

ゴールド・デマンド・トレンド

2016年第2四半期

2016年8月

主な変化

Tonnes	Q2 2016	
	Year-on-year	Year-to-date
Gold demand	↑ 15%	↑ 18%
Jewellery	↓ -14%	↓ -17%
Technology	↓ -3%	↓ -3%
Investment	↑ 141%	↑ 127%
Central banks and other institutions	↓ -40%	↓ -23%
Supply	↑ 10%	↑ 8%

Source: Metals Focus; World Gold Council

目次

主要テーマ	02
市場の解説	08
宝飾品	08
投資	11
フォーカス：中国の商業銀行	14
中央銀行およびその他の公的機関	17
テクノロジー	19
供給	20
注記および定義	24

寄稿者

Louise Street
louise.street@gold.org

Krishan Gopaul
krishan.gopaul@gold.org

Mukesh Kumar
mukesh.kumar@gold.org

Carol Lu
carol.lu@gold.org

Alistair Hewitt
Director, Market Intelligence
alistair.hewitt@gold.org

www.gold.org

金の上半期需要が過去 2 番目の高水準を記録

第 2 四半期の金需要は前期からの流れを引き継ぎ、ETF(上場投資信託) に多額の資金が流入した一方で、価格上昇を背景に宝飾品需要が低迷しました。需要全体の内訳を見ると、投資需要が 2 四半期連続で最大のカテゴリとなりました。これは史上初めてのことです。

主要テーマ (詳細は 2 ~ 7 ページを参照)

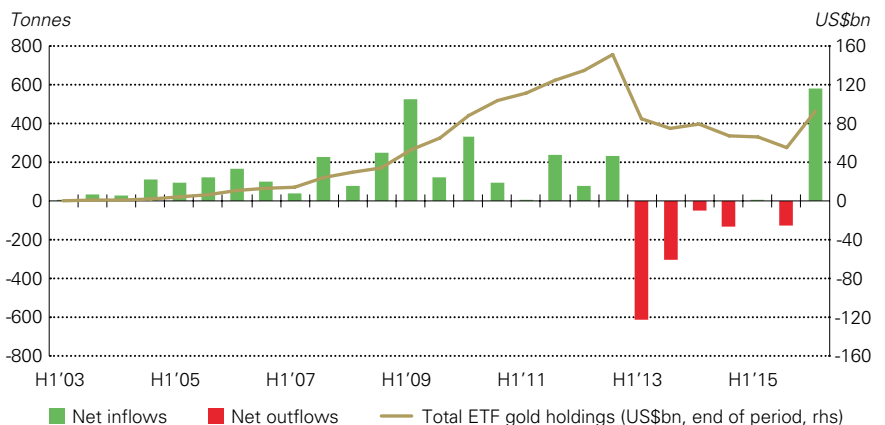
投資需要が 2009 年上半期の水準を 16% 上回り、上半期で過去最高に達しました。 欧米の投資家の間では金地金や金貨、とりわけ ETF の需要が高まりました。

金価格は引き続き上昇しました。 値を下げる場面も何度かありましたが、米ドル建てで 25% 上昇し、上半期の上昇幅として 1980 年後で最高を記録しました。

宝飾品需要は低迷しました。 一部例外はあるものの、ほとんどの市場では消費者にとって不利な状況となりました。

注目グラフ

2016 年上半期、金の裏付けがある ETF への資金流入は史上最高を記録



Note: For monthly summary data and charts of gold-backed ETF holdings, please visit: <http://www.gold.org/statistics>

Source: Respective ETP providers; ICE Benchmarks Administration; World Gold Council

主要テーマ

金の上半期投資需要は過去最高を記録

2016年1~6月期の金の投資需要は1,064トンに達し、総需要の半分近くを占めました。そのうち、かなりの部分が欧米の投資家によるものです。

投資需要は今年著しく伸びて1,063.9トンに達し、上半期として過去最高を記録しました。これまでの最高は、世界的な金融危機のさなかにあった2009年上半期の記録であり、それを16%上回っています。これを受け、投資需要が初めて2四半期連続で総需要のうち最大となりました。これは主として、欧米の投資家が個人投資家も機関投資家も地金から金貨、ETFに至るまで幅広い分野で旺盛な需要を示したからです。

表1：2016年第2四半期の需要データハイライト（詳細は、金の需要統計を参照）

	Tonnes				US\$m				
	Q2'15	Q2'16	5-year average	Year-on-year change	Q2'15	Q2'16	5-year average	Year-on-year change	
Demand									
Gold demand	910.4	1,050.2	1,123.4	↑ 15%	34,899.4	42,530.6	51,076.4	↑ 22%	
Jewellery	513.7	444.1	584.4	↓ -14%	19,691.7	17,983.1	26,194.8	↓ -9%	
Technology	83.3	80.9	90.8	↓ -3%	3,194.1	3,276.1	4,146.2	↑ 3%	
Investment	186.1	448.4	308.6	↑ 141%	7,134.5	18,157.5	14,437.6	↑ 155%	
Total bar and coin	209.1	211.6	323.0	↑ 1%	8,017.4	8,569.4	14,867.4	↑ 7%	
ETFs and similar products	-23.0	236.8	-14.4	-	-883.0	9,588.1	-429.8	-	
Central banks and other institutions	127.3	76.9	139.5	↓ -40%	4,879.1	3,114.0	6,297.8	↓ -36%	
Consumer demand in selected markets									
India	159.8	131.0	218.7	↓ -18%	6,127.2	5,304.7	9,942.1	↓ -13%	
China	214.1	183.7	251.3	↓ -14%	8,208.7	7,439.5	11,282.1	↓ -9%	
Middle East	72.2	57.4	79.1	↓ -20%	2,767.5	2,326.4	3,573.3	↓ -16%	
United States	38.0	50.7	45.2	↑ 33%	1,455.5	2,052.1	2,043.2	↑ 41%	
Europe ex CIS	59.8	59.3	81.4	↓ -1%	2,291.1	2,401.2	3,724.7	↑ 5%	
Supply									
Total supply	1,041.7	1,144.6	1,115.6	↑ 10%	39,935.2	46,354.0	50,482.2	↑ 16%	
Total mine supply	774.4	816.9	770.2	↑ 5%	29,685.8	33,083.7	34,481.1	↑ 11%	
Recycled gold	267.4	327.7	345.5	↑ 23%	10,249.4	13,270.3	16,001.1	↑ 29%	
Gold price									
LBMA Gold Price (US\$/oz)	1,192.4	1,259.6	-	↑ 6%	-	-	-	-	

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

投資需要が著しいペースで伸びたのは主として、欧米市場で相当量の潜在需要が蓄積されていたためです。『ゴールド・デマンド・トレンド2016年第1四半期号』はこの点について、次のように説明しています。「2013年初め以降にポジションを解消した投資家が戦略的な長期保有ポジションの構築や再構築に向かっており、その資金が大量に流入しました…市場に再び参加する機会を探っていた投資家の潜在需要が（ETF需要を牽引する）重要なカギとなりました」。この傾向は第2四半期になっても続き、市場に参加（または再参加）するきっかけを待っていた投資家は、機が熟したと判断しました。

今年年初から数カ月は多数の要因を受けて、欧米の投資家コミュニティの目が金に向かいました。そして第2四半期には、金に対する注目がさらに高まりました。今もその最大の要因となっているのは世界の金融政策です。金の長期的な低迷が終焉を迎えたという楽観論の広がりと同様、日本と欧州のマイナス金利政策や米国の利上げペースが鈍化するという観測も投資家の金に対する強気の地合いを下支えしました。また、不確実性が高まったことも、こうした投資家心理をさらに強める結果となりました。

2016年には様々なイベントが生じました。これに伴い、経済的・政治的な不確実性が生じた上にマイナス金利政策が加わり、質と流動性が高い資産である金の役割にさらに注目が集まりました。米国の大統領選挙、英国の欧州連合（EU）残留・離脱を問う国民投票と離脱決定に伴う潜在的影響、イタリア銀行セクターの危機深刻化といった状況が金の投資家には強力な追い風となっています。加えて、中東で地政学的に不安定な状況が続き、金の投資妙味が揺るぎないものとなりました。

小口投資家は、多くの欧米市場で大きな存在感を発揮しています。米国のイーグル金貨の需要は年初から84%伸び¹、英国王立鑄貨局は利益が急増した一因として昨年スタートした「シグネチャー・ゴールド」を挙げています。これは、王立鑄貨局がオンライン上で提供している金融商品で、投資家は少量の金地金を購入することができます²。王立鑄貨局によれば、英国の国民投票の結果を受けて、この商品の需要が急増しました。また、欧州の他の市場でも小口投資家の存在は目立ちましたが、ユーロ建て金価格が2年ぶりの高値に上昇したことを背景に、6月には大量の利益確定売りが出ました。

1 イーグル金貨の需要は、2015年上半期の27万3,000オンスに対して2016年上半期は50万1,000オンス。

2 <http://www.royalmint.com/aboutus/news/a-golden-year-for-britains-oldest-manufacturer-as-annual-results-reveal-a-silver-lining>

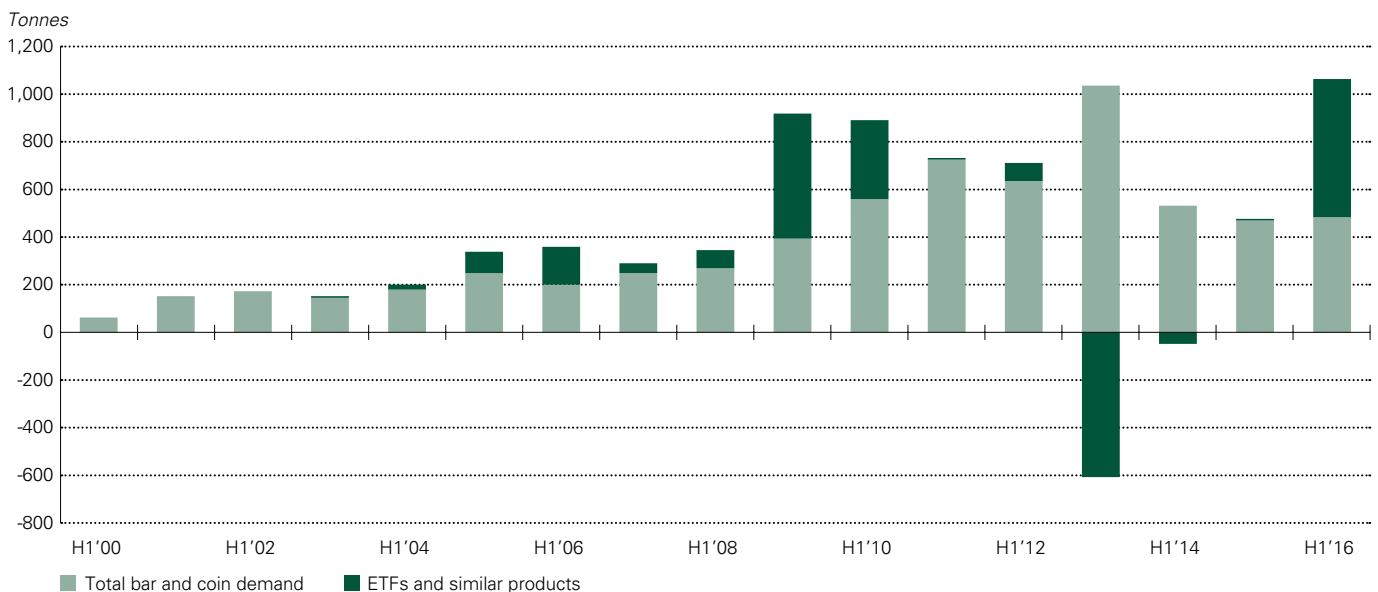
けれども、最も大きく変化したのはETFです（図1）。金の裏付けがあるETFの需要は上半期に他の分野を軒並み上回るスピードで伸び、580トンに迫りました。その規模は、1四半期だけで458トン以上が流入した2009年上半期の水準すら上回っています。ETFの磁力が及ぶ範囲は、欧米諸国だけに留まりません。中国の投資家は引き続きETFへの投資を積み増し続け、6月末のETF残高は24.4トンと、昨年末の4倍近くにまで膨らんでいます。金額ベースでは、2016年上半期に2億1,500万米ドルから10億米ドルを超える水準にまで増加しました。

現時点では需要にブレーキがかかる兆しはないものの、利益確定売りの事例は出ており、最近の勢いを維持することが難しくなるだろうと想定するのが賢明と思われます。とはいえ、大口の欧米投資家を中心として投資家心理が好転しているのは明らかである。次の四半期には、これを踏まえて需要が積み上がるでしょう。

英国の国民投票が第2四半期末に行われたことを踏まえると、投票結果の余波がデータに表れるのは第3四半期のはずです。その影響は世界規模に広がる見通しで、中国の検索エンジン百度（バイドゥ）の調べによると、国民投票後7日間で「金」というキーワードの検索指数が前年同期比で44%急伸しました。また、投票日当日には、この指数が3倍に伸びたといいます。グーグルトレンドも同様に、投票日当日に「金を購入」というキーワード検索が6倍以上に急増したと報告しています。

