

10年間にわたる
金のフル・マーケットに関する考察



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(WGC)は、金市場の育成を目的とする組織です。投資、宝飾、テクノロジー、政府関連分野において、金に対する持続的な需要を喚起するためのリーダーシップ活動を行っています。

WGCは、金市場に関する真の洞察力を生かし、金をベースにしたソリューションやサービス、市場の育成を行っています。こうした活動を通じ、金需要の構造的変化を喚起しています。

WGCは国際金市場に対する洞察を提供することにより、富の保全や社会・環境面で金が果たせる役割についての理解を深める活動を行っています。

WGCは世界の主要金鉱山会社をメンバーに持ち、英国本部のほかインド、中国、日本、トルコ、欧州、米国などにオフィスを有しています。

詳細情報

ガバメント・アフェアへご連絡ください。

Ashish Bhatia

ashish.bhatia@gold.org
+1 212 317 3850

Natalie Dempster

ディレクター、ガバメント・アフェア
natalie.dempster@gold.org
+44 20 7826 4707

George Milling-Stanley

マネージング・ディレクター、ガバメント・アフェア
george.milling-stanley@gold.org
+1 212 317 3848

目次

要約	01
過去の資産バブルの教訓	02
金とグローバル資産の価格比較	05
金と金利サイクル	06
金需要の見通し	07
結論	11

本レポートは、2010年9月に刊行した英語版レポート「The 10-Year gold bull market in perspective」を翻訳したものです。本レポートと英語版レポートの内容に相違がある場合には、英語版レポートが優先されます。英語版レポートは、<http://www.gold.org>をご参照ください。

要約

外貨準備の責任者や投資家は、分散化のメリットやマクロ経済的リスクに対するヘッジを目的として、金をポートフォリオに組み込んだ戦略的な事例を評価するようになりました。しかし、金価格が高値を更新し続けたために、金は他の資産と比べると過大評価されているのではいかという懸念が高まっています。金相場は「バブル」ではないかという疑問が、一部の投資家やコメンテーターから上がっています。

本レポートでは、統計的アプローチを用いてそのような懸念を分析し、将来の金需要の見通しを検証します。分析を通し、過去に発生したバブル時の統計的特徴を調査し、現在の金市場動向を見極めます。分析結果では、明らかに、現在の金価格の推移には過去のバブル、たとえば米国の住宅市場バブルやナスダックのハイテク・バブルおよび日本の株式市場バブルなどとの統計的類似点は見られませんでした。また、株式指数や原油など他の実物資産と比べ、金価格は長期的な平均水準にあることがわかります。

さらに、とりわけ新興国市場の力強い成長、中央銀行の根本的な姿勢の変化、金の産業用需要の回復や新たな進展などによって、金の需要が引き続き堅調に推移すること示しています。

過去の資産バブルの教訓

堅調な投資の伸び

金融危機が引き起こした「質への逃避」の流れ、そうした危機に対する対応策(すなわち世界各国の中央銀行による量的緩和)は、金需要にとっては有利に働きました。このことは、マクロ経済的な不安や金融不安が最も顕著になった2008年に金投資が急激な伸びを示したことから明らかです。しかし現在の高い金価格は、こうした投資の伸びだけでは説明できません。金融危機は2007年6月中旬に始まりましたが、金価格の上昇はその5年前、つまり2001年から2002年頃にかけて始まっています。過去10年にわたって、金価格は投資需要が高まった期間だけでなく、投資が停滞あるいは減少傾向にあった期間も上昇しました。たとえば2002年第1四半期と2004年第1四半期の比較では、金の投資需要への流入量は126トンから99トンへと21%減少しましたが、その期間の金価格は41%上昇しました。また、2006年第2四半期から2008年第2四半期では、投資需要はほぼ横ばいで146トンから152トンに4%増加しただけでしたが、金価格は67%上昇しました。¹ 近年においては、投資家は株式市場をはじめとするリスクの高い市場での運用に資金を戻しており、「質への逃避」の流れはもはや逆転したにもかかわらず、金価格は上昇し続けました。

このように、「質への逃避」に関連する資金の流れが2008年の金価格を支えたことは事実ですが、その流れの大半はすでに減少あるいは逆転していたにもかかわらず、金価格は上昇を続けました。金がこうした資金の流れに左右されなかったことは、金価格とVIX指数(S&P500種株価指数のボラティリティであり、投資家のリスク許容度を示す代表的指標)を比較することによりわかります(図2参照)。VIX指数はピークとなった2008年秋の80から2010年始めの15まで急激に低下しており、これはリスクに対する姿勢の顕著な変化を意味します。このようにリスク回避姿勢が後退したにもかかわらず、金価格は上昇しました。

過去の資産バブルの教訓

金価格の推移を実際に起こった資産バブル時の動きと比較することで、現在の金価格の上昇ペースとその度合いがバブルではないことがはっきりとわかります。資産価格が上昇している間は、バブルであることを判断するのは極めて困難です。多くの研究者がバブルの予測は不可能だと考えていることもあり、世界の政策担当者は多くの場合、バブルへの対処を避けてきました。しかし、研究者や逆張りをする投資家は通常、「zスコア」を利用して資産価格が統計的に極めて異常なペースで上昇しているかどうかを判断し、資産価格がもたらすリターンを統計的に有意性を検討します。

