



Gold Link Corporation

GOLD FOURSEASONS REPORT

2016年秋号

発行日 平成28年10月14日

目次：

2016年	1
第2四半期	
世界金需要	
金価格に影響を与える経済指標	4
アメリカ大統領選挙と金価格	6
会社四季報で探る金価格の行方	7

2016年第2四半期の世界金需要

国際的な産金業界団体ワールド・ゴールド・カウンシル（WGC）が8月11日に発表した2016年第2四半期の金需要トレンド報告によりますと、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。需要全体の内訳をみると、投資需要が2四半期連続で最大のカテゴリーとなりました、これは史上初めてのことです。

投資需要が2009年の上半期の水準を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。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は1980年以降で最高を記録しました。

宝飾品需要は低迷しました。一部例外があるものの、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。

☆上半期金の投資需要は過去最高を記録

2016年1月～6月の金の投資需要は、1064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。

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

(2ページに続く)

■世界金需要						
	Q2.15	Q3.15	Q4.15	Q1.16	Q2.16	前年同期比
宝飾品	513.7	623.6	662.6	481.2	444.1	-14%
エレクトロニクス	65.7	65.4	66.7	63.9	63.9	-3%
その他	12.8	12.5	12.5	11.9	12.4	-3%
歯科	4.7	4.7	4.6	4.5	4.6	-4%
工業・歯科小計	83.2	82.6	83.8	80.3	80.9	-3%
金塊退蔵	149.7	200.7	217.7	200.0	149.2	0%
公的金貨	45.5	72.9	49.8	61.4	49.6	+9%
メダル類	14.0	21.3	21.0	11.7	12.8	-9%
小売り投資小計	209.2	294.9	288.5	273.1	211.6	+1%
ETF・関連商品	-23.0	-63.4	-67.6	342.5	236.8	-
投資合計	186.2	231.5	220.9	615.6	448.4	141%
中央銀行購入	127.3	168.0	159.0	108.2	76.9	-40%
需要合計	910.4	1,105.7	1,126.3	1,285.3	1,050.3	+15%

2016年第2四半期の世界金需要

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。

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からです。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、その資金が流入しました。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機会を待っていた投資家は機が熟したと判断しました。

今年年初から数ヶ月間は多数の要因を受けて欧米の投資家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に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うえに、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な需要、イタリアの銀行

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く、金の投資妙味がゆるぎないものとなりました。

そうした中、最も大きく変化したのはETFです。金の裏付けのある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。欧米諸国だけにとどまらず、中国の投資家も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倍近くまで膨らんでいます。

英国の国民投票が第2四半期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これからです。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件数が前年同期比で44%急増しました。また、投票日当日には、この指数が3倍に伸びたと言われています。グーグル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されています。現時点では需要にブレーキがかかる兆しはありません。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、次の四半期にはさらに需要が積みあがるでしょう。

■主要国需要							■世界金供給						
	2016年第2四半期			前年同期比			Q2.15	Q3.15	Q4.15	Q1.16	Q2.16	前年同期比	
	宝飾品	投資	合計	宝飾品	投資	合計							
インド	97.9	33.1	131.0	-20.0%	-12.0%	-18.0%	789.6	850.5	851.2	750.7	786.9	0	
中国	154.2	41.8	196.0	-15.0%	-11.0%	-14.0%	-15.2	14.4	16.7	52.7	30.0	---	
中東	45.0	12.5	57.5	-22.0%	-14.0%	-20.0%	774.4	864.9	867.9	803.4	816.9	5%	
トルコ	8.7	4.1	12.8	-25.0%	-8.0%	-20.0%	267.4	260.7	236.5	359.0	327.7	+23%	
日本	3.8	5.8	9.6	-2.0%	-	163.0%	1,041.8	1,125.6	1,104.4	1,162.4	1,144.6	+10%	
米国	25.9	24.8	50.7	1.0%	101.0%	33.0%	注1: 単位はトン						
欧州	14.6	44.7	59.3	1.0%	-1.0%	-1.0%	注2: 上記のQは四半期						
注1: 単位はトン							注3: 前年同期比はQ2.16とQ2.15との比較						
注2: 前年同期比は16年第2四半期と15年第2四半期との比較													

