



Gold Link Corporation

GOLD FOURSEASONS REPORT

2020年秋号

発行日 令和2年10月25日

目次：

2020年	1
第2四半期	
世界金需要	
プラチナ展望	5
コロナ禍と銀	6

2020年第2四半期の世界金需要

上半期の金需要は2,076トンで6%減少

金に裏打ちされたETFへの記録的な流入が他のセクターの弱さを相殺し、消費者需要はCOVID-19に見舞われました。

ハイライト

金ETFへの流入は第2四半期に加速し、記録的な734トンに達しました。上半期の流入量は2009年の年間記録である646トンを上回り、世界の保有量は3,621トンに増加しました。

米ドルの金価格は、第2四半期に10%上昇し、上半期には17%上昇しました。金価格は、ユーロ、英ポンド、ルピー、人民元など、多くの通貨で過去最高を記録しました。

金のバーと金貨への投資は2020年上半期に急激に減速し、17%減少して396.7トンとなり、11年ぶりの低水準となりました。

また。パンデミックに対する投資家の反応が世界中で多様化したため、アジア全体での需要の急激な減少が、欧州の成長を上回りました。

COVID-19による世界的な混乱の中で、宝飾品の需要はほぼ半分の572トンになりました。パンデミックの影響は甚大で、第2四半期の需要は前例のない251トンに減少しました。

中央銀行は上半期に233トンの金を購入し、2019年を39%下回りました。2020年にはこれまでのところ、準備金に追加する銀行が少なくなり、購入は一部の中央銀行に集中的になっています。

投資

上半期の世界の投資需要は過去最高の1,130.7トンに達しました。

①金で裏付けされたETFおよび同様の商品の保有は6月末までに記録的な3,621トンに達しました。

(2 ページに続く)

■世界金需要						
	Q2.19	Q3.19	Q4.19	Q1.20	Q2.20	前年同期比
宝飾品	529.6	468.1	589.9	320.5	251.5	-53%
エレクトロニクス	64.5	66.4	67.8	59.0	55.6	-14%
その他	12.5	12.1	12.3	11.2	8.4	-33%
歯科	3.7	3.5	3.2	3.2	2.6	-30%
工業・歯科小計	80.7	82.0	83.3	73.4	66.6	-18%
金塊退蔵	149.2	90.2	155.5	153.5	90.9	-39%
公的金貨	51.1	45.4	71.0	80.0	46.9	-8%
メダル類	18.6	13.0	18.8	14.4	11.0	-41%
小売り投資小計	218.9	148.6	245.3	247.9	148.8	-32%
ETF・関連商品	76.1	259.2	25.4	299.8	434.1	300%
投資合計	295.0	407.8	270.7	547.7	582.9	+98%
中央銀行購入	231.7	141.6	140.5	118.7	114.7	-50%
需要合計	1,137.0	1,099.5	1,084.4	1,060.3	1,015.7	-11%

2020年第2四半期の世界金需要

②COVID-19のパンデミックとその対応が世界経済を荒廃させたため、ETF投資家は**金の安全性を求めました**。

③対照的に、上半期のバーとコインの投資は、396.7トンで前年比17%減少しましたが、全体的な減少は、東西の投資家の行動の相違を覆い隠しています。

多くの国が第2四半期に封鎖制限下にありました。このことは、金価格が上昇し、米ドルベースで8年連続の最高値に達し、他の多くの通貨で新記録を更新したにもかかわらず、バーとコインの需要に打撃を与えました。これらは、多くの市場にとって、最高のパフォーマンスを発揮する資産でした。

主にアジアでは利益確定の動機がセンチメントを支配し、一方欧州市場では安全な買いと勢いのある投資が中心となり、経済の不確実性とさらなる価格上昇への期待の中で投資家が持ち分を増やしました。

その結果、アジアと中東では、バーとコインの需要が前年比で著しく減少しました。これは、ヨーロッパと北米での大幅な成長とは対照的です。

○ ETF

世界の投資家は2020年上半期に過去最高の金の裏付けのあるETFをポートフォリオに追加しました。これらの商品への流入は6月末までに734トンに達し、世界の総保有量は過去最高の3,621トンに達しました。

第2四半期の流入額は434トンで、世界金融危機の最中に見られた2009年第1四半期の四半期記録である465.7トンとほぼ一致しました。[これまでに見られた流入の背後にある信念は、3つの重要な要因から生じたとみえています](#)。

