



GFMS GOLD SURVEY 2014

日本語ダイジェスト版

valcambi
suisse

sponsors



TANAKA



THOMSON REUTERS™

Gold Survey 2014の表紙の写真は下記の各社から提供されたものです。



田中貴金属グループ

田中貴金属グループは日本の大手貴金属精錬・製造業者です。同グループは、半導体から通信機器に至る様々な用途で使用される高度な技術仕様を要する工業用製品の製造で国際的に広く認められ、またゴールドバーの製造および販売、コインの販売を行っています。田中貴金属のゴールドバーはロンドン金市場の「グッドデリバリー・バー」に認定されています。



大手貴金属精錬会社であるValcambi社は、スイスのバレルナに33ヘクタールの敷地を擁し、世界最大の規模を誇る最も効率的な総合貴金属プラントを運営しています。

同社は鑄造インゴットの製造に関しても世界最大のメーカーの1つに数えられています。同社では0.5グラムから1,000グラムまでの金、銀、プラチナ、パラジウムの鑄造バーを製造しており、様々な形態および新しいデザインの開発を絶えず入念に進め、世界中の様々な国の投資家の需要に対応しています。また、お客様の要望に応じて、地金の前面および裏面、証書、パッケージ商品のオーダーメイドも承っています。

同社の鑄造所および鑄造プラントで生産されたすべての製品は同社の試験所による認定、同社の技師による入念な検査を経て、個別に包装され、照合されたうえで出荷されます。ホールマーク刻印はスイスの職人技術の質を保証するのみならず、世界中で最も探し求められ、貴金属鑑定家にも投資家にも最も希求されているこのバーの純度も保証しています。

Valcambi社製のバーは際立った価格で販売されているばかりか、独自の職人技術、保証付きの純度、透明性、信頼性と同義でもあります。

Gold Survey 2014の表紙を飾るのは、金粒子で覆われた日本の富士山とValcambi社のCombiBarsを纏ったスイスのマッターホルンである。また、裏表紙を飾るのはValcambi社鑄造の1オンス丸型金地金と田中貴金属鑄造の50グラム金地金である。

表紙デザイン: Valcambi社 撮影: Adriano Heitmann/Immagina(スイス、スタジオ)



THOMSON REUTERS™

GFMS GOLD SURVEY 2014

編集・著者

Rhona O'Connell 貴金属リサーチ & 予測責任者
William Tankard マネージャー (Mining担当)
Cameron Alexander マネージャー (地域需要担当)
Andrew Leyland マネージャー (地域需要担当)
Ross Strachan マネージャー (地域需要担当)
Matthew Piggott シニア・アナリスト
Saida Litosh シニア・アナリスト
Johann Wiebe シニア・アナリスト
Ling Wong シニア・アナリスト
Erica Rannestad シニア・アナリスト
Samson Li シニア・アナリスト
Sudheesh Nambiath アナリスト
Janette Tourney アナリスト
Ryan Cochrane アナリスト
Sara Zhao アナリスト
Natalie Scott-Gray アナリスト
Dante Aranda アナリスト
Gregory Rodwell アナリスト
Beverly Salmon カスタマー・リレーションシップ・マネージャー

トムソン・ロイター社は、今年度の
下記の各社からご協力をご支援をいただいた

PAMP
Produits Artistiques Metaux Precieux

www.pamp.com

 **WORLD
GOLD
COUNCIL**

www.gold.org

 **CME Group**

www.cmegroup.com

ITALPREZIOSI
Precious Metals Refining and Trading

Italpreziosi SPA

Heraeus

www.heraeus-precious-metals.com

Gold Surveyと2冊のUpdateを刊行するにあたり、
ことに心より感謝申し上げます。



TANAKA PRECIOUS METALS

valcambi
suisse



www.valcambi.com



RAND REFINERY

www.randrefinery.com



www.igr.com.tr

Degussa 

The Degussa logo is a gold-colored diamond shape containing a stylized sun or starburst pattern.

www.degussa-goldhandel.com

目次

1. 要約と価格見通し	8
• 2013年の供給	10
• 2013年の需要	11
2. 投資	15
• 概況	15
• 上場仕組商品	21
• 商品取引所での活動	22
• OTC市場	26
• 現物金地金投資	27
• 公的コイン	30
• メダルおよび模造コイン	32
3. 付録	33
• 世界の金の鉱山生産量 – トン	34
• 世界の金加工量(中古金スクラップの使用を含む) – トン	36
• 宝飾品消費量(中古金スクラップを含む) – トン	38
囲み特集	
• 需給の算出方法	9
• 商品投資	18
• 2013年の価格ボラティリティの概要	19
• 金価格の相関関係	20
• 生産/消費加重金価格	25

本書に提供されたすべての内容はThomson Reutersおよび/またはその関連会社によって所有されており(以下、「Thomson Reutersのコンテンツ」という)、米国および国際的な著作権法によって保護されている。Thomson ReutersはThomson Reutersのコンテンツに付随するすべての所有権を保持する。Thomson Reutersの文書による明確な承諾なしに、Thomson Reutersのコンテンツを営利目的で複製、複写、改ざん、伝送、配布すること、またはその他の方法で利用することを禁じる。不許複製・禁無断転載。

商標

“Thomson Reuters”およびThomson ReutersのロゴはThomson Reutersおよびその関連会社の商標である。本書に掲載されている第三者の商標、サービスマーク、ロゴは関連する第三者またはその関連会社によって所有されており、かかる所有者の文書による明確な承諾なしにこれらの商標、名称またはロゴを使用することはできない。

保証および依拠に関する免責

本書はThomson Reutersにより、「利用可能な現状有姿」で提供されている。Thomson ReutersはThomson Reutersのコンテンツの正確さまたは完全性について、明示または黙示を問わず、いかなる種類の表明または保証も行わない。Thomson Reutersは情報提供のみを目的として情報を収集、提供しており、金融またはその他の専門的なアドバイスを提供するものではない。Thomson Reutersは、商品の売買またはリスク管理に関する決定など、Thomson Reutersのコンテンツに依拠して下された決定に起因して発生した損失または損害に対していかなる責任も負うものではない。

ISBN: 978-0-9568286-8-2 (Print)

ISBN: 978-0-9928402-2-8 (Online)

ISSN: 2055-1797 (Print)

ISSN: 2055-1800 (Online)

今後の発行予定

- GFMS PLATINUM & PALLADIUM SURVEY 2014: 2014年5月2日
- WORLD SILVER SURVEY 2014: 2014年5月14日
- GFMS GOLD SURVEY 2014 - UPDATE 1: 2014年9月
- GFMS COPPER SURVEY 2014 - UPDATE: 2014年10月
- GFMS GOLD SURVEY 2014 - UPDATE 2: 2015年1月

Gold Survey 2014 日本語 ダイジェスト版 発行にあたって

平成 26 年 6 月

田中貴金属工業株式会社
代表取締役社長 田苗 明

1967 年にコンソリディテッド・ゴールド・フィールズ社が初めて金の調査報告書 Gold 1967 を発行して以来、当報告書は毎年定期的に刊行されて参りました。

同社はこの作成のために専門家を世界各国に派遣し、現地の金の関係者に直接会って取材するという徹底した調査方法をとって正確かつ詳細を期すことにより、金に関する最も信頼でき、権威ある資料の一つとして世界の産業、金融界のみならず一般の方々にも広く利用されております。

1990 年版より当調査報告書の刊行はゴールド・フィールズ・ミネラル・サービシズ社の手に移りましたが、調査方法は従来と変わりなく、内容の一層の充実を期して続けられております。

この度、刊行されたトムソン・ロイター GFMS 社『Gold Survey 2014』に加えまして、弊社より『Gold Survey 2014』日本語ダイジェスト版を発行することとなりました。是非、マーケティングデータの調査・分析にお役立て頂きますようお願い申し上げます。

最後になりますが、本書の原書を発行されたトムソン・ロイター GFMS 社とこの仕事に携われた関係の方々のご尽力に感謝の意を表します。

使用されている単位:

トロイオンス(oz)	= 31.103グラム
トン	= 1,000キログラム、32,151トロイオンス
カラット	= 純金を24カラットとした金の純度

- 米ドル価格およびその換算数値は、別途記載がない限り、ロンドン地金市場の午後のフィキシング価格を示している。
- 金の需要に関する統計数値は、別途記載がない限り、すべて純金含有量に基づいて示されている。
- 表全体について、データがそれぞれ四捨五入されているため合計と一致しないことがある。

用語:

「-」	: 入手不能もしくは該当なし。
「0.0」	: ゼロもしくは0.05未満
「ドル」	: 別途記載がない限り米ドルを示す。
「確認可能な投資」	: 現物地金投資とすべてのコイン加工量の合計に上場投資信託(ETF)の現物保有量の純増減を加えたもの。
「宝飾品消費量」	: 新規に小売販売されたすべての宝飾品(つまり、交換品や中古品は含まない)の純金含有量。宝飾品加工量に宝飾品の正味流入量(すなわち、輸入量から輸出量を差し引いたもの)を加えて算出され、小売在庫の変動に関する調整も図られている。
「現物の過不足」	: 暦年中に市場に供給された新規および中古の金供給量と測定可能な現物の金需要の差異。不透明な店頭(OTC)金投資および商業銀行による取引を除く。
「ネットバランス」	: 金の現物の過不足に可視性の高いETFと取引所在庫の増減を加えたもの。
「小口投資」	: 地金およびコインの形態による確認可能な正味現物金投資。地金は「ロンドン市場受渡適合品」であるものもあれば、この基準に適合していないものもあるが、地金生産国において一般的に取引されている形態とする。コインは額面の有無にかかわらず、公的および非公式のあらゆるコインおよびメダルが含まれる。

第1章 要約と価格見通し

2013年には、機関投資家が金投資を引き揚げたことによって金価格が年間変動ベースで29%も下落したため、現物需要が史上最高水準の4,957トンに達し、前年の水準から15%も増加すると同時に、新産と中古金の合計供給量を703トンも上回った。

昨年の特徴としてはセンチメントの大きな変化が二点挙げられ、今後数年間はこの二点が金相場に影響を与えることになろう。第一点は、機関投資家が価格変動のみをリターンの源泉とする（non-yielding）資産クラスから投資を引き揚げたことである。背景には、株式相場の高値更新や、量的緩和が終了するとの見通しを受けた国債利回りの回復があった。ETFの現物保有量も2003年のETF発行以来増加の一途を辿ってきたが、このような投資引き揚げにより、2013年1月1日に2,698トンでピークを付けた後、年末までに880トンも減少した。こうした動向を受けて、金相場は相次ぐ下落局面に見舞われたが、これによって小口投資が再燃。これが第二点目のセンチメントの大きな変化となった。

中国、インド、東南アジア、トルコ、中東といった価格動向に敏感な市場では2013年第2四半期に買いが急増し、北半球が夏の間は旺盛な買いが持続した。需要があったのは、投資と装飾の双方を目的とする高カラットの宝飾品や、現物金地金ならびにコインへの投資であった。実際、東アジア市場では、金が重要な貯蓄手段であると同時に不安定な金融情勢に対するヘッジ手段としての地位を固めているため、中国では投資目的の金地金購入量が2013年中に45%も増加して360トンに達した。

東洋の需要増加と西欧の機関投資家による投資引き揚げを背景として、世界の金塊出荷量は大幅に増加し、金額ベースでも25%増の2,340億ドルに達して史上最高額を記録した。西欧の投資家が売却した金を中国が軒並み購入するなど、飽くことのない買い意欲の中で、2013年後半には金先物市場がわずかながら逆ザヤとなった。つまり、小口投資用商品の作成にはロンドン市場受渡適合品（400オンス以下のラージバー）を精練し直すことが必要だったが、精練能力が追い付かず、需要への対応が遅れた。その結果、リードタイムが長期化し、多くの市場で現物が極めて割高となったのである。

世界の金の供給と需要(トン)

	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
供給										
鉱山生産量	2,504	2,561	2,496	2,499	2,430	2,613	2,741	2,839	2,861	3,022
中古金スクラップ	881	902	1,132	1,005	1,350	1,726	1,711	1,659	1,634	1,280
生産者ヘッジによる正味供給量	-438	-92	-434	-432	-357	-234	-106	11	-40	-48
供給合計量	2,948	3,371	3,194	3,071	3,424	4,104	4,346	4,509	4,455	4,254
需要										
宝飾品	2,619	2,721	2,302	2,425	2,306	1,817	2,034	2,029	1,998	2,361
工業用加工量	418	440	471	477	464	414	469	458	415	409
エレクトロニクス	266	286	316	322	311	275	326	320	284	279
歯科・医療	68	62	61	58	56	53	48	43	39	36
その他の工業用	85	92	95	98	97	87	95	95	92	93
公的部門の正味需要	-479	-663	-365	-484	-235	-34	77	457	544	409
小口投資	361	412	427	442	915	825	1,229	1,569	1,357	1,778
金地金	215	263	238	238	654	536	935	1,242	1,036	1,377
コイン	146	148	189	204	261	289	295	327	321	401
現物需要	2,920	2,909	2,835	2,861	3,450	3,023	3,809	4,512	4,315	4,957
現物の過不足	28	462	359	210	-26	1,081	536	-3	140	-703
ETFの在庫構築	133	208	260	253	321	623	382	185	279	-880
取引所の在庫構築	83	29	32	-10	34	39	54	-6	-10	-99
ネットバランス	-188	225	67	-33	-381	418	100	-182	-129	277
金価格 (ロンドン市場午後のフィクシング価格、米ドル/oz)	409.17	444.45	603.77	695.39	871.96	972.35	1,224.52	1,571.52	1,668.98	1,411.23

出所:GFMS, Thomson Reuters

各項目を四捨五入しているため、合計と一致しない場合がある。正味生産者ヘッジは鉱山会社のゴールドローン、フォワード・ポジション、オプション・ポジションが現物市場に与える影響の推移を示している。

GOLD SURVEY 2014: 需給の算出方法

金市場では、利用可能な地上在庫の水準ゆえに、現物の過不足が工業用金属の場合ほど重要ではない。ちなみに当社の計算によると、2013年末の地上在庫は現行消費量のほぼ35年分に相当する。この豊富な地上在庫の35%強は中央銀行と民間投資家が保有しており、市場に貸し出されるものが多い。こうした地上在庫は当然ながら、個人が保有する「投資適格宝飾品」または投資商品を裏付けとしており、価格が極端な水準になった場合、または金融危機の際にはすぐに売却されて、市場に供給される。このように金市場ではほぼ常に十分な流動性が確保されており、それゆえに通例は大半の通貨と同様に現物と先物の価格差が現物の保有維持コストを上回っている（フルキャリー）。

もっとも、金の市場供給量や現物需要の特性の変化を考えることは有用である。というのも、これが需給バランスを構成して現物の過不足の水準へと導くためである。店頭（OTC）取引も多く、すぐに利用可能な在庫もあることから、市場における現物の過不足は価格に直接の影響を与えない可能性もあるが、リードタイムやプレミアム、価値連鎖におけるマージンには影響を与えるであろう。今回のGold Survey 2014では、現物の過不足という項目を加えたことにより、従来の正味退蔵投資 / 正味退蔵放出といった残存値の項目を除くことができた。

店頭取引は金市場に多大な影響を与える可能性があり、ロンドン地金市場協会の清算会員の報告によると、2013年には、金の取引量が合計で約17万1,000トン（7兆8,000億ドル）となった。もっとも、この数値も世界の金の取引総量を表しているわけではない。経験則によると、正味取引量はロンドン市場受渡し金取引の約3分の1に相当し、世界の金取引の約90%がロンドン市場で行われる。したがって、2013年の金取引量は約57万トン（約26兆ドル）となり、鉱山生産量の約189倍に相当する。金市場は債券市場と比較するとかなり小規模だが、その奥行は深く、流動性にも優れている。

可視性の高いETFの現物保有量の動きと金先物市場の公表在庫の増減を説明するために、需給バランスには既知の在庫水準の変化も含まれている。ただし、結果として算出されるネットバランスには店頭取引投資 / 放出（本書の26ページでその評価について言及）の増減が含まれてい

ないことに留意することが重要である。ETFの現物保有量の増減は金投資のトレンドを知るための有用な指針になるが、結局のところは市場の非常にわずかな部分を占めるに過ぎない。

Thomson Reutersの需給データは、オーストラリア、中国、欧州、インド、米国に拠点を置く当社の調査分析チームが、あらゆる市場のサプライチェーンにわたるステークホルダーへのインタビューや1967年以来的継続的な市場調査から得た独自のデータを活用して、広範な調査プログラムを実行する中で収集、整理したものである。Thomson Reutersは金市場の需給像を構築するために、需要については90カ国強、供給については110カ国強のデータベースを保持している。一次資料に基づく調査を通じ、アナリストは宝飾品の加工量および消費量、コインの加工量および販売量、地金投資量、工業用需要、エレクトロニクスセクターや医療セクターの使用量、中古金スクラップの市場供給量、中古金スクラップの市場供給量に占める宝飾品加工量の割合（金市場に対する宝飾品の正味の影響を算定するため）についての情報を収集している。また、情報は鉱山ごとにも整理され、800件を超える鉱山およびプロジェクトにおける金の生産モデルを作成している。これに加えて、Thomson Reutersは世界中で、中央銀行による正味売買量に関する情報の収集や生産者ヘッジおよびヘッジ解消に関するデータの整理も行っている。

金の現物の過不足



出所: GFMS, Thomson Reuters

2013年の供給

- 2013年の鉱山生産量は6%増の3,022トンとなり、史上最高水準に達した。
- 世界平均産金コストは、現金支出を伴わない減損費用によって27%増の1,620ドル/ozとなったが、この評価損を除くと1,205ドル/ozであった。
- 2013年の中古金スクラップ供給量は世界全体で22%減の1,280トンにとどまり、6年来の最低水準まで落ち込んだ。主因はドル建て金価格の大幅な下落にあった。