統計的アプローチ

zスコア値は、ある分析データが全データの平均からどの程度乖離しているのかを、標準偏差で表したものです。本分析では、金をはじめ米国のケース・シラー10大都市圏住宅価格指数、ナスダック総合指数、日本の日経平均株価指数の四半期リターンの移動平均(年率換算)のzスコアを検証します。これらの指数はいずれも、資産価格の大幅な上昇とその後の大幅な下落という顕著な資産バブルを過去に経験しました。図3の各グラフでは、2標準偏差以上の高いzスコアは、正規分布と仮定すれば実現する可能性が5パーセント未満であったことを示しています。すなわちこのように、高いzスコアのリターンは、低いzスコアのリターンよりも起こる可能性が低いといえます。したがって、2シグマ²を基準とし、それ以上であればおそらくバブルであったと考えることができます。そのようなリターンは資産の通常の価格動向を前提とすれば発生する可能性が極めて低いからです。なおこの図では、価格の下落ではなく上昇にのみ目を絞ることができるように、プラスのzスコアのみを表示しています。

金

金の分析結果より、即座に2つのことがわかります。まずひとつには、金は1980年に、今回検証した他の資産と同様、リターンが2シグマを超えるバブルを経験していました。この時期に金の価格が急騰したのはバブルであり、これはイラン革命や原油価格の急騰、ソ連によるアフガニスタン侵攻といった多くの地政学的・経済的事件によるものでした。2つ目として一連のデータから見えてくるより重要な点は、それ以降に2シグマを超える事象がないということです。実際、他の資産には過去5年間に2シグマの事象が発生しているものの、金では発生することなく、年間リターンは通常水準のリターンで推移しています。

米国の住宅バブル

2番目のグラフでは、ケース・シラー10大都市圏住宅価格指数を使用し、縦軸にzスコアをプロットし、米国の住宅価格について検証しています。³ 住宅価格は過去30年間にわたって着実に上昇してきましたが、様々な要因の中でも、特に近年のモーゲージ金融における「技術革新」が2003年から2006年にかけて住宅価格を大幅に押し上げた要因だったと考えられています。データからは、2004年から2005年の年次変化が2.25シグマのリターンとなり、前述のバブルと考えられる数字になっていることがわかります。

1 ここでは投資部門への需要を使用しています。しかし、総投資額を使用してもこれらが金価格を左右する大きなファクターではありません。総投資額の場合は、2002年第1四半期から2004年第1四半期にかけては5%増加、2006年第2四半期から2008年第2四半期には24%減少しました。「総投資額」には需給の差である「店頭市場投資および在庫変動」が含まれます。

2 シグマ(σ)は、統計学において標準偏差を示す符号です。しばしば、ある事象の発生の可能性をわかりやすく表すために、「Xシグマ」の事象であると表示されます。

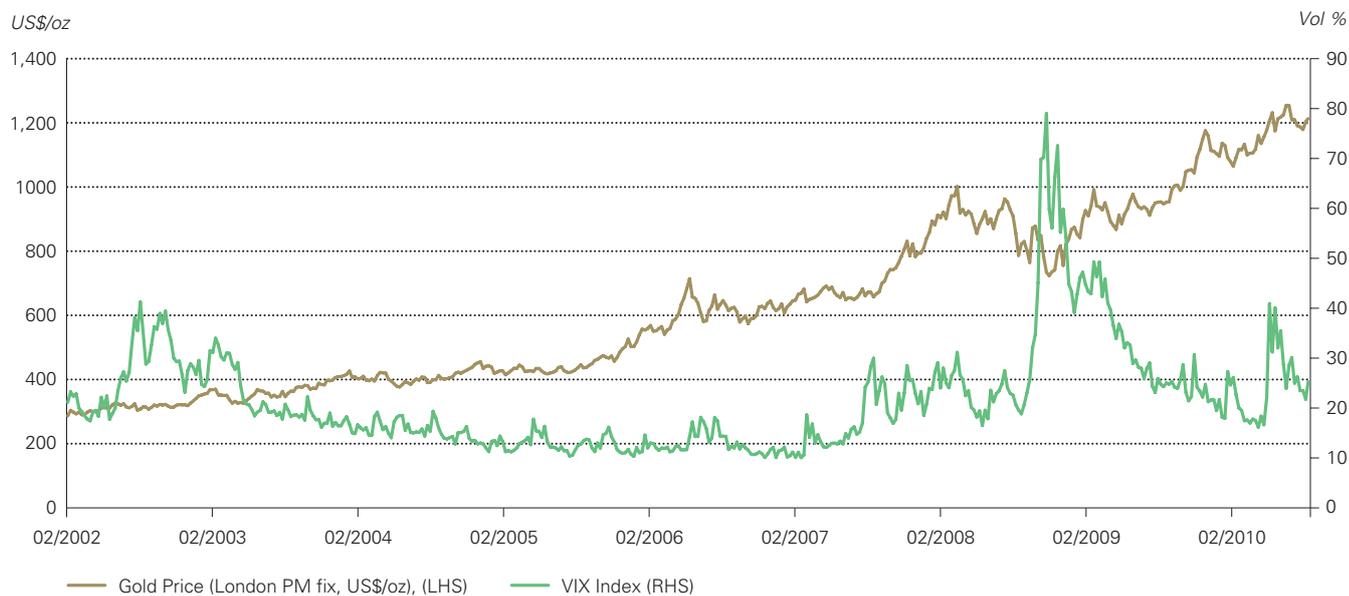
3 本分析ではケース・シラー10大都市圏住宅価格指数を使用しました。なぜなら、米OFHEO(連邦住宅公社監督局)が公表している住宅価格指数には米国の住宅バブルに大きく関係していた非優良住宅ローンが含まれていないためです。関係者の多くが、非優良住宅ローンの基準を下げたことがバブル発生の一因と考えています。