1. **リスクをヘッジする必要性が高まっています**。世界的な景気回復が「V」字型ではなく「U」字型または「W」字型になるという期待の高まりが、リスク分散資産としての金の需要を支えています。そして、世界中の株式市場は第1四半期の急激な修正から回復しましたが、一部の地域は初期バブルの様相を呈しています。リスクの高い資産への投資とバランスを取るためのヘッジとして金という資産にスポットライトが当たっています。

2. **継続的な超低金利環境**。政府と中央銀行による協調的な拡大政策措置と資産購入は、歴史的に低水準の金利を維持してきました。これは、金を保有する機会費用を削減するという二重の影響を及ぼしますが、政府債務の急増によるインフレへの影響の可能性に焦点を当てた投資家の間でのインフレヘッジとしての金の価格をサポートします。

3. **プラスの価格の勢い**。金は今年の上半期に17%のリターンを生み出しました。これは、多くの投資家が流動性のために金の使用を余儀なくされた3月の急激なリトレースメントを考慮に入れていますが、米ドルの金価格は8年間で最高値に上昇し(一部の通貨では過去最高を記録)、これらの上昇を背景にさらに勢いのある流入を呼び込み、それが継続的な価格上昇に貢献しました。勢いは、金のパフォーマンスを説明するのに役立つ重要な推進力の1つであり、現在までの投資需要を支えてきました。

すべての地域で、第2四半期を通じて毎月一貫した流入が見られました。しかし、北米に上場しているファンドは群を抜いて最強であり、四半期中の世界の

■ 主要国需要							■ 世界金供給						
	2020年第2四半期			前年同期比				Q2.19	Q3.19	Q4.19	Q1.20	Q2.20	前年同期比
	宝飾品	投資	合計	宝飾品	投資	合計							
インド	44.0	19.8	63.8	-74%	-56%	-70%	鉱山生産	863.2	916.4	922.1	826.9	776.8	-10%
中国	94.5	42.7	137.2	-36%	-16%	-31%	生産者ヘッジ	47.0	-4.2	-36.5	46.4	-28.0	---
中東	13.6	10.5	24.1	-69%	-34%	-60%	鉱山生産小計	910.2	912.2	885.6	873.3	748.8	-18%
トルコ	3.0	13.5	16.5	-69%	41%	-14%	リサイクル	310.6	358.5	339.0	284.6	285.7	-8%
日本	2.5	-2.4	0.1	-40%	--	-89%	供給合計	1,220.8	1,270.7	1,224.6	1,157.9	1,034.5	-15%
米国	19.1	13.8	32.9	-34%	300%	3%	注1: 単位はトン						
欧州	8.2	69.7	77.9	-42%	135%	78%	注2: 上記のQは四半期						
注1: 単位はトン							注3: 前年同期比はQ2.19とQ2.20との比較						
注2: 前年同期比は19年第2四半期と20年第2四半期との比較													
注3: 中国の需要は台湾・香港を含んだ数値。													

2020年第2四半期の世界金需要

流入量の75%以上を引き付けました。この地域の持ち株は3,295兆(180億米ドル)増加し、上半期末までに1兆8,984兆に達しました。これは、世界の金で裏付けされたETFに保有されている金の総量の52%を占めています。

○ バーとコイン

第2四半期の金のバーと金貨への投資は、前年比32%減の148.8トンでした。その結果、上半期の小売投資は過去11年間の同期比で396.7トンと最も弱くなりました。しかし、金額ベースでの上半期のバーとコインの需要の価値は、2019年上半期と比較してはるかに高い金価格を反映して、前年比4%増の208億米ドルになりました。市場のロックダウンはバーとコインの投資の障害となりました。

☆中国

中国のバーと金貨の需要は、国が封鎖から抜け出したため、回復したにもかかわらず、2019年と比較して弱いままでした。第2四半期の需要は、前四半期比で10%の緩やかな上昇を示しましたが、それでも前年比18%減の40.7トンでした。また、上半期のバーとコインの需要は77.7トンで2019年上半期の120.6トン(-36%)を下回りました。

第2四半期のGDP成長率は3.2%に上昇し(第1四半期の-6.8%から)、中国の投資家所得への圧力をある程度緩和しました。中国の消費者支出が金のバーとコインの販売と正の相関関係にあることを示唆しています。しかし、経済的な懸念はまだ終わっていません。マネーサプライの伸びと通貨の下落は、政府の拡大措置の副作用です。これらの措置の経済的影響への懸念は、特に金が上半期に中国で最もパフォーマンスの高い資産であったことを考えると、金は安全な避難先であるとして需要が支えられました。