2013年、世界の鉱山生産量は前年の水準を約6%上回って3,022トンの史上最高水準に達した。8カ国が10トンを上回る増産となり、とりわけ中国、カナダ、ドミニカ共和国では20トンを超える増産を記録した。生産を開始または本格化させたプロジェクトにはPueblo Viejo（ドミニカ共和国）、Bissa-Zandkom（ブルキナファソ）、Martabe（インドネシア）、Detour Lake（カナダ）、Tucano-Amapari（ブラジル）などがあり、いずれも生産量が5トンを上回った。金価格が通年で大幅に下落したことを考えると、鉱山生産量がこのように堅調だったことは予想外に思えるかもしれない。しかし、進んでいるのは試運転中または試運転を間近に控えているプロジェクトである。弾力的に対応する余地があれば、生産者は共通して処理量の最大化や、回収量の増加を目的とする処理プラントの最適化を図る。また、一握りのケースだが、単価削減の取り組みの中で処理品位を高め、閉鎖対象となる資産を少数にとどめることも共通テーマとして挙げられる。

年央には、これが明らかな指針となって、生産者が資産の最適化を進め、コスト上昇に対抗するとともに、価格下落環境下での利益率の維持を図り、その中でプロジェクトの資本予算、探鉱計画、本社費が大幅に抑制された。加えて、多くの生産国通貨がドルに対して下落

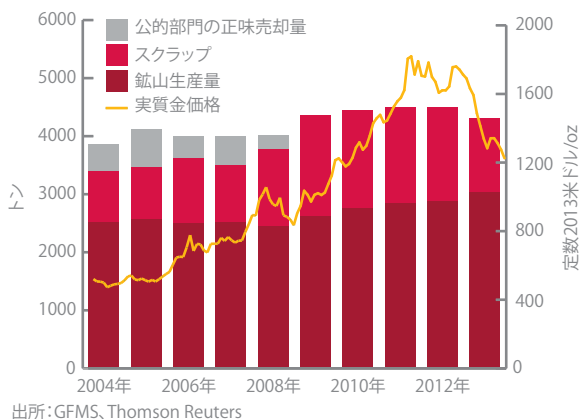
したため、世界平均現金コストは昨年水準とほぼ変わらない767ドル/ozとなった。

建設段階またはそれ以前の段階にあるプロジェクトは延期されている。また、プロジェクトも操業中の鉱山も同様に、業界全体に重くのしかかる商品価格の下落を認識し、資産簿価の評価減を行っている。試算によると、こうした会計上の調整によってコストは414ドル/oz増加。これが主因となって、世界平均産金コストは4分の1強も増加して1,620ドル/ozとなった。

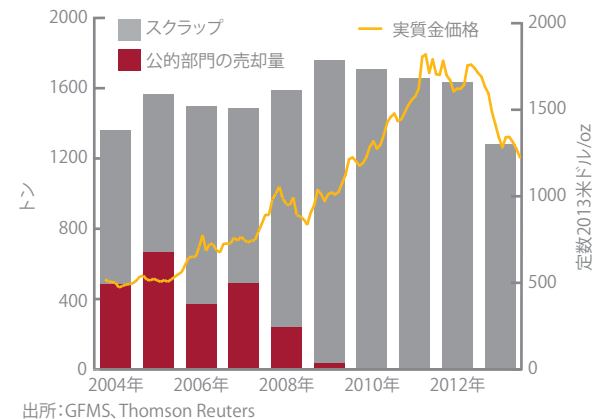
中古金スクラップの供給量は4年連続で減少し、昨年は前年比22%減の推定1,280トンとなって2007年の水準まで落ち込んだ。主因はドル建て年間平均金価格が15%も下落したこととあり、すべての主要地域で中古金スクラップの供給量は大幅に減少した。もっとも、発展途上国の中古金スクラップ供給量は17%の減少にとどまった。背景には、中国が世界で唯一、中古金スクラップの供給量増加を記録し、インドの中古金スクラップ供給量も一昨年に93%も増加したにもかかわらず11%の減少にとどまったことから、大半の東アジア諸国および中東における大幅な減少がやや緩和されたことがあった。インドでは、上半期に45%も減少したものの、下半期にはルピー安によってルピー建て金価格が記録的水準まで上昇したため、中古金スクラップの供給量も大幅に回復した。

先進国ではいずれも中古金スクラップの供給量が減少した。主因は予想どおり金価格の動向にあったが、景気が回復する中で、中古金を現金化する動きも限られた。ちなみに、2013年には、北米の中古金スクラップ供給量が24%減。欧州のリサイクル量は前年比で29%減であったと推定される。また、金融危機後に欧米両市場で誕生した「金の買い取り」ビジネスも、閉鎖が相次いだ。

世界の金の供給



地上在庫からの供給量



2013年の需要

- 2013年の現物総需要は15%増加した。背景には、宝飾需要と小口投資の増加が工業用需要の落ち込みを補い、公的部門の正味購入量も需要を支えたことがあった。
- 2013年の宝飾需要は金価格の下落に支えられて18%増の2,361トンに達し、6年ぶりの高水準となった。
- 工業用需要に関しては、エレクトロニクスセクターの節約基調が続いたため、加工量が2%とわずかながらも減少した。
- 現物金地金投資は33%も増加して1,377トンの新記録に達した。主因は、中国とインドを中心とする主要アジア市場における需要の急増にあった。
- 公的コインの加工量は堅調に伸びて297トンに達し、記録を更新した。これとは対照的に、メダルと模造コインについては、インドの需要減少が主因となって全体の需要も減少した。
- 公的部門の正味購入量は前年比で25%減少したものの、過去の水準と比べるとまだ高い水準にある。
- 生産者のヘッジ解消による正味需要は48トンであった。

2013年の総加工量は16%増加した。主因は前年比18%増となった**宝飾需要**の力強い伸びにあった。また、**中古金スクラップの供給量と相殺した正味需要**は通年で34%増と、さらに堅調になり、需要の急増と**中古金スクラップの供給量の大幅な減少**を示した。昨年、平均金価格が大幅に下落し、多くの主要消費国の宝飾需要が増加したことを考えると、需要全体がこのように堅調となったことは意外ではないはずである。

東アジアの宝飾品加工量は40%もの目覚ましい増加となった。牽引役となったのは中国の力強い増加で、同

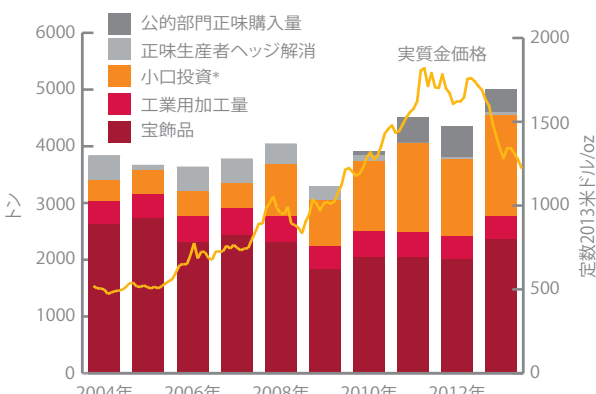
国では宝飾品生産量が46%増の871トンとなって新記録に達し、インドを抜いて世界最大の宝飾品製造国となった。

中東でも宝飾需要の増加は広範にわたり、大半の国の宝飾需要が金価格の下落に反応して堅調な伸びとなった。たとえば、トルコでは、金価格の下落が主因となり、宝飾品加工量が18%増と、2008/09年の金融危機以来最大の伸びを記録した。これとは対照的に、インドでは、政策によって金の供給が規制されたことに加え、ルピー建て金価格が記録的な高値となったことから、宝飾品加工量が2%減少した。

米国では、金価格の下落と経済情勢の好転が相俟って、宝飾品加工量が14%増の61トンとなり、3年ぶりの高水準に達した。欧州の需要は約4%増加したが、地域の範囲を変更し、2013年に堅調な需要を示したトルコとロシアが欧州に含まれるようになったことに留意することが重要である。この両国を除くと、欧州の宝飾品生産量は3%減となり、主要国経済が依然として構造的に脆弱であるために、主要国以外の金価格主導の需要増加が相殺されたことがわかる。

工業用加工量は2013年に2%減少した。背景には、エレクトロニクス部門の需要と歯科需要の減少が、それ以外の工業需要および装飾需要の緩やかな増加を上回ったことがあった。経済情勢が改善しているにもかかわらず、**エレクトロニクス用の金使用量は2013年に2%減少した**。銅による代替が進んだことによって、ボンディングワイヤーにおける純金使用量が引き続き減少したためであった。同様に、**歯科・医療セクター**でも他の素材による代替が主因となって、需要が6%減少し、36トンの史上最低水準まで落ち込んだ。しかし、**その他の工業・装飾需要**は、中国とインドの価格主導の需要回復が牽引役となってわずかながら増加した。

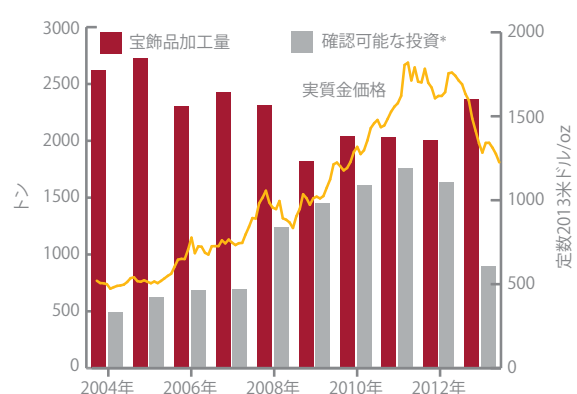
世界の金の需要



出所: GFMS, Thomson Reuters

* 小口投資とは現物金地金とコインへの投資を意味する。

宝飾品加工量と確認可能な投資



出所: GFMS, Thomson Reuters

* 確認可能な投資とは現物金地金投資、公的コイン、メダルおよび模造コイン、ETFの正味在庫構築の合計である。

投資需要は昨年も引き続き低調であった。現物金地金投資、すべてのコイン、ETFの在庫構築を含む確認可能な投資は45%減少して900トン进行り込み、6年ぶりの低水準まで落ち込んだ。金価格が年間変動ベースで29%下落したことから、金額ベースの落ち込みはさらに大幅となり、2012年の880億ドルから410億ドルまで減少した。

このように投資需要が低迷した主因は、2012年終盤の金価格の下落を受けて金に対する投資家のセンチメントが弱気になっていることと、米連邦準備制度理事会による量的緩和の縮小観測が高まっていることにある。2013年下半期には経済見通しが上向き、米国の金融政策も大幅な緩和から緩和縮小へと移行して徐々に正常化していたことから、投資家のセンチメントは年末まで引き続き圧迫された。

確認可能な投資を構成する他の要素では、地金やコインへの小口投資が2013年に31%もの急増となった。主因は、**現物金地金投資**が前年比で33%も増加し、当社が記録をとり始めてから最大の増加となったことにある。**公的コイン**については、**鑄造量**が43%増を記録したことから、**需要**も記録を更新した。背景には、金価格の大幅な下落を受けて、トルコなどでコイン需要が大幅に増加したことがあった。もっとも、**メダルおよび模造コイン**の需要は前年比で8%減少となった。ただし、104トンという昨年の需要は過去の水準と比べるとまだ高い水準にある。

これとは好対照だったのが**ETF**の動向で、金の大型ETFは2003年に発行されて以来、金投資の手法として拡大の一途を辿ってきたが、昨年は初めて裏付けとなる現物の金を売却した。ETFは12カ月間にわたって

一貫して金を売り続け、その結果として、ETF全体の金保有量が年末に前年比880トン減の1,811トンとなり、2009年10月の水準まで落ち込んだ。昨年は上半期を中心として金先物の売りも目立った。他方、店頭市場では、金価格の下落を受けて、2013年通年で金が大幅に買い越された。

公的部門の正味購入量は2013年に4分の1減となった。しかし、409トンという購入量は過去の水準と比較すると高い水準にあり、また金価格下落の影響もほとんど受けなかった。このような高水準の購入量を維持するのに不可欠だったのはアジア諸国とCIS諸国による買いであり、とりわけロシアは77トンもの金を購入し、再び世界最大の金購入国となったと報じられている。

中央銀行によるこのような購入の大半を支えた要因は、新興国が増加する外貨準備の分散化を引き続き望んだことである。さらに、新興国では金準備の割合が先進国の代表的な割合の数分の1に過ぎないという事実もある。他方、中央銀行金協定(CBGA)の加盟国が3年連続で大量の金売却を行わなかったことも、大幅な買い越しを支える要因となった。2014年序盤には、多くの市場参加者がCBGA終了の可能性に注目している。

昨年は、**生産者のヘッジ解消による需要**が48トンとなり、ヘッジ残高は2012年末の水準から約39%減少した。金価格が劇的に下落したにもかかわらず、生産量をヘッジする生産者はほとんどなく、価格下落によって負担となってきたヘッジを解消するケースや、含み益を実現するためにヘッジを解消するケースもあった。総じて、投資家は引き続き第一次金産者による生産ヘッジを嫌気している。

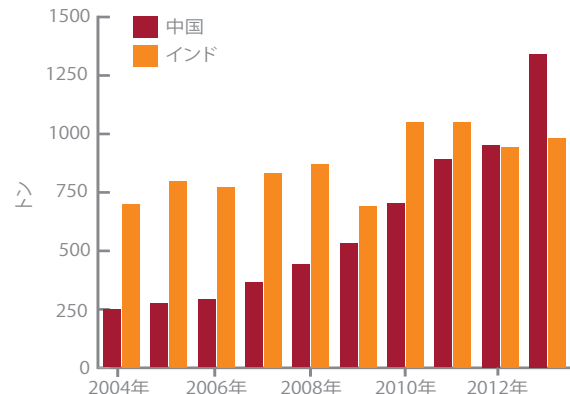
ネットバランス*



出所:GFMS, Thomson Reuters

* ネットバランスとは、ETFおよび取引所の在庫の増減を現物市場の残高と相殺して得られる過不足である。

インドを抜いて世界最大の金消費国になった中国



出所:GFMS, Thomson Reuters

* 需要は宝飾品加工量、工業用加工量、小口投資で構成される。

価格見通し

金価格は2014年第1四半期に急騰。背景には、米国の経済指標が低調だったことに加え、新興国リスクが増大し、一部の新興国通貨が急落したことから安全資産としての金の購入が増加したことがあった。こうした相場動向はほぼ通常通りで、金相場を動かす主要因は世界的な金融危機の発生以降ほぼ変わっていない。

こうした見方に基づけば、金価格は向こう数か月間および数年間にわたって下落するというのが一致した見方となるだろう。景気が回復基調を辿ることで、FRBの大幅な量的緩和プログラムの縮小は続き、米国債の利回りおよび株式相場ならびにドル相場が上昇する。これはいずれも金相場の逆風となり、資産クラスとしての金の魅力を減ずる要因となる。したがって、一部の関係者は金相場とこうした要因の相関関係に基づき、金価格が長期にわたって1,000ドル/ozを割り込むと予想している。

しかし、金相場が台本通りに動くことはほとんどない。当社としては、西欧の投資家の金離れは続くものの、現物の買いによって相場は支えられるとの基本シナリオを描いている。金は過去5年間にわたって安全資産として購入されてきたために価格が上昇し、現物需要が大幅に減少した。2013年第2四半期に見られたように、世界の需要の大方は価格動向に非常に左右される。

2013年の教訓として、金価格が1,200ドル/oz前後になると、投資としての宝飾需要ならびにコインおよび地金の購入量が大幅に増加することが分かった。ただし、まだ分からないのは、これが中国の繰延需要や在庫構築による1回限りの増加なのか、こうした需要水準（つまり、一部の地域の割高な金価格やわずかな逆ザヤに示される現物不足を一時的に招く水準）が持続可能なのかという点である。

現物需要が相場を支えることを前提とすると、金価格の

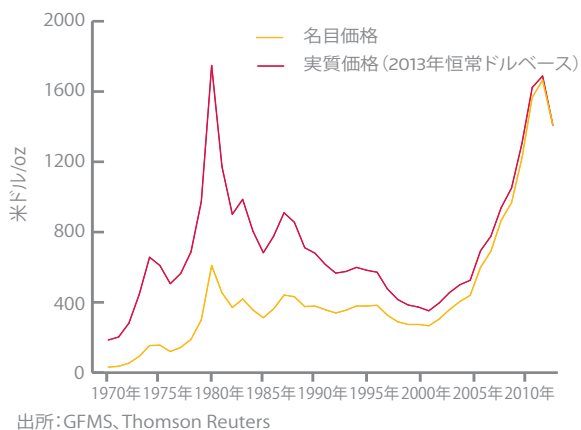
取引レンジは1,100ドル/oz～1,400ドル/ozと予想される。2014年第1四半期の動向からは、金価格が1,300ドル/ozを上回ると、現物需要が減少することが分かっている。もっとも、これは、2014年序盤に一部の新興国通貨が下落したことやインドが金の輸入を規制したことによってやや歪められている。しかし、市場は現物需要が重要な原動力となる状況にまだ適合していないことから、金相場にはまだ下値リスクがあると言える。

金相場に影響を与えるすべての要因を検討すると、2014年は昨年に続いて金価格が下落すると予想され、当社では引き続き年間平均価格を1,225ドル/ozと予想する。実際、金価格が2011年や2012年の水準まで力強く回復するにはかなり衝撃的な材料が必要となろう。つまり、金が安全資産として大量に買われるか、あるいはドルに対する信認が損なわれるかのいずれかである。政治や経済情勢が世界経済に打撃を与える可能性も除外できない一方で、ドル相場はすでに債務上限を巡る危機の中で最も切迫した試練を乗り越えたようである。

