

ゴールド・デマンド・トレンド

2016年第3四半期

2016年11月

主な変化

Tonnes	Year-on-year	Year-to-date
Gold demand	↓ -10%	↑ 7%
Jewellery	↓ -21%	↓ -18%
Technology	↓ -1%	↓ -5%
Investment	↑ 44%	↑ 98%
Central banks and other institutions	↓ -51%	↓ -33%
Supply	↑ 4%	↑ 8%

Source: Metals Focus; World Gold Council

目次

主要テーマ	02
市場の解説	07
宝飾品	07
フォーカス：米国の宝飾品 —	
購入動機と成長機会	11
投資	13
フォーカス：第4四半期アップデート —	
価格が消費者需要に及ぼす影響	16
中央銀行およびその他の公的機関	17
テクノロジー	18
供給	19
注記および定義	21

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

高値を背景に、金需要が世界的に低迷

第3四半期の金需要は、10%減少して992.8トンになりました。唯一の成長分野はETP（上場取引型金融商品）で、145.6トンがETPに流入しました。金地金・金貨と宝飾品は第3四半期も非常に軟調に推移し、年初からの消費者需要は16%減少しました。

主要テーマ（詳細は2～6ページを参照）

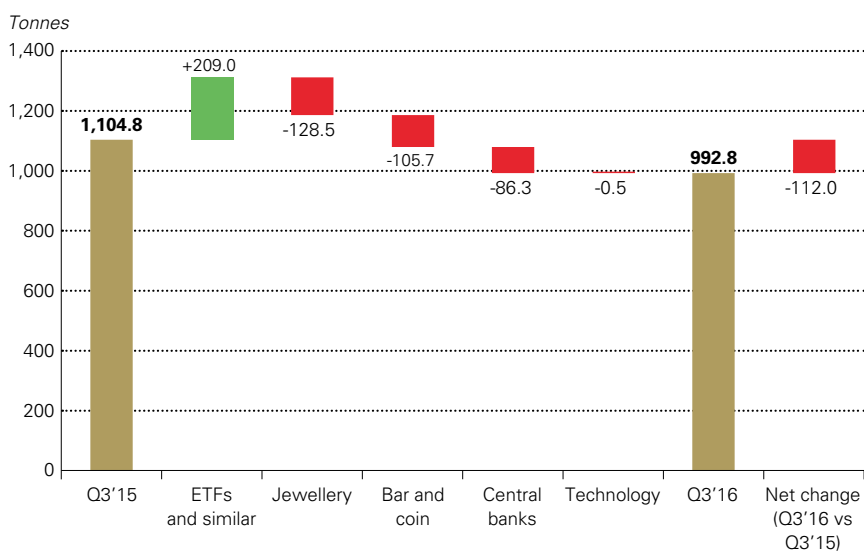
ETPが堅調に推移しました。 今年上半期よりはやや減速しましたが、投資家は戦略的に持ち高を増やしました。

インドは低迷しました。 史上最高値に迫る価格、依然弱々しい農村部のセンチメント、政府規制を背景に市場は苦戦し、第3四半期も需要が低調に推移しました。

リサイクルが急増しました。 金の高値に加えて、一部市場が構造的に変化した結果、リサイクル金が4年ぶりの高水準に達しました。

注目グラフ

ETPへの資金流入が続き、他の分野の落ち込みを一部相殺



Source: Metals Focus; World Gold Council

主要テーマ

金の裏付けがあるETPへの投資動機はなお衰えず

第3四半期の金需要で唯一の明るい材料はETPでした。欧州のETPが資金流入を牽引し、流れが米国から欧州へと移りました。

投資家は引き続きETPを通じて、金への資金配分を戦略的に引き上げています。資金が勢いよく流入していた上半期からはやや減速しましたが、第3四半期も3四半期連続でETPへの投資が大きく伸びました。第3四半期のETP流入量は正味145.6トンに上り、ETPの運用残高は2,335.6トンと2013年4月からで最高に達しました。年初¹からの流入量は725トンとなり、ここ10四半期の累計流出量616トン（金額にして645億米ドル）を大きく上回っています。

表1：2016年第3四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\$mn			
	Q3'15	Q3'16	5-year average	Year-on-year change	Q3'15	Q3'16	5-year average	Year-on-year change
Demand								
Gold demand	1,104.8	992.8	1,120.5	↓ -10%	39,934.9	42,603.9	50,532.9	↑ 7%
Jewellery	621.6	493.1	580.1	↓ -21%	22,469.7	21,161.3	25,814.7	↓ -6%
Technology	82.8	82.4	88.9	↓ -1%	2,994.5	3,534.0	4,024.2	↑ 18%
Investment	232.4	335.7	311.4	↑ 44%	8,399.2	14,404.2	14,399.7	↑ 71%
Total bar and coin	295.8	190.1	316.8	↓ -36%	10,690.7	8,156.8	14,485.1	↓ -24%
ETFs and similar products	-63.4	145.6	-5.4	- -	-2,291.5	6,247.4	-85.4	- -
Central banks and other institutions	168.0	81.7	140.1	↓ -51%	6,071.4	3,504.3	6,294.2	↓ -42%
Consumer demand in selected markets								
India	271.2	194.8	209.8	↓ -28%	9,802.4	8,358.8	9,465.0	↓ -15%
China	233.8	182.5	252.2	↓ -22%	8,451.3	7,830.8	11,252.5	↓ -7%
Middle East	68.1	44.0	77.1	↓ -35%	2,462.7	1,888.0	3,464.1	↓ -23%
United States	57.3	43.6	45.8	↓ -24%	2,069.4	1,871.2	2,047.8	↓ -10%
Europe ex CIS	72.9	50.3	80.6	↓ -31%	2,634.9	2,157.3	3,659.5	↓ -18%
Supply								
Total supply	1,127.2	1,172.7	1,116.6	↑ 4%	40,745.1	50,325.0	50,065.0	↑ 24%
Total mine supply	865.6	831.8	775.0	↓ -4%	31,290.4	35,696.6	34,385.9	↑ 14%
Recycled gold	261.6	340.9	341.6	↑ 30%	9,454.8	14,628.4	15,679.1	↑ 55%
Gold price								
LBMA Gold Price (US\$/oz)	1,124.3	1,334.8	-	↑ 19%	-	-	-	-

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

1 本レポート中の年初からの累計データとは、9月末までの数値を指す。

投資はここ数力月の流れを引き継ぎ、主として長期的な保有を目的とする戦略的な投資に牽引されたようです。これまで金に投資していなかった機関投資家が多額の資金を金に投じる機会を次第に模索するようになっていくほか、金価格が低迷した2013年から15年にかけてポジションを手仕舞った投資家が投資を再開していることが実地調査で明らかになっています。10月初めに金価格が10%下落したにもかかわらず、同月を通じて資金流入が続いたことは、ETF投資が価格動向を追うものではなく戦略的な動機によるものが中心であることを一層強く浮き彫りにしています。

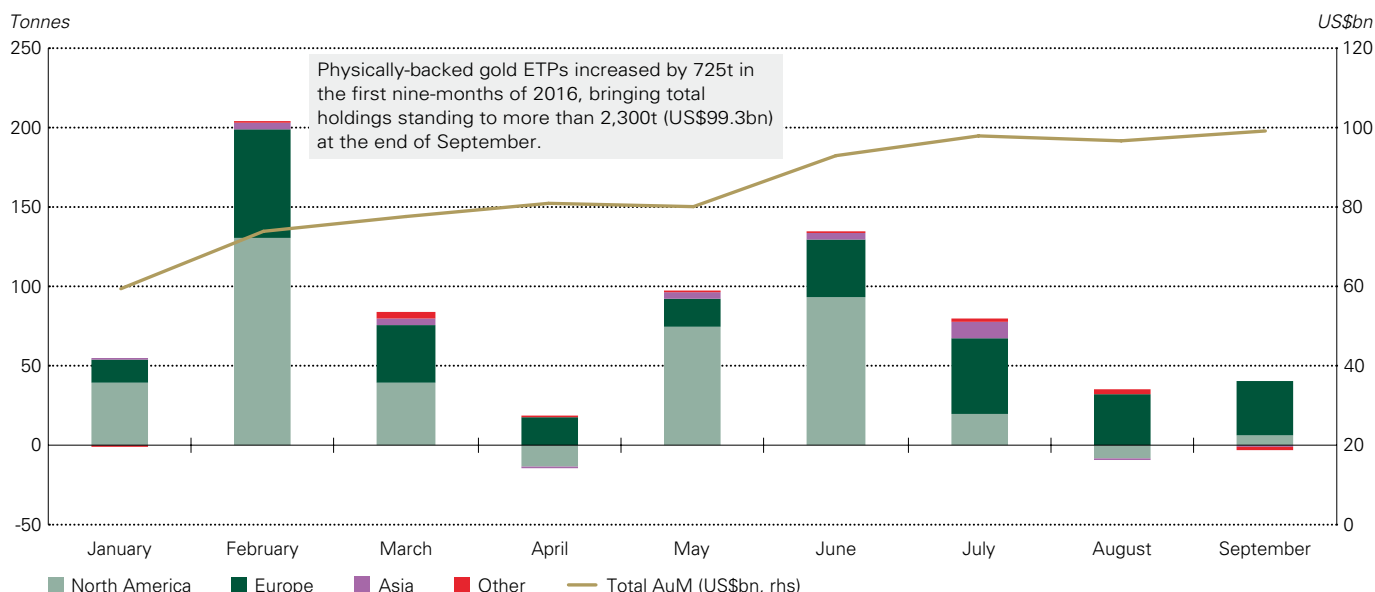
こうした投資を下支えする要因は変わっていません。マイナス金利政策のほか、名目金利と実質金利が総じて過去最低水準で推移する環境が主要因となり、こうした投資商品への資金流入を引き続き牽引しています。また、政治的な不透明感も大きな影響を及ぼし

ています。その原因は、米国の大統領選挙（今年、北米でETPへの資金流入を下支えした）だけではありません。欧州でも、英国の国民投票によるEU離脱決定に続き、2017年にはフランス、ドイツ、オランダ、そしておそらくイタリアでも選挙が行われる見通しであることから、政治的な不透明感が次第に広がっています。

こうした状況を背景に、当然ながら需要の中心地が変わりました。今年上半期にETPへの資金流入を牽引したのは米国のETPでしたが、第3四半期には欧州の投資家がバトンを引き継ぎました。同四半期には、ETPへの資金流入のうち欧州商品への投資が78%を占めています（図1）。このほか、中国の投資家は上半期に国内商品への投資を287%増やした上に、第3四半期にさらに10トン（39%）積み増しました。