図1: 四半期ごとの投資の伸び (2002年~2009年)



Source: GFMS

図2: リスク回避姿勢が後退するなかで上昇する金価格



Source: Bloomberg

米国のハイテク・バブル

米国では90年代後半、コンピューター・テクノロジーとインターネットが家庭で広く普及したのに伴い、空前のハイテク・ブームが起きました。このブームは米国のいわゆるシリコン・バレーに集中しており、多くの場合、まだ収益を生み出していないにもかかわらずハイテク関連企業の株価が急騰しました。

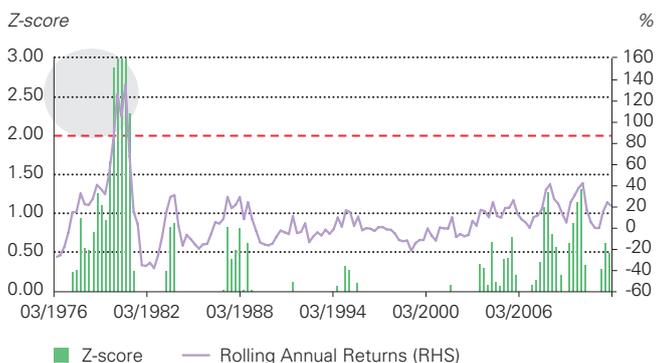
このハイテク・バブルにともない、図3の3番目のグラフに示しているように、ハイテク分野の代表的な指標とされる米ナスダック総合指数が、2000年初めのまさにハイテク・バブルのピーク時に2.75シグマのリターンを記録しました。

日本のバブル経済

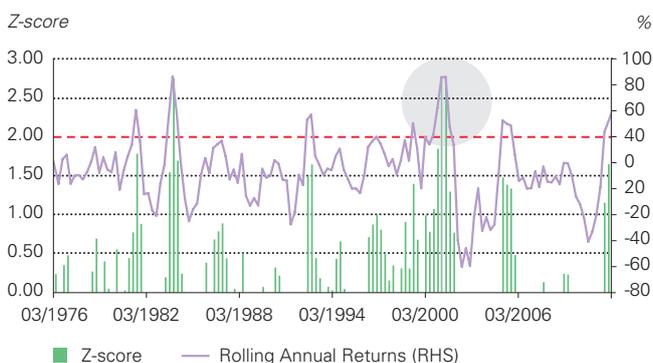
前述で検証してきた3つのバブルと同様、下図の最後のグラフに示した日本の日経平均株価においても、1986年から1987年にバブルが頂点に達した時に3シグマを超えました。第2次世界大戦後、日本は驚くべき成長を遂げて世界第2位の経済大国となりました。しかし80年代に入ると、金融資産や不動産価格が実態経済とかけ離れたペースで上昇しました。1990年にバブルが崩壊した後は、株式相場や不動産価格はバブル時に付けた最高値にまだ届いていません。日本は現在、いわゆる「バブル経済」以降では第2の「失われた10年」にあり、日本人はいまだに当時の信じられない状況を驚きの目で振り返ります。また興味深いことに、日経平均株価は、米国でハイテク・バブルが発生したのと同時期の90年代後半に通常ではありえない同じようなペースで上昇しました。

図3: 1年間の移動平均リターン(四半期データを利用)および移動平均リターンのzスコア

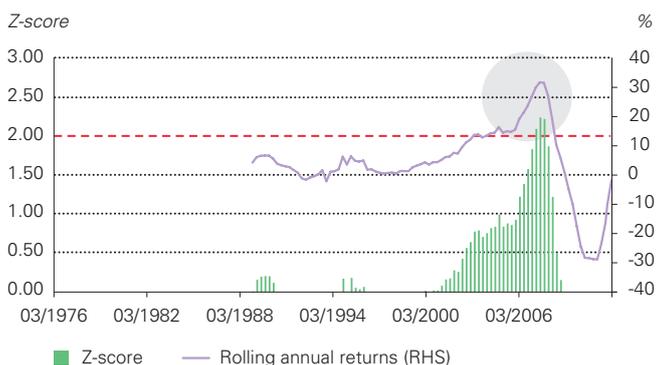
Gold prices (US/oz) (1975-2010)



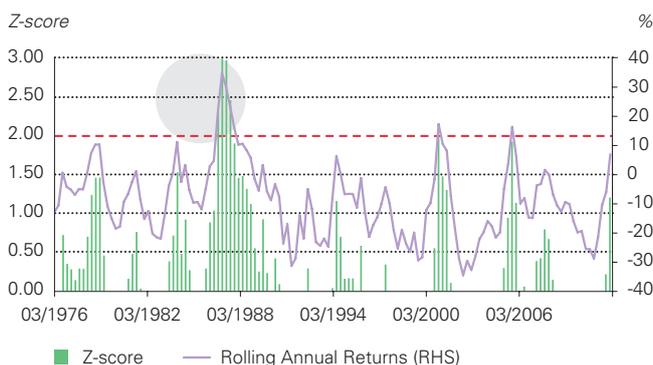
Nasdaq composite (1975-2010)



Case Shiller 10 city US house price index (1975-2010)



Japanese Nikkei equity index (1975-2010)



Note: Only positive values are plotted for z-scores. The graphs are consistently truncated at a maximum z-score of three to make it easier to see the results of the most recent events as that is the period of interest. Bubble period maximum z-scores are as follows: Gold in Q2 1980, 4.9; Case Shiller 10 city index in Q3 2005, 2.25; Nasdaq in Q1 2000, 2.75; Nikkei in Q2 1986, 3.33.