図1：地政学的・経済的懸念を受け、上半期の投資需要が過去最高を記録

- 不確実性が世界的に高まっていることを背景に、上半期の投資需要はこれまでの水準を上回った。
- 不確実性の上昇を促したのは、マイナス金利政策、EU離脱を巡る英国の国民投票、米国の大統領選挙キャンペーンで国論が二分されるという観測。
- 欧米市場の潜在需要が、投資の急拡大に拍車をかけた。



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

金価格は25%上昇、 上半期としては1980年後で 最大の上昇率

投資商品に資金が勢いよく流入したことを受け、金価格は2015年末から急上昇しました。けれども、振れ幅も大きくなり、それが消費者需要には強弱混在の結果をもたらしました。

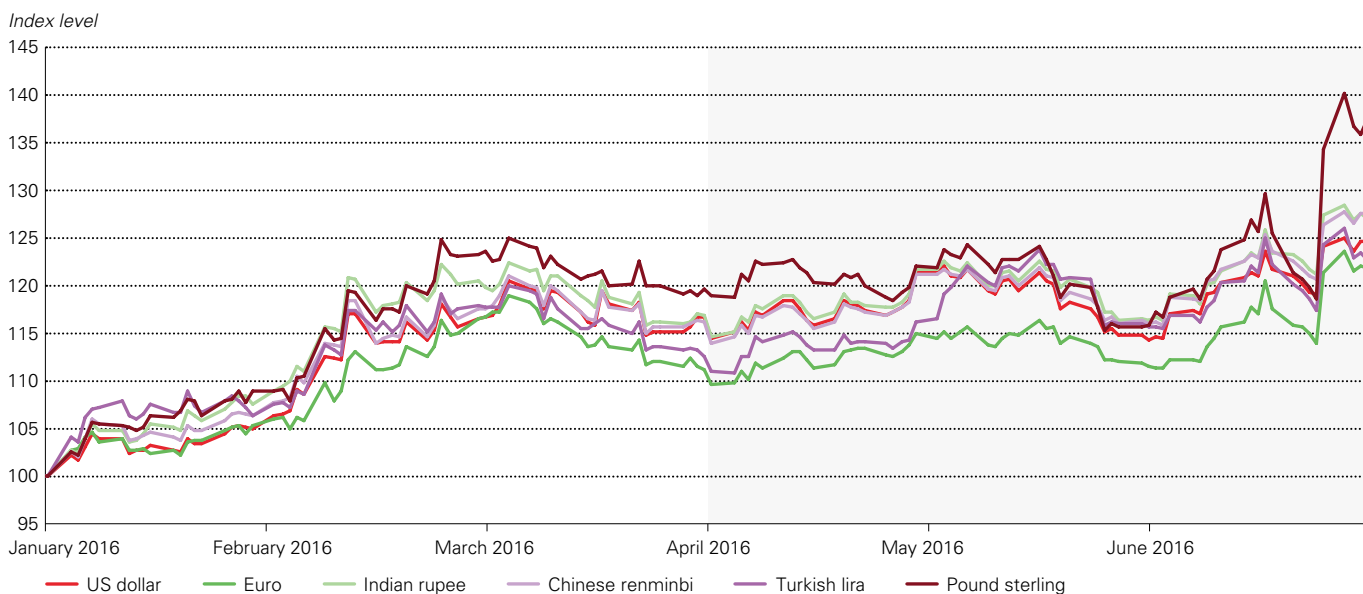
第1四半期に17%上昇して好スタートを切った金価格は第2四半期も上値を追い、35年以上ぶりの高いパフォーマンスを付けて上半期を終えました。米ドル建てで見ると、ワールド・ゴールド・カウンシルがモニターしているコモディティ商品の中でも有数の値上がり率を示しており、ブレント原油（供給動向の改善見通しを背景に価格が急上昇）³と銀に次ぐ水準となりました。

さらに、米ドルが年初から他国通貨に対して上昇しているため、上半期の金価格を他国通貨建てで見ると、上昇幅がさらに大きくなります（図2）。中でも、英ポンド建て（上昇率37%）、インド・ルピー建て（同27%）、人民元建て（同27%）、エジプト・ポンド建て（同41%）で金価格が著しく上昇しました。

けれども、金価格は一本調子で上昇基調を辿ってきたわけではありません。5月、6月にはやや値を戻す局面もありました。この結果、変動率が上昇し、長期平均の18%⁵に対して上半期は19.2%⁴に達しました。こうした状況は一部の投資家に有利に働いた（特に米国市場では価格下落傾向時に見られた）ものの、多くの市場では宝飾品需要の下げ圧力となりました。実際に多くの市場では、消費者心理がかなり悪化したところに金価格が不安定に上昇を続けて高値を維持したために、宝飾品需要が幅広い市場で冷え込みました。

図2：金は2016年上半期、主要通貨建てで幅広く急上昇した（2016年1月1日時点の価格を100とする）

- 金価格は米ドル建てで25%上昇したが、中国、インド、欧州など金の主要消費市場の通貨建てでは米ドル建てを上回る勢いで上昇した。
- 英国の国民投票後にポンドが急落したことに伴い、6月最終週に英ポンド建ての金価格が跳ね上がった。



Source: ICE Benchmark Administration; Datastream; World Gold Council

3 ブレント原油はその後、上昇率が20%前後まで低下した。

4 2015年12月31日～2016年6月30日までの6カ月間の日次収益率（米ドル建て）を年間換算した。

5 2016年6月30日までの5年間の日次収益率（米ドル建て）を年間換算した。

宝飾品需要は精彩を欠く

金の高値が宝飾品セクターに打撃を与えた半面、リサイクルは息を吹き返しました。

宝飾品の消費者は年初からこれまで、厳しい市場環境にさらされてきました。価格に敏感な市場では、価格急上昇が需要喚起に響きました（特にインドの消費者は不安定な価格を嫌うことが知られており、今年も例外ではありませんでした）。中東市場では、地政学的・経済学的に厳しい情勢が引き続き需要の足を引っ張りました。また、中国は消費者心理の低迷、経済環境の停滞、厄介な刻印規制に直面しました。（米国やイラン市場など）少数の市場では需要が上向いたものの、世界的には振るいませんでした。

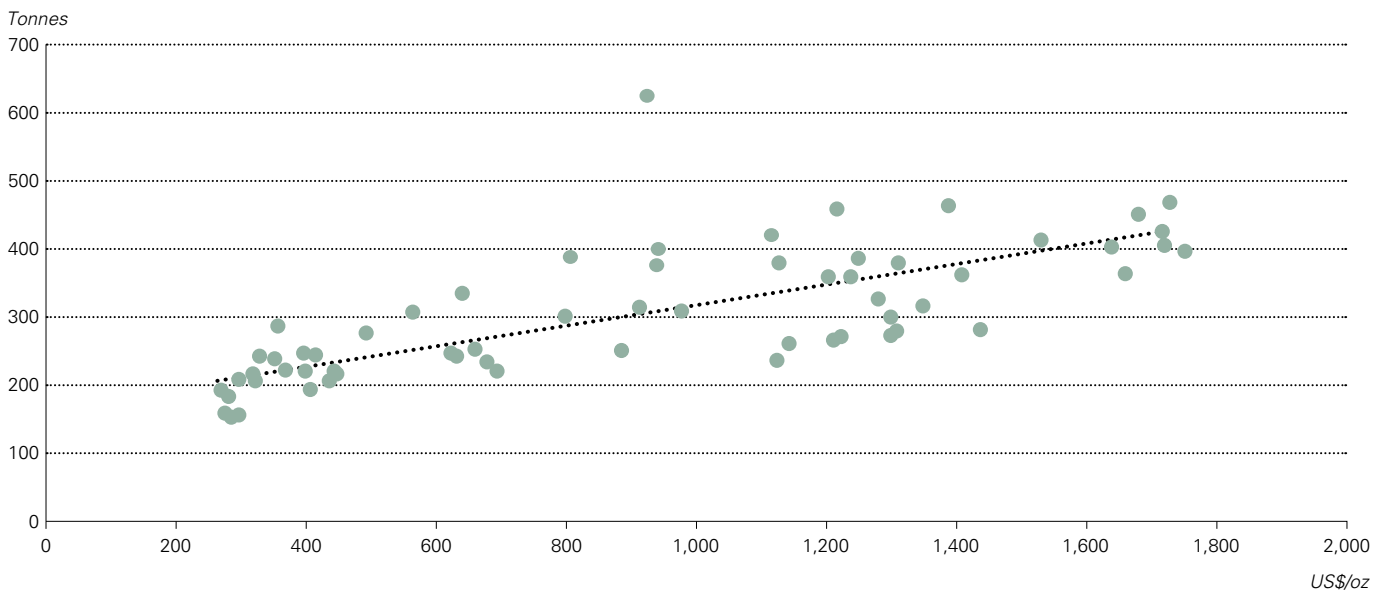
こうした状況はデータにも表れています。世界の上半期の宝飾品需要は米ドル建てで363億米ドルとなり、2010年後で最低の水準に沈みました。量ベースでは5年平均を大きく下回り、その差は約20%に達しました。

宝飾品需要が低迷した半面、リサイクル金が増加しました。消費者が手持ちの金宝飾品を現金に換えるリサイクルは、重要な供給源となっています。上半期のリサイクル金は、金の市場供給量の3分の1近くに達しました。リサイクルは金市場が滞りなく機能するうえで役立っており、金価格をはじめとする数多くの要素に影響を受けています。

金価格が上昇すれば、リサイクルが増えることは直感的に理解できます（図3）。リサイクルに影響を与えるのは価格だけではありませんが、両者間には強い相関関係があります。計量経済学的に分析したところ、金価格が1%上昇すればリサイクル金の年間供給量が0.6%増えることがわかりました⁶。

図3：価格水準が上昇すると、リサイクル金の供給が増加

- 金価格とリサイクル金の供給量の間には、強い相関関係がある。
- 消費者調査でも、この関係が確認されている。インドと中国の金保有者が手持ちの金宝飾品を売却する理由は、何よりも「金価格の上昇」であることが明らかになった。



Note: Tonnage levels are quarterly totals; price levels are quarterly averages based on the LBMA Gold Price PM (US\$/oz).

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

6 「大きな経済危機を考慮した場合、リサイクル金供給量の年間変動幅のうち約75%が値動きで説明がつく。1年間に価格が1%上昇する度に、リサイクル金の供給量が0.6%増える」。Boston Consulting Group and World Gold Council, The Ups and Downs of Gold Recycling, March 2015.

この結果は、消費者調査でも裏付けられています。ワールド ゴールド カウンシルが先頃、大規模調査⁷を実施したところ、金宝飾品のリサイクル決定に最大の影響を与える要素が金価格であることが判明しました。インドと中国で金宝飾品を売却したことのある回答者の中で、「金価格が高水準に達していること」を売却理由として挙げた回答者が最も多く、それぞれ27%、43%に上りました。

また、価格の振れ幅が大きくなると、この影響がさらに大きくなります。価格が急上昇すれば、予想外の高値に乗じようとするリサイクルが急増する場合があります。このため、2016年上半期にリサイクルが増えたことは何ら驚くことではありません。リサイクルの供給量は686.7トンに上り、上半期としては2012年後で最高の水準に達しました。この年は、金融危機の影響で欧米消費者の投げ売りがなお高水準で推移しており、金価格が過去最高に迫っていたことが大きな動機として働いていました。

上半期は厳しい状況となりましたが、下半期に入れば宝飾品需要は回復する見通しです。インドの主要な祭日であるダンテラスとディワリに加えて、第4四半期は欧米の休暇シーズンに当たるため、需要が下支えされるからです。とはいえ、幾つかの市場ではなお逆風が吹いているため、楽観論は控える必要があります。例えば、中国では経済が減速し、インドでは農村部の所得に下押し圧力がかかっているほか、中東では地政学的情勢が不安定です。一方、リサイクルによる供給量は今後も引き続き価格と経済成長に応じて動き、年内は金の重要な供給源であり続けるでしょう。

7 ワールド ゴールド カウンシルの依頼を受け、TNSが宝飾品の消費者(中国、インド、米国)と投資家(中国、インド、米国、ドイツ)に聞き取り調査を実施した。回答者数は合計1万4,000人。

市場の解説

宝飾品

金の高値が宝飾品セクターに打撃を与えた半面、リサイクルは息を吹き返しました。

Tonnes	Q2'15	Q2'16	Year-on-year change	Year-to-date change
World total	513.7	444.1	↓ -14%	↓ -17%
India	122.1	97.9	↓ -20%	↓ -32%
China	169.0	143.5	↓ -15%	↓ -16%

主要テーマで解説した通り、金価格が幅広い通貨建てベースで不安定ながら高値圏で推移した結果、世界各国の宝飾品の消費が打撃を受けました。多くの市場では消費者心理が冷え込んでいただけに、その影響はさらに深刻なものとなりました。需要が最も大きな影響を受けたのはインドと中国ですが、他の多くの市場でも弱含みしました。年初から需要が伸びた国は、ほんの少数に限られています。

第2四半期の宝飾品需要はわずか444.1トンとなり、四半期ベースとしては2010年第2四半期後で最低となりました。上半期の宝飾品需要は前年同期から185.5トン減り、そのうちインドと中国の減少分が合計149.4トンに達しました。

