



GFMS GOLD SURVEY 2015

日本語ダイジェスト版

valcambi
suisse

sponsors

TANAKA



THOMSON REUTERS™

Gold Survey 2015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 사용되는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
suisse

大手貴金属精錬会社であるValcambi社は、スイスのパレルナに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。

GFMS Gold Survey 2015の表紙を飾るのは、田中貴金属工業およびValcambi社が鑄造した様々な金地金である。スライドフィルム上の写真は金を投資対象とすべき理由を表している。

表紙デザイン: Valcambi社 制作: BtoB Creativity(スイス、コルドレリオ)



THOMSON REUTERS™

GFMS GOLD SURVEY 2015

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 主席アナリスト
Saida Litosh シニア・アナリスト
Sudheesh Nambiath シニア・アナリスト
Janette Tourney 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
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
John Bedi アナリスト
Beverley Salmon カスタマー・リレーションシップ・マネージャー
Milo Troman-Taylor デザイン・制作

トムソン・ロイター社は、今年度のGold Surveyと
下記の各社からご協力とご支援をいただいた

PAMP[®]
Produits Artistiques Metaux Precieux

www.pamp.com

ITALPREZIOSI
Precious Metals Refining and Trading

Italpreziosi SPA

Heraeus

www.heraeus-precious-metals.com



ASAHI REFINING

四半期ごとの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



www.perthmint.com.au



www.igr.com.tr

目次

1. 要約と価格見通し	8
• 2014年の供給	10
• 2014年の需要	11
• 価格と市場の見通し	14
2. 投資	15
• 概況	15
• 上場投資信託	20
• 商品取引所での活動	22
• OTC市場	26
• 現物金地金投資	26
• 公的コイン	29
• メダルおよび模造コイン	31
3. 付録	32
• 世界の金の鉱山生産量 – トン	33
• 世界の金加工量 (中古金スクラップの使用を含む) – トン	35
• 宝飾品消費量 (中古金スクラップを含む) – トン	37
囲み特集	
• 需給の算出方法	9
• 商品投資	18
• 金価格の相関関係	19
• 生産/消費加重金価格	24

© THOMSON REUTERS 2015

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。

ISSN: 2055-1797 (Print)

ISSN: 2055-1800 (Online)

今後の発行予定

• GFMS COPPER SURVEY 2015	2015年4月14日
• GFMS GOLD SURVEY 2015: Q1 UPDATE AND OUTLOOK	2015年4月28日
• WORLD SILVER SURVEY 2015	2015年5月6日
• GFMS PLATINUM & PALLADIUM SURVEY 2015	2015年5月14日
• GFMS GOLD SURVEY 2015: Q2 UPDATE AND OUTLOOK	2015年7月
• GFMS COPPER SURVEY 2015 - UPDATE	2015年10月
• GFMS GOLD SURVEY 2015: Q3 UPDATE AND OUTLOOK	2015年10月
• GFMS GOLD SURVEY 2015: Q4 UPDATE AND OUTLOOK	2016年1月

Gold Survey 2015 日本語 ダイジェスト版 発行にあたって

平成 27 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 2015』に加えまして、弊社より『Gold Survey 2015』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 要約と価格見直し

金市場は2013年に荒れたものの、昨年は安定し、主に需給状況を反映して調整相場となった。米連邦準備制度理事会の量的緩和策が終了し、市場の注目が利上げ判断と米ドル高に移行したことが引き続き金相場を動かす要因となった。

ドル建て金価格は軟調に推移。背景には、資産クラスとしての金の魅力の低減、金融機関のシステム・リスクの緩和、低インフレの持続があった。もっとも、米国以外では状況が異なり、欧州は2015年になってついに量的緩和策に踏み切り、新興国と資源国では景気が失速し、多くの通貨がドルに対して下落した。

過去24カ月間にわたる金相場下落は供給面にも影響を与え、2014年の中古金スクラップ供給量はピークを付けた2009年の1,728トンから1,125トンまで落ち込んだが、鉱業生産量は3,133トンとなって2.3%増加した。背景には、減損費用の減少を主因として産金コストが25%減の1,314ドル/ozまで低下したことがあり、減損費用を除くコストも、為替相場の動向が追い風となったことと低コストの

新規鉱山が本格稼働したことを受けて2.3%減の1,208ドル/ozにとどまった。また、処理済み鉱石の平均品位が記録をとり始めた2000年以来初めて上昇。これは1970年代に遡っても初めてのことでありとみられる。

他方、現物需要は2013年の行き過ぎが2014年に是正された。重要なのは、以前から変わらないテーマもまだあるということである。特に、高品位の宝飾品に代わって18金の宝飾品の購入量が増加していることが挙げられる。宝飾品市場より不安定な金地金市場（正味消費量で測定）では、金投資の減少によって需要が予想どおりに減少した。もっとも、金投資は2007年の53億ドルに対して340億ドルと推定され、金融危機以前の水準をはるかに上回っている。コイン市場でも同様に、金の消費量は記録的水準となった2013年の380トンから251トンまで減少し、2007年以降の最低水準まで落ち込んだ。全体の需給バランスを見ると、金地金、金貨、投資相当の宝飾品の購入量が減少したことから、2014年の市場は204トンの現物供給過多となった。

世界の金の供給と需要(トン)

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
供給										
鉱山生産量	2,561	2,496	2,499	2,429	2,612	2,742	2,846	2,875	3,061	3,133
中古金スクラップ	903	1,133	1,006	1,352	1,728	1,713	1,675	1,677	1,287	1,125
生産者ヘッジによる正味供給量	-92	-434	-432	-357	-234	-106	18	-40	-39	103
供給合計量	3,372	3,195	3,072	3,424	4,106	4,349	4,539	4,513	4,310	4,362
需要										
宝飾品	2,722	2,302	2,426	2,308	1,819	2,033	2,034	2,008	2,439	2,213
工業用加工量	449	480	487	471	422	476	468	426	419	400
エレクトロニクス	294	325	331	318	283	333	330	295	289	279
歯科・医療	62	61	58	56	53	48	43	39	36	34
その他の工業用	92	94	98	97	86	95	95	92	93	87
公的部門の正味需要	-663	-365	-484	-235	-34	77	457	544	409	466
小口投資	416	428	436	916	830	1,221	1,556	1,343	1,775	1,079
金地金	261	236	236	659	548	934	1,230	1,039	1,394	829
コイン	155	192	200	257	283	287	326	304	380	251
現物需要	2,923	2,845	2,864	3,460	3,038	3,807	4,515	4,321	5,041	4,158
現物の過不足	448	350	208	-36	1,068	542	25	192	-732	204
ETFの在庫構築	208	260	253	321	623	382	185	279	-880	-160
取引所の在庫構築	29	32	-10	34	39	54	-6	-10	-98	1
ネットバランス	212	58	-35	-391	406	106	-154	-78	246	363
金価格 (ロンドン市場午後のフィクシング価格、米ドル/oz)	444.45	603.77	695.39	871.96	972.35	1,224.52	1,571.52	1,668.98	1,411.23	1,266.40