Source: Bloomberg and World Gold Council calculations

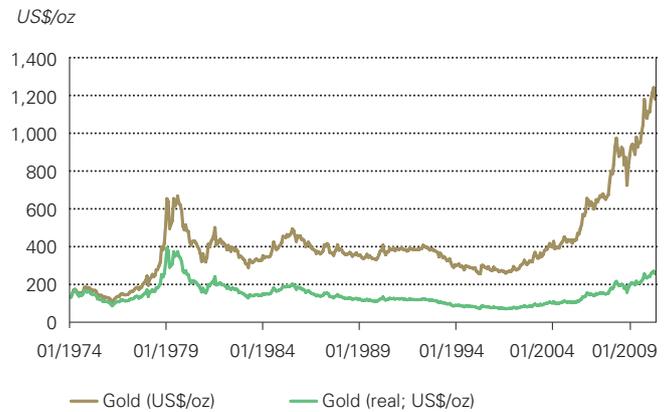
金と各種グローバル資産の 価格比較

相対価格の分析によっても、金が過大評価されていないことがわかります。比率を分析する前に、指摘しておくべき重要な点があります。金価格は名目ベースでは最高値を更新し続けていますが、実質ベースではまだ過去最高を下回っているということです。図4に名目ベースと実質ベースの金価格を示しています。

2つの資産価格の比率を分析するという方法も、資産の長期的な関係を見極めるうえで有効です。比率が継続的に広がっているとすれば、ある資産が他の資産に対して著しく価値を上げているか下げているかのどちらかだと推測することができます。また比率が横ばいであれば、その2つの資産は同じようなトレンドにあると推測することができます。図5には2つの主要なグローバル株式指数(米ドルベース)、WTI原油および銀、それぞれの金に対する比率を示しています。特定のレベルの影響を排除するため、価格ではなく比率のトレンドを見ることは有用です。

図からは、金価格に対する各資産価格の比率は、時間とともに様々な動きを示していることがわかります。仮に金価格とこれらの資産との間に関連性がないとしたら、こうした比率は極端な水準まで急上昇すると考えられますが、金価格の各指数に対する比率は過去に記録した最高値と最低値の間に収まっています。たとえば図5のS&P500種株価指数は、現時点では金に対してほぼ1対1の比率になっており、これは過去36年間の平均と一致した水準にあります。同様に、金の原油に対する比率は2010年7月31日現在15.5で、これもまた過去30年間の平均である15と同水準です。最後に金の銀に対する比率は65であり過去の範囲内に収まっており、平均値の58に近い数字となっています。したがって、金価格の上昇をグローバルな株式指数や原油・銀などの実物資産と比較してみると、金価格は長期的な平均水準を維持していることがわかります。

図4: 名目ベースと実質ベースの金価格
(米ドル/オンス、1974年1月=100)



Source: Bloomberg and World Gold Council calculations

比率の概要: 金と各種グローバル資産

Gold / -	30 July 2010	High	Average	Low
S&P500	1.07	5.7	1.0	0.2
MSCI World ex US	0.25	2.2	0.5	0.1
Silver	65.57	99.0	58.0	16.0
Oil	15.50	31.0	15.0	6.7

Monthly US\$ levels since 1974, WTI Crude Oil from 1980

Source: Bloomberg, Global Insight and World Gold Council calculations

図5: 金(米ドル/オンス)と各種グローバル資産(米ドル)指数の比率



Source: Bloomberg, Global Insight and World Gold Council calculations

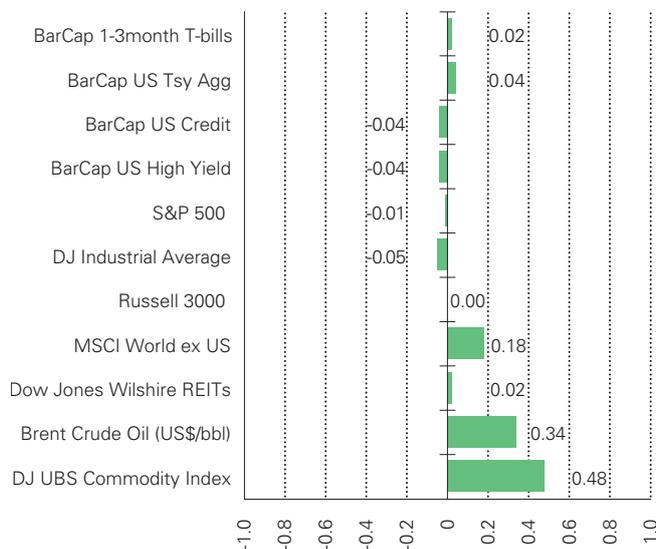
金と金利サイクル

投資家の間で懸念されていることとして、金利サイクルが反転すると資産価格が突然、大幅に下落するのではないかとあります。こうした懸念は確かに、特に債券に投資している投資家にとっては切実かつ現実的な問題です。実際、金融業界では金利が上昇に転じた場合にどのように債券に投資するのが頭の痛い問題となっています。債券に投資していれば、保有する長期債券の市場価格が大きく下がることになるからです。しかし金の場合は、過去において他資産との有意な相関はなく、このような懸念は根拠のないものといえます。