2016年第2四半期の世界金需要

○国別状況

☆インド

農村部の所得低迷が投資を圧迫。

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需要低迷に追い打ちがかり、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年以来最低を記録しました。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2四半期は需要が大幅に減少したわけではありませんが、軟調に推移し前年同期比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り、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）また、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。

農村部では雨期の降雨量が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、都市部よりも速いペースで物価が上昇し続けており、農村部の住民が投資に回せる資金が目減りしています。

先行きの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。再び金市場に投資資金が流入するとみられています。

☆中国

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ペースでは121.4トン記録し、需要が異例の高水準に達していた2013年以降最高に達しました。

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調整局面に近い

との見方が優勢になり、流動性が著しく高まりました。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。

☆日本

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年以降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。

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うけて、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集まりました。

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。さらに、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。

☆中央銀行

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、年初からの正味購入量は185.1トンとなりました。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。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。

金価格に影響を与える経済指標

○金価格に影響を与える経済指標

金価格はどうなれば上がり、どうなれば下がるのか？ 原油や銅など実需が大きく影響するコモディティであれば、実体経済における需要と供給を考えるとところですが、ゴールドは金融需要、つまり中央銀行や投資家が通貨の代わりに保有するという需要が比較的大きいコモディティであり、特にアメリカの金融政策が注目を集めている間はそうです。

その観点で見れば、金価格に影響する指標は大きく以下の2つということになります。

- A** インフレになれば金価格が上がる
- B** 低金利になれば金の価値が相対的に上がる

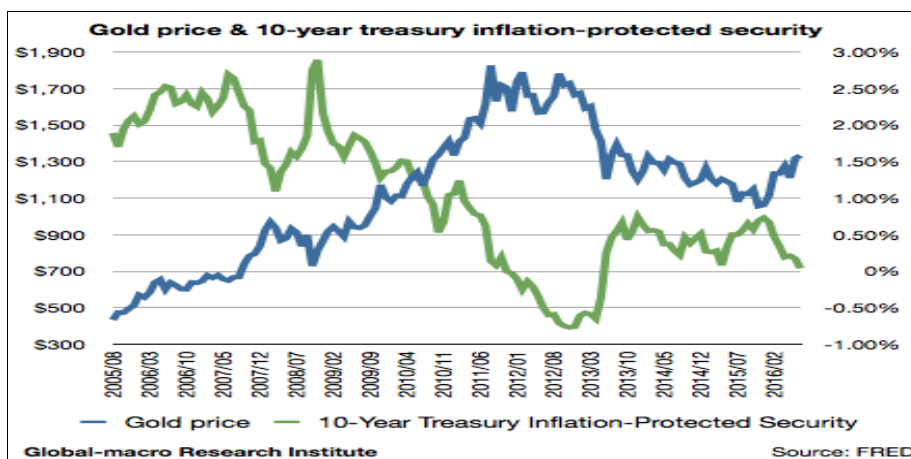
インフレとは通貨の価値が毀損されてモノの価値が高騰することですから、インフレで金価格が上がるということになります。一方で、当然ながら金には金利が付かないため、通貨の金利が高い間は、投資家は金利のないゴールドよりも金利の得られる預金を好むということになります。さて、経済学にはインフレと名目金利（市場で決定される金利）を組み合わせた指標があります。それは、実質金利です。

$$\text{実質金利} = \text{名目金利} - \text{期待インフレ率}$$

この式を見れば、中央銀行の利下げで名目金利が下がれば実質金利が下がり、また期待インフレ率が上がれば実質金利が下がるということがわかります。ここまでの話をまとめると、実質金利が下がれば金価格が上がるということになります。

