

G F M S

G F M S

Gold Survey 2008



日本語ダイジェスト版

Gold Survey 2008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、またゴールドバーとコインの製造および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。

Valcambi sa

Valcambi sa

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。当社は、精錬から鋳造バーの製造、分析、時計産業向けの専門的な半加工品の開発、コイン、メダル、ブランクのデザイン・製造ならびに複合金の製造まで、あらゆるサービスを提供しています。当社は40年以上にわたり、品質と信頼をもとに各方面から高い評価を得てきました。当社の企業理念は、ひと言でいえば「お客様の評判を当社の評判として尊重する」ということです。お求めになる貴金属の多寡にかかわらず、Valcambi社は、クオリティの高いサービスを迅速かつコスト効率の高いかたちで提供し、皆さまのビジネスにお役に立つことを約束いたします。

Gold Survey 2008の表紙の写真は、Valcambi社製の50g長方形バー12個と20g円形バー28個、さらに田中貴金属工業製の50gバー12個

表紙デザイン: Michael Robinson, Sam Robinson (撮影)



Gold Survey 2008

編集・著者

Philip Klapwijk エグゼクティブ・チェアマン

Paul Walker CEO

Peter Ryan シニア・コンサルタント

Philip Newman リサーチ・ディレクター

Neil Meader リサーチ・ディレクター

Nikos Kavalis シニア・メタル・アナリスト

William Tankard シニア・メタル・アナリスト

Matthew Piggott メタル・アナリスト

Sierra Highcloud メタル・アナリスト

Cameron Alexander シニア・メタル・アナリスト, **Perth, Australia**

Sanjiv Arole メタル・アナリスト, **Mumbai, India**

Gargi Shah メタル・アナリスト, **Mumbai, India**

コンサルタントおよびその他の寄稿者

Vitaly Borisovich, Moscow, Russia

Rhona O'Connell

Veronica Han, Beijing, China

Elena Patimova

Richard Napier, Munich, Germany

ゴールド・フィールズ・ミネラル・サービシズ社 (GFMS) は、
下記の各社からご協力とご支援をいただいた

COMMERZBANK 
Global Precious Metals

Commerzbank Global Precious Metals



World Gold Council

Valcambi sa
Your Global Partner in Precious Metals

www.valcambi.com



مركز دبي للسلع المتعددة
DUBAI MULTI COMMODITIES CENTRE
حكومة دبي
GOVERNMENT OF DUBAI

Dubai Multi Commodities Centre



www.IBKCapital.com



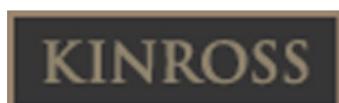
ScotiaMocatta

GOLDAS

www.goldas.com



Johnson Matthey



Kinross Gold Corporation



www.natixiscm.com

今年度の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 Group



www.pamp.com



Barrick Gold Corporation



JPMorgan Chase Bank



www.standardbank.com



www.newmont.com



GOLD FIELDS

www.goldfields.co.za



www.commodities.sgcib.com



www.randrefinery.com



INTL Commodities, INC.

2008年4月

版 権

表やグラフは著作権所有者の文書による許可なしに複製してはならない。

ゴールド・フィールズ・ミネラル・サービス社がすべての権利を所有する。本書のいずれの部分も、その形式や方法のいかんを問わず、著作権所有者の事前の文書による許可なしに複製し、再生システムに記録し、伝送してはならない。但し、評論やレビューを目的とする場合に抜粋(表やグラフを除く)を複写することはできる。但し、その場合にも出所と著作権所有者の名前を明記するものとする。

免責条項

ゴールド・フィールズ・ミネラル・サービス社は、本書に掲載された情報の正確を期すため最善の努力を払ったが、その正確性を保証するものではない。さらに、本書に盛り込まれている資料は特定の購読者や組織の特定の投資目的、財務状況あるいは特定のニーズを考慮したものではない。本書は情報提供のみを目的として発行されるものであり、市況商品、有価証券あるいは関連金融商品の売買を勧誘・提案するものではない。本書に記載された情報の正確性、完全性あるいは信頼性については、明示・黙示を問わず、いかなる表明・保証も行われぬ。また本書の使用によって生じる直接的または間接的な損失や損害についても一切責任を負わない。

ISBN: 978-0-9555411-2-4

ISSN: 1471-2814

2008年4月発行

発行元：

GFMS Limited
Hedges House
153-155 Regent Street
London W1B 4JE
United Kingdom

Switchboard: +44 (0) 20 7478 1777
Sales: +44 (0) 20 7478 1750
Fax: +44 (0) 20 7478 1779
E-mail: gold@gfms.co.uk
Web: www.gfms.co.uk

近刊予定の出版物

- Platinum & Palladium Survey 2008: 2008年4月24日
- World Silver Survey 2008: 2008年5月7日
- Gold Survey 2008 - Update 1: 2008年9月17日
- Gold Survey 2008 - Update 2: 2009年1月

- ・ GFMSの出版物はすべて、同社ウェブサイト(<http://shop.gfms.co.uk/>)から直接注文できる。
- ・ 販売に関するお問い合わせは、上記番号のMs. Elena Patimovaまで。

Gold Survey 2008 日本語 ダイジェスト版 発行にあたって

平成 20 年 6 月

田中貴金属工業株式会社
代表取締役社長 岡本英彌

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、毎年刊行するゴールド・フィールズ・ミネラル・サービシズ社『Gold Survey 2008』に加えて、弊社より『Gold Survey 2008』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ゴールド・フィールズ・ミネラル・サービシズ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：

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。

トロイオンス (oz)	=31.103 グラム
トン	=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

価 格：

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。

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
- 「正味退蔵投資」：正味退蔵投資は表 1 に示されるとおり、正味退蔵投資以外の金の需給に関する GFMS のあらゆるデータを合算することから得られる残存値であるため、正味退蔵投資以外の需給変動要因によってカバーされていないあらゆる取引が現物市場に与える正味の影響を捉えることができる。この点に関する詳細については第 3 章を参照のこと。
- 「金塊退蔵」：欧州と北米を除く全世界においてバーの形態で確認される正味現物金投資量。このバーはロンドン市場で「グッドデリバリー・バー」に認定されている場合とそうでない場合があるが、生産国で通常取引される形態となっている。
- 「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。

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。

謝辞

このGold Surveyで使用する鉱山生産、中古金スクラップ、加工量、投資需要に関する主要項目の推定値は、多くの図表に掲載した各市場の詳細な需給分析をもとに算出したものである。この分析に使用した情報の大部分は、関係諸国を訪問し、現地トレーダーや生産者、精錬業者、加工業者、中央銀行と接触して話し合いを行う中で入手したものである。必要に応じて公表データを用いた箇所もあるが、我々が直接接触した人々から提供された多くの情報のおかげで、このGold Surveyは非常にユニークなものとなった。ここに関係者各位に謝意を表したい。

発 行

英 語 版 2008 年 4 月 Gold Fields Mineral Services Ltd.

日 本 語 版 2008 年 6 月 田中貴金属工業株式会社

〒100-6422 東京都千代田区丸の内 2-7-3 東京ビルディング 22 階

☎ (03)6311-5511 (大代表)

<http://www.tanaka.co.jp>

目次

1. 要約と価格見通し	9
2007年の供給 11 ● 2007年の需要 12	
2. 金価格	14
概況 14 ● 統計概要 15 ● 価格分析と見通し 17	
3. 付録	22

表

表1 世界の金の供給と需要 9 ● 表1a 金の最終用途消費量 10

囲み特集

金価格の相関関係 19



第1章 要約と価格見通し

金価格は今年になって未知の領域に入った。少なくとも名目ベースでは、1980年に記録されたこれまでの最高値を突破し、続いて1,000ドルも突破したことから、次に到達する新たな水準については興味深い可能性が開けている。1,200ドル、1,500ドルそして2,000ドルにまで達するとの見方も今や当たり前になり、もはやこれを夢物語とみなさない向きもある。一段の大幅上昇の可能性を否定するわけではないが、GFMSとしては注意を喚起したい。現在の市場では、悲観的なセンチメントが極度に強まった1999年のように楽観的なセンチメントが極度に強まっていることから、「根拠なき活況」といった要因が働いていると考えられる。

注意を喚起したいと考えるのは、900ドルを大幅に上回る水準での相場動向がほぼ全面的に投資家の関心に依存しているためである。第4四半期に推定518ドル/ozに達した平均総生産コストに示されるとおり、生産者コストは上昇しており、2007年第1四半期から第3四半期に証明されたとおり宝飾品需要も底堅いことから、こうした要因が均衡価格の支援材料になるとの考え方もある。しかし、これは例えば600ドル台

であれば可能だろうが、実際の金価格がこの水準を300ドル～400ドルも上回っている現在では通用しない。例えば、金価格が1,000ドルの状況下であれば、2008年の宝飾品需要が2,000トンを超えて、予想鉱山生産量を500トン前後下回ったレベルとなったとしても意外ではない。つまり、価格上昇はもとより、相場を現行水準に維持するためだけでも、今年はかなりの投資需要が必要となる。

少なくとも今年は投資がほぼ確実に増加して目標水準に達するであろう。現在の信用市場危機、米国の利下げの二次効果、ドル安の進行は、金投資需要の原動力が少なくとも今後6ヶ月前後にわたって変わらず、2009年になってもおそらく十分に続くことを示している。しかしそれ以降は、特に投資家のポジションが積み上がって膨らみ、すでに減少傾向にあった宝飾品需要がさらに落ち込むことから、下値リスクが大幅に高まるとみられる。GFMSは「大詰め」の段階がかなり明らかになってきたと考えているものの、ゲームセットを前に金相場がどこまで上昇するかという質問は一段と答えづらいものとなっている。

