



## Metals Focus – Precious Metals Weekly

貴金属ウィークリー 第 151 号 2025 年 11 月 16 日

### ゴールド

12月の利下げ期待と米債務超過懸念で 4200 ドル回復

### シルバー

米内務省はシルバーを重要鉱物に加えた

### プラチナ

中国証券監督管理委員会は、広州先物取引所のプラチナとパラジウム先物オプション取引を認可

### パラジウム

GM Korea は米関税による販売減のため2026年初めまでに直営のサービスセンター設立を計画

## 中国の新たな VAT 規制で変わるゴールド市場

11月1日、中国の財政部と国家税務総局はゴールド市場における付加価値税(VAT) 政策の変更を発表した。変更は即時施行、2027年12月31日まで適用される。

本稿ではこの政策変更の詳細と影響を分析していくが、その前に、中国の VAT 制度の概要を説明したい。中国では他国の制度同様、企業のVAT 納付額は売り上げにかかる VAT から仕入れにかかる VATを差し引いた額となる。

これまで、上海黄金交易所(SGE)と上海先物取引所(SHFE) の保管庫からゴールドを引き出す時には、税務署が各取引所が変わって13% の特別 VAT インボイス(SVI)を発行し、業者はこれを税額控除として、売り上げ VATから相殺していた。旧制度下の VAT は、

売り上げ VAT = 当期の課税売上額 x 13%

仕入れ VAT = 当期の適格仕入れコスト x 13%

とされ、最終製品の価格から見ると、VAT はゴールドの価格を超える付加価値分にはのみ課されていた。

新たな制度のもとでも、SGEとSHFE でゴールドETF や商業銀行の積立型ゴールド投資商品などを取引する会員は、これまで通りに VAT が免税になる。しかし保管庫から現物ゴールドを引き出す時には、それが投資目的かそうでないかによって異なる規則が適用されることになった。



**SWS**

サンワード証券株式会社



The  
Royal  
Mint®

**DG** DILLON  
GAGE EST.  
1976  
METALS DIVISION

Metals Focus による Precious Metals Weekly は  
以下の各社提供となります。



[www.sunward-t.co.jp](http://www.sunward-t.co.jp)



[www.royalmint.com](http://www.royalmint.com)



[www.dillongage.com](http://www.dillongage.com)



A PALLION COMPANY

[www.abcbullion.com.au](http://www.abcbullion.com.au)



[www.material.co.jp](http://www.material.co.jp)



[www.ashokaglobal.ae](http://www.ashokaglobal.ae)

#### 投資商品

SGEとSHFEの会員が投資目的で現物ゴールドを引き出し、その後投資商品として販売した場合は、引き続き13%のSVIを受け取り、13%のVATは販売した商品の付加価値部分のみに課される。つまり個人投資家がゴールドインゴットやコインを取引所会員から直接買う場合は、新制度でもVATの負担には変更がない。しかし、取引所会員の顧客である宝飾品製造会社や卸売業者などが会員から買った現物ゴールドを商品として販売する場合は、会員から受け取るのがSVIではない通常のインボイスとなるため、商品の売り上げに対する13%のVATを全額負担することになる。

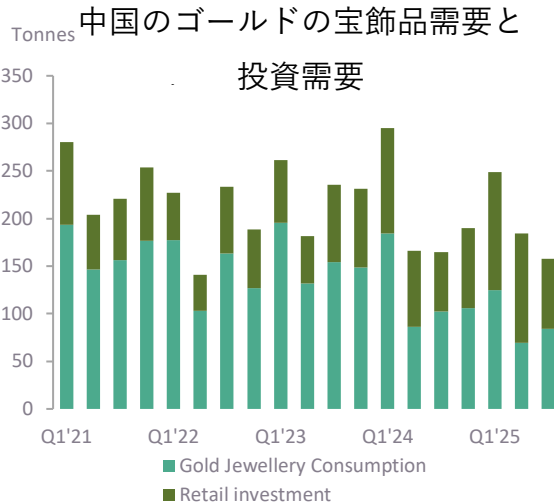
新制度が導入された結果、個人投資家向け市場ではもう既にSGE会員企業（商業銀行、精錬所、大手小売業者など）のシェアが拡大している。規模の小さいゴールド宝飾品店など非SGE会員のVATはより高額になるため、会員企業の方が有利な価格で販売できるからだ。（これまで中国ではゴールドインゴットやコインの大部分はゴールド宝飾品を扱う小売店が販売してきた。）しかし、新たなVAT規制はこのような販売経路の構造的な変化以外には、小売投資家の需要に大きなマイナスの影響を与えることはないと考えられる。