図1：第3四半期には、現物の裏付けがある金ETPへの投資の主役が欧州ETPに

- ETPへの資金流入のうち、欧州ETPの比率は上半期には33%に留まっていたが、第3四半期には145.6トンのうち78%を占めた。
- 絶対量はなお小さいものの、中国ETPの運用残高は第3四半期も著しく伸びた。ETPへの投資が容易になったことを受け、国内の小口投資家が勢いづいた。



Source: Respective ETP providers; Bloomberg; ICE Benchmark Administration; World Gold Council

インドは透明性の確保に苦戦

インドの消費者は引き続き課題に直面しています。特に厄介なのは、政府が透明性と責任の明確化を求めていることです。

インドの金市場は厳しい上半期を経て、第3四半期も同じような状況が続きました。消費者需要は以下の要因が重なったため、数年ぶりの低水準に落ち込みました。

- 高値圏にある金価格と不安定な値動き
- 農村部住民のセンチメントの冷え込み
- 政府規制

国内の金価格は10グラム当たり3万～3万1,000ルピーと2013年以来の高値を付け、金の需要の重石となりました。また、金の価格水準に加えて値動きも激しく、需要を圧迫しました。インドの消費者はこれまで何度も見られたように価格上昇にも徐々に適応していきますが、値上がりに加えて値動きも激しくなると甚大な影響が生じます。

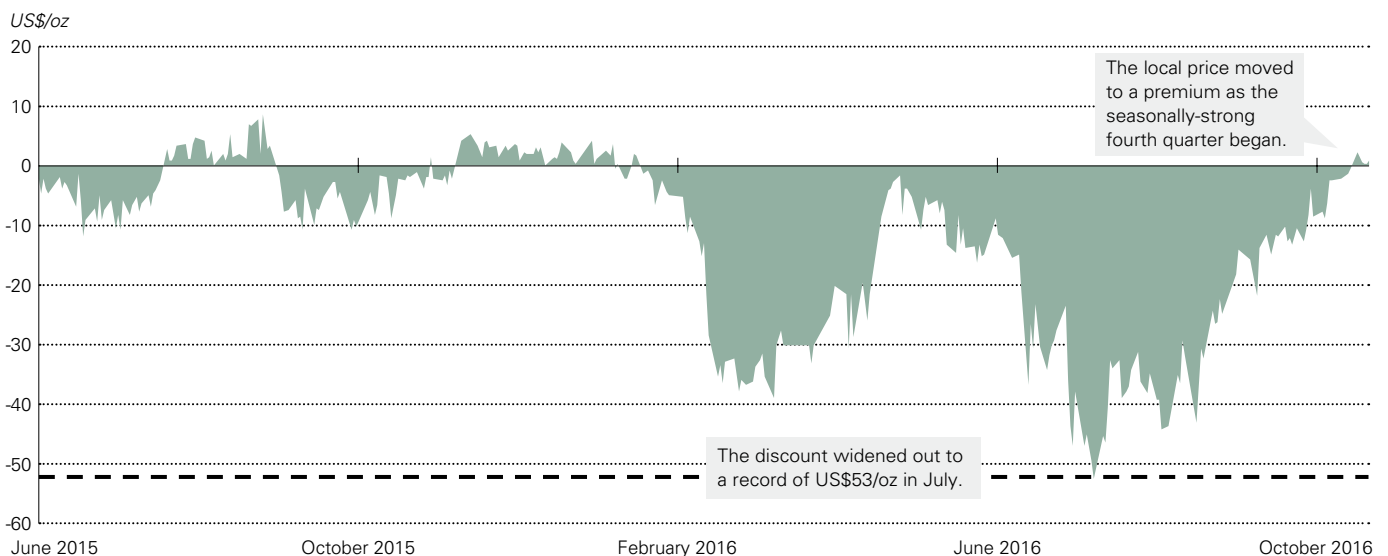
インドの農村部の消費者は価格上昇に適応しなければならないだけでなく、近年は可処分所得の減少にも悩まされてきました。今年は雨期に十分な雨が降ったため、金需要の中心層である農村部の需要に追い風となるはずですが、直近2年間は雨期の降雨量が不足したために、農村部の住民は所得回復を図ろうと努力を重ねています。また、農村部のインフレが引き続き都市部を上回り、農村部の家計がさらに圧迫されています。

けれども、需要に最大の影響を及ぼしているのはおそらく、政府が引き続き国内経済全体に対して規制強化と責任の明確化を求めていることです。金市場も例外ではありません。

金産業を規制し、改革するために政府はこの数カ月間に様々な施策を講じてきました。『ゴールド・デマンド・トレンド2016年第2四半期号』でも触れた通り、政府は金宝飾品の製造業に1%の売上税を課したほか、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) カードの提示を義務づけました²。さらに、現金取引を助長しかねないとして所得の申告漏れを取り締まっているほか、金宝飾品の基準確立に向けて刻印規制の導入準備も進めています。

図2：需要低迷を背景に、インドの国内金価格は第3四半期に大幅なディスカウント水準に下落

- インドの消費者は第3四半期に存在感を著しく欠き、国内金価格は国際価格を大きく下回った。
- 金の高値と価格の乱高下、農村部の所得下押し圧力の継続、規制強化が重なって、市場は厳しい状況となった。
- 需要回復に伴い10月には価格が小幅プレミアムに戻り、2016年の年末に向けて明るい兆しが見える。



Source: ICE Benchmark Administration; Multi Commodity Exchange of India; World Gold Council

² PAN (Permanent Account Number : 納税者識別番号) カードには、所得税局が納税者一人ひとりに発行した固有の10桁の英数字が記載されている。この番号は個別の識別番号として機能し、PANカード保有者の全取引記録を参照できる。

こうした施策が長期的に目指しているのは、透明性の向上と責任の明確化です。ひいては、金産業を徐々に「秩序立った」方向に導いていこうとしています。けれども、その過程では通常、痛みが生じます。こうした新しい施策が導入された直後には、消費者と業界サプライチェーン参加者の双方に動揺が生じました。その結果、新しい規則に適應するために業務に支障が生じたり、規制の網をかいくぐる方法が模索されたりといった状況で、密輸の急増（年初から12%増加）という事態も招いています。

インドの需要が縮小した結果、国内価格は第3四半期中、一貫して国際価格を大幅に下回って推移しました（図2）。実際のところ、ディスカウント幅は7月に過去最大の53米ドルまで広がり、市場の動きが非常に乏しかったことを示唆しています。また、輸入も急減し、ドーレ（低品位の金地金）の輸入は実に86%も減少しました。これは、ディスカウント幅が広がっていたために、精錬業者が輸入すると逆に割高になったためです。

けれども、10月になると需要が上向き、価格は国際価格を上回るようになりました。主な祝祭日に絡む需要期を控えて金価格が下落したため、第4四半期は好調な出足を切りました。

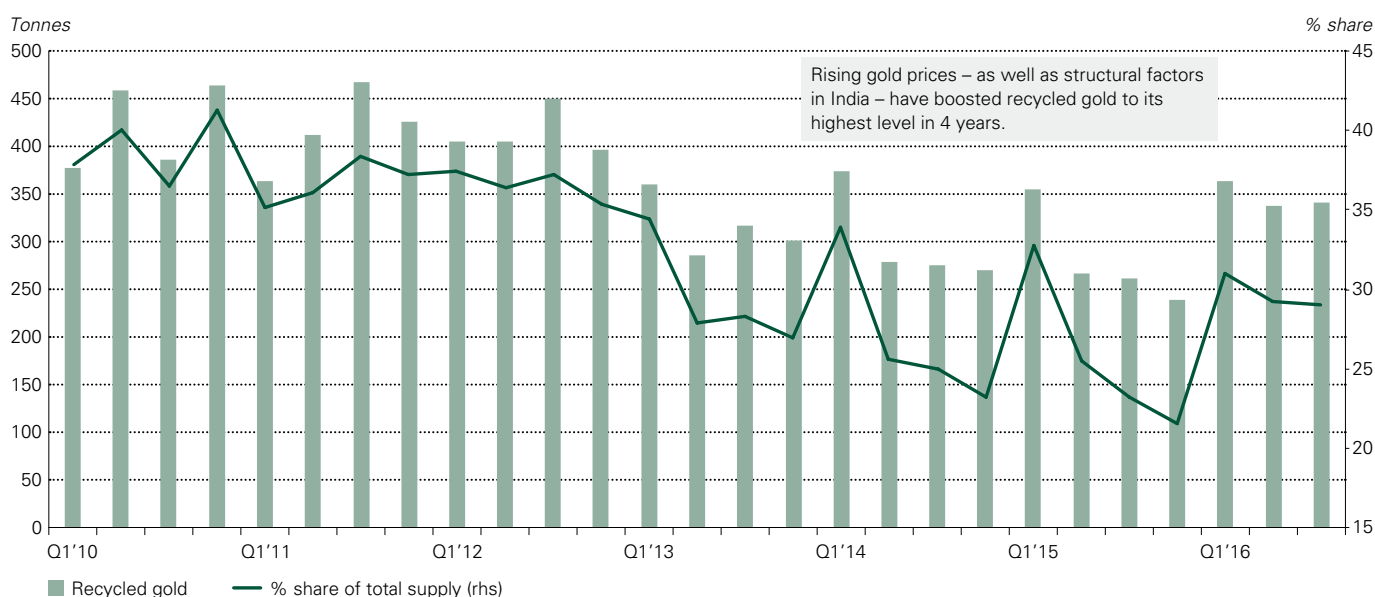
リサイクルは数年ぶりの高水準に

金の高値とインドの構造的要素により、リサイクル金が大量に市場に流入しました。

金の消費者の中には、手持ちの金を売却することが有利であれば躊躇せずその一部を売却する層があり、この層はたいいてい目先の値動きに反応します³。2016年年初から見られた金価格の大幅な上昇は、一部の消費者を大いに刺激しました。リサイクルは上半期に高水準に達し、第3四半期いっぱいも続きました。同四半期のリサイクル金は前年同期の261.6トンから30%増えて340.9トンに達しました（図3）。市場に供給されたリサイクル金は年初からの累計で1,042.3トンに達し、前年同期の882.7トンに18%上回りました。

