドのこの新政策の概要と、金需要に対する潜在的な影響については、ワールドゴールドカウンシルのレポート「[Market Update: Indian demand will recover from 2016's lows](#)」を参照。
<http://www.gold.org/research/indiandemandwillrecoverfrom2016lows>
- 2 詳細は、
<http://corporates.bseindia.com/xmldata/corpfilling/AttachHis/4822c9d495834ce1be76a5c1a8a8499a.pdf> を参照。
- 3 旧暦と太陽暦のずれを解消するため、旧暦の「丁酉」に当たる年には閏月が生じる。そのために「丁酉」年は2017年1月28日から2018年2月15日と1年が長くなり、立春が2017年2月と2018年2月の2回ある。
- 4 ワールドゴールドカウンシル、2016年「[China's gold market: new perspectives on consumer behaviour](#)」
<http://www.gold.org/research/chinajewellerymarketnewperspectives>
- 5 Agility Research & Strategy; [Affluent Insights Luxury Study 2017](#)
<http://www.luxurysociety.com/en/articles/2017/04/top3prioritiesaffluentasianmillennials/>
- 6 詳細は、<http://www.decent9999.com> を参照。
- 7 詳細は、<http://www.pressreader.com/thailand/bangkokpost/20170209/281973197396310> を参照。
- 8 ワールドゴールドカウンシル、2016年11月「[ゴールド・デマンド・トレンド2016年第3四半期](#)」
<http://www.gold.org/supplyanddemand/golddemandtrends/backissues/golddemandtrendsq32016/focususjewellery>
- 9 詳細は、
<http://www.gold.org/supplyanddemand/golddemandtrends/backissues/golddemandtrendsq12017/jewellery> を参照。
- 10 詳細は、http://news.xinhuanet.com/english/201702/08/c_136041055.htm を参照。
- 11 詳細は、<http://www.gold.org/statistics#reservesstatistics> を参照。
- 12 詳細は、<http://www.reuters.com/article/turkeycenbankgoldidUSL5N1H53VN> を参照。
- 13 3次元実装は、実装面積を減らす一方でフラッシュメモリーチップの記憶容量を増やせるため、ギガバイト当たりのコスト削減と耐久性向上を実現できる。
- 14 面発光レーザー（VCSEL）とは、一種の半導体レーザーダイオードであり、表面から垂直方向に極めて効率の高い光を出射する。
- 15 チップスケールパッケージ（CSP）は、振動のある環境下での耐久性が高いため、自動車用ライトでの使用に適している。また、小型化が可能で金を使用しないため、コスト効率も高いというメリットがある。
- 16 Malta et al., Science 31 Mar 2017: Vol. 355, Issue 6332, pp. 13991403. DOI: 10.1126/science.aal3439
- 17 詳細は、<http://gadgetsandwearables.com/2017/03/20/goldwearabletechnology/>を参照。
- 18 輸出制限は銅精鉱、アノードスライムなどに適用された。グラスベルグ鉱山は基本的には銅山であり、副産物として金を生産しているため、金の生産にも影響が及んだ。
- 19 HUI 指数は世界の大手産金会社の株価を加重平均して算出したものであり、正式名称は NYSE Arca 金鉱株 BUGS 指数。
- 20 ブルームバーグ
- 21 詳しくは、「[ゴールド・デマンド・トレンド2016年通年](#)」を参照。
<http://www.gold.org/supplyanddemand/golddemandtrends/backissues/golddemandtrendsfullyear2016>