



投資

第2四半期の世界の金投資は底堅く、地域的なばらつきを覆い隠しました。

- 第2四半期の金投資需要——金地金・金貨および金ETF——は前年同期から微増し、254トンでした。
- 金地金・金貨投資は前年同期比5%減でしたが、これは全面的に、金貨の需要が38%落ち込んだことが原因です。金地金投資は前年同期を12%上回りました。
- 第2四半期は、世界の金ETFからの流出が縮小しました。保有量の減少は、2023年第2四半期の21トンに対して今期はわずか7トンで、第1四半期の113トンの流出から著しく減速しました。

トン	2023年第 2四半期	2024年第 2四半期		前年同期 比変化率 (%)
投資	252.6	253.9	▲	1
金地金・金貨	273.7	261.0	▼	-5
インド	29.5	43.1	▲	46
中国：本土	49.3	80.0	▲	62
金を裏付けとするETF	-21.1	-7.2	-	-

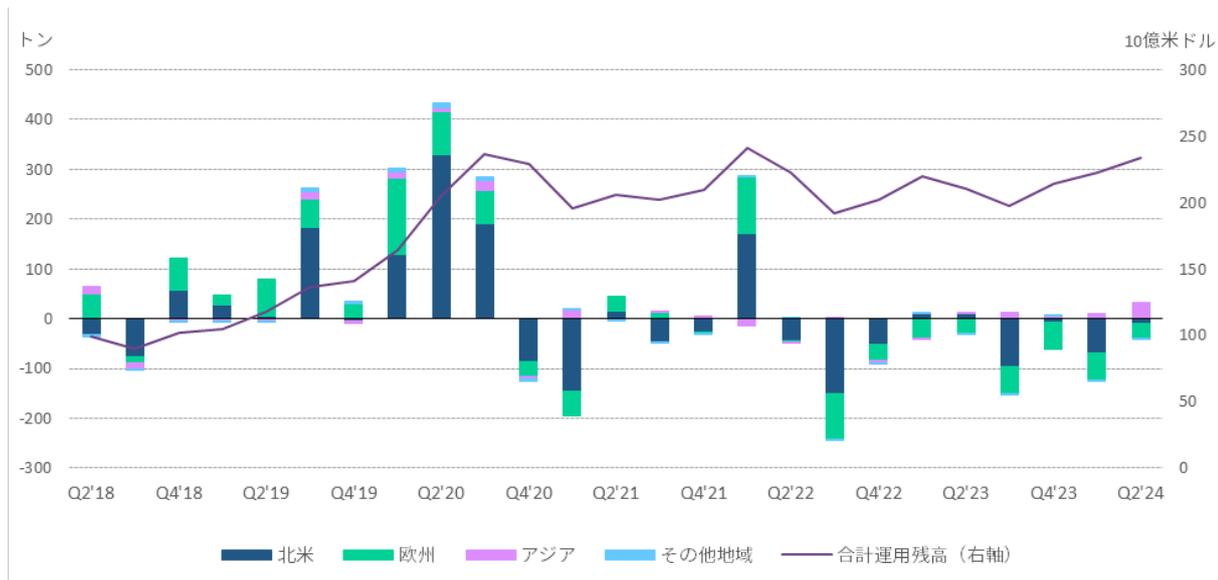
出所：メタルズ・フォーカス、ワールドゴールドカウンシル

いわゆる「リテール投資」（個人による金地金・金貨の小口購入）は、前年同期比でやや減少し261トンでしたが、5年間の四半期平均である271トンと比べると、4%下回るにとどまります。金地金・金貨の購入はアジア全体で勢いを増しました。これは、投資家が価格の高さに魅力を感じたこと、通貨安により、多くの国で金の富の保護効果が際立ったことが要因です。このようなアジアのリテール投資の強さは、欧米市場（特に欧州）で利益確定や現金化のための売却が急増し、ネット需要が非常に低水準だったことで相殺されました。