図3：リサイクルは高水準を維持し、総供給量に占める割合が上昇

- 価格に敏感な市場の消費者が牽引役となり、リサイクル金の供給が第3四半期に30%伸びた。
- 年初からのリサイクル金の累計は、総供給量の30%を占めた。
- しかし、金価格の最近の下落に呼応して、リサイクルは縮小する見通し。



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

3 金価格の変動はリサイクルに即座に影響を及ぼすが、その影響は一時的なものである。詳しくは、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 カウンシルのレポート「The Ups and Downs of Gold Recycling」(2015年3月)をご参照ください。

『ゴールド・デマンド・トレンド2016年第2四半期号』で述べた通り、以上の状況はある程度予測できたことです。回帰分析と消費者直接調査の両方から収集した実証データでは、消費者のリサイクルを牽引する要因は主として価格であることが示されています⁴。リサイクルが広く一般化している市場では消費者がたいへん熱心に値動きを追っており、国内金価格が最高値を付けた国もあることを考えれば、手持ちの金売却は当然の流れです。

リサイクルが増えた国の代表格はインドです。国内金価格が第3四半期の前半に10グラム当たり3万1,000ルピーに迫り、農村部を中心にインドの消費者が売却に向かった結果、リサイクル金の供給が39トンに膨れ上がりました。これは、2012年第4四半期後で最高の水準です。国内の供給量が急増したため、一部の宝飾店では、新規輸入に頼る比率を引き下げても需要に対応できるようになりました。その好例が、ムトゥート・パパチャン・グループ（Muthoot Pappachan Group）社のスワーナバーシャム（Swarnavarsham）という制度です⁵。報道によれば、同社はこの1年半で9つの自社リサイクルセンターで約200キロの金を集め、低所得者層の金需要に対応するために使用しています。

8月末にかけて金価格が弱含み始めると、インドの消費者は祝祭日や婚礼シーズンに値上がりが期待できると考えたためにリサイクル金の供給が次第に細りました。第3四半期後半にラクシャ・バンダンやジャンマシュタミ⁶（いずれも縁起のいい祝祭日）を迎え、消費者は金のリサイクルを一層先送りするようになりました。

中国の価格動向に対する反応は、インド以上に顕著でした。中国では、ここ数四半期にリサイクルが膨らんでおり、年初からのリサイクル金は前年同期の85トンから45%増えて123.5トンに達しています。7月初旬には国内金価格が3年ぶりの高水準に達し、消費者が手元の金を売却する強力なきっかけとなりました。また、景気減速が続く中で株価市場が低迷し、可処分所得が圧迫されていたこともリサイクル急増を誘う材料となりました。消費者に対する所得の下押し圧力が增大するとともに、伝統的な投資手法では利益を得られる機会が限られていたため、高値で金を売却する誘惑は抗い難いものとなりました。

他の市場も金のリサイクル急増に寄与しました。その中でも興味深いのはインドネシアです。同国では第3四半期初めにタックス・アムネ스티（税の恩赦）法が成立したことを受け、一部の消費者が手持ちの金を高値で売却しました。また、同法に基づいて申告された資金の投資先として金も認められていることから、向こう数四半期で金への投資が促される可能性もあります。

4 ワールド ゴールド カウンシル、『ゴールド・デマンド・トレンド2016年第2四半期号』（2016年8月）

5 2013年5月にスタートしたスワーナバーシャム・スキームは、低所得者層に照準を絞った制度。低所得者が1.5～9グラムの範囲内で金を購入し、毎月定額を分割払いする。毎月だけでなく、毎日または毎週払うことも選択できる。

6 ラクシャ・バンダンとジャンマシュタミは、今年はそれぞれ8月18日と8月25日だった。

市場の解説

宝飾品

金価格が一貫して高値を維持したため、宝飾品需要は引き続き低調に推移しました。第4四半期には明るさが見えます。

Tonnes	Q3'15	Q3'16	Year-on-year change	Year-to-date change
World total	621.6	493.1	↓ -21%	↓ -18%
India	214.1	154.7	↓ -28%	↓ -30%
China	180.6	141.5	↓ -22%	↓ -18%

金の宝飾品需要は第3四半期に前年同期から21%減って493.1トンとなりました。2014年第2四半期後で最大の減少幅を記録したほか、第3四半期の宝飾品需要としては、金の平均価格が最近の水準を約28%上回っていた2011年後で最低となりました。年初からの宝飾品需要は前年同期から18%減少し、1,732.7トンから1,423.6トンに減りました。第1～第3四半期の累計実績としては、2009年後で最低の水準です。

宝飾品需要は年初から大きく冷え込んでいますが、軟調が続いている主因は金の高値（図4）です。ごくわずかな例外が多少あるものの、ワールド ゴールド カウンシルが調査している消費者市場はほぼ軒並み宝飾品需要が落ち込みました。

第4四半期には好調なスタートを切り、宝飾品需要の先行きは上向き見通しです。10月には、思いがけないタイミングで金価格が下落しました。インドの祝祭日や婚礼シーズンのほか、欧米市場の大きなホリデーシーズン、中国の春節など、重要な購買時期を控え、こうした市場の消費者は価格下落に一層敏感になるはずです。

けれども、明らかな需要回復が見込めるわけではありません。下押し圧力は今後残ります。インドでは少なくとも足元で、政府の施策が市場の混乱を招いています。中国では消費者の嗜好が変わりつつあり、欧米市場では、消費者を取り巻く状況が弱いまです。中東市場では混乱が続いているため、域内全域で需要が影響を受けるでしょう。

図4：金価格の増勢が第3四半期に一服（2016年1月1日を100とする指数）

- 金価格は上半期に36年ぶりの上昇幅を記録した後、第3四半期に値固めに移った。
- 一貫して高値が続いたために消費者需要が世界的に冷え込んだ一方で、リサイクルが急増した。
- 英国が国民投票でEU離脱を決定した後にポンドが下落したため、ポンド建ての金価格は例外的な動きを示した。



Source: ICE Benchmark Administration; Datastream; World Gold Council

世界の宝飾品需要が縮小する中、インドの占める割合も縮小

主要テーマで述べた通り、インドでは宝飾品需要が第3四半期も軟調でした。その原因は、金価格の上昇と激しい値動き（その結果、当然ながらリサイクルが急増）、所得の申告漏れを取り締まる政府規則です。このため、需要は3分の1近く減少して154.7トンまで落ち込みました。インドの需要はこの数四半期に一貫して低迷しているため、宝飾品需要全体に占めるインドの比率は2015年第1～第3四半期の28%から今年は24%に縮小しました。全体の需要が縮小する中で、インドの比率はさらに縮小した格好です。

インド農村部の消費者は弱気なものの、先行き見通しは明るい

農村部の需要は予想以上に弱含みましたが、今年は雨期の降雨量が増えたため、農村部は都市部の需要に比べてやや底堅く推移しました。一定量を超える金の購入にPANカードの提示が義務付けられた結果、都市部では需要が大きく落ち込みましたが、農村部の購入量は一般に都市部より少量であるために影響が限定的で、これが農村部の堅調を支える一因となりました。

農村部が回復に向かい続けていることは、トラクターの販売データを検証しても明らかです。インドのトラクター大手マヒンドラ・アンド・マヒンドラによれば、トラクターの国内販売は2015年第3四半期から37.4%増えたほか、9月には大きく伸びて実に70.3%の伸び幅を記録しました。同社の農機・二輪車部門のラジェシュ・ジェジュリカル社長兼最高経営責任者（CEO）は次のように語りました。「今年9月には、国内市場のトラクター販売台数が前年同月から70%伸びて2万9,035台に達しました。祝祭シーズンを控えているうえに雨期の降雨量が十分だったことから、この勢いは続くと考えています」⁷

カリフ⁸の収穫量が増えたため、農村部の所得が上昇する見通し

雨期の雨は全国にほぼ満遍なく行きわたり、例年以上に雨が降った地域は国土の約85%に上りました。カリフの穀物収穫量は今年7～8%増えると予測されており、農村部の所得が押し上げられるために金の購入が今後増える見込まれています⁹。

高値と消費動向の変化を受け、中国の金購入意欲は第3四半期にさらに低下

金価格が2013年以降で最高値をつける中、中国の金宝飾品需要は20%以上縮小して4年ぶりの低水準に沈みました。落ち込み幅が大きくなったのは、昨年第3四半期に人民元安が需要に拍車をかけてちょっとしたブームになっていたために比較のベースが高くなっていたことが原因です。中国の消費者は模様眺めを決め込み、小売業者は在庫の補充を先送りしました。特に需要が冷え込んでいた7月には、国内価格がピークを迎えていました。

中国では消費者の嗜好変化が進む、業界の取り組みも後押し

消費者の人気はこれまで主力だった24カラットから離れ、デザイン性の高い18カラットや宝石をあしらった商品への移行が進んでいます。特に18カラットの商品が市場で攻勢をかけ、24カラットの商品を直撃しています。ただし、この状況変化は、消費者の純粋な嗜好の変化だけが原因ではありません。人気上昇中の商品は利幅が大きいので、生産者が積極的に販売を後押ししているのです。業界再編が続く、激しい競争が繰り広げられる中、生産者や卸売業者、小売業者は市場シェアを奪い合っています。ブランドの重要性が認識されているため、企業はフランチャイズ化や有名人の起用、各種メディア等の様々なチャネルで以前より積極的に自社ブランドを売り込んでいます。

⁷ <http://www.mahindra.com/news-room/press-release/Mahindra-Tractors-Sells-29035-Units-Registers-a-Growth-of-70-in-the-Domestic-Market-during-September-2016>

⁸ インドの主な収穫期には、カリフとラビの2つがある。カリフに収穫する作物は夏の雨期が始まる7月から種を植え、冬に収穫する。ラビに収穫する作物は冬の間に種を撒き、春に収穫する。