金価格の上昇は一般的に金宝飾品需要を抑える方向に働きますが、金価格の上昇軌道は投資家の注意を引く傾向があり、これは第2四半期のバーとコインの需要を改善するのに役立ちました。4月と5月の現地価格の急激で比較的不安定な上昇は、バーとコインの需要を抑制しました。しかし、6月中旬までに、投資家は着実に上昇する価格に自信を持ち、売り戻しの発作もあったものの、需要の復活につながりました。

☆インド

インドは47.8トン(前年比-39%)の記録で金のバーとコインの需要が最も弱い上半期の記録となりました。バーとコインの需要は、全国的な封鎖のために小売店と地金ディーラーが5月中旬まで閉鎖されたため、この四半期にハードルに直面しました。金を購入する主要なAkshayaTritiya(ヒンズー教の春のお祭り)フェスティバルの期間中に封鎖が行われたという事実は、需要を押し下げました。5月18日以降、市場が徐々に再開するとともに、投資は回復し始めました。記録的な金価格は、一部の投資家が持ち分に追加することを奨励するという二重の影響を及ぼしましたが、他の投資家は利益を得る傾向がありました。

☆トルコ

トルコの投資家は、安全な避難先とインフレヘッジとしての金の役割に引き続き焦点を当てました。36.8トンの上半期のバーとコインの需要は過去7年間で最高でした。リラの金価格が過去最高を記録したにもかかわらず、投資家は売り戻しを購入機会として利用し、第2四半期の金投資に13.5トンを追加しました。マイナスの実質金利(市場金利-インフレ率がマイナスのこと)、高インフレの見通し、高価格の期待がすべて、需要の強さを支えました。

☆欧米

世界的な大流行の不確実性の中で、欧米の投資家は資産逃避先という役割に焦点を合わせ、同時に力強い価格上昇に魅了されました。投資の強さにもかかわらず、サプライチェーンの制約(特に一部のミントと製油所の第2四半期の閉鎖)により、一部の市場では小売需要をみだせなかった可能性があります。米国の第2四半期のバーとコインの需要は、前年比4倍以上の13.8トンになりました。これにより、上半期の需要は29.3トンにほぼ3倍になりました。金の価格の強さは第2四半期にかなりの投資を引き出しました。しかし、7月の1,800米ドル/オンスは利益確定を引き起こし、市場はこれまでのところ第3四半期にさらに堅調な方向の活動を見せています。米国のバーとコインへの投資の強さは金ETFの強さを反映しており、コロナウイルスの経済的影響と金価格の上昇に対する懸念から、さまざまな投資家が同様に動機付けられ

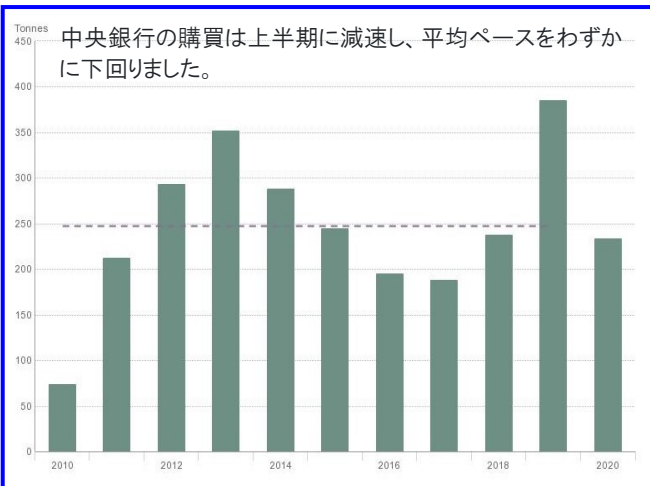
2020年第2四半期の世界金需要

ています。
ヨーロッパの投資家の金のバーと金貨の需要は今年の上半期に137.4トンでした。これは2010年以来、最高です。この成長の大部分はドイツ、オーストリア、スイスからのものですが、英国の投資家も金の安全性を求めていました。容量が制限され、封鎖措置によってサプライチェーンが圧迫されていた時期に、金の急増により、小さなバーやコインのプレミアムが押し上げられました。