表1 世界の金の供給と需要(トン)

© Copyright GFMS Limited

	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
供給										
鉱山生産量	2,574	2,602	2,618	2,645	2,618	2,621	2,493	2,548	2,486	2,476
公的部門からの売却量	363	477	479	520	547	620	479	663	370	481
中古金スクラップ	1,108	620	619	749	872	985	878	897	1,126	956
正味生産者ヘッジ	97	506	-	-	-	-	-	-	-	-
正味退蔵放出	-	-	300	-	-	-	12	-	-	-
供給合計量	4,143	4,205	4,017	3,914	4,037	4,225	3,862	4,108	3,982	3,912
需要										
加工用										
宝飾品	3,169	3,139	3,204	3,008	2,660	2,482	2,613	2,708	2,284	2,401
その他	567	592	557	474	481	515	555	579	648	671
加工用合計量	3,737	3,732	3,761	3,482	3,141	2,997	3,168	3,287	2,932	3,072
金塊退蔵	174	269	242	261	264	180	257	264	235	236
正味生産者ヘッジ解消	-	-	15	151	412	289	438	92	410	446
正味退蔵投資	233	205	-	20	220	760	-	465	404	158
需要合計量	4,143	4,205	4,017	3,914	4,037	4,225	3,862	4,108	3,982	3,912
金価格 (PMフィキシング価格・米ドル/oz)	294.09	278.57	279.11	271.04	309.68	363.32	409.17	444.45	603.77	695.39

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。正味退蔵投資は表1に示されるとおり、正味退蔵投資以外の金の需給に関するGFMSのあらゆるデータを合算することから得られる残存値であるため、正味退蔵投資以外の需給変動要因によってカバーされていないあらゆる取引が現物市場に与える正味の影響を捉えることができる。





表1a 金の最終用途消費量(トン)

© Copyright GFMS Limited

	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
宝飾品消費量	3,169	3,139	3,204	3,008	2,660	2,482	2,613	2,708	2,284	2,401
産業・歯科	393	412	451	363	357	381	414	432	459	461
エレクトロニクス	226	247	283	197	206	233	262	281	308	311
その他の産業・装飾用	103	99	99	97	83	81	84	88	91	92
歯科	64	66	69	69	69	67	68	62	61	58
確認可能な投資	262	358	165	356	342	331	471	593	662	654
金塊退蔵	174	269	242	261	264	180	257	264	235	236
公的コイン	147	155	77	83	97	107	115	111	129	137
メダル/模造コイン	26	25	29	29	26	26	26	37	59	73
確認可能なその他の小口投資*	-86	-90	-182	-16	-48	-21	-59	-26	-22	-44
上場投資信託および その他の関連商品への投資**	-	-	-	-	3	39	133	208	260	251
金の最終用途消費量	3,824	3,910	3,820	3,726	3,360	3,194	3,497	3,733	3,405	3,516

* その他の確認可能な小口投資は「金塊退蔵」および主要コインの需要を含まず、主に「西欧諸国」の投資活動を示している。

** Gold Bullion Securities, streetTRACKS gold、NewGold Gold Debentures, Central Fund of Canada and Central Gold Trust, Barclays Global Investors iShares Comex Gold Trust, ZKB Gold, Goldist, ETFs Physical Goldを含む。

上記の表1aは当社のデータを異なる手法で掲載し、金市場を別の観点から捉えたものである。例えば、宝飾品以外の加工などは表1よりもかなり詳細に示されているほか、確認可能な投資構成要素も収集・分析されている。

このデータで考慮すべき点はグロス数量とネット数量の使用方法である。表1の宝飾品加工量はグロス数量で示されているが、これは地金市場における宝飾品加工需要の一部が供給に計上すべき中古金スクラップ(主に中古宝飾品からのスクラップ)で賄われているためである。その他の項目はネット数量で示されており、その最たるものが公的部門の売却量である。このようにした背景には機密性と実用性に関する問題がある。そこで、表1aでは需要だけを取り上げてグロス数量で示した。

使用されている各要素あるいは用語の選択理由は次のとおりである。宝飾品については「消費量」という用語を用いたが、加工量と消費量の差異が在庫の増減を示す一時的なものであるため、加工量は長期的に見れば実質的に消費量と等しくなる。しかし、この差異が非常に大きい年もあり、その好例が2006年と2007年である。いずれの年も、流通業者の購入量は加工量とほぼ一致するはずだが、小売業者

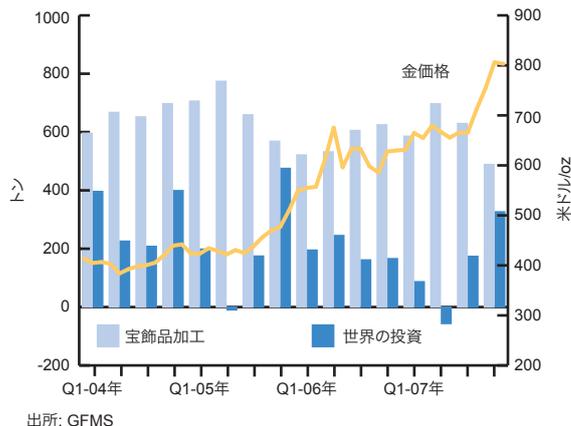
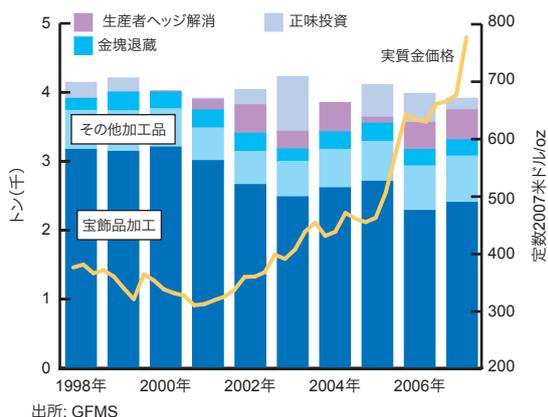
と卸売業者が大量に在庫を取り崩したため、両者の購入量は最終消費者の購入量を下回り、各年ともにその差異が約100トンとなった。

上記の表に示された投資の要素は確実な数値あるいはかなり確実な数値とみなすことができる。すなわち、店頭市場などの不透明な投資分野は除外されている。この分析で重要なのは、上記の表に示された確認可能な投資の合計量(とその要素の大半)が2007年も2006年からほぼ変わらず、それ以前の数年間と比べても大きく変わっていないという点である。

これとは対照的に、正味退蔵投資は2007年に大幅に減少した(もともと、それ以前もこの要素は変動が激しかった)。この表に示されていない主要分野の1つ、すなわちCOMEXにおける「ファンド」の買い越しが大幅に増加したことから勘案すると、2007年には店頭市場で大量の金が売却されたことが窺える。主因は4月終盤から8月終盤を中心とする期間の利益確定の売りとストップロスの売りならびに店頭商品からアロケートでの現物保有および上場投資信託(ETF)へのシフトにあった。

世界の金の需要

宝飾品加工と世界の投資



2007年の需要

- ・ 2007年の総需要は1.7%減少した。宝飾品需要は上半期を中心として増加したが、正味退蔵投資の減少を補うほどではなかった。
- ・ 正味退蔵投資は61%減の158トンまで落ち込んだ。4月終盤から8月にかけてのポジション清算によって、それ以降の買いが減殺された。
- ・ 金塊退蔵は中東とインドの増加が東アジアの減少を補ったため、全体ではほぼ変わらない水準にとどまった。
- ・ 宝飾品需要は上半期に前年同期比で21.7%増加したものの、下半期には同9.1%減となり、通年では5.1%増加した。その他の加工需要はコインの需要増加が主因となって3.6%増加した。
- ・ 2007年には、上半期を中心としてヘッジ契約を解消する生産者が相次ぎ、買い戻しによる部分的なヘッジ解消もあったため、ヘッジ解消が446トンの記録的水準に達した。

2007年も市場では投資家が主導的な役割を果たし、年間を通じた相場変動の主な原動力となった。ただし、大量の資金が金ETFや金先物などに流入したことから勘案すると、158トンという正味退蔵投資の水準は矛盾しているように見えるかもしれない。この矛盾は店頭市場における投資の放出、すなわちポジション清算や店頭市場からアロケートでの現物保有あるいはETF投資へのシフトによって説明することができる。金市場は引き続き機関投資家と個人の富裕層に支配され、昨年は個人投資家からの小口需要も伸びたが、まだ投資全体のわずかな部分を占めるに過ぎなかった。

2007年を通じた投資動向について見ると、最初の数ヶ月間にはエネルギー価格も堅調で、中央銀行による売却量も少

なく、米ドルの見通しも低調だったことから、旺盛な金需要があった。その後、金相場は心理的な壁となる700ドルを何回も試したが、この水準に達することができなかったため、投資家は幻滅して即座に売りに転じた。最初はドル相場のかんがりの回復に反応したものだだったが、特に4月末以降には売りが強まった。年央になると、金に流入していた投機資金の多くが他の資産分野に移動し、金投資が引き揚げられた。年末までの4ヶ月間には、サブプライムローン市場の危機が広がったことから、金の投資需要が爆発的に増加し、金価格は複数年來にわたる一連の高値を相次いで更新した。