⁹ http://eands.dacnet.nic.in/Advance_Estimate/Advance_Estimate_Eng.pdf

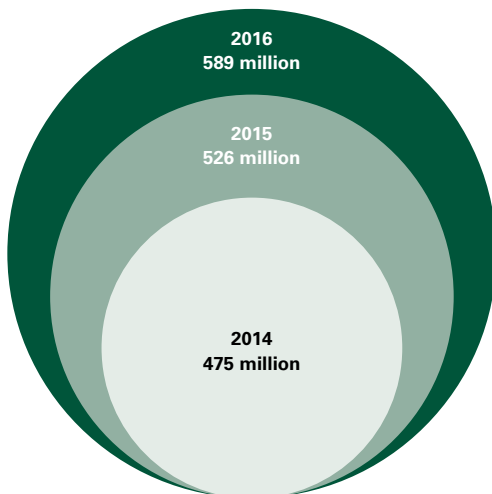
モノの消費に代わって「体験型」消費の人気の高まっていることも、金業界を直撃

ミレニアル世代をはじめ消費者がモノの消費よりも共有できる体験にお金を使うようになってきているという傾向は、マスコミによく取り上げられています。それは、中国人消費者が先の大型連休「ゴールデンウィーク」をどう過ごしたかにも表れています。ゴールデンウィーク中に旅行を選んだ人は、この3年間に25%近く増えて5億8,900万人に達しました。このうち31%が、1980年以降に出生したミレニアル世代です（図5）。

図5：中国の旅行ブームで「体験型」消費の 人気拡大が浮き彫りに

（ゴールデンウィーク期間中に国内外に出かけた
中国人旅行者の数）

- 10月の「ゴールデンウィーク」中の中国人旅行者数は2年前から25%近く増え、2016年には5億8,900万人に達した。
- 金宝飾品需要が前年同期から22%縮小したのは、モノに対する派手な消費が衰えていることが一因。



Source: China Tourism Academy; World Gold Council

金価格に起因する宝飾品需要の低迷は、アジア市場全体に波及

約3年ぶりの高水準に達した金価格に対して消費者が及び腰になったため、東南アジアの小規模市場では宝飾品需要が軒並み低迷しました。その中で市場規模が最大のインドネシアでは、第3四半期末にかけて国内通貨が対米ドルでやや上昇したにもかかわらず、国内金価格が急上昇し、需要が6%縮小しました。国内総生産（GDP）の成長率が予想を下回った（ウィドド大統領の目標年間成長率7%に対して5%）ことを考えると、需要の低迷は不思議ではありません。

韓国は前年同期からの落ち込み幅が24%と最大を記録し、2.8トンとなりました。需要縮小の主因は金価格の高値ですが、韓国の輸出の約25%を占める中国の景気減速にも影響を受けています。中国の影響力は、日本にも及びました。中国人旅行者が日本への旅行中に金の宝飾品を買う傾向が衰え、第3四半期の日本の需要は4%減って4.2トンとなりました。けれども年初来のベースでは日本は非常に底堅く、前年同期の水準を2%上回って推移しています。

中東の宝飾品市場は引き続き不透明

混乱が続く中東市場では宝飾品需要が第3四半期も縮小し、エジプトとアラブ首長国連邦（UAE）は過去最低を記録しました。域内の対立を背景に旅行者需要が大幅に縮小したほか、金の高値、原油収入の縮小が需要低迷を招きました。価格に敏感な他の市場と同様、こうした状況では当然ながら、域内全域でリサイクルが増加しました。

エジプトでは通貨危機を受けて、国内金価格が2016年第1～第3四半期に倍近く上昇

エジプトでは年初来の需要が前年同期比で42%減少したほか、第3四半期には半分のわずか6トンに落ち込みました。UAEとサウジアラビアでは、原油収入が低迷の一途をたどって財政を圧迫したために宝飾品の消費が打撃を受けた結果、両国ともに需要が23%減りました。一方でイランは域内の他の市場より景気情勢が良好であり、その恩恵が続いています。そのために第3四半期も他の国よりも需要が好調で、前年同期から6%増加しました。

トルコでは国内金価格が史上最高値を更新し、需要が縮小基調に

トルコの宝飾品市場は国境を挟んだ対立の影響を受けただけでなく、景気減速、国内金価格の高値更新、クーデター未遂後の不透明性といったいくつかの逆風にさらされました。第3四半期の需要は22%減少し、年初からの累計では20%減の27.3トンとなりました。不安定な政治情勢とリラ安が続いて消費者心理に影響し、第4四半期も低調が続く見通しです。

米国宝飾品需要の拡大サイクルは足踏み状態

米国では宝飾品需要が第3四半期に1%減と小幅減少しましたが、前年同期の水準を割り込んだのは3年ぶりです。年初からの累計需要は74.6トンと、ほぼ前年同期並みの水準に達しました。在庫水

準はサプライチェーン全体で良好な水準にあるため、宝飾品の輸入は第3四半期を通して控えめな水準に留まりました。大統領選挙運動に伴う不透明性の拡大が需要停滞の一因であることは間違いありませんが、各種調査によれば、富裕層がグローバル経済を憂慮して消費に消極的になったようです。

ワールド ゴールド カウンシルが先頃実施した消費者調査では、宝飾品に関わる興味深い消費動向が米国で明らかになりました。同時に、市場拡大を図る有望な戦略も浮かび上がりました。調査結果の概要は、フォーカス記事「[米国の宝飾品 — 購入動機と成長機会](#)」をご参照ください。

欧州市場全域で消費者心理が弱く、宝飾品需要を直撃

欧州の中で引き続き足取りが重かったのは、フランスです。同国では先頃市場に誕生したばかりの9カラット分野で撤退が相次ぎ、第3四半期の需要は前年同期比4%減の1.9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となりました。フランス市場では、低カラットの金宝飾品の市場がシルバーに浸食されるリスクが継続しています。他国市場も軒並み1～2%の幅で需要が減少しましたが、スペインだけは例外で、各四半期ともに1.7～1.9トン前後である種の市場基盤が確立されたようです。

フォーカス：米国の宝飾品 — 購入動機と成長機会

消費者調査で、米国宝飾品需要に対する理解が向上

米国の宝飾品需要は2007～2009年の金融危機から徐々に回復に向かつており、2016年上半年は7年ぶりの力強い水準に達しました。こうした回復基調を背景に、ワールド ゴールド カウンシルは米国人女性2,000人を対象に調査を行いました。対象者は18～65歳で、全員が宝飾品や高級ファッションに関心がある層です。調査の狙いは、米国の金宝飾品消費者の購入動機や購入行動を鋭く見抜く洞察を得ることにあります¹⁰。

回答者のうち金宝飾品所有者は3分の2近く、向こう1年間に購入を予定している人は11%に

米国消費者が購入する宝飾品は、シルバーやコスチュームジュエリーが中心です。より高価で永続性が高く、感情に訴えるタイプのジュエリー（金も含む）を、所有率と購入意向で大きく凌ぎました。シルバーやコスチュームジュエリーの購入にはあまり「深い意味」が付随しないため、消費者が自分で気楽に購入でき、衝動買いをしやすいたことがその一因です。また、そうした商品は一般に価格が安いことも影響しています。

この調査によれば、宝石や貴金属を使用したファインジュエリーは一般に配偶者やパートナーからプレゼントとして贈られることが多いため、購入は計画的で価格も高くなる傾向があります。

競争が激しい市場にありながら、金は今も米国の宝飾品市場で重要な役割を果たしています。回答者のうち金宝飾品の保有率は3分の2近く、「向こう1年間に購入を予定している」との回答は11%に上りました（図6）。予想通り、金の所有率と購入意向は所得水準と密接に関連しています。つまり、世帯所得が上昇するにつれ、所有率と購入意向も上昇する傾向があります。

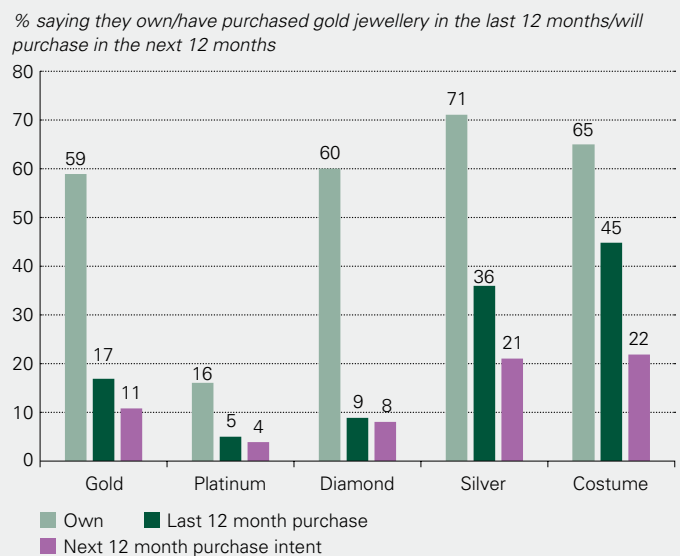
金宝飾品の購入は14カラットのノーブランド品が中心で、一般的な購入動機は人生の特別な日の記念

米国の宝飾品市場で14カラット商品が主流であることが、この調査で改めて裏付けられました。この1年間で金宝飾品を購入した消費者のうち、14カラット品を購入した人が46%だったのに対して、18カラット品を購入した人は22%でした。14カラット品の優位は予想通りでしたが、安心感を誘ったのは、9カラット商品がここ数年で市場に広く浸透していないということです。この種の低純度商品は、一部の小売業者が価格高騰への対応として市場に投入したものの、最近の購入品の中ではわずか1%を占めるに留まっています。その半面、「自身で購入した宝飾品のカラット数を知らない」との回答は予想外に高い15%に達しました。

ブランド構築は重要ではあるものの、金宝飾品では重要な役割を果たしていないようです。ノーブランド品の購入者は金宝飾品購入者の45%、ダイヤモンドとプラチナの宝飾品購入者のそれぞれ29%と35%を占めました。これは市場構造にも反映されており、傾向として強まっているようです。つまり、宝飾品だけでなく複数種類の商品を扱う店舗が主流を占めており、宝飾専門店の市場に食い込んでシェアを伸ばしているために、専門店は今年年初から売上げが大幅に落ち込んでいるのです。

伝統に沿った宝飾品や人生の特別な瞬間を記念する宝飾品を求める消費者に特にアピールするのは、金です。そうした消費者にとって金の主な利点は、時間を超越する心理的・経済的な価値を備えており、次の世代にも継承できることにあります。また、このセグメントは高級ファッションと宝飾品市場の中でも重要で、調査の結果判明した購入総額のうち42%を占めています¹¹。

図6：米国の宝飾品市場の主役は金：対象者の3分の2近くが金宝飾品を所有



Source: KANTAR TNS; World Gold Council

10 ワールド ゴールド カウンシルは、18～65歳の女性2,000人の調査をTNSに依頼した。対象者は、直近1年間に宝飾品またはデザイナー/高級商品を購入した人、または贈り物としてリクエストして実際に受け取った人であり、宝飾品を何らかの理由で拒否しない人である。対象商品は宝飾品と高級ファッションであり、具体的には金、プラチナ、ダイヤモンド、シルバー、コスチュームジュエリー、スマートフォン/時計、デザイナー/高級衣料などを対象とした。

