

G F M S

Gold Survey 2009



日本語ダイジェスト版



Gold Survey 2009

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

William Tankard シニア・メタル・アナリスト

Matthew Piggott メタル・アナリスト

Ayako Furuno メタル・アナリスト

Sierra Highcloud メタル・アナリスト

Kirill Kirilenko メタル・アナリスト

Junlu Liang 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

Paul Burton, GFMS World Gold

Rhona O'Connell, GFMS Analytics

Elena Patimova

Richard Napier, Munich, Germany

Mark Fellows, GFMS Mine Economics

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



www.valcambi.com



World Gold Council



مركز دبي للسلع المتعددة
DUBAI MULTI COMMODITIES CENTRE

Dubai Multi Commodities Centre



www.IBKCapital.com



ScotiaMocatta



www.nyse.com/nyseliffeus



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



www.ijgold.com



www.commodities.sgcib.com



www.randrefinery.com



INTL Commodities, INC.

2009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: 978-0-9555411-4-8

ISSN: 1471-2814

2009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 2009:** 2009年4月23日
- **World Silver Survey 2009:** 2009年5月13日
- **Gold Survey 2009 - Update 1:** 2009年9月
- **Gold Survey 2009 - Update 2:** 2010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Charles de Meesterまで。

Gold Survey 2009 日本語 ダイジェスト版 発行にあたって

平成 21 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、刊行されたゴールド・フィールズ・ミネラル・サービシズ社『Gold Survey 2009』に加えまして、弊社より『Gold Survey 2009』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、現地の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 2009 年 4 月 Gold Fields Mineral Services Ltd.

日 本 語 版 2009 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

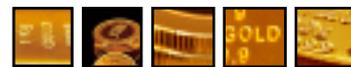
1. 要約と価格見通し	9
2008年の供給 11 ● 2008年の需要 12	
2. 金価格	14
概況 14 ● 統計概要 15 ● 価格分析と見通し 17	
3. 付録	22

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
--

困み特集

金価格の相関関係 19



第1章 要約と価格見通し

2009年第1四半期の金市場では、旺盛な投資需要が際立つ一方で、宝飾品を中心とする加工需要が落ち込み、中古金スクラップの供給量も急増した。主に投資を牽引したのは、安全資産として金を買う動きであった。買いは上場投資信託(ETF)と現物の金地金に集中したが、先物市場の未決済ロングポジションも増加基調を辿った。宝飾品需要にとっては、高値と不安定な値動きが二重のショックとなったほか、個人消費に対する世界的景気減退の影響も逆風となった。もっとも、この同じ要因により、世界全体の中古金スクラップ供給量は記録的水準に達し、おそらく第1四半期には宝飾品加工量を上回った。これまでのところは、中古金スクラップの供給量増加が投資主導の金価格上昇の抑止力となり、金価格は1,000ドルをやや割り込む水準にとどまっている。

そこで、こうした抑止力を退けられるほどに投資需要が旺盛になるか否かが問題となる。当社としては、これはタイミングの問題であると考えている。銀行や金融システムの安定に対する

懸念を受けて、金は安全な投資対象として買われてきたが、目先の信用危機が緩和すれば、こうした買いはやや衰える可能性がある。しかし、そうなっても、投資家は新たな懸念に目を向けるであろう。具体的には、政府や中央銀行の財政・金融政策を受けたインフレ懸念などである。財政政策に関しては、財政赤字が急増しており、今後もすべての主要国で長期にわたる増加が見込まれる。その筆頭が米国で、議会予算局は最近、大統領が提示した予算案によって今年度の赤字が1兆8,000億ドルとなり、2010年～2019年の累積赤字が9兆3,000億ドルになることを明らかにした。こうした多額の赤字の大半を中央銀行(特に米連邦準備制度理事会)による量的緩和政策によって負担する可能性もあり、これについてはすでに多くの投資家が懸念を示している。

一方、主要先進国では、短期金利がすでにほぼゼロに近い水準にあるか、ゼロに向かっているかのいずれかであり、容易に利上げに転じることはないであろう。特に、中央銀行が景

表1 世界の金の供給と需要(トン)

© Copyright GFMS Limited

	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
供給										
鉱山生産量	2,603	2,620	2,646	2,618	2,623	2,494	2,550	2,485	2,478	2,416
公的部門からの売却量	477	479	520	547	620	479	663	365	484	246
中古金スクラップ	620	619	749	872	985	878	898	1,129	958	1,218
正味生産者ヘッジ	506	-	-	-	-	-	-	-	-	-
正味退蔵放出	-	298	-	-	-	15	-	-	-	-
供給合計量	4,206	4,017	3,915	4,037	4,227	3,866	4,111	3,979	3,920	3,880
需要										
加工用										
宝飾品	3,139	3,204	3,008	2,660	2,483	2,617	2,712	2,288	2,404	2,159
その他	592	557	474	481	515	555	580	648	671	691
加工用合計量	3,732	3,761	3,483	3,142	2,998	3,172	3,291	2,936	3,076	2,850
金塊退蔵	269	242	261	264	180	257	264	235	236	384
正味生産者ヘッジ解消	-	15	151	412	289	438	92	410	444	358
正味退蔵投資	206	-	20	219	761	-	464	398	164	288
需要合計量	4,206	4,017	3,915	4,037	4,227	3,866	4,111	3,979	3,920	3,880
金価格(ロンドン市場午後のフィキシング価格、米ドル/oz)	278.57	279.11	271.04	309.68	363.32	409.17	444.45	603.77	695.39	871.96

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。



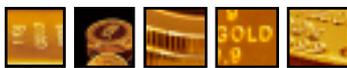


表1a 金の最終用途消費量(トン)

© Copyright GFMS Limited

	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
宝飾品消費量	3,139	3,204	3,008	2,660	2,483	2,617	2,712	2,288	2,404	2,159
産業・歯科	412	451	363	358	382	414	432	460	462	436
エレクトロニクス	247	283	197	206	233	262	281	308	311	293
その他の産業・装飾用	99	99	97	83	82	84	88	91	93	87
歯科	66	69	69	69	67	68	62	61	58	56
確認可能な投資	360	166	357	344	341	482	601	676	686	1,159
金塊退蔵	269	242	261	264	180	257	264	235	236	384
公的コイン	155	77	83	97	107	115	111	129	137	191
メダル/模造コイン	25	29	29	26	26	26	37	59	73	65
確認可能なその他の小口投資*	-89	-181	-15	-47	-11	-49	-18	-8	-14	197
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	253	321
金の最終用途消費量	3,912	3,822	3,727	3,361	3,206	3,512	3,745	3,423	3,552	3,753

*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 (ロンドン証券取引所とオーストラリア証券取引所の双方での取引), 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, Xetra-Gold, Julius Baer Physical Gold Fundを含む。

表1aは、表1に示された当社の統計を別の手法で作成し、異なる観点と宝飾品以外の加工量に関する詳細を示したものである。上記の表では、需要をグロス数量だけで表示した。表1では、宝飾品などの一部の需要はグロス数量となっているが、公的部門の売却量といったその他の項目は機密性や実用性の面から、ネット数量でしか示されていない。

宝飾品については「消費量」という用語を用いたが、消費量と加工量の差異は在庫の増減を示す一時的なものに過ぎないため、消費量は長期的に見れば実質的に加工量と等しくなる。しかし、この差異が非常に拡大する場合もあり、その好例が2007年である。2007年の場合、流通業者の購入量は加工量とほぼ同じであったが、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ったとみられる。この傾向は2008年も続いたと思われるが、その差異はかなり縮小したようである。

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安定した数値ととらえることができる。すなわち、店頭市場などの不透明な投資分野は除外している。このような表示方法の変更によって際立った重要点には、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大きく増加したことがある。これが特に顕著だったのが「確認可能なその他の小口投資」で、主に北米と欧州における爆発的な現物買いをカバーしている。こうした要因により、確認可能な投資が下半期に非常に旺盛だったものの第2四半期には低迷した理由を説明することができる。確認可能な投資と退蔵投資の差異は、Comexを中心とする様々な商品取引所ならびに店頭市場での大量の売りによってほぼ説明することができる。こうした売りには、機関投資家が9月/10月の金融混乱期にキャッシュを積み上げるために「余儀なくされた」売却も含まれている。

気後退や失業率の上昇の問題に取り組んでいる間はその傾向が強い。利上げの可能性がほとんどないことから勘案すると、現時点で記録的な量のキャッシュを抱えて模様眺めをしている投資家は確実なインフレヘッジを求めようになるとみられ、金はこのニーズを完璧に満たす。さらにこれまでの報告書で指摘してきたとおり、主要資産クラスへの通常の資金流入量と比べると、現在までの価格上昇局面における金市場への資金流入量はわずかな水準に過ぎない。例えば、2008年の場

合、金市場への純資金流入額はわずか260億ドルに過ぎなかった。それでも金市場にとってはかなりの量であり、価格を新たな水準に押し上げるには十分な量であった。しかしながら、西側諸国の政府と中央銀行の金融危機対策がいずれもインフレを誘発するような内容となっていることから、投資家が懸念を強め、金の魅力が一段と増せば、今年は金市場への資金流入量が昨年水準をはるかに上回る可能性もある。



2008年の供給

- ・ 2008年の総供給量は40トン減少した。中古金スクラップの供給量が急増したものの、鉱山生産量と公的部門の売却量がこの増加を上回る減少となったためである。
- ・ 2008年の鉱山生産量は前年比で約3%減少し、過去12年間の最低水準まで落ち込んだ。
- ・ 公的部門からの正味売却量が49%減の246トンとなると同時に、中央銀行からの貸出量も昨年に引き続き減少した。
- ・ 中古金スクラップの供給量は世界全体で前年比27%もの急増となって、1,218トンの史上最高水準に達した。結果としてその背景には、金価格の上昇と投げ売りの増加があった。