金と他資産との相関を検証してみると、金は他のほとんどの資産クラスと強い相関を持たないことがわかります。図6は、複数の主な資産クラス(債券を含む)と金の週次リターンでの5年間の相関を示しており、これらの資産と金の間には強い関連は認められません。ポートフォリオに金を組み込めばその分散化に有効であり、これこそがまさに、多くの投資家が金に魅力を感じている理由なのです。

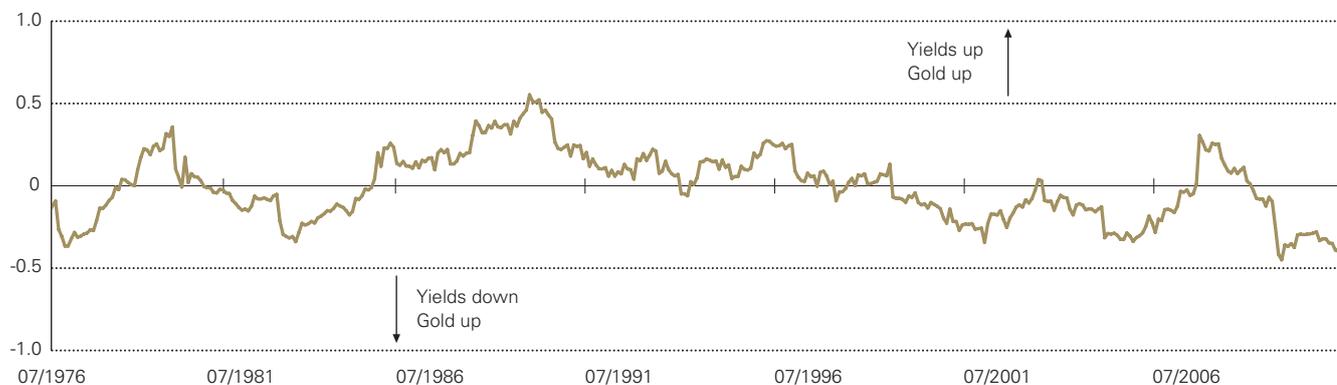
図6には2つの米国債指数を含むいくつかの債券指数との相関が示されていますが、これに加え、指標である10年物米国債利回り(パーセント)と金価格の相関を検証しました。図7には、10年物米国債利回りの変化(ベースポイント)と金価格の変化(パーセント)の間の30日相関の推移を示しています。両者の相関は安定しておらず、プラスあるいはマイナスとなる期間があるものの、0.50を超えたのはわずかな期間だけです。ゆえに、この相関の不安定さを考えると、金利が反転しても、金が単に利回り変化から直接的な影響を受けることはないと考えられます。

図6: 主な資産と金(米ドル/オンス)の週次リターンの5年間相関



Source: Global Insight, Barclays Capital, World Gold Council

図7: 10年物米国債利回りの変化(ベースポイント)と金の30日相関の推移



Source: Bloomberg and World Gold Council calculations

金需要の見通し

過去のトレンドや相対的なトレンドは将来予想される価格動向を映し出すとは限りません。ですから、将来の需要の見通しについて考察することも同じように重要です。ワールド・ゴールド・カウンシルでは、特に新興国の急激な成長や中央銀行の姿勢の根本的な変化、金の産業用需要の回復と新たな進歩といった様々な要因から、金需要は大きく増加すると確信しています。

金需要が大幅に伸びる可能性を持つ中国

ワールド・ゴールド・カウンシルは、中国の金需要は今後10年間で倍増する可能性があると考えています。また、中国では2001年に国内金市場の規制緩和が行われ、今後中国の金消費量は世界の他の国々に追いつくと予想しています。この規制緩和以降、中国の金需要は大きく増加（2009年には量ベースで世界第2位の消費国）しましたが、1人当たりの金需要はいまでも欧米諸国を大きく下回っています。中国における平均所得の上昇、高い貯蓄率による投資可能な所得の余剰、国民の生活水準の向上などが今後10年間の中国の金需要を大幅に増加させ、特に宝飾品部門における支出を促すことになるでしょう。⁴ 図8には各国の2009年の国民1人当たり国内総生産（GDP）に対する1人当たり金需要が示されており、各国の金消費の強さがわかります。このグラフより、中国にはグラフの左から右に移動する余地が大きく残されており、金需要が大きく伸びる可能性があるということが読み取れます。