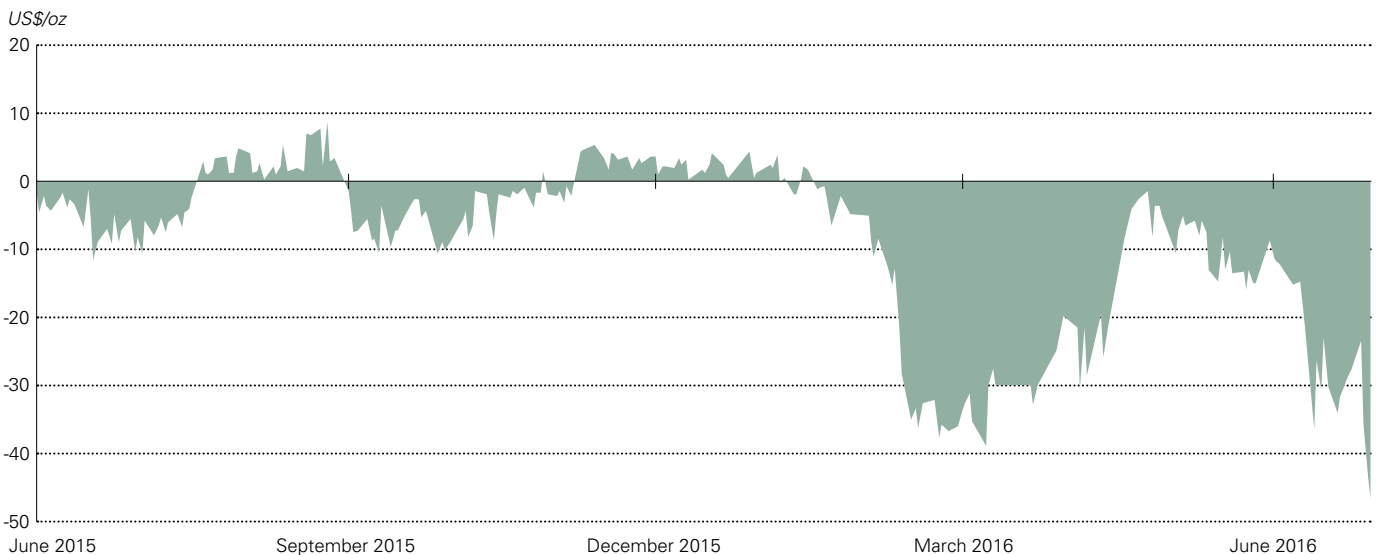
インドの宝飾品需要は今期も低調

インドでは、第2四半期に需要の回復が期待されていましたが、実際には回復しませんでした。輸入が少量に留まり、国内価格が国際価格を大幅に下回ったことが、期待外れの低調な四半期となったことを伺わせました。公式の金輸入量は半減して100トンを割り込み、2013年第4四半期後の四半期実績として最低に落ち込みました。また、国内価格は第2四半期を通して国際指標価格を下回るディスカウント水準で推移し、第2四半期末にはロンドンの指標価格との差が46米ドル/オンスまで拡大しました(図4)。5月にはアクシャヤ・トリティア祭で需要が短期的に押し上げられましたが、第2四半期の需要急落に歯止めをかけるまでには至りませんでした。インド市場が直面していた課題は主として、以下の3つです。

- 金価格の急騰
- 農村部の所得低迷
- 政府規制

図4：需要低迷を受けて、インドの金価格は一貫してディスカウント水準で推移

- 上半期の宝飾品需要はわずか186.3トンに留まり、2009年後で最低を記録。
- 全国規模の宝飾店ストライキは4月に終息したものの、金価格が2013年8月後の最高値を更新したことなどから引き続き需要に下押し圧力がかった。
- 農村部の所得が圧迫されるようになり、宝飾品需要に一層大きな重石となった。



Source: GFMS, Thomson Reuters; Multi Commodity Exchange of India; World Gold Council

宝飾店が全国規模で実施したストライキにより、宝飾品市場は6週間にわたって実質的な機能停止に追い込まれました。ストライキは4月半ばになってようやく終息しましたが、需要の急回復は見られませんでした。市場は機能を回復したものの、消費者は金価格の急上昇に不意を突かれた格好となりました。国内の金価格は国際価格のディスカウント水準で推移していましたが、上昇し続け、10グラム当たり3万ルピーを突破しました。この価格は2年半以上ぶりの最高値であり、インドの消費者にとって心理的に大きな壁となりました。消費者が購入を控えた理由は、価格が高水準に達していたためだけでなく、これほどの高価格は一過性のものに過ぎないと認識されたためでもあります。必要に迫られた購入とアクシャヤ・トリティア祭の贈答以外の消費は、購入のきっかけとなる価格下落まで総じて棚上げされました。

農村部の消費が低迷したことも、宝飾品需要に響きました。農村部の需要はインドの宝飾品需要の半分以上を占めているため、農村部に何らかの問題が生じれば需要に重大な影響が出ます。第2四半期には、雨期の降雨量が2年連続で不足したことが農村部の所得に打撃を与えました。この影響は他のセクターでも明らかであり、農村部の消費低迷が自動車や消費財の売上げ不振の一因として指摘されています。ヒンドゥスタン・ユニリーバ社のサンジブ・メータCEOは、第2四半期の売上げが期待外れに終わったことについて次のように語っています。「降雨量の不足が引き続き重石となっていることは、農村部の伸びが引き続き都市部を下回ったことでも明らかです⁸」。また、IHSオートモーティブ社のアナリスト、アニル・シャルマ氏は、「自動車の需要は農村部に支えられており、この2年間の雨不足に起因する農村部の苦境が現状に映し出されています⁹」と語りました。

最後に、市場では第2四半期も政府規制の影響が続きました。1%の売上税の追加導入（これを機に、宝飾店のストライキが第1四半期に発生）に加え、20万ルピーを超える宝飾品の購入にはPAN（Permanent Account Number：納税者識別番号）カードの提示が義務づけられたことが業界に逆風となり、とりわけ組織的にビジネスを行っている大規模事業者が悪影響を及ぼしました。また、

業者が規制の網をくぐろうとしたため、インドに流入してきた非公式の金が増えるという予想外の副作用も生じました。需要は振るわなままでしたが、第2四半期には推定44トンの金がインドに密輸入されました。ワールド・ゴールド・カウンシルは金の密輸量が2016年通年で昨年の120トンから140～160トンまで増えると見込んでおり、第2四半期の密輸量はこれに合致した水準となっています。

こうした規制関連の問題と密輸の増加を背景に、インドの金セクターは事業改革に取り組み続けました。そうすれば、宝飾品セクターも追随するだろうと考えたからです。全国展開や地域展開する大規模の宝飾店チェーンは売上税の導入に反対しませんでした。独立系の小規模店舗では家族経営が多く、現金取引を好むために、売上税とそれに伴う事務的・経済的な負担の増大に反対しました。透明な商取引、使途不明金の一掃、税制・税務規定の遵守徹底に対する意識が高まり、17州の大手地金商50社が加盟する業界団体Bullion Federation of Indiaが発足しました。

高値相場と経済成長の鈍化が中国の消費者心理を圧迫

中国の金宝飾品需要も同じように軟調でしたが、その理由が金の高値だけではなかった点で状況がやや異なります。中国では期待外れに終わった第1四半期に続き、第2四半期の需要が143.5トンに15%減りました。このため上半期の宝飾品需要は、2012年（322.5トン）後で最低水準となりました。こうした状況の背景にあるのは、消費者心理の弱さです。

中国では、金相場が相対的に荒れると、購入を手控える人が多くなることが明らかになっています。これは、価格が急上昇すると一気に反転するとの懸念が生じるためです。第2四半期にリサイクル金が増加して9四半期ぶりの高水準に達したのも、これで説明がつかず。

宝飾品需要の低迷をもう一步引いて大局的に見ると、中国の景気全般が減速し続けているという理由が浮かび上がります。GDP成長率は第2四半期も前期と同じ6.7%と、やや力強さを欠き、消費者心理を引き続き下押ししました。

8 ユニリーバ・ヒンドゥスタン社が2016年7月18日に開催した、2016年第2四半期の業績発表会上的の発言。
https://www.hul.co.in/Images/jq-16-transcript_tcm1255-484738_en.pdf

9 <http://asia.nikkei.com/Business/AC/India-car-sales-fall-in-May-on-weak-rural-demand>

中国の消費嗜好が変わっていることも、需要に引き続き影響を与えています。ファッション性やデザイン性が高く、独創的な18カラットの商品や宝石をあしらった商品に人気に移り、これまで主流だった24カラット商品が打撃を受けました。ワールド ゴールド カウンシルが実施した消費者調査でも、18カラットの金宝飾品購入者には若年層が多いという傾向が明らかになっているため、18カラットの人気は今後も続く見通しです。2015年に金を購入した人1,000人以上を対象に実施した同調査によれば、18～30歳の対象者では、24カラットよりも18カラット商品のほうが、購入意向が高くなりました(39%に対して25%)。

とはいえ、純度99.99% (フォーナイン)の商品区分も(小幅ながら)引き続き伸びています。ただし、絶対量は少量に留まっています。商品構成が変化している模様で、伸びているのはデザイン性の高い18カラット商品や宝石をあしらった商品、フォーナインの宝飾品です。

宝飾品業界では、5月に導入された刻印規制に伴う混乱が続いています。この規制を受け、サプライチェーンを構成する多くの小売店やメーカーでは物流や事務管理の負担が響き、すでに非常に薄くなっていた利幅をさらに圧迫しました。また、「本来の」ビジネスから注意が逸れる結果ともなりました。業界再編は今後も続き、消費環境の変化に巧みに対応できる企業が長期的に恩恵を受ける流れとなっています。

東南アジアの小規模市場の一部では、第2四半期は一見したところ堅調に推移した市場もあるようです。けれどもこれは概して、前年同期の需要低迷が反映されているにすぎません。金価格が高騰したことを受けて、消費者は購入よりも手持ちの宝飾品の売却に関心を移したため、全体的には金宝飾品の需要がやや低調に推移しました。上半期ベースでは、域内市場は例外なく前年同期から横ばいとなり、変動率は1桁台に留まりました。

中東の需要は低調、イランは好調を維持

中東全域では金の高値、相対的な原油安、地政学的な混乱の長期化という市場環境の中で、需要が予想通り低迷しました。エジプトの需要は5.3トンと、ワールド ゴールド カウンシルが統計を取り始めてから最低に落ち込みました。3月の通貨切り下げに続いて現地通貨は非常に弱いままで、国内金価格は多くの消費者にとって著しい高値となりました。

周辺諸国とは対照的に、イランでは昨年への制裁解除に伴う楽観論が広がり、需要は今期も快方に向かいました。第2四半期の需要は10%増の8トンとなり、上半期では17.9トンに達しました。

トルコでは、第2四半期の需要が前期と同じわずか8.7トンに留まり、前年同期の水準からは25%縮小しました。上半期では17.4トンに低迷し、過去5年間の平均16.3トンをわずかに上回る水準に留まりました。政治不安が続いて観光業が低迷、失業率が上昇したことに加えて、対ロシアの輸出額急減が金に対する国内心理に影響しました。

米国の宝飾品需要は上半期に7年ぶりの高水準に

大統領選挙を控えて市場はやや精彩を欠きましたが、母の日の売り上げが伸びた結果、米国の宝飾品需要は10四半期連続で前年同期を上回りました(1%増の25.9トン)。上半期の需要は48.6トンとなり、2009年後で最高に達しました。販売高の伸びを比較すると、宝飾品と時計は年初からほぼ一貫して、小売売上高全体の伸びを大幅に上回っています。ただし、2015年初めには需要の伸びがやや低迷していたために前年同期との比較が多少嵩上げされていることも事実です。たとえ小幅であっても経済成長が続き、雇用水準が改善していることが需要を下支えしているものの、大統領選が近づくにつれて今後数カ月は、宝飾品に対する購入意欲が衰えるともられています。

欧州の需要は一服

欧州の宝飾品市場も年初から比較的落ち着いています。金価格は上昇しましたが、景気が引き続き回復に向かう中で高級品市場は拡大し続けているために、需要は全般的に前年同期並みか小幅拡大となりました。例外はフランスで、消費者の人気が金からシルバーに引き続き移る中、金の宝飾品需要は2.5トンに2%の小幅縮小となりました。

英国の上半期需要は小幅増加して8.2トンに達し、2010年後の上半期として最高を記録しました。英国では、2001年から2012年にかけて長い間需要が低迷していましたが、その後、力強さを取り戻しています。4四半期の移動平均は2014年末から26トン近辺で推移しており、安定した市場が映し出されています。

投資

不確実性は依然として高く、欧米市場では投資需要が押し上げられました。けれども、アジアと中東ほぼ全域で利益確定売りが出たために伸びが圧縮されました。

Total bar and coin demand				
Tonnes	Q2'15	Q2'16	Year-on-year change	Year-to-date change
World total	209.1	211.6	↑ 1%	↑ 4%
India	37.7	33.1	↓ -12%	↓ -22%
China	45.1	40.2	↓ -11%	↑ 11%

金市場では今年、「パーフェクトストーム」(複数の惨事が生じて重大な影響をもたらすこと)とも言うべき状況が生じて投資需要を歴史的な高水準にまで押し上げました。第2四半期の需要は448.4トンに達し、2010年第2四半期の華々しい実績606トンには及ばなかったものの、四半期としての過去最高に迫りました。この流れを受け、金地金・金貨、ETFへの投資は6月末までの6カ月間に