他の2つの投資分野すなわち**コイン需要**と**金塊退蔵**については、前者が6%増の137トンとなったが、後者は前年比横這いとどまった。コイン加工量が増加した主因は中国と南アフリカでの鑄造量が増加したことにある。金塊退蔵については、東アジアの落ち込みをそれ以外の地域の増加によって補うことができなかった。246トン減となった正味退蔵投資と併せると、この3者の合計と定義される**世界の投資**は2007年に約3分の1減少して531トンにとどまった。

加工用の総需要は2007年に4.8%増加して3,072トンとなった。主因は5.1%増となった**宝飾品**需要にあった。2007年に金価格が上昇したことから勘案すると、加工用総需要の増加は意外かもしれないが、四半期毎に前年同期比の増減を見ると、第1四半期が12%増、第2四半期が31%増、第3四半期が4%増、第4四半期が22%減となっており、金価格の絶対水準ならびに金相場の変動による影響がはっきりと現れている。第4四半期の需要は1980年代終盤以来の最低水準になるともみられている。地金市場の真の需要を査定するためには、**中古金スクラップ**の供給量を除いた宝飾品加工量に注目しなければならない。そうすると、宝飾品加工量は10%増となり、

第2章 金価格

- 2007年には金の平均価格が695.39ドルという記録的水準に達し、1980年の(名目)平均価格614.50ドルを13%も上回った。
- 平均価格は前年比で15%も上昇したが、2006年の36%もの上昇にははるかに及ばなかった。また、昨年の本格的な相場上昇は第4四半期に集中していた。
- 2007年の最高値は11月に記録した841.10ドルで、当時の史上最高値(1980年の850.00ドル)には届かなかった。しかし、2008年初頭には史上最高値が更新され、その後も金価格は続伸して3月半ばには一時1,000ドルを上回った。
- 実質ベースで見ても、2007年の記録は際立っている。平均価格は1980年に記録した実質平均価格1,546ドルの半分以上だったものの、19年ぶりの高値となった。
- このような認識にもかかわらず、2007年の価格ボラティリティは16%と、2006年の24%を大幅に下回った。また、2007年第4四半期でさえも20%に過ぎず、特別な水準には至っていない。
- 米ドル以外の通貨建て価格の上昇は昨年も引き続きかなり抑えられ、ユーロ、豪ドル、トルコリラ、インドルピーといった通貨建て金価格の上昇はいずれもドル建て価格の上昇をかなり下回った。
- 昨年の金相場上昇の主因は、第4四半期を中心とする投資の急増にあったが、中古金スクラップの供給量が価格上昇にあまり反応しなかったことに加えて、宝飾品需要が2007年序盤に堅調だったこともあり、底値を予想以上に押し上げた。鉱山セクターに関しては、生産量を少し減少させながらも、ヘッジ解消が増加し、センチメントという点での重要性が際立った。

金価格

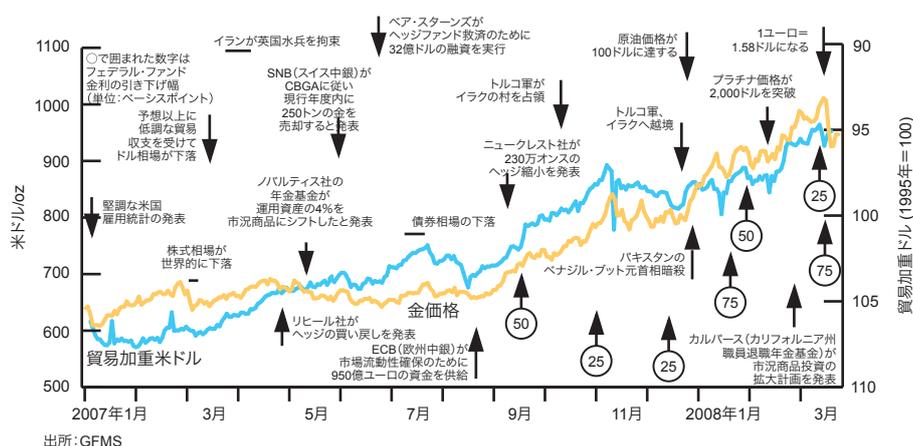
	2006年	2007年	変動率	
			前年比平均変動率	2007年 年間変動率
US\$/oz	603.77	695.39	15.2%	30.3%
Euro/kg	15,451	16,294	5.5%	17.7%
Yen/g	2,256	2,628	16.5%	24.1%
Yuan/g	154.75	169.85	9.8%	22.0%
Rand/kg	131,719	157,352	19.5%	28.7%
A\$/oz	801.40	828.48	3.4%	18.4%
Rouble/g	527.13	571.23	8.4%	21.9%
TL/g	27.83	28.94	4.0%	8.0%
Rps/10g	8,913	9,345	4.8%	16.6%
Rph/g	177,729	204,319	15.0%	36.2%

概況

昨年の相場展開は今年になってからの3ヶ月間と比べると当然ながら見劣りがする。ちなみに、今年の金相場は1月3日に史上最高値(1980年1月の850ドル)を更新し、3月半ばに短期的に1,000ドルを突破し、その後大幅な調整局面を迎えた。

それにもかかわらず、昨年の金価格の動向は劇的で、リスクを分散しようとする投資家が資金を金市場に避難させたため、9月から11月には約170ドルも急上昇した。ただし、2月から8月には650ドル～680ドルの範囲から外れることがほとんどなく、前半の相場展開が面白味に欠けていたことを忘れてはならない。この期間には「実体経済」が主役となり、宝飾品需要の回復と中古金スクラップの動きの鈍さが相場を支えた。

金価格と貿易加重ドルの推移(日次ベース)





統計概要

金価格

最近の相場展開では、3月半ばの1,000ドルの大台突破とその後の急速な調整局面が注目を集めている。しかし、現在900ドル前後で推移する相場は、2007年の相場急騰が11月序盤の841ドルで頭打ちになったこと、すなわち1980年1月に記録した当時の史上最高値850ドルに届かなかったことに失望した強気筋が正しかったことを示している。

金価格は昨年11月に1979/80年とほぼ同じ水準まで戻ったが、ここで明らかにすべき重要な点はその戻り方が大幅に異なったことである。当時、金価格は1979年中に2倍以上となり、さらにその年の12月初旬から1980年1月21日までさらにほぼ2倍となってピークに達した。昨年の場合、このような劇的な相場展開はなかったが、ゆっくりとしっかりと価格が上昇したことは今後の価格を見通すうえで重要である。2007年の平均価格695ドルは今や非常に割安な水準であるが、1980年の平均価格(615ドル)はこの水準を12%も下回っており、このことから1979/80年の価格上昇が「急激だったこと」がはっきりと分かる。

2007年の相場上昇がより安定的だったことは年間平均価格の前年比上昇率にも現れている。ちなみに、昨年の上昇は2006年の36%の急騰を大幅に下回っており、2002年～2004年の水準とほぼ変わらない。もっとも、昨年も第4半期だけは劇的な相場展開となり、前年同期比で16%となった上昇率はそれぞれ6%、3%、2%となった第1四半期から第3四半期の上昇率を大幅に上回っている。

実質ベースで見ると、昨年の平均価格は1988年の766ドル以来の19年来の高値となり、最近の底値である2001年の

2007年の実質金価格、ドル

	1977年	1987年	1997年	2007年
年平均	505.60	813.72	427.94	695.39
最高値	574.57	911.34	473.48	841.10
最安値	443.88	711.20	365.56	608.40
取引幅/平均	25.8%	24.6%	25.2%	33.5%

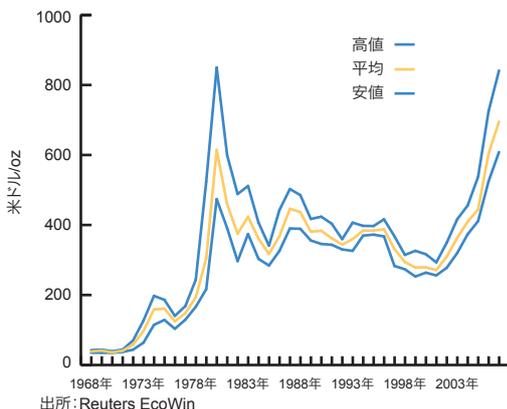
317ドルの2倍以上となっている。しかし、2007年の実質平均価格は1980年のインフレ調整済み平均価格1,546ドルの半分以下に過ぎない。また、1980年の850ドルという最高値をインフレ調整すると2,100ドル強となり、2007年の実質最高値もそれには遠く及ばない。

各国通貨建て価格

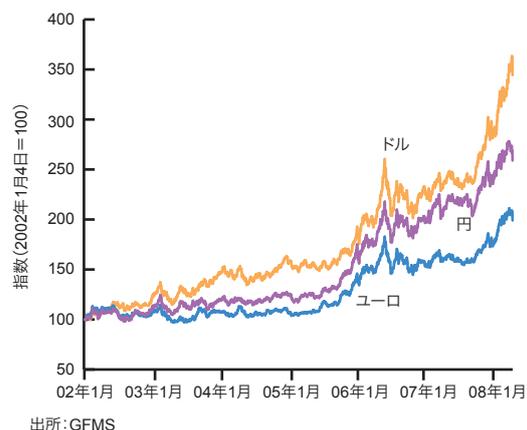
各国通貨建て金価格の上昇は2007年もドル建て金価格の上昇を下回り、ユーロ、トルコリラ、ルピーの平均価格上昇率はドル建て価格の約3分の1にとどまった。円やルピアといった通貨建て価格がドル建て価格並みの上昇となり、ランド建て価格がドル建て価格を上回る上昇となったことは指摘に値する。昨年の場合も、年間変動率では、ドル建て金価格とドル以外の通貨建て金価格の差異が少なくなっている。