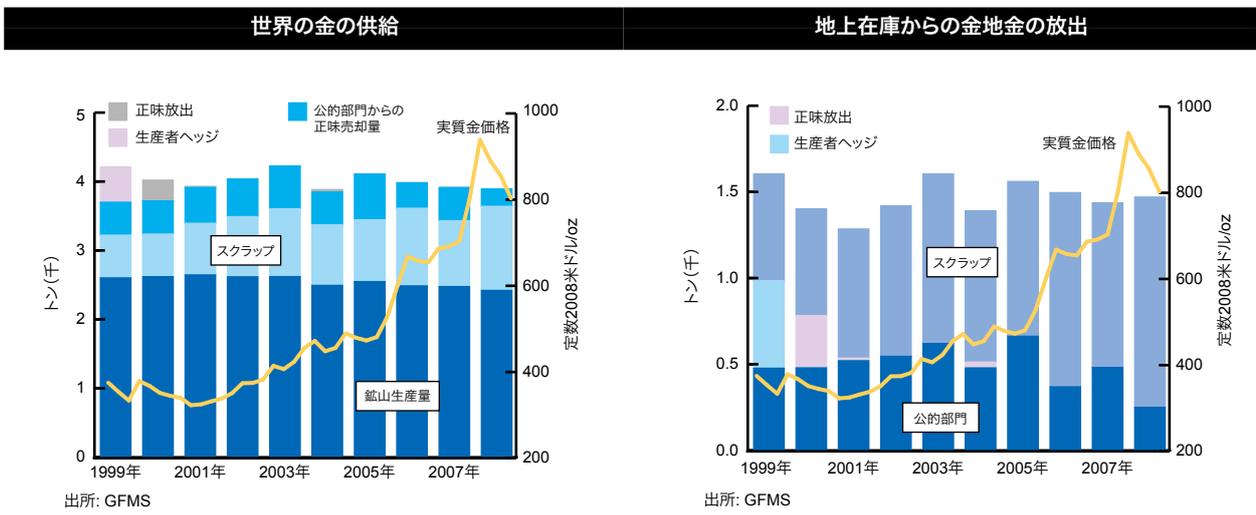
世界の**鉱山生産量**は引き続き減少傾向を辿り、2008年には約3%減の2,416トンとなった。これは1月の予想をやや上回ったものの、1996年以来の最低水準であり、ピークを付けた2001年の水準を200トン以上も下回っている。国別でみると、最大の落ち込みを記録したのは52トンの純減となったインドネシアで、層序の変化や小規模な落盤事故に見舞われたグラスバーク銅・金山の減産が全体の86%を占めた。南アフリカでは、37トンの減産となったが、原因は不可抗力や、国有電力会社Eskomによる電力規制など、鉱山会社が直接的に関与できない要因にあった。また、鉱山労働者の安全に関する新法も一因となり、南アフリカの金産量は世界第3位にまで後退した。

増産は控えめな水準にとどまったが、最も重要だったのが中国、ロシア、ペルーで、特にロシアとペルーではそれぞれクポル鉱山とヤナコチャ鉱山の粉砕プラントの改修という大型

プロジェクトによって増産を実現した。金融危機は、2008年の世界の金産量にわずかな影響を与えたに過ぎなかったが、プロジェクト費用や探鉱費用の資金調達不足の影響が徐々に現れ始めることから、今後数年間にわたってマイナス要因となるのは確実である。

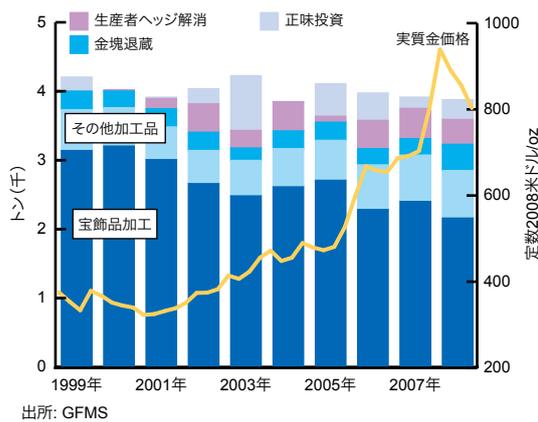
公的部門の正味売却量は2008年に246トンにとどまり、前年のかんりの高水準からほぼ半減した。主因は中央銀行金協定(CBGA)加盟国からの売却量の減少にあり、第4次協定年に当たる昨年は、売却量が割当量を140トン以上も下回った。減少を緩和した要因としては、CBGA加盟国以外がわずかながらも買い越しを維持したことが挙げられる。昨年は、中央銀行の貸出量も引き続き減少した。原因としては、リース料率がほぼ1年を通じて低水準にとどまったことに加えて、9月のリーマン・ブラザーズ破綻を受けてカウンターパーティ・リスクへの懸念が高まったことも挙げられる。

世界の**中古金スクラップ**の供給量は2008年に27%も急増して史上最高水準の1,218トンに達した。主因は引き続き金価格の上昇にあり、第1四半期の供給量が前年同期比で約50%も増加したことも価格上昇によってほぼ説明することができる。第4四半期には、金価格の動向に敏感に反応する主要国の通貨が米ドルに対して下落し、米ドル建て金価格の上昇が増幅したため、こうした国々からのスクラップ供給量がさらに増加した。特に顕著だったのが中東(特にトルコ)と東アジアで、いずれの地域でも中古金の供給量は前年の水準を大幅に上回った。加えて、発展途上国の経済危機により、流通在庫の取り崩しと消費者主導の投げ売りが増加した。西欧諸国では、こうした要因に加えて、回収業者の活動が活発になり、リサイクル施設も改良されたことから、中古金スクラップの供給量が増加した。

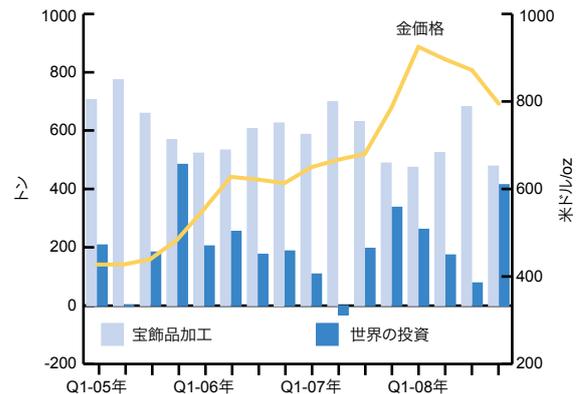




世界の金の需要



宝飾品加工と世界の投資*



* 世界の投資は、正味退蔵投資/放出、金塊退蔵、公的コインおよびメダル/模造コインの売上量を合計したものの。出所: GFMS

2008年の需要

- ・ 2008年の総需要は1.0%減少した。投資需要の急増が加工需要の減少および生産者ヘッジの解消を補うことができなかったためである。
- ・ 正味退蔵投資は約76%増の288トンに達した。主因は、金ETFに記録的な量の資金が流入したことにある。
- ・ 金塊退蔵は62%も増加して384トンに達した。主因は東アジアの旺盛な需要にあり、中東でも東アジアほどではないものの、かなりの需要がみられた。
- ・ 宝飾品需要は10.2%減少した。下半期の緩やかな増加が上半期の価格主導の減少を補うことができなかったためである。その他の加工需要は増加したものの、その要因はコイン需要の大幅な増加に過ぎなかった。
- ・ 生産者は引き続き金価格の上昇を見込んでいるものの、ヘッジ解消のペースは減速して358トンにとどまった。

2008年も、金市場では投資が引き続き重要な役割を果たした。これを如実に示すのが正味退蔵投資の数値で、76%も急増して288トンに達した。正味退蔵投資の増加は第1四半期と第4四半期に集中し、第3四半期は実際のところ正味退蔵放出となっている。投資分野をさらに広範に捉えた世界の投資(退蔵投資に加えて金塊退蔵とすべてのコインを含む)は2008年に52%増の927トンとなった。これを金額に換算すると、約260億ドルにもなり、80%増という信じ難い記録になる。

金に対する関心がこのように高まった背景には、経済問題と金融問題の双方があった。2008年序盤の具体例としては、多くの資産償却、ベア・スターズの破綻、記録的なエネルギー価格、ドル安などがある。こうした要因と投機活動へと向か

う趨勢が相俟って、金価格は急騰し、1,000ドルを突破した。しかし、この金相場上昇は短命に終わり、続く大量の売りを受けて、金価格は年末まで乱高下した。こうした売りを主導した要因としては、GDP成長率が世界的に急低下するとの兆しを受けて市況商品全般が売られたこと、追加証拠金もしくは損失をカバーするためにキャッシュの保有比率を引き上げる必要があったこと、投資全般でレバレッジの解消が進んだことなどがあった。

2008年後半には、銀行の倒産(特にリーマン・ブラザーズの破綻)が拡大し、預金口座の安全性が懸念されるようになった。株式相場と不動産市況の下落によっても、安全な投資対象としての金の魅力は高まり、また背景には「量的緩和」によるインフレ圧力増大の可能性もあった。こうした要因によって、金の購入欲が大幅に高まって序盤の売りを圧倒し、金相場は年末に向けて上昇した。このような大規模な買いによって前述の売りが目立たなくなったが、実際、ヘッジファンドを中心とする売りによって店頭市場と先物市場から資金が流出しなければ、金価格は2008年終盤に新高値を付けていたであろう。

こうした買いは安全性志向を反映して金属の配分口座などに集中した。しかし、金融機関の信頼性が低下したことから、現物の魅力も高まった。このため、公的コインの鋳造量は40%も増加し(主に米国、カナダ、オーストリア)、金塊退蔵も62%もの増加となった(大幅に増加したのはベトナム、中国、タイ)。これとは対照的にメダルと模造コインの需要は11%減少したが、これは、この需要の大半を占めるインドで金の高値によって「予算が逼迫したこと」を示している。

昨年の総加工量は7.3%減少して2,850トンにとどまった。主因となった宝飾品需要は10.2%減となり、1989年以來の最低水準となる2,159トンまで落ち込んだ。減少の大半は上半期に集中。前年同期比で22%減となり、第3四半期の8%増、第4四半期の前年同期比横這いを圧倒した。中古金スク