1,063.9トンに達し、上半期で過去最高を記録しました。金額ベースでは、416億米ドルに達しています。

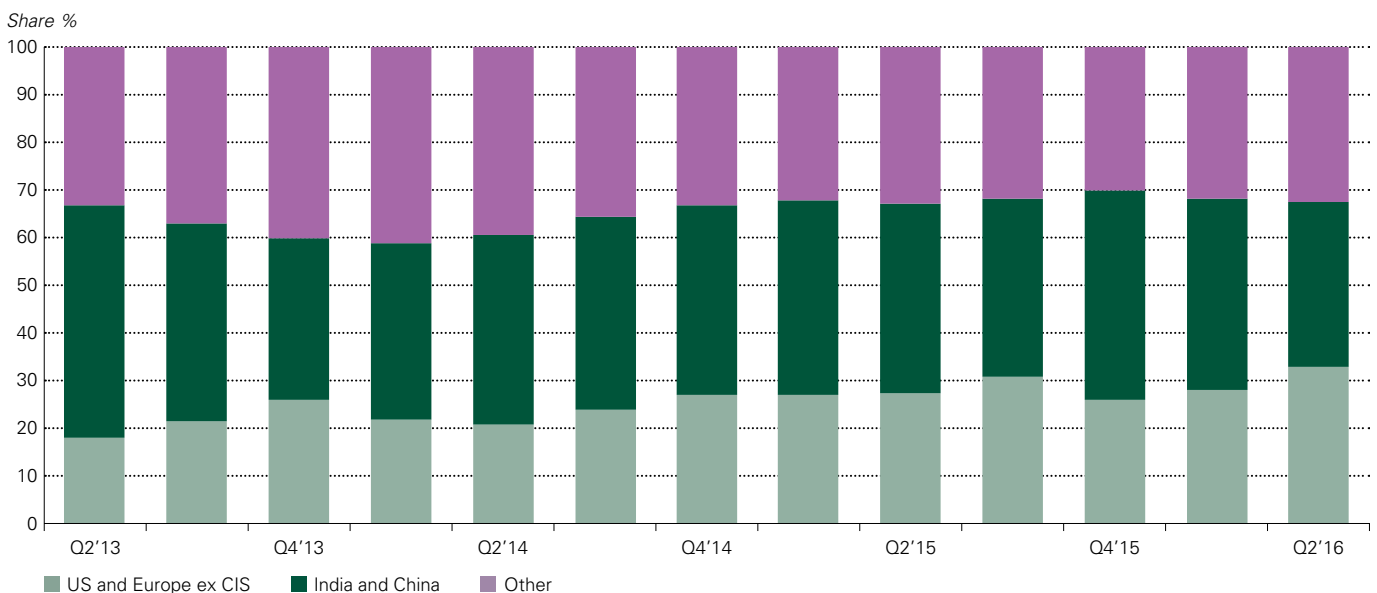
けれども、本当の意味で注目をさらったのはETFです。ETFへの流入は著しい水準に達し、ここ10四半期では累積616.1トンが流出していたのに対し、今年上半期は579.2トンが流入しました。金の裏付けがあるETFの運用資産は2016年上半期に69% (381億米ドル) 増えて、930億米ドルに達しました。これは、2013年第3四半期後で最高の水準です。

このように投資需要の回復を促した主な要因については「主要テーマ」ですでに論じましたが、一言でまとめるとすれば、不確実性の高まりが引き金となって、欧米投資家の蓄積された潜在需要が噴き出したということになります(図5)。不確実性の原因は以下の通りです。

- 景気停滞を食い止めるため、(マイナス金利政策が幅広く導入されたほか)世界各国で金融政策がかつてないほど緩和されている
- 欧米の政治情勢 — つまり、英国国民投票によるEU離脱決定や間近に迫った米国の大統領選
- 米国の利上げペースの鈍化(および、それに伴う米ドル下落)

図5：金地金・金貨の需要で欧米投資家が占める割合が第2四半期に拡大

- 欧米投資家の繰延需要が、年初からの投資急拡大に拍車をかけた主因。
- 不透明性は世界的に高いままであり、今後も投資需要を下支えする見通し。



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

また、金価格の下落が明らかに止まったことは投資家心理の好転を誘ったもう一つの原因（同時に結果）である。

金地金・金貨の需要は第2四半期に211.6トンとなり、前年同期よりもわずかに堅調に推移しました。上半期ベースでは484.7トンと前期比で17%縮小しましたが、前年同期からは4%増えました。金地金・金貨のカテゴリの中で最も力強さを示したのは金貨です。一方、メダル／イミテーションコインの需要は縮小しました（これは純粋に、インドの需要減退でほぼ説明がつかます）。

欧米市場で投資家心理が好転した半面、インドと中国で需要が停滞した結果、第2四半期には金地金・金貨の需要で欧州が最大の市場となりました。

欧州の投資需要は2016年に好調な出足を切り、第2四半期も十分に下支えされてほぼ前年同期並みの44.7トンに達しました（小口投資市場では、これを受けて欧州が最大の市場となりました）。上半期ベースでは104トンとなり、前年同期をわずかに上回りました。第2四半期を細かく見ると、4月、5月に活発な買いが入りましたが、6月には金価格が1カ月の間にユーロ建てで9%、英ポンド建てで19%上昇したために利益確定売りが入り、4～5月分の投資需要の伸びがほぼ相殺されました。

大方の予想を裏切る結果となった英国の国民投票は第2四半期末に行われたため、同期の欧州の投資需要に重大な影響を及ぼすには至りませんでした。けれども、金に対する関心は投票前後でも明らかに相当規模に達していました。これは、王立鑄貨局が「EU残留か離脱かを問う国民投票から1週間経ちましたが、投資家が今も活発に動いています」と指摘したことで裏付けられています。また、オンラインの金投資プラットフォームのプリオンボールもこのトレンドを裏付ける証左を示しました。同プラットフォームは7月初旬、「先月行われた英国の国民投票と金融市場の動揺を受け」、欧米個人投資家の金買いが「3年ぶりの急ペースで活発化した」が、「金価格がかつてないほどの急上昇を示した」ために利益確定売りに相殺された、という分析を掲載しています。

欧州内でも、状況は市場ごとにそれぞれわずかに異なります。特に英国では、第2四半期末の国民投票を控えて投資家間で警戒感がかなり強まっていたため、量的には少量に留まっていたものの、金投資商品に対する関心が高まりました。第2四半期の需要は65%増の3トンに達し、上半期ベースでは3年ぶりの高水準である6.2トンを記録しました。

これに対してドイツでは、金地金・金貨の需要は第2四半期に21.9トンと、前年同期の水準を5%割り込みました。売買は活発でしたが、6月の価格急騰を受けて個人投資家の間で売りが加速し、買いを上回りました。

米国投資家は価格急騰に反応

米国では、第1四半期と同じ投資家行動が第2四半期にも見られ、金地金・金貨の投資もETFと同じように急増しました。価格が急上昇したことを受け、個人投資家向け金商品に対する需要は上半期に前年同期から75%増えました。米国造幣局の金貨販売は跳ね上がり、1オンス・イーグル金貨の販売量は2015年に19万8,500枚でしたが、今年上半期には倍以上に増えて40万5,000枚に達しました。1オンス金貨は、2分の1オンスや4分の1オンスといった小口金貨よりもはるかに人気があります。業界データでも、外国から大量の金貨が輸入されたことが示されています。

中国の投資家は価格急騰を利益確定売りの好機と判断

中国の投資は、第2四半期に弱含みました。前期から半減して40.2トンとなり、前年同期比では11%減少しました。にもかかわらず、上半期ベースでは121.4トンを記録し、需要が異例の高水準に達していた2013年後で最高に達しました¹⁰。

荒い値動きは、利益確定売りに拍車をかけました。価格が急騰したために調整局面が近いとの見方が優勢となり、流動性が著しく高まりました。同じような動きが純金積立プラン（Gold Accumulation Plan、GAP）でも見られ、グロスの流入量は健全な水準を維持したものの解約が大幅に増えて流入を上回りました。投資家ニーズへの対応でGAPが果たす役割やGAPについての詳しい説明は、フォーカスセクションの「中国の商業銀行」をご覧ください。

けれども、中国人投資家の金商品に対する投資意欲は金地金・金貨だけに留まりません。他の商品との競争も激しくなっています。こうした状況は、金の裏付けがあるETFの金保有量が2015年上半期の6.3トンから2016年には24.4トンまで跳ね上がったことにも表れています。

荒い値動きと農村部の所得低迷がインドの投資を圧迫

インドの金市場は1月から6月にかけて、非常に軟調に推移しました。金価格が不安定ながら高値圏で推移したことで供給に起因する需要低迷に追い打ちがかかり、輸入も急減しました。上半期の金地金・金貨の需要は前年同期比22%減の61.2トンと、上半期の実績としては2009年後で最低を記録しました。特に、ここ5年間の四半期平均実績を9%下回っている点が目立ちます。

第2四半期は第1四半期ほど需要が大幅に減少したわけではありませんが、相変わらず軟調で、前年同期比12%減の33.1トンに留まりました。年初には、国内の宝飾品店でストライキが起きて厳しい状況が続きました（宝飾品店は金の投資商品の重要な販売網であり、農村部においては特に重要な役割を果たしているため、ストライキで投資需要が圧迫されました）。アクシャヤ・トリティア祭で年初からの厳しい状況がある程度は落ち着きましたが、金価格が不安定に急騰したために投資関連商品の購入は先送りされました。

10 World Gold Council, *Gold market update Q2 2013* <http://www.gold.org/search/research/market%20update>

農村部では、雨季の降雨量が2年連続で不足したために所得が圧迫されています。また、農村部では都市部よりも速いペースで物価が上昇し続けており、農村部住民が投資に回せる資金がさらに目減りしています。国内価格は明らかに市場の弱さを反映し、第2四半期を通じてロンドンの指標価格を大きく割り込んで推移しました。

先行き見通しでは、降雨量が今年は上向くと見られており、農村部の所得が押し上げられると見込まれています。また、たとえ高止まりしたとしても金価格が落ち着けば、投資資金が再び流入に転じるとみられています。けれども、年初から需要が停滞していたためにサプライチェーン全体で在庫が膨らんでおり、在庫レベルが少なくともある程度下がるまでは、需要がやや上向いたとしても輸入量の増加には直結しないものとみられます。

アジアの小規模市場では、日本が今期もスター・プレイヤー

アジアのほぼ全域では、第2四半期も需要停滞が続きました。金価格が高値圏で推移したために利益確定売りで正味の投資需要が減り、幅広い市場で需要が縮小しました。

ベトナムでは、第1四半期に見られた前年同期割れが続きました。第2四半期の需要は前年同期比18%減の8.9トン、上半期ベースでは20.3トンとなり、すでにもたつき始めていた2015年の上半期実績を19%割り込みました。需要が伸び悩んだ原因は主として、金の高値相場、低インフレ率の持続、比較的に安定した為替レートです。けれども、インフレ率は徐々に上向き始めており、政府が上限と定めている年率5%を超えるようなことがあれば、国内投資家の注意が促されることとなります。特に、金価格が落ち着いていけばなおさらです。

インドネシアでは、第2四半期の金地金・金貨の需要が32%増えて6トンに達しました。需要拡大は概して、比較対象となった2015年の実績が低い水準に留まっていたことを反映したものです。とはいうものの、国内の政治情勢が落ち着きを取り戻し、(インフレ率が低水準に留まる中、景気浮揚策として)6月に予想外の利下げが実施されたことも需要を押し上げました。

日本の投資家は今年、アジア域内で幅広く見られたトレンドに反する動きを示しています。2016年上半期の金地金・金貨の投資は、前年の小幅売り越しから9.3トンの買い越しに転じ、2005年後で最も力強い上半期となりました。第2四半期の需要は5.8トンであり、2006年に売り越しに転じてから初めて4四半期連続の買い越しとなりました。

米ドル建ての金価格が今年25%上昇したのに対して円建ての上昇率は6%に留まり、円高が金をより購入可能な価格にした。さらに、マイナス金利政策、英国のEU離脱問題、世界市場に対する懸念、アベノミクスに対する不信感を受けて、金の投資妙味が上昇しました。6月に安倍首相が消費税増税を(再度)延期したことも日本の経済情勢に対する懸念増大を招き、投資保護、資産保全のために金に対する注目が高まりました。地金商最大手の田中貴金属の発表によれば、6月に同社売上げが急増し、英国のEU離脱決定後は特にその傾向に拍車がかかりました。

また、金に向かったのは個人投資家だけではありません。国内のマクロ経済情勢の悪化と世界的な不透明感の増大に伴い、2016年上半期に金に資金を投じた年金基金の数が増えました。また、金の投資家基盤は年金基金以外の機関投資家にも広がりました。

円高で日本国内の金価格は他の市場ほど急騰していないため、既存の保有者には、売却して利益を確保する強い動機がありませんでした。4月に熊本地震が発生したことも、投資家が積み増しに動く動機となりました。