金ETFからの流出は第2四半期に急激に減速しました。5月と6月が2カ月連続で流入となり、4月の減少分を補ったため、今期の世界の保有量の減少はわずか7トンにとどまりました。米ドルベースの世界の運用資産残高（AUM）は、引き続き金価格が力強く推移したため、2,330億米ドルに増加しました。地域別に見ると、欧米で上場するETFでは流出が見られましたが、アジアで上場するファンドはさらに成長しました。

しかし「OTCおよびその他」の需要を考慮せずに、金投資の全体像は見えません。この要素は、店頭取引市場で生じる投資の流れ（中央銀行によるOTC取引を除く）を捉えます⁵。この投資購入は、不透明な性質上、推計や詳細な分析は困難です。しかし入手可能なデータによると、このセクターの需要は329トンと2020年第4四半期以来の高水準であり、このことは現地調査でもしっかりと裏付けられています。このセクターの需要は、米国の債務負担に対する懸念、地政学的リスク、強力な価格上昇の魅力に反応してきました。

図7：世界の金ETFに対するセンチメントは、よりポジティブに変化
金を裏付けとするETFの地域別の四半期ごとの推移、トン、AUM（10億米ドル）*



*データは2024年6月30日現在。

出所：ブルームバーグ、企業発表資料、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. OTC投資とストックフロー：この数字は、OTC市場の需要（現時点で入手不可能なデータ）、コモディティ取引の在庫の変化、未確認の加工者在庫の変動、そして統計残差を含む。これが全体的な供給と金需要の差分になる。



OTC 需要を直接調べることは困難でも、米国先物市場における投機的投資家のポジションから推察できる可能性があります。資産運用会社が保有する正味買いポジションは、第 2 四半期に再び増加して 575 トンとなり、2020 年 4 月以降には見られなかった水準に達しました。各国市場の富裕層個人の金需要のトレンドが、第 2 四半期も引き続き OTC 投資に貢献していると報告されています。

ETF

金を裏付けとする ETF の世界の合計保有量は、7 トン減の 3,105 トンで今期を終えました。5 月と 6 月の合計 26 トンの流入が、4 月の 33 トンの流出をおおむね相殺しました。地域別に見ると、欧州と北米で減少が見られた一方、アジアでは成長が続き、その筆頭となる中国では、記録的な流入によって AUM と保有量が過去最高を更新しました。第 2 四半期の小幅な減少を合わせると、上半期の減少は 120 トンで、2013 年上半期以降で最大の減少となりました。

北米で上場する金 ETF は、4 月のわずかな流入が、その後は小幅な流出に転じ、第 2 四半期は若干の流出（9 トン減）となりました。投資家はプラス要因とマイナス要因の板挟みになったようです。地政学的対立の激化と金融市場のボラティリティが散発的な流入を後押しする一方で、米ドルと株式市場の強さが続き、投資家の関心が金から離れました。

欧州のファンドは、4 月の大規模な流出（52 トン減）を 5 月と 6 月の流入が一部相殺し、第 2 四半期は 29 トンのマイナス投資となりました。四半期初めには、イングランド銀行と欧州中央銀行（ECB）の早期利下げの観測が後退し、債券と英国債の利回りがともに上昇したことが、センチメントを動かしたもようです。金価格の強さに刺激された利益確定売りも一役買ったかもしれません。

しかし 5 月になると、ECB の利下げが近いという予測が再燃したことから、金への関心が戻り、同地域の 12 カ月連続の流出に歯止めがかかりました。そして、株価の下落や、英国とフランスの早期の選挙が引き起こした政治的混乱が金への関心をさらに高めたため、6 月に入ってもプラスの流入が続きました。

アジアの金 ETF は、四半期ベースで過去最大の流入を達成しました。主に中国での投資を反映し、第 2 四半期の保有量は 31 トン増加しました。増加の大部分（19 トン）は 4 月に発生しましたが、四半期を通じてプラスのフローを維持しました。今期も中国が成長の牽引役で、26 トン（140 億人民元、20 億米ドル相当）を追加しました。流入は四半期連続で、過去最高の規模でした。

金価格が力強く推移したことに加え、株式市場の低迷、人民元下落、ETF 提供者による販売促進努力の拡大がすべて、この増加に寄与しました。日本でも、円安による現地金価格の上昇が魅力となる中、堅調な流入が見られました。