また、投資需要に関しても大きく伸びる余地があります。中国の金市場は自由化されてまだ10年も過ぎておらず、いまだ発展途上にある市場です。中国の民間部門が保有する金貨・金地金の量はインドやベトナムなどの民間保有量よりもはるかに少ないことから、中国には大きな需要増加の余地があります。また、金投資総額（金の上場投資信託を始めとする金市場の利用を促進する各種新商品を含む）の伸びも、先日発表された「金市場の発展を促進するプログラム」によって促進されることになるでしょう。このプログラムは中国人民銀行（PBOC）や国家発展改革委員会（NDRC）、工業情報化部（MIIT）、財政部（MOF）、国家税務局（State Bureau of Taxation）、中国证券监督管理委员会（CSRC）が協力して導入したものです。この目標の達成にはワールド・ゴールド・カウンシルも深く関与しています。2010年4月に、ワールド・ゴールド・カウンシルと中国工商銀行（ICBC）は、中国金市場における戦略的協力関係に関する覚書を締結しました。この覚書により、ワールド・ゴールド・カウンシルとICBCは、中国国内における金市場の開発・発展を共同で推し進めていきます。

4 『中国金レポート:寅年の金(China Gold Report: Gold in the Year of the Tiger)』（ワールド・ゴールド・カウンシル、2010年3月）参照。

新興国および発展途上国の外貨準備における金の重要性の高まり

公的部門の需要に関しても大きな増加余地があります。過去2年間、金に関して中央銀行の姿勢に根本的な変化がありました。中央銀行は過去20年間、金を大きく売り越していましたが、2009年第2四半期に買い越しへと転じました。中国やロシア、インド、フィリピンといった主要な中央銀行はすべて、過去2年間に相当量の金を購入しましたし、スリランカやベネズエラ、モーリシャス、タジキスタンの中央銀行も量は少ないながら金を購入しました。一方、欧州の中央銀行による金売却は完全に停止した状態です。

世界の中央銀行は現在、累積すると外貨準備のおよそ10.7%を金で保有していますが、保有状況は地域によって大きく異なります。先進国は外貨準備の3分の1程度を金で保有していますが、これは主に金本位制の名残といえます。これに対して先進国以外の国々は、金で保有している外貨準備は5%未満です。一方、アジアの開発途上国はその半分未満となっています。

アジア諸国の外貨準備の規模を考えると、金で保有する外貨準備の比率がわずかに上昇しただけでも金市場に大きな影響を及ぼすこととなります。たとえば、外貨準備総額に占める比率が現在の2.4%から3.4%まで1ポイント上昇すると、その金需要はおよそ900トン、つまり2009年の年間鉱山生産量の36%に相当します。アジア諸国の中央銀行の外貨準備総額に占める金の比率は、ポートフォリオ最適化モデルにおいて示される最適比率の下限あるいはそれを下回っています。⁵したがって、この地域の中央銀行が金への配分比率を上げる可能性は非常に高いといえます。

また、こうしたポートフォリオ最適化モデルでは今日の経済状況は考慮されていませんが、現在のマクロ経済的リスクを考えればいっそうの金保有が強く求められます。

外貨準備の責任者が現在直面している最大のリスクの1つは、欧州諸国の緊迫した財政状況です。米連邦準備制度理事会(FRB)やイングランド銀行(BOE)などの主要中央銀行が最近、相次いで成長見通しを引き下げましたが、これは景気の二番底に関する強い懸念を示すものです。欧州の銀行業界では様々な問題が発生しており、世界経済の回復が停滞しているため、ユーロ圏が再び景気後退に陥り、ソブリン債格付けのさらなる引き下げやユーロのさらなる下落につながる可能性があります。

新興国中央銀行の投資ガイドラインでは多くの場合、外貨準備の投資先をいくつかの主要な資産、たとえば預金や政府債、準政府債、金などに限定しているため、債務の不履行や格付けの引き下げに対する新たな懸念が高まると、公的部門でも民間の投資家でもさらに金を購入しようというトレンドが急激に加速することになります。そのような中央銀行の多くは、たとえそれが魅力的な選択肢だとしても、単純に株式市場に逃避すればいいというわけにはいきません。また、欧州政策研究センター(CEPS)の最近のレポートによると、グローバルな成長もユーロの位置づけに関わる懸念も、いずれも金需要を支えることになるため、ユーロ圏に関する楽観的・悲観的なシナリオを問わず金需要にはプラスに作用するでしょう。⁶

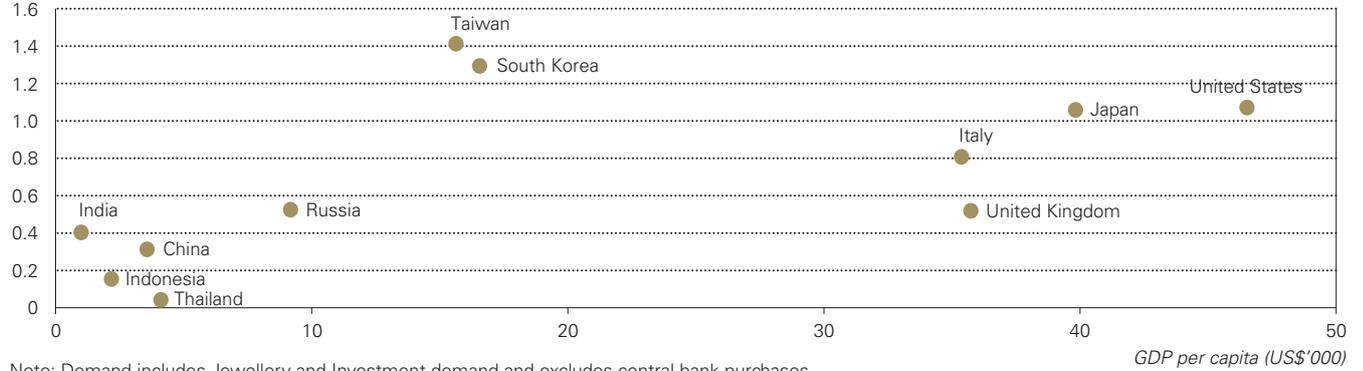
最後に、近年の金投資の急激な増加にもかかわらず、世界の運用資産(AUM)に占める金の配分比率は極めて低く、ワールド・ゴールド・カウンシルの推定ではおよそ1%程度であるということは、現時点でまさに注目すべき点ではないでしょうか。