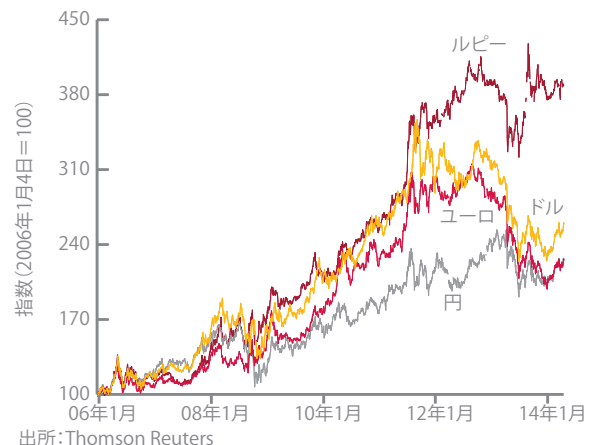
これ以外にも金相場の支援材料として特筆すべきものが二点ある。第一はインドの需要である。同国では、経常赤字の抑制とルピー相場の下支えのために金の輸入税が相次いで引き上げられて金の輸入が規制されてきたことにより、金の需要が抑えられてきたものの、金の輸入が再び増加し始めている形跡がある。つまり、国内価格のプレミアムが低下しており、ルピー建て価格が下落すれば旺盛な買い支えが入ると当然ながら期待できる（図表参照）。

二点目の支援材料は金の平均一次生産コストで、心理的な色彩が強い。2013年に、このコストは減損費用を除き1,205ドル/ozとなったと推定される。金市場には十分な地上在庫があるものの、市場への新規供給が採算割れとなれば、保有分を現金化しようとする動きは弱まるだろう。

実質金価格および名目金価格



主要通貨建て金価格指数



第2章 投資

- ・ 現物金地金投資、すべてのコインおよびETFの在庫構築を含む確認可能な投資は2013年に45%減の計898トンとなり、6年ぶりの低水準まで落ち込んだ。
- ・ 実勢価額は推定410億ドルで約54%減となり、さらに大きく落ち込んだ。
- ・ このように確認可能な投資が大幅に減少した主因は、ETFが1年を通じて大量に売却されたことにある。特に第2四半期には売りが際立ち、四半期の償還量としては金ETFの発行以来最大となる400トン強が償還された。下半期になると金の放出ペースは緩んだものの、売りは年末まで続き、通年の放出量は計880トンにのぼった。これに伴って、ETFの金保有量も12月末に1,811トンとなり、2009年10月の水準まで減少した。
- ・ 大方の投資とは対照的に、個人投資家による金地金やコインの購入量は2013年に大幅に増加した。背景には、上半期の大幅な相場調整局面を受けて新興国市場の需要が旺盛となり、これが牽引役となって現物金地金投資が33%も増加したことがあった。世界の金地金投資量は1,377トンまで急増し、当社の記録史上最高の水準に達した。
- ・ 公的コイン需要は2013年に43%増の297トンに達し、史上最高水準を記録した。背景には、2013年4月中旬と6月の2回にわたる金価格の下落を受けて、押し目買いが急増したことがあった。
- ・ メダルと模造コインについては、インドの需要減少が主因となって8%減の104トンまで落ち込んだ。それでも、2013年の需要は過去の水準と比べるとまだ非常に高い水準にある。
- ・ OTC市場では、金価格の下落が主因となって、2013年通年の純流入量がかなりの水準に達した。対照的だったのは先物市場で、投資家が上半期に大量のロングポジションを清算してショートポジションを急速に積み上げたため、通年では売り越しとなった。
- ・ 2014年第1四半期には、ウクライナの地政学的緊張の高まりと世界的な景気低迷に対する懸念の再燃が一因となって金に対する投資家の関心が回復したため、金価格（午後のフィキシング価格）が3月に1,385.00ドル/ozとなり、約6ヵ月ぶりの高値に達した。

概況

2013年には2012年第4四半期の弱気トレンドが加速し、ドル建て金価格が年末までに29%も下落した。通年にわたって市場のセンチメントを左右した主な悪材料には、米国の金融政策の見通しがあった。予想以上に良好な景気回復を背景に、米連邦準備制度理事会がタカ派色を強めて極端な緩和政策から緩和縮小へと向かい、政策を徐々に正常化させることへの懸念が強まった。金相場は2013年中に何度も下げ圧力を受け、特に4月中旬と6月にはいずれも政策が引き金となって、急激な相場調整局面に見舞われた。

市場の特徴としては、上場投資信託（ETF）からの放出と先物市場での大量の売りが挙げられる。ETFの投資家が12ヵ月間に880トン償還したため、2013年には2003年の金ETFの発売以降初めてETFが供給要因となった。COMEX先物市場では、年末の時点で非商業部門の報告対象とされない正味ポジションが前年同期の水準を約485トンも下回った。これとは対照的に、現物金地金投資は中国とインドを中心とする上半

確認可能な投資*

(トン)	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
小口投資	825	1,229	1,569	1,357	1,778
うち金地金	536	935	1,242	1,036	1,377
うちコイン**	289	295	327	321	401
ETFの在庫構築	623	382	185	279	-880
確認可能な投資合計	1,448	1,611	1,754	1,636	898
実勢価額(十億米ドル)***	45	63	89	88	41

*先物市場とOTC市場の投資活動を除く。

**公的コインならびにメダルおよび模造コイン。

***各年の年間平均金価格を使用した各年の実勢価額。

出所: GFMS、Thomson Reuters

期の需要の急増が牽引役となって史上最高水準まで急増した。

金相場は年明けから軟調で、3月初旬に一時的に上昇した以外は、第1四半期末まで弱気に推移した。2012年終盤の極めて低調な金相場を受けて、投資家は金投資に対する警戒感を強めた。米国の債務上限引き上げを巡る協議が難航した12月に金相場が上昇しなかったという事実からも、低調なセンチメントが窺える。加えて、連邦公開市場委員会（FOMC）内で量的金融緩和の効果ならびに緩和縮小の方法と時期に関する意見の相違が拡大したことで、米連邦準備制度理事会がタカ派色を強めているとの懸念が浮上し、金相場がさらに圧迫された。この影響を強く実感したのがこれまで人気だったETF投資で、ETFの金保有量は年初からの3カ月間に175トン強も減少し、四半期間の減少としては当時最大となる落ち込みとなった。この同時期に、COMEX先物市場では投資家の正味ポジションが約95トン減少した。

第2四半期には、金価格が4月15日に9%安の1,395ドル/ozまで下落して2011年2月以来の最低水準となり、1日の下落率としては過去30年以上で最大の落ち込みを記録すると、金相場の弱気基調が加速した。欧州委員会がキプロスの中央銀行に対して、4億ユーロ相当の公的準備金を売却して救済資金の一部に充当すべきであると提案すると、金価格は急落。キプロスを巡るこのニュースにより、中央銀行の政治的独立が脅かされるとの懸念が高まって金が大量に売却され、金価格は2年以上ぶりの安値まで下落した。米国の景気見通しが上向き、FOMC委員が量的緩和の縮小が予想よりも早期に開始されると発言したことから、投資家は金投資を嫌気する姿勢を強めた。

6月半ばには、FOMC後のバーナンキFRB議長（当時）の発言により、量的緩和縮小を9月に着手して2014

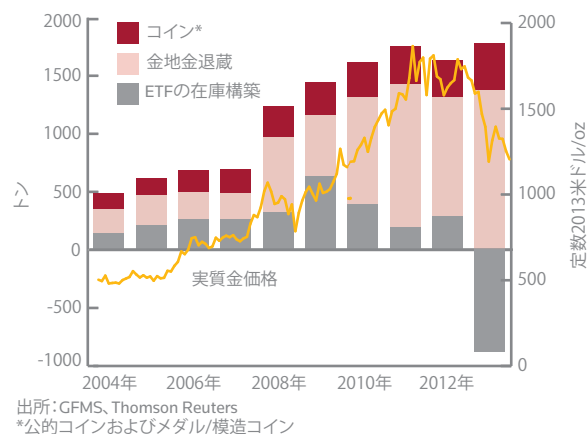
年中に量的緩和を終結させることが示唆されたため、金相場は再び急激な調整局面に見舞われた。これにより金価格は6月半ばに約1,390ドル/ozまで下落し、6月末には2010年8月以来の水準となる1,181ドル/ozのザラバ安値を付けた。

好調な雇用統計を受けて米国経済に対するセンチメントが上向いたことから、米ドル相場と株式相場が上昇し、投資家の安全資産離れが促された。このような金需要の減少を特にはっきりと示したのが金ETFの減少であった。金ETFは2013年の年初から3カ月間に177トンを償還し、第2四半期には売却ペースを加速させて、さらに約400トンを償還したため、6月末の現物保有量が2010年6月以来の最低水準となる2,112トンまで落ち込んだ。

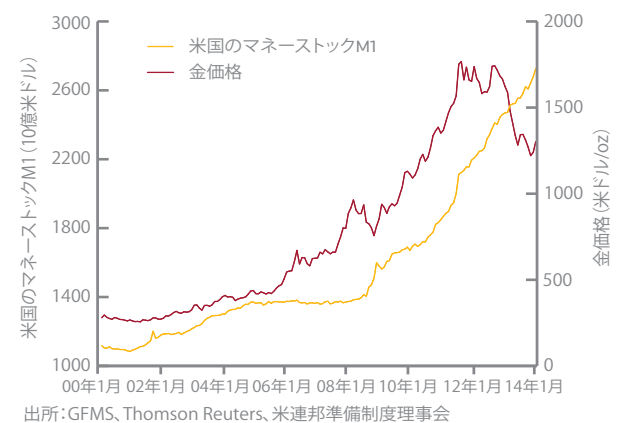
リスク指向の回帰とそれに伴うドル相場の回復により、金に対する投機筋の関心も大幅に低下した。これはCOMEXにおける地合いの変化や投資家のポジションの変化に示されるとおりである。投機筋の正味ポジションは4月から6月に約385トン減少し、2002年8月以来の最低水準となった。原因としては、ロングポジションの清算もあるが、それをはるかに凌ぐ規模となったショートポジションの増加が挙げられる。投機筋のショートポジションは6月末に524トンの記録的水準に達し、3カ月間で220トン、年初来で288トン増加した。これに対して、投機筋のロングポジションは6月末に634トンとなり、3カ月間で161トン減少した。

機関投資家が金投資を引き揚げた一方で、個人投資家による小口投資は金相場の支援材料となった。世界の金地金投資は2013年の年初来6カ月間に前年同期比で68%も増加し、約850トンの新記録に達したが、こうした増加が集中したのは4月から6月であった。金相場が第2四半期に下落すると、金の購入が盛んな地

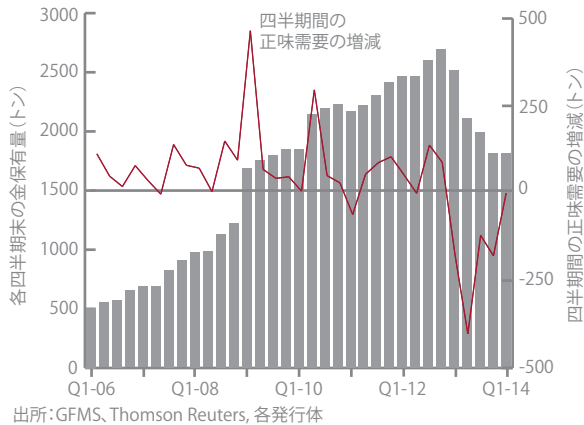
確認可能な投資



金価格と米国のマネーストックM1



ETFの金保有量と正味需要の増減

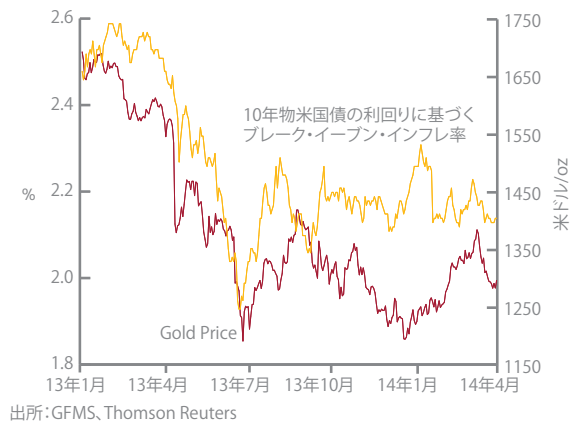


域の大半では投資需要が急増し、多くの市場で現地通貨建て金価格のプレミアムが急騰した。たとえば、上海黄金交易所（SGE）では、1日の平均現物取引量が2013年上半期に17.5トン、4月に25.2トンとなり、2012年通年の7.8トンを大幅に上回った。取引量の急増に伴い、国内金価格のプレミアムも急上昇し、5月13日には56ドル/ozの史上最高水準に達した。4月半ばから6月半ばには、ロンドンの金価格に対するSGEの金価格のプレミアムは平均で2.1%となり、過去12ヵ月間の0.4%から急拡大した。インドではルピー建て金価格が高値から大幅に下落したため、現物の金に対する需要が促され、1月から6月には金地金投資が2倍以上となって182トンに達した。

7月と8月にも控えめながら需要回復が続いたことから、金価格は再び1,400ドル/oz台を回復した。年2回の議会証言におけるバーナンキFRB議長（当時）の発言により、明確な金融緩和策が予測可能な未来において続き、緩和縮小に着手するのは米国経済の足場が固まった後であることが再確認されたため、金相場は上昇基調を辿った。新たな支援材料には、シリアにおける地政学的緊張の高まりもあった。金ETFの売却はこの時期も続いてきたが、売却ペースは大幅に減速していた。7月には約70トンが売却されたが、8月には金ETFの現物保有量の減少が18トンと、月間の減少量としては1月以来の最小水準にとどまった。この時期に売りが減速したのは、緩和縮小と景気見通しの改善に関連する大量の売りがすでに前四半期に済み、投資家の金に対するセンチメントがやや上向いたためである。

他方、COMEXでは、投機筋のショートポジションが7月第1週に556トンの新記録に達した。これにより、投資家の買い越しは60トンを割り込み、年初の水準から496トンもの大幅な減少となった。その後、ショート

金価格と米国のインフレ期待



カバーによる相場上昇によって、投資家の買い越しは7月序盤の最低水準から213トン増加し、8月末に273トンまで回復した。一方、主要アジア市場では、現物金地金投資が失速し始めた。7月と8月には需要が一時的に上向いたが、9月になると、投資家がFOMCを控えて慎重な姿勢を強めたことから、金相場が9月前半に再び売り圧力を受けた。この時期には、ETF投資家もCOMEXの投資家とともに売り越しに転じた。

2013年終盤になると、9月半ばには緩和縮小の先送り決定というFOMC会議の予想外の結果を受けて、また、10月半ばには米国政府機関の一部閉鎖を受けて、金相場がいずれも一時的に上昇したが、その後は年末まで期待外れの相場展開が続いた。米国の債務上限引き上げを巡る協議の期間中にも金相場は上昇しなかったため、投資家の弱気ムードが一段と強まった。バーナンキFRB議長が12月のFOMCで債権購入額を月額100億ドル減額する予定であると発表すると、金相場に対する圧力は引き続き強まり、金価格は年末に向けて1,200ドル/ozを割り込む水準まで下落した。

金に対する投資家の関心は2013年終盤の数ヵ月間にも引き続き低下した。ETFの現物保有量の減少基調やCOMEXにおける投資家のポジションの動向は、金に対する投資家の関心がこの時期に後退したことを如実に示している。金ETFの現物保有量は2013年最終四半期にも約181トン減少したことから12ヵ月連続で減少したことになり、年末には2009年10月以来の水準となる1,811トンまで落ち込んだ。

COMEXでは、ショートポジションがさらに大幅に増加し、規模はやや劣るがロングポジションの清算もあったことから、投資家の正味ポジションが11月最終週にわずか69トンまで落ち込んだ。ショートポジションはグロスベー

商品投資

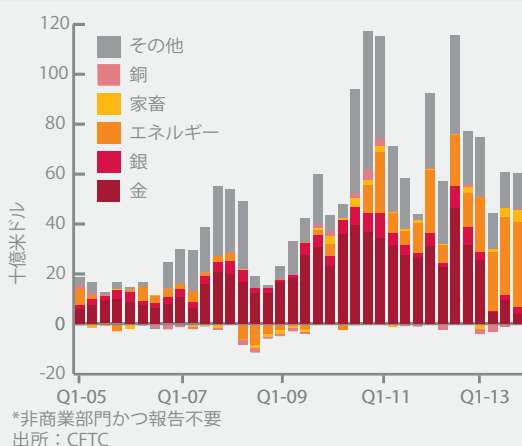
米商品先物取引委員会(CFTC)のデータに示されるとおり、2013年の商品投資は低調であった。22品目の商品について見ると、投資額は2013年第2四半期に410億ドルまで減少した後にやや回復し、最終四半期には600億ドルとなった。金投資に限ると、買い越しは大幅に落ち込んで2013年第2四半期末にわずか45億ドルとなり、第3四半期末にやや回復したものの、第4四半期に再び減少して40億ドルを割り込み、2004年以来の最低水準となった。

FOMCでは毎月の債券購入額を400億ドルから増額し、2013年1月から850億ドルとしたにもかかわらず、量的金融緩和第1弾と第2弾の場合とは異なり、第3弾が始まって、商品相場全般が勢いづくことはなかった。景気指標や企業収益はほぼ1年を通じてまちまちだったにもかかわらず、投資家はまた米国の景気回復を確信しており、米国株もテクニカル面からの強気シグナルによって高値を更新したため、商品の投資妙味は低下した。