11 消費指数に基づいて価格を算定。

オンラインは重要なものの、店頭体験が今なお重要

宝飾品や高級ファッション商品の購入過程においては、店頭体験が今なお重要であり、購入する前に店頭で情報を得ようとした回答者は55%に達しています。次に重要な情報源は友人、家族、同僚です。予想した通り、「ミレニアル世代」は趣が少々異なります。店頭を見て歩くことや友人、家族、同僚が最も重要な情報源であることに変わりはありませんが、ブログが他の世代よりはるかに重要になっています。ブログを情報源として活用する人はミレニアル世代で21%に対して、回答者全体では13%でした。

このように店頭体験が重要視されているためか、いわゆる「クリック・アンド・ブリック」と呼ばれる販売形態が生まれています。これは、従来型の実店舗とオンライン販売とを組み合わせた販売形態で、例えば、世界最大のオンライン宝飾品ショップ、ブルーナイルは全国に「ウェブルーム」という画期的な実店舗を数店舗開設しました¹²。これにより、同社は顧客にインターネットと実店舗の両方のメリットを提供しています。つまり、顧客は店頭で実際に宝飾品に触れ、試着してから、店頭のiPadか自宅でオンライン注文できるのです。

米国の宝飾品需要は、近年の拡大基調の調整局面に入る見通し

米国の宝飾品市場は、10年前の水準をいまだに大きく割り込んでいます。2015年第4四半期の需要は16億米ドルと、2007年第4四半期に記録した25億米ドルという記録に遠く及びません¹³。けれども、近年は需要が確実に上向いており、宝飾品の購入量（トンベース）は2014年初めから毎四半期に平均して1%以上伸びています。また、ワールド ゴールド カウンシルの消費者調査では今後もその傾向が続くことが示唆されています。

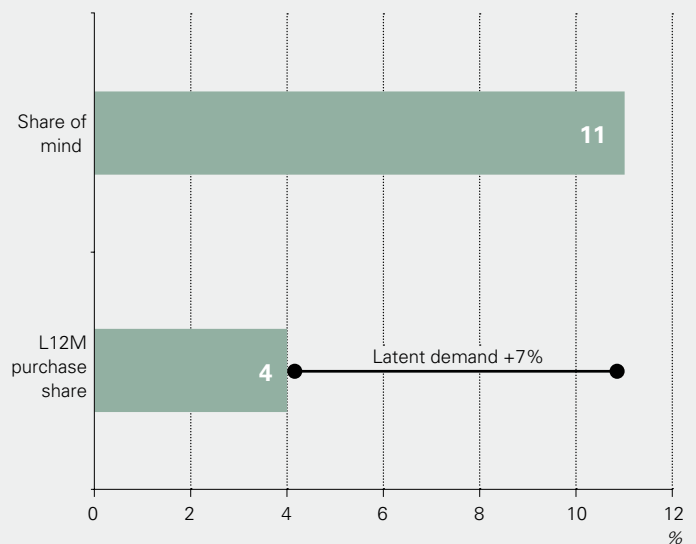
ワールド ゴールド カウンシルは調査の一環として、実際の金の購入が購入計画をどの程度反映しているかについても調べました。具体的には、宝飾品のマインドシェア¹⁴と購入率とを比較しました。マインドシェアのほうが大きければ、潜在需要があることになります。明るい材料は、米国市場がまさにこのケースに当てはまることです。宝飾品のマインドシェアは購入率を11:4の比率で上回っています（図7）。

だからといって、この潜在需要を簡単に実際の販売に結び付けられるわけではありません。消費者が宝飾品の購入に踏み切れない何らかの障害があるはずで、最も明らかなのは、価格に対する消費者の認識です。「宝飾品は高価すぎてまったく手が出ない」「手が出ない」との回答はそれぞれ13%、38%に達しました。宝飾品の二大市場であるインドと中国では、米国よりはるかに手頃であると考えられています。

また、宝飾品だけでなく、ファインジュエリーもミレニアル世代には魅力的ではないようです。1,000米ドルもらった場合に「ファインジュエリーを購入する」との回答は18～25歳でわずか24%であったのに対し、34歳を上回る層では47%に達しました。ミレニアル世代は、高級ファッションやテクノロジーのほうに関心が向いています。この世代は次第に「体験型」の消費を重視するようになっており、この傾向は、JPモルガン・チェースのデータでも顕著になっています。同社の2015年のデータによれば、ミレニアル世代の消費の平均34%は旅行や娯楽などの体験型であったのに対し、この世代以外では28%に留まりました¹⁵。

宝飾品ビジネスの拡大を目指す小売業者にとっては、市場の潜在需要は明るい材料です。また、宝飾品・高級ファッション市場の最も重要なセグメントで金が主流であることは、安心材料でもあります。けれども、潜在需要を実際の販売に変えていくことは容易ではありません。小売業者は、消費者の価格認識や値ごろ感に働きかける必要があります。例えば、低価格帯商品の開発・販売の推進や、若い世代を惹き込むもっと効果的なオンライン戦略の開発が求められます。ブルーナイルの「ウェブルーム」展開は、業界が追求していくべき戦略かもしれません。

図7：宝飾品のマインドシェアと過去1年間の実際の購入比率



Source: KANTAR TNS; World Gold Council

12 <http://www.bluenile.com/jewelry-stores>

13 米国の宝飾品市場は季節性が大きく、需要は毎年第4四半期にピークに達する。

14 市場調査で一般的に使用される「マインドシェア」と「潜在需要」は、ある製品またはカテゴリーの成長余地を評価する指標。マインドシェアとは簡潔に言えば、消費者の理想に基づいた場合に何を購入するかを見通しを測定したもの。

15 <https://www.jpmorganchase.com/corporate/investor-relations/document/2016-barclays-presentation.pdf>

投資

金の投資市場を席巻したのは、第3四半期もETPへの資金流入でした。金地金・金貨の需要は、全市場でほぼ例外なく弱含みました。

Tonnes	Q3'15	Q3'16	Year-on-year change	Year-to-date change
World total	295.8	190.1	↓ -36%	↓ -13%
India	57.0	40.1	↓ -30%	↓ -25%
China	53.2	41.0	↓ -23%	→ 0%

第3四半期の投資需要は計335.7トンと、前年同期から44%増えました。5年間の四半期平均311.4トンとの比較では、8%伸びています。年初からの投資需要は過去最高の1,389.2トンを記録し、これまでの最高だった2010年第1～第3四半期の1,268.5トンを超えて10%上回りました。

ETPへの資金流入の背景にある動機や地理的な動向は、主要テーマで詳しく説明しています。こうした資金流入の勢いはやや鈍化しましたが、第4四半期にも小幅の資金が流入しています。金価格

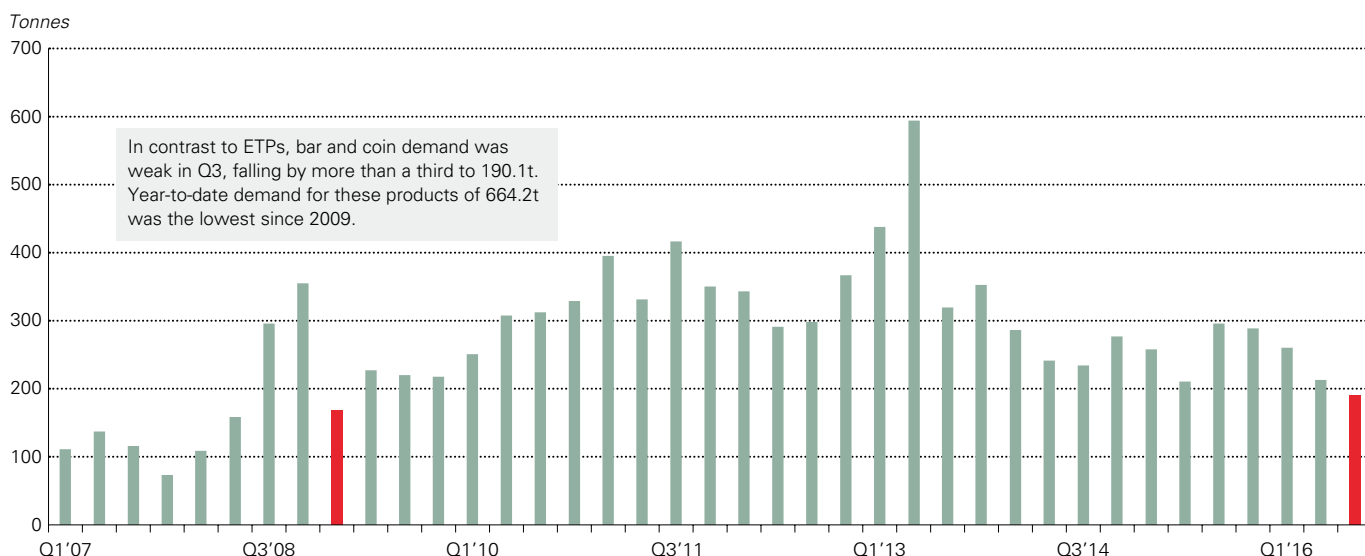
が10%下落したことを考え合わせると、投資を下支えするうえで価格の勢いよりも戦略的な動機が重要であることが明らかです。マイナスイナス金利や地政学的リスクといったマクロ経済の弱々しさを考慮すれば、この分野の見通しは全体的に見て引き続き良好であると言えます。

これとは対照的に弱々しかったのは金地金・金貨の需要で、第3四半期には3分の1以上縮小して190.1トンとなりました（**図8**）。年初からでは664.2トンと、2009年後で最低の水準に沈みました。

宝飾品の需要低迷の主因となった金の高値が投資でも同様に重石となったことに加え、第3四半期に値動きが乏しかったことが需要をさらに圧迫しました。市場調査によれば、投資家が買い材料とするのは低価格や価格上昇ですが、第3四半期にはその両方ともまったく見られませんでした。けれども、第4四半期に入って数週間で価格が下落したことが、一部市場で投資家を刺激しました。フォーカス記事「第4四半期アップデート — 価格が消費者需要に及ぼす影響」では、最近の価格動向に対する投資家の認識と反応について詳しく説明しています。