☆実質金利と金価格

これは価格の動きでも確認できます。以下は金価格とアメリカの実質金利のチャートです。



確かに反相関となっています。

金価格に影響を与える経済指標

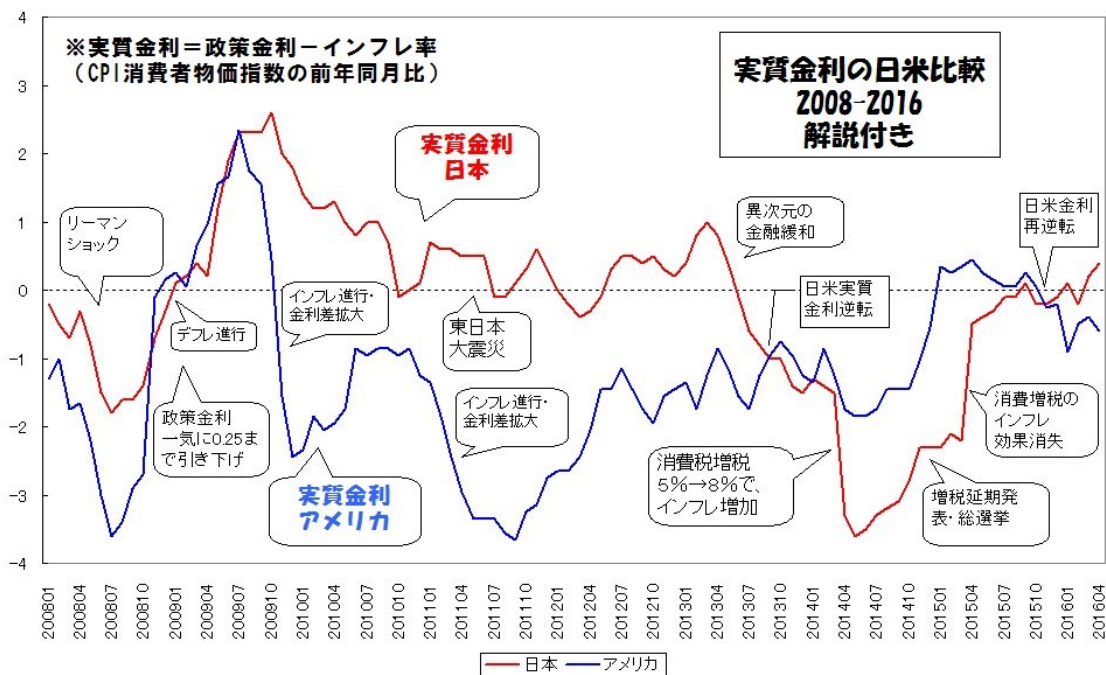
ここまで考えれば、最近の金の値動き(下落傾向)がみえてきます。これまでアメリカ経済の減速による利上げ観測の意外な後退によって、ゴールドを買い進めていた人たちが、2016年末の2度目の利上げを前にして、利上げがあるのであれば現在の金価格は上がりすぎだと感じたのでしょう。それは金利とインフレ率を考慮した学術的な投資判断ではなく、感情的で投機的な動きだといえます。短期的には金価格はそういうものに左右されるということは、頭に入れておかなければいけません。

一方で、金価格の長期見通しは、やはり実質金利に左右されます。長期のチャートを見れば、金価格と実質金利の反相関が大幅に外れたことはなく、そして理論的にもやはりインフレと金利が金価格を左右すると判断すべきです。そうすると今後の見通しはどうか。

現在、実質金利はゼロ近辺であり、名目金利は1.6%ですから、期待インフレ率も1.6%程度です。これは、原油価格の低迷に足を引っ張られている数値であり、原油と食品を除くコアインフレ率は、最新のデータで2.3%となっていますので、原油価格の底が確定するに従って全体のインフレ率もいずれ2%に向けて上昇してゆくと考えるべきでしょう。

一方で、名目金利はFRBの金融政策次第の面はありますが、利上げを断念し、利下げから量的緩和の再開に向かうとすれば、アメリカの名目金利は日本やヨーロッパのようにゼロに向けて下がってゆくと見るべきでしょう。

このシナリオが現実のものとなれば、金価格はどうなるのでしょうか？仮にインフレ率が2%になり、長期金利が0.5%まで下がったとすれば、実質金利は-1.5%となります。これまでの推移を見れば、リーマンショック後の量的緩和でも実質金利は-1%までしか下がっていませんでした。それでも金価格は1,800ドルまで上昇しました。したがって、それが-1.5%まで下がるのであれば、金価格はやはり、2,000ドルまで上がるを見るべきでしょう。アメリカ経済の減速を長期トレンドとして信じるのであればゴールドは買いです。