2013年第2四半期には、米連邦準備制度理事会の量的金融緩和の縮小予定を巡る市場の思惑を受けて、商品価格が急落した。さらに、中国の成長鈍化に対する市場の懸念も商品セクターへの投資の足かせとなった。最も打撃を受けた市場の1つが金属市場で、金と銀の正味ポジションは何年も経験したことのない水準まで落ち込んだ。金価格は4月にあっさり1,500ドルを割り込み、中国が積極的に現物を購入したにもかかわらず、この水準を回復することはなかった。

北米では異例とも言える冬の寒波によってガスの利用が促されたことに加え、米国の景気回復が勢いを増したため、投資家は引き続きエネルギーセクターのポジションを大量に積み増した。また中東やアフリカで長引く地政学的懸念により、ブレント原油価格はほぼ1年を通じてWTI価格を上回る水準で推移。さらに、北朝鮮を巡る懸念や南シナ海の領有権を巡るアジア諸国間の緊張の高まりもあり、原油相場の動向は他の商品相場よりも好調であった。

22品目の商品先物の投機ポジションの価額



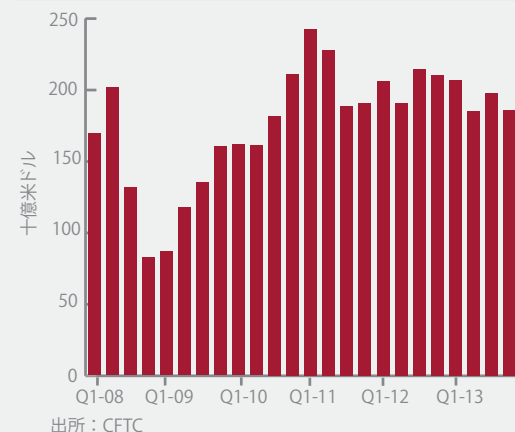
それ以外の商品として、ソフトコモディティに対する投資家の関心はまちまちであった。カカオ豆価格は前年比で26%も上昇したが、トウモロコシと小麦に関しては、2012年に干ばつの被害を受けた供給が2013年に回復したため、価格が急落した。また、家畜に対しては市場の関心が2013年に高まり、投資家の買い越し額が徐々に増加して第4四半期には50億ドルに達した。

先行きを展望すると、今年是中国を中心とする新興国市場の成長が過去10年間の水準から減速するとみられるため、投資家は商品市場に対する慎重な姿勢を堅持するであろう。中国のシャドーバンキングを巡る懸念やローンのデフォルト懸念により、投資家は同国の成長神話を確信できないままの状態が続くであろう。中国政府は現在、国内経済の構造的問題に取り組んでいる。しかし、中国はこの取り組みを成功させるために、我慢を重ねて目先のGDP成長率を犠牲にすることで中長期的な繁栄の可能性を探る必要がある。したがって、中国の原材料需要、特に工業用金属需要やエネルギー需要はこの改革期間中に打撃を受ける可能性がある。

中国を中心とする新興国市場の力強い経済成長が望めないことから、商品への関心は今年も後退する可能性がある。また、先進国の景気が回復基調を辿っているため、金や銀の人氣は低下し、「安全資産」としての妙味も引き続き弱まるであろう。

米国の金融政策の転換も足かせとなるであろう。また、これが新興国市場に波及して成長が圧迫され、通貨の下落や信用不足を招く可能性もある。もっとも、2014年の年明けから数ヶ月間の低調な景気指標から勘案すると、米国の景気回復が強まって米国が計画どおりに出口戦略の実行を成功させるか否かはまだ分からない。

世界の商品指数投資



スで10月末の水準から206トン増加して466トンとなり、史上最高水準の84%に相当する水準に達した。同時期には、投機筋のロングポジションが10%減の536トンまで減少。年末に向けては、投資家の買い越しがやや回復したが、原動力となったのは投資家の新たな関心ではなく、年末を控えたショートカバーであったため、12月末の買い越し量は過去の水準と比べると依然として低水準にあった。

個人投資家の小口投資では、金地金投資需要が2013年上半年に際立ったものの、その後はやや後退した。世界の金地金投資は下半期に計528トンとなり、過去6ヵ月間で38%減少したものの、前年同期比ではわずか1%の減少にとどまった。中国では、年初の投資ブームの後に購買力が乏しくなり、金相場に対する信頼も低下したため、需要が後退した。インドでは、政府による金の輸入規制と金価格の下落観測により、投資需要が抑えられた。

2014年第1四半期には、金に対する投資家のセンチメントが好転した。金価格は年初からの2ヵ月間に10%も上昇して、3月半ばには2013年9月以来の高値となる1,380ドル/ozを突破した。金に対する投資家の関心が再燃したことは、COMEXにおいて投資家の正味ポジションが増加の一途を辿っていることから明らかである。投資家の買い越し量は3月第3週に454トンまで回復し、2013年3月以来の高水準になるとともに、2013年末の水準から351トンも増加した。この動きの原動力となったのはショートカバーと投機筋のロングポジションの大幅な増加である。つまり、2013年終盤の取引パターンが反転したと言える。投機筋のロングポジションは2013年末の水準から152トン増加して、10ヵ月ぶりの高水準となる696トンに達した。ショ-

トポジションは3月18日に年初の水準から180トン減の242トンとなり、2013年1月以来の低水準まで落ち込んだ。しかし、3月最終週には、投資家が57トンを現金化したことから、基調が再び反転した。

ここ数ヵ月間は、ETFの金保有量が安定している。2月には、ETFの投資家が12トンの金を積み増して、1年以上ぶりにETFの金保有量が増加し、3月にもさらに12トンが積み増された。

金に対する投資家の関心がこのように高まったのは、一連の低調な経済指標を受けて、米国の景気回復が失速しているとの懸念が新たに浮上したためである。米国の金融政策の見通しが変わったことで資本フローのボラティリティが上昇し、財政逼迫が強まったことを受けて、中国の経済成長鈍化が懸念され、新興国市場の金融安定性に対する危惧が強まったことから、安全資産としての金の魅力が高まった。加えて、ウクライナにおける地政学的緊張の高まりによって市場ではリスク回避への回帰が促され、投資家が再び安全資産に戻り始めた。

中国の現物需要は旧正月期間中に旺盛だったものの、2月には減速した。これは主に、経済活動の減速と最近の人民元の下落を反映したものであった。インドでは、既存の緊縮財政措置が引き続き金産産を圧迫したことから、需要も引き続き低調であった。

先行きを展望すると、このところの金価格の上昇が中期的に持続することはないと考えられる。というのも、マクロ経済状況全般が依然としてあまり金投資の追い風にはならないためである。米国では、景気見通しの改善を受けて、極端な金融緩和策が縮小されて政策の正常化が徐々に進むことから、金に対する投資家のセンチメ

2013年の価格ボラティリティの概要

金価格の四半期ボラティリティは2013年の年初から3ヵ月間に低下し、3四半期連続での低下となった。背景には、投資家が金価格の先行きを依然として確信できなかったことがある。その後、ボラティリティは4月-6月期に29.8%まで急騰したが、金価格が下落基調を辿った下半期を通じて低下した。月間ボラティリティは4月に数年ぶりの高水準となる37.5%まで上昇。月間ボラティリティとしては、米国金融危機の最中に金価格が急落した2008年第4四半期以来の高水準であった。金価格は4月15日に、前営業日の水準から141ドルも急落したが、これによって当然ながら4月のボラティリティは上昇し、同時にアジアでは現物需要が2桁の増加となり、西欧では保有している金の売却が急速に進んだ。

一般的に、ボラティリティの上昇は宝飾需要の逆風となる。しかし、2013年第2四半期のボラティリティ上昇は金価格の下落が直接の原因によるものだったため、金の宝飾品を貯蓄・投資手段として購入するアジアでは買いの好機とみなされた。したがって、第2四半期にボラティリティが上昇したにもかかわらず、宝飾品と小口投資用金地金の現物需要は年末まで大幅に増加した。

四半期毎の価格ボラティリティ

	Q1	Q2	Q3	Q4
2012年	20.0%	19.8%	14.3%	11.7%
2013年	11.1%	29.8%	22.5%	19.5%

出所:GFMS、Thomson Reuters

金価格の相関関係

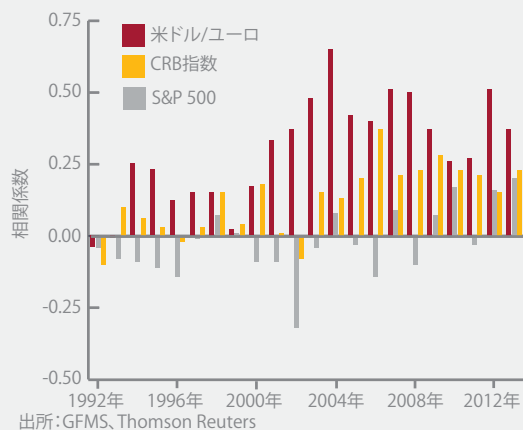
トムソン・ロイターのGFMSチームは、相場に影響を及ぼす潜在的な要因を示し、かつ経験に基づく証拠によって経済理論を確認するためには、相関係数を検証することが極めて有用であると考えている。しかし、2つの資産間に正または負の相関関係が存在しても、それだけで直接の因果関係を説明するのは難しいことに留意すべきである。

右表は、金とその他の多くの資産クラスの相関係数を日次価格の対数リターンを用いて表したものである。金と銀が従来から密接な関係にあったことを考えると、検証対象となった資産の中で、2013年も引き続き銀との関係が最も強力だったことは驚くに値しない。金と銀の関係が特に強まったのは第2四半期で、この期間中には、4月中旬と6月にいずれも政府の政策絡みで金価格と銀価格の双方が急落した。しかし下半期になると、この両者の関係はやや弱まった。背景には、米連邦準備制度理事会がそれまでの極端な金融緩和策を直ちに終了するとの懸念によって金相場が引き続き圧迫された一方で、銀相場は世界的な景気回復見通しに支えられたことがあった。

金とドルの対ユーロレートとの関係は2013年第1四半期に大幅に弱まった。この関係が崩壊した主因は、年初にドルがユーロに対して下落したにもかかわらず、金相場が低調だったことにある。その一因には、12月のFOMC議事録の内容がハト派色を弱めたことによって、米連邦準備制度理事会が以前の予想よりも速いペースで景気刺激策の転換を図るとの懸念が浮上したことがある。加えて、ユーロ圏のソブリン債務危機は緩和され、インフレ懸念もなく、インドでは金の輸入規制が実施されたことから、安全資産に対する需要が減少し、金価格は下落した。また、米国の景気回復が量的緩和の縮小期待を刺激し続けたため、金相場も引き続き圧迫された。こうして、第2四半期以降は金とドルの対ユーロレートとの相関関係が再び強まった。

金と原油価格の相関関係は下半期にかなり弱まった。特に第3四半期には、デフレ懸念が強まる一方で、シリアの地政

金価格との相関関係



金価格の相関関係

四半期	2012年		2013年		2013年	
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
ユーロ/米ドル・レート	0.53	0.21	0.09	0.37	0.44	0.62
米ドル/円レート	-0.07	0.19	0.27	0.14	0.07	0.38
銀	0.69	0.50	0.51	0.78	0.63	0.54
原油 (WTI)	0.24	0.26	0.25	0.40	-0.05	0.02
GSCI	0.32	0.36	0.37	0.48	0.18	0.11
CRB指数	0.12	0.18	0.12	0.47	0.22	-0.03
S&P 500	0.27	0.11	0.11	0.31	0.16	0.05

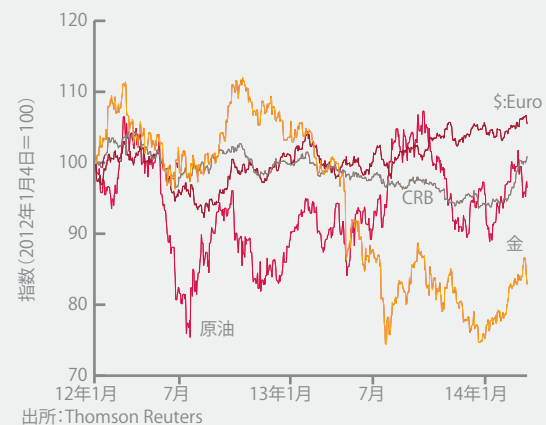
年間	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
ユーロ/米ドル・レート	0.50	0.37	0.26	0.27	0.51	0.37
米ドル/円レート	0.21	0.25	0.16	0.14	0.12	0.16
銀	0.60	0.63	0.58	0.63	0.60	0.68
原油 (WTI)	0.21	0.20	0.32	0.13	0.30	0.17
GSCI	0.25	0.22	0.40	0.20	0.36	0.32
CRB指数	0.23	0.28	0.23	0.21	0.15	0.23
S&P 500	-0.10	0.07	0.17	-0.03	0.16	0.20

出所: GFMS, Thomson Reuters

学的緊張が再燃したため、原油価格は9月序盤に2年ぶりの高値となり、金と原油価格の相関関係はマイナスになった。金とその他の商品との関係は2013年終盤に弱まった。下半期には、経済情勢の好転が商品バスケットに対する投資家の関心を支えた一方で、12月のFOMCにおける量的金融緩和縮小第1弾の発表を含む米国の金融政策の変更によって金相場は引き続き圧迫された。

金とS&P 500の相関関係は2013年終盤の数カ月間に大幅に弱まった。米国の景気見通しの改善によって、投資家が安全資産から離れ、株式のような利回りの高い伝統的資産に向かったことから、S&P 500は年末に記録的高値まで上昇した。

金、CRB、原油、ユーロの対ドル・レート



ントは引き続き圧迫されるであろう。全般的に見ると、市場の先行き不透明感が払拭され、世界の景気が回復基調を辿れば、投資家はリスク指向へと回帰し、金投資を引き揚げて、リスクは高いが利回りも高い株式のような資産へと向かうであろう。

上場仕組商品

— 第2四半期を中心として2013年には、上場投資信託（ETF）が大量に償還された。

ETFによる金の総保有量は2013年に、史上最高水準となる年初の2,698トンから880トン（33%）減少し、2009年10月以来の最低水準まで落ち込んだ。金額にすると、日次ベースで計算されたドルの純流出額が1年間で730億ドルに達した。個々のファンドの中で流出量が最大だったのは当然ながら老舗ファンドで、その最大ファンドであるSPDR Gold Sharesでは、ETFの金保有量が通年で553トン（41%）減少し、この期間の放出量全体の63%を占めた。他方、iShares COMEX Gold Trust、ZKB Gold、ETF Securities、Julius Baer、BGS LSEについては、金の保有量がそれぞれ40トン～60トン減少した。

金ETFに対する需要は2013年序盤に大幅に減少し、第1四半期にはETFによる金の保有量が177トン（7%）減少して2,515トンまで落ち込んだ。もっとも、上半期の減少は第2四半期に集中しており、四半期の償還量としては2003年序盤に金ETFが発行されて以来最大

となる400トン強が償還された。米国の景気が引き続き回復の兆しを示していたことから、米連邦準備制度理事会が予想よりも早く債券購入プログラムを終了させるのではないかとの思惑が強まり、安全資産としての金の妙味が弱まったことが、投資家の金ETF売却を促した主要因であった。ETFの金保有量は第2四半期に一段と減少。4月半ばには政治家がキプロスに対して金準備の一部を売却して財政支援に充当すべきであると提案したため、4月中にはETFから176トンもの大量の金が放出され、続く2ヵ月間には売却ペースがやや緩んだものの、投資家が売り手であることは変わらなかった。その結果、ETFの残高は6月末に計2,112トンとなり、数年来の最低水準まで減少した。この期間の金保有量減少の約60%を占めたのがSPDR Gold Sharesからの放出であった。

7月から9月には、投資家による売却ペースが引き続き減速し、特に8月にはシリアの化学兵器使用疑惑が一因となって、月間償還量が計18トンにとどまった。このように売却ペースが減速したにもかかわらず、ETFの金保有量は8月末に2009年以来の最低水準まで落ち込んだ。その後、9月には米連邦準備制度理事会が量的緩和の継続という予想外の発表をしたが、かえって米国の緩和縮小期待が高まり、ETFからの金の放出が再び加速。2013年末の金保有量は1,811トンとなった。

一方、2013年には金を裏付けとする新規ファンドも発行された。中国のGuotai Asset Management Co.とHuaAn Asset Management Co.は7月にそれぞれ

金ETFとその他の類似商品

(トン)	2012年末	2013年末	増減	全体の増減に占める割合(%)
SPDR Gold Shares	1,350.8	798.2	-552.6	62.8%
ZKB Gold ETF	235.7	176.1	-59.5	6.8%
iShares COMEX Gold Trust	217.7	162.4	-55.3	6.3%
ETF Securities	161.3	108.3	-53.0	6.0%
GBS LSE	139.2	97.3	-41.9	4.8%
Julius Baer	111.7	66.0	-45.7	5.2%
Xetra Gold	51.0	44.5	-6.5	0.7%
Sprott Physical Gold	50.3	48.5	-1.8	0.2%
NewGold Gold Debentures	45.2	41.3	-3.9	0.4%
Central Fund of Canada	52.7	52.7	0.0	0.0%
Source Physical Gold ETC	73.5	38.5	-35.0	4.0%
その他	202.1	177.3	-24.8	2.8%
合計	2,691.1	1,811.1	-880.0	100.0%

**その他に含まれるのはDB Euro Hedged, GBS ASX, カナダ王立造幣局, DB Physical Gold ETC (EUR), ETFs - Swiss Gold, iShares Gold Bullion Fund, Mitsubishi Tokyo, DB Physical Gold ETC, ETFs Precious Metals Basket Trust, Goldist, ETFs Asian Gold Trust, iShares Gold Bullion ETF, ETFs NYSE, DB Physical Gold CHF Hedged, Claymore Gold Bullion ETF, Dubai DGX, DB Physical Gold SGD Hedged ETC, DB Physical Gold GBP Hedged ETC, Central Gold Trust, HuaAn Gold ETF, Guotai Gold ETF, Yifangda Gold ETF, FinEx Physically Held Gold ETF, Indian ETFsなど。
出所:各発行体