図8：小口投資需要は低調

- 金地金・金貨に対する小口投資需要は年初からの累計で、2009年後で最低の水準に低迷。
- ほぼ全市場で投資需要が低調に推移している主な原因は、金の高値。インドの需要低迷は、政府が現金取引の抑制に力を入れているためにさらに深刻化した。
- 需要は第4四半期に上向く見通し。10月最初の週に価格が下落した結果、米国、インド、中国で小口投資家の関心が上向いた。



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

インドの金地金・金貨需要は年初から非常に弱々しいものの、第4四半期には好転の見通し

インドでは投資需要が3四半期連続で縮小し、第3四半期には前年同期比30%減の40.1トンとなりました。年初からの金地金・金貨の需要はわずか100.7トンで、12年ぶりの低水準に落ち込んでいます。ワールド ゴールド カウンシルが統計を取り始めて以降、2009年だけは唯一、第1四半期に投資が売り越しとなりましたが、その年すら割り込んでいます。

金価格が一貫して高値で推移していたために投資家の買い意欲がそがれていた上に、政府が現金取引の抑制に力を入れていることも投資を圧迫しました。この施策の影響は、現金取引が今も主流である金地金のほうが金貨よりも顕著でした。株価の急上昇も加わり、金の存在感はさらに薄くなりました。

インド市場は低迷しましたが、大手企業の販売する金貨が成長しており、今後は国内の投資需要を下支えしていくものとみられます。例えば、インド金属鉱物貿易公団 (MMTC) が販売しているインディアン・ゴールド・コインは2015年11月の発売以降で185キロを販売し、現在は約300店で販売されています¹⁶。同様に、トウラ・コインも純度とブランドを求める顧客にアピールする商品です。また、インド貴金属・宝石商協会 (IBJA) はこの祝祭シーズンに購入者の名前を刻印する金貨を発売しました。IBJAはまた、ムンバイに店舗を開設したほか、向こう3年間で100店出店する計画です¹⁷。大手企業の販売する金貨の市場については、ワールド ゴールド カウンシルがMMTCと共同で執筆したレポート「*India's gold investment evolution*」(インドの金投資動向) で詳しく説明しています¹⁸。

欧州の投資需要は8年ぶりの低水準に沈んだが、正味需要のデータでは市場の動きが把握できない

欧州の金地金・金貨市場には、ETPほど資金が流入しませんでした。第3四半期の金地金・金貨の投資需要は37.6トンと、8年ぶりの低水準に留まりました。前年同期との比較では37%減と、落ち込みが顕著になっています。というのも、2015年第3四半期には投資家が金価格の下落に刺激され、第3四半期としては4年間で最高を記録していたためです。とはいえ、直近四半期の金地金・金貨の需要が弱々しいことには疑いの余地がなく、5年間の四半期平均の61.1トンも38%下回りました。

需要低迷は、主として金価格の急騰を受けて7月に一時的に大量の売りが出たことを反映しています。EU離脱の是非を問う英国の国民投票の結果、金は短期的に急騰し、ユーロ建てでは3年ぶりの高値を付けました。ポンドは国民投票の直後に売り込まれたため、ポンド建ての金価格は上昇がさらに際立ちました。

英国の金地金・金貨の需要は11%減少しており、表面的には英国市場の投資家が鳴りを潜めていたように思えます。けれども、実際にはその逆です。第3四半期中の買いと売りはグロスで上昇し、金地金・金貨の売買が活発化したことが示されています。売買が概ね同量で互いを打ち消したために、正味需要がわずか2.4トンに留まりました。この傾向は欧州全域で見られ、手元の金地金・金貨の売り戻しで中古市場の販売在庫が膨らみました。新規鑄造金貨の販売低迷は、これで説明できます。

フランスでは、投資家が価格上昇局面で売り進めることに力を入れた結果、2四半期連続で売り越しとなりました。年初からでは、0.2トンの小幅売り越しとなっています。第4四半期もマイナスとなれば、世界的な金融危機前の2008年から初めて年間を通じて売り越しとなります。

第1～第3四半期の累計需要が前年同期から14%縮小したため、欧州は市場規模で世界トップの座を明け渡しました。年初来の累計で世界最大となったのは、中国の金地金・金貨市場です。

中国の金地金・金貨への投資は引き続き力強さを欠き、資金がETPに流出

中国の小口投資は、前四半期の総崩れを経て落ち着きを取り戻しました。けれども、第3四半期には前年同期比23%減の41トンと、大きく落ち込みました。一方、年初からの累計では162.5トンとなり、前年同期とほぼ同水準に達しました。

第3四半期には、商業銀行や大手小売チェーンの金地金・金貨の販売が急減しました。複数の商業銀行のデータによれば、金の販売は前年同期から平均して50%縮小しています。7月初旬に価格が2年ぶりの高値をつけたために売りが急増し、純金積み立てプラン (GAP) からは正味ベースで資金が流出しました。

16 <https://www.gold.org/my-gold-guide/news-and-trends/indian-gold-coin>

17 http://www.business-standard.com/article/pti-stories/ibja-gold-to-set-up-100-stores-in-3-years-116101200503_1.html

18 <http://www.gold.org/research/india-gold-coin>

需要縮小は、個々の投資家が上海黄金交易所（SGE）から直接金を引き出しているために一部相殺されています。引き出し量は高水準を維持しており、2015年第3四半期の数倍に達しています。けれども、需要縮小をもっと永続的に誘発しているのは、投資家が資金をETPに移していることです。ETPは取引手数料が安いことに加え、ETP投資を可能にするオンラインプラットフォームや携帯アプリが登場しています。こうした取引プラットフォームでは必要投資額が最低限に抑制されているため、金地金・金貨に以前に資金を投じていた投資家が多数取り込まれました。

高値圏での金購入に対するためらいだけでなく、可処分所得の減少も需要低迷を形成する主たる要因です。景気停滞、手取り所得の減少、住宅関連支出の上昇を受け、中国の一般家庭は余剰資金として現金を増やしたいと考えるようになりました。不動産価格の上昇が可処分所得に下押し圧力として作用しているのは、中国で不動産が投資手段として利用されている比率が高いためです。不動産総合コンサルティング会社ナイトフランクはプライム・インターナショナル・レジデンシャル指数を算出する中で、上海の不動産価格が世界で3番目に急上昇していると指摘しています¹⁹。

10月初旬の価格下落を受け、中国では第4四半期のすべり出しがやや明るくなりました。消費者は価格下落に素早く反応し、さらに買いを入れる機会を注意深く見守り続けています。

米国市場では、価格敏感度が依然高いまま

米国の金地金・金貨の需要は2016年第3四半期に43%減の17.4トンとなり、ほぼ半減しました。前年同期との比較は、決して容易ではありません。なぜなら、2015年第3四半期には金価格の下落を受けて需要が急増し、異例の水準に達していたためです。長期的な傾向に照らして今年第3四半期の需要を見ると、5年間の四半期平均である16.6トンを5%上回っているほか、年初来の累計需要が62.8トンと、前年同期を14%上回っています。

米国の個人投資家が今も金の値動きを十分に把握している証拠に、9月に金価格が1,300米ドル/オンスに向けて下落すると安値拾いを狙った買いが急増しました。さらに10月も同じ傾向が続き、金価格の下落を受けてイーグル金貨の販売が急上昇しました。

中東の投資需要は過去最低水準に低迷

中東の需要が低迷しているのは総じて、イランの需要が冷え込んでいるためです。この一因は、新規鑄造金貨の不足を受けて需要が投資から宝飾品へと移ったことを反映させるためにデータを下方修正したことにあります。実際のところイランでは、金の高値を受けて投資が売り越しになっています。けれども、域内の他の市場も堅調とはとうてい言い難い状況です。金地金・金貨の投資家は、宝飾品消費者と同じ課題に直面しました。つまり金の高値、原油収入の縮小に伴う所得減少、政治不安がいずれも域内需要に重くのしかかり、第3四半期中東の需要はわずか1.9トンと統計を取り始めてから最低水準に落ち込みました。これは、5年間の四半期平均である19.7トンに遠く及ばない水準です。

トルコの金地金・金貨の需要が前年同期から47%減少した一因は、比較対象となる前年第3四半期の需要が高水準に達していたことにあります。需要は昨年初めから4～5トンの範囲で推移していましたが、第3四半期だけは政治的混乱と価格下落が重なって、安全資産とされる金に買いが集中していました。（現地通貨安のために）国内金価格が高値圏で推移し、地政学的に芳しくない状況が続く中、今年いっぱい同様の需要水準が続くとみられています。

アジアの小規模市場、高値を受けて投資を先送り

金価格の上昇を受けて、アジアの小規模市場の小口投資需要は足踏みました。投資家は価格上昇を一時的なものとし、1,300米ドル/オンスに戻る調整局面を期待して金地金・金貨の購入を先送りしました。また、タイやインドネシアといった市場ではインフレ環境が比較的良好に推移したことから、インフレヘッジとしての金の購入意欲が低下しました。価格下落を待っていた投資家にとっては10月の値下がり買いを入れる好機となったため、第4四半期には需要が上向くとみられています。

19 Knight Frank, *The Wealth Report 2016*.

フォーカス：第4四半期 アップデート — 価格が 消費者需要に及ぼす影響

今年の金価格の急騰が消費者需要を直撃

機関投資家が多数流入してきたことを受けて金価格が今年急上昇し、消費者需要を直撃しました。年初からの金地金・金貨の需要は13%減少し、宝飾品需要は2009年後で最低の水準に落ち込みました。年初からの実地調査によれば、一部の消費者は価格が下落してから買いを入れようと様子見を決め込みました。この層にとっては、価格が4.5%急落した10月最初の週は待望の好機となりました。

10月の価格下落が購入の好機と認識されていることが、緊急調査で明らかに

金の投資家多数にとって価格の動きがいかに重要かが、消費者調査で明らかになりました。ワールド ゴールド カウンシルは金の購買行動について理解を深めるため、今年初めにインド、中国、米国、ドイツの投資家4,000人を対象に調査を実施しました。金投資の主な動機は資産保全と長期的に良好なリターンを獲得することですが、「価格が安い」または「上昇基調にある」という価格認識が実際に金の購入を誘う重要なきっかけとなっていました。