#### 宝飾品と投資以外の利用

ところが、宝飾品市場の場合は全く異なる。今後、取引所会員が投資以外の目的で保管庫からゴールドを引き出す場合、受け取る仕入れVATインボイスは通常の6%（これまでは13%のSVI）となる。売り上げVATは13%のままで、実質的に税負担が増加し、その増加分は会員の顧客（二次的卸売業者と小売業者）に、そして最終的には一般消費者に転嫁される。

新制度のもと、消費者は平均して約7%のVATコストを追加負担することになるため、国内のゴールド宝飾品の小売価格は既に上がっている。中国国内で消費されるゴールド宝飾品の95%以上は24金の商品で、残りが18金と21金になる。

中国の消費者はこれまでも投資目的でゴールド宝飾品を購入することが多かった。この目的に合致しているのは人件費が比較的にかかっていなく、重量で売られる24金の宝飾品だ。したがって今回のVAT規制の変更は特にこういった商品に対する影響が大きい。しかし、小売店から直接ゴールド宝飾品を購入したときにかかる追加の税負担を避けるために、投資用としてゴールドインゴットを購入してから、その後に宝飾品業者に送る一部の消費者もあり、このような抜け道を防ぐために当局はさらなる規制を発表する可能性もある。



出典: メタルズフォーカス

## 中国のゴールド需要の変化

今回のVAT 規制が変更される以前の2024年から、投資目的で宝飾品を購入するという中国の消費者の行動は、ゴールドのインゴットやコインの購入へと明らかに変化していた。この傾向は、投資商品の売買スプレッドの大きさが広く知られるようになったことに加え、宝飾品業界全体が、従来の伝統的なデザインの商品から、付加価値が高くマージンの大きいプレミアム商品を多く製造するようになっている動きにも起因している。

この結果、2024年の中国の個人投資家需要は20%伸びて334トンとなり、2013年以降で最高となった一方で、宝飾品需要は24%減って479トンとなり、2020年のコロナ禍以来最も少なくなったのだ。この傾向は2025年になってさらに顕著になり、宝飾品需要は前年比マイナス25%、個人投資需要は9月末までで前年比プラス24%である。

中国の宝飾品卸売業の中心である深圳の水貝から入った最新情報によると、国慶節後のショールーム来店者数は伸び悩んでいる。例年11月はゴールド宝飾品需要のオフピーク期であるため、今回のVAT 規制の影響はまだ表面化していないが、これからピークシーズンになればはっきりと影響が現れるだろう。

新しいVAT 規制はまた、国内のサプライチェーンにも変化をもたらしている。価格競争力を確保するために新たにSGE 会員申請を行った小売業者もいれば、会員企業と提携を模索する業者もあり、宝飾品業界の再編が進む可能性がある。一方で、製造業者と小売業者の商品開発の中心は、ここにきて従来のように地金の重量ではなく(したがって地金価格と連動しない)一点一点ずつ売ような付加価値の高い商品にと移ってきている。さらに新商品と交換するために下取りに持ち込む旧商品は今回の新しい規制の対象外であることを活かし、それを宣伝することでゴールド宝飾品の販売に繋げようとする動きもある。