インドも力強い四半期となりました。純流入量は 2 トンで、保有量は 47 トンとなり、前年同期比で 24% 増加しました。このプラスの ETF 需要は、主に マルチアセットファンドへの流入の急増に起因すると言えます。マルチアセットファンドでは、3 つの資産クラス（具体的には株式、債券、コモディティ）に、それぞれポートフォリオの最低 10% を割り当てることが義務付けられています。コモディティのカテゴリーで金価格の強力なパフォーマンスが特に注目されたことから、金 ETF が流入の恩恵を受けているのです。

アジアは上半期に 31 億米ドルの流入を記録しました。他のすべての市場を大きく上回り、地域としては唯一プラスのフローとなりました。このことは、上半期のアジアのファンドが、中国と日本での記録的な流入を主な原動力として、過去最高に好調だったことを表します。記録破りの流入量と、金価格の高さに支えられて、アジアのファンドの合計 AUM は過去最高の 140 億米ドルに達しました。合計保有量は 41 トン増加しました。

第 3 四半期初めの数週間は、北米と欧州で上場するファンドで引き続き小幅な流入が見られました。アジアで上場するファンドは、わずかな流出が見られました。

金地金・金貨

第 2 四半期の世界の金地金・金貨需要は、前年同期比 5% 減の 261 トンでした。その結果、上半期の合計は 574 トンとなり、前年をわずかに下回りました。しかし今期は、セクター内で明暗が分かれました。金地金投資が前年同期比 12% 増の 184 トンと、第 2 四半期として 2013 年以來の高水準だったのに対し、金貨の需要は 38% 落ち込んで 53 トンと、2020 年第 2 四半期以降の四半期最低記録となりました。この差は、欧米市場（金貨の人気の高い）の需要の落ち込みと、アジア全域の市場の旺盛な投資需要を対比させることで説明できます。

注目すべきは、前四半期と同様に欧米投資家は金地金・金貨に強い関心を示し続けているものの、価格が記録的な水準に達したことから、それ以上とは言わないまでも同等レベルに売却への関心があり、結果的にネット需要が非常に低く抑えられたということです。

中国

中国の金地金・金貨需要は今期も旺盛で、前年同期比 62% 増の 80 トンに急増しました。好調だった第 1 四半期と比べると、季節的な要因で 28% 減少しましたが、第 2 四半期の金地金・金貨投資としては 2013 年以降の最高記録であり、上半期の合計は 65% 増の 190 トンに達しました。

今期を通じて、金投資需要と金価格には強い正の相関性が見られました。3 月から 5 月に価格が高騰すると、投資家はさらなる上昇を期待して金地金・金貨に投資しました。そして 6 月に価格がやや安定すると、投資家は明確なトレンドが現れるまで静観しました。



しかし、旺盛な投資需要の原動力は、強力な価格の推移だけではありませんでした。経済環境が不安定な中、特に人民銀が今年に入って利下げを行った後は、利下げに対する投資家の期待が持続しています。そして通貨安も、国内投資家の目を金の価値保全効果に向けさせるため、引き続き促進要因となっています。株式市場の低迷と、かつては信頼できる安全な避難先と見なされていた不動産市場の持続的な混乱も加わって、投資家が金に注目する条件は引き続き整っています。

また、投資家が銀行口座を通じて金現物を売買できる金積立プラン（GAP）が、上半期に人気を集めたことも特筆に値します。ワールドゴールドカウンシルでは、金現物を容易に蓄積し、売却できることが、比較的短期的で戦術的な金投資家を引きつけたと考えています。