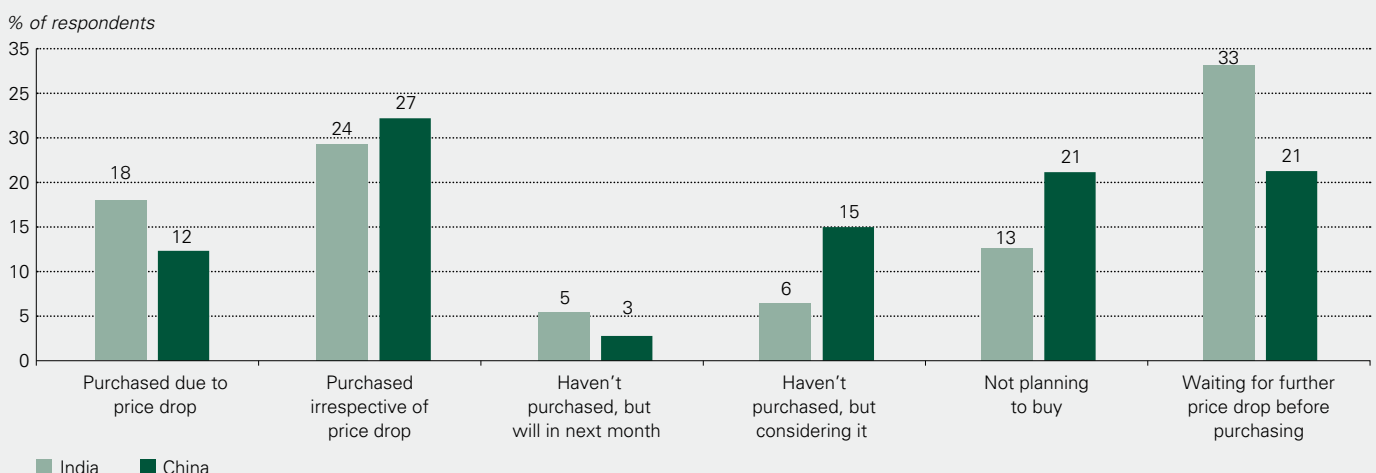
10月初めの価格急落を受けて、ワールド ゴールド カウンシルはインドと中国の消費者1,000人を対象に買い意欲が刺激されたかどうかについて緊急調査を実施しました。これによると、約6分の1の対象者が実際に買い意欲をかき立てられていました。「価格下落が直接の購入動機となって金を購入した」との回答はインドでは18%、中国では12%に達しました。これに加えて、「価格動向にはかかわらず購入した」との回答はインドで24%、中国で27%に上りました。この種の需要を支えた要因には、インドでは降雨量が3年間で最大に達したために農村部の所得が押し上げられていたこと、中国では人民元が下落の一途を辿り、不動産市場にバブルの様相が漂っていたことなどがあります。

一部の消費者はなお、一段の価格下落を期待して買いを先送り

価格がさらに下落するまで購入を先送りする回答者もかなりの割合に達し、中国では約5人に1人、インドでは3人に1人となりました（図9）。こうした購入予備軍の背中を押す価格水準には大きな幅がありますが、些細な値動きでも購入に動く人がかなりの割合を占めています。インドで価格下落を待っている層のうち11%は「2万9,000ルピー/10グラムに下がる前に購入する」と答え、中国では22%が「270元/グラムまで下がる前に買いを入れる」と答えています。つまり、価格が1,240米ドル/オンスに近づき始めると、両市場で消費者の良好な反応が期待できることとなります²¹。

先行きを見通すと、第4四半期の消費者需要が10月初旬の価格下落で押し上げられているもようで、金価格がさらに下落すれば消費者が力強く反応する見通しです。

図9：10月の価格下落に対するインドと中国の消費者の反応



Source: KANTAR TNS; World Gold Council

20 10月17日から始まる週にカンター TNSがオンライン上でオムニバス調査を実施した。対象者はインドと中国の消費者1,000人。両国では宝飾品の一部が投資目的で購入されているため、この調査では宝飾品と金地金・金貨を対象としている。

21 調査期間中、インドでは金価格が平均2万9,900ルピー/10グラムと9月末から4%下落。中国では、9月末から3%下落し、平均価格は277元/グラムとなっていた。注：インドのルピー建て金価格には、輸入関税10%が含まれている。

中央銀行および その他の公的機関

中央銀行は第3四半期に金準備を82トン積み増し、23四半期連続の買い越しとなりました。

Tonnes	Q3'15	Q3'16	Year-on-year change	Year-to-date change
Central banks and other institutions	168.0	81.7	↓ -51%	↓ -33%

中央銀行は年初来、持ち味の慎重さをもって対応

不透明性がかなり高まったことを受けて、機関投資家は大半して金に向かいましたが、中央銀行の買い越しは控えめなものに留まっています。年初からの中央銀行の購入量は271.1トンと、前年同期の407.7トンを下回りました。にもかかわらず、中央銀行の準備資産における金の比率は現在13%を超え、重要な役割を果たし続けています。しかも、その割合は次第に上昇しています。

第3四半期の中央銀行の買い越しは、前年同期の168トンから56%減って81.7トンとなりました。売買動向は、ここ数四半期と驚くほど似ています。つまり、最近数カ月間、市場で絶えず積極的に動いていた中央銀行は第3四半期も引き続き活発な動きを示しましたが、それ以外の国ではあまり動きが見られませんでした。ロシア（43.9トン）、中国（15.2トン）、カザフスタン（10トン）が購入計画を推進し続けたほか、ベラルーシも金準備を3.1トン積み増しました。それ以外の中央銀行の売り越しは第3四半期も限定的でした。

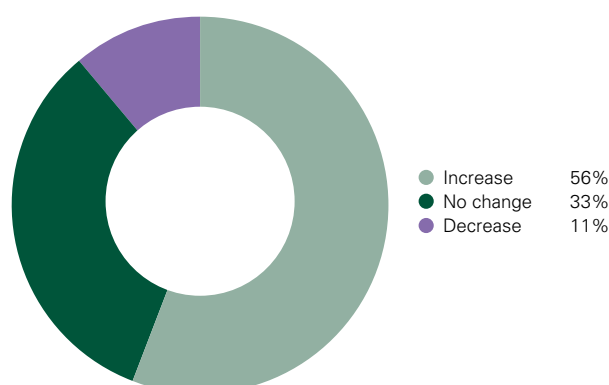
外貨準備管理者にとって金は相変わらず魅力的な資産、マイナス金利政策の広がりや米ドル偏重から資産分散化への移行が背景に

その一方で、多くの中央銀行は消費者と同様に「模様眺め」を採用している可能性もあります。価格下落局面で金準備を積み増したいと考えているのか、あるいは金が上昇の勢いを取り戻したと確信できるまで購入を控えたいと考えているのかもしれませんが。

けれども、中央銀行が近々、購入を全面的に打ち切ることはないと考えてのには十分な根拠があります。9月末までですでに128.1トン積み増しているロシアの中央銀行は、今年も2015年の206トン（こちらは英文との整合性を優先してこのままにしてください）とほぼ同水準の200トン前後を購入する計画を先頃公表しました²²。また、ベラルーシは2017年に金準備と外貨準備を5億米ドル相当分増やす意向と伝えられています²³。さらに、19の中央銀行の外貨準備管理者を対象とした最新調査によると、向こう3年間で金準備を「積み増す」または「現行水準を維持する」との回答は90%近くに達しました（図10）²⁴。

図10：中央銀行は、金準備を維持または拡大する意向
（「向こう3年間で金準備をどうする計画ですか」に対する回答比率）

- 中央銀行の金購入は2016年に控えめなペースとなり、購入量が鈍化した。
- 調査では、大多数が金準備を維持または増やす意向を示しており、中央銀行の購入が続くことが確認された。



Source: World Gold Council

²² <https://sputniknews.com/russia/201609291045824826-russia-gold-stock-up-comment/>

²³ <http://eng.belta.by/economics/view/belarus-to-raise-gold-foreign-exchange-reserves-up-to-54bn-in-2017-95041-2016/>

²⁴ 「向こう3年間で金準備をどうする計画ですか」との質問に対し、56%が「増やす」、33%が「現状維持」、11%が「減らす」と回答した。この調査は、2016年9月にケンブリッジ大学ジャッジビジネススクールのExecutive Programme in Gold Reserves Management（金準備管理のエグゼクティブプログラム）が実施した。

テクノロジー

中国と韓国の状況改善を受けて、テクノロジー分野における金の需要は第2四半期から上向いたものの、前年同期の水準をなお小幅下回っています。

Tonnes	Q3'15	Q3'16	Year-on -year change	Year-to -date change
Technology	82.8	82.4	↓ -1%	↓ -5%
Electronics	65.5	65.1	↓ -1%	↓ -5%
Other Industrial	12.6	12.8	↑ 2%	↓ -1%
Dentistry	4.7	4.4	↓ -6%	↓ -5%

テクノロジー分野の金の需要は第3四半期に82.4トンと前期から小幅上昇したものの、前年同期をなお1%下回っています。金のボンディングワイヤとLED業界の需要拡大に伴う消費量の増加は、ワイヤレス機器分野の低迷で相殺されました。

ワイヤレス機器の低迷がエレクトロニクス製品の需要の足かせに
エレクトロニクス製品に使用された金は今年第3四半期に65.1トンと、前年同期から1%減少しました。金のボンディングワイヤとLED業界における需要回復は、主要ワイヤレス機器メーカーの受注縮小や、スマートフォンの出荷増加に対するプリント基板業界の鈍い反応で相殺されました。

携帯端末の記憶装置、指紋センサー、フラッシュメモリーチップに対する旺盛な需要を背景に、ボンディングワイヤの金消費量は第3四半期に回復しました。ファーウェイ（華為技術）やシャオミ（小米科技）といった中国メーカー製のスマートフォンの生産が拡大し、第4四半期の金需要を下支えする見通しです。

さらに、LED生産設備の稼働率が第2四半期の60～70%から90%以上に伸びる中、LED業界の金使用量は第3四半期に前年同期から6%増加しました。LEDチップメーカーが利幅の拡大を狙って農業や園芸分野といった新規事業にも手を広げているため、こうした分野の需要が金の消費量を押し上げる公算が大きくなっています。

けれども、ワイヤレス機器業界の業績が予想以上に低調であることに加え、プリント基板の製造技術の進化により、金の需要が圧迫されています。台湾を拠点とする、ある半導体企業の受注低迷を受け、台湾の産業用途の金消費量は2%減少しました。さらに、プリント基板メーカーが高密度実装配線（HDI）を採用するに伴いプリント基板の単位面積が縮小しているため、スマートフォンの出荷台数が増えているにもかかわらず、このセクターの金使用量が横ばいに留まりました。