それにもかかわらず、この傾向が緩和される兆しはなく、2008年年初から最高値を付けた3月半ばまでに関しても、ドル安によってドル建て金価格は19%も上昇したが、ユーロ建て金価格の上昇は12%、円建て金価格の上昇は8%にとどまっている。貿易加重ドルが下落の一途を辿り始めた2002年初頭まで遡ってみても、こうした差異は常に見られる。2002年年初から今年2月末までを見ると、ドル建て金価格が約250%上昇した一方で、円建てとルピー建て金価格の上昇は170%で、豪ドル建てとユーロ建てに至っては約100%の上昇をかううじて維持したに「過ぎない」。

金価格の推移



各国通貨建て金価格





2007年の価格ボラティリティの概要

2007年は最後の2ヶ月間を除き、価格ボラティリティが2006年の水準を下回る傾向を維持した。4月から9月には、金価格の変動幅が大幅に縮小した。これは右表からも明らかであり、またこの期間の20日移動平均ボラティリティなどからも窺える。これとは対照的に、10月になると、ボラティリティは急騰し、その傾向は11月と12月に特に顕著になった。しかしそれでも、2006年第2四半期の水準には届かず、この水準をはるかに下回る2008年第1四半期の水準にも達しなかった。

金市場のボラティリティがほぼ1年を通じて低水準で推移した影響としては、宝飾品加工需要が年初来3四半期間に増加

したことを間違いなく挙げることができる。この期間に中古金スクラップの供給量が減少した一因もボラティリティの低下にあった。これとは対照的に、投資需要は打撃を受けたと考えられる。というのも、第2四半期と第3四半期には価格変動がなかったため、金投資によって利益をあげる可能性がおそらく限られたものとなったからである。

四半期毎の価格ボラティリティ

	Q1	Q2	Q3	Q4
2006年	21.2%	30.7%	23.7%	18.9%
2007年	17.5%	12.4%	12.1%	20.0%

出所:GFMS

その他の市況商品

2007年の相場高騰は決して金相場に限ったことではなかった。例えば、銀の平均価格は金の上昇をやや上回る15.9%の上昇を記録した。これはやや意外であった。というのも、GDP成長率が世界的に鈍化するとの見方を受けて卑金属価格が低迷し、銀相場も打撃を受けると予想する向きがいたためである。最終的に、卑金属相場はまちまちとなり、劇的に上昇した鉛、錫、ニッケル(年間平均価格はそれぞれ102%、66%、53%の上昇)と低迷した銅、アルミニウム、亜鉛(年間平均価格はそれぞれ6%ならびに3%の上昇と1%の下落)に二分された。銀相場については、通常とは逆に銀相場が金相場を牽引した2006年初頭のような現象が繰り返されることはなかった。

プラチナ価格とパラジウム価格も大幅に上昇し、年間平均価格はそれぞれ14%と11%の上昇となった。プラチナについ

ては、安全性を巡る労働争議によって南アフリカの生産量が打撃を受けて供給懸念が生じたことから、この数値は意外かもしれない。第4四半期だけを見ても、プラチナ価格は前年同期比で12%の上昇にとどまり、金価格の16%を下回った。実際、プラチナ価格の上昇率が金価格の上昇率を上回ったのは、南アフリカの電力公社エスコムが電力不足が報じられた2008年初頭のことに過ぎず、プラチナ価格は年初から2月末までに40%も上昇し、金価格の15%を大幅に上回った。

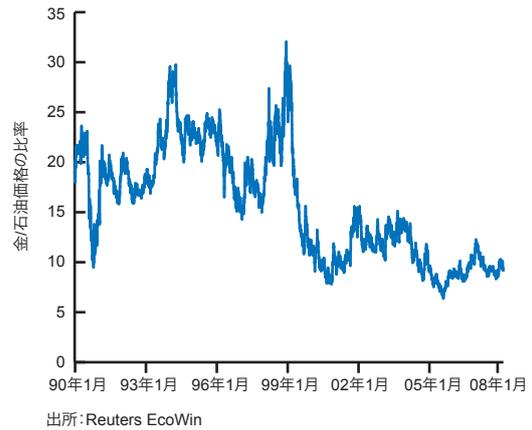
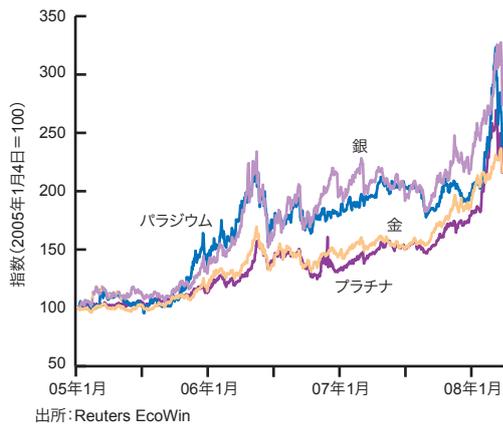
原油価格と金価格の間には強い相関関係があるとの見方も強いいため、原油価格の動向を簡単に振り返ってみることも有用である。もともと、2007年は、この相関関係が非常に不安定で、原油対金の価格レシオ(ドル/bbl対ドル/oz)は1月半ばの12から低下し、7月初頭には9を割り込んだ。しかし、2007年終盤の数ヶ月間には、金に対する投資家の関心が再燃したため、このレシオが9前後でかなり安定した。

年間の高値/安値と取引幅

	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
US\$/oz	349.30	416.25	454.20	536.50	725.00	841.10
	277.75	319.90	375.00	411.10	524.75	608.40
	23.1%	26.5%	19.4%	28.2%	33.2%	33.5%
Rand/kg	112,095	103,874	97,046	109,323	153,245	184,202
	92,641	76,368	76,599	80,518	103,939	141,802
	18.6%	31.3%	24.1%	31.6%	37.4%	26.9%
Euro/kg	11,280	11,342	11,201	14,431	18,094	18,410
	9,893	9,603	10,152	10,301	13,952	15,063
	13.2%	16.8%	9.9%	35.8%	26.8%	20.5%
A\$/oz	622.73	646.63	585.15	710.76	936.27	950.89
	533.16	511.31	511.62	531.09	702.64	756.38
	15.7%	24.2%	13.2%	30.8%	29.1%	23.5%
Yen/g	1,348	1,472	1,507	2,070	2,575	3,049
	1,160	1,238	1,351	1,385	1,955	2,324
	15.0%	17.3%	10.9%	43.4%	27.5%	27.6%
Rps/10g	5,645	6,210	6,755	8,100	10,665	10,715
	4,630	5,060	5,600	5,950	7,620	8,520
	19.8%	20.5%	18.9%	33.3%	34.2%	23.5%



貴金属価格 **金/石油価格の比率**



価格分析と見通し

昨年の価格動向は2回の主要局面と2回の副次的局面に分けられる。最初の副次的局面は年初の数週間で、金相場は2006年第4四半期のラリーを引き継いで、短期間だが続伸した。それに続く期間が最初の主要局面で、それまでの相場急騰に歯止めがかかった。代わりに、金相場はレンジ内の動きに終始し、650ドル～680ドルのレンジを長期間にわたって大きく外れることもなく、8月末までこの状態を続けた。

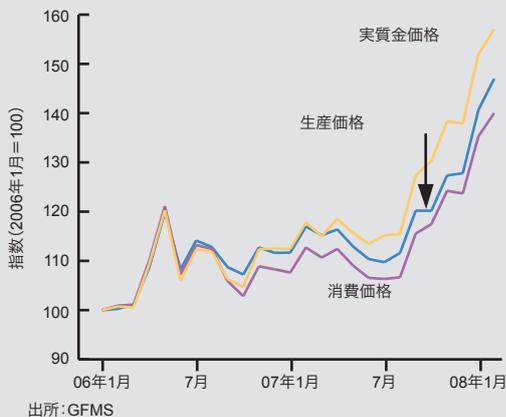
より印象的な2回目の主要局面では、金相場が急騰し、9月初旬に700ドルを超えると、さらに続伸して11月初旬に史上最高値に迫ったが、続く11月半ばから年末までの2回目の副次的局面では、方向感のほとんどない不安定な相場展開となった。ただし、年末最後の数日間には年初のラリー再燃の可能性がテクニカルな面から示唆された。これは実際にラリーの再燃を証明し、2008年になると金価格は急騰して1月3日に史上最高値を更新し、3月半ばに1,000ドルを上回った。

今年は簡単に高い障壁を越えられたのに、なぜ1年前にはこれをはるかに下回る水準で相場上昇に歯止めがかかったかについて考えることは興味深い。2007年の年明けには、ドル相場が上昇し、原油価格が大幅に下落しており、目先に相場上昇にとってのハードルがあった。しかし、こうしたハードルは一時的なものに過ぎず、以降は夏まで、ドル相場が対ユーロで下落の一途を辿り、これに追隨して原油価格も上昇した。したがって、長期間にわたってレンジ内の動きに終始した理由を説明するには他の要因が必要である。

カギとなったのは投資家が金市場以外の事象に反応したことであった。2006年後半にはすでに売り買いが交錯していたが、2007年になると、この傾向が一段と強まった。横這いで推移する相場での利益確定に加えて、緊張感の高まりがセンチメントに違った影響を与え始めた。引き金となったのは、2月終盤の中国株式相場の下落とそれを受けた他の多くの市場の不安定な相場展開、そして6月初旬の債券市場危機であった。