5 『外貨準備資産の運用における金の重要性(The Importance of Gold in Reserve Asset Management)』(Natalie Dempster他、ワールド・ゴールド・カウンシル、2010年)。ワールド・ゴールド・カウンシルの刊行物に関する詳細は<http://www.gold.org>を参照してください。

6 『The Future of the Eurozone and Gold』(Yonghyup Oh, Daniel Gros, Cinzia Alcidi, Paul De Grauwe著、CEPS、2010年)。<http://www.ceps.eu>から入手。

図8: 世界の金消費の強さ (2009年)

Per capita gold consumption (gm)

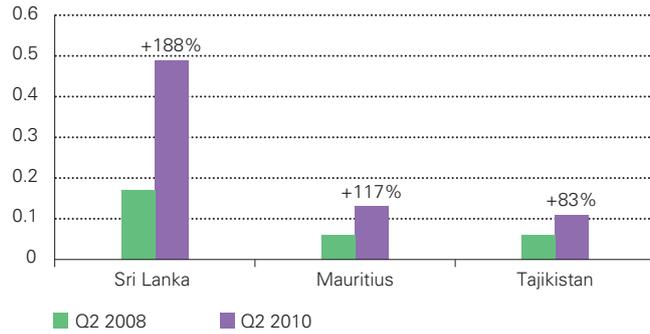


Note: Demand includes Jewellery and Investment demand and excludes central bank purchases.

Source: GFMS, IMF, World Gold Council estimates

図9: 新興国の中央銀行における金保有の増加

Tonnes



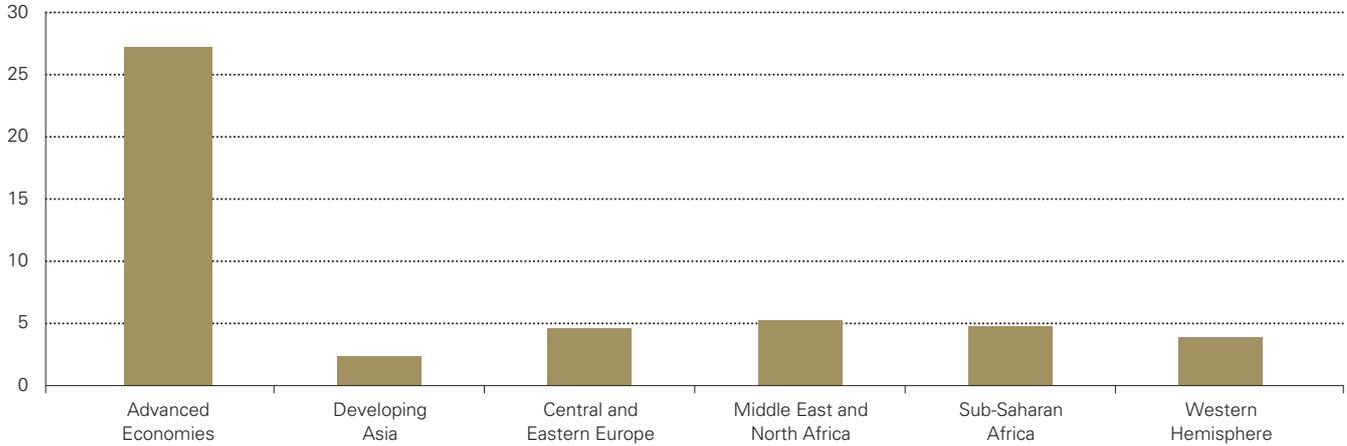
Tonnes



*Reported in April 2009, but purchases took place gradually over the preceding five years.

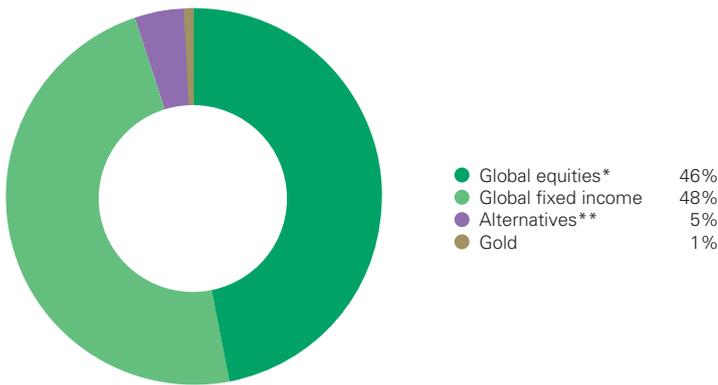
Source: IMF International Financial Statistics

図10: 外貨準備に占める金の割合(2009年)



Source: IMF International Financial Statistics

図11: 世界の運用資産(2009年第4四半期、推定総額84.1兆米ドル)



* Estimated using world equity and bond index data and adjusting for data overlaps.