ラップを除くと、2008年の宝飾品需要の減少は18%と、さらに大きくなり、上半期の減少は35%にも膨らむが、下半期はわずか2%ながらも増加となっている。

宝飾品需要減少の原因が金相場にあるとみなすことは適正なようである。すなわち、世界全体の宝飾品需要減少(グロス)の3分の1に相当するインドの91トン(15%)減についての理由としては支持されそうな結論である。インドの加工需要の増減規模は中古金スクラップを除くとさらに拡大し、特に2008年中は、上半期に前年同期比で60%も減少したが、下半期には同程度の増加となった。上半期の需要減少は金価格の絶対水準や金相場の変動によって説明することができ、下半期の需要増加は主に金相場の先高観を受けたものであった。

金相場の先高観は明らかな異常事態をも引き起こした。その理由として、エジプトの宝飾品需要が6トンも増加したことが挙げられる。エジプト以外の中東の需要は「正常」で、地域全体では10%又は54トンの減少となった。この大半を占めたのがトルコの需要減少で、景気減退と現地通貨建て金価格の上昇によって、第4四半期には、中古金スクラップ以外の新規の金への需要がほぼゼロにまで減少するという驚くべき事態となった。

上記以外の宝飾品需要の減少については、その大半がトルコの競合国イタリアに関連するものであった。イタリアの宝飾品需要は19%又は約40トンの減少となったが、宝飾品の対米輸出の落ち込みは米国の宝飾品輸入量全体の37%の落ち込みとほぼ同じであったことから、市場シェアが大きく縮小したとは考えられない。むしろ、原因は金価格の上昇にあったと考えられる。つまり、これによって、西側諸国では、金の宝飾品価格が適正価格を上回った。また、今回の金融危機によって最も打撃を受けた国々への輸出が最大の減少となったことから、景気減退も原因になったと考えられる。これにより、

欧州の宝飾品消費の落ち込みが2桁になり、北米では30%も落ち込んだこともほぼ説明することができる。

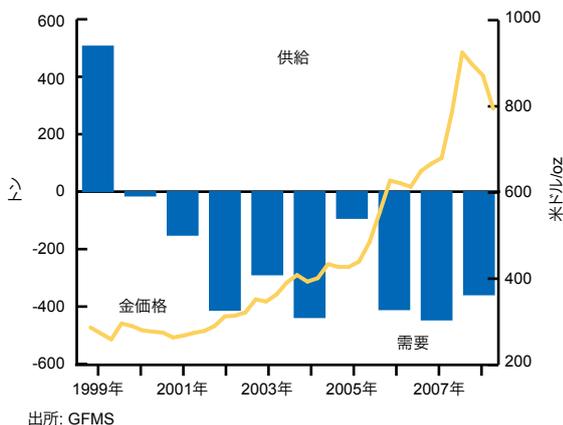
昨年の唯一の光明は中国の宝飾品加工量が6%又は19トン増加したことである。主因は、人民元高を追い風とする堅調な国内消費にあり、これによって第4四半期でさえも宝飾品消費量はかろうじて増加を維持した。中国以外の東アジア諸国でも、減少は限定的で、東アジア全体の宝飾品需要はわずか1%の減少にとどまった。

その他の加工量は2008年に3.0%増加した。しかし、すべての種類のコインを除くと、需要は5.7%減となる。この減少の大半を占めたのが18トン減となった**エレクトロニクス部門**の需要で、上半期には控えめながら増加していたものの、第4四半期には経済危機の進行を受けて、大幅に減少した。**その他の産業用・装飾用**需要は6.8%減少した。主因は金価格の動向に敏感に反応したインドの減少にあった。また、**歯科用**需要も他の素材への代替が進んで3.3%減少した。

生産者**ヘッジの解消**は2008年も高水準で推移し、358トンの現物需要を生み出した。これにより、世界の生産者ヘッジ残高は2008年末現在、デルタ調整済みで483トンとなった。生産者ヘッジの解消も生産者が金価格のリスクを積極的に取った上半期に集中した。2008年のヘッジ解消の3分の2は2大ヘッジポジションを有するバリック・ゴールドとアングロゴールド・アシャンティによるもので、両社合計でヘッジ残高は239トン減少した。それ以外では、ニュークレスト・マイニングとブエナヴェンチュラ鉱山会社も大幅なヘッジ解消を行い、ブエナヴェンチュラ社の場合は2008年のヘッジ解消によってヘッジ契約がゼロとなった。先行きを展望すると、2009年に入ってから、金相場の先高観がやや後退して、ヘッジ解消のペースも減速しているが、年内には60トンが引渡日を迎えるため、ヘッジ解消による需要はこれを上回ると予想される。

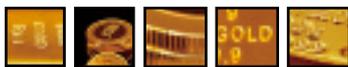
要約と価格見通し

生産者ヘッジの正味の影響



中古金スクラップを除く宝飾品加工量





第2章 金価格

- 2008年には金の平均価格が史上最高値の871.96ドルに達し、2007年の記録的水準からさらに25%も上昇した。
- 昨年は年間最高値も更新され、3月には1,011.25ドル(午前のフィキシング価格では1,023.50ドル)を付けて1980年の850ドルという記録がついに破られた。
- しかし、実質ベースでは、1980年の平均価格(1,600ドル強)と最高値(2,220ドル)が依然として2008年の水準をはるかに上回っている。
- 2008年は、年間変動ベースの上昇率がわずか2.7%にとどまり、年内の価格上昇も1980年ほどではなかった。
- 価格ボラティリティは急上昇して通年で32%に達し、2007年の水準の約2倍となり、第4四半期には45%という劇的な水準を記録した。
- 米ドル以外の通貨建て価格については、米ドル建て価格の動向と明確に異なる傾向はほとんど見られなかった。ユーロ建てのように平均価格の上昇率がドル建て平均価格の上昇率を下回った通貨もあれば、ランド建てのようにドル建て平均価格の上昇率を上回った通貨もあった。
- 2008年には、金融危機の影響を受けて投資が第1四半期と第4四半期に集中。これが主因となって、金相場の方向性が形成され、金価格の記録が更新された。
- 中央銀行の売却量の減少と上半期に旺盛だった生産者ヘッジの解消も、記録的水準に達した中古金スクラップ供給量と第3四半期以外は低調だった宝飾品加工量の影響を相殺するのに役立ち、金価格上昇の一因となった。

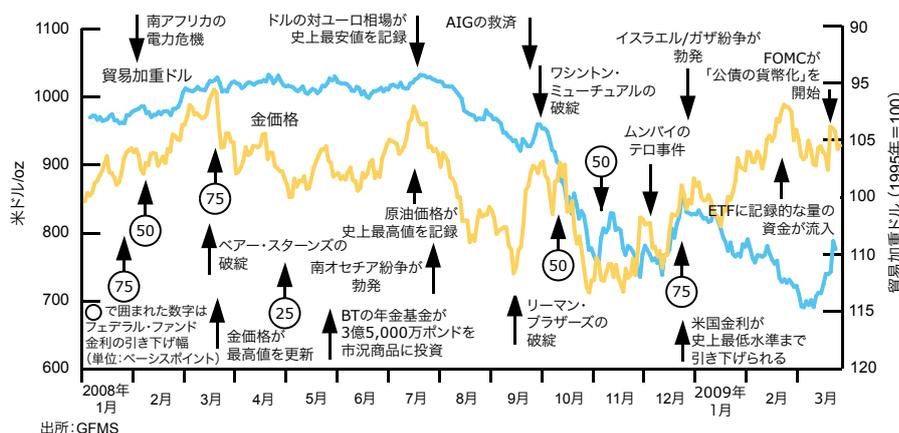
金価格

	変動率			
	2007年	2008年	前年比平均変動率	2008年年間変動率
US\$/oz	695.39	871.96	25.4%	2.7%
Euro/kg	16,294	19,071	17.0%	6.9%
Yen/g	2,628	2,907	10.6%	-15.6%
Yuan/g	169.85	194.79	14.7%	-3.7%
Rand/kg	157,352	229,694	46.0%	41.1%
A\$/oz	828.48	1,033.13	24.7%	30.8%
Rouble/g	571.23	692.83	21.3%	22.3%
TL/g	28.94	36.08	24.7%	33.6%
Rps/10g	9,345	12,256	31.2%	26.2%
Rph/g	204,319	268,803	31.6%	19.4%

概況

昨年の金相場は、投資の急増を背景に3月に1,000ドル強に達して年間最高値を更新したことによって、最も記憶に残るものとなるであろう。金投資の原動力となった要因にはドル安や原油の記録的高値もあったが、最も印象的な要因としてベア・スターズの破綻などによる金融のトラウマがあったことも記憶されるであろう。上昇基調は年央に一服したが、年末には投資が大幅に回復した。これは2009年にも引き継がれており、米連邦準備制度理事会による「量的緩和」といった問題がクローズアップされ、金価格は1,000ドルを試す展開となっている。これが目先の高値更新の前兆となるか否かについての記述は価格見通しの項に譲るが、それに先立って2008年の価格動向を振り返って説明する。

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

昨年の金相場の動向を簡単に振り返ると、間断なく上昇したとのイメージを抱く。結果として、年間最高値は史上最高値となり、年間平均価格の前年比上昇率は25%に達して2007年の15%を大幅に上回った。さらに歴然としているのは、1980年の850ドルという年間最高値記録がついには破られたということである。

しかし、金価格が1,000ドル強から700ドルに向けて下落したことに示されるとおり(10月24日には午後のフィキシング価格が712.50ドルとなり、かろうじて700ドルを上回ったものの、午前のフィキシング価格は700ドルを割り込んで692.50ドルまで下落した)、金相場はほぼ通年にわたって下落圧力を受けていた。これを如実に示すものとして、第2四半期以降の四半期平均価格が前期比で下落し、10-12月期の平均価格も前年同期比でわずか1%の上昇にとどまったこと、さらに、12月終盤の相場急騰にもかかわらず、年間変動ベースの上昇率が2.7%に過ぎなかったことを挙げることができる。