○中央銀行

2020年上半期の中央銀行の純購入額は合計233トンで、前年比39%減少しました。これは、需要量が引き続き堅調ではありますが、上半期の10年間の平均である247トンを6%下回っています。2020年のこれまでのところ、準備金に追加する銀行が少なくなり、購入はより一部の中央銀行へ集中的になっています。

上半期の生活のあらゆる側面に前例のない混乱が生



じる中、世界の中央銀行は純額で233.4トンの金を購入しました。これは、2019年上半期に見られた385.7トンよりも39%少ないですが、過去20年間では過去最高レベルの純購入額です。しかし、2020年上半期の需要は過去10年間の上半期の平均である247.1トンをわずかに6%下回りました。

継続的な購入は、2020年の中央銀行に対する調査とほぼ一致しています。回答者の20%は、ポジティブ

な理由として、マイナス金利などの経済環境に関連する要因を挙げて、今後12か月以内に金を購入する意向を示しました(2019年の8%と比較して)。

コロナウイルスの発生は第1四半期に定着し、金融市場に衝撃波を与えましたが、第2四半期はそれ以上ではないにしても同じように激動していることがわかりました。世界中の経済は、パンデミックの最終的な影響に対する継続的な封鎖と広範な不確実性によって特徴づけられました。この悲観的な状況の中で、中央銀行の純購入額は合計114.7トン(前年比-50%)で、5年間の四半期平均である134.6トンを15%下回り、2018年と2019年の両方で約165トンの四半期平均を大きく下回りました。2014年以来の主要な金購入者であるロシアは、金の購入を停止しました。

第2四半期の購入も、一部の中央銀行に集中していました。当四半期中に、6つの中央銀行が金準備を1トン以上増やしました。これは、過去12四半期の平均9と比較すると減少しています。トルコは、最大の金購入者であり続けました。トルコの金準備は97.8トン増加し、四半期の世界全体の85%を占め、金準備は583トン(総準備の38%)になりました。

○供給

コロナウイルス関連の混乱により、上半期の総供給量は6%減少しました

- ①コロナウイルスの発生による混乱により、総供給量は6%減少して2,192トンになりました。
- ②上半期の鉱山生産量は5%減の1,604トンで、2014年以来の最低レベルでしたが、リサイクルでは前年比で590トンまで同様に減少しました。
- ③第2四半期の総供給量は、封鎖により多くの操業が停止されたままであったため、鉱山生産が10%減少したことにより、前年比15%減少しました。

プラチナ展望

新型コロナウイルス感染症拡大と気候変動対策が後押し

新型コロナウイルス感染症の拡大による世界各国の経済的打撃は前例のない規模になりつつあり、電気自動車(BEVs)の普及に必要な送電網や充電インフラ整備の財源に重大な影響を及ぼすものとみられています。

しかし、感染症拡大防止のために行われた都市のロックダウンの結果、大気汚染が劇的に改善したことから、気候変動を伴う地球温暖化を食い止める必要が再認識されたと言えるでしょう。それには何よりも内燃機関(エンジン)自動車が排出する二酸化炭素を減らさなければいけません。ディーゼル車はガソリン車に比べて二酸化炭素排出量が20%から35%少ないです。技術開発により二酸化炭素だけでなく窒素酸化物の排出量も削減された新しいディーゼル車の普及を促すだけでなく、旧式ディーゼル車に窒素酸化物排出量の改良を施すことで、環境への負荷が低いディーゼル車の利点を維持することができるでしょう。

部分的あるいは全面的なディーゼル車走行禁止措置の背景にあるのは、依然として窒素酸化物の排出量が高い旧式ディーゼル車が走行していることがあります。2019年9月より、ドイツのベルリン、ダルムシュタット、ハンブルグ、シュツツガルトの各都市はユーロ5対応(排ガス規制)のディーゼル車の走行を禁止しました。ドイツ国内では他に9つの都市が同様の処置を導入するとしています。

2019年3月、ドイツ政府は、窒素酸化物排出量270 mg/km以下であれば、ユーロ5対応のディーゼル車を走行禁止措置の対象外とする法令を発表しました。ボーサル社のユーロ5後付け装置は、既存の触媒装置に、小型のアンモニアスリップ触媒(ASC)を搭載した選択式還元触媒(SCR)を装着することによって排ガスの有毒成分を低減させます。後付け装置費用の9割(約3300ユーロ)は自動車メーカーの負担となり、この措置によって、ディーゼル車のリセールバリュー(中古価格)の大幅下落が避けられ、窒素酸化物の排出量が80%近く削減可能となりました。さらに重要なことはこれにより、二酸化炭素排出削減に貢献しているディーゼル車の優位性が維持できることです。さらに**アンモニアスリップ触媒(後付け装置)には1台につき約1グラムのプラチナが使われています。**