金価格

生産および消費—加重金価格



左図で生産加重金価格と消費加重金価格を使用したのは、世界の金の大半を生産・消費している国が米ドルと連動していない通貨を使用しているためである。つまり、米ドル建て価格の動向が直接かつ直ちに生産および消費の意思決定に影響を与えないと考えられるからである。左図の生産価格と消費価格に用いた加重は、市場規模全体に対する相対的な生産量と消費量に基づいて算出した。図に示すとおり、2007年のほぼ大半を通じて、生産加重価格と消費加重価格はドル建て実質価格ほど上昇せず、変動も少なかった。しかし、これは2007年終盤の数ヶ月間で一変し、米ドル相場の大幅な下落が生産価格と消費価格にも影響して、いずれもが急騰した。



こうした事態に伴って、投資家はキャッシュ比率を高め、レバレッジを縮小するために、頻繁に地金を売却した。こうした一連のリスク回避行動によって、金のエクスポージャーが縮小されたのは明らかで、金は期待されていたセーフヘブーン(安全な避難所)の役割を果たせなかった。

しかし、その他の要因によっても、金に対する投資意欲は減退した。短期投資の場合、金価格が2月、4月、7月に700ドルに迫りながらも、これを突破できなかったことに失望した投資家が増えたことは間違いない。3月から5月にかけては、スペインが予想以上に大量の金を売却した。また、スイス国立銀行(スイス中銀)は6月半ばに中央銀行金協定(CBGA)の現行年度終了までに250トンの金売却を予定していると発表し、これを弱気材料とみなした向きもいた。

Comexでは2月終盤から6月終盤に「ファンド」の買い越しが10万枚強も減少したが、これも投資家が金に対して幻滅したことの現れであった。当社のデータによると、上半期には正味退蔵放出が約200トンにのぼった。

こうした大量の金売却から考えると、金価格は予想外に底堅かったと言えるかもしれない。下値が抑えられた理由の1つとして、売りの性質を挙げることができる。つまり、こうした売りはストップロスもしくは利益確定の売りと見るのがふさわしく、投資家が積極的な金の売り越しを決めたり、もしくは長期間にわたる金への信頼が崩壊したことを示唆するようなことはほとんどなかった。例えば、Comexで正味買い越しが減少した主因はロングポジション自体の減少にあり、空売り自体を増やしているファンドはほとんどいない。第二に、中長期で投資判断をする上場投資信託(ETF)は着実に金の保有量を増やす傾向にあった。

このように金の空売りに対する関心が抑えられた主因は、金相場の支援材料が中長期にわたって続くとの見方であった。つまり、米国には景気後退の可能性があり、ドル相場が下落する可能性も高いとの見方である。地政学的には、イランの核開発疑惑を巡る目先の緊張が調査実施に向けた協議の開催で緩和したが、この地域の問題がなくなったわけではなく、例えば、3月終盤にはイラン政府が英国海軍の水兵を拘束した。また、テロの問題も解決されておらず、7月初旬にはグラスゴー空港の攻撃計画などが未然に発覚した。

投資家は、現物市場がこうした一連の売りを吸収できたことに安心したようであり、さらにこれを後押ししたのが宝飾品

市場の回復であった(上半期の宝飾品加工量は前年同期比で230トン近々の増加となり、インドでの需要がその70%を占めた)。宝飾品市場が回復したのは主に、現行の価格水準や金相場の相対的な安定性が受け入れられ、今後の数四半期には相場が下落する可能性よりも高騰する可能性が高いとの見方が広まったためであった。インドや中国などでは、堅調なGDP成長率を受けた個人所得の増加も間違いなく追い風となった。

この影響を増幅させたのが中古金スクラップの供給量減少であった。中古金スクラップの供給量は上半期に前年同期比で180トンも減少し、これによってスクラップを除く宝飾品加工量(正確な地金需要)は上半期に44%も増加した。中古金スクラップの供給量が最も落ち込んだのは中東だったが、いずれの地域でも減少の主因は金価格が急騰した2006年4月から5月にスクラップの大半を放出し尽くしたことにあった。また、公的部門による正味売却量も上半期に前年同期比で減少した。もっとも、スイスやスペインの金売却に関するニュースへの反応や、上半期の正味売却量が前期比では増加していたことから勘案すると、この部門は金相場の足かせになったと言える。

需要面に関して、非常に重要なもう1つの展開は生産者のヘッジ解消が上半期に記録的水準に達したことである。生産者のヘッジ解消は上半期に約300トンにのぼり、当初の予想をはるかに上回って、前期比では約200%もの増加となった。このヘッジ解消も、正味退蔵放出が最大になった第2四半期に集中していた。

しかし、夏が終わると、相場は唐突に下げ止まり、2番目の主要局面、すなわち年末までの4ヶ月間にわたるラリーに

ロンドン・ブリオン・マーケットの取引高





金価格の相関関係

2つの資産間に有意の相関関係が存在しても、それだけで偶発的な関係を示唆するには不十分である。しかし、GFMSとしては、相場の支援材料となり得る潜在的なテーマを示すうえでも、経験に基づく証拠によって経済理論を確認するためにも、こうした統計を検証することは有用であると考え。特に興味深いのは、資産間の相関関係がどのように進化しているかである。というのも、これによって、投資活動を左右する意見がどのように変化したかが明らかになるためである。

右表は、金およびその他の資産の日々価格の対数リターンで計算された相関係数を示したものである。これによって、金価格と米ドル相場および金価格とその他の市況商品価格の間には昨年の大半を通じて不断の「関係」があったことが確認できる。興味深いことに、2007年には金価格と米国株式相場との間にも一定の関係があったことが示唆されている。

金価格とドル相場の相関関係を煽る様々な問題については、GFMSがこれまでも頻繁に詳述しており、この表中にみられる他の数字に対するほどの興味はない。しかし、第4四半期の相関係数が過去3年間にない水準まで上昇したことに示されるとおり、信用市場危機が金価格とドル相場の表面上の関係に与えた影響については確かに取り上げる価値がある。

金価格とその他の市況商品価格の間には、昨年の大半を通じて依然として強い相関関係があった。背景には、商品バスケット運用型ファンドへの投資、インフレ上昇観測を後押しする投入物価の上昇（および、そこから示唆されるインフレに対するヘッジ資産としての金への関心）、市況商品分野における投資家基盤の拡大、投資家がアクセスしやすい市況商品の増加があった。

金価格の相関関係

四半期

	2006年 Q3	2006年 Q4	2007年 Q1	2007年 Q2	2007年 Q3	2007年 Q4
米ドル/ユーロ	0.39	0.46	0.35	0.46	0.47	0.67
原油(WTI)	0.13	0.14	0.00	0.07	-0.12	0.45
CRB指数	0.33	0.22	0.14	0.18	0.33	0.28
S&P 500	-0.21	-0.01	0.18	0.05	0.05	0.10

年間

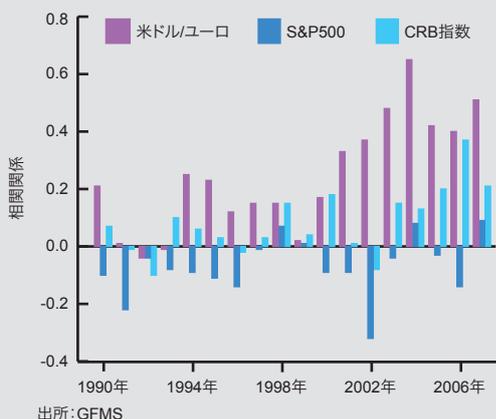
	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
米ドル/ユーロ	0.37	0.48	0.65	0.42	0.40	0.51
原油(WTI)	0.01	0.14	0.10	0.18	0.23	0.15
CRB指数	-0.08	0.15	0.13	0.20	0.37	0.21
S&P 500	-0.32	-0.04	0.08	-0.03	-0.14	0.09

出所: GFMS

この表中で最も興味深い統計はおそらく金価格の変動と株価の変動の間の相関係数であろう。第3章で述べるとおり、2007年のある期間には、この両者の間にわずかだが重要な正の相関関係が現われ、これによって多くの投資家は、金が伝統的資産の下落に対する有効なヘッジ手段にならなかったと主張した。こうした主張に対するGFMSの見解およびこの正の相関関係の原因に関する詳細な説明は第3章で述べる。

最後に、金価格と株価の間に正の構造的関係があることを示すためには、過去の経験的データがないことを指摘する必要がある。上記の年間相関係数やこれまでの推移を示した下図からわかるとおり、この両者間のそうした関係は総じて弱く、関係があるとしても、負の関係となっている。

金価格の相関関係



金、CRBおよびユーロの対ドルレート





貿易加重ドルと金価格指数

	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
米ドル	119	114	111	109	103
金	95	107	116	157	181

(年平均、1995年=100) 出所: Reuters EcoWin

実質GDP成長率とインフレ率(%)

	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
世界のGDP成長率	4.0	5.3	4.8	5.4	5.2
インフレ率	3.6	3.6	3.6	3.5	3.8

出所: IMF, International Financial Statistics

突入した。このように相場が一変したのは、金融市場が不安定になっているとの見方が強まり、これに伴って現実味のあるセーフヘーブンとして金に対する信頼が再燃したためであった。金価格が動く直前には、ダウ平均株価が1日で400ポイント近くも下落したことやECBが8月初旬に950億ユーロもの流動性供給を行ったことなど、落ち着かない動きがあった。こうした環境の変化は、7月終わりから8月にかけての1週間にリース料率のボラティリティが著しく高まったことから窺える。もっとも、9月以降は、投資銀行による一連の資産償却や英国の銀行の破綻といったニュースが相次ぎ、信用リスクの問題が表面化した。