中東の金地金・金貨の需要は7年ぶりの低水準

中東全域の投資需要は非常に低調でしたが、イランだけは今期も好調を維持しました。需要に影響を与えた要因は高値相場と価格急騰、政治不安の進行、原油安に伴う継続的な所得圧迫、観光客の減少であり、域内のほとんどの市場はそのすべてか、いずれかの影響を受けました。上半期の金地金・金貨の需要は中東全域で34.3トンとなり、2009年後の最低水準に落ち込みました。

イランはこの流れに反して、第2四半期に金地金・金貨の需要が2%増の7.2トンに達しました。同国市場では、昨年の国際制裁解除後に需要が急回復するという恩恵が続いたことに加え、インフレ鈍化に対応するために利下げが実施されて需要がさらに押し上げられました。

トルコでは上半期の需要が8.8トンとなり、歴史的な低水準に落ち込みました。2000年以降のワールド・ゴールド・カウンシルの四半期統計では、過去最低の上半期となりました。高値がその主因であり、新規投資を鈍化させただけでなく一部で利益確定売りを招きました。

フォーカス： 中国の商業銀行

中国はこの10年間で、世界最大の金の産出国・消費国となりました。また、金商品を活発に取引する銀行セクターも誕生しました。商業銀行は中国の金業界で重要拠点となっており、一連の金関連事業を幅広く生み出した結果、金の持ち高が2009年後に大幅に拡大しています。

商業銀行が現物投資を促進

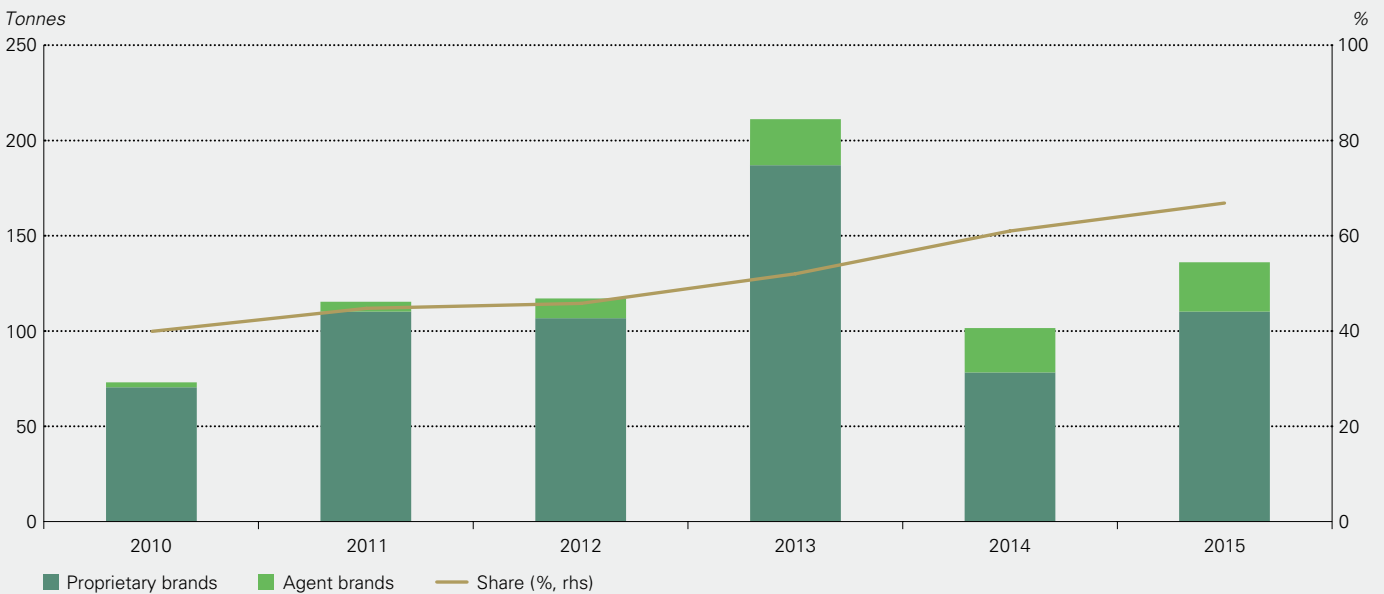
商業銀行が全国に張り巡らせたアクセス性抜群の支店網は、投資需要(1キロ以下の金地金の販売)の6割以上を販売しています(図6)。

中国工商銀行(ICBC)や中国建設銀行(CCB)といった大手行が、リテール市場を支配しています。こうした銀行は通常、自社ブランドを刻印した金地金(自社製ブランド)を販売しています。その代表例が中国工商銀行の「如意金」です。また、自社製ブランド以外の金地金(他社製ブランド)も販売しており、中国人民銀行(PBoC)が発行するパンダ金貨も各行で販売されています。

近年では、規模の小さい銀行が市場に参入し、より幅広い金投資商品を提供して顧客を集めています。こうした商品は一般に軽量で利幅が大きいものであり、その中には、申年を控えた2015年末に平安銀行が最新技術で細工を施して発売した金地金もあります。この金地金は1992年に発行された猿の切手を刻印したもので、その製造過程は切手のデザイナーによって監修されています。

図6：金の現物販売に占める商業銀行の割合が上昇基調に¹¹

- 個人投資家の金現物の購入は堅調を維持。
- 投資需要全体に占める商業銀行の割合は拡大傾向にある。



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

¹¹ 商業銀行以外では、中国黄金集団や周大福といった小売企業の販売が主流となっている。

純金積立商品を取引手段として利用

純金積立プラン（Gold Accumulation Plan、GAP）などの商品も活発に取引されており、金を購入する効率的で柔軟な手段が投資家に提供されています。

中国初のGAPは、ワールドゴールドカウンシルと中国工商銀行が2010年に導入したものです。2010年の発売以降、毎月自動的に金に投資する商品など、数々の類似商品が生まれています。こうした商品は金の現物に裏打ちされており、投資家は金価格に直接影響を受けるようになりました。類似商品を発売した銀行は多いものの、中国工商銀行が今もリーダーの座を維持しています。

投資家はGAPを利用して中短期的な投機資金を金に投資しており、GAPの年間取引規模¹²は2014年、2015年ともに500トンを超えました。金地金・金貨に資金を投じる個人投資家は長期的に保有する傾向があり、GAPを利用する投資家心理とは好対照を成しています。

GAPの取引規模は大きいものの、中国の金需要に与える影響は限定的です。2014年と2015年には、正味25～30トン前後がGAPに流入しました（月々自動的に金に投資する商品も含む）。中国人民銀行のデータによれば2013年は例外で、正味100トン近くがGAPに流入しました。

金のリース取引市場が新たに誕生

金のリース取引市場に参入する商業銀行が、ここ数年で増えてきました。金のリース取引を利用すれば、宝飾品メーカーなどの企業は製造コストの削減や値動きに対するリスクヘッジ、資金調達が可能になります。

金のリース取引に関するデータ提供元は、上海黄金交易所（SGE）と中国人民銀行の2社です。中国人民銀行のデータでは銀行間のリース取引（銀行間取引）と法人へのリース取引とが区別されているために参考になる情報がさらに多くなっている。

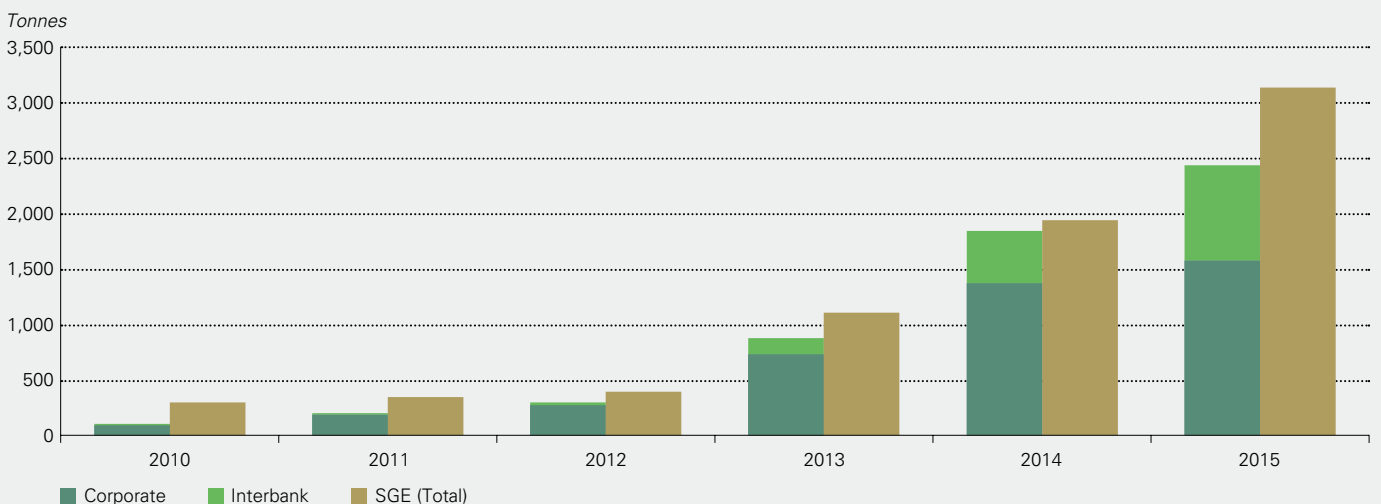
上海黄金交易所のデータでは、金のリース取引が2015年に62%増えて3,136トンに達しました¹³。一方、中国人民銀行によれば、商業銀行のリース取引は2014年から32%増えて2,432トンとなり、その内訳は対法人のリース取引が16%増の1,583トン、銀行間取引が79%増の849トンでした。

上海黄金交易所のほうがデータのサンプル数が大きいので、中国人民銀行のものより推計値データが大きくなる傾向があります。中国人民銀行は商業銀行の本店による取引しかデータで捕捉していないのに対して、上海黄金交易所は支店の取引も捕捉しています。

リースされた金のうち、上海黄金交易所の保管庫を離れるのは約10%と推定されています。リースされた金のほとんどは資金調達を目的とするもので、上海黄金交易所で売却されて現金決済されています。

図7：中国では、金のリース取引の勢いが依然強い

- 金のリース取引の公式データによれば、過去3年間にリース取引量が大きく伸びた。
- 取引拡大の一因は、金のリース取引に参入する商業銀行の増加。



Note: Leasing to corporates and interbank leasing (light and dark green bars) are sourced from PBoC, and the figure of SGE (total) is sourced from Shanghai Gold Exchange.

Source: PBoC; Shanghai Gold Exchange; World Gold Council

12 取引量には、GAPへの資金投下と解約の両方が含まれる。

13 この数字は、報告対象期間中にリースされた金の取引量の合計。例えば、宝飾店Bが商業銀行Aから3カ月借りていた金1トンを返却し、商業銀行Aが返却された金1トンを銀行Cに貸し出した場合、合計2トンの取引量が当該期間中に記録される。

海外にも積極的に展開

中国の銀行は国内市場を開拓するだけでなく、国際的な舞台でも積極的に展開しています。

2014年に節目の1万トンを突破して以来、中国の商業銀行が海外で手がける金のデリバティブ取引が増え続けています。中国人民銀行のデータによると、中国の商業銀行が2015年に海外の取引所やOTC（店頭取引）市場で取引した金は1万3,930トンに達し、前年同期の水準を34%上回りました。

一部の大手行がロンドン貴金属市場協会（LBMA）の指定マーケットメーカーとして市場に直接参加していることも、金の国際市場における中国の役割をさらに大きなものにした¹⁴。また、ICBCスタンダードバンクが先頃、ロンドンの貴金属保管庫を買収したことも、世界最大の金のOTC市場で中国の銀行の存在感が大きくなっていることを例示しています。

商業銀行の金の持ち高が増加

こうした金関連のビジネスを支えるため、商業銀行は金の持ち高を増やしています。

各行の金の保有量に関して信頼できるデータはなかなかありませんが、ワールド ゴールド カウンシルは相当数の銀行のアンニュアルレポートを精査し、各行の貴金属持ち高を人民元建てで確認しました。

この数字で、各行の金関連ビジネスが拡大していることが浮き彫りになります。

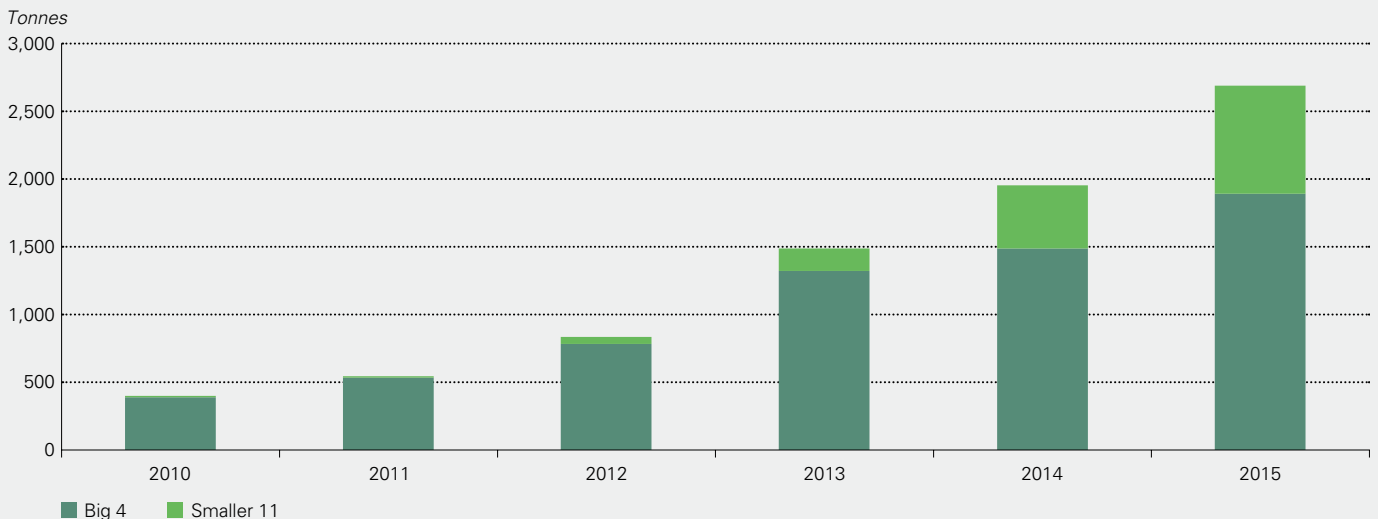
ワールド ゴールド カウンシルが調査した商業銀行15行が保有している貴金属資産がすべて金だと仮定すると、対象行の金の持ち高は2015年に38%増えて約2,700トンに達しました¹⁵。4大銀行¹⁶（中国工商银行、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行）の持ち高は27%増えて1,900トン近くに達しています。