今後も投資と宝飾品の需要の動きの違いは続くだろう。消費者が宝飾品から投資用インゴットにシフトしただけでなく、低迷する消費者センチメントも宝飾品需要に対する大きな逆風だ。2026年もゴールド価格が最高値を更新すると予測されている中で、普通の消費者はゴールド宝飾品を購入する際にはある程度の予算があるだろうから、買うにしてもゴールドの重量が少ない軽量の商品を選ばざるを得なくなるだろう。その一方で、これまで中国の投資家をゴールドインゴットに向かわせた背景は2026年も変わらない。強い価格パフォーマンス、分散投資としてのゴールドの魅力、そして中国人民銀行(PBOC)のゴールド購入などが、個人投資家のゴールド需要をしっかりと支える背景になるだろう。

## チャート - 貴金属価格（米ドル/オンス）

### ゴールド



出典 ブルームバーグ

### シルバー



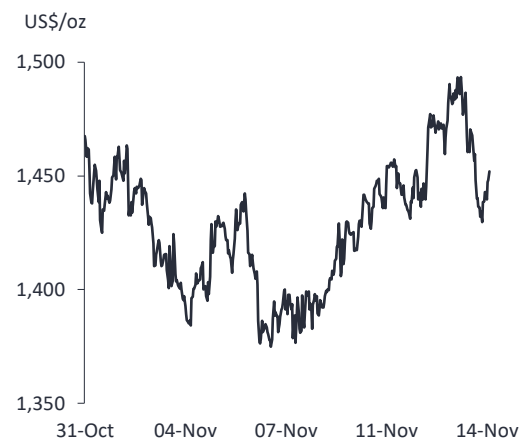
出典 ブルームバーグ

### プラチナ



出典 ブルームバーグ

### パラジウム



出典 ブルームバーグ

## チャート - 貴金属価格（日本円/グラム）

### ゴールド

¥/g



出典 ブルームバーグ

### シルバー

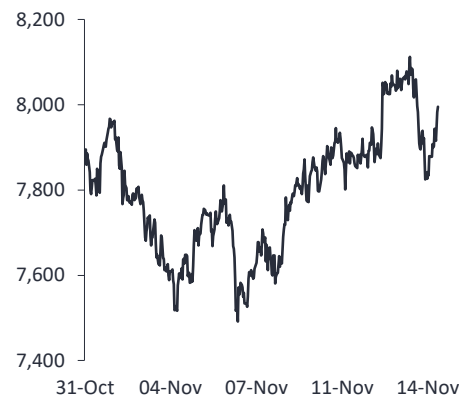
¥/g



出典 ブルームバーグ

### プラチナ

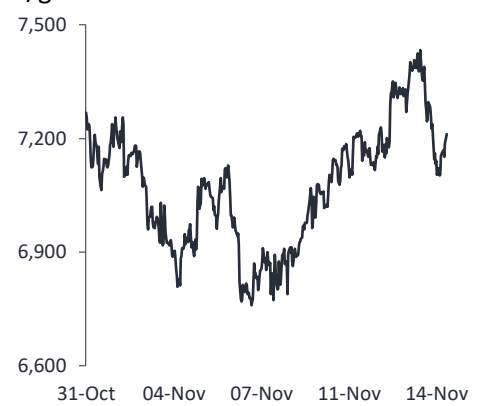
¥/g



出典 ブルームバーグ

### パラジウム

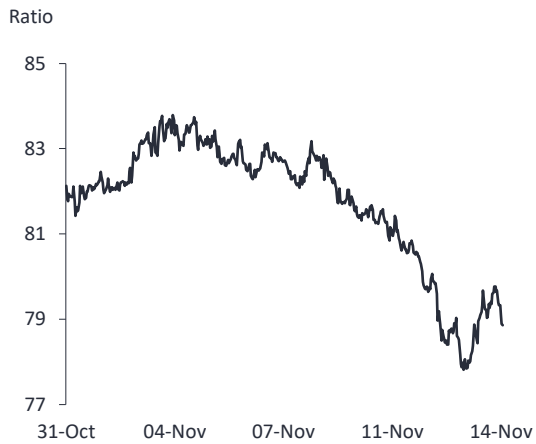
¥/g



出典 ブルームバーグ

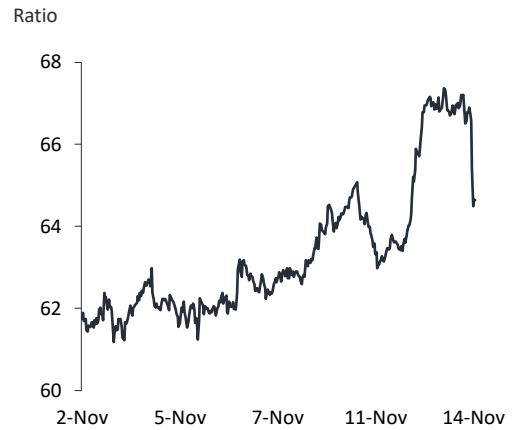
## チャート - レイシオとスプレッド

金銀比価



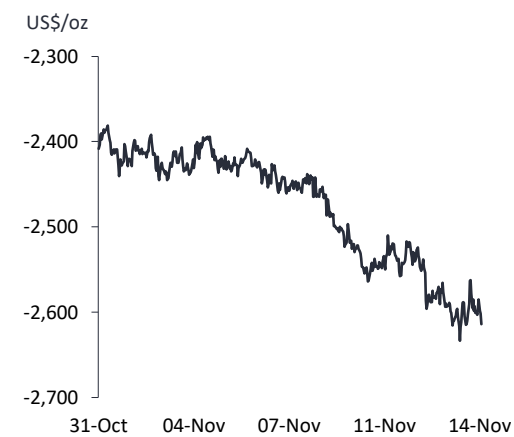
出典 ブルームバーグ

金原油比価



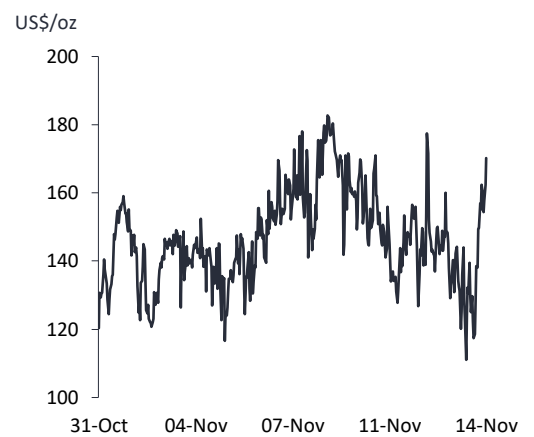
出典 ブルームバーグ