信用市場危機の影響に加え、景気後退をどうにか食い止めたいとの思いもあり、米連邦準備制度理事会が9月から12月にかけて3回の利下げを実施した。これは金相場の直接の追い風になったばかりか、予想通りドル相場の下落を加速させた。こうした動きがインフレにつながることを懸念した向きもあり、原油価格が11月初旬までの2ヶ月間に70ドル/bblから90ドル/bblに跳ね上がると、インフレ懸念が強まった。金への関心の大きさを示すものとして、下半期には第4四半期を中心として正味退蔵投資が350トンまで急増した。さらに、11月初旬までは「ファンド」の買い越しがComexで爆発的に増え、中長期投資家の関心を示すより適切な指標として、ETFの保有高も増加の一途を辿った。

上半期とは対照的に、その他の需給要因がこの相場高騰に関係していたとは主張しにくい。もっとも、10月から12月には中古金スクラップの供給量が前期比でわずかな伸びにとどまり、スクラップの供給量そのものも2006年上半期の水準を大幅に下回ったことから、この供給要因が限定的ながらも足かせになった。スクラップの大半がすでに2006年初頭に放出されてしまったことで、スクラップの現物が不足していたこともあったが、より重要なのは、発展途上国を中心とした相場上昇への期待であった。潜在的な売り手は相場上昇を信じて目標価格を1,000ドルに置き、売りを控えた。宝飾品需要は当然ながら低調で、インドでは10月の地金輸入量が前年同月のわず

か4分の1にとどまった。しかし、需要が懸念されていたほど低迷しなかったところもあった。例えば、中国の金購入量は10月の建国記念日以降も堅調に推移した。また、ミラノの卸売業者は、買い手がクリスマスシーズンの到来を控えて価格上昇にもかかわらず発注を余儀なくされているか、さらなる価格上昇を見込んで積極的に買いを入れているかのいずれかのケースにより、海外事業が好調であると報告している。

11月初旬に相場上昇に歯止めがかかった理由を見極めるうえで、10月終わりから11月にかけての1週間に原油価格が軟調に推移したことやこの期間にドル安がやや緩和されたこと(そして、11月終盤にはドル相場がかなり回復したこと)などの一時的な動向を指摘することは有用である。史上最高値が射程圏内に入って利益確定の売りに転じる向きもいたことから、市場参加者がそれまでの相場上昇のスピードに対して神経質になったとも考えられる。ファンダメンタルズには相場の上げ止まりを後押しするような変化はほとんどなく、むしろ、南アフリカの鉱山生産を巡るセンチメントがストライキによって悪化した。

こうした方向感のない相場展開は年末ぎりぎりになって終了し、金価格は12月27日までの2営業日間に33ドル強も急騰した。ここでは地政学的要因が重要な役割を果たした。この約1週間前にはトルコ軍がイラクに越境したが、より重要だったのは27日に発生したパキスタンのベナジール・ブット元首相の暗殺であった。こうした事件は金価格に直接関係したばかりか、原油価格を100ドルに向けて押し上げる役割も果たした。この時期にはまた、一時的なドル高にも終止符が打たれた。

12月には、銀行数行が米国経済の安定と住宅市況に関して警鐘を鳴らした。しかし、これが現実のものとなったのは年明けからで、ドル相場は下落し、銀行株も下がり(ベア・スターンズの崩壊も含む)、原油価格は簡単に100ドルを超えた。こうした背景の中で、投資家が大量して金市場に戻り、金価格が1月3日に史上最高値を更新し、3月半ばに1,000ドルを上回ったことは意外ではなかった。



見通し

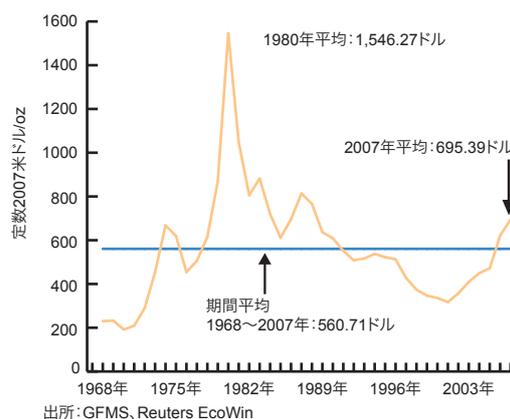
我々の直近2回のUpdatesでは、これまでの相場上昇のスピードから、短期的な調整局面を迎える可能性は高いが、中期的に見ると、金相場は一段と上昇すると予想していた。「わずか」75ベースポイントの利下げを受けて、ドル相場の下落に一時的に歯止めがかかると、3月半ばから終盤にかけて短期的な調整局面が現実となり、金相場は1,000ドルから下落した。これを受けて、ストップロスもしくは利益確定の売りが増えるばかりか、GDP成長率の世界的な鈍化によって予想以上の長期間にわたって市況商品価格全般が下落する可能性もあり、金相場がこうした下落とは動きを異にするとの保証もない。宝飾品関連の買いは底値を見極めようとして様子見ムードが強まるだろうが、こうした買いと、絶好の買い場を求めている投資家が相俟って、2007年上半年と同様に相場を支える要因となるだろう。もっとも、今回は800ドル台後半もしくは900ドル強がピークとなるとみられる。

最近の調整局面にもかかわらず、金投資を支える要因がすぐにはなくならないと考え、金相場が中期的に上昇基調を辿るとの見方を堅持する。おそらく、現時点で最も重要な要因は信用逼迫とそれに伴う金融機関の不安定さである。銀行倒産の危険性と低金利によって、キャッシュは魅力的な代替投資ではなくなってきている。そのため、カウンターパーティリスクがゼロもしくは限られている金投資は明らかに魅力的である。これに加えて、米国がゼロ金利へと向かえば、ドル安が一段と進行する可能性も否定できず、原油価格がさらに上昇する可能性もある。

こうした要因によって金投資が支えられると予想され、個人の富裕層や同族企業が特に欧州渡しを利用して財産を守ることに注力し、アロケートでの現物金地金もしくはETFを中心として買いが入るであろう。年金ファンドなどの機関投資家も、市況商品指数を集中的に買い、重要な役割を果たすであろう。また、米国を中心として個人投資家の小口の買いも増加するとみられる。

大半の地域で、供給が急増することはないため、投資家が直面する課題はこれまでよりも簡単である。例えば、2008年の鉱山生産量は前年とほぼ変わらない水準にとどまると予想され、価格への影響は総生産量を左右するセンチメントに限定されるだろう。生産者のヘッジ解消も続くだろうが、ポジション残高がすでにかなり縮小されているため、ヘッジ解消は過去2年間の水準をはるかに下回るだろう。公的部門による売却は市場にとって中立的な要因に過ぎず、売却量もほぼ2007年の水準にとどまるだろうが、2009年に向けてはCBGAの更新もしくはIMFによる金の売却といった不安定要因が発生する可能性もある。

実質金価格



相場高騰に歯止めをかける可能性のある要因は中古金スクラップ供給量の著しい増加である。先進国では、クリスマスシーズンの売り上げが期待外れになると、返品が増えて、質屋などの取引も活発化することから、中古金スクラップの供給量が一段と増加する。また、2007年の中古金スクラップ供給量が予想外に控えめな水準にとどまった理由が売り控えにあったことから、相場の急騰によって金価格が目標水準に達した現在、発展途上国では売り手が市場に戻りつつある。したがって、より重要なのは、この地域のスクラップ供給量が著しく増加すると見込まれることである。

これに加えて、現行価格が先進国と発展途上国の双方の需要に打撃を与えることから、宝飾品需要が著しく減少すると見込まれる。関係者の多くは、宝飾品需要が年明けの数ヶ月間に約20%も減少したと報告していることから、通年の宝飾品需要が1988年以来初めて2,000トンを超えたとの予想も非現実的とは言えない。その他の加工量はほぼ安定して推移すると予想され、コイン加工量などの要因には投資からの波及効果が期待される。

要約すると、金投資の支援材料が依然としてしっかりしており、資金の配分比率を巡る議論も金相場の追い風となっているため、金価格は800ドル台後半で底を打ち、その後は上昇すると予想される。こうした泡のような相場で、高値を予想することは割に合わない作業である。しかし、現時点で「知り得る材料」から予想すると、金価格は1,100ドルを上回るだろうが、1,200ドルを上回るためには、現時点で「未知の材料」がいくつか必要となる。時期に関しては、今年のピークは控えめな水準にとどまり、一段と劇的な相場展開の可能性は2009年までの長丁場となるであろう。ピークを過ぎると、宝飾品の伸びが投資放出のペースに追いつかなくなるばかりか、鉱山生産量の増加が現実となってセンチメントに打撃を与える可能性があるため、金価格はすぐに著しい下落を示すであろう。



第3章 付 録

目 次

		頁
付録 1	世界の金の鉱山生産量－トン	23
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	25
付録 3	宝飾品消費量(中古金スクラップを含む)－トン	27



付録1 世界の金の鉱山生産量 (トン)