2008年のドル建て実質価格を見ても、2008年の金相場が上昇基調にあったとの見方には疑問が残る。1980年のインフレ調整済み年間最高値は2,220ドルで、2008年の数値を大幅に上回っているばかりか、インフレ調整済み年間平均価格も1,600ドルと、2008年の数値を80%以上も上回っている。

昨年は金市場のボラティリティが極めて高かった年として記憶されるべきであろう。3月、7月、9月、12月の相場急騰により、相場が安定した期間は1年を通じて実質的になかったと言える。宝飾品需要がかなりの期間にわたって低迷した主因は、これによっておおよそ説明することができる。

2008年の実質金価格、ドル

	1978年	1988年	1998年	2008年
年平均	638.55	795.37	388.43	871.96
最高値	801.08	880.99	413.61	1,011.25
最安値	546.81	719.68	361.11	712.50
取引幅/平均	39.8%	20.3%	13.5%	34.3%

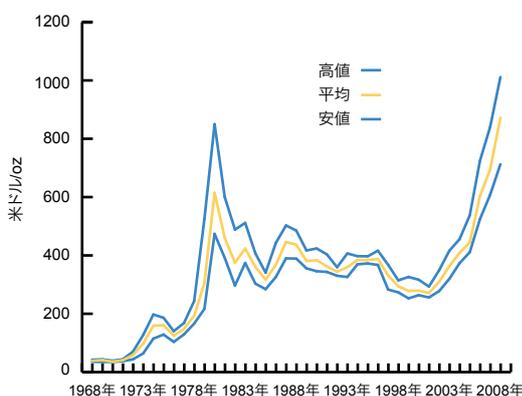
各国通貨建て価格

近年は、ドル建て金価格の上昇率がドル以外の各国通貨建て金価格の上昇率を上回ることが多かった。しかし、2008年には、このパターンが崩れ始めた。ユーロ建てと円建ての平均金価格の上昇率がドル建て金価格の上昇率を下回ったのは事実である。しかし、南アフリカなどの金産国の中には、自国通貨建て金価格の上昇率がドル建て金価格の上昇率を上回った国もあり、これは発展途上の金消費国にも当てはまった(例として、インドやインドネシアなど)。

さらに、米ドル相場が下半期に上昇したことから、年間変動ベースではドル以外の通貨建て金価格の上昇率が常にドル建て金価格の上昇率を大幅に上回った(例外として円建てと人民元建て。ただし、後者は前者ほど顕著ではなかった)。トルコリラ建て金価格を例にとると、年間平均価格の上昇率はドル建て金価格とほぼ同じだったが、年間変動ベースでは、ドル建て金価格が2.7%の上昇にとどまったのに対して、トルコリラ建て金価格は33.6%もの急騰となった。

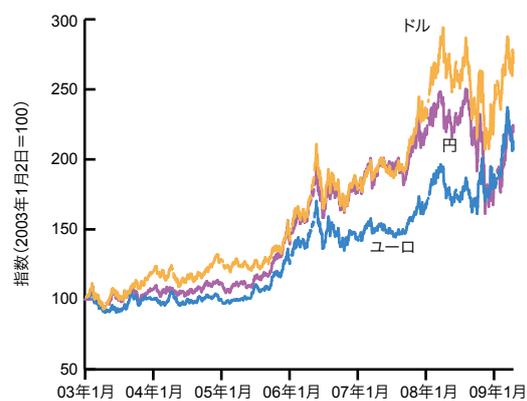
こうした動向から、多くの国では、自国通貨建て金価格の年間最高値を第1四半期ではなく第4四半期に記録した。例えば、ユーロ建て価格は10月初旬に21.4ユーロ/gで年間最高値を記録し(2009年になってからは25ユーロ/gを上回った日もある)、ルピー建て金価格も同様に10月に14,000ルピー/10gで年間最高値を付けた(ちなみに、2009年2月には15,700ルピー/10gを上回った)。

金価格の推移



出所: Thomson Reuters EcoWin

各国通貨建て金価格



出所: GFMS



2008年の価格ボラティリティの概要

2008年の間に、経済および金融面で多くの劇的な出来事が発生した。これによって、株式市場や市況商品市場といった資産市場の価格ボラティリティは急騰した。金市場も例外ではなく、銀行危機、レバレッジ解消、金投資動向の激しい変動によって、金価格のボラティリティは四半期ベースでも年次ベースでも過去数十年間の最高水準に達した。

昨年のボラティリティ急騰が金市場に与えた影響について考えると、宝飾品加工需要の冷え込みに大きな影響を与えたことは極めて明白である。中古金スクラップの供給量についても、2008年中に供給量が大幅に増加したのはやはりボラティリティ

の急騰によるものであった。投資需要に関しては、価格変動が大きくなったことによって、資金流入が全般的にやや促されたと考えられる。金が売られた場面も数回にわたってあったが、通年にわたる価格上昇観測を受けて、投資家は金市場に妙味があると考え続けていたため、底値は買い場となった。

四半期毎の価格ボラティリティ

	Q1	Q2	Q3	Q4
2007年	17.5%	12.4%	12.1%	20.0%
2008年	22.3%	24.4%	30.5%	45.2%

出所: GFMS

その他の市況商品

2008年には、金相場の動向とその他の市況商品相場の動向が「二極化」した。背景には、GDP成長率の世界的な落ち込みによって市況商品の産業需要が減少した一方で、金融危機によって安全資産としての金の魅力が高まったことがあった。例えば、ベースメタル相場は総じて軟調で、銅の年間平均価格は2%ながらも下落し、亜鉛価格にいたっては42%もの急落となった。

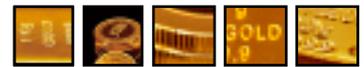
銀相場が金相場の上昇についていけなかった背景として、こうした産業需要の低迷があるのは間違いない。それでも、年間平均銀価格がどうにか12%の上昇を達成したことで、銀は貴金属としての性質と産業用金属としての性質を併せ持っていることがはっきりした。プラチナの年間平均価格も21%の上昇となったことから、一見したところでは金相場と同じような展開になったと見られるかもしれない。しかし、プラチナ相場の

上昇は第1四半期の供給問題を受けたものに過ぎず、年間変動ベースでは自動車触媒用需要の減少によって42%も急落した。パラジウム価格は年間変動ベースでプラチナを上回る下落となったが(51%の下落)、南アフリカを中心とする年初の供給問題がさほど追い風とならなかったため、年間平均価格もわずかに1%だが下落した。金相場の動向とその他の貴金属相場の動向の二極化はまさに9月のリーマン・ブラザーズの破綻に端を発したことから、この双方の違いと「実体経済」の関係に注目が集まった。

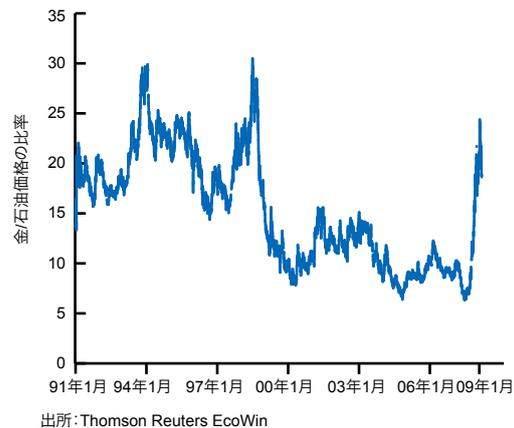
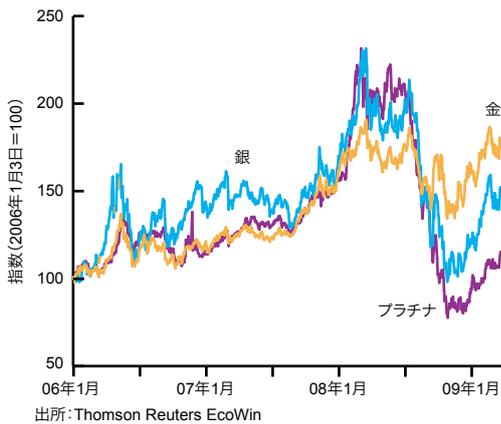
原油相場も年間平均価格が3分の1弱の上昇となったことから、金相場とほぼ同じようであったと見られるかもしれない。しかし、その軌道は大きく異なり、原油価格は7月初頭までほぼ一本調子で上昇したものの、需要の減少に伴って暴落し、年間変動ベースでは53%もの下落となった。

年間の高値/安値と取引幅

	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
US\$/oz	416.25	454.20	536.50	725.00	841.10	1,011.25
	319.90	375.00	411.10	524.75	608.40	712.50
	26.5%	19.4%	28.2%	33.2%	33.5%	34.3%
Rand/kg	103,874	97,046	109,323	153,245	184,202	276,780
	76,368	76,599	80,518	103,939	141,802	185,415
	31.3%	24.1%	31.6%	37.4%	26.9%	39.8%
Euro/kg	11,342	11,201	14,431	18,094	18,410	21,390
	9,603	10,152	10,301	13,952	15,063	17,015
	16.8%	9.9%	35.8%	26.8%	20.5%	22.9%
A\$/oz	646.63	585.15	710.76	936.27	950.89	1,373.98
	511.31	511.62	531.09	702.64	756.38	908.48
	24.2%	13.2%	30.8%	29.1%	23.5%	45.1%
Yen/g	1,472	1,507	2,070	2,575	3,049	3,313
	1,238	1,351	1,385	1,955	2,324	2,134
	17.3%	10.9%	43.4%	27.5%	27.6%	40.6%
Rps/10g	6,210	6,755	8,100	10,665	10,715	14,105
	5,060	5,600	5,950	7,620	8,520	10,650
	20.5%	18.9%	33.3%	34.2%	23.5%	28.2%