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 2015: 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。当社の計算によると、人類史上では約 18 万 3,600 トンの金が生産され、その多くがまだ流通している。このため、金市場のアナリストは、年間の需給が価格を決定するのではなく、価格が毎年の新規現物需給量を決定することを前提としている。価格そのものは多くの変動要因によって決定されるが、最も重要なのは資産クラスとしての金の需要と店頭市場での金の需要に関係する要因である。

もっとも、18 万 3,600 トンの金がすべてすぐに利用可能であるわけではない。21 世紀になるまで、エレクトロニクス産業で使用される金の大半はリサイクルされず、最終的に埋め立て処理されていた。多くの宝飾品地上在庫と同様に、金地金や金貨も時間の経過とともになくなっているものもあれば、所有者の故人とともに墓の下で眠っているものもある。しかし、重要なのは、金は価値保存手段として利用されており、それらはすぐに利用可能な流動在庫として存在し、何回にもわたって年間現物需要となっていることである。

これには、個人や商業銀行が保有する金地金や金貨のみならず、主に投資目的で購入された大量の宝飾品が含まれる。かつては、中央銀行の金備蓄のリースが商業銀行の保有在庫を補完し、その量は 30,900 トンと推定されていたが、近年はカウンターパーティ・リスクの評価が見直され、リースが減少している。年間の新規需要規模を査定する際には、こうした地上在庫の出荷量と新規現物需要を混同しないことが重要である。

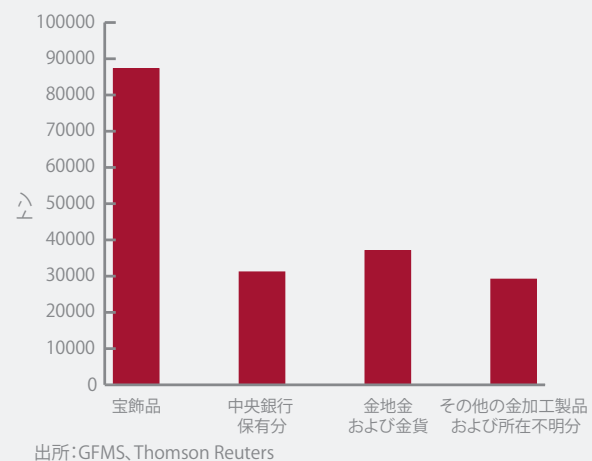
店頭取引も多く、すぐに利用可能な在庫も大量に存在することから、年間の現物の過不足が価格に直接の影響を与えない可能性はあるが、リードタイムやプレミアム、価値連鎖におけるマージンには影響を与えるであろう。GFMS Gold Survey では現物の過不足という項目を加えたことにより、2013 年以前に使用していた正味退蔵投資 / 正味退蔵放出といった残存値の項目を除くことができた。

可視性の高い上場投資信託 (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。

ロンドン地金市場協会の清算会員の報告によると、2014 年に口座決済された量は合計で約 15 万 7,000 トン (5 兆 9,000 億ドル) となった。こうした取引は商業銀行間の取引が多く、現物を出荷する場合もあれば、金庫内の金地金を書類上で移転させるだけの場合もある。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、この正味取引量はロコ・ロンドン市場の取引総量の約 3 分の 1 に相当する。ただし、市場の力学が変化し、特に極東に多くの取引センターが誕生していることから、ロコ・ロンドン取引は今や世界の金取引の 70% 弱を占めるに過ぎず、これまでの 90% からシェアが縮小している。このシェアはとりわけ 2014 年に変化しており、通年の平均市場シェアとしてはおそらく 80% と推測することができる。これにより、2014 年の金取引量は約 58 万 9,000 トンとなる。これは金額に換算すると約 22 兆ドルで、鉱山生産量の約 188 倍に相当する。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いるため、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る (フルキャリアー)。

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広範な現場調査プログラムの中で収集、整理したものである。このプログラムには、あらゆる市場のサプライチェーン全般にわたるステークホルダーへのインタビューや 1967 年以降の継続的な市場調査から得た独自のデータセットの活用が含まれる。すべてのデータセットと鉱山コストの特性は Thomson Reuters Eikon のみで閲覧可能となっている。

地上在庫 (2014年末)



2014年の供給

- 2014年の鉱山生産量は2%増の3,133トンとなり、6年連続の増加によって記録的水準に達した。
- 2014年の産金コストは、2013年に急増した減損費用の減少によって25%減の1,314ドル/ozまで低下。この評価損を除くと1,208ドル/ozであった。
- 正味生産者ヘッジは103トンとなり、2014年の供給を加速させる要因となった。1999年以降で生産者ヘッジがヘッジ解消を上回ったのはわずか2回である。
- 2014年の中古金スクラップ供給量は世界全体で13%減の1,125トンにとどまり、7年ぶりの最低水準まで落ち込んだ。主因はドル建て金価格の下落と経済情勢の好転にあった。

2014年、世界の鉱山生産量は前年の水準を約2%上回って3,133トンの史上最高水準に達した。これにより、生産量は6年連続で増加。増産期間がこのように長期にわたっているのは、金価格上昇期間に実行された金投資の名残があるためである。生産量が一般的に力強く増加した中国を除き、世界最大級の金産国の多くでは、大型プロジェクトによって生産量が増加した。こうしたプロジェクトは、Detour Lake、Kibali、Oyu Tolgoi、Topicanaのように最近始動して生産を本格化させている鉱山、またはKupolのように大規模な拡充を図った鉱山のいずれかである。これとは対照的に、バリックのコレテスやニューモントのネバダ複合鉱床（いずれも米国）のように、大型鉱山の中には成熟期を迎えて生産量が減少しているところもある。

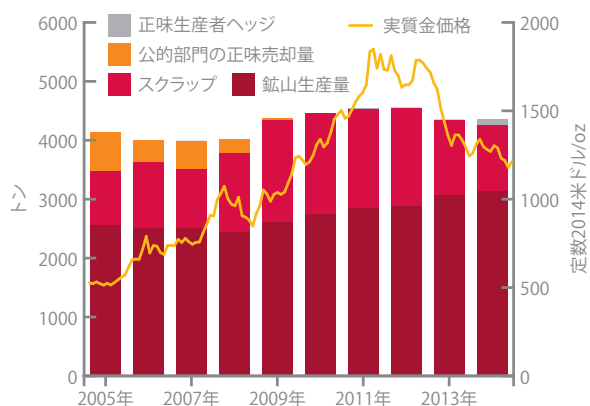
このように鉱山生産量が増加したにもかかわらず、世界の生産量は2014年に伸び悩み、2015年には横這いになると予想される。この予想の背景には、新規プロジェクトの開発に対する資本投資が2014年中に抑えられ、未開発

地域の探鉱費用も削減されたことがある。さらに、平均産金コストを下回り、探鉱や開発の本格的再開を刺激するのに必要であると推定される金価格をも大幅に下回る現行価格に対処するために、生産者はポートフォリオの最適化と既存鉱山の業務改善の実施に重点を置いている。したがって、鉱業界は、生産量も収益力も引き続き不安定な状態にある。