© Copyright GFMS Limited

	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
欧州										
スウェーデン	6.1	4.4	3.6	4.8	5.4	5.6	6.6	6.1	6.7	5.1
ブルガリア	2.7	2.5	2.1	2.3	2.6	2.3	2.4	2.4	2.9	2.9
フィンランド	3.3	2.7	1.6	1.7	1.5	1.7	1.3	1.2	1.1	1.6
ルーマニア	2.0	1.8	1.2	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1	0.7	0.6
旧ユーゴスラビア	3.4	2.0	1.9	1.4	0.9	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
スペイン	3.8	5.1	4.8	4.2	5.9	5.7	4.0	2.4	1.7	0.0
その他の国々	6.0	5.8	4.3	3.8	3.4	2.6	4.5	5.5	5.5	6.3
欧州合計	27.3	24.3	19.5	19.8	21.0	19.6	20.3	19.1	18.9	16.8
北米										
米国	366.0	341.9	355.2	334.5	298.7	280.8	260.3	262.3	251.8	239.5
カナダ	164.3	157.9	155.0	157.4	153.0	140.5	128.5	119.5	103.5	101.2
北米合計	530.3	499.8	510.2	491.9	451.7	421.3	388.8	381.8	355.3	340.7
中南米										
ペルー	92.1	128.5	132.6	134.0	157.3	171.6	173.2	207.8	202.0	169.6
ブラジル	54.7	54.1	52.6	50.7	46.0	43.0	42.9	45.2	49.3	56.5
メキシコ	25.2	23.8	26.4	23.5	21.3	20.4	21.8	30.6	39.0	43.0
アルゼンチン	20.1	35.0	26.0	30.9	32.5	29.7	28.5	27.8	44.1	42.2
チリ	47.5	48.2	50.4	39.8	38.7	38.0	40.0	39.6	40.4	40.9
ベネズエラ	14.3	12.2	14.3	16.9	17.3	23.6	20.5	21.1	26.5	24.4
コロンビア	21.8	21.4	20.8	20.2	22.2	25.3	23.6	24.8	24.0	24.0
スリナム	5.2	5.5	5.8	6.0	6.5	7.5	16.3	18.2	16.9	15.8
エクアドル	9.7	9.8	8.8	7.5	7.8	8.6	10.8	11.9	14.0	14.5
ギアナ	14.5	13.3	13.7	14.4	14.1	15.7	15.2	11.5	9.8	11.0
ボリビア	17.3	15.4	14.8	15.5	14.4	9.9	4.8	8.0	9.6	8.8
ガテマラ	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	5.2	7.7
仏領ギアナ	2.7	3.0	3.4	4.1	3.3	3.3	2.6	2.9	3.1	3.6
ウルグアイ	2.4	2.5	2.3	2.2	2.2	1.8	1.9	3.0	3.0	3.2
ホンジュラス	0.6	1.5	0.4	4.8	5.0	4.5	5.7	4.4	3.9	3.1
ニカラグア	4.4	4.3	4.3	3.4	3.0	2.8	4.5	3.9	2.1	2.3
その他の国々	5.1	2.9	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8	1.0	2.1	1.5
中南米合計	337.6	381.4	377.7	374.7	392.4	406.4	413.0	462.4	494.9	472.2
アジア										
中国	165.2	162.8	172.2	192.8	201.9	210.6	217.3	229.8	247.2	280.5
インドネシア	139.1	151.5	139.7	182.9	157.9	163.7	114.2	165.0	116.3	146.7
パプアニューギニア	63.2	65.0	76.4	68.1	65.1	68.6	74.5	69.2	60.5	61.4
フィリピン	34.9	32.8	34.7	32.2	33.1	33.6	31.7	31.6	36.1	38.8
モンゴル	8.8	11.4	12.7	13.6	10.9	11.1	19.2	18.4	18.9	18.4
サウジアラビア	5.1	4.6	3.6	4.3	4.5	8.8	8.2	7.5	6.8	9.3
日本	8.6	9.4	8.4	7.8	8.6	8.1	8.3	8.3	8.9	8.9
韓国	6.7	6.6	6.6	6.6	6.6	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
トルコ	0.5	0.6	0.5	2.1	4.3	5.5	4.4	3.8	6.0	5.8
ラオス	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	5.2	4.4	6.7	6.5	4.6
マレーシア	4.4	4.5	5.1	4.9	5.1	5.7	5.2	5.2	4.6	4.0
タイ	0.4	0.4	0.5	0.9	5.5	5.2	5.3	5.2	4.3	3.3
インド	2.6	2.0	2.0	2.0	2.8	3.2	3.4	3.1	3.1	3.1
ベトナム	1.8	1.9	1.9	1.9	1.7	2.2	2.3	2.4	2.5	2.7
その他の国々	3.4	3.3	3.3	3.8	3.1	3.2	4.3	3.8	3.3	3.3
アジア合計	444.9	457.0	467.8	524.1	511.2	540.9	509.0	566.1	531.3	597.1
アフリカ										
南アフリカ	496.9	476.5	454.0	417.3	418.9	398.3	363.3	315.1	295.7	269.9
ガーナ	73.4	78.2	73.8	71.7	70.3	68.9	57.6	62.8	69.9	75.1
マリ	22.8	25.4	30.4	44.6	55.6	47.2	39.6	46.7	56.9	52.3



付録1 世界の金の鉱山生産量(トン)

© Copyright GFMS Limited

	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
タンザニア	5.5	9.2	17.2	33.8	38.6	44.6	47.9	49.3	44.8	40.1
ギニア	11.7	13.3	16.2	16.5	17.4	16.8	13.4	14.8	16.8	18.0
ジンバブエ	27.2	29.7	24.9	22.1	21.5	20.6	24.3	19.5	16.8	14.0
コンゴ民主共和国	4.8	4.0	4.5	4.8	4.6	4.8	5.1	5.3	5.6	6.5
エチオピア	3.5	4.2	4.6	4.7	5.1	4.8	4.8	4.3	4.9	4.7
ナミビア	1.9	2.1	2.5	2.8	2.8	2.5	2.2	2.5	2.8	3.4
コートジボアール	3.4	3.3	4.5	4.7	4.7	3.5	2.5	3.0	3.0	3.0
ブリキナファソ	2.6	2.7	1.7	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	2.1	2.9
スーダン	5.7	5.7	5.9	5.8	5.6	5.6	4.7	5.6	3.6	2.9
モロッコ	0.1	0.2	0.5	1.4	2.9	2.0	1.9	2.0	1.4	1.0
その他の国々	6.9	6.7	6.5	6.7	7.4	7.7	9.6	16.4	15.1	17.3
アフリカ合計	666.4	661.2	647.2	638.2	656.8	628.8	578.4	549.2	539.4	510.8
オセアニア										
オーストラリア	310.1	299.5	296.4	285.0	266.0	283.4	258.1	263.0	247.1	246.3
ニュージーランド	8.7	8.6	9.9	10.4	9.6	9.3	9.9	10.6	10.1	8.8
フィジー	3.7	4.3	3.7	3.9	3.7	3.6	4.0	2.9	1.5	0.1
ソロモン諸島	1.1	3.5	1.7	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
オセアニア合計	323.6	315.9	311.7	299.4	279.4	296.4	272.1	276.5	258.8	255.2
CIS										
ロシア	127.3	138.4	154.3	165.1	180.6	182.4	181.6	175.4	172.8	169.2
ウズベキスタン	80.4	88.1	87.5	83.4	82.6	80.0	83.7	75.5	75.1	75.3
カザフスタン	8.9	9.9	12.8	14.7	14.0	13.0	15.0	17.7	21.8	21.4
キルギスタン	21.1	20.0	22.0	24.6	17.9	22.7	22.1	16.6	10.6	10.5
タジキスタン	3.1	2.7	3.7	4.3	4.3	4.1	3.9	3.6	3.5	3.5
その他の国々	3.1	3.4	4.0	4.7	6.0	5.2	5.2	4.2	3.6	3.0
CIS合計	243.9	262.5	284.3	296.8	305.4	307.4	311.5	293.0	287.4	283.0
世界合計	2,574.0	2,602.1	2,618.4	2,644.9	2,617.9	2,620.8	2,493.2	2,548.0	2,486.2	2,475.9