貴金属価格 金/石油価格の比率



価格分析と見通し

昨年の価格動向は主に3つの局面に分けることができる。最初の局面は年初の上昇相場で、ドル建て金価格は3月半ばに史上最高値に達した。この上昇相場はすでに2007年終盤に始まっていたが、2007年末に向けては、それまでの史上最高値である850ドルを数回にわたって試したものの、これを突破できなかった。これに対して、2008年1月3日に850ドルをあっさり突破し、その後も続伸したことは注目に値する。2番目の局面はかなり激しい下落基調で、10月終盤まで続いた。最後の局面は年末の上昇相場で、これは2009年になってからも続いていたが、今は一服しているようで、最近では1,000ドルを試したものの、失敗に終わっている。

3月に史上最高値に達した年初の上昇相場の背景を振り返ると、高値更新がドル安と原油価格の急騰と重なったことはほとんど驚くに値しない。しかし、こうした要因の重要性を

誇張すべきではない。というのも、1月は原油価格が軟調で、ドル相場も1月から2月の大半を通じて横這いに推移していたからである。この2つの要因はComexの投資家に影響を与えることが多く、投資家の買い越し（報告義務のない非商業部門のポジションに関するデータに基づく）が3月半ばから月末にかけてかなり安定していたことは注目すべきである。この時期には、上場投資信託（ETF）全体の合計保有高も約100トン増加したが、むしろ、資金流入の大半は店頭市場に集中していたと理解される。

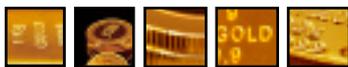
これまで述べてきたことから、市場に非常に大きな影響を与えたこの「激動」の形成には他の要因が働いていたことが示唆される。ここで、最も明白かつ重要な候補として挙げられる要因は金融不安増大に対する投資家の反応である。この時期には大手金融機関による大量の資産償却のニュースが相次ぎ、最終的には3月半ばのベア・スターンズの破綻に至った。加えて、世界が突然景気後退に陥るとの懸念が強まり、

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、2008年の大半を通じて、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しなかったが、この3種類の価格のボラティリティはいずれも高水準で推移した。しかし、下半期になると、この状況は変わり、生産価格が他の2種類の価格を上回った。



株価の下落は銀行株以外にも波及した。ただし、米国が必要とみなされていた利下げを実施し、年初から3月18日までに金利を200ベースポイント引き下げたことは、経済の健全性に関するセンチメントにとって好材料となった。

ファンダメンタルズには、2008年初頭の金相場上昇を支える材料がほとんど見当たらない。相場の動向を受けて、中古金スクラップの供給量は当然ながら増加し、宝飾品需要は後退したものの、生産者ヘッジの解消は第1四半期に前年同期比で増加して当初の予想をはるかに上回った。最後に鉱山生産量に関しては、かなり予想外なことに、南アフリカの電力危機などの要因によって第1四半期に前年同期比で約50トン減少した。

史上最高値に達して以降は急速な調整局面に突入し、金価格は5月初旬までの約6週間で約150ドルも下落して、以前の下値支持線である850ドルでようやく下げ止まった。この原因として頻繁に言及される要因は、3月18日のフェデラル・ファンド金利の引き下げが100ベースポイントの予想に対して「わずか」75ベースポイントにとどまったことである。また、最近の金相場の上昇は買われすぎと感じている向きもいるようで、相場が沸騰すると大量の利益確定の売りが出て上値が重くなることに失望する向きがいることも間違いない。

これ以外の要因も働いている。例として、特に円に対する米ドル相場の上昇を挙げることができる。米国の経済動向が予想よりも良好であり、株式相場の下落リスクも以前に懸念されていたほど危機的ではないとのニュースを受けて、短期間だが持ち直した株式相場もあった(S&P500種株価指数は3月半ばに1,300を割り込んでいたが、5月半ばには1,400強まで回復した)。しかし今となっては、こうしたニュースも単なる希望的観測あるいは錯覚に過ぎなかったように思える。最後に、PGM市場については、南アフリカの供給と自動車触媒用需要の関係が崩れて価格下落の方向に振れたため、この市場からの追い風は完全になくなったと言える。投資家の買い越しがComexで大幅に減少したのはこうした要因によるものであったと説明することもできるが、今回の場合、通常は保持されるETFの保有高が約100トンも解約されたことが売りを押し上げる要因になった。

それにも関わらず、ドルの対ユーロ相場は依然としてほぼ横這いに推移し、原油価格は上昇を続けた。住宅不動産価格が下落し始めた国、もしくは下落が拡大している国があることを示すデータが現われ始めたのもこの時期である。そのため、

ほどなくすると投資家による金の売りは徐々に後退し、投資家のポジションは再び買い越しに転じた(これを証明するのが、第2四半期通期でわずかながら買い越しとなったことを示す正味退蔵投資の数値である)。これが原動力となって、金価格は7月半ばまでに980ドル台にまで回復した。

第2四半期には、相場の明らかな足かせになるファンダメンタルズもなかった。供給面では、中央銀行による売却が引き続き低水準で推移し、中古金スクラップの供給量も第1四半期の水準から大幅に減少した。需要に関しては、宝飾品加工量が前期比でわずかながら増加し、生産者ヘッジの解消も引き続き予想を上回った。

しかし、金相場は7月の高値から下落に転じ、金投資商品全般が売られて9月11日までの2ヶ月間に約250ドルも下落した。こうした売りには、通常の場合に持ちこたえることの多いETFも含まれ、ETFの保有高は約100トン減少した。主因はドル相場の急騰にあったとみられ、この金価格統落局面では、米国とユーロ圏の金利差縮小観測と米国が欧州よりもうまくこの難局を乗り切るとの期待を受けて、米ドルの対ユーロ相場が1ユーロ=1.60ドルから同1.40ドルに上昇した。金価格が2007年1月以降初めて200日移動平均線を割り込んだことから、テクニカルトレーダーもこの売りに加わった。これ以外にも、夏に市況商品価格全般が下落したことを受けて、市況商品指数(金を含む)絡みの売りもあった。

金相場は9月半ばに突然、下げ止まり、その後は月末までのわずか11営業日間で約160ドルも反発して900ドルをやや上回る水準まで戻した。このように金相場が180度転換した主因は新たな金融不安の発生にあった。最も顕著な事例は9月15日のリーマン・ブラザーズの破綻だったが、この時期に

ロンドン・プリオン・マーケットの取引高





金価格の相関関係

GFMSとしては、相場に影響を与える可能性のあ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、相関係数を検証することは極めて有用であると考えます。しかし、2つの資産間に正か負のいずれかの相関関係が存在しても、それだけでは直接の因果関係を構築できないことに留意すべきである。

我々はこれまで、金価格と他の資産価格の関係が徐々に変化すると主張することが多かった。この主張を裏付けるのが右表である。これは、金およびその他の資産の日次価格の対数リターンを利用して計算された相関係数を示すものである。この統計は、ドルの対ユーロレート、エネルギー価格(原油価格で代用)、市況商品全般の価格(金を含まずエネルギー商品を「わずか」に含むだけのCRB指数で代用)それぞれと金価格が長期にわたって正の相関関係にあることを示している。

まず、金価格とドルの対ユーロレートの間を見れば、この両者の相関関係は2008年の年初末3四半期にわたってかなり高い水準にあった(第2四半期の相関係数は2005年初頭以来の最高水準であった)。この背景には、ユーロの対ドル相場が7月半ばまで相次いで高値を更新したことがあった。以後、11月には両者の相関関係がやや緩んで第4四半期の相関係数が0.36まで急落した(2007年第1四半期以来の最低水準)ことに示されるとおり、ドル相場が回復したにもかかわらず、金相場は高値を維持した。理由として、2008年終盤の数ヶ月間の銀行危機が金相場とドル相場の双方の追い風となったことにある。銀行危機の発生に伴って、リスク回避の姿勢が強まり、投資家は安全資産として金のみならずドルをも求めた。つまり、世界の資産市場で売りが広がる中、海外の民間資金と公的資金が米国財務省証券市場に大量に流入。これとキャッシュ退蔵が相俟って、ドル相場の追い風となった。

金価格の相関関係

四半期

	2007年 Q3	2007年 Q4	2008年 Q1	2008年 Q2	2008年 Q3	2008年 Q4
米ドル/ユーロ	0.47	0.67	0.62	0.73	0.63	0.36
原油(WTI)	-0.12	0.45	0.21	0.23	0.17	0.23
CRB指数	0.33	0.28	0.35	0.22	0.17	0.21
S&P 500	0.05	0.10	-0.04	-0.35	-0.20	-0.04

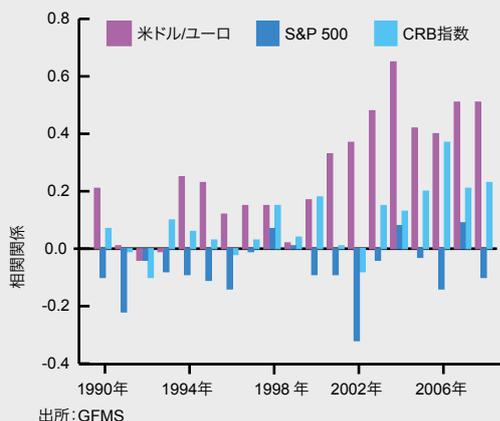
年間

	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
米ドル/ユーロ	0.48	0.65	0.42	0.40	0.51	0.50
原油(WTI)	0.14	0.10	0.18	0.23	0.15	0.21
CRB指数	0.15	0.13	0.20	0.37	0.21	0.23
S&P 500	-0.04	0.08	-0.03	-0.14	0.09	-0.10

出所:GFMS

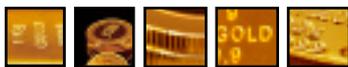
金価格とその他の市況商品価格の関係については、金市場に対する市況商品価格全般(特に原油価格)の重要性が誇張されることが多かった点を強調する必要がある。もともと、この両者にはこれまで正の相関関係があり、実際、CRB指数との相関関係に基づくと、この両者の関係は昨年第1四半期に極めて強くなっている。この背景には、投機資金がこの期間に商品バスケット運用型ファンドに大量に流入したことがある。しかし、下図によると、10月以降、金相場は市況商品価格全般とは異なる展開となっており、特に原油価格との関係ではそれが明らかになっている。金融危機が拡大する中、金市場には安全資産を求める資金が流入して価格が上昇した一方で、市況商品全般には、金融危機といった問題の影響、世界的な景気減退の持続、レバレッジの解消の継続が明らかに甚大な打撃を与えたと言える。