欧州では2620万台のユーロ5対応ディーゼル車が登録されており、うち620万台はドイツにあります。後付け装置を搭載するリセールバリューのあるディーゼル車はその中の30%ほどで、それは約7、8トンのプラチナ需要となり、そのうち**1.9トンは早々にドイツで需要**があると見込まれます。しかし、今回のディーゼル車走行禁止ゾーン設定措置は都市部の窒素酸化物排出量削減には効果が少ないとみられています。なぜならば2019年9月以前に販売された、リアルワールド排ガス試験(RDE)導入以前のユーロ6(ユーロ5より厳しい排ガス規制)対応車は、ドイツの定める規制値(270mg/km)以上の窒素酸化物を排出しているにもかかわらず依然として市中への乗り入れが許容されているからです。このことから、ユーロ6対応ディーゼル車の後付け排ガス浄化機能整備が不可避であるだけでなく、それによって確実に二酸化炭素低排出車となることがディーゼル車ユーザーへのインセンティブとなるでしょう。2760万台のユーロ6対応ディーゼル車のうち、ユーロ5対応車よりもはるかに多い約60%が**後付け装置の対象となり、それはすなわち16.5トンのプラチナ需要**を意味します。

投資資産としてのプラチナの魅力:

- 新たな金属鉱山への投資は限定的で、供給は比較的制限されている。
- プラチナ価格は金との比較では過去最低価格に近い。パラジウムとの比較では史上最低レベルにある。
- 白金族金属全体の需要は排ガス規制の厳格化により今後も成長。
- プラチナとパラジウム市場の需給バランスと価格のミスマッチはプラチナへの代替を加速。
- プラチナの低価格と良好なファンダメンタルズへの展望で機関投資家需要は急増。

GOLD FOURSEASONS REPORT

コロナ禍で急速に浸透し始めたESGは、長期的視点で銀相場を変える一大要因に

足元、銀価格の上昇が目立っていることについて、コロナ禍と関わりがあると、考えています。コロナ禍がきっかけで、社会に急速に*ESGという考え方が浸透してきていることにより、今後、銀相場は、一時的な急騰ではなく、長期的でゆっくりとした、上昇トレンドに入る可能性がある、と考えられています。

*ESGとはEnvironment(環境)、Social(社会)、Governance(企業統治)のこと

世界中で、在宅勤務が急速に普及したり、自分や周囲の体調を意識するムードが急速に強まったり、医療従事者を称える声を各地で耳にするようになりました。コロナ拡大前に比べれば、社会が大きく変化したことは、誰の目にも明らかです。そして、この変化がきっかけで、紙や印鑑を用いた慣例的な作業をなくそう、無駄な残業をなくそう、など、コロナ禍が起きる前から起きていた、ペーパーレス化や働き方改革が、急速に、進み始めました。なかなか改善されなかった、紙や残業を是とする古い慣習が、ようやく変わり始めたのです。これは、非常に大きな社会変革です。ある意味、世界全体でほぼ同時に革命が起きたと言ってもよいと思います。この革命の根幹にあるのは、Social(社会)から、無駄を取り除いたり、社会に貢献する人、モノ、考え方を是としたりする思想です。そして、Socialが重視されるようになると、今度は、そのSocialを取り巻くEnvironment(環境)がクリーンであることが重視され、SocialとEnvironmentが重視されると、それを推進するGovernance(企業統治)が、重視されるようになります。

もともと、近年、Environment、Social、Governance、の頭文字をならべた“ESG”という考え方は、企業が行う経済活動が、環境、社会、企業統治の各テーマを、良い方向に導こうとしているかを計る、ものさしとして重要視されてきました。しばしば耳にする“ESG投資”とは、企業への投資の際、その企業がESGを良い方向に導こうとしているかどうかを、投資をする上での判断基準とする、という考え方です。この考え方では、ESGを重視する企業は、長期的な成長が期待できる企業、ということになります。無駄を取り除いたり、社会に貢献する人、モノ、考え方を是としたりする革命をもたらしたコロナ禍は、ESGの重要性を、世界に再確認させた、と言えると思います。実は、“ESG”と、銀は、再生可能エネルギーというテーマで接点があります。