昨年は、生産者ヘッジ活動が供給要因に転じて、ヘッジ残高が103トンの純増となった。これは1990年代以降で2度目のことである。この動向を刺激したのは、Polyus Gold InternationalとFresnillo plcの生産者2社の動きであった。両者は予定している投資に伴うキャッシュフロー管理の先を見越してヘッジを開始。この2社に加えて、数社の生産者が時機を見計らって自国通貨建て金価格（最も顕著だったのは豪ドル建て）のヘッジを始め、ドル相場の急騰に対応した。このようなヘッジが小幅な純増に転じたことの影響を大きく見せている一因には、生産者ヘッジの残高が近年、極めて低水準にまで減少しているという事実がある。将来においてヘッジ残高がさらに増加すれば、デリバリーも増えるため、グロスヘッジを徐々に増やす必要があり、その結果として、たとえばヘッジがさらに100トン純増する可能性もある。

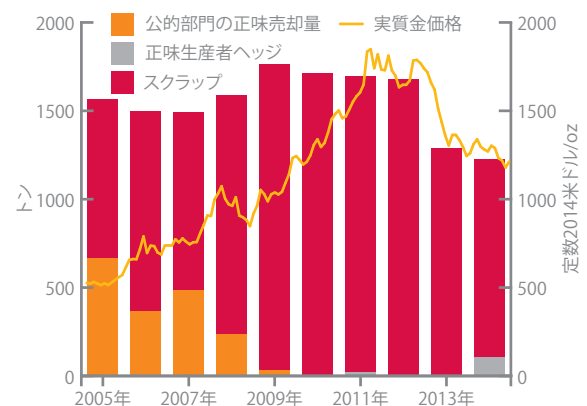
中古金スクラップの供給量は世界全体で約13%減少し、1,125トンにとどまったと推定される。この落ち込みはドル建て金価格の下落率10.3%とほぼ一致している。この減少によって、中古金スクラップの供給量は7年ぶりの最低水準まで落ち込み、世界の供給量に占める割合はわずか26%となって、ピークを付けた2009年の42%から大幅に縮小した。先進国では、金価格の下落と景気見通しの好転によって金の換金が抑えられたため、中古金スクラップの供給量は最大の落ち込みを記録した。北米と欧州で

世界の金の供給



出所: GFMS, Thomson Reuters

地上在庫からの供給量



出所: GFMS, Thomson Reuters

はそれぞれ22%と17%の減少となり、北米では特に電化製品のリサイクルが著しく鈍化した。インドからの中古宝飾品の供給量も26%減少して3年ぶりの最低水準になると同時に、中東でも、金価格の下落と中古金在庫の減少によってリサイクル量が15%減少した。例外となったのは東アジアで、この地域の中古金スクラップ供給量は推定で1%増加した。このようにわずかながらも増加したのは偏に中国の中古金スクラップ供給量が12%も急増したためであった。中国では、低調な消費需要と在庫の供給過多によってサプライチェーンにおける在庫の清算が急増した。

2014年の需要

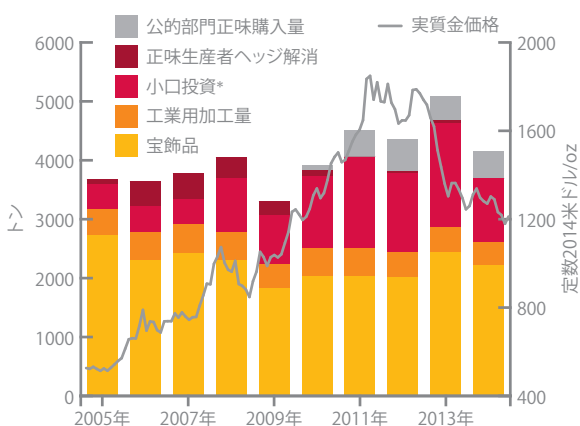
- 2014年の現物総需要は18%減少し、4年ぶりの最低水準となる4,158トンまで落ち込んだ。背景には、公的部門の購入量を除くすべての部門の需要が前年比で減少したことがあった。
- 米ドル建て金価格が下落したにもかかわらず、2014年の宝飾需要は中国の需要急減によって9%減少した。
- 工業用需要に関しては、すべての主要セクターの需要が低調だったことから、全体の需要も減少基調を辿り、2003年以来の最低レベルである4%減の400トンまで落ち込んだ。
- 現物金地金投資、すべてのコイン、ETFの在庫構築を含む確認可能な投資需要は合計で3%増加した。主因は、ETFの売却ペースが減速したことにある。他方、個人投資家による金地金とコインの購入量は約40%も減少した。主因は、アジアの主要市場の金地金とコインに対する関心が後退したことにある。
- 公的部門の正味購入量は14%増の466トンに達した。これは1964年以降2番目の高水準であった。

昨年の現物総需要は18%減少し、2010年以来の低水準となった。主因は、宝飾品加工量が9%減の2,213トンにとどまったことにあり、その背景には、中国で景気の減速と市場心理の悪化によって投資目的の宝飾品購入量が減少し、宝飾加工需要が前年比で33%も急減したことがあった。さらに、市場では、2013年に熱狂的に買われた金が消化されるまでの時間がまだ必要だった。もっとも、2013年の需要が異例の高水準にあり、2014年の需要は前年比で減少したものの、中国史上2番目の水準であったことは重視すべきであろう。

さらに、中国の金需要がより「標準的」だったとみなされている2012年と2014年を比較すると、2014年の宝飾加工需要は2012年の水準を7%上回っていることがわかる。また、世界の需要データから中国の需要を除いて観測することも興味深く、中国以外の地域では、インドの需要回復、米国および一部の欧州諸国を中心とする一部の先進国における緩やかな回復が主因となって、宝飾加工需要が6%増加したことが明らかになる。

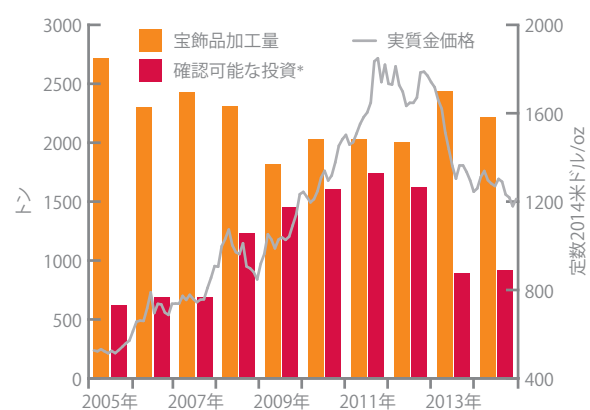
インドの宝飾品加工量は3年連続で減少した後、2014年に増加に転じて前年比14%増の690トンの最高水準に達し、同国は世界最大の宝飾品製造国の地位を回復した。昨年のこの結果は主に下半期の力強い回復によるもので、その背景には金価格の下落とインド国内の金価格プレミアムの下落を受けた在庫補充があった。加えて、規制緩和により、一級商社が80:20原則に基づく金の輸入を許可されたことから、金の供給が増え、インド国内の金価格のプレミアムに下げ圧力が加わった。他方、米国では、景況感の改善と金価格の下落を受けて、金の宝飾品加工量が緩やかに回復した。また、欧州の宝飾需要は10%も急増して、2008年以来の高水準となった。主因は、トルコの宝飾品製造量が