金の回収法と新規用途の開拓

スコットランドのエディンバラ大学の研究者は、廃家電・廃電子機器から金を回収する技法を開発しており、これによって有害薬品の使用を減らせる可能性があります²⁵。このプロセスでは、基板を弱い酸性液に浸したうえで化合物を加え、他の金属との混合物から金だけを選別して抽出します。この方法では、現行手法よりも金回収の効率が高くなる可能性があると考えられています。

特殊医薬品を世界的に手がけるマイダテックは、金のナノ粒子技術を活用した1型糖尿病のワクチンで第1相試験を開始したと発表しました。こうした製品が人体で使用されるのは初めてのことです。金ナノ粒子技術は人体の免疫反応を抑制し、インスリンを分泌する細胞の保護を助けます²⁶。

その他の産業用途で金の使用量が小幅増加するも、歯科用途の一段の縮小で相殺

産業用途の需要は第3四半期に前年同期から2%増加し、12.6トンから12.8トンに増えました。これは主として、インドのメッキ需要が増えたためです。祝祭シーズンに、神像や女神像を中心として金メッキ品の需要が拡大しました。また、金価格が一貫して高値圏で推移した結果、金メッキを施した宝飾品の需要が小幅増加したほか、インド南部の宝飾店1～2店では銀の上に金メッキを施した宝飾品まで登場しました。

歯科用途の金使用量は第3四半期も前年同期から6%縮小し、4.4トンとなりました。歯科業界と消費者が審美的な理由からセラミックスを志向しているため、金の需要は今後さらに低迷する見通しです。

²⁵ <http://www.ed.ac.uk/news/2016/gold-from-phones-becomes-real-prospect>

²⁶ <https://globenewswire.com/news-release/2016/09/30/876049/10165404/en/Midatech-Pharma-Plc-Commencement-of-First-in-Human-Immunotherapy-Study-Using-Gold-Nanoparticle-Technology.html>

供給

第3四半期にはリサイクル金の増加が鉱山生産量の縮小を補い、全体の供給量を前年同期比4%増に押し上げました。

Tonnes	Q3'15	Q3'16	Year-on-year change	Year-to-date change
Total supply	1,127.2	1,172.7	↑ 4%	↑ 8%
Mine production	851.2	846.8	↓ -1%	↑ 1%
Net producer hedging	14.4	-15.0	- -	- -
Recycled gold	261.6	340.9	↑ 30%	↑ 18%

鉱山生産量の先行き見通しは依然として変わらず

第3四半期の鉱山生産量はほぼ前年同期並み（0.5%減）で、市場への供給量は846.8トンとなりました。年初からの累計生産量は前年同期の2,373.3トンに対して、今年は2,393.1と1%増加しました。2016年通年では生産が小幅増加するとみられているものの、横ばい傾向は総じて続いています（図11）。産金会社が近年取り組んでいるコスト削減や中核資産への集中といった事業運営上の路線変更によって、向こう数年の業界のあり方が決まることになります。

産金会社が四半期の生産実績を発表するタイミングがバラバラなために生産データはまだ暫定値ですが、第3四半期は第2四半期とまったく同じ状況のようで、世界に散らばる採掘プロジェクトには増産と減産の両方が混在しています。既存鉱山の増産を受けて、カナダ（1トン増）やインドネシア（6トン増）では前年同期から生産量が拡大しました。インドネシアでは、グラスベルグ鉱山の増産で第4四半期の生産量が大幅に増加する見込みです。ガイアナの複数鉱山で増産が計画されているほか、スリナム共和国でメリアン鉱山（大手産金会社が操業を開始した数少ない新規鉱山の1つ）で商業生産を開始したことも、金の安定供給の維持に一役買いました。こうした増産分は、大規模鉱山の減産で相殺されました。例えば米国の第3四半期の生産量は前年同期比で約6トン減少したとみられるほか、オコトルゴイ鉱山で低品位の生産が続いたためにモンゴルの生産量が3トン縮小しました。

コスト管理は引き続き、産金業界に多大な影響を及ぼしています。全維持コスト（all-in sustaining cost: AISC）は為替レートの関係で第2四半期に小幅上昇しましたが、なお2013年の水準を大幅に下回っています。このようなコスト削減の一例は、鉱山プロジェクトの開発費用を示すプロジェクト費用に表れています。この費用は2012年にピークに達した後、産金会社が支出を増やすことに引き続き消極的であるため、現在では数年間で最低の水準に留まっています（図12）。こうした節減傾向は既存鉱山だけでなく、開発中の鉱山にも影響しています。その結果、新規鉱山の産出量が年間生産量に占める割合が低下しています。

図11：コスト削減のおおりの受け、鉱山の年間生産量が頭打ちに

- 年初からの鉱山生産量は累計2,393.1トンで、前年同期をкаろうじて上回った。
- 鉱山生産量は2016年通年で小幅増加する見通しだが、向こう数年間は頭打ちになるとの全体的な見通しは変わっていない。



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

産金会社は第3四半期にヘッジを小休止

2015年下半年以降、金市場ではネット生産者ヘッジがプラスで推移していました。産金会社は2016年の価格高騰局面を、高値、場合によっては最高値で売却価格を固定する絶好の機会ととらえました。このため一部では、活発なヘッジ取引が復活する兆しが表れたのではないかとこの見方が浮上しました。

けれども、2016年第3四半期には4四半期連続で続いた流れが途絶え、生産者のヘッジ売りは控えめなものに留まりました。上半期にはネット生産者ヘッジが79.8トンに達したものの、第3四半期には正味ヘッジ解消（15トン）に戻り、世界のヘッジ残高は282トンに減りました。こうした（正味ベースの）新規ヘッジ売りのポジションから流れが変化したのは、金価格の動向につられた面もあります。上半期と比較すると、第3四半期の金価格は1,300～1,350米ドル/オンスの狭いレンジに収まり、変動率も低下しました。操業を開始する新規鉱山（資金確保のためにヘッジ取引が必要になること

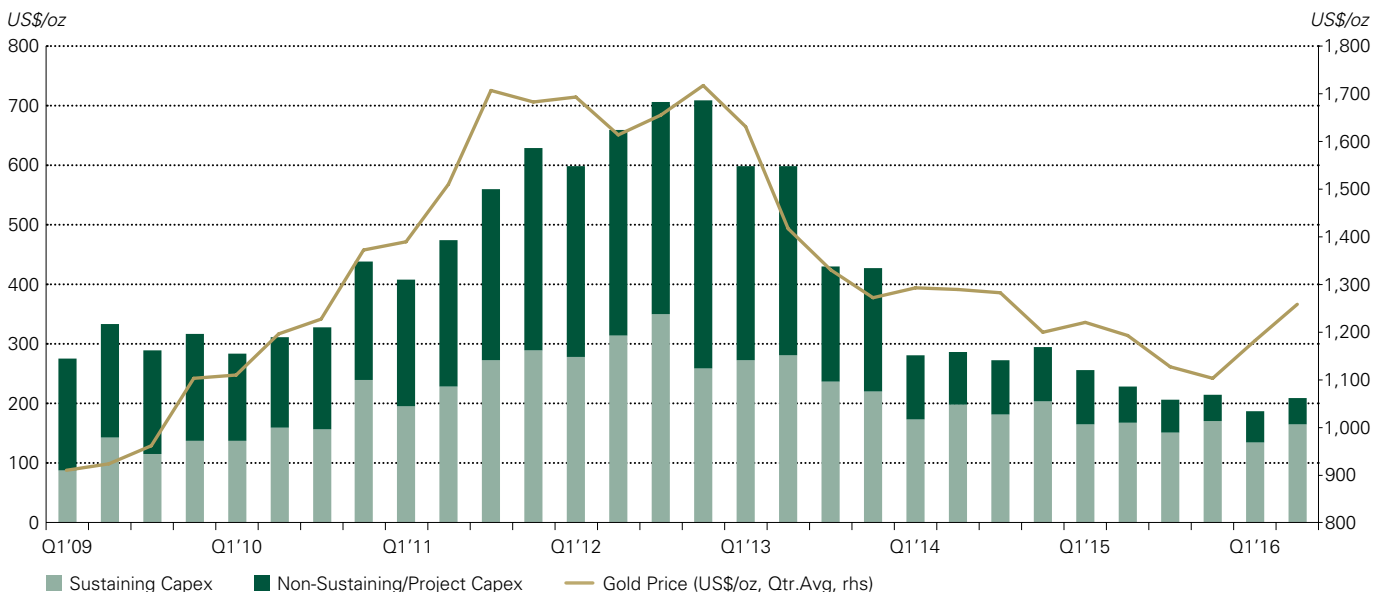
が多い）の数が減っていることも、ヘッジ取引に対する関心低下を招きました。

特に目立つ新規ヘッジ売りのポジションは第3四半期初めに、ハーモニー・ゴールド社が向こう2年間の生産量の20%（43万2,000オンス）をヘッジした取引です。同社は次のように語って意向を明確にしています。「ヘッジ売りの規模と期間を限定しているため、株主は、当社が今後2年間に生産する金の8割について、金の上値を全面的に追えます。また2年経過後には、金の価格動向を100%反映させることができます」²⁷

生産者は常にキャッシュフローを確保していかなければならないため、価格がさらに勢いよく上昇すれば、散発的な小規模のヘッジ取引を誘う可能性はあります。けれども、産金業界で大規模なヘッジ取引が復活することは考えにくい状況です。・

図12：コスト削減でプロジェクト開発費用が縮小

- ・ コスト管理は今も業界の重要な優先事項であり、コスト水準は2013年のピーク時を大幅に下回っている。
- ・ 特にプロジェクト費用の削減が今後も続けば、開発中の新規鉱山が減少することになる。



Note: Sustaining capital expenditure are costs incurred related to maintaining of production at current levels. Non-sustaining/project capital expenditure are those costs incurred at new operations and costs related to 'major projects' at existing operations where these projects will materially increase production.

Source: Metals Focus Peer Group Analysis

²⁷ <https://www.harmony.co.za/investors/news-and-events/company-announcements-2/announcements-2016/934-harmony-meets-annual-production-guidance-creates-further-cash-certainty>

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)

宝飾品の加工とは、金塊を中間製品または最終的な宝飾品に転換する一次加工である。宝飾品の消費からは生産者と流通業者による輸出入、在庫の補充／処分量の影響を除外しているため、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)

世界の金採掘量（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ことを目的として、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、各自の財務的ニーズ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 11 月

日本語版発行：2016 年 12 月