プラチナ・ゴールドディスカウント



出典 ブルームバーグ

プラチナ・パラジウムディスカウント



出典 ブルームバーグ

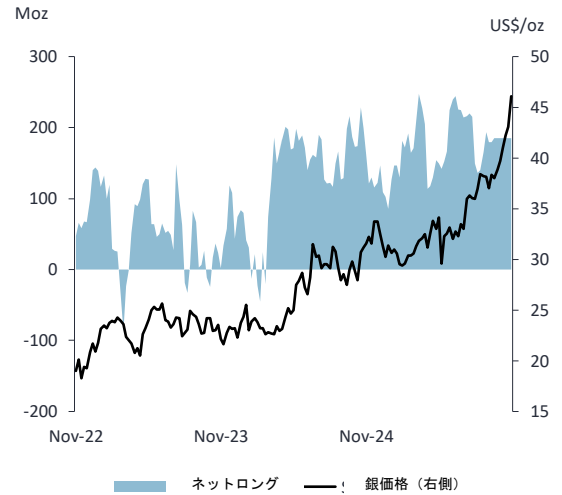
## チャート - CME ネットポジション\*

### ゴールド



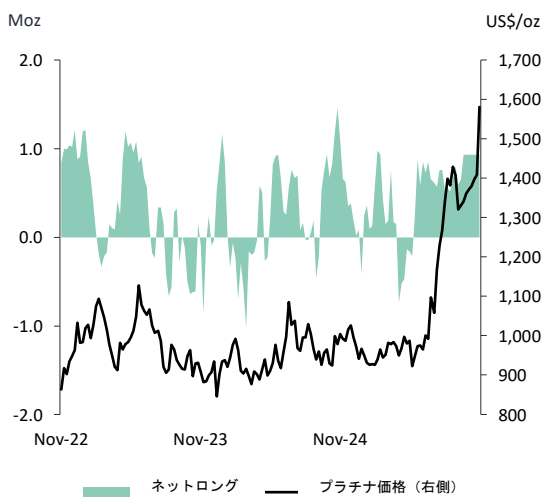
\* ファンドマネジャーポジション、出典：ブルームバーグ

### シルバー



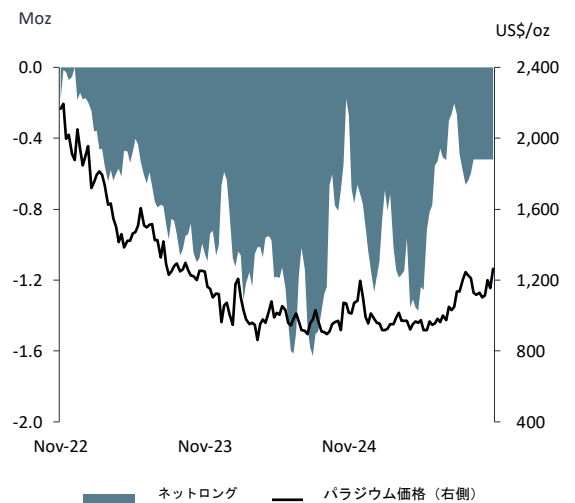
\* ファンドマネジャーポジション、出典：ブルームバーグ

### プラチナ



\* ファンドマネジャーポジション、出典：ブルームバーグ

### パラジウム

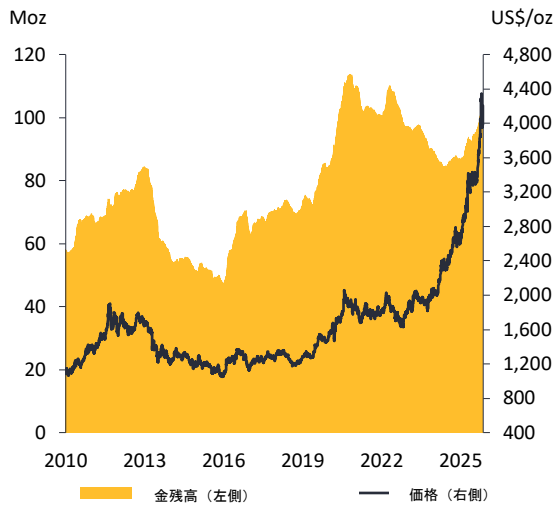


\* ファンドマネジャーポジション、出典：ブルームバーグ

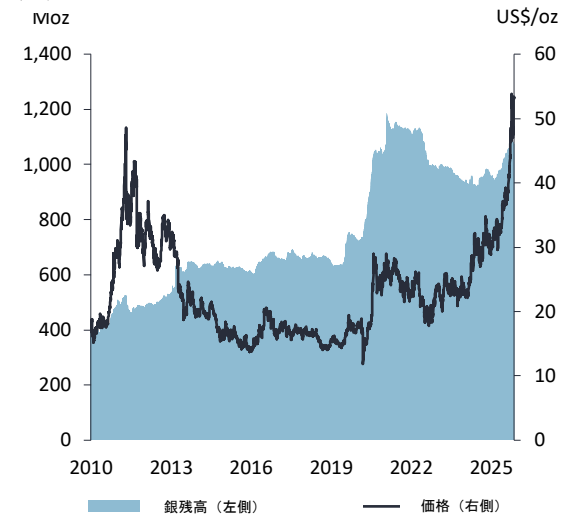


## チャート - ETP 残高

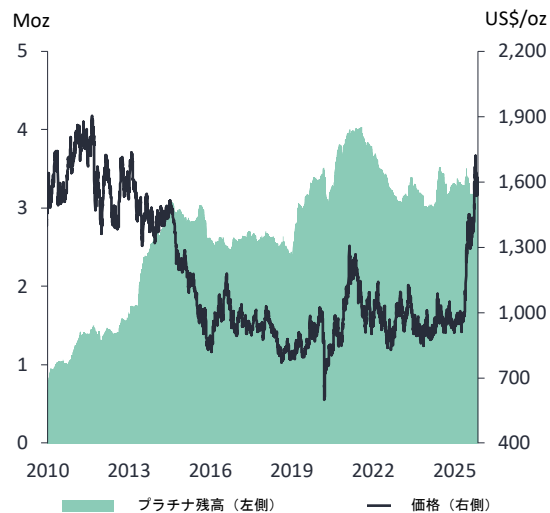
### ゴールド



### シルバー



### プラチナ



### パラジウム



## Metals Focus - The Team

Philip Newman, Managing Director  
Charles de Meester, Managing Director  
Matthew Piggott, Director of Gold and Silver  
Junlu Liang, Senior Analyst  
Simon Yau, Senior Consultant - Hong Kong  
Peter Ryan, Independent Consultant  
Elvis Chou, Consultant - Taiwan  
Michael Bedford, Consultant  
David Gornall, Consultant  
Jacob Smith, Senior PGM Analyst  