持ち高の伸びは大部分、金のリース取引市場が拡大したことによるものです。また、近年この市場で最も活発に取引しているのは中堅銀行です。4大銀行を除く11行の持ち高は2015年に74%増えて800トン前後に達しました¹⁷。例えば、上海浦東発展銀行は、貴金属資産の持ち高が1年で145%増えた理由について、金の実物リースが増えたためだと説明しています。加えて、2015年には数行が金の輸入ライセンスを取得し、金のリース取引と貴金属の自己勘定取引を一層促進することを公言しています。

商業銀行は明らかに中国の金市場で重要な役割を果たしており、国内はもとより、最近では海外でも金の優れたビジネスを開拓してきました。業界の移り変わりが激しいため、中国の金市場に注目している方々は中国の商業銀行の事業動向にも目を配る必要があるでしょう。

図8：商業銀行は、持ち高を増やしている

- 商業銀行がバランスシート上で保有する金は近年で数倍に膨らんだ。
- 持ち高の増加が、中国の金のリース取引市場の拡大を支えている。



Source: Respective commercial banks; Bloomberg; World Gold Council

14 中国銀行（BoC）、中国建設銀行（CCB）、中国工商银行（ICBC）、交通銀行（BoCom）はいずれも、LBMAからマーケットメーカーの指定を受けている。

15 この仮定はやや大胆であり、貴金属資産のすべてが金であるとは考えにくい。貴金属資産にはプラチナ、銀、パラジウムも含まれているはずだが、そのほとんどは金であるとみられる。100%金と仮定すれば、データの分析とトレンドの把握が容易になる。

16 中国の4大銀行は中国工商银行、中国農業銀行、中国銀行、中国建設銀行。

17 この11行は、中国光大銀行、中国民生銀行、上海浦東発展銀行、平安銀行、招商銀行、興業銀行、寧波銀行、広東発展銀行、恒豊銀行、中信銀行、北京銀行。

中央銀行および その他の公的機関

マイナス金利の問題に英国のEU離脱決定が加わり、不確実性が増大しました。中央銀行は引き続き金の力を借りようとしています。

Tonnes	Q2'15	Q2'16	Year-on-year change	Year-to-date change
Central banks and other institutions	127.3	76.9	↓ -40%	↓ -23%

中央銀行は第2四半期に正味76.9トンの金を購入し、年初からの正味購買量は185.1トンとなりました。前年同期の水準と比較すると、第2四半期は40%、上半期は23%の幅でそれぞれ減少しました。今年上半期は購買量が減少した一方で金価格が25%上昇したため、中央銀行の金保有高は大幅に増加しました。世界の公的機関の金保有高は6月末時点で3万2,800トンを超え、約1兆4,000億米ドルに相当します。これは、金の平均価格が今年第2四半期の平均を約30%上回っていた2013年第1四半期後で最高の水準です¹⁸。

世界の金準備の拡大を牽引したのは今期も主として、ロシア（38.4トン）、中国（25.9トン）、カザフスタン（9.8トン）の積み増しでした。けれども、5月には中国が積み増しを休止したほか、ロシアの購入ペースが鈍化したため、中央銀行の金購入ペースが第2四半期にやや影響を受けました。両国の購入ペースは6月に入ってから、近年の水準に戻っています。新興国を中心とする他国の中央銀行の購入量は、第2四半期は小規模に留まりました。その一方で、ヨルダン（5.6トン）¹⁹、ベラルーシ（2.5トン）、ウクライナ（2.2トン）は同期に売り越したほか、ドイツは推進中の硬貨製造計画の一環として2.7トン売却しました。

2016年1～6月期は、外貨準備管理者にとって特に難しい時期でした。マイナス金利が前例のない規模で広がっただけでなく、第2四半期にはそれと引けを取らないほど前例のない規模の不確実性が英国のEU離脱を巡って生じました。中央銀行が金の購入を継続したことは、特に分散投資と資産保全の観点から、外貨準備管理者にとって金が引き続き極めて重要な準備資産であることを物語っています。こうした環境もあり、質と流動性が高く、介入リスクもない金の特性が際立ちました。

英国のEU離脱決定が震源となり、第2四半期末に金融市場に激震が走りました。英ポンドは対米ドルで31年ぶりの低水準まで下落し、イングランド銀行のマーク・カーニー総裁は景気見通しが悪化すれば金融政策をさらに緩和することを示唆しました。国際通貨基金（IMF）は投票結果を受けて、世界の経済成長見通しを下方修正しました²⁰。

18 本稿執筆時点で、国際通貨基金（IMF）の6月末時点のデータは入手できていない。このため、世界各国の中央銀行が6月末時点で保有する金を推定したうえで、6月末の金価格を用いて数値を算出した。

19 本稿執筆時点で入手できたヨルダンの金準備高データは5月分。

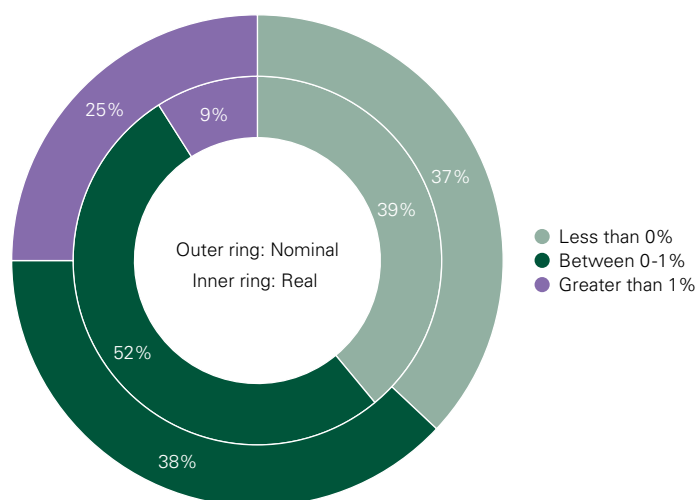
20 International Monetary Fund, *World Economic Outlook Update*, July 2016.

準備資産管理者にとって重要なのは、英国のEU離脱決定が世界各国の国債利回りに重くのしかかり、投資対象資産がさらに縮小していることです。『ゴールド・デマンド・トレンド2016年第1四半期号』で述べた通り、低金利・マイナス金利の暗雲が中央銀行を覆う状況が続いています（図9）。フィッチ・レーティングスは6月末、マイナス金利の国債が11兆7,000億米ドルの巨額に膨らみ、5月末からだけで1兆3,000億米ドル増えたとの試算を発表しました²¹。

マイナス金利がこのように世界中に広がる中、準備資産管理者が打てる手は少なくなっています。また、スイス国立銀行が英国のEU離脱決定後に、スイス・フラン（主要準備通貨であり、資金逃避先と目される）の上昇に歯止めをかけるために為替介入を実施したことも、事態を複雑にしました。加えて7月半ばには、日本銀行の追加緩和示唆を受けて（「ヘリコプターマネー」の導入案が憶測され）、別の主要準備通貨である日本円が米ドルに対して急落して市場の緊張感が高まりました。

図9：先進国諸国の国債発行残高（2016年7月27日現在）

- マイナス金利が広がる中、中央銀行は利回りを確保するために探索の網をもっと広げる必要がある。
- 英国のEU離脱決定は不確実性をさらに高め、英ポンドとスイス・フランに難局をもたらした。



Note: Sovereign debt from Australia, Canada, Denmark, Euro area (investment grade), Japan, Sweden, Switzerland, the United Kingdom and the United States. May not equal 100% due to rounding.

Source: Bloomberg; World Gold Council

21 <https://www.fitchratings.com/site/pressrelease?id=1008156>

テクノロジー

テクノロジー分野の金の消費量はさらに縮小し、エレクトロニクスから歯科用途に至るまで、全領域で軒並み前年同期の水準を下回りました。

Tonnes	Q2'15	Q2'16	Year-on-year change	Year-to-date change
Technology	83.3	80.9	↓ -3%	↓ -3%
Electronics	65.7	63.9	↓ -3%	↓ -3%
Other Industrial	12.8	12.4	↓ -3%	↓ -3%
Dentistry	4.7	4.6	↓ -4%	↓ -4%

テクノロジー用途の金の需要は第2四半期に80.9トンとなり、前期をわずかに上回りましたが、前年同期からは3%縮小しました。代替素材への切り替えや材料の節約を通じたコスト削減が続き、この分野の需要を圧迫しました。

エレクトロニクス機器の販売低迷が金需要の足かせに

2016年第2四半期にエレクトロニクス機器で使用された金は、前期とほぼ同水準を確保したものの、前年同期からは3%減の63.9トンに縮小しました。これは、エレクトロニクス分野の需要としては2013年第4四半期後で最低の水準です。今年上半期に金価格が上昇したため、コスト削減に向かうメーカーの動きが今後はさらに活発化することになるでしょう。全体的に厳しい状況ではあるものの、ワイヤレス機器の分野では需要がやや拡大し、金のボンディングワイヤの需要低迷を一部相殺しました。

アンドロイド端末の好調がiPhoneの販売不振を補った結果、ワイヤレス機器の需要が第2四半期に拡大しました。けれども、この分野で使用される金はチャレンジに直面しています。スマート機器市場が成熟するに伴い、これまでのように2桁台の増加は期待できないのです。見通しが明るい分野は引き続き注目を集めているモノのインターネット (IoT) 対応機器であり、一部デバイスの需要拡大に拍車がかかる可能性があります。

メーカーが金に代えて安価の代替素材を使用しているため、金のボンディングワイヤの需要は減少し続けています。スマートフォンの低~中位機種を手掛ける中国のメーカーは徐々に、パラジウムでコーティングした銅線 (PCC) を使用するようになってきました。フリップチップ実装 (コストが低く、電気的特性や再現性が優れているという利点があり、重要性和存在感が高まり続けている) も金のボンディングワイヤの需要を侵食しています。

歯科用途とその他の産業用途は今後も縮小

その他の産業用途は第2四半期に前年同期の12.8トンから3%減少して12.4トンになりました。需要減少は複数の主要アジア市場で見られ、中国は6%減、台湾は7.5%減、韓国は2.7%減となりました。このように低迷する中、産業用途の一部では回復の兆しが見え始めている分野もあります。

歯科用途の金の需要は総じて審美性が懸念されており、引き続き4~5トン前後で推移しています。第2四半期には、前年同期から4%減って4.6トンとなりました。

金の新規用途が新たに誕生

金とチタンの合金で、硬度が非常に高い新素材が、米国の科学者によって開発されました²²。生体組織と適合性がある素材の中で最も硬い金属素材であり、その硬度はチタン単体の4倍にも達しています。この新素材には医療や歯科で幅広い用途が見込まれており、人工関節に現在使われているチタン製人工物の問題 (寿命が通常は10年前後と短い点) も克服できます。

また、ジョンソン・マッセイ社は金を用いることによって、環境に優しい触媒商品の製造をさらに進化させています。狙いは、ポリ塩化ビニル (PVC) の製造プロセスでこれまで使用されてきた水銀を含む触媒を置き換えるとともに、コスト効率を高めることにあります。このプロジェクトで同社は、英カーディフ大学が選ぶInternational Impact賞をはじめ数々の賞を受賞しています²³。

22 <http://advances.sciencemag.org/content/2/7/e1600319>

23 <http://www.innovation-network.org.uk/innovation-awards/awards/international-impact-award.aspx>

供給

リサイクルの増加と新たなヘッジ取引が生産量の横ばいを補ったため、全体の供給量は10%増加しました。

Tonnes	Q2'15	Q2'16	Year-on-year change	Year-to-date change
Total supply	1,041.7	1,144.6	↑ 10%	↑ 8%
Mine production	789.6	786.9	↓ 0%	↑ 1%
Net producer hedging	-15.2	30.0	- -	- -
Recycled gold	267.4	327.7	↑ 23%	↑ 10%