ETF全体の金保有量

(各期末)	トン	十億米ドル	トン	十億米ドル	トン	十億米ドル	トン	十億米ドル
11.Q1	2,166	100.22	11.Q2	2,220	107.47	11.Q3	2,308	120.19
12.Q1	2,465	131.77	12.Q2	2,465	126.70	12.Q3	2,603	148.63
13.Q1	2,515	129.21	13.Q2	2,112	80.95	13.Q3	1,992	84.96
			11.Q4	2,412	118.73	12.Q4	2,691	143.41
			13.Q4	1,811	70.14			

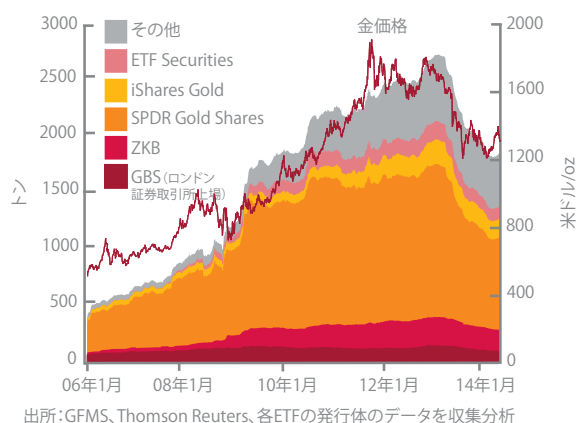
出所:各発行体

Guotai Gold ETFとHuaAn Gold ETFを上海証券取引所に上場し、12月にはE Fund Management Co LtdがE Fund Gold ETFを発行して深圳証券取引所に上場した。この3本は現物の金を裏付けとする中国初のETFである。また、FinEx Groupとモスクワ証券取引所は金を裏付けとするロシア初のETFであるFinEx Physically Held Gold ETFを10月に売り出した。もっとも、この4本の新規ETFの発売以降も金ETFに対する関心は薄く、4本合計の金保有量は3.4トンにとどまった。他方、ドイツ銀行は9月にDB SGD Hedged ETC Fundを清算した。

ETFを巡る状況は2014年1月もほぼ変わらず、世界的な景気回復見通しに対する投資家の期待が高まる一方で米連邦準備制度理事会の動向が引き続き注目される中、金ETFから24トンの金が放出された。もっとも、2月には、地政学的緊張が高まり、米国の経済指標も予想より軟調だったことに加え、新興国の通貨危機が懸念されたことから、センチメントが反転。ETFの金保有量が2012年12月以来の増加に転じ、月末には12トン増の1,799トンとなった。投資家が安全資産に避難した2月のこの動きを反映し、金価格も年初から100ドル/oz強上昇した。

ETFの金保有量は3月の最初の3週間にわたって引き続き増加して計1,817トンとなり、2014年の年初以来の最高水準に達した。ETFの金保有量がこのように増加し続けた主な理由には、ロシアとウクライナの間

金ETFとその他の類似商品



張に対する懸念の高まりがあった。もっとも、3月の最終週には、緊張緩和のニュースに加えて、米連邦準備制度理事会が2015年に利上げを行うとの予想により、金ETFから6.3トンの金が放出。その結果、3月末の金保有量は年初とほぼ変わらない水準となった。

商品取引所での活動

- 主要商品取引所は2013年に力強い成長を示した。
- 中国の証券取引所、特に上海先物取引所が驚くべき成長を記録した。

COMEX

COMEXにおける金先物取引の出来高は2012年に減少したが、2013年には8%増の4,730万枚となった。これは名目ベースで14万7,093トンに相当し、1日の平均出来高は584トンであった。2013年末の取組高は37万9,550枚(1,181トンに相当)で、前年の水準から11%減少した。2013年に出来高が増加した一因は、上半期の投資活動が活発だったことであり、特に第2四半期には、1日の平均出来高が22万3,059枚となり、通年の1日平均出来高である18万7,665枚を大幅に上回った。この期間の出来高は前年同期比27%増の計1,430万枚、すなわち約4万4,480トンであった。COMEXにおけるオプション取引も同様で、4月から6月の出来高は前年同期比37%増の310万枚に達した。オプション取引の年末取組高は135万8,338枚すなわち4,225トンとなり、2012年末の水準から40%増加した。

COMEXの先物取引における投機筋の報告不要な正味ポジションに関するCFTCの報告書は、COMEXにおける投資活動のデータの代わりに利用することができる。2013年上半期には、ロングポジションが大量に清算され、ショートポジションが急拡大した。正味ポジションは6月末までに2012年末の水準から80%強も減少して110トンを超え、2002年9月以来の水準まで落ち込み、これが主因となって金価格が上半期に急

COMEXにおける「投資家」の正味ポジション

(年末)	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
先物取引の出来高	142,773	278,942	259,770	163,932	188,659	33,021
相当量(トン)	444	868	808	510	587	103
価額(十億ドル)	12.4	30.6	36.5	26.1	31.6	4.0
オプション取引の出来高	14,056	14,510	24,426	5,635	7,123	25,888
相当量(トン)	44	45	76	18	22	81
価額(十億ドル)	1.2	1.6	3.4	0.9	1.2	3.1

出所:CFTC(投機筋の報告不要正味ポジション)

落した。しかし、実需筋が投資を退蔵している場合や、投機筋が投資を退蔵していない場合があるため、CFTCの報告書は投資家/投機筋の活動を完全に示す尺度ではないことに留意すべきである。

添付のグラフに示す通り、COMEXでの先物取引の正味ポジションは総じて金価格の動きに追随しており、また明らかに金価格の動きを原動力としていることも多かった。4月から7月にかけては、報告不要な正味ポジションが数回にわたってマイナスとなり、2013年末には正味ポジションが2012年末の水準から82%も減少して3万3,021枚まで落ち込んだ。

2013年の年明けはほぼ堅調だったものの、米国の予算執行差し止め手続きによってセンチメントが弱まり始め、4月には前述した通りに著しく悪化した。投資家の買い越しは年初の17万8,472枚から42%も減少して、4月半ばには10万4,388枚まで落ち込み、この期間の金価格の下落を増幅させた。その後も、買い越しは減少し続け、7月初旬にはわずか1万9,041枚となって、年初の水準から89%という驚くほどの落ち込みを記録した。

しかし、2013年の年央になるとショートカバーが入り、ショートポジションが8月から10月末までに38%も減

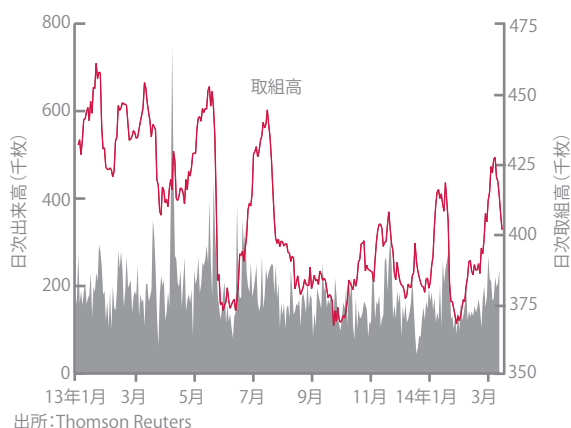
少して10月末には2月初旬以来の最低水準となり、金相場が上昇した。一因としては、米連邦準備制度理事会在9月のFOMC会合で意外にも量的金融緩和と縮小の延期を決定したことと、2週間にわたる米連邦機関の閉鎖が挙げられる。もっとも、それ以降、年末までは米国の景気見通しが上向き、緩和縮小が差し迫ったものとなり、実際に12月18日には緩和縮小が発表されたことから、投資家が金投資を引き揚げてよりリスクの高い資産クラスに向かい、金先物のショートポジションは記録の水準まで増加した。これにより、投資家の正味ポジションは2013年末に103トンにとどまり、年初の水準から82%も減少した。

2014年第1四半期には、投資家の正味ポジションが回復。3月第2週には454トンまで増加し、金価格が急落した2013年4月以前の水準まで戻した。

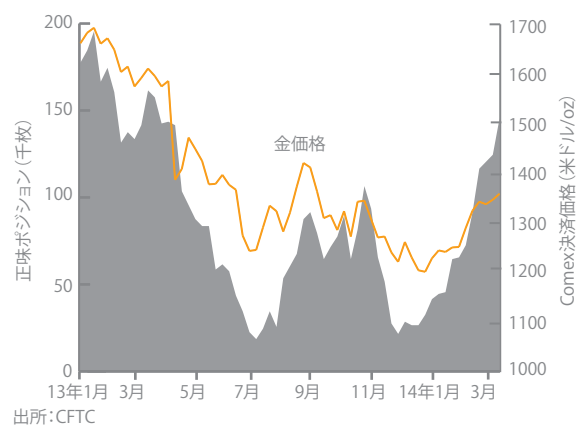
中国の取引所

近年、昔からの商品取引所以外で金先物取引に参加する投資家が増加しており、特にこれに該当するのが中国である。上海先物取引所(上海期貨交易所、SHFE)はまず2008年1月9日に、ヘッジ用と国内向けの金先物取引の需要の高まりに対応するために、1キログラムの金先物取引を上場した。出来高に関する限り、

COMEXの出来高と取組高



COMEX先物取引所における投機筋の報告不要な正味ポジション



SHFE は設立から 2 年ですでに 4 大取引所の一角を占めるようになった。2013 年の出来高は前年の水準から 240% 以上も増加して、名目ベースで 4 万 176 トンに相当となり、COMEX に次ぐ 2 番目の出来高を記録した。SHFE の出来高はまず 4 月中旬に急増して年初の 64 トンから 206 トンに達し、平均日次出来高は 224% も増加した。SHFE に関する図を見ると、7 月と 8 月に出来高が一段と急増していることが明らかに分かる。このように出来高が急増した背景には、金価格の下落以外にも、2013 年 7 月に夜間取引を開始し、取引時間を 5 時間半も延長したことがある。

中国において付加価値税 (VAT) が免税される金とプラチナの唯一の合法的な源泉である上海黄金交易所 (SGE) では、金のスポット取引 (AU9999 および AU9995) の出来高が前年の倍以上となって 4,007 トン (1 日当たり 16.8 トン) に達した。主な原動力は上半期の金価格の大幅な下落で、それによって金の現物需要が記録的な水準まで増加した。SGE の金価格がロンドン市場午前のフィキシング価格をどれほど上回っているかを示す SGE 価格のプレミアムは、中国市場の需給逼迫を判断するための代用指標であり、2013 年 5 月と 6 月にはかなりの日数にわたって 50 ドル / グラムに達していた。この間、中国市場では精錬能力が障害となって金が不足し、20 日間にわたって金地金供給が枯渇した。

SGE は 2013 年 6 月に金地金輸入に関する政策の自由化を図り、LBMA ロンドン市場受渡適合品 (ラージバー) の直接輸入を初めて許可した。これと同時に、さらに銀行 3 行に金地金輸入免許を与え、そのうちの 2 行に初めて外国銀行を指定したが、こうした措置には 2013 年 5 月と 6 月の金地金の供給不足を解消する目的もあった。SGE は上海自由貿易特区を拠点とする外国企業用取引所を 2014 年に開設することも計画している。これ

商品取引所の金取引

(名目ベースのトン相当の出来高)	2011	2012	2013	前年比増減
Comex	152,939	136,522	147,093	8%
SHFE	14,444	11,834	40,176	240%
Tocom	15,194	11,895	12,225	3%
SGE金先物取引 (T+D)	5,354	4,226	6,695	58%
SGEスポット取引	1,881	1,901	4,007	111%
MCX	15,382	12,604	10,579	-16%
NYSE Liffe*	2,318	1,126	1,114	-1%
DGCX	389	552	448	-19%
イスタンブール証券取引所	227	312	438	40%

*100オンス商品と33.2オンス商品を含む
出所: Thomson Reuters、各取引所

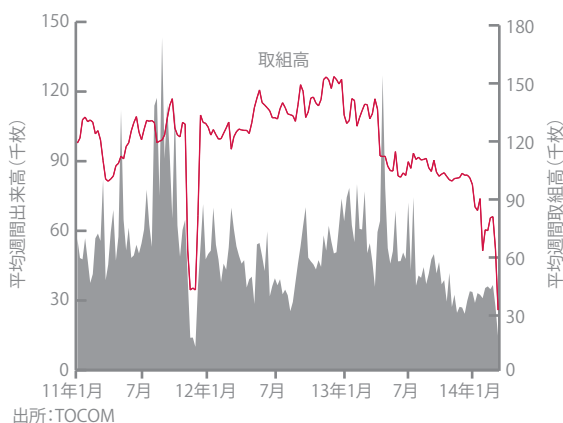
によって、海外投資家は人民元建ての金取引が可能になり、おそらくは海外に流出している人民元が中国に還流することになる。

SGE の金先物取引 (T+D) に関しては、2013 年の出来高が通年で 6,695 トンとなり、前年比で 58% もの大幅な増加を記録した。2013 年末の取組高は 169 トンで、前年末の 145 トンから増加した。

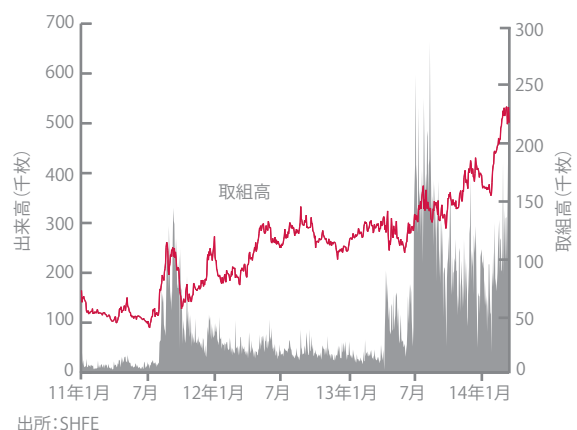
TOCOM

東京に拠点を置くこの取引所では、取引単位 1 キロと 100 グラムの金先物取引とオプション取引が上場され、価格は円で表示されている。出来高は 2012 年に低調だったものの、2013 年にはやや上向き、通年では 1,200 万枚 (名目ベースで 1 万 2,225 トン相当) を上回り、前年比で 3% 増加した。一因には、投資活動が第 2 四半期に活発化したことがあり、4 月から 6 月の平均日次出来高は 6 万 3,389 枚となって、前年同期の 4 万 4,029

TOCOMの出来高と取組高



SHFEの出来高と取組高



枚から増加した。原因は、この時期に円がドルに対して下落したため、円建て価格の下落ペースに歯止めがかかったことがある。従来は夏場の薄商いに伴う投資低迷期だが、これが12月まで続いたため、TOCOMの出来高は年末にわずか2万5,922枚にとどまり、前年末の水準から73%も減少した。金先物取引の取組高は年末に9万135枚となり、前年末の水準から38%減少した。

TOCOMの先物取引では、投資家の正味ポジションを投機筋の活動を示すデータの代わりとして利用することができる。買い越しは年明けに1万9,322枚だったが、日銀が債券買入れの実施を発表したため、4月序盤まで増加の一途を辿った。日銀総裁が追加措置を否定し、政府の積極的な成長戦略に対する疑念が高まると、投機筋のロングポジションは6月中旬まで減少し続けた。以降、正味ポジションはペースを緩めながらも年末まで減少し続け、年末の買い越しは3万7,000枚前後となった。もっともこれは2013年の年初の水準の約2倍であった。2014年2月半ばには、買い越しが激減して売り越しに転じた。一因としては、円相場が米ドルに対して上昇したことによって円建て金価格がやや上昇したことがあった。

その他の取引所

市場開放と商品に対する投資家の関心の高まりを受けて新設された比較的新しい商品取引所の多くは活動を拡大しており、昔からの取引所の中には追い越されたものもある。

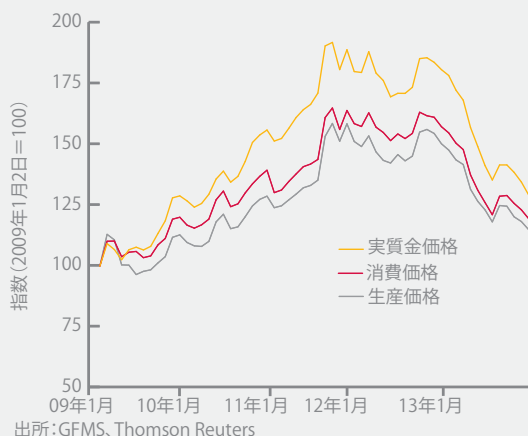
インドには現在、金先物取引を提供している多くの商品取引所があり、その一つが**マルチ商品取引所 (MCX)**である。MCXは2013年もインド国内の金取引において最も有力な取引所であることに変わりはなかったが、

出来高は2013年に急減し、平均日次出来高は上半期の4万6,270枚から下半期にはわずか2万5,146枚まで落ち込んだ。また、2013年通年の出来高も1万579トンで、前年比で16%も減少した。この減少の背景には、インド政府によって導入された一連の新たな規制や金の輸入税の引き上げがあり、特に80対20ルールは金市場を激しく圧迫した。2013年には金価格が急落して中国の需要が急増したことを考えると、こうした措置の影響がとりわけ強かったことがわかる。2014年2月限の受渡量は1.4トンと、2013年4月以来の最高水準となった。