金価格の相関関係



金、CRB、原油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

	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
米ドル	114	111	109	103	100
金	107	116	157	181	227

(年平均、1995年=100) 出所: Reuters EcoWin

実質GDP成長率とインフレ率(%)

%	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
世界のGDP成長率	4.9	4.5	5.1	5.0	3.4
インフレ率	3.6	3.6	3.5	3.8	5.6

出所: IMF, International Financial Statistics

は米国政府がフレディマック、ファニーメイそして保険最大手のAIGを政府の管理下に置くことを余儀なくされ、さらにワシントン・ミューチュアルの破綻もあった。

明らかに金相場の追い風となるこうした材料にもかかわらず、金相場の上昇はわずか数日しか続かず、10月末には700ドル前後の年間最安値まで下落した。主因は、Comexを中心に、機関投資家がポジションを大量に清算したことにある。この売りの原因には、他の投資の損失を穴埋めするために「余儀なくされた」売り、信用力低下に応じたレバレッジの解消、財務面の安定が問題となったヘッジファンドの解約、証拠金に充当するためのキャッシュの積み増しなどに加えて、神経質な投資家が過度に標準から外れているとみなす可能性のあるものからの逃避もあった。こうした動向をさらに後押ししたのがドル高の進行と(金がこのように売られた期間にドルは1ユーロ=1.45ドル前後から同1.25ドルに上昇)、原油価格の続落であった(原油価格は10月末までの1ヶ月間に100ドル/bbl前後から60ドル/bblに下落)。

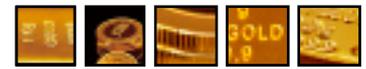
同時に、別の投資家グループからは財産保護を主な目的とする買いが膨らんだ。こうしたグループの場合、この時期に金を売っていた先のグループとは投資理由が対照的であるばかりか、投資対象も主に配分口座、ETF、現物の買いなどと異なっていた。この事例を裏付けるように、当社の統計では、コイン加工量と金塊退蔵が第3四半期に段階的に増加したことを示している。

金相場が非常に不安定な展開となった原因には、このように強力な両極端なグループの衝突があった。これによって、ファンダメンタルズは脇役に甘んじることとなったものの、果たすべき役割はあった。おそらく最も顕著だったのは宝飾品加工量の回復である。宝飾品加工用の金の購入者は金価格が底を打ったとみられるまで、あるいは少なくともある程度の安定を取り戻すまで、様子見に終始するのが常である。その結果、このセクターがかなりの追い風となったのは第3四半期になってからであった。当社の推計によると、第3四半期の宝

飾品加工量は第2四半期から150トンも増加し、前年同期比では8%の増加となった。加えて、中古金スクラップの供給量が前期比で60トンも減少したこと、中央銀行による売却がほとんどなかったことも金相場の支援材料となった。こうした材料がなければ、生産者ヘッジの解消がわずかな水準まで縮小した年において初めて金価格が700ドルを大幅に割り込んでいたであろう。

年末は強気相場を維持し、金価格は12月だけで100ドルも上昇した。この場合も、主因は2つの投資家グループの相互作用にあった。すなわち、売りを「余儀なくされた」グループが後退すると同時に、財産保護を目的とする買いが引き続き膨らんだ。この買いの中で最も際立っていたものの1つが西欧諸国での小口投資で、第1四半期と第2四半期の30トン未満から第4四半期には約200トンにまで急増した。財産保護に重点を置く金投資の背景要因にほとんど変化はなく、経済や金融に関する不安材料が弱まることもなかった。例えば、11月金融業界ではシティグループの救済があり、経済面ではEU加盟15カ国が景気後退に入ったことを正式に発表した。また、先行きを展望していた向きが米国の新政権によって提案された財政政策と金融政策に苛立ちを募らせた可能性もある。政治要因は総じて金相場の足かせとなったが(例えば、8月には南オセチア紛争が発生し、金相場は下落)、年末の上昇相場はムンバイのテロ事件(11月終盤)やガザ危機(12月終盤)といった逆風をも打ち消した。

ファンダメンタルズに目を向けると、公的部門による正味売却量の急減が中古金スクラップの供給量の急増を相殺したことも年末の上昇相場を支えた。というのも、この相殺によって、投資がカバーすべき問題は前期比200トン減となった宝飾品加工量のみになったためである。2009年になると、すべての事象が宝飾品需要のさらなる減少と中古金スクラップの供給量増加を示しており、この問題の規模は拡大したに違いない。しかし年初来では、金市場はこうした問題をあっさり消化してきた。これがどの程度まで進むかについては先の分析を参照されたい。



見通し

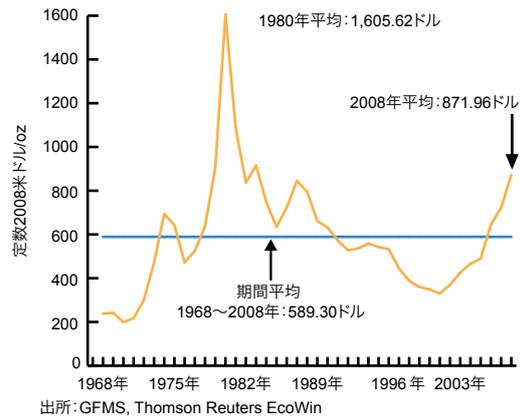
金相場の上昇がさらに進む場合は言うまでもなく、金相場が現行水準を維持する場合にも、投資が必要となる時期を迎えつつある。現在までの諸指標によると、中古金スクラップの供給量が第1四半期に宝飾品加工量を100トンも上回って、鉱山生産量の80%に相当する規模に近づいている。ここで、長期的な持続可能性が問題となるのは間違いない。しかし、短期的には正味退蔵投資が2008年第4四半期の水準の少なくとも2倍となって金価格を押し上げるとの確信を堅持している。

金価格が大幅な下落を回避すると考える理由は、市況商品全般が昨年のように大きく売り込まれる可能性がほとんどないことにある(ちなみに、市況商品全般が売られると、市況商品指数の売りによって金価格も下落する)。例えば、原油の場合、景気後退によって需要が打撃を受けるため、それほど上昇することはないだろうが、昨年のように100ドル/bblも急落することはあり得ない。また、ファンドが資産を清算してキャッシュの積み上げを余儀なくされた昨年9月～11月のように、売りを「余儀なくされる」こともないであろう。

また、金相場にとってさらに有利なことには、量的緩和策のもとでの財政・金融措置の導入によって不透明感が生まれ、これが安全資産としての性質を持つ資産の追い風となるはずである。こうした不透明感が最終的にドル相場に与える影響も無視することはできない。すなわち、一部の国では財政赤字の対GDP比が米国並みの水準になる可能性もあるが、投資家は当然ながら、提案されている米国の政策の半構造的な性質に警戒感を抱き、外国人が米国債を買い続けることができるか、もしくはその意志があるかを疑問視するようになるだろう。米国の貿易赤字が減少しているのは事実である(2008年第4四半期の貿易赤字は対GDP比3.8%まで縮小した)。それにもかかわらず、2月終盤以降、ドルはすでにユーロに対して約10セントも下落しており、ドルの対ユーロレートが再び2008年半ばの水準になっても予想外ではない。

インフレ動向も考慮しなければならない。デフレが問題となっている地域もあるが、そうした状況は大きく変化し、物価上昇が経済課題や政治課題になる可能性がある。その時期を予想するのは難しいが、すでに米国のインフレ率は2月に0.2%(都市部消費者物価指数の前年同月比上昇率)となってゼロから徐々に上昇している。経済活動の回復によって、インフレ圧力が高まっても、金相場の逆風にはならないが、世界経済が「正常な」状態に回復するのはまだかなり先のようであり、株式相場の不安定な展開は経済活動が最悪期を脱していないことを示唆している。投資家のセンチメントが変われば、これまで述べてきたことはいかなる価値もなくなる。しかし、我々の調査

実質金価格



結果は逆に多くが金の買い場を求めており、金の配分を大きくすることを検討していることを示唆している。

金のファンダメンタルズについては、金相場の底値を固める役割を果たすものの、価格を押し上げる積極的な要因にはならないと考えられる。宝飾品需要はさらに減少すると見込まれるものの、金価格が900ドルを大幅に下回れば、それまで抑えられていた需要が現われて大幅な需要増加となり、金価格を850ドル前後で下支えすることになる。同様に、生産者ヘッジ解消からの需要はやや収束しつつあり、金価格の上昇圧力になるとは考えられない。しかし、900ドルを下回る水準で買戻しが行われれば、相場を下支えする要因にはなるであろう。また、目先、大型のヘッジ戦略が実施される見通しもない。

供給面では、鉱山生産量が短期的に増加すると予想されるが、これは新規プロジェクトからの供給がそれ以外の供給減少を一時的に上回るために過ぎず、価格主導の増産が持続する時代の幕開けを示すものではない。今年、中古金スクラップの供給量も大幅に増加するだろうが、この大半は投資などの要因による金価格の上昇を受けたものに過ぎない。公的部門の正味売却量は引き続き減少し、2010年の予想売却量に織り込まれているIMFによる金の売却が実施されなければ、予想外の買いがあっても、下方修正される可能性は高い。

結論として、2009年の金相場はすでに底を打ったようではあるが、900ドルを割り込む可能性あるいは850ドルに向けて下落してこの水準をやや割り込む可能性もあり得る。特に、閑散相場となる夏場はその可能性が高い。しかし、我々としては、上昇する可能性の方が大きく、投資家主導の上昇相場によって年内に1,000ドルを大幅に上回る可能性はかなり高く、1,100ドルを突破する可能性も無視できないと考えている。