第2四半期の金の供給量合計は前年同期の1,041.7トンから10%増え、1,144.6トンとなりました。供給拡大の主因は、金価格が高騰したために価格に敏感な複数の市場でリサイクルが活発化したことであり、リサイクル金は前年同期から23%増加しました。鉱山生産量の合計（鉱山生産量とネットヘッジの総量）は第2四半期に5%増えましたが、その内訳を見ると好対照の動きが見て取れます。鉱山生産量はほぼ前年同期並みに留まった一方で、生産者のヘッジ残高は30トン増えました。

生産量が横ばいで推移し、利益率は拡大

第2四半期には鉱山生産量が786.9トンとなり、前年同期の789.6トンとほぼ同水準でした。業界がここ数年コスト管理に注力した結果、生産量は横ばいで推移し続けました。既存鉱山と新規鉱山の生産量が増えましたが、それ以上に大規模鉱山で生産が縮小しました。

カナダでは、エリオノーレとコシェヌア（Cochenour）鉱山が引き続き生産を拡大したほか、カナディアン・マラーティク（Canadian Malartic）とデトゥア湖（Detour Lake）でも生産量が増え、同国全体の鉱山生産量は第2四半期に前年同期から3トン増えました。メキシコでは、第1四半期末に操業を開始したトレックス・ゴールド社のエル・リモン・グアヘ（El Limon-Guajes）²⁴のほか、フレスネーヨ社（増加幅は1.1トン、20%）が今期も同国の生産量を押し上げて前年同期の水準を超えました。ガイアナでは、新規鉱山のオーロラ（Aurora）プロジェクトとカルーニ（Karouni）プロジェクトの生産が拡大し、同国の生産量は前年同期を2トン上回りました。新たに操業を開始した鉱山は全体の鉱山生産量を押し上げていますが、その効果は大きくない見通しです。新規プロジェクトの件数は引き続き少なく、新たに操業を開始する新規鉱山の2016年の生産量は前年の約半分に留まると見込まれています。

モンゴルとインドネシアでは、生産量が前年同期から6トンと12トンの幅でそれぞれ縮小しました。モンゴルのオコトルゴイ鉱山（5.2トン減）とインドネシアのグラスベルグ鉱山（4トン減）で生産量が落ちたのは、双方ともに採掘シーケンシング（mine sequencing）²⁵が原因です。ペルーの生産量低下は、今期も主としてヤナコチャ鉱山の生産量が前年同期の水準を1.6トン下回ったためです。

24 エル・リモン・グアヘ鉱山は、全体の生産量を推定11トン押し上げた。

25 採掘シーケンシングとは、地質学的モデルと採掘プランに基づいて、予め設定した鉱区で鉱石と不要な岩石（すり）を、順を追って採掘するプロセスを指す。

鉱山生産量が横ばいに留まったものの、産金会社は上半期に好業績を残しました。近年コスト管理に注力した結果、コストは2013年から順調に低下しています。第2四半期には、トータルキャッシュコストと全維持コスト (all-in sustaining cost : AISC) が6%と8%の幅でそれぞれ前年同期を下回りました。コスト削減をさらに進めることは次第に難しくなりますが、現在は少なくともコストを制御できています。上半期の金価格の高騰も重なり、産金会社の利幅は一層健全さを増しているように見えます。AISCマージン (売上げからAISCを差し引いた利幅) は第2四半期に479米ドル/オンスと、2013年序盤後で最高水準に達しています (図10)。この利益率の改善は業界に一息つく余裕を与え、産金会社の株価は引き続き幅広い銘柄をアウトパフォーマンスしています²⁶。

ヘッジ残高は今期も小幅増加

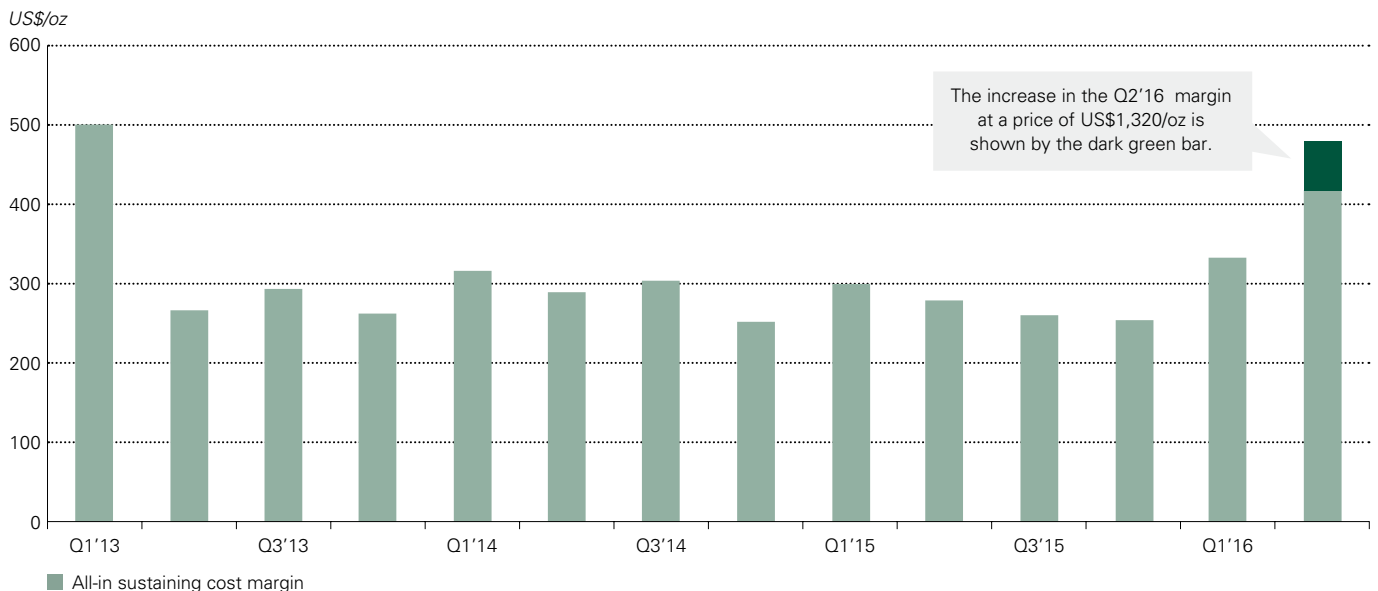
ヘッジは産金会社がこれから採掘する金を先売りする取引であり、この1年で流れがやや変わりました。小幅のヘッジ取引が4四半期連続で見られ、合計113.8トンに達しました。今年上半期には、正

味生産者ヘッジが82.7トンと、前年同期のヘッジ解消17.7トンから増えています。世界のヘッジ残高は300トンを超えるまでに膨らみ、2009年後の最高水準に達しています。ただし、長期的な視点に立つと、この水準は15年前のわずか10分の1にすぎません。

最近のヘッジ取引を正当化する理由は、進行中・将来のプロジェクトに投資するために借り入れた債務の管理・圧縮、相場の乱高下のヘッジ、現地通貨の変動に対する手当などがありますが、そのいずれであっても、究極的な狙いはキャッシュフローを確保することに変わりはありません。業界が近年大きな動きに直面している今、このような慎重姿勢は理解できます。もう一つ特筆すべきは、ヘッジ取引に乗り出したり、拡大したりしている産金会社は一部においてしかヘッジを行っておらず、金価格がさらに上昇すればそれを活かせる状況にあるということです。

図10：産金会社の利幅は、2016年上半期に上昇

- 産金業界全体でコスト削減に注力してきたことに加え、金価格が近年上昇したことは、産金会社の利幅にとって願ってもない好材料となった。
- 第2四半期の全維持コストの前期比縮小幅は1%に留まり、今後は大幅なコスト削減が徐々に難しくなることを示唆している。



Note: Margins are calculated using quarterly average gold prices; margin calculated for Q2'16 uses the most recently available (Q1'16) costs data. The dark green bar shows the increase in margin for Q2 when calculated using the end-June PM fix price of US\$1,320.75/oz, compared with the margin calculated using the average Q2 quarterly price of US\$.

Source: Metals Focus; World Gold Council

26 HUI指数の2016年上半期の上昇率は122%で、FTSE Gold Mines Index (+110%)、S&P 500種株価指数(+3%)、MSCI ACWI Index (±0%)を上回りました。

今年の相場上昇を背景に、多くの産金会社はこの機に乗じて生産する金の価格を確定しようとした。金価格の上昇率は米ドル建てでは25%ですが、オーストラリア・ドルや南アフリカ・ランドといった通貨建てでは史上最高値に迫ったり、これを上回ったりしています(図11)。最近のヘッジ取引のほとんどが集中しているのは、こうした国々です。

オーストラリアでは、ニュークレスト社がテルファー鉱山のヘッジ取引をさらに6.2トン増やしました。新規のヘッジ取引で目立つのはオズ・ミネラルズ社(5.3トン)、アルケイン・リソース社(1.5トン)です。カナダと米国では、アトランティック・ゴールド社(6.7トン)とアレイサー・ゴールド社(5トン)の取引が際立っています。アフリカ西部で採掘するエンデバー・マイニング社は第2四半期に12.4トン(40万オンス)をヘッジしました。これは、ヘッジ期間中の推定産出量の50%に相当します。第3四半期に入って直後、南アフリカのハーモニー・ゴールド社は、2017~2018年度の生産総量の20%

に相当する13.4トン(43万2,000オンス)をヘッジしたと発表しました。これにより同社は、コスト水準の高い一部鉱山で利幅を確保することができるはずで

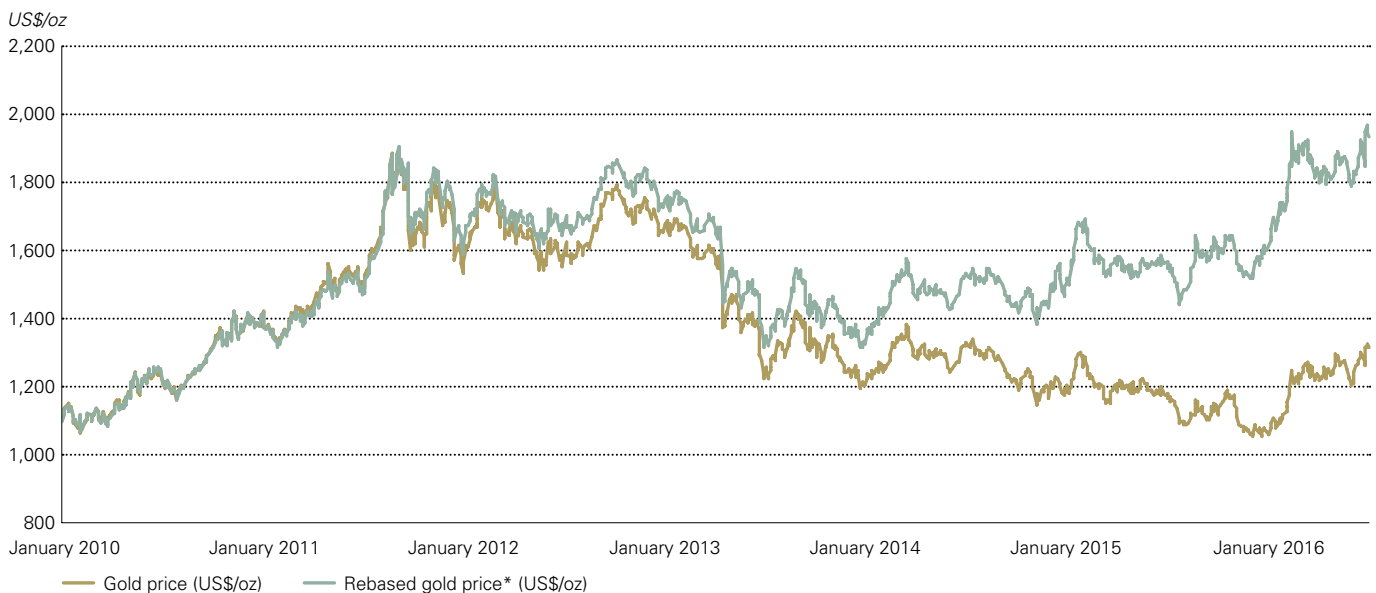
す。ワールド・ゴールド・カウンシルの今後の見通しは変わっておらず、価格が上昇すれば小規模のヘッジが散発的に行われる可能性があるものの、大規模なヘッジ取引が相次ぐことはないでしょう。

価格高騰を受けてリサイクル金が急増

リサイクル金の供給は第2四半期に、前年同期の267.4トンから23%増えて327.7トンに達しました。この伸びは主として、今年年初から見られた相場の急騰の影響です。米ドル建てでは6月末までに金価格が25%上昇しましたが、価格に敏感な多くの市場では通貨の変動幅が大きかったために金価格の上昇率が米国建てを大幅に上回りました。上半期ベースでは、リサイクル金の供給量は686.7トンとなり、前年同期の625.9トンから10%増えています。

図11：産金会社の「現地」金価格は史上最高値を更新

- 主要産金国の通貨をベースとした金価格は、米ドル建て金価格より上昇した。
- 特にオーストラリアと南アフリカの通貨安が業界に追い風となった。
- 産金会社のヘッジ取引増加は主として、産金会社が金価格の上昇を活かして販売価格を確定しようとしたためである。



*The rebased gold price has been adjusted for local currency movements for the largest 20 gold producing countries. Local currencies are indexed from January 2010, and weighted based on 2015 gold production volumes.