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

© Copyright GFMS Ltd

	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
欧州										
イタリア	547.0	523.9	522.3	485.5	423.7	333.9	314.6	284.4	227.3	218.0
スイス	47.0	45.0	53.6	56.8	51.6	42.6	53.6	55.5	60.7	62.2
ドイツ	64.5	63.7	63.9	69.9	61.2	53.2	54.9	49.4	48.6	48.5
スペイン	50.0	44.5	42.7	37.7	33.4	35.0	31.7	27.4	24.2	23.6
英国/アイルランド	51.1	46.8	42.6	40.5	38.6	33.1	32.1	27.5	23.3	14.2
フランス	49.1	48.6	44.6	39.4	32.7	28.3	18.6	16.4	14.4	14.0
ギリシャ	14.0	13.2	11.9	11.0	10.7	10.6	9.8	8.6	7.8	8.5
ポルトガル	19.2	18.2	15.4	13.1	10.9	9.3	8.9	7.2	5.3	6.7
オーストリア	16.2	14.1	11.2	5.5	8.5	8.0	9.4	8.5	5.7	6.5
ポーランド	6.8	6.8	6.5	6.8	6.5	5.8	6.0	5.9	5.8	6.2
旧ユーゴスラビア	4.0	4.1	4.2	4.1	3.8	4.0	4.2	4.4	4.1	4.3
オランダ	7.0	7.6	7.2	6.8	6.5	5.8	5.5	5.5	5.3	4.2
チェコ/スロバキア共和国	4.2	4.1	3.6	3.4	3.6	3.2	3.2	3.1	2.9	2.8
ベルギー	2.0	1.9	2.0	2.0	2.1	1.9	1.9	2.0	1.8	1.7
キプロス/マルタ	2.0	1.9	1.8	1.9	1.9	1.8	1.7	1.8	1.5	1.7
スウェーデン	2.4	2.3	2.3	2.3	2.1	2.0	2.0	1.9	1.7	1.6
ハンガリー	1.9	2.0	2.0	2.1	2.2	1.7	1.9	1.8	1.3	1.2
デンマーク	1.3	1.2	1.3	1.3	1.4	1.3	1.4	1.4	1.2	1.2
ノルウェー	1.6	1.7	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.3	1.1
その他の国々	1.9	1.6	1.4	1.7	1.9	1.6	1.6	1.6	1.6	2.2
欧州合計	893.3	853.3	841.8	793.3	704.9	584.5	564.3	515.8	445.9	430.4
北米										
米国	308.4	323.1	277.4	233.1	229.7	224.9	224.0	218.8	210.9	179.7
カナダ	41.7	44.7	25.4	25.9	30.7	25.2	26.0	26.8	22.0	22.2
北米合計	350.1	367.8	302.8	259.0	260.4	250.1	250.0	245.7	232.9	201.9
中南米										
メキシコ	38.0	42.6	52.2	42.9	43.8	38.8	34.3	35.4	28.5	25.3
ブラジル	35.3	29.3	31.9	26.4	20.8	17.9	22.0	23.7	20.0	22.1
ドミニカ共和国	7.6	8.0	7.1	7.7	6.9	6.1	6.3	6.1	4.8	4.5
チリ	6.0	5.4	5.0	4.6	4.2	4.2	4.2	4.3	3.9	3.6
ベネズエラ	2.3	3.0	3.3	3.1	2.9	2.4	3.0	3.2	3.3	3.1
ペルー	9.5	9.1	8.2	7.7	6.6	4.6	4.5	4.7	3.5	2.7
ボリビア	5.4	4.9	4.5	3.9	4.2	3.6	3.8	3.7	2.9	2.5
コロンビア	3.1	2.6	2.7	2.5	2.3	2.3	2.5	2.5	2.1	1.8
アルゼンチン	3.5	2.9	2.7	1.9	1.2	1.4	1.5	1.8	1.9	1.8
エクアドル	2.9	2.5	2.7	2.7	2.3	1.9	1.8	1.7	1.6	1.4
その他の国々	4.2	4.5	3.2	4.0	5.2	1.9	2.7	2.7	2.7	2.2
中南米合計	117.8	114.8	123.5	107.3	100.4	85.1	86.5	89.7	75.2	71.0
中東										
トルコ	181.2	137.4	228.3	162.3	176.9	260.5	285.4	303.4	242.0	276.8
サウジアラビア/イエメン	167.1	150.6	152.6	146.8	121.0	110.3	118.0	124.6	89.6	99.6
エジプト	118.0	114.3	107.2	96.5	76.0	64.6	67.5	70.8	50.3	56.5
アラブ首長国連邦	45.4	45.8	49.8	51.4	48.0	45.1	48.5	55.4	46.6	49.4
イラン	43.9	42.5	46.4	42.5	37.2	35.6	37.3	40.7	36.2	40.7
イラク/シリア	30.4	29.7	29.6	26.1	23.6	21.1	20.6	21.8	20.6	23.0
オマーン/カタール	9.4	9.7	11.6	11.4	10.9	10.2	11.0	11.3	9.9	10.3
バーレーン	17.1	15.6	14.5	14.4	12.9	10.9	10.8	11.4	9.6	9.9
イスラエル	21.5	18.9	18.0	16.2	15.1	12.7	12.1	11.9	9.9	9.0
クウェート	20.8	23.5	21.5	20.7	14.4	13.8	12.7	12.3	9.7	8.9
レバノン	12.6	10.7	10.2	9.2	8.3	7.4	8.0	7.6	5.4	5.5
ヨルダン	12.6	10.7	8.7	6.9	5.9	5.6	6.0	6.9	4.5	4.7
中東合計	680.0	609.4	698.4	604.4	550.1	597.7	637.8	678.1	534.2	594.3



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

© Copyright GFMS Ltd

	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
インド亜大陸										
インド	719.6	697.0	704.0	691.6	558.4	539.0	617.9	694.6	633.4	688.3
パキスタン	51.0	59.0	53.3	44.0	47.0	55.5	59.0	64.2	53.9	50.5
バングラデシュ/ネパール	32.0	31.5	35.5	36.9	24.5	15.9	14.2	13.6	11.8	11.9
スリランカ	9.5	10.9	12.0	11.0	11.2	6.8	6.3	6.2	5.1	5.2
その他の国々	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	0.9	1.0
インド亜大陸合計	813.1	799.4	805.8	784.5	642.1	618.2	698.4	779.6	705.0	756.5
東アジア										
中国	245.2	219.3	212.6	215.9	204.5	211.0	235.5	258.3	269.8	327.0
日本	145.6	153.2	161.1	121.8	133.3	151.3	159.3	164.4	175.0	177.8
韓国	66.4	93.5	106.8	102.0	96.7	84.8	82.0	83.3	82.3	86.1
インドネシア	54.2	123.8	99.2	105.9	99.3	86.3	90.8	86.5	64.8	63.2
マレーシア	75.0	78.6	86.0	81.8	68.9	56.9	69.7	74.3	58.0	60.0
タイ	32.6	62.7	79.0	76.8	69.9	61.0	64.1	68.5	52.7	47.5
台湾	74.5	67.6	60.0	40.9	24.4	24.7	28.5	31.9	30.7	29.7
シンガポール	23.1	22.9	26.0	22.5	22.7	20.9	22.6	28.4	27.1	27.9
ベトナム	17.2	19.9	23.0	25.7	26.3	24.2	26.8	28.3	22.6	21.6
香港	30.1	28.3	23.2	19.8	13.8	11.3	12.0	12.6	12.9	13.4
フィリピン	3.0	3.1	3.1	2.9	3.0	2.6	2.9	3.2	2.8	2.5
その他の国々	10.2	11.1	11.5	10.9	10.3	8.1	8.7	7.8	7.0	6.9
東アジア合計	777.0	883.9	891.4	826.8	773.0	743.1	802.9	847.3	805.6	863.4
アフリカ										
南アフリカ	15.8	19.6	13.5	13.7	11.6	12.5	12.8	10.0	10.3	16.4
モロッコ	12.8	12.0	12.3	14.1	14.1	13.6	13.9	13.8	10.6	10.3
リビア	5.0	4.5	4.8	5.1	5.1	4.5	4.8	5.0	4.9	5.2
アルジェリア	4.0	4.0	4.0	3.9	4.0	3.8	3.9	3.9	3.0	3.4
チュニジア	2.0	2.6	2.5	2.6	2.2	2.0	2.2	2.2	1.8	1.9
その他の国々	7.3	6.2	4.9	4.8	5.2	4.2	4.4	4.5	4.1	4.4
アフリカ合計	46.9	48.9	42.0	44.3	42.3	40.6	41.8	39.3	34.7	41.6
オセアニア										
オーストラリア	17.9	17.3	10.7	9.6	9.1	9.3	11.1	9.9	10.3	9.8
オセアニア合計	17.9	17.3	10.7	9.6	9.1	9.3	11.1	9.9	10.3	9.8
CIS										
ロシア	30.5	29.3	34.1	38.7	43.3	50.2	55.3	61.1	65.2	79.4
その他の国々	9.9	7.6	10.5	13.9	15.3	17.8	19.7	20.7	22.6	23.9
CIS合計	40.4	36.8	44.6	52.6	58.5	68.0	75.0	81.8	87.7	103.2
世界合計	3,736.5	3,731.7	3,761.0	3,481.7	3,140.8	2,996.6	3,167.7	3,287.3	2,931.7	3,072.1



付録3 宝飾品消費量*(中古金スクラップを含む)ートン

	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
インド	658.2	629.7	620.0	597.7	459.3	441.7	517.2	584.8	514.2	555.1
中国	243.3	215.3	205.6	203.1	199.6	201.0	224.1	241.4	244.7	302.2
米国	349.8	373.9	387.3	389.3	385.6	354.5	350.5	349.0	306.1	260.9
トルコ	139.6	91.9	147.2	91.4	96.7	163.6	185.7	194.9	165.3	188.1
サウジアラビア	186.8	168.7	169.8	163.4	139.3	128.2	136.2	146.2	104.3	117.9
アラブ首長国連邦	62.9	80.8	94.3	94.9	87.9	81.7	89.3	96.4	92.4	99.8
ロシア	26.8	24.2	30.6	37.8	42.7	49.6	55.6	62.5	69.5	82.0
エジプト	134.8	137.6	128.1	115.9	82.0	66.1	73.0	75.3	60.0	67.3
イタリア	112.4	100.7	92.0	90.3	86.4	82.0	77.2	71.0	64.8	58.8
インドネシア	41.5	109.8	86.7	97.8	92.9	82.0	83.9	78.0	57.7	55.2
パキスタン	52.8	64.0	54.1	47.0	48.1	56.2	59.8	65.1	54.7	51.9
英国/アイルランド	63.7	65.0	75.1	81.9	79.0	73.1	70.2	59.4	52.5	48.6
日本	47.8	46.4	37.3	38.3	34.2	31.6	34.6	33.5	32.8	30.6
韓国	39.0	55.7	61.8	63.5	57.3	45.8	38.6	37.6	29.9	30.3
フランス	54.2	53.9	50.0	47.8	43.1	39.8	38.2	35.1	30.7	28.9
ベトナム	16.0	18.3	21.0	23.8	24.7	22.8	26.1	26.9	22.1	21.4
ドイツ	49.5	48.9	43.6	39.3	34.4	28.9	26.5	24.6	22.3	20.6
タイ	14.9	42.5	56.3	53.3	46.3	36.2	38.0	40.9	26.1	20.3
クウェート	32.2	29.6	28.5	27.1	21.3	23.1	21.6	23.0	19.1	18.9
台湾	72.9	65.6	52.5	41.0	18.9	18.0	20.7	22.4	17.2	14.7

* 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、GFMS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、GFMS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。

© Copyright GFMS Limited