アメリカ大統領選挙と金価格

注目された米大統領選の第1回テレビ討論会では、民主党のヒラリー・クリントン候補が共和党のドナルド・トランプ候補に貫録勝ちとなりました。とはいえ、選挙戦はまだまだ接戦が続くと予想されており、トランプ候補が逆転する余地は残されています。こうした中、英EU離脱（ブレグジット）で注目された金（ゴールド）への関心が再び高まっています。

☆トランプ大統領誕生なら1オンス1,850ドルまで上昇

現在の投資環境では民主党のクリントン候補、共和党のトランプ候補のどちらが大統領となっても 金価格は上昇する見通し となっています。ジェラルド・フォード政権（1974-77年）以降の大統領任期期間におけるインフレ率や成長率、金利といった経済変数と金価格の関係を分析すると、現在の投資環境であれば、いずれの候補が大統領になっても2017年の金価格は上昇することが見込まれています。

メインシナリオとして、クリントン候補の勝利を予想した場合、2017年のGDP成長率はわずかに改善するものの、依然として長期的なトレンドを下回ることになるでしょう。

この場合、以下の3つが金価格の支援材料となりそうです。

- ◎インフレ率が成長率を上回る可能性が高い
- ◎実質金利はマイナスとなることが予測される
- ◎米ドルは長期的に下落トレンドに転じる

メインシナリオでは、金融危機の発生は想定しておらず、安全な逃避先としての金需要は弱いとされています。以上から、2017年の金価格は1オンス=1,650ドルに向けて緩やかに上昇していくと予測されています。

一方、トランプ候補が大統領になった場合には、金価格の上昇はさらに大きくなり、来年中（2017年）に1,850ドルに達するとしています。

トランプ候補が大統領になる確率は低いとみられていますが、同候補の保護主義的な経済政策は米経済を弱めることになり、国内外で先行きの不透明感を強めることになると予測できます。この場合には、資金の逃避先としての金需要が高まると予想されます。今年6月の英EU離脱の際に金投資の人气が高まったことを踏まえると、大方の予想を覆してトランプ大統領が誕生した場合、再び金に注目が集まると考えても不思議ではないでしょう。

GOLD FOURSEASONS REPORT

会社四季報で探る金価格の行方

☆会社四季報をご存知でしょうか

『会社四季報』は、東洋経済社が発行する株式情報誌で、会社の業績予想を中心に、所在地や財務情報や株主など、会社を知るうえで欠かせない重要な情報をコンパクトにまとめたハンドブックです。上場企業の状況に関する近況コメント、株主構成、財務データ、財務諸表、業績予想などが、一社一社記者がそれぞれの企業を訪問調査してコメントしているのが特徴です。この会社四季報のデータから金がどうなっていくかを探っていこうと思います。

1. 中国とインドの動向

中国やインドに進出している会社の業績を研究し

その国民の懐具合を知れば、金投資へのスタンスが見えてきます(ホンダ・ピジョン・スズキ等)

2. 価格の先行き

貴金属の回収が上向くと予想されています。これは回収がコストに見合うと判断したためです。金の価格水準が上昇していくだろうとみていることと同義です。(松田産業等)

3. 国内の売れ行き

マイナス金利の影響でまとまったお金を銀行に預金せず、手元に置いておく方が増えているようです。金のバーに替えれば札束よりかさばらなくて保管できます。そう考える人が

多いでしょう、耐火金庫の販売が絶好調です。(日本アイ・エス・ケイ)

5社の例をあげましたが、会社四季報を別の観点から読むことで、この会社の業績が良ければ金の価格が上昇するといった関連性が発見できるかもしれません。ぜひチャレンジしてみてください。

7267 ホンダ (決算) 1月設立1957.8 1988.9

【特徴】1. 4輪世界8位で北米が収益源。2. 2輪はアジア回復。3. 3月設立1948.9 1957.12

【費用一巡】北米と中国健闘し4輪販売49.1万台(3.6%増)。2輪はアジア回復。為替影響に開発費も重い。カタカタ関連費用が前期で処理一巡。熊本地震による販売減速り込む。ただ修繕費次第で下振れも。【タカタ】乾燥剤なしのエアバッグすべてのリコール費用引き当て済み。熊本完全復活は8月。円高転換でも国内からの輸出1.2割に引き上げ、世界生産補完体制構築。