NYSE Liffeの出来高は2013年も引き続き減少したが、減少ペースは2012年よりも減速し、出来高は名目ベースで1,114トンとなって前年の水準から1%減少した。他方、年末の取組高は名目ベースで2トンにとどまり、2012年末の水準から60%も減少した。昨年は、投資活動が低調だったため、この取引所に上場されている100オンス金先物への関心はほとんどなく、その傾向は特に2013年最終四半期に顕著であった。100オンス金先物取引の出来高は2013年も引き続き急減して65%減の5,734枚、名目ベースでわずか18トン相当まで落ち込んだ。昨年は取組高も減少し、12月末には0.5トン未満相当の146枚となり、前年末の水準を81%も下回った。これとは対照的に、33.2オンスの「ミニ・ゴールド」取引の出来高は2%と小幅ながら増加し、110万枚、すなわち名目ベースで1,096トン相当となった。また、年末の取組高は1,800枚で、2012年末の水準から57%も減少した。

ドバイ金商品取引所 (DGCX)でも2005年11月の開設以来、金先物取引を行っている。DGCXに上場されている金先物取引の出来高は2012年に力強く増加した後、2013年に19%減少して448トンまで落ち込

生産/消費加重金価格



この図に示された生産加重金価格指数と消費加重金価格指数は、市場規模を加重値とした消費者物価指数と生産者物価指数で調整された金価格を示している。国際金価格はドル建てで示されるため、一般に認められた慣例として、実質金価格は名目価格を米国の消費者物価指数で調整したものとなっている。しかし、この実質価格は国内金価格が国際価格と大きく異なる国のインフレ率や通貨価値の変動を考慮していない。米ドル建て実質金価格は2013年に29%下落した。しかし、消費加重金価格と生産加重金価格はそれぞれ24%と23%の下落にとどまっている。両者の下落率が実質金価格の下落率を下回ったのはインフレ率が低下したことと、様々な国の通貨下落が2012年よりも緩やかだったことを反映している。

だ。この取引所の戦略的立地と構造（ドバイマルチ商品センターやMCXなどの支援を受けてドル表示の商品を提供）にもかかわらず、この取引所の取引活動は過去数年間にわたって非常にわずかなものとなっている。注目すべき点としては、DGCXが金取引のポートフォリオ拡大戦略の一環として2014年6月に金のスポット取引の売出しを計画していることがある。

1995年に開設したイスタンブール金取引所は、2013年4月にイスタンブール証券取引所と合併してイスタンブール証券取引所（Borsa Istanbul）になった。この取引所はトルコ国内での金取引を許可された92社のみを会員としており、会員は少なくとも1回は取引所を経由して金取引を行わなければならない。加えて、国内のすべての金取引もこの取引所を経由しなければならない。2011年と2012年にはガスと金を交換するイランとの取引によって出来高が押し上げられていたが、2013年にはこの取引が中止されたにもかかわらず、出来高が前年比40%と大幅に増加し、名目ベースで438トン相当となった。このイスタンブール証券取引所の独自商品には同日決済のスポット取引（T+0）がある。また、取引が週末や貴金属市場の休場日を含めて毎日行われていることも注目すべきである。

OTC市場

— ETFとは対照的に、2013年のOTC市場は大幅な買い越しとなった。主な原動力は金価格の下落による押し目買いであった。

店頭（OTC）市場では、金価格に連動する多様な商品が取引されている。具体的には、スポット取引、フォワード取引、メタル・アカウント取引およびバニラ・オプションといった派生商品で、特定の投資目的に合わせてオーダーメイドすることができる。このようにOTC市場で取引される商品は柔軟性と取引の個別性に富み、取引コストも比較的低い。こうした魅力ゆえに、OTC市場は機関投資家に好まれる傾向にある。他方、富裕層以外の個人投資家にとっては、参入コストが高いために、近づきにくい市場となっている。

2013年のOTC市場にはネットベースで多額の投資があった。相場下落は投資家の売却を促す重要な要因であることを承知している読者にとって、これは意外かもしれない。そして、OTC市場で圧倒的存在である機関投資家が第2四半期の相場下落の主因であったことを考えると、その意外性はさらに増すだろう。しかし、

ロンドン地金市場（LBM）とCOMEXの出来高*

	LBMの 振替件数	LBMの 出来高** (トン)	Comexの 出来高 (トン)	LBM/ Comexの 比率
2009年	1,674	636	434	1.5:1
2010年	1,737	571	552	1.0:1
2011年	2,296	644	607	1.1:1
2012年	2,678	616	542	1.1:1
2013年	4,464	683	584	1.2:1

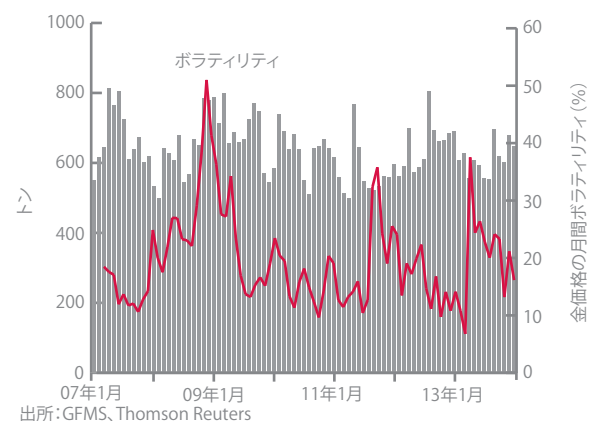
*1日平均 **LBMAの清算会員間で決済される金のロコ・ロンドン取引量（正味）を示す。
出所：LBMAおよびThomson Reuters

これがOTC市場における2013年の活動をすべて表しているわけではない。

投資家が金を大量に売却していた2013年上半期でさえも、そして米国の金融政策が早期に方向転換し、これが金相場の見通しに悪影響を与えると考えていた機関投資家がいたにもかかわらず、金はOTC市場全体で買い越しとなっていた。金相場の下落はこれを押し目買いのチャンスと考える一部の投資家にとって金市場への関心を喚起するカギとなったのである。実際、第2四半期にはLBMAの出来高が急増し、6月の出来高は2000年2月以来の最高水準に達した。第2四半期の金価格の下落によって、大量の金地金が移動したのである。ここでは、ETFの償還によって放出された金地金を含むラージバーがスイスに出荷されてスモールバーに精錬し直され、アジアや中東に向けて再び出荷された。この動きは第2四半期にピークに達したが、1年間を通じてOTC市場の主眼となった。

実際、これは金投資の活動領域が東にシフトしていることも示している。西欧の投資家がOTC市場を支配していることに変わりはないものの、この数年間は東アジアと中東の金融機関や富裕層の参加が拡大している。その一因には、こうした市場の投資家が総じて金投資へ

ロンドン地金市場の出来高



の関心を高めていることがあり、そのプロセスは急速な市場開放によって促されている。たとえば、中国の場合、昨年は取引時間の延長が一因となって、金の取引量が急増した。

また、世界的な金融危機によって促されていた現物の割当のないメタル・アカウントから現物が割り当てられるメタル・アカウントへのシフトに歯止めがかかった。これは投資家の関心が変わったためではなく、欧州の銀行が中心となって財務内容の強化を図ったためである。これによって、多くの銀行は現物割当のあるメタル・アカウントの手数料を引き上げ、その水準はETFの現物保有に課される手数料を上回る場合もあった。また、留意すべき点としては、OTC市場が活発化し、世界的な金融危機の余波が弱まっているにもかかわらず、仕組商品への需要が依然として悲惨なほどに低調であることが挙げられる。

2014年序盤には、最初に金価格の上昇が、続いてウクライナを巡る地政学的緊張の高まりが原因となって、金を買われた。こうした買いにもかかわらず、第1四半期のOTC市場は総じて閑散としており、2月にはLBMAの取引量が3年半ぶりの低水準まで落ち込んだ。これは2013年に多くの機関投資家が市場から退場したことが関係している部分もあるが、金価格が最近の安値から大幅に回復したことを受けて、米国の金融政策転換を期待している投資家が金への関心を後退させたようでもある。

現物金地金投資

- 金地金需要は2013年に33%もの大幅な増加となって史上最高水準の1,377トンに達した。
- こうした需要増加の主因は、中国とインドを牽引役とするアジア市場での投資需要の急増にあった。
- 北米の現物需要は2013年に2桁の伸びとなり、その大方を米国の需要増加が占めた。
- これとは対照的に、欧州の金地金需要は前年の水準をわずかながら下回った。

現物金地金投資は2013年に著しく増加し、投資量は前年比で約3分の1増の計1,377トンとなって最高記録を更新した。この力強い伸びのほぼすべての原動力となったのは、新興市場の目覚ましい需要、つまり2013年第2四半期の急激な相場調整局面に起因する

新たな現物需要であった。中国では、4月から6月の需要が176%という驚異的な増加となって記録を更新した。同様に、インドでは、ルピー建て金価格が4月に急落したことから、投資家からの新規需要が刺激され、投資量は史上最高水準となった。

北米の需要は3年連続で減少していたが、2013年には増加に転じ、30%増の約41トンとなった。投資需要は第2四半期に上向き、年末まで高水準で推移した。金地金需要はほぼすべての主要地域で増加したが、欧州では引き続き減少し、3年ぶりの低水準まで落ち込んだ。

欧州

欧州の現物金地金需要は2011年に337トンでピークに達した後、2年連続で減少し、2013年には240トンまで落ち込んだ。もっとも、この数値は前年の水準を3%下回っているものの、この10年超の間で3番目に高い水準である。このように金地金需要が高水準を維持している主な理由は、欧州諸国の金融の安定性および経済の健全性を巡る不透明感から、投資家が2013年も引き続き現物金地金に対して関心を示したことにあった。

指摘しておきたいのは、本稿における欧州の定義として、今年からロシアとトルコが欧州に含まれるようになったことである。この両国はいずれも2013年に現物金地金需要が増加しているため、この2カ国を除くと、金地金投資は4%減となり、減少率がやや拡大する。金相場が第2四半期に急落し、その後も年末まで軟調に推移したことから、金に対する投資家のセンチメントはますます弱気になった。金相場に対する確信がないことから、多くの投資家は金の購入を先送りにし、中には金投資を引き上げる投資家もいた。当社が実施した最近の現場調査によると、一部の国の投資家は、金相場の直近安値からの回復力について一段と懐疑的になっている。

金相場の動向に対する反応は欧州域内の国によってまちまちであった。たとえば、フランスと英国では、失望した投資家が金相場の下落観測から金資産の大幅な削減を図ったため、金地金需要が2桁の減少となった。これとは対照的に、欧州最大市場のドイツでは、4月中旬の大幅な金価格下落を受けて、押し目買いが殺到したため、現物金地金需要が前年比で11%も増加した。同様に、イタリアの金地金需要もわずかながら増加した。

北米

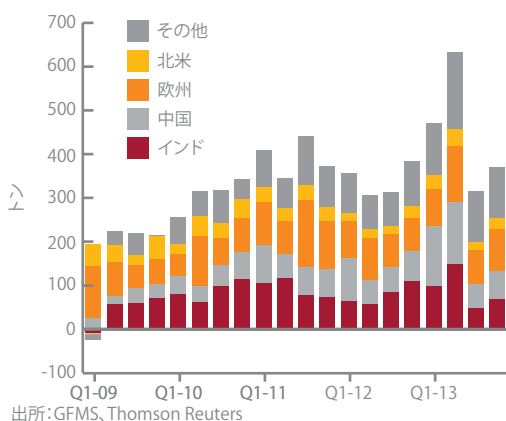
北米の現物金地金需要は3年間で50%強も減少した後、2013年には30%もの大幅な増加となって41トンとなった。米国、カナダ、メキシコを含む北米の需要は2013年に世界全体の小口投資用金地金需要の3%を占めた。金価格が2013年を通じて下落したことから、価格動向に敏感で、金を長期投資として購入することの多い小口投資家の関心が高まった。この種の投資家は、金の年間平均価格が1,225ドルだった2010年に金地金の購入量を減らし始めたが、2013年には金価格がこの水準に向かうと、需要が大幅に増加しており、1,180ドル～1,230ドルを押し目買いのチャンスとみているようであった。近年のビットコインの増殖や、昨年の金の現物の積み増し再開に示される通り、こうした投資家は引き続き不換紙幣に対して慎重な姿勢をとっており、財政赤字問題の最中にある米国政府を厳しく批判している。

インド亜大陸

インドの投資需要は2013年に29%増の266トンまで急増した。もっとも、世界全体に占めるインドの割合は19%となり、5年間の平均である24%から低下した。主因は、下半期にルピー建て金価格が極めて割高になったことを受けて需要が減少したことにある。これを数量化すると、上半期が前年同期比144%増で、下半期が同36%減となる。

10%の関税にさらに少なくとも10%のプレミアムが加わったことは、通常の国内投資家のみならず非居住インド人(NRI)の投資の足かせにもなった。NRIにとって、金はインフレや通貨安から貯蓄を守る最も安全な手段の一つであると同時に、すぐに現金化して国内に住む家族の緊急事態に対応することのできる資産でもある。

小口投資



金価格が高値を更新したことから、機関投資家は金を大量に売却し、この金は主に在庫不足の宝飾加工業者によって吸収された。資産運用担当者と話したところ、機関投資家は保有する金を現金化して、それを8月終盤から11月にかけて株式に投資した。これによって大型金地金の購入は特に注目すべきものにはならず、ラスマプージャやディワリーの祭祀期間中の昔ながらの買いにとどまった。

スモールバーに関しては、2013年冬季の収穫が好調だったことや小口投資用金地金の価格が下落したことから、5グラム、8グラム、10グラム、20グラムのバーの需要が3月から上向き、4月最終週から5月第2週まで非常に堅調に推移し、ディワリーに次いで金を買われるアクシャヤ・トゥリティーヤの金需要が見劣りするほどとなった。5月までは、銀行とインド郵便局の強力な販売網によって販売が促進されたが、小口投資用の金地金とコインの禁輸措置により、販売に歯止めがかかった。この措置によって宝飾品販売網を通じての販売量が増加したが、非公認の金が流入していることから勘案すると、この販売量の伸びは非公認の宝飾業者間の現金払いの取引によるものであった。これにより小都市を中心として tola bar の伸びが再燃した。

バングラデシュとネパールの金地金投資は価格上昇観測の中でそれぞれ21%と35%の増加となった。もっとも、関税が高いため、投資用金地金の大半は非公式ルートで輸入されたものであった。バングラデシュでは、政局不安も小口投資家の活動を活性化させる重要な要因となった。

東アジア

中国の金地金投資需要は2013年に360トンに達し、前年比で45%も増加した。この異例の増加の主因は、4月の大幅な相場調整局面を中心とする2013年上半期の相場下落環境によって押し目買いが殺到したことにある。第2四半期には、金地金需要が前年同期比176%増と爆発的に増加。このような熱狂的な需要に対応するために、銀行も一般市民の利便性を考えて、金商品の品揃えを増やし、取扱い支店数の増加を図った。

しかし、金地金需要は2013年下半期に急減し、前年同期比では9%減、前期比では60%強の減少となった。下半期には、中国政府が汚職や贈答文化を標的とする新たな政策を展開したため、金地金需要が急減した。この反贈答政策は少なくとも予測可能な将来にわたって実施され続けると考えられる。

現物金地金投資

(トン)	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
欧州										
ドイツ	-1.4	9.3	22.3	30.3	109.1	128.7	121.7	154.5	104.1	115.7
スイス	1.2	9.2	10.5	12.5	88.9	97.1	92.4	115.9	80.2	64.8
ベルギー	-1.2	-1.2	-4.3	-2.0	-0.1	12.2	18.7	23.8	19.2	21.0
トルコ	1.9	1.5	3.2	4.4	4.0	0.9	4.9	14.0	8.5	11.6
その他	-35.3	-30.6	-32.9	-40.3	-1.0	-20.4	-10.2	28.4	35.2	27.1
欧州合計	-34.9	-11.9	-1.2	4.8	200.9	218.4	227.5	336.5	247.1	240.2
北米										
米国	0.9	12.4	4.9	-2.5	51.4	63.5	62.0	47.5	25.9	33.4
カナダ	2.0	1.4	4.0	1.4	5.2	7.4	3.4	5.1	2.6	5.0
メキシコ	0.7	0.7	0.8	1.8	5.3	3.3	2.8	2.9	2.8	2.4
北米合計	3.6	14.5	9.7	0.8	61.9	74.3	68.3	55.5	31.3	40.7
南米										
ベネズエラ	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.6
その他	-0.9	-4.3	-3.6	-2.0	-0.6	0.6	0.3	0.5	0.5	1.3
南米合計	-0.9	-4.3	-3.6	-2.0	-0.6	2.6	2.3	2.5	2.5	3.9
アジア										
中国	6.7	9.0	10.1	21.0	60.8	102.3	178.6	250.3	249.3	360.3
インド	76.2	102.8	139.8	148.6	159.9	117.5	266.3	288.0	205.9	265.8
タイ	11.7	28.0	15.9	4.6	42.6	-10.1	63.0	103.6	101.9	157.9
ベトナム	39.2	34.0	69.5	56.1	96.2	58.2	67.0	87.8	65.4	84.3
イラン	12.8	11.9	12.0	20.2	30.6	15.8	33.8	40.4	44.2	50.4
インドネシア	5.0	3.0	-1.0	0.3	2.9	-6.0	15.3	24.8	22.1	34.1
パキスタン	3.1	3.4	2.1	2.6	-4.4	-19.4	7.0	14.6	12.3	23.9
サウジアラビア	5.2	7.3	8.0	9.0	13.5	10.9	14.5	17.4	16.3	17.2
UAE	6.9	10.3	8.6	7.9	10.0	6.4	8.1	11.1	9.9	11.5
マレーシア	0.7	0.7	0.1	0.1	1.2	4.4	5.6	12.3	8.8	11.0
その他	78.3	53.0	-33.4	-38.1	-25.0	-44.2	-34.1	-18.7	3.8	43.3
アジア合計	245.8	263.3	231.6	232.3	388.4	235.8	625.1	831.6	739.9	1,059.7
オセアニア、その他										
オーストラリア	1.4	0.7	0.8	1.0	2.9	4.4	10.2	15.5	14.8	17.6
エジプト	0.5	0.9	0.6	0.7	0.4	0.7	1.2	0.7	0.8	15.2
オセアニア、その他合計	1.9	1.6	1.4	1.7	3.3	5.1	11.4	16.2	15.6	32.8
世界の合計	215.4	263.3	237.9	237.6	653.8	536.2	934.5	1,242.2	1,036.4	1,377.3
内訳:										
中東*	33.6	37.8	36.6	46.8	63.0	36.5	66.0	93.2	73.1	113.5
東アジア*	132.9	119.1	54.7	37.1	171.7	100.9	290.5	447.8	454.7	679.3
CIS*	8.2	3.3	3.6	4.2	4.4	4.9	3.1	2.8	2.7	2.7
インド亜大陸*	81.7	108.1	143.0	152.3	156.6	98.5	273.6	304.4	220.8	293.0