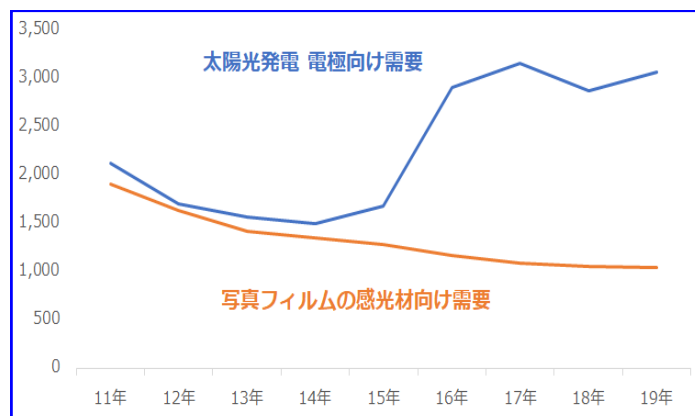
再生可能エネルギーの重要な要素“太陽光発電”と銀は、接点がある

太陽光発電は、ESGのなかでも特に、E(環境)とS(社会)に貢献する“再生可能エネルギー”を推進する、非常に重要なテーマです。ESGの考え方が浸透すればするほど、太陽光発電が、そしてその太陽光発電の電極部分に用いられる“銀”が、今後さらに注目される可能性が出てきます。先般、貴金属の需給を調査している世界的な機関であるTHE SILVER INSTITUTEが公表した、世界の銀の需給統計によれば、2019年の、太陽光発電向けの銀の需要は、2014年比でおよそ2倍になりました。

GOLD FOURSEASONS REPORT

コロナ禍で急速に浸透し始めたESGは、長期的視点で銀相場を変える一大要因に

図：太陽光発電向けの銀需要 単位：トン



太陽光発電向けの銀の需要は、2019年時点で、銀需要全体の9.9%です。2014年は4.7%でした。もともと、太陽光発電向けの銀の需要は増加傾向にありましたが、そこにコロナ禍が、ESGの重要性を世界に再認識させたことにより、銀需要が、今後さらに長期的視点で、増加する可能性が高まったと、言えると思います。コロナ禍で起きている銀価格の上昇は、このような可能性が

生じたことが一因になっていると、考えられます。

コロナ禍でESGが浸透し、銀を取り巻く常識が変わりつつある

銀の価格推移に関し、以下のように述べられることがあります。近い将来、これらが銀価格の傾向を示すものとして、そぐわなくなる可能性がある、と考えています。コロナ禍がきっかけでESGの考え方が本格的に浸透し、太陽光発電向けの需要拡大が、今後も、長期的に増加する可能性があるためです。

- ①少数の誰かが買い占めると、価格が急騰することがある。(ハント兄弟の買い占め騒動のような事象)
→太陽光発電向けの需要が拡大すれば、銀市場は社会的により重要なインフラとなり、これまでのような“投機の間”，という色合いは薄くなる可能性があります。
- ②写真フィルムの感光材向け需要が、デジタルカメラとスマートフォンの急速な普及によって急減して価格が上昇しなくなりました。
→先述の図のとおり、写真フィルム用の需要は減少しているが、太陽光発電向けのように増加している需要もある。減少ばかりではありません。
- ③歴史的に通貨の側面を持つため、価格の推移が、同じく通貨の側面を持つ金(ゴールド)と似ています。
→ESG、太陽光発電、というこれまであまり目立たなかったテーマが、コロナ禍で目立つようになってきた。これまでと異なる市場環境になってきているため、過去の値動きの傾向を、これまでも同じように当てはめることが難しくなると考えられます。

銀が持つESGとの接点の強さは、金や、プラチナ、パラジウムは、おそらく持ち合わせていないと思います。他の貴金属にない、社会が是とする接点だからこそ、銀の魅力が際立つわけですね。銀を長期投資の対象と考える際、銀が、強くて長期的な時間軸の独自材料を持っていることを認識することは、重要だと思います。過去の急騰急落に目が行きがちになりますが、そうではなく、コロナ禍、ESG、太陽光発電などの、長期的な視点に立ったキーワードを意識することが重要であると思われます。

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

 Gold Link Corporation

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



GOLD FOURSEASONS REPORT

2020年秋号

2010年9月1日創刊 2020年10月25日発行 通巻第39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。