世界の金の需要



*小口投資とは現物金地金とコインへの投資を意味する。
出所: GFMS, Thomson Reuters

宝飾品加工量と確認可能な投資



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

増加したこととイタリアの需要が増加に転じたことにあった。とは言え、こうした需要増加は、東アジアや中東の一部の主要国における需要減少によってやや縮小した。

工業用加工量は2014年に4%減少した。主因は、一部の国の景気低迷と代替金属への移行によってエレクトロニクス部門の需要が引き続き世界的に減少したことにあった。また、**歯科部門とその他の工業・装飾部門**では、金価格が軟調に推移していたにもかかわらず、代替品への移行と金使用量の削減の動きが続き、これが需要の足かせとなった。

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**は合計で2014年に3%増加して919トンとなった。これは最高水準となった2011年の1,741トンを大幅に下回っているものの、歴史的に見れば依然として高い水準にある。この確認可能な投資の構成要素を詳細に分析すると、ETFの売却規模の縮小によって投資量が3%増加したことがわかる。金ETFからの金の正味流出量は2014年に160トンとなり、前年の880トンから大幅に減少した。

原因は、世界の景気回復に対する懸念の再燃や地政学的緊張の高まりを受けて第1四半期に相場が安定したことにより、第2四半期以降にETFの清算が減速したことにある。他方、**金地金や金貨**の需要は2014年に約40%も減少して、推定1,079トンまで落ち込んだ。主因は、中国やインドを中心とするアジアの主要国で投資家の関心が後退したこととあり、2014年の減少量の半分以上は中国とインドの需要減少によるものであった。

中国では、政府が導入した汚職対策によって経済活動が減速し、金価格の下落観測が浮上したことから、現物金地金の需要が53%も減少して、2010年以來の最低水準ま

で落ち込んだ。加えて、2013年に金価格の急落によって金地金需要が異例の高水準になったことも、2014年に投資需要が減少した一因となっている。インドでは、投資需要の減少がさらに著しく、金地金の購入量が59%も減少して、2005年以來の最低水準となった。割高で変動の大きい中国国内の金価格プレミアム、金価格の下落観測、政府が2013年に導入した金の輸入規制を受けた金の不足によって、昨年は投資活動が落ち込んだ。もっとも、世界の小口投資需要は2014年に落ち込んだものの、記録上は5番目の高水準にあることに留意すべきである。

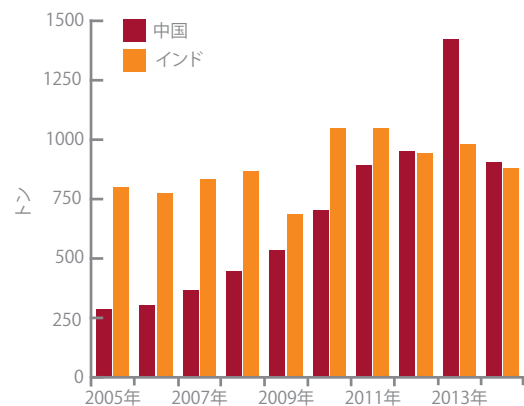
公的部門による金の買い越しは2014年で5年連続となったが、これは1960年代以來のことである。実際、正味購入量は13%増の466トンに達し、1964年以降では2番目に高い水準となった。正味購入量が2014年に増加に転じるうえで不可欠だったのがロシアによる購入で、カザフスタンによる購入も量的にはロシアを下回ったものの、重要な役割を果たした。ロシアはすでに2013年に金の最大購入国であると報告されていたが、2014年にはペースを倍加させて173トンを購入した。原動力となったのはウクライナ危機に起因する地政学的緊張で、これを受けて2014年4月以降にロシアによる購入が旺盛になった。このようなロシアの力強い購入は、イラクによる大量の購入と同様に自国通貨を支えるための取り組みであった。また、ロシアの場合はドル以外の資産に準備を分散化させる狙いもあった。9月に第4次協定を結んだ中央銀行金協定(CBGA)の加盟国が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。

金の現物過不足



出所: GFMS, Thomson Reuters

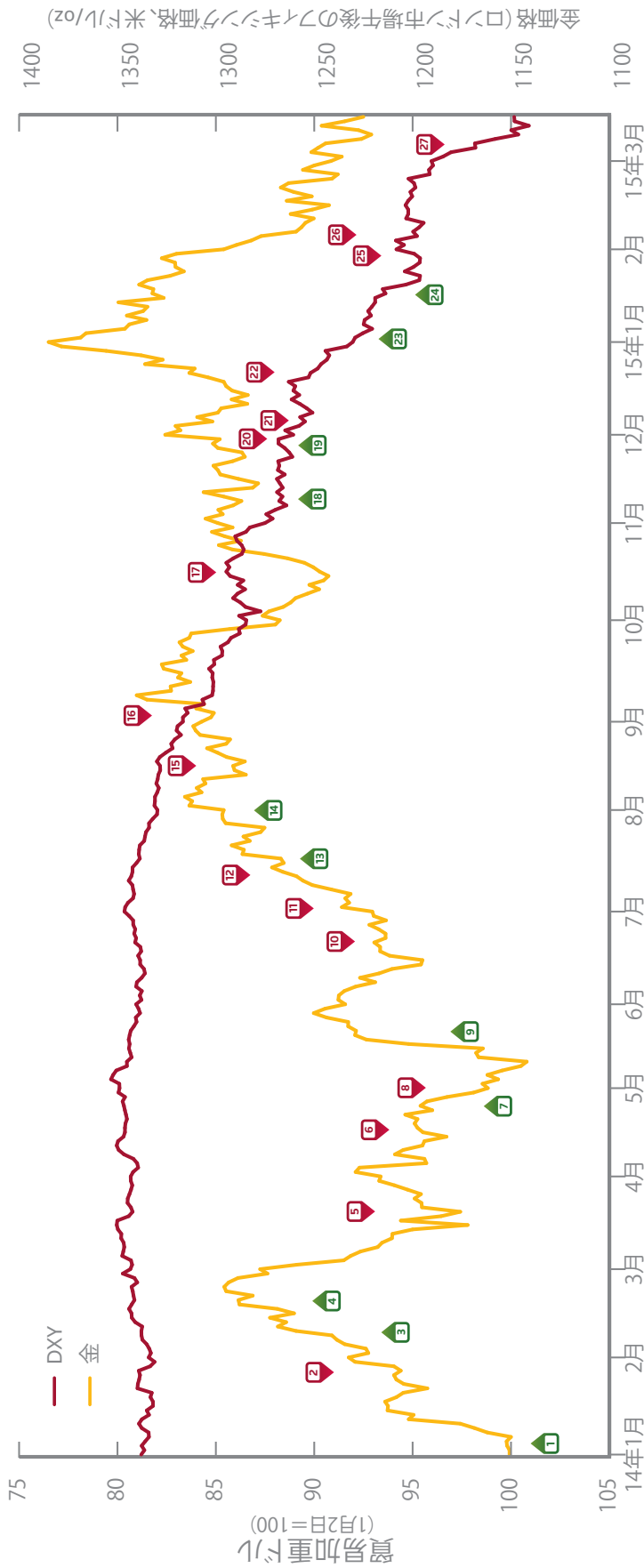
世界最大の金消費国は依然として中国



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。

金価格と貿易加重ドルの推移 (日次ベース)