出所: GFMS、Thomson Reuters *地域の主要金地金市場

ベトナムでは、政府が金の所有規制に積極的に乗り出した結果、2012年の投資需要が4分の1強も減少したが、2013年には29%増となり、推定84トンまで回復した。金地金の生産、金の輸出入、金地金の取引を政府の指定企業に限定することを規定した政令第24号がしっかりと機能し続けている一方で、上半期に金価格が暴落した際には金に対する関心が高まり、消費者が投資商品を購入する方法を模索したほどであった。この時期には純金製品に対する需要が過熱したため、国際価格に対する国内価格のプレミアムは210ドル/ozと

史上最高水準に達し、その後もほぼ年末まで150ドル/ozを上回る水準で推移した。国産の投資商品は入手方法が厳しく統制されており、プレミアムの縮小を目的として時々国内市場に放出されるに過ぎなかったため、不足分は近隣諸国から非公式ルートでベトナムに大量に輸入される金によって賄われた。

タイでは、金地金の退蔵が2013年に急増し、55%増の推定158トンに達した。投資需要は2012年に緩やかに減少したが、2013年になると、金価格が下落する

中で、投機筋と一般投資家の双方が競って金資産を再構築したことから、需要が急増した。需要が最大となった4月中盤と6月終盤には、パーツ建て金価格が1パート（15.244グラム）当たり1万9,000パーツを下回り、2011年序盤以来の低水準まで下落したことから、中華街のショールームからは在庫が一掃され、消費者がこの割安な価格での注文に何時間も要するほど金の需要が高まった。8月終盤に1パート当たりの金価格が2万2,000パーツを上回ると、一部の投資家が利益を確定するために金地金を売却したため、第3四半期には金地金の売りが増加した。しかし、最終四半期に金価格が再び下落に転じると、押し目買いが戻った。歴史的に見ると投資需要は依然として高水準にあったが、取引量は上半期の熱狂的な水準を大幅に下回った。

昨年は、日本の金地金投資需要が7年ぶりにプラスに転じ、推定で3.3トンとなった。近年、日本市場では、金価格が上昇基調を辿っていたことから、消費者は利益を確定するために大量の金資産を売却し、正味放出が続いていた。昨年も第1四半期には売りが優勢だったが、第2四半期に金価格が急落すると、消費者は以前に売却した金地金在庫を割安な価格で再び補充するために、買いが活発化した。その後、金の国内価格が8月に4,400円/グラムを突破すると、第3四半期には利益確定の売りが再燃したが、最終四半期には価格下落基調を受けて需要が回復した。金価格の影響に加えて、4月の消費税引き上げも駆け込み購入を促した。

中東

中東の投資需要は2012年に5分の1強も減少したが、昨年は約55%も増加して114トンに達し、記録を更新した。この大幅な増加の原動力となったのは主に、第2四半期のドル建て金価格の急落であった。この金価格下落を受けて、消費者は、以前の高値期間中に売却

したと思われる金資産を急いで再構築した。イランでは、経済制裁下で急上昇するインフレ率の抑制と自国通貨の下支えに苦勞しているため、安全資産の購入が増加し、金地金需要が14%増の推定50トンとなってこの地域の需要全体の40%強を占めた。投機筋が相場の下落局面を利用してポートフォリオに現物の金を積み増すことは、この地域全般で珍しいことではなく、サウジアラビアでも需要は6%増となり、トルコの需要にいたっては37%もの急増によって11.5トンに達した。それ以外でも、UAEの需要は推定で17%増となり、他の湾岸協力会議加盟国の需要も低水準からではあるが目覚ましく増加した。

公的コイン

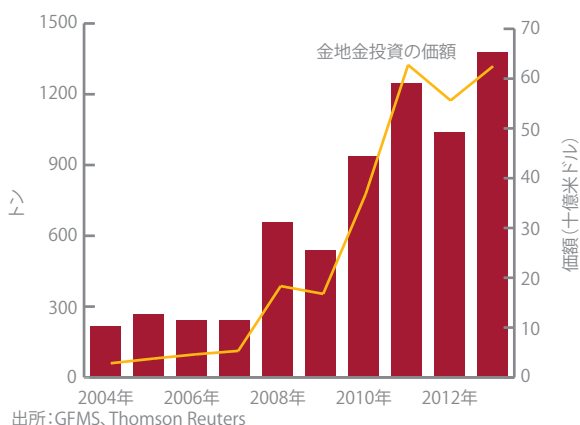
- 世界の公的コイン鑄造量は2013年に43%もの急増となった。原動力となったのは、トルコのコイン生産量の大幅な増加（前年比127%増）であった。トルコ以外でも、ドル建て金価格の急落を受けた押し目買いによって需要は堅調となった。

公的コインの加工量は2012年に前年比13%も減少したが、2013年には43%もの極めて大幅な増加により、計297トンの史上最高水準に達した。こうした数値を過去からの推移の中で見てみると、2008年から2013年の公的コイン加工量は、2008年に世界的な経済崩壊を受けて公的コインの需要が増加し始めたことを反映して年平均229トンとなり、過去10年間については年平均187トンであった。金額に換算すると、公的コイン投資総額は前年の111億ドルを大幅に上回る135億ドルに達し、前年比21%増となった。もっとも、この増加率がコイン加工量の増加率の半分であるのは、2013年の金価格下落によってコイン加工量増加の影響が減じられているためである。

加工量が大幅に増加したのは主に上半期で、背景には、金価格が28%も下落し、以前の高値では金を購入することができなかった投資家にとって完璧な押し目買いのチャンスとなったため、小口投資家の需要が急増したことがあった。当社が試算した地域別の公的コイン加工量を分析すると、最大の増加となった地域は欧州で前年比77%増、次いでオセアニアの同55%増であった。他方、それ以外の地域も2桁の伸びとなり、北米が32%増、南米が36%増、アジアが11%増、アフリカが12%増となった。

欧州のコイン加工量の大幅な増加を主に担ったのはトルコであった。同国の公的コイン加工量は前年比

世界の現物金地金投資



公的コイン(中古金スクラップの利用を含む)

(トン)	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
トルコ	47.0	52.0	56.7	56.7	53.1	30.9	35.6	58.9	39.9	90.6
中国	5.3	3.6	6.9	11.2	7.9	10.7	12.7	20.1	34.3	37.9
米国	18.0	14.0	27.5	19.0	31.8	50.9	44.5	36.5	27.5	34.1
カナダ	8.8	10.2	8.3	9.0	27.6	38.2	34.1	35.8	23.9	33.6
南アフリカ	3.5	1.5	2.4	6.8	8.7	23.2	20.0	23.8	23.7	26.6
オーストリア	8.0	7.2	4.4	5.3	24.9	33.4	17.9	21.1	12.4	18.5
オーストラリア	5.2	4.4	5.3	5.6	9.6	11.0	8.4	10.6	10.0	15.5
イラン	4.6	4.2	4.0	4.5	5.3	7.6	9.4	9.6	9.2	10.3
英国	3.2	3.3	3.5	3.4	4.3	4.7	4.4	5.8	6.8	7.3
ドイツ	6.2	5.5	5.5	5.5	5.5	5.0	5.0	4.7	5.5	7.0
ロシア	1.4	0.9	1.6	4.3	5.7	6.5	5.4	4.6	6.4	4.2
スウェーデン	0.1	0.1	0.1	0.1	1.1	1.8	1.8	2.0	2.0	2.0
その他の諸国	5.0	4.7	3.7	4.5	6.4	6.5	7.2	5.3	5.9	9.7
世界の合計	116.1	111.5	130.0	135.8	191.8	230.4	206.3	238.8	207.5	297.3

出所:GFMS、Thomson Reuters

127%もの驚異的な増加となり、公的コイン生産量は計91トンに達して、史上最高水準を記録するとともに、2012年の生産量の2倍以上となった。実際、トルコのコイン加工量だけで米州およびアジアのそれぞれの加工量を上回った。トルコのこうしたコイン需要の大半は、第2四半期の金価格下落を受けた押し目買いを原動力としていた。国内の金価格が2,900トルコリラまで回復した第3四半期には、コイン加工に歯止めがかかったが、第4四半期に金価格が下落に転じると、加工活動が再開された。欧州域内のトルコ以外の国では、オーストリアのコイン生産量が48%増の18トンとなった。トルコの場合と同様に、コイン需要は押し目買い需要が急増した第2四半期に集中していたが、続く2四半期間の需要も平均を上回った。押し目買いによって金相場への関心が再燃したにもかかわらず、コイン加工量は欧州が大規模な金融危機に見舞われた2009年の水準の半分にとどまった。これは、既存の投資家がユーロ圏の経済センチメントが改善する中で飽和状態となり、コインの保有量を拡大させることへの確信が十分に持てなかったことを反映している。

オセアニアでも2013年にはコイン加工量が堅調に増加し、前年比55%増の16トンに達して、史上最高水準を記録した。こうした加工量増加の一因には、押し目買い需要の増加もあったが、この地域の造幣局がマーケティング活動を海外へと積極的に拡大した結果、2009年の水準を大幅に上回る販売量を実現したこともあった。他方、アジアでは、中国が公認パンダ金貨の铸造を拡大し、地域のコイン加工量の増加を牽引した。中国の金貨需要を刺激した主な要因は押し目買いだったが、地金型金貨を購入する際の利便性を高めるために個人が特別に指定されたATMを通じて購入できるよう

にするといった取り組みも金貨販売量を押し上げる要因となった。中国の金貨加工量は2013年に約38トンであったと推定される。

2013年には、北米のコイン加工量も2012年の大幅な落ち込みから回復した。米国とカナダはそれぞれ34トンの地金型金貨を生産した。もともと、加工量は回復したものの、2009年の記録を上回することはできなかった。当社としては、新たな購入意欲の高まりが流通市場のコイン供給量の増加によって相殺された可能性があり、また2013年の押し目買い需要が、金融危機に見舞われた2008/2009年の安全資産を求める投資家の需要を大幅に下回っていると考える。さらに、前述した通り、北米以外の造幣局が積極的にマーケティングキャンペーンを展開したことから、北米の造幣局の市場シェアが縮小した。

公的投資用金貨の販売量

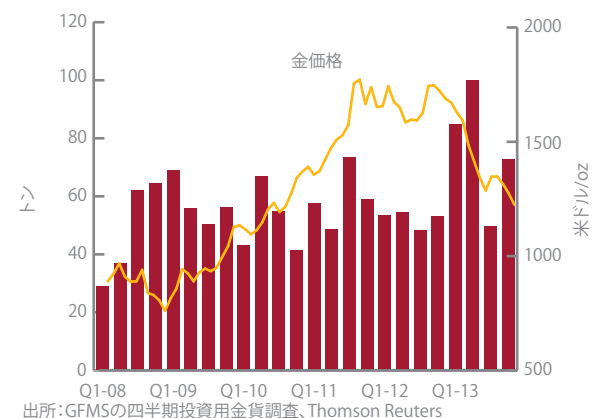


表4:メダルおよび模造コイン(中古金スクラップの利用を含む)

(トン)	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
インド	24.3	32.8	55.8	64.7	63.5	53.5	82.6	80.0	106.3	96.3
その他の諸国	5.2	4.2	3.6	3.7	6.2	5.4	5.7	7.8	7.1	7.5
世界の合計	29.5	37.0	59.4	68.4	69.7	58.9	88.3	87.8	113.4	103.8

出所:GFMS, Thomson Reuters

コイン生産国を順位付けすると、トルコが首位の座を堅持。他方、前回の Gold Survey 発行以降、中国の推定加工量を上方修正したため、中国が2位となる。それ以外の順位はほぼ変わっていない。

2014年になると、北米では、年初の2ヵ月間のコイン販売量が2013年第4四半期の水準から回復した。これは主に季節要因によるものに過ぎない。というのも、米国では伝統的に、販売業者が1月に割当てを引き受けるため、造幣局の販売量が1月に最大となるからである。もっとも、前年同期比で見ると、販売量は著しく落ち込んでおり、1年前の約半分にとどまっている。

同様に、2014年の年初はトルコの公的コイン加工量もかなり低迷している。背景には、トルコ人がドル建て金価格の上昇とリラ安を利用するために、国内市場で保有するコインをかなり積極的に売却していることがある。買い意欲が2014年に弱まっていると結論付けるのは時期尚早だが、金価格が年初から堅調に推移しているため、押し目買いはできず、むしろ投資家はコインを売却して利益を確定する誘惑に駆られており、いずれの要因もコイン加工の逆風となっている。この状況は新興国市場でさらに際立つであろう。というのも、米ドルに対する自国通貨安によって自国通貨建て金価格が米ドル建て金価格以上に上昇しているためである。金価格が2013年のように急落しない限り、今年の公的コイン市場はほとんど動きのない展開になると予想される。

メダルおよび模造コイン

- インドでは、販売チャネルが販売を凍結したこと、プレミアムの上昇が投資家の足かせとなったことから、需要が96トンまで減少した。

メダルおよび模造コインについては、世界の需要の大半を占めるインドの需要が2013年に9%減の96.3トンまで落ち込んだ。ただし、激しく落ち込んだのは下半期で、前年同期比48%減は上半期の同42%増とは好対照となった。近年、需要が落ち込むことはあったものの、これほどまでに減少するのは初めてであり、その原因は、政策の変更によってインドへの金貨輸入が2013

年5月13日から禁止されたことにあった。たとえば、インドは2011年に約17.5トン、2012年に19トンの金貨を輸入していたが、2013年にはこれがわずか1.5トンとなり、2013年5月以降には正式ルートで輸入されたコインが全くなくなった。

インドでは、銀行も郵便局もこの禁輸措置の根底にある理由を理解し、国内で製造したコインの販売も控えたため、大規模なコイン販売網が閉鎖されるという事態に至った。宝飾小売業者の大半はコイン販売を続けたものの、自主的に販売を控える業者もあった。加えて、2013年5月27日に発効した規則により、重量が50グラムを上回る金貨を担保とした貸付が規制された。そうすると、金貨は緊急時の担保として役に立たないため、消費者は当然ながら金貨の購入を控えるようになった。また、金貨や金地金の信用販売も禁止されたため、クレジットカードでの購入も制限された。

こうした規制にもかかわらず、ほんの少数ながらソブリン金貨や記念金貨といった分野には投資家の根強い関心があった。英国王立造幣局コインの初回分の消化ペースからは、良質なものにはプレミアムを払う消費者の意思が窺える。また、消費者のソブリン金貨の中には、LBMA承認精練業者の偽造印が押された2003年以前の時代の遺物もあることが認められた。これは金貨の輸入禁止措置が講じられたおかげであり、こうした金貨の人気が高まっているのも同様である。とは言え、この大半は非公式ルートで供給されたものであった。

先行きを展望すると、2014年上半期には、供給の減少と総選挙による現金取引規制により、需要が前年同期比58%減になると予想される。

第3章 付 録

付録1	世界の金の鉱山生産量 ー トン	34
付録2	世界の金加工量(中古金スクラップの使用を含む) ー トン	36
付録3	宝飾品消費量(中古金スクラップを含む) ー トン	38