Neelan Patel, Regional Sales Director  
Mirian Moreno, Business Manager  
Erin Coyle, Sales & Marketing Executive  
Ghananshu Karekar, Research Associate – Mumbai  
Amber Nelson, Mine Supply Analyst  
Nilesh Pise, Research Associate - Mumbai

Nikos Kavalis, Managing Director - Singapore  
Sarah Tomlinson, Director of Mine Supply  
Wilma Swarts, Director of PGMs  
Philip Klapwijk, Chief Consultant  
Chirag Sheth, Principal Consultant - Mumbai  
Yiyi Gao, Senior Analyst - Shanghai  
Çagdas D. Küçükemiroglu, Consultant - Istanbul  
Dale Munro, Consultant  
Harshal Barot, Senior Consultant - Mumbai  
Adarsh Diwe, Analyst - Mumbai  
Celine Zarate, Consultant - Manila  
Jie Gao, Research Analyst – Shanghai  
Ross Embleton, Mine Supply Analyst  
Donnadee Francisco, Mine Supply Analyst- Manila  
Ruby Tagoon, Junior Mine Supply Analyst – Manila  
Lee Chung, Administrative Assistant – Manila

## Metals Focus – Contact Details

### Address

6th Floor, Abbey House  
74-76, St John Street  
London, EC1M 4DT  
U.K.

Tel: +44 20 3301 6510

Email: [info@metalsfocus.com](mailto:info@metalsfocus.com)

Bloomberg launch page: MTFO

Bloomberg chat: IB MFOCUS

[www.metalsfocus.com](http://www.metalsfocus.com)

## 免責条項と著作権

特記されている場合を除き、当レポートの全ての著作権はメタルズフォーカス Ltd に帰属する。当レポート(含有及び添付資料を含む)は利用者に対してのみ作成されたもので、当レポートのいかなる部分も貴金属及び関連する金融商品や投資の売買を提案するものではなく、そのような商品の売買に関する助言とみなされるべきではない。当レポートの内容に基づいたいかなる行動も、専門の投資アドバイザーに助言を求めた上でなされるべきである。当レポートの内容は綿密な調査に基づいて作成されているが、メタルズフォーカス Ltd が情報の正確性及び適時性を保証するものではない。メタルズフォーカス Ltd は当レポートの情報に関する誤りや不作為、当レポートの情報に起因して生じるいかなる損失あるいは損害、第三者に生じた損失あるいは損害に関して一説の責任を負わない。

当レポート(あるいは当レポートのどの部分に関しても)はメタルズフォーカス Ltd の書面による許可なくして、いかなる手段にても第三者に複写、配布、送付、引用されてはならない。電子的な配信の場合は、ユーザーライセンスが許可された購読者のみが当レポートのコピーをダウンロードすることが許されている。その他のユーザーライセンスはメタルズフォーカス Ltd から購入が可能である。許可されない行為が行われた場合には民法あるいは刑法に応じた手段を講じる場合がある。

当和訳は英語原文を翻訳したもので、あくまでも便宜なものとして提供されている。英語原文と和訳に矛盾がある場合、英語原文が優先する。