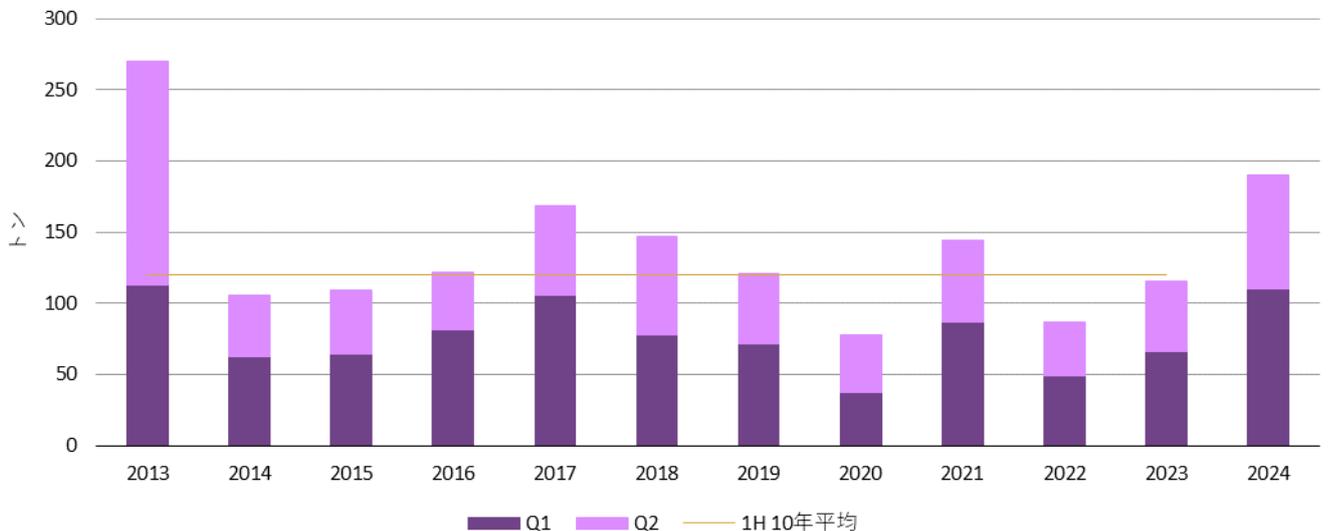
下半期の中国のリテール金投資需要について、ワールドゴールドカウンシルは慎重かつ楽観的な見方をしています。期待外れだった第2四半期が終わり、経済の不安定な状態が続けば、さらなる利下げがあるかもしれません（人民銀は7月後半に景気浮揚のための利下げを行い、市場を驚かせました）。

このシナリオの場合、機会費用の低下と為替ヘッジの必要性から、金投資には恩恵があるはずですが、一方、住宅市場の構造的な弱さも、代替の安全な避難先資産として好ましい金に、引き続き恩恵をもたらします。しかし、下半期の金価格が安定的に推移した場合、上半期の金地金・金貨投資の主な牽引役が価格の上昇トレンドだったことを考えると、ある程度は投資動機が弱まる可能性があります。

インド

インドの第2四半期の金地金・金貨投資は、好調だった第1四半期を再現し、前年同期比46%増の43トンでした。上半期の需要は37%増の87トンと、上半期としては2014年以降の最高記録となりました。

図8：中国のリテール投資は過去10年以上で最も好調な上半期に中国の金地金・金投資、トン*



*データは2024年6月30日現在。
出所：メタルズ・フォーカス、リフィニティブGFMS、ワールドゴールドカウンシル

縁起の良い5月のアクシャヤ・トゥリティーヤ祭と強気の価格期待が、金投資商品の需要を押し上げました。投資家は、5月後半から6月の調整・均衡フェーズを経て、価格が再び上昇トレンドに戻ると予想しました。

さらなる価格上昇の見通しに加え、金の輸入関税の引き下げが追い風となり、引き続き投資需要は支えられるはずですが、モンスーンの降雨がこれまでのところ順調なことも、農村部の所得に好影響を与えることを通して、需要をさらに下支えするでしょう。しかし金価格が急騰した場合は、利益確定売り—あるいは少なくとも顕著な投資の減退—の可能性があり、この予想は引き下げられます。

中東とトルコ

トルコの金地金・金貨投資は29トンと、健全な水準を維持しました。前年同期比では大幅な減少（29%減）ですが、これは比較対象の2023年第2四半期が好調だったことによります。第2四半期に需要のペースはかなり鈍化したものの、5年間の四半期平均である25トンを依然として上回っています。