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

	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
欧州										
スウェーデン	4.4	3.6	4.8	5.4	5.6	6.6	6.1	6.7	5.0	4.9
ブルガリア	2.5	2.1	2.3	2.6	2.3	2.4	2.4	2.9	2.9	2.9
グリーンランド	-	-	-	-	-	1.6	2.5	2.7	1.8	1.9
ギリシャ	-	-	-	-	-	-	-	0.1	1.0	1.1
フィンランド	2.7	1.6	1.7	1.5	1.7	1.3	1.2	1.1	1.5	1.1
ポーランド	0.6	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5	0.7	0.8	0.9	0.8
その他	14.1	11.8	10.7	11.2	9.7	7.2	5.1	4.0	2.5	2.6
欧州合計	24.3	19.5	19.8	21.0	19.6	19.7	18.0	18.2	15.6	15.2
北米										
米国	341.9	355.2	334.5	298.7	280.8	260.3	262.3	251.8	238.0	234.5
カナダ	157.9	155.0	157.4	153.0	140.5	128.5	119.5	103.5	102.2	96.4
北米合計	499.8	510.2	491.9	451.7	421.3	388.8	381.8	355.3	340.2	330.9
中南米										
ペルー	128.5	132.6	134.0	157.3	171.6	173.2	207.8	202.0	169.6	179.5
ブラジル	54.1	52.6	50.7	46.0	43.0	42.9	45.2	49.3	56.7	58.8
メキシコ	23.8	26.4	23.5	21.3	20.4	21.8	30.6	39.0	43.7	49.6
アルゼンチン	35.0	26.0	30.9	32.5	29.7	28.5	27.8	43.4	42.5	41.0
チリ	48.2	50.4	39.8	38.7	38.0	40.0	39.6	40.4	41.5	38.9
コロンビア	21.4	20.8	20.2	22.2	25.3	23.6	24.8	25.0	25.0	26.0
ベネズエラ	12.2	14.3	16.9	17.3	23.6	20.5	21.1	26.5	24.4	24.6
スリナム	5.5	5.8	6.0	6.5	7.5	16.3	18.2	16.9	16.1	17.9
エクアドル	9.8	8.8	7.5	7.8	8.6	10.8	11.9	12.5	12.5	12.0
ギアナ	13.3	13.7	14.4	14.1	15.7	15.2	11.5	9.8	11.0	11.5
ボリビア	15.4	14.8	15.5	14.4	9.9	4.8	8.0	9.6	8.8	8.4
ガテマラ	-	-	-	-	-	-	0.7	5.2	7.7	8.0
仏領ギアナ	3.0	3.4	4.1	3.3	3.3	2.6	2.9	3.1	3.4	3.0
ウルグアイ	2.5	2.3	2.2	2.2	1.8	1.9	3.0	3.0	3.3	2.5
ホンジュラス	1.5	0.4	4.8	5.0	4.5	5.7	4.4	3.9	3.1	1.9
ニカラグア	4.3	4.3	3.4	3.0	2.8	4.5	3.9	2.1	2.3	1.7
その他	2.9	1.1	0.8	0.8	0.8	0.8	1.0	2.1	1.5	0.9
中南米合計	381.4	377.7	374.7	392.4	406.4	413.0	462.4	493.7	473.3	486.3
アジア										
中国	162.8	172.2	192.8	201.9	210.6	217.3	229.8	247.2	280.5	292.0
インドネシア	151.5	139.7	182.9	157.9	163.7	114.2	165.0	116.3	146.6	94.7
パプアニューギニア	65.0	76.4	68.1	65.1	70.4	76.1	70.9	61.7	61.7	70.3
フィリピン	32.8	34.7	32.2	33.1	33.6	31.7	33.3	36.1	38.8	35.6
モンゴル	11.4	12.7	13.6	10.9	11.1	19.2	18.4	18.9	18.4	16.5
日本	9.4	8.4	7.8	8.6	8.1	8.3	8.3	8.9	8.9	6.7
北朝鮮	6.6	6.6	6.6	6.6	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
トルコ	0.6	0.5	2.1	4.3	5.5	4.4	3.8	6.0	5.8	6.3
サウジアラビア	4.6	3.6	4.3	4.5	8.8	8.2	7.5	5.2	4.5	5.7
ラオス	0.2	0.2	0.2	0.2	5.2	4.4	6.7	6.5	4.5	4.7
マレーシア	4.5	5.1	4.9	5.1	5.7	5.2	5.2	4.9	4.3	3.8
インド	2.4	4.1	2.8	3.2	3.5	3.5	3.0	2.5	3.4	3.4
ベトナム	1.9	1.9	1.9	1.7	2.2	2.3	2.4	2.5	2.7	2.7
タイ	0.4	0.5	0.9	5.5	5.2	5.3	5.2	4.3	3.3	2.5
その他	3.3	3.3	3.8	3.1	3.2	4.3	3.8	4.1	4.1	4.7
アジア合計	457.4	469.9	524.9	511.5	543.0	510.7	569.5	531.5	594.0	555.9
アフリカ										
南アフリカ	476.5	454.0	417.3	418.9	398.3	363.3	315.1	295.7	269.9	233.3
ガーナ	78.2	73.8	71.7	70.3	68.9	57.6	62.8	69.9	77.3	80.4
マリ	25.4	30.4	44.6	55.6	47.2	39.6	46.7	56.9	51.9	47.0



付録1 世界の金の鉱山生産量(トン)

© Copyright GFMS Limited

	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
タンザニア	9.2	17.2	33.8	38.6	44.6	47.9	49.3	44.8	40.1	35.5
ギニア	13.3	16.2	16.5	17.4	16.8	13.4	14.8	16.8	18.0	23.4
ジンバブエ	29.7	24.9	22.1	21.5	20.6	24.3	19.5	16.8	14.0	8.8
ブリキナファソ	2.7	1.7	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	2.1	2.9	6.9
モーリタニア	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	1.9	6.8
コンゴ民主共和国	4.0	4.5	4.8	4.6	4.8	5.1	5.3	5.6	6.5	6.0
コートジボアール	3.3	4.5	4.7	4.7	3.5	2.5	3.0	3.0	3.0	5.3
ニジェール	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	1.6	5.0	3.4	4.4	4.2
エチオピア	4.2	4.6	4.7	5.1	4.8	4.6	3.8	4.0	3.9	3.8
ナミビア	2.1	2.5	2.8	2.8	2.5	2.2	2.5	2.8	3.4	3.3
その他	11.6	11.9	12.9	14.9	14.3	14.1	18.5	17.7	17.2	19.6
アフリカ合計	661.2	647.2	638.2	656.8	628.8	578.2	548.7	540.2	514.4	484.3
オセアニア										
オーストラリア	299.5	296.4	285.0	266.0	283.4	258.1	263.0	247.1	246.4	215.2
ニュージーランド	8.6	9.9	10.4	9.6	9.3	9.9	10.6	11.2	10.1	14.3
フィジー	4.3	3.7	3.9	3.7	3.6	4.0	2.9	1.5	0.1	1.1
ソロモン諸島	3.5	1.7	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
オセアニア合計	315.9	311.7	299.4	279.4	296.4	272.1	276.5	259.9	256.7	230.7
CIS										
ロシア	138.4	154.3	165.1	180.6	182.4	181.6	175.4	172.8	169.3	188.7
ウズベキスタン	88.1	87.5	83.4	82.6	80.0	83.7	75.5	74.1	74.9	77.0
カザフスタン	9.9	12.8	14.7	14.0	13.0	15.0	17.7	21.8	22.6	20.9
キルギスタン	20.0	22.0	24.6	17.9	22.7	22.1	16.6	10.6	10.5	18.4
タジキスタン	2.7	3.7	4.3	4.3	4.1	3.9	3.6	3.5	3.5	3.5
その他	3.4	4.0	4.7	6.0	5.2	5.2	4.2	3.6	3.0	3.9
CIS合計	262.5	284.3	296.8	305.4	307.4	311.5	293.0	286.3	283.8	312.4
世界合計	2,602.5	2,620.4	2,645.7	2,618.2	2,622.9	2,494.1	2,549.9	2,485.1	2,478.0	2,415.6