Source: Bloomberg; World Gold Council

インドでリサイクル金が増えたのは、農村部の消費者が売却に動いたためであって、宝飾品の消費者が一様に手持ちの品を売却したわけではありません。ここ数年は天候要因が農村部の所得に影響を与えており、種撒き期を控えて種などの農耕品を購入する資金源として金が好都合となりました。

こうした流れに反した主な国はトルコで、リサイクル金が前期から大幅に縮小したほか、前年同期からは小幅縮小しました。けれども、

こうした状況は2014年と2015年にも見られています。年初の価格上昇は、上げ相場に乗じたい消費者の売りを相次いで誘いました。第2四半期には価格がさらに上値を迫りましたが、リサイクルは通常レベルに戻りました。政治不安が引き続きトルコを覆ったほか、テロ関連の事件が相次ぎ、不安感が増幅したためです。その結果、多くの消費者は手持ちの金を「枕の下」預金のまま置いておくことを選んだ可能性があります²⁷。

27 ワールドゴールドカウンシル「トルコ：活躍する金」、2015年7月

注記および定義

全統計の単位は純金重量である（明記されている場合を除く）。

注記

データの改定

全データは、新情報に照らして改定される可能性がある。

過去データシリーズ

2014年第1四半期以降の需要・供給データは、メタルズ・フォーカス社から提供を受けている。2010年第1四半期から2013年第4四半期までのデータは、比較的シンプルな統計手法を使用してメタルズ・フォーカス社のデータとトムソン・ロイター GFMS社のデータを統合したものである。統合プロセスの詳細については、ジェームズ・アブディー博士の『*Creating a consistent data series*』（<http://www.gold.org/supply-and-demand/gold-demand-trends/back-issues/gold-demand-trends-q1-2015#package>）を参照ください。

定義

中央銀行およびその他の機関

(Central banks and other institutions)

中央銀行およびその他の公的機関（IMFをはじめとする超国家機構等）の純購入量（すなわち、総購入量から総売却量を控除した数量）。スワップやデルタヘッジの影響は対象外とする。

消費者需要 (Consumer demand)

ある国において生じた宝飾品消費と金地金・金貨の総投資の合計。すなわち、個人が直接購入した金の量（純金重量）。

エレクトロニクス (Electronics)

半導体やボンディングワイヤ等の電子部品の生産のために使用された金の量。

歯科用途 (Dentistry)

未加工の金を、歯科用途向け中間体や最終製品に一次加工すること。歯科合金などが含まれる。

ETFおよび類似商品 (ETF and similar products)

次のETFおよび類似商品を含む：SPDR Gold Shares、iShares Gold Trust、ZKB Gold ETF、ETFS Physical Gold/Jersey、Gold Bullion Securities Ltd、Central Fund of Canada Ltd、Xetra-Gold、Julius Baer Precious Metals Fund – JB Physical Gold Fund、Source Physical Gold P-ETC、Sprott Physical Gold Trust。今後、新商品を適宜、対象商品に加える可能性がある。金の保有高は、ETF / ETC発行体の報告に基づく。データが入手できない場合、報告された運用資産を基に保有高を算定している。

加工 (Fabrication)

金塊から中間製品または最終製品への一次加工。

金の需要 (Gold demand)

宝飾品への加工量と、テクノロジー、金地金・金貨、ETFおよび類似商品の需要量の合計。

宝飾品 (Jewellery)

新たに生産された金宝飾品と金製の時計すべてに対する最終消費者の需要であり、金のみで生産された商品か他の素材と組み合わせた商品かは問わない。中古宝飾品、金メッキを施した金以外の金属製の商品、宝飾品として使用される金地金・金貨、手持ちの金宝飾品を下取りに出して購入された商品は対象外とする。

宝飾品の加工 (Jewellery fabrication)

宝飾品の加工（金塊から中間製品または最終的な宝飾品への一次加工）データは、表4に表示している。宝飾品の消費には生産者と流通業者による輸出入、在庫の補充／処分量が入っていないため、宝飾品の加工とは異なる。

LBMA金価格午後決め値 (LBMA Gold price PM)

特に記載しない限り、金価格は2015年3月20日以降、ICEベンチマーク・アドミニストレーション (IBA) が管理するLBMA金価格午後決め値であり、それ以前はロンドン午後決め値に基づく。

ロンドン午後決め値 (London PM Fix)

特に記載しない限り、2015年3月20日より前の金価格はロンドン午後決め値に基づく。それ以降は、ICEベンチマーク・アドミニストレーション (IBA) が管理するLBMA金価格午後決め値に基づく。

メダル／イミテーションコイン (Medals/imitation coin)

民間および国家の造幣局が手がける、額面価格のない金貨への加工。この分野ではインドが圧倒的で、平均で世界の90%前後を占める。「メダリオン」は、インドの非公定金貨に与えられた名称。純度99%以上のメダル、小口で販売されるワイヤや金塊も対象。

鉱山生産量 (Mine production)

世界の金探掘量（純金重量）。零細および小規模採掘事業（ASM、ほとんどが闇業者）の金産出量も推定して対象としている。

産金会社のネットヘッジ (Net producer hedging)

産金会社による金の先売り、貸し付け、およびオプション・ポジションの現物市場に対する影響を示す。ヘッジは金の売却、つまり金を（既存在庫から）市場に放出する取引を加速させる。ヘッジ活動によって、長期的に金供給が正味で増えることはない。ヘッジ解消（ヘッジ・ポジションを手仕舞いするプロセス）の影響は逆で、ある四半期において市場に放出される金の量を圧縮する。

公定金貨の需要 (Official coin demand)

個人の金貨への投資。国家の造幣局による鑄造量と等しく、鑄造された硬貨は発行国の法定通貨か、または従来、法定通貨であったもの。発行国ではなく、消費国においてネットベースで需要を測定する（例えば、オーストラリアのパース造幣局は鑄造した硬貨の大半を世界の流通網を通じて販売している）。実務上、地金ではなく最終的に硬貨とみなすことが決まっている多くの硬貨の一次販売を含む。

その他産業用途 (Other industrial)

産業用途において、電気メッキに使用されるシアン化金カリウム等の化合物の生成に使われる金や、金メッキを施した宝飾品、金糸等のその他の装飾品の生産に使われる金。この分野では、インドが需要の相当部分を占める。

店頭市場 (Over-the-counter)

店頭（OTC）取引（「取引所外取引」とも呼ばれる）は、証券取引所を通じて行われる取引所取引とは異なり、2当事者間で直接行われる取引を指す。

金地金現物の需要 (Physical bar demand)

『ゴールド・デマンド・トレンド』に記載されている国々で広く流通している小口バー（1キロ以下）に対する個人の需要。特定可能な場合、オンライン業者を通じて購入し保管されている需要も含む。純購入量として測定する。

リサイクル金 (Recycled gold)

売却された加工品または販売用の加工品から得られた金で、延べ棒状に鑄直されたもの。特に、現金化のために売却された金を指す。（例えば、消費者が宝飾品店で）他の金商品購入のために下取りに出した金や、プロセス・スクラップ（加工品になることのない、精錬所に戻される金スクラップ）は対象外。リサイクル金のほとんど（約90%）は価値の高い金（大半が宝飾品）であり、残りはノート型パソコン、携帯電話、基板等の産業廃棄物から回収された金である。リサイクルについての詳細は、ボストン コンサルティンググループとワールド ゴールド カウンシルが2015年3月に発行した『*The Ups and Downs of Gold Recycling*』（www.gold.org/supply-and-demand）を参照ください。

余剰／不足分 (Surplus/deficit)

金の総供給量と総需要量の差異。一部は統計上の残差であり、OTC市場の需要や商品取引所の在庫変動分、加工用の在庫変動分も含む。

テクノロジー

エレクトロニクス製品の生産、歯科、医療、装飾等のテクノロジー関連用途において使用される金の総量。この分野で最も大きいのはエレクトロニクス。ここには、宝飾品のメッキ用の金も入る。

トン (メートルトン) (Tonne (Metric))

純金 1,000 キログラム、または 3 万 2,151 トロイオンス。

金地金・金貨の総投資 (Total bar and coin investment)

金地金現物、公定金貨、メダル／イミテーションコインに対する需要の総量。

総供給量 (Total supply)

鉱山生産量、産金会社のネットヘッジ、リサイクル金の総量。

著作権およびその他の権利について

© 2016 World Gold Council. All rights reserved. ワールド ゴールド カウンシルとそのシンボルマークは、ワールド ゴールド カウンシルまたはその関連会社の登録商標です。

LBMA 金価格についての言及はいずれの場合も、情報提供のみを目的として提供しているものです。ICE ベンチマーク・アドミニストレーション・リミテッドは、かかる価格の正確性またはかかる価格を基準とし得る原資産について、いかなる責任も負いません。

その他のサードパーティーのデータおよび情報は各サードパーティーの知的財産であり、あらゆる権利は当該サードパーティーに帰属します。本レポート内の統計および情報を転載、配布またはその他の方法で使用するを目的として、内容を複製、再発行または再配布することは、フレームリンクまたは類似の手法を含め、いかなる場合も明示的に禁じられています。ただし、ワールド ゴールド カウンシルまたは適切な著作権者から書面による事前許可を得、以下の方法に従う場合にはこの限りではありません。

本レポート内の統計を使用することは、公正な業界慣行に従って検討および解説（メディアの解説も含む）を目的とする場合に許可され、次の2つの前提条件に従うものとします。(i) データまたは分析の限定的部分を抜粋して使用する、かつ (ii) かかる統計を使用する際はいかなる場合においても、ワールド ゴールド カウンシルおよび適切な場合には、トムソン・ロイター社を出典元として明記する。ワールド ゴールド カウンシルの分析、解説およびその他の内容を短く抜粋することは、出典元としてワールド ゴールド カウンシルを記載する場合に許可されます。本レポートまたは本レポート内の統計の全部あるいは相当部分を転載、配布またはその他の方法で使用することを禁じます。

本資料内の情報の正確性を期すため、ワールド ゴールド カウンシルはあらゆる努力を払っていますが、かかる情報の正確性、完全性または信頼性について担保または保証しません。本資料の使用により直接的または間接的に損失または損害が生じても、ワールド ゴールド カウンシルは一切責任を負いません。

本資料に記載されている情報は一般的な情報提供および啓蒙のみを目的として提供しているものであり、金、金関連商品または有価証券、投資商品等その他の商品の売買提案または売買提案の勧誘と解釈されるものでも、解釈すべきものでもありません。本資料中の情報は、潜在的投資家の投資目的または財務状況に何らかの金関連取引が適切であるという趣旨の助言などに限らず、いかなるものであれ、金、金関連商品または有価証券、投資商品等のその他の商品の売買またはその他の処分に関して提案しているもの、あるいは投資等の助言を提供しているものと解釈すべきではありません。本資料中の何らかの記述に依拠して、金、金関連商品または有価証券、投資商品等のその他の商品への投資判断を行うべきではありません。潜在的投資家は投資判断を行う前に、各自の財務アドバイザーに助言を求め、各自の財務的二スおよび状況を勘案し、かかる投資判断に付随するリスクを慎重に検討すべきです。

以上のいずれに制限されることもなく、本資料中の何らかの情報に依拠して下された意思決定または取られた行動に対して、ワールド ゴールド カウンシルまたはその関連会社は一切責任を負いません。また、本資料に起因、関係、または関連して生じた必然的、例外的、懲罰的、偶発的、間接的または類似の損害に対して、たとえかかる損害が生じる可能性について通知を受けていたとしても、ワールド ゴールド カウンシルおよびその関連会社はいかなる場合も責任を負いません。

本資料には、将来予想に関する記述（フォワード・ルッキング・ステートメント）が含まれています。

「考える (believe)」 「予想する (expect)」 「可能性がある (may)」 「示唆する (suggest)」 または類似する用語を使用している記述は、「将来予想に関する記述」と特定されます。本資料中の将来予想に関する記述は現時点における予想に基づくものであり、多数のリスクおよび不確実性を伴います。これらの将来予想に関する記述は、利用可能な統計に対するワールド ゴールド カウンシルの分析に基づいています。将来予想に関する記述に関わる前提条件には、今後の経済情勢、競争状況、および市場状況等に関する判断が含まれており、いずれも正確に予測することが困難または不可能です。さらに、金の需要および国際的な金市場には多大なリスクが伴うため、将来予想に関する記述に内在する不確実性が高まります。本資料に含まれる将来予想に関する情報に多大な不確実性が内在している点を踏まえ、かかる情報が本資料に掲載されていても、ワールド ゴールド カウンシルが将来予想に関する記述の実現を表明しているとみなすべきではありません。

ワールド ゴールド カウンシルは、将来予想に関する記述に必要以上に依拠しないよう警告します。ワールド ゴールド カウンシルは、新たな情報、将来の事象またはその他によって、通常の公表サイクル以外で将来予想に関する記述を更新または改定する意思はありません。ワールド ゴールド カウンシルは将来予想に関する記述を更新する責任を一切負わないものとします。

World Gold Council
10 Old Bailey, London EC4M 7NG
United Kingdom

E marketintelligence@gold.org

T +44 20 7826 4700

F +44 20 7826 4799

W www.gold.org

英語版発行：2016年9月

日本語版発行：2016年9月