消費者物価のインフレ率は異例の高さが続き、これが金投資需要の原動力となっています。しかし、今期は政策金利が50%まで引き上げられ、金保有の機会費用が増して貯蓄口座の魅力が高まったために、そうした効果は弱まりました。それに加えて、利上げはトルコ・リラ安を抑制し、現地金価格の上昇に歯止めをかけました。その結果、今期は現地のプレミアムが縮小しました。

金投資は過去の水準と比べれば堅調に推移する見通しですが、価格の高騰が続けば購入能力に制約が生まれる可能性があります。また、中央銀行の継続的なインフレ抑制策も、需要を圧迫するでしょう。

中東の金地金・金貨需要は、前年同期比では減少したものの堅調で、より長期的な平均水準をしっかりと上回りました。第2四半期の投資は前年同期比13%減の28トンで、上半期の需要も同様に減少して53トンでした。

今期のイランの投資需要は、緩やかな通貨高によって投資家の関心がやや減退したため、非常に好調だった2023年第2四半期と比べると11%減少したものの、11トンと高い水準を維持しました。持続的な高インフレ環境、地政学的緊張の高まり、代替投資手段の乏しさを考慮し、ワールド・ゴールド・カウンシルでは、金投資が引き続き堅調に推移すると予想しています。

エジプトでは今期の金投資が27%減少しましたが、これには現地通貨が安定したことも影響しました。3月のIMFの救済措置により通貨の安定性が向上したことで、消費者センチメントが改善し、為替ヘッジという金投資の動機が薄れました。

サウジアラビアはこの地域の例外で、第2四半期の需要が前年同期比20%増加し、4トンとなりました。高純度の金商品が付加価値税を免除されたことも有利に働いた可能性がありますが、基本的には、価格上昇観測に反応した結果です。

欧米

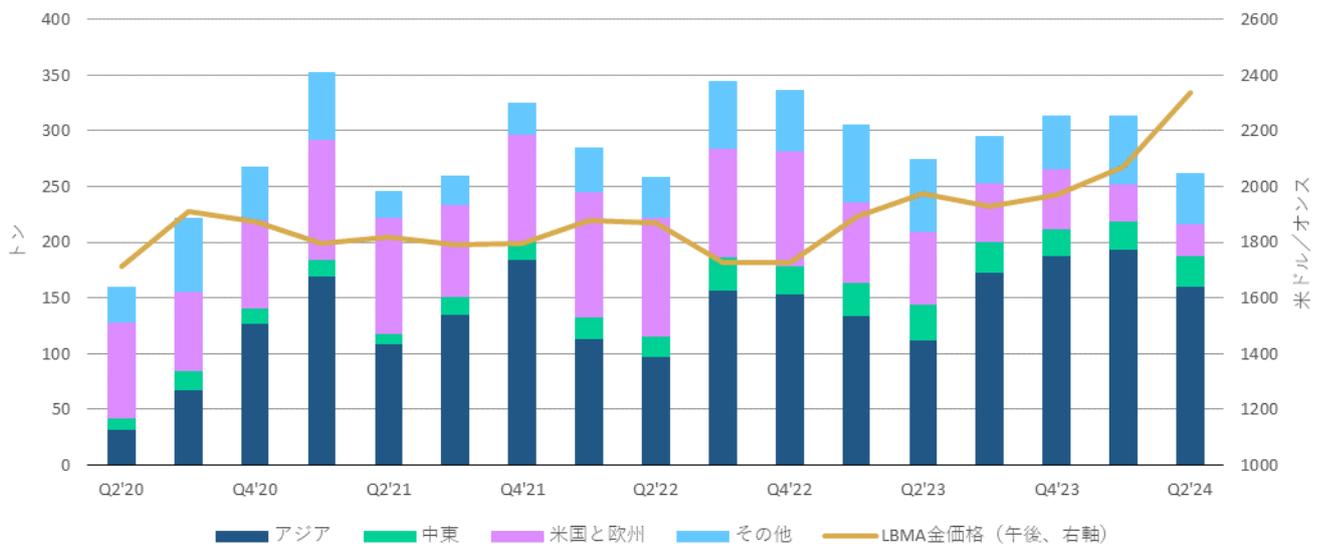
欧米市場の投資は引き続き好調でしたが、売り戻しの急増で相殺され、結果的に四半期全体の金地金・金貨需要は大幅に落ち込みました。