- 1 (2014年1月3日) ISISがバグダッド近郊の都市フアルージャを占領。この地域の緊張が高まる。加えて、ウクライナ危機によって地政学的リスクのプレミアムが拡大。
- 2 (2014年1月29日) 量的緩和をさらに100億ドル縮小するとの発表。
- 3 (2014年2月11日) 米国連邦債務の上限引き上げ期限を2015年3月とすることをより、テクニカル・デフォルトを回避。
- 4 (2014年2月22日) ウクライナのヤヌコビッチ大統領が国外脱出。
- 5 (2014年3月19日) 量的緩和策のさらなる縮小により毎月の債権購入額を550億ドルに減額。
- 6 (2014年4月15日) 米国の景況感が上向き中、ショートカバーによる金価格の高騰を受け利益確定の売りに続いて、テクニカル要因による大量の売りが見られた。
- 7 (2014年4月25日) ロシアがウクライナ国境で軍事演習を開始。
- 8 (2014年5月1日) 4月の米国非農業部門雇用者数は30万4,000人。
- 9 (2014年5月21日) インドが金の輸入規制を緩和。
- 10 (2014年6月18日) 米連邦準備制度理事会が月次債券購入額を、MBSは150億ドル、長期米国債は200億ドルに減額。
- 11 (2014年7月2日) 英国議員らが金価格不正操作疑惑に対する、徹底調査の監視を強める。
- 12 (2014年7月11日) シカゴ・マーカンタイル取引所が先物の証拠金を10%引き下げ。
- 13 (2014年7月17日) マレーシアの民間航空機がウクライナで墜落。地政学的緊張が高まる。
- 14 (2014年8月1日) アルゼンチンが債務不履行。
- 15 (2014年8月14日) ロシアのプーチン大統領が、クリミアでウクライナ危機の緩和に向けて取り組む旨演説。
- 16 (2014年9月4日) 欧州中央銀行が市場介入金利を0.05%に、中央銀行へのオーバーナイト預金金利を-0.20%に引き下げる。
- 17 (10月第3週と第4週) インドでは祭祭需要による金の需要が年間最高水準に達する。
- 18 (2014年11月7日) ロシア・ルーブルが1週間で13%下落。史上最低水準に達する。
- 19 (2014年11月28日) インドが金の輸入規制である、80:20原則)を撤廃。
- 20 (2014年11月30日) スイスの国民投票で、スイス国立銀行の金保有量拡大案を否決。
- 21 (2014年12月5日) 11月の米国非農業部門雇用者数は32万1,000人。
- 22 (2014年12月23日) 第3四半期の米国GDP成長率は5%。
- 23 (2015年1月2日) 米国の製造業に関する統計が予想以上に低迷。利上げ時期の先延ばし観測が強まる。
- 24 (2015年1月15日) スイス国立銀行がスイスフラン相場の上限を撤廃。
- 25 (2015年1月26日) ペリジヤ議会選挙で急進左派連合党首のアレクシス・ツィパスが勝利。
- 26 (2015年2月6日) 予想以上に堅固な米国雇用統計を受けて米ドル相場が上昇。
- 27 (2015年3月6日) 堅固な米国非農業部門雇用者数を引き、これまでの予想よりも早めの利上げ観測が浮上。

出所: GFMS, Thomson Reuters

価格と市場の見通し

2014年4月序盤まで、金価格はほぼすべての資産クラスと同様に、米連邦準備制度理事会による利上げ時期を織り込み、ドル相場の動向に反応していた。特にこれが顕著なのが資産クラスとしての金で、金利の上昇や健全な米国経済によって債券や株式の投資利回り上昇が見込まれるため、価格が下落した。

これまでも、金利上昇の環境において金相場がいつまで持ちこたえるか、そして金融危機以前の価格水準である600ドル～700ドル/ozまで反落するか否かを巡り、議論が重ねられてきた。鉱業界は、金価格が1,200ドル/ozでは現在の鉱山操業の維持が難しいほど利益が低く、新規設備投資をすでに大幅に削減していることを指摘。もっとも、金は地上在庫を大量に抱えているという特有の状況にあるため、供給側のこうした指摘は工業金属市場の場合ほど支援材料にはならない。代わりに相場の支援材料になると考えられるのは、2008年以降、欧米の金融市場のみならず、価格に敏感なアジア市場全般の現物需要でも進んでいる需要の構造的変化である。さらに、こうした市場の反応はすでに2013年第2四半期に検証されており、平均金価格が1,400ドル/ozとなったこの四半期には、中国とインドだけで400トンの追加需要があったため、現物供給の不足からプレミアムが急拡大した。当社では、金価格が1,000ドル/ozになると現物購買力がさらに顕著になり、1,000ドル/ozを割り込む水準では価格とプレミアムの間の一貫した関係性がなくなる恐れがあるとみている。つまり、1,000ドル/ozでは十分な現物需要があり、すぐに利用可能な地上在庫が持続的に取り崩されることはないと考えている。

しかし、われわれの基本シナリオでは、1,000ドル/ozを下回る水準への持続的な下落は想定していない。米国以外での量的緩和策の継続や東欧、中東、南シナ海に潜在

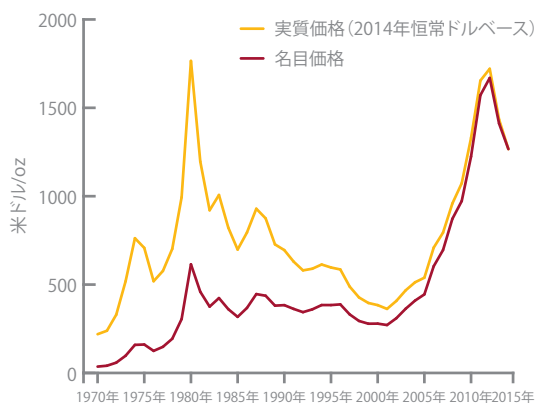
する地政学的リスクに加えて、国家レベルの危機に見舞われた時のためのみならず、家族レベルでの貯蓄や緊急用の備え、節税のためにも現物資産が求められており、こうした要因すべてが買いを支えるはずである。

米国経済が欧州や新興国の経済に比べて好調であることを勘案すると、現時点で金相場の上値リスクはあまりないようである。金価格が1,500ドル/ozを上回れば、市場はショックを受けると考えられる。そうした相場上昇の原因となり得る有力候補としては、大規模な地域紛争、根強いデフレを対象とした金融政策への反応、もしくは全く逆にインフレ圧力の再燃が挙げられる。

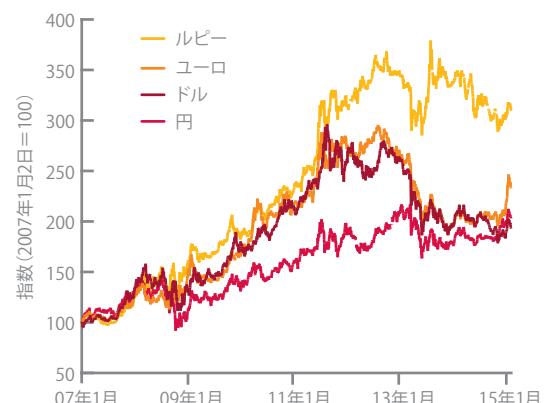
われわれの基本シナリオでは、2015年の平均金価格を1,170ドル/ozと予想している。2016年については、アジア市場での買いが上向き、この市場の機関投資家の需要が欧米諸国の店頭取引需要の落ち込みを相殺することから、金相場が緩やかに上昇すると考え、基本シナリオの予想を1,250ドル/ozとしている。供給サイドについては、設備投資が引き続き抑制されることから、2016年までは鉱山生産量が減少するとみている。中古金スクラップの供給量もほぼ横這いで推移し、ヘッジは決定要因にはならないものの、注目される要因にはなるであろう。