** Includes hedge funds, private equity, real estate, and commodities (excluding gold).

Source: IMF International Financial Statistics

7 「有用な金: イノベーション時代の金とナノテクノロジー(Gold for Good: Gold and nanotechnology in the age of innovation)」
 (ワールド・ゴールド・カウンシル、2010年1月)参照。ワールド・ゴールド・カウンシルの刊行物に関する詳細は<http://www.gold.org>を参照してください。

堅調な金の産業用需要

規模としてはまだまだですが、金需要を後押しする有力候補と考えているのが産業・医療用途における金の利用です。エレクトロニクス市場は金の産業用需要では間違いなく最大規模ですが、需要が急増するものと思われます。業界団体の半導体製造装置材料協会(SEMI)によると、家電市場の成長が予測されることから、半導体チップの売上高が今後5年間で大幅な伸びを示し、それに伴って金の需要も増加すると見られています。短・中期的には、新たに重要な市場が出現すると思われます。自己触媒や化学処理の新たな進歩が金需要の増加をもたらし、その規模は、そうしたテクノロジーが市場にどの程度浸透するのかに左右されることになるでしょう。より長期的には、太陽電池や燃料電池のようなクリーン・テクノロジーが進歩し、金の大きな市場を新たに生み出すと思われます。⁷

結論

投資家や外貨準備責任者の中で金が戦略的に利用されるようになっていますが、我々ワールド・ゴールド・カウンシルは本レポートにおいて、金価格の高値更新は金の過大評価あるいはバブルであることのシグナルではないのかという疑問について考察しました。つまり、統計的アプローチを駆使してそのような疑問を分析し、さらに将来の金需要の見通しを検証しました。今回の分析を通して、過去に発生したバブルの統計的特性を調査し、金市場における現在の動向を評価しました。明らかに、結果は、金価格の推移には過去のバブル、たとえば米国の住宅市場バブルやナスダックのハイテク・バブル、日本の株式市場バブルなどの統計的特性との類似点がないことを示しています。また、株式指数や原油のような他の実物資産と比較すると、金価格は長期的な平均価格と同水準にあることがわかりました。さらに、とりわけ新興国市場の力強い成長や中央銀行の根本的な姿勢の変化、金の産業用需要の回復・新たな進展などによって金の需要が引き続き堅調に推移することを示しました。

情報元および著作権、免責事項について

本レポートはワールド・ゴールド・カウンシル(10 Old Bailey, London EC4M 7NG, United Kingdom)が公表しています。Copyright © 2010. All rights reserved. 本レポートの所有権はWGCにあり、著作権、商標およびその他の知的所有権に関する米国法および国際法によって保護されています。本レポートは、一般的な情報および教育的な目的のためにのみ提供されます。本レポートの情報は、信頼できると判断した情報源から得られた、一般的に利用可能な情報に基づいています。WGCは、本レポートの情報に対する更新または変更の通知を保証しません。意見の表明についてはいずれも執筆者が行うものであり、予告なく変更されることがあります。本レポートの情報は「そのままの状態」で提供されます。WGCは、本レポートの情報に関してはいかなる種類の明示的または黙示的な表明もしくは保証も行いません。これには (i) 特定の目的もしくは使用のための商品性もしくは適合性の表明もしくは保証、または (ii) 正確性、完全性、信頼性もしくは適時性に関する表明もしくは保証を含みますが、これらに限定されるものではありません。上記のいずれも制限することなく、いかなる場合も、WGCまたはその関係者は、本レポートから生じる、または本レポートに関連する結果的、特別、懲罰的、付随的、間接的、または類似の損害のいずれについても、かかる損害の可能性を通知された場合であっても、一切の責任を負わないものとします。

本レポートのいかなる部分についても、WGCの書面による事前の了解なく複製、再生、再発行、販売、配布、送信、回付、修正、表示したり、またいかなる目的でも使用したりすることはできま

せん。これには二次的著作物を作成する際に本レポートを利用する場合も含まれますが、これに限定されるものではありません。ワールド・ゴールド・カウンシルの許可を事前に申請する際には、research@gold.orgまでご連絡ください。いかなる場合も、本レポートで使われているWGCの商標やイラスト、その他のWGCが所有権を有する項目については、それらに関連する原文内容と切り離して再生することはできません。使用する場合はinfo@gold.orgで申請することができます。本レポートは、金や金に関連する商品、その他の商品や有価証券、投資商品を売買したり売買するように勧めたりするものではなく、そのように解釈すべきものでもありません。本レポートは、金や金に関連する商品、その他の商品や有価証券、投資商品を後援、支持、是認、または売り込むために書かれているものではなく、そのように解釈すべきものでもありません。

本レポートは、金や金に関連する商品、その他の商品や有価証券、投資商品の購入、販売またはその他の処理に関して何かを推奨したり、投資等に関する助言を提供したりすることを意図したものではありません。これには投資を考えている投資家の投資目的や財務状況に何らかの金関連取引が適しているという趣旨の助言も含まれますが、これに限定されるものではありません。金や金に関連する商品、その他の商品や有価証券、投資商品への投資にあたって意思決定を行う場合は、本レポートのいずれの記載内容にも依拠すべきではありません。投資を考えている投資家は、その意思決定を行う前に、自身の財務アドバイザーに対して助言を求め、自らの金融要件や財務状況を考慮し、かかる投資の意思決定に関連するリスクを慎重に検討する必要があります。

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