7956 ピジョン (決算) 1月設立1957.8 1988.9

【特徴】有児用品で国内トップ。哺乳瓶・雑貨・小物に強い。海外は中国・欧米主体に新興国開拓も意図的。【連結事業】国内ベビー・ママ(30)・子育て支援(7)【ヘルスケア・介護】(7)・海外(54)・他(1)【16】(海外) 54

【最高益】主力の中国は哺乳瓶や乳首が高水準。訪日客需要や中国向けECも底堅い。国内ベビー・ママの品ぞろえ拡大も奇功。円高影響や広告宣伝費の負担増も。為替差損計上でも最高益更新。連続増配。【海外強化策】中国は店頭販売強化のため営業部員が取扱店を巡回。欠品調査やPOP設置など徹底。展開国の駅や病院内に授乳室設置。自社製品置き認知度向上狙う。

7269 スズキ (決算) 3月設立1920.3 1949.5

【特徴】国内軽2輪、2輪3位。インド4輪1割弱占。有小型車開発に優位性。VWとの提携解消。【連結事業】一輪車(7)・4輪車(91)・特機等(19)【海外】67

【反落】4輪販売は3%増の29.5万台想定。インドは上振れ余地でも燃費問題で国内下振れ懸念大。為替逆風、再発防止費用などもあり営業減益。VW株売却益剥落。【還反】10年以降発売の国内向け大半車種で燃費測定方法の不正判明。現時点で燃費に影響なく販売停止ない公算。信用には傷。転社2000億円発行、インド能力増強に充当。自己株7004万株を3月末売却。

7456 松田産業 (決算) 3月設立1951.6 1995.8

【特徴】電子部品スクラップから貴金属を回収。電子材料・地金の形で販売。魚すり身など食品素材卸も。【連結事業】貴金属関連(64)【食品関連】(36)【1】(海外) 16

【上向く】貴金属回収は後半から回復見込む。非鉄市況底打ちと海外での回収・販売連携もプラス。食品は水産物、畜産物中心に増加続く。ガルフ食品買収がフル寄与。畜産物の評価損消える。成長分野として【新中計】貴金属関連を営業方向として国内外の製錬・環境処理設備を積極拡充。今期15億円投資。ベトナム製錬工場は本格稼働。食品は東アジア拠点拡充し販売強化。

7986 日本アイ・エス・ケイ (決算) 12月設立1948.4 1974.12

【特徴】耐火金庫、歯科機器中堅。家具はコクヨOE主体。金属加工等の広域グループ傘下。無借金。【連結事業】副製品(31)・デンタル(28)・書庫ロツカ(1)・OAFフロア(3)・不動産賃貸(4)【71】(海外) 18

【金庫ブーム】マイナス金利政策で金庫絶対好調。4月まで休日返上のフル操業。5月や落ち着くが、ロツカもコクヨ向けOEM増加。鋼材の低位安定効く。昨年追加の貸貸ビルが通年寄与。増額、増配濃厚。【慎重】ブームの先行きに警戒的。金庫の能力増強に慎重。長期漸減傾向のデンタル機器は新機種探る。ただ往診ユニットが中心。外来ユニットの取り組み強化が課題。

ホームページもご覧下さい。
<http://www.goldtsumitatekun.com>

株式会社ゴールドリンク

 Gold Link Corporation

東京都千代田区飯田橋2丁目8番5号

多幸ビル九段10階

電話 03(5275)5588

FAX 03(5275)5677

Email: info@goldtsumitatekun.com



GOLD FOURSEASONS REPORT

2016年秋号

2010年9月1日創刊 2016年10月14日発行 通巻第23号

●本誌に掲載されている情報は内容が正確であるよう最善を尽くしておりますが、内容についての一切の責任を負うものではありません。●本誌に掲載されている情報に基づいて投資活動を行った結果、損害が発生したとしても、弊社はその責任を負うものではありません。●本誌に掲載されている内容の著作権は、株式会社ゴールドリンクに帰属します。弊社に無断で転用、複製等することは固くお断りします。