再び需要に目を向けると、宝飾品消費量が引き続き緩やかなペースで増加する一方で、地金や金貨といった小口投資は、2013年に記録したピークに戻ることはないと思われる。もっとも、こうした投資がなくなることはなく、金地金や金貨によって年間1,000トン強の金が引き続き地上在庫として積み上げられるであろう。最後に、公的部門の買いが続くことを予想する。もっとも、2014年終盤以降にエネルギー価格が下落していることを踏まえると、その購入量は減少するであろう。

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2014年に3%の緩やかな増加となって919トンに達した。
- ・ しかし、金額的には、確認可能な投資は8%減の約370億ドルであった。
- ・ 確認可能な投資量が前年の水準から緩やかに増加した原因は、専らETFの売却規模が前年の水準から縮小したことにある。ETFからの金の放出は2014年に大幅に減速し、純放出量は160トンにとどまった。この背景には、第1四半期に売りが落ち着き、第2四半期以降にもETFの目立った清算が少なかったことがあった。
- ・ 個人投資家による金地金やコインの購入量は2014年に大幅に落ち込み、前年の史上最高水準から約700トンも減少した。背景には、金の需要抑制を目的とする様々な政策によって、主要なアジア市場で投資家の買い意欲が後退したことや、金価格の下落観測によって多くの投資家が模様眺めにまわったことがあった。購入量はこのように急減したものの、これまでの記録の中で5番目に位置し、まだ高い水準にある。
- ・ OTC市場では、アジアでの便乗買いによって最終的に小幅な買い越しとなった。もっとも、投資活動の全般的な水準は2013年を大幅に下回った。
- ・ 先物市場での投資活動は1年を通じてかなり変動したが、COMEXではマネージドマネーの買い越しが通年で約200トンもの堅調な増加となった。原動力となったのは、ショートカバーと投資家の新たな関心で、特に顕著

だったのは第1四半期と6月～7月であった。景気回復の世界的な減速に対する懸念の再燃と地政学的緊張の高まりを受けて、投資家が安全資産としての金に妙味を覚えるようになった。

概況

金市場の投資家心理を2014年に左右した重要なテーマは、世界の金融政策を中心に展開した。それは特に米国の金融引締め策と米国以外の主要中央銀行による追加的な景気刺激策を踏まえたものであった。米国の景況感が改善する一方で、米連邦準備制度理事会が2013年12月に最初の量的緩和縮小を発表したことを受けて米国が金融政策の方向転換を図ろうとしていたことから、金相場にはかなりの圧力がかかり、投資需要は抑えられた。しかし同時に、世界の景気回復に対する懸念の高まり、米国以外の一部の先進国および新興国の金融緩和措置、地政学的リスク要因により、第1四半期を中心として金の投資需要が下支えされた。こうした要因は、確認可能な投資総量が2014年通年で緩やかに増加した一因でもあった。

金の確認可能な投資需要は2014年にわずか3%ながらも増加して計919トンとなった。これは最高水準となった2011年の1,741トンと比べると見劣りがするものの、歴史的に見ると依然として高水準にある点を強調すべきであろう。つまり、スパンを拡大すると、2000年から2007年の平均投資需要は477トンに過ぎなかったが、金融危機によって投資家のリスクに対する姿勢が変化すると、2008年から2013年にはこれが1,425トンに急増したことがわかる。また興味深いことに、昨年は確認可能な投資に占める割合が大きい金地金やコインの需要が40%減少

確認可能な投資*

(トン)	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
小口投資	1,221	1,556	1,343	1,775	1,079
うち金地金	934	1,230	1,039	1,394	829
うちコイン**	287	326	304	380	251
ETFの在庫構築	382	185	279	-880	-160
確認可能な投資合計	1,603	1,741	1,622	895	919
実勢価額(十億米ドル)***	63	88	87	41	37

*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

したにもかかわらず、投資需要が全体でやや増加した。これはすべて金ETFの売りが前年の水準から大幅に鈍化したためであった。ETF全体の金保有量は2014年に160トン減少したものの、880トンも減少した前年の水準と比べると、減少量は82%も縮小した。それでも、10年間にわたって増加していた金ETFは2013年に続いて2014年も清算された。

金ETFの需要は上半期を通じて総じて落ち着いていた。特に年初の3ヵ月間にはETFの金保有量が3トン未満の減少にとどまり、2月には1年以上ぶりに前月比で増加した。これは、予想以上に低調な米国の経済統計と、一部の主要新興国における経済活動の減速を受けて景気回復の世界的な減速に対する懸念が新たに浮上したためであった。これに加えて、ロシアとウクライナの間で地政学的緊張が高まったことから、安全資産としての金に対する関心が高まった。

今回もETFの購入者の動きはCOMEXの投資家の動きと連動していた。COMEXでは、利益確定の売りが始まった3月第3週までに、投資家の買い越しが341トン(382%)も増加。この動きの原動力となったのはポジションを手仕舞っていた投資家のショートカバーだったが、リスク指向が後退して安全資産が求められる中での売り越しから買い越しへの転換も一因となった。ショートポジションはこの期間に195トン(82%)も減少して2012年12月の水準まで落ち込んだ。これと同時に投機筋がロングポジションを大幅に積み上げたため、ロングポジションは年初から147トン(45%)も増加して、1年以上ぶりの高水準に達した。

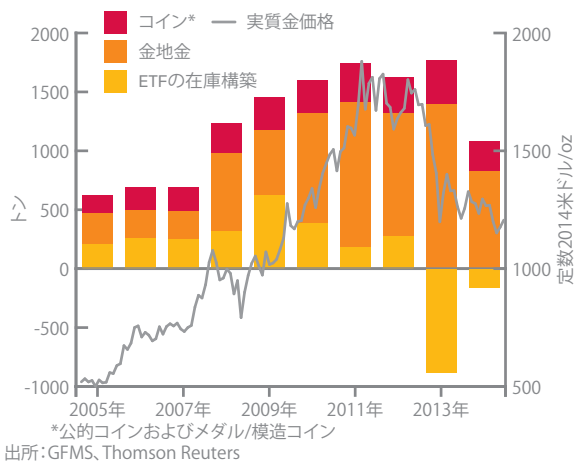
続く2ヵ月間には、地政学的リスクの緩和と米国経済統計

の好転によって、安全資産としての金に対する投機筋の関心が後退した。この証拠として、COMEXではショートポジションの急増が主因となって投資家の買い越しが大幅に減少した。同様に、一部の投資家が金投資の利益を確定してドルに乗り換えたため、ETFの金保有量も減少した。減少量はかなり小幅にとどまったものの、売りは4月から6月半ばまで続き、7月には全体的に落ち着いて、新たな関心も見られたが、これは最終的に短期間しか続かなかった。