米国の投資は18トンとかなり堅調でしたが、比較対象の2023年第2四半期が非常に好調だったため、前年同期比では大幅な減少（48%減）となりました。話題をさらい投資家も注目した金価格の高さと、地政学的リスクの高まった環境が相まって、力強い購入意欲を後押ししました。

しかし、低所得層における投げ売りや、金の目覚ましい値動きに触発された利益確定売りが重なって、現金化が増加しました。金投資商品のプレミアムは、需要環境の軟化による圧迫を受け続けています。

ここでも正味の数字を見ると、健全な水準の新規購入があったような印象を受けますが、欧州の需要はさらに軟調でした。地域の需要は前年同期比65%減の11トンで、四半期としては、世界的な金融危機が発生する前の2008年第2四半期以来の低水準でした。

図9：前年同期比の小幅な投資減少に隠された、東西のトレンドの差異
地域別の四半期金地金・金貨投資、トンベース、四半期平均金価格（米ドル）*



*データは2024年6月30日現在。
出所：ICE ベンチマーク・アドミニストレーション、メタルズ・フォーカス、ワールド・ゴールド・カウンシル



この減少の大部分はドイツ語圏の国々で生じましたが、投資が2トンの純減（つまり、売り戻しが新規購入を上回る）となったドイツが最も顕著でした。同国の投資需要が前回純減したのは、2004年第2四半期のことでした。利益確定売りの一部は長期的に蓄積された金投資の現金化を反映したものであり、この傾向は6月の金価格の反落後は先細りとなりました。

金利の高さと金価格の高騰によって、物価高騰危機の中で購入能力が問題となり、新規需要も抑制されました。

アセアン市場

ワールド・ゴールド・カウンシルがゴールド・デマンド・トレンドで個別に追跡しているアセアン加盟国の金需要は、プラスを維持しました。通貨安を1つの要因として、すべての国で前年同期を上回りました。

ベトナムの投資家は、インフレ率の上昇、現地通貨安、現地の株式・不動産市場の不振に対抗しようと、引き続き金に避難先を求めました。その結果、金地金・金貨需要は前年同期比30%の急増で、12トンとなりました。上半期の需要の合計は26トンと、2014年以來の高い水準でした。

タイの金地金・金貨投資は、前年同期比22%増の7トンでした。現地通貨安が続き、政治経済の安定が懸念される中で、投資家は引き続き金に避難先を求めました。金投資のオンラインプラットフォームの人気の高まっていますが、現時点では、金地金・金貨の需要を奪うという意味での大きな影響はありません。

インドネシアの投資需要は、投資家が値上がりを好感し、前年同期比20%増の4トンでした。

通貨ルピアの下落が続き、投資家はますます通貨安に対する防衛に駆り立てられています。

その他アジア諸国

意外なことに、日本では価格上昇が著しかったにもかかわらず、第2四半期の金地金・金貨投資はプラスになりました。今期の需要は1.9トンで、第1四半期に見られた1トンの売り越しを上回りました。ただし前年同期比ではマイナスとなりました。これは2023年第2四半期に、当時の最高値を更新した現地通貨建て価格に強力なプラスの反応が生じたためです。

韓国の投資家は今期も金地金・金貨需要を力強く伸ばし、14%増の4トンとなりました。これにより上半期の合計は9トンとなり、記録的な高値がさらなる値上がりの期待を呼んで、2021年以來の高水準となりました。

オーストラリア

第2四半期のオーストラリアの金地金・金貨投資は、19%減の3トンでした。上半期の合計需要は36%減の5トンでした。現地通貨高によって現地金価格の上昇が抑えられ、このことが強力な値上がりトレンドでのモメンタム買いを抑制した可能性があります。