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 Limited

	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
欧州										
イタリア	523.9	522.3	485.5	423.7	333.9	314.6	284.5	227.4	218.2	180.0
スイス	45.0	53.6	56.8	51.6	42.6	53.6	55.5	60.7	62.2	59.3
ドイツ	63.7	63.9	69.9	61.2	53.5	55.1	49.7	49.0	49.0	46.0
オーストリア	14.1	11.2	5.5	8.5	8.0	9.4	8.5	5.7	6.5	26.3
スペイン	44.5	42.7	37.7	33.4	35.0	31.7	27.4	24.2	23.6	19.8
英国/アイルランド	46.8	42.6	40.5	38.6	33.1	32.1	27.5	23.3	15.9	16.5
フランス	48.6	44.6	39.4	32.7	28.3	18.6	16.4	14.4	14.0	13.0
ギリシャ	13.2	11.9	11.0	10.7	10.6	9.8	8.6	7.8	8.5	7.4
ポルトガル	18.2	15.4	13.1	10.9	9.3	8.9	7.2	5.3	6.7	6.1
ポーランド	6.8	6.5	6.8	6.5	5.8	6.0	5.9	5.8	6.6	6.0
旧ユーゴスラビア	4.1	4.2	4.1	3.8	4.0	4.2	4.4	4.1	4.3	4.1
オランダ	7.6	7.2	6.8	6.5	5.8	5.5	5.5	5.3	4.2	3.3
チェコ/スロバキア共和国	4.1	3.6	3.4	3.6	3.2	3.2	3.1	2.9	3.1	3.1
スウェーデン	2.3	2.3	2.3	2.1	2.0	2.0	1.9	1.7	1.6	2.2
キプロス/マルタ	1.9	1.8	1.9	1.9	1.8	1.7	1.8	1.5	1.7	1.6
ベルギー	1.9	2.0	2.0	2.1	1.9	1.9	2.0	1.8	1.5	1.4
ノルウェー	1.7	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.3	1.1	1.3
ハンガリー	2.0	2.0	2.1	2.2	1.7	1.9	1.8	1.3	1.2	1.1
デンマーク	1.2	1.3	1.3	1.4	1.3	1.4	1.4	1.2	1.2	0.9
その他の国々	1.6	1.4	1.7	1.9	1.6	1.6	1.6	1.6	2.2	2.5
欧州合計	853.3	841.8	793.3	704.9	584.8	564.5	516.1	446.5	433.2	401.7
北米										
米国	323.1	277.4	233.1	229.7	224.9	224.0	218.8	210.9	179.0	175.8
カナダ	44.7	25.4	25.9	30.7	25.2	26.0	26.8	22.0	22.2	40.2
北米合計	367.8	302.8	259.0	260.4	250.1	250.0	245.7	232.9	201.2	216.0
中南米										
ブラジル	29.3	31.9	26.4	20.8	17.9	22.0	23.7	20.0	22.1	23.3
メキシコ	42.6	52.2	42.9	43.8	38.8	34.3	35.4	28.5	25.3	21.9
ドミニカ共和国	8.0	7.1	7.7	6.9	6.1	6.3	6.1	4.8	4.5	4.4
チリ	5.4	5.0	4.6	4.2	4.2	4.2	4.3	3.9	3.6	3.2
ベネズエラ	3.0	3.3	3.1	2.9	2.4	3.0	3.2	3.3	3.1	2.6
ペルー	9.1	8.2	7.7	6.6	4.6	4.5	4.7	3.5	2.7	1.9
コロンビア	2.6	2.7	2.5	2.3	2.3	2.5	2.5	2.1	2.0	1.6
ボリビア	4.9	4.5	3.9	4.2	3.6	3.8	3.7	2.9	2.5	1.4
アルゼンチン	2.9	2.7	1.9	1.2	1.4	1.5	1.8	1.9	1.8	1.4
エクアドル	2.5	2.7	2.7	2.3	1.9	1.8	1.7	1.6	1.4	1.2
その他の国々	4.5	3.2	4.0	5.2	1.9	2.7	2.7	2.7	2.2	2.1
中南米合計	114.8	123.5	107.3	100.4	85.1	86.5	89.7	75.2	71.2	64.9
中東										
トルコ	137.4	228.3	162.3	176.9	260.5	285.4	303.4	242.0	276.8	236.7
サウジアラビア/イエメン	150.6	152.6	146.8	121.0	110.3	118.0	124.6	89.6	99.6	87.0
エジプト	114.3	107.2	96.5	76.0	64.6	67.5	70.8	50.3	56.5	64.5
アラブ首長国連邦	45.8	49.8	51.4	48.0	45.1	48.5	55.4	46.6	49.4	46.3
イラン	42.5	46.4	42.5	37.2	35.6	37.3	40.7	36.2	40.7	41.0
イラク/シリア	29.7	29.6	26.1	23.6	21.1	20.6	21.8	20.6	23.0	20.1
オマーン/カタール	9.7	11.6	11.4	10.9	10.2	11.0	11.3	9.9	10.3	8.7
イスラエル	18.9	18.0	16.2	15.1	12.7	12.1	11.9	9.9	9.0	8.7
バーレーン	15.6	14.5	14.4	12.9	10.9	10.8	11.4	9.6	9.9	8.7
クウェート	23.5	21.5	20.7	14.4	13.8	12.7	12.3	9.7	8.9	8.4
レバノン	10.7	10.2	9.2	8.3	7.4	8.0	7.6	5.4	5.5	4.8
ヨルダン	10.7	8.7	6.9	5.9	5.6	6.0	6.9	4.5	4.7	4.7
中東合計	609.4	698.4	604.4	550.1	597.7	637.8	678.1	534.2	594.3	539.6



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 Limited

	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
インド亜大陸										
インド	697.0	704.0	691.6	558.4	539.0	617.9	694.6	633.4	684.4	577.9
パキスタン	59.0	53.3	44.0	47.0	55.5	59.0	64.2	53.9	50.4	43.8
バングラデシュ/ネパール	31.5	35.5	36.9	24.5	15.9	14.2	13.6	11.8	11.8	10.3
スリランカ	10.9	12.0	11.0	11.2	6.8	6.3	6.2	5.1	5.2	4.5
その他の国々	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
インド亜大陸合計	799.4	805.8	784.5	642.1	618.2	698.4	779.6	705.0	752.5	637.3
東アジア										
中国	219.3	212.6	215.9	204.5	211.0	235.5	258.3	269.8	327.0	342.4
日本	153.2	161.1	121.8	133.3	151.3	159.3	164.4	175.0	177.8	163.7
韓国	93.5	106.8	102.0	96.7	84.8	82.0	83.3	82.3	86.1	78.0
インドネシア	123.8	99.2	105.9	99.3	86.3	90.8	86.5	64.8	63.2	61.4
マレーシア	78.6	86.0	81.8	68.9	56.9	69.7	74.3	58.0	61.0	57.3
タイ	62.7	79.0	76.8	69.9	61.0	64.1	68.5	52.7	47.5	40.3
シンガポール	22.9	26.0	23.3	23.5	21.7	24.2	30.0	28.7	29.5	27.6
台湾	67.6	60.0	40.9	24.4	24.7	28.5	31.9	30.7	29.7	27.5
ベトナム	19.9	23.0	25.7	26.3	24.2	26.8	28.3	22.6	21.6	19.6
香港	28.3	23.2	19.8	13.8	11.3	14.0	14.6	14.9	15.4	15.6
フィリピン	3.1	3.1	2.9	3.0	2.6	2.9	3.2	2.8	2.5	2.2
その他の国々	11.1	11.5	10.9	10.3	8.1	8.7	7.8	7.0	6.9	6.1
東アジア合計	883.9	891.4	827.6	773.8	743.9	806.5	850.9	809.2	868.0	841.6
アフリカ										
南アフリカ	19.6	13.5	13.7	11.6	12.5	12.8	10.0	10.3	16.4	16.1
モロッコ	12.0	12.3	14.1	14.1	13.6	13.9	13.8	10.6	10.3	9.5
リビア	4.5	4.8	5.1	5.1	4.5	4.8	5.0	4.9	5.2	4.8
アルジェリア	4.0	4.0	3.9	4.0	3.8	3.9	3.9	3.0	3.4	3.1
チュニジア	2.6	2.5	2.6	2.2	2.0	2.2	2.2	1.8	1.9	1.8
その他の国々	6.2	4.9	4.8	5.2	4.2	4.4	4.5	4.1	4.4	4.1
アフリカ合計	48.9	42.0	44.3	42.3	40.6	41.8	39.3	34.7	41.6	39.3
オセアニア										
オーストラリア	17.3	10.7	9.6	9.1	9.3	11.1	9.9	10.3	10.5	12.0
オセアニア合計	17.3	10.7	9.6	9.1	9.3	11.1	9.9	10.3	10.5	12.0
CIS										
ロシア	29.3	34.1	38.7	43.3	50.2	55.3	61.1	65.2	79.4	76.0
その他の国々	7.6	10.5	13.9	15.3	17.8	19.7	20.7	22.6	23.9	21.9
CIS合計	36.8	44.6	52.6	58.5	68.0	75.0	81.8	87.7	103.2	97.8
世界合計	3,731.7	3,761.0	3,482.5	3,141.6	2,997.7	3,171.5	3,291.2	2,935.8	3,075.7	2,850.2



付録3 宝飾品消費量*(中古金スクラップを含む) トン

© Copyright GFMS Limited

	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年
インド	629.7	620.0	597.7	459.3	441.7	517.2	584.8	514.2	551.7	474.6
中国	215.3	205.6	203.1	199.6	201.0	224.1	241.4	244.7	302.2	326.7
米国	373.9	387.3	389.3	385.6	354.5	350.5	349.0	306.1	257.9	179.1
トルコ	91.9	147.2	91.4	96.7	163.6	185.7	194.9	165.3	188.1	153.2
サウジアラビア	168.7	169.8	163.4	139.3	128.2	136.2	146.2	104.3	117.9	108.9
アラブ首長国連邦	80.8	94.3	94.9	87.9	81.7	89.3	96.4	92.4	99.8	98.4
ロシア	24.2	30.6	37.8	42.7	49.6	55.6	64.3	70.1	85.7	94.1
エジプト	137.6	128.1	115.9	82.0	66.1	73.0	75.3	60.0	67.8	74.3
インドネシア	109.8	86.7	97.8	92.9	82.0	83.9	78.0	57.7	55.2	55.9
イタリア	100.7	92.0	90.3	86.4	82.0	77.2	71.0	64.8	59.1	50.8
パキスタン	64.0	54.1	47.0	48.1	56.2	59.8	65.1	54.7	51.8	45.5
英国	65.0	75.1	81.9	79.0	73.1	70.2	59.4	52.5	50.1	36.2
ブラジル	42.7	50.1	40.1	36.5	24.2	30.6	33.3	29.2	30.7	31.3
日本	46.4	37.3	38.3	34.2	31.6	34.6	33.5	32.8	30.6	28.2
メキシコ	48.6	57.8	53.7	47.8	47.1	44.0	42.4	37.1	34.9	27.8
フランス	53.9	50.0	47.8	43.1	39.8	38.2	35.1	30.7	28.9	26.1
韓国	55.7	61.8	63.5	57.3	45.8	38.6	37.6	29.9	30.3	24.8
ベトナム	18.3	21.0	23.8	24.7	22.8	26.1	26.9	22.1	21.4	19.6
ドイツ	48.9	43.6	39.3	34.5	29.2	26.7	24.8	22.7	21.1	19.1
香港	25.2	22.8	21.5	16.9	12.0	15.8	16.0	15.1	18.2	17.1

* 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

Gold Survey 2009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。

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、精錬から鑄造バーの製造、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 2009の表紙の写真は、Valcambi社製の鑄造キロバー48個、20g円形ミントバー26個、50g長方形ミントバー8個、20g長方形ミントバー6個と、田中貴金属工業製の鑄造キロバー3本、50gミントバー8個、20gミントバー6個

Laima Marcin, Jewellery Imaging (撮影)

G F M S