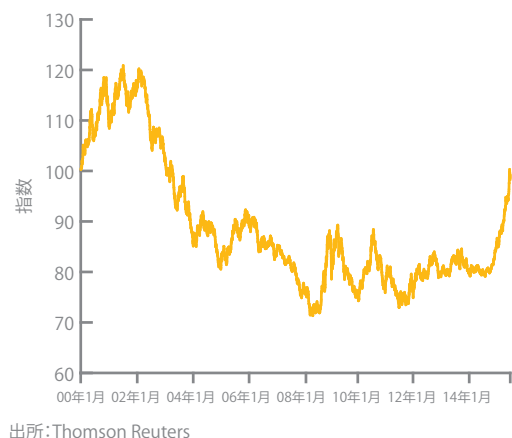
連邦公開市場委員会が6月の会合で、米国の景気回復に対する懸念を表明して2014年の成長予想を下方修正し、ハト派色を強めたことから、金に対する関心が再燃した。これによってドル相場が下げ圧力を受ける一方で、金相場は投資家のリスク回避指向の高まりを追い風とし、7月10日に約4ヵ月ぶりの高値となる1,340ドル/ozまで上昇した。イラクで軍事的緊張が高まったことや、OECDと世界銀行による2014年成長予想の下方修正を受けて世界的な成長鈍化に対する懸念が再燃したことも、金相場の支援材料となった。

他方ユーロ圏では、低調な経済統計が相次ぐとともに危険なほどの低インフレが続いていたことから、欧州中央銀行(ECB)が景気刺激を目的とする多くの措置を講じた。ECBは6月の政策会議で基準金利を0.25%から0.15%に引き下げると同時に、貸出増加を促すためにマイナス金利を導入した。これは間違いなく金相場を一時的に支え、COMEXにおける次の投資活動を促した。投資家の買い越しは6月序盤から7月中盤までに3倍となり、7月第2週には449トンに達して、通年の最高水準になると同時に2012年12月以来の高水準となった。主因は、投機筋のショートポジションが158トン(70%)も急減したことに加え、ロングポジションが132トン(35%)も増加し

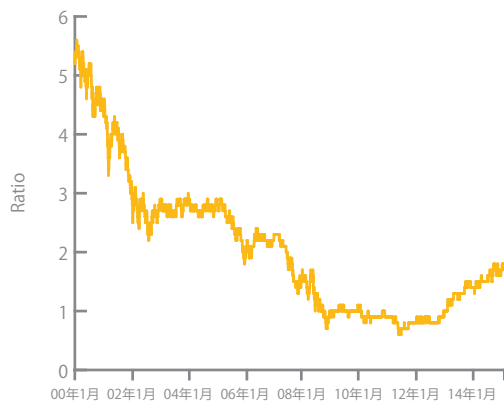
確認可能な投資



米ドル指数



S&P 500:金レシオ



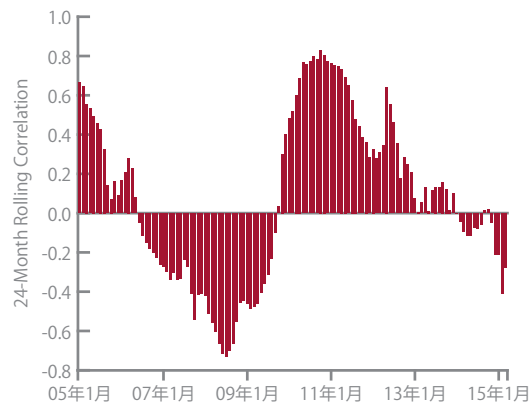
出所:Thomson Reuters

たことにあった。下半期になると、雇用の堅調な増加や失業率の低下に伴って、米国の経済活動が好転し、さらに勢いを増したため、リスク指向が再燃。投資家の注目は安全資産としての金から株式や米ドルへと移行し、この両者がこの期間のリスク関連投資活動によって大きな恩恵を受けた。米国経済に対する楽観論が高まるとともに、米連邦準備制度理事会が政策を大きく変更して緩和策の縮小を図ったことから、ドル相場は年末まで上昇した。米ドル指数は7月～12月に13%も上昇して、年末には8年ぶりの高値となる90.27に達した。

その間、8月にはETFの売りが再開され、年末まで続いたが、売りの規模は2013年の水準をはるかに下回っていた。投資家は7月末から年末までに約136トンの金ETFを清算したが、前年同期の230トン強には及ばなかった。8月と9月には、ETFの投資家もCOMEXの投資家とともに金を売り越したが、10月中盤になると、主に投機筋の新たな関心を受けて正味ポジションが上向き、ロングポジションがわずか2週間で73トン(20%)も急増した。米国経済の健全性に対する懸念を示唆する予想外に低調な米国経済統計が相次いで発表されると、金に対する関心が再燃。加えて、ユーロ圏の低調な経済統計や中国のインフレ統計の予想以上の悪化によって、世界の経済成長に対する懸念が高まったため、金投資が促され、金価格は10月21日に1ヵ月ぶりの高値となる1,250ドル/ozまで上昇した。

さらに、ECBが9月の政策会議で、4ヵ月間で2度目となる史上最低水準までの利下げや資産購入計画などの追加景気刺激策を発表し、金相場を支えた。その後、市場の関心は米連邦準備制度理事会の政策へと戻り、投資家は米国の金利見通しに関するさらなるヒントを求めて模様眺

金価格と米国非農業部門雇用者数の相関関係



出所:Thomson Reuters

めに徹した。そのため、連邦公開市場委員会を控えた9月の最終週には、金相場が再び下げ圧力を受けた。米連邦準備制度理事会が資産購入プログラムの終了を発表したことを受けて、続く2週間には買い越しの減少が続いた。しかし、世界の景気回復に対する懸念は根強く、米国以外の主要中央銀行による金融緩和策にも後押しされて、年末に向けては安全資産に対する関心が高まった。

上の図は、S&P 500指数と金価格の関係がどのように進展したかに関する興味深い分析を示している。この関係を示すS&P 500/金価格レシオは投資家心理を示す最適な指標であり、米国経済や株式市場に対する投資家の信頼感を示している。この図によると、このレシオは大きく変動しているものの、過去2年間にわたって上昇基調にある。これは米国の経済情勢の好転とリスク指向への回帰をほぼ反映しており、こうした動向によって、投資家は安全資産としての金に対する投資を引き揚げ、株式などの高リスク/高リターン資産クラスに向かった。

右の図は、米国の非農業部門雇用者数と金価格の相関関係を示したものである。興味深いことに、両者の相関関係は2014年にマイナスに転じている。というのも、雇用の増加ペースが加速し、これが特に第2四半期以降に顕著となり、経済の健全性が強く示唆されるようになったためである。また、2014年通年では、月間平均新規雇用者数が26万人となって2013年の19万9,000人を上回った。雇用の伸びは2014年終盤の数ヵ月間に急激に加速。2014年11月から2015年1月の月間平均新規雇用者数は33万人に達し、3ヵ月間の平均としては17年ぶりの高記録となって景気回復の力強さを支える要因となった。さらに、2015年2月には、新規雇用者数が29万5,000人となって12ヵ月連続で20万人を上回ったことから、金相場