付録1 世界の金の鉱山生産量 - トン

	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
欧州										
ロシア	181.6	175.4	172.8	169.3	188.7	205.2	203.4	215.6	229.7	248.8
トルコ	5.0	5.1	8.1	10.1	11.4	14.5	16.6	24.1	29.6	33.5
フィンランド	1.3	1.2	1.1	1.5	1.7	3.8	5.6	6.4	8.9	8.5
スウェーデン	6.6	6.1	6.7	5.0	4.9	5.5	6.3	5.9	6.0	6.4
ブルガリア	2.4	2.3	2.8	2.9	2.8	3.3	2.5	3.4	4.3	4.6
スペイン	4.0	1.4	2.2	0.5	0.0	0.0	0.0	0.4	1.5	2.1
その他	4.6	4.0	3.8	4.0	4.1	3.7	3.1	2.4	2.4	3.7
欧州合計	205.5	195.5	197.6	193.4	213.6	235.9	237.5	258.3	282.3	307.7
北米										
米国	260.3	262.3	251.8	238.0	233.6	221.4	229.7	233.0	231.3	228.9
カナダ	128.5	119.5	103.5	102.2	95.0	96.0	103.5	107.8	108.0	133.1
メキシコ	21.8	30.6	39.0	43.7	50.8	62.4	79.4	88.6	102.8	103.8
北米合計	410.6	412.5	394.3	383.9	379.4	379.9	412.5	429.4	442.1	465.8
南米										
ペルー	181.2	217.8	213.5	183.6	195.5	201.4	184.8	187.6	180.4	181.6
ブラジル	42.9	44.5	49.2	58.1	58.7	64.7	67.5	67.3	67.3	79.9
アルゼンチン	28.5	27.8	43.4	42.5	40.3	48.8	63.5	59.1	54.6	50.1
チリ	40.0	39.6	40.4	41.5	39.2	40.8	38.4	44.5	48.6	48.6
コロンビア	23.6	24.8	26.0	26.0	26.0	27.0	33.5	37.5	39.1	40.4
ドミニカ共和国	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.5	0.5	4.1	26.5
ベネズエラ	20.5	21.1	26.5	24.3	24.3	24.8	24.9	25.5	21.8	22.9
スリナム	16.3	18.2	16.9	16.1	17.9	20.4	20.5	20.2	20.1	18.6
エクアドル	10.8	11.9	14.0	14.0	14.0	14.0	17.2	17.6	17.6	17.7
ギアナ	15.2	10.1	8.4	9.7	10.5	11.9	12.8	14.4	14.4	14.4
ニカラグア	4.5	3.9	2.9	3.1	2.9	2.6	4.9	6.3	6.9	8.7
ガテマラ	0.0	0.7	5.2	7.7	8.0	9.0	9.4	12.1	6.6	6.5
ボリビア	4.8	8.0	9.6	8.8	8.4	7.2	6.4	6.5	6.4	6.1
ホンジュラス	5.7	4.4	3.9	3.1	1.9	2.6	2.4	1.9	1.9	2.0
パナマ	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.9	1.8	2.1	2.3	1.3
その他	5.2	6.8	8.0	8.1	6.4	6.0	5.6	5.7	5.9	6.0
南米合計	399.2	439.6	468.1	446.9	454.2	482.5	494.2	508.8	497.9	531.4
アジア										
中国	217.3	229.8	247.2	280.5	292.0	324.0	350.9	371.0	413.1	438.2
インドネシア	114.2	167.0	114.1	149.5	95.9	160.5	140.1	120.1	89.0	99.2
ウズベキスタン	83.7	75.5	74.1	72.9	72.2	70.5	71.0	71.4	73.3	77.4
カザフスタン	15.0	19.2	21.8	22.6	22.0	22.5	29.9	36.7	40.0	42.4
フィリピン	31.7	33.3	36.1	38.8	35.6	37.0	40.8	37.1	41.0	40.6
キルギスタン	22.1	16.6	10.6	10.5	18.4	17.0	18.5	19.7	11.3	20.2
モンゴル	19.2	18.4	18.9	18.4	16.5	14.1	13.9	12.4	12.8	17.8
ラオス	4.4	6.7	6.5	4.5	4.7	5.4	5.5	4.4	6.7	7.0
日本	8.3	8.3	8.9	8.9	6.9	7.7	8.5	8.7	6.7	6.4
北朝鮮	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
タイ	5.3	5.2	4.3	3.3	2.5	5.4	4.2	3.2	5.2	5.3
マレーシア	5.2	5.7	4.9	4.3	3.8	4.2	5.2	5.0	5.3	5.1
サウジアラビア	8.2	7.5	5.2	4.5	4.0	5.1	4.5	4.6	4.7	5.0
ベトナム	2.3	2.4	2.5	2.7	2.7	3.1	3.4	3.7	3.9	4.1
タジキスタン	3.9	2.4	2.3	2.3	2.9	2.6	3.2	3.4	3.4	3.8
アルメニア	2.1	1.6	1.1	0.4	0.5	1.4	1.6	2.1	2.1	3.5
インド	3.5	3.0	2.5	2.9	2.6	2.1	2.8	2.3	1.7	2.0
グルジア	2.1	1.6	1.5	1.2	1.1	0.8	3.6	3.2	3.5	2.0
その他	5.3	4.8	4.3	4.3	4.3	5.0	6.7	6.4	6.2	6.2
アジア合計	560.2	615.3	573.2	638.9	594.9	694.7	720.7	721.6	736.2	792.3

付録1 世界の金の鉱山生産量 - トン

	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
アフリカ										
南アフリカ	363.3	315.1	295.7	269.9	233.8	219.8	202.9	202.0	177.3	174.2
ガーナ	57.6	62.8	69.9	77.3	80.4	90.3	92.4	91.0	95.8	107.9
マリ	39.6	46.7	56.9	51.9	47.0	49.1	43.9	43.5	50.3	47.1
タンザニア	47.9	49.3	44.8	40.1	35.6	40.9	44.6	49.6	49.1	46.6
ブリキナファソ	1.6	1.7	2.1	2.9	6.9	13.8	25.3	34.1	31.3	35.1
コンゴ民主共和国	5.1	5.3	5.6	6.5	7.2	10.0	17.0	22.0	26.1	25.3
スーダン	4.7	5.6	3.6	3.1	2.7	4.0	10.1	22.5	27.9	23.4
ジンバブエ	24.3	19.5	17.2	13.5	8.9	9.8	16.3	19.0	19.5	19.9
ギニア	13.4	14.3	16.6	18.0	23.9	22.5	20.4	19.7	18.4	19.0
コートジボアール	2.5	3.0	3.0	3.0	5.3	8.6	7.3	13.4	14.0	13.8
エチオピア	4.6	3.8	4.0	3.9	3.8	5.5	6.6	11.5	12.0	12.0
エジプト	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.7	6.3	8.2	11.1
モーリタニア	0.5	0.5	0.6	1.9	6.8	8.4	9.1	8.7	8.2	10.0
セネガル	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	5.2	4.5	4.3	6.8	6.5
ザンビア	0.1	0.5	1.0	1.3	1.9	3.1	3.4	3.5	4.2	5.2
エリトリア	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	12.8	10.2	3.4
その他	12.7	20.6	18.3	19.8	21.4	18.6	20.7	20.3	20.4	19.2
アフリカ合計	578.4	549.5	539.9	513.6	486.2	509.9	529.8	584.1	579.8	579.8
オセアニア、その他										
オーストラリア	258.1	262.2	246.8	247.4	215.2	223.5	260.8	258.6	251.4	266.1
パプアニューギニア	76.1	70.9	61.7	61.7	70.3	70.6	69.7	63.5	57.2	63.3
ニュージーランド	10.2	10.6	10.6	10.6	13.4	13.4	13.7	11.6	10.2	12.4
ソロモン諸島	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	1.7	2.0	2.0
フィジー	4.0	2.9	1.5	0.1	1.1	1.1	2.1	1.6	1.6	1.4
その他	1.6	2.5	2.7	1.8	1.7	0.9	0.0	0.1	0.1	0.0
オセアニア、その他合計	350.0	349.1	323.4	321.8	301.8	309.7	346.4	337.1	322.5	345.1
世界合計	2504.0	2561.5	2496.4	2498.5	2430.1	2612.6	2741.2	2839.3	2860.9	3022.1

出所: GFMS、Thomson Reuters

付録2 世界の金加工量(中古金スクラップの使用を含む) - トン

	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
欧州										
トルコ	285.4	303.4	242.0	276.8	236.7	111.3	109.0	136.3	114.2	178.1
イタリア	312.5	290.2	235.9	228.4	186.7	134.6	126.3	103.3	95.9	92.4
ロシア	55.3	61.1	65.2	79.4	76.0	57.5	61.0	66.2	72.2	72.8
スイス	53.6	55.5	60.7	62.2	58.2	37.5	40.8	47.9	48.0	46.2
ドイツ	56.9	51.8	51.3	51.5	49.1	38.1	40.8	38.8	36.9	39.6
オーストリア	9.4	8.5	5.7	6.5	26.3	34.6	19.1	22.3	13.7	19.7
英国	32.9	28.6	24.4	16.9	15.6	15.2	13.9	15.5	15.2	16.3
フランス	18.6	16.4	14.4	14.0	13.0	11.0	11.1	10.1	8.5	7.6
スペイン	31.7	27.4	24.2	23.6	19.3	13.6	8.4	7.1	6.3	5.8
ポーランド	6.0	5.9	5.8	5.4	4.6	4.4	4.4	4.2	4.0	4.0
ギリシャ	9.8	8.6	7.8	8.5	7.4	6.2	6.2	4.5	4.0	3.7
ポルトガル	8.9	7.2	5.3	6.7	6.1	4.9	4.6	3.2	3.0	3.1
スウェーデン	2.0	1.9	1.7	1.4	2.2	2.7	2.6	2.8	2.8	2.8
セルビア	4.2	4.4	4.1	4.3	4.1	3.4	3.3	2.7	2.6	2.7
オランダ	5.5	5.6	5.3	4.2	3.3	2.9	3.0	2.8	2.6	2.5
ルーマニア	0.8	0.8	0.8	1.4	1.7	1.5	2.4	2.4	2.4	2.4
チェコ共和国	2.1	2.1	2.0	1.9	1.7	1.7	1.9	1.9	1.9	1.8
その他	10.3	10.3	9.0	8.5	7.8	6.8	6.9	6.6	6.3	6.1
欧州合計	905.7	889.7	765.6	801.4	719.7	487.8	465.6	478.7	440.5	507.6
北米										
米国	224.0	218.8	210.9	179.0	175.2	173.4	179.1	166.7	146.9	160.0
カナダ	25.9	26.8	22.0	22.2	40.1	48.4	43.7	44.9	32.4	44.5
メキシコ	34.3	35.4	28.5	25.3	23.0	18.9	18.2	13.2	12.8	15.1
北米合計	284.2	281.0	261.4	226.5	238.3	240.7	241.0	224.9	192.1	219.7
南米										
ブラジル	22.0	25.9	22.7	23.7	25.3	25.2	29.9	28.5	30.1	41.6
チリ	4.2	4.3	3.9	3.6	3.2	2.8	2.9	2.2	2.2	2.7
ドミニカ共和国	6.3	6.1	4.8	4.5	4.3	2.8	2.5	1.9	1.8	1.8
その他	19.8	20.4	18.2	15.9	13.0	9.8	9.2	8.0	7.8	9.1
南米合計	52.3	56.7	49.7	47.7	45.8	40.6	44.5	40.6	41.8	55.2
アジア										
中国	240.3	262.6	278.3	339.8	378.8	427.7	520.6	637.2	700.3	978.3
インド	621.1	695.2	633.8	684.4	708.1	571.0	783.4	761.0	736.0	715.8
日本	159.3	164.4	175.0	177.8	163.7	140.5	157.5	147.2	126.1	124.2
韓国	82.0	83.3	82.3	86.1	77.5	65.0	68.1	62.2	54.1	49.1
インドネシア	90.8	86.5	64.8	63.2	61.4	46.0	38.9	35.3	36.1	44.6
イラン	37.3	40.7	36.2	40.7	41.0	37.6	39.3	37.4	36.9	43.1
マレーシア	69.7	74.3	58.0	61.0	56.3	45.0	43.7	36.6	33.4	42.6
サウジアラビア	118.0	124.6	89.6	99.6	85.0	53.5	46.6	36.8	32.5	39.4
アラブ首長国連邦	48.5	55.0	46.6	49.4	46.3	35.9	32.9	28.4	27.5	37.8
シンガポール	24.2	30.0	28.7	29.5	27.6	23.3	25.5	23.8	22.0	25.7
パキスタン	59.0	64.2	53.9	50.4	43.8	29.7	26.1	22.1	20.6	24.6
タイ	64.1	68.5	52.7	47.5	40.3	25.2	22.0	18.7	17.0	23.7
台湾	28.5	31.9	30.7	29.7	27.5	23.1	26.1	24.0	22.5	22.2
香港	14.0	14.6	14.9	15.4	15.6	14.7	15.8	16.5	14.8	14.6
ベトナム	26.8	28.3	22.6	21.6	19.6	14.7	13.5	12.4	10.7	11.4
カザフスタン	9.9	10.4	11.3	11.9	10.9	8.8	10.4	11.4	10.9	11.1
ウズベキスタン	9.9	10.4	11.3	11.9	10.9	8.8	10.4	11.4	10.9	11.1
イスラエル	12.1	11.9	9.9	9.0	8.7	7.2	6.3	5.5	5.1	5.9
バーレーン	10.8	11.4	9.6	9.9	8.7	6.5	5.7	5.1	4.5	5.5
ヨルダン	6.0	6.9	4.5	4.7	4.7	5.6	5.9	5.2	4.6	5.5

付録2 世界の金加工量(中古金スクラップの使用を含む) - トン

	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
イラク	4.0	4.2	4.6	5.3	4.6	3.8	3.7	3.8	3.9	5.0
クウェート	12.7	12.3	9.7	8.9	8.4	5.6	4.8	4.1	3.7	4.6
バングラデシュ	6.7	6.7	6.0	6.5	5.8	4.6	4.2	3.8	3.7	4.3
シリア	16.6	17.6	16.0	17.7	15.6	12.0	11.7	8.4	5.4	4.2
ネパール	7.5	6.9	5.8	5.3	4.5	3.5	3.5	3.3	3.5	3.9
オマーン	7.4	7.7	6.8	7.1	6.0	4.5	4.1	3.5	3.2	3.8
スリランカ	6.3	6.2	5.1	5.2	4.5	3.8	3.7	3.2	3.1	3.5
ミャンマー	5.0	4.3	4.0	4.0	3.5	3.0	2.6	2.3	2.3	2.7
レバノン	8.0	7.6	5.4	5.5	4.8	3.4	2.6	2.1	1.9	2.3
カタール	3.6	3.7	3.1	3.2	2.7	2.1	1.9	1.6	1.7	2.1
その他	7.1	7.0	6.7	10.4	10.3	6.8	5.6	4.8	4.5	5.2
アジア合計	1,817.0	1,958.9	1,787.7	1,922.3	1,906.9	1,642.3	1,946.8	1,979.2	1,963.2	2,277.5
アフリカ										
エジプト	67.5	70.8	50.3	56.5	64.5	44.9	43.3	30.2	38.7	41.8
南アフリカ	12.8	10.0	10.3	14.0	16.4	28.3	24.6	27.4	27.2	30.8
モロッコ	13.9	13.8	10.6	10.3	9.5	7.6	7.0	6.8	6.6	6.5
リビア	4.8	5.0	4.9	5.2	4.8	3.9	3.5	2.4	2.3	2.5
その他	13.6	13.8	11.6	12.4	11.5	9.9	9.4	9.2	8.8	9.2
アフリカ合計	112.4	113.3	87.7	98.4	106.6	94.7	87.7	76.0	83.5	90.8
オセアニア										
オーストラリア	11.1	9.9	10.3	10.5	14.0	14.6	12.0	13.9	13.3	19.6
オセアニア合計	11.1	9.9	10.3	10.5	14.0	14.6	12.0	13.9	13.3	19.6
世界合計	3,182.6	3,309.5	2,962.3	3,106.8	3,031.3	2,520.8	2,797.6	2,813.3	2,734.3	3,170.4
内訳:										
中東*	637.8	677.7	534.2	594.3	537.6	333.7	317.5	308.5	283.6	378.8
東アジア*	811.4	855.1	817.6	880.8	876.4	831.7	937.4	1,019.0	1,041.9	1,342.3
CIS*	75.4	82.2	88.7	108.4	103.4	78.1	84.2	90.9	95.9	97.0
インド亜大陸*	700.6	779.2	704.6	751.7	766.7	612.5	820.9	793.4	766.9	752.0
出所: GFMS、Thomson Reuters *地域の主要金地金市場										

付録3 宝飾品消費量* (中古金スクラップを含む) - トン

	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
中国	224.1	241.4	244.7	302.2	340.6	376.3	451.8	589.4	604.6	816.4
インド	517.2	573.5	516.4	557.8	599.8	471.4	657.4	618.3	552.0	612.7
米国	350.5	349.0	306.1	257.9	188.1	150.3	115.7	100.7	73.3	76.6
ロシア	55.6	64.3	70.1	85.7	92.4	56.7	60.1	64.7	69.6	73.3
トルコ	185.7	194.9	165.3	188.1	153.2	75.2	67.4	70.1	61.5	73.3
アラブ首長国連邦	89.3	96.4	92.4	99.8	100.0	74.6	69.6	58.1	49.8	62.3
サウジアラビア	136.2	147.4	106.3	122.0	110.9	81.8	71.6	55.7	47.1	57.0
香港	15.8	16.0	15.1	18.2	17.0	16.4	20.6	35.8	34.3	53.7
エジプト	73.0	75.3	60.0	67.8	74.3	56.7	53.4	33.8	39.7	45.3
イラン	43.3	47.8	41.5	47.4	45.8	37.5	37.4	35.1	35.8	41.4
インドネシア	83.9	78.0	57.7	55.2	55.9	41.0	32.8	30.2	30.8	38.2
ブラジル	30.6	33.3	29.2	30.7	29.8	26.8	29.4	26.6	26.7	33.6
パキスタン	59.8	65.1	54.7	51.8	45.5	30.9	27.3	23.1	21.4	24.6
英国	70.2	59.4	52.5	50.3	37.2	31.8	27.3	22.6	21.4	23.4
メキシコ	44.0	42.4	37.1	34.9	28.5	26.4	23.8	19.9	17.7	20.9
イタリア	77.2	71.0	64.8	57.4	49.1	41.4	34.9	27.6	22.3	20.2
カナダ	29.6	30.1	27.4	24.7	22.3	18.6	17.5	16.3	15.5	19.2
日本	34.6	33.5	32.8	31.7	31.2	22.3	21.3	16.6	16.7	17.6
フランス	38.2	35.1	30.7	28.9	26.1	23.6	20.2	18.2	14.2	12.6
ベトナム	26.1	26.9	22.1	21.4	19.6	15.1	14.4	13.0	11.4	12.2

出所:GFMS、Thomson Reuters

* 小売店で販売されているすべての新規宝飾品 (中古宝飾品と新規宝飾品の交換を除く) の純金含有量。宝飾品加工量に輸入量を加えて輸出量を差し引き、小売店の在庫動向に関する調整を加えて算出。このリストには、Thomson Reutersが公表用としてワールド・ゴールド・カウンシル向けに消費データを作成している国だけが含まれる。しかし、Thomson Reutersのデータベースはこれ以外の多くの国についてもカバーしており、そうした国に関しては上記の表とやや異なるベースに基づいて消費量を測定している。