は3ヵ月ぶりの安値となる1,167ドル/ozまで下落した。

確認可能な投資に含まれるETF以外の要素に目を向けると、現物金地金とコインに対する需要は2014年に39%もの急減となって推定1,079トンまで落ち込んだ。それでも、この水準は記録の中で5番目に高い水準である。急減の主因は、中国やインドなどの主要現物市場の関心が後退したことにあり、2014年にはこの両国が世界全体の個人投資需要の減少の半分以上を占めた。中国の現物金地金需要は2014年に53%も減少し、2010年以来の最低水準まで落ち込んだ。同国では、贈収賄対策の導入による経済活動の減速と金価格の先行き不透明感によって、金投資が低迷した。もっとも、昨年の数字は、金価格の急落によって押し目買いが殺到し、投資需要が記録的水準に達した2013年との比較である点は考慮すべきである。

インドでは、2014年の投資需要が59%減と、さらに大幅な減少となり、2005年以来の最低水準まで落ち込んだ。原因は、インド政府が2013年に導入した金の輸入規制を受けて正規の流通ルートでの金の供給が不足したこと、不安定で高い金価格プレミアム、金価格の下落観測にあった。こうした中で、機関投資家は金価格のさらなる下落を予想して、金地金やコインの購入を先送りした。

2015年について見ると、金相場はかなり堅調な年明けとなったものの、1月後半には下落基調に転じて、2月中盤にはカギとなる1,200ドル/ozを割り込んだ。背景には、市場が米国の金利政策が明らかになるのを待って模様眺

めの状態にあったため、現物需要による支えもなく、投資家心理も総じて軟調だったことがあった。連邦公開市場委員会（FOMC）議事録がハト派色の強まりを示したため、金相場は2月末に一時的に回復したものの、続く数週間には、堅調な米国雇用統計の発表やドル相場の上昇、また3月のFOMC会合を控えて下落基調を辿った。もっとも、連邦準備制度理事会が当初考えられていたほどすぐには利上げに転じない可能性を示唆したことから、ドル相場が下落し、金相場が上昇した。

上場投資信託

- 上場投資信託（ETF）の金保有量は2014年に9%減少。下半期の放出量が全体の70%強を占めた。

ETFによる金の総保有量は2014年に160トン（9%）減少して、2013年の1,811トンから1,652トンに落ち込んだ。これを年末における金額にすると640億ドルとなり、前年の水準からは60億ドル（9%）減少した。これは、EFTによる金の放出が730億ドル（51%）の減少となった2013年とは際立って異なる。ETFはいずれの四半期にも保有する金を放出したが、放出量が最大だったのは第4四半期で、下半期の放出が全体の70%強を占めた。2014年第1四半期にはETFの清算ペースが鈍化し、2月には金の保有量が前月比で増加した。これは2012年12月以来のことで、背景にはクリミアにおける地政学的緊張の高まり、天候不良を原因とする予想外に低調な米国の経済統計、新興国市場の財政混迷があった。もっとも、

金ETFとその他の類似商品

(トン)	2013年末	2014年末	増減	全体の増減に占める割合(%)
SPDR Gold Shares	798.2	709.0	-89.2	56%
iShares COMEX Gold Trust	162.4	161.2	-1.2	1%
ZKB Gold ETF	176.1	137.6	-38.6	24%
ETF Securities	108.3	124.1	15.8	-10%
GBS LSE	97.3	84.3	-13.0	8%
Central Fund of Canada	52.7	52.7	0.0	0%
Julius Baer	66.0	51.0	-14.9	9%
Xetra Gold	44.5	48.5	4.0	-3%
Source Physical Gold ETC	38.5	44.1	5.6	-3%
Sprott Physical Gold	48.5	39.5	-9.0	6%
NewGold Gold Debentures	41.3	34.5	-6.7	4%
その他	177.4	165.1	-12.3	8%
合計	1,811.2	1,651.6	-159.6	100%

**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 ETC, Mitsubishi Tokyo, DB Physical Gold ETC, ETFs Precious Metals Basket Trust, Goldist, ETFs Asian Gold Trust, ETFs NYSE, DB Physical Gold CHF Hedged, Claymore Gold Bullion ETF, Dubai DGX, DB Physical Gold GBP Hedged ETC, DB Physical Gold SGD Hedged ETC, Central Gold Trust, HuaAn Gold ETF, Guotai Gold ETF, FinEx Physically Held Gold ETF, ETFs Hong Kong, E Fund Gold ETF, Bo Gold ETF, Credit Suisse Xmtch, 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
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
14.Q1	1,809	75.11	14.Q2	1,770	74.83	14.Q3	1,737	67.94
			14.Q4			14.Q4	1,652	64.04

出所:各発行体

4月終盤には株式相場が史上最高値に達し、アジアの現物需要が予想を下回り、米連邦準備制度理事会が2014年中に景気刺激策を終了すると発表したことから、ETFによる金の放出は勢いを増した。下半期になると、金価格が6月末から12月までに109ドルも下落したため、ETFの清算ペースは一段と加速。金価格の下落は米ドル相場の急騰や原油価格の下落といった様々な要因に起因していたが、日銀による金融緩和追加策の発表を受けた円相場下落も金相場の足かせとなった。米国が10月に量的緩和プログラムを終了させて金融引き締めへ転じるとの予想により、2014年最終四半期には85トンが放出されて、ETFの金保有量は年末に1,652トンとなった。

個々のETFの中で放出量が最大だったのは老舗ファンドで、その最大ファンドであるSPDR Gold Sharesでは89トン(11%)の金を放出し、放出量全体の半分以上を占めた。これ以外にも注目すべき動向として、ZKB Gold、Julius Bear、GBS LSEがそれぞれ39トン、15トン、13トンの金を放出した。これとは対照的に、ロンドンのETF Securitiesは2014年に16トン増加し、金の保有量が大幅に増加した唯一のETFとなった。

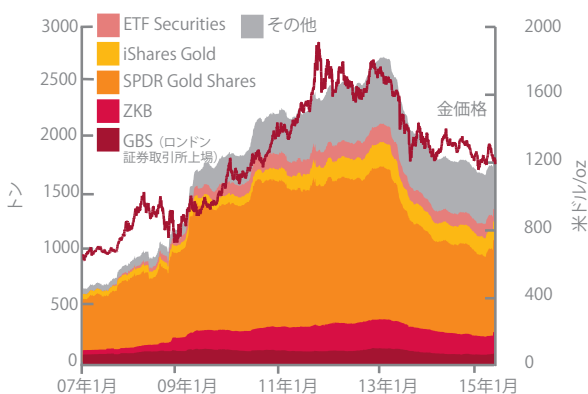
同様に注目すべきは、2014年に現物を裏付けとする金ETFが新たに2本設定されたことである。5月にはカリフォルニアに拠点を置くMerk Fundsがニューヨーク証券取引

所上場のThe Merk Gold Trustを発売し、8月には中国のBosera asset Management Co. Limitedが中国で4本目となる金ETFのBo Gold ETFを深圳証券取引所に上場した。Merk Gold Trustには発売以降1.5トン(48%)の金が流入したが、Bo Gold ETFでは1トン(98%)が放出された。

金ETFからは5ヵ月連続で現物が放出されていたが、2015年1月によく流入に転じた。流入量は65トンで、2012年9月以来の水準であった。金額にすると、金ETFの現物総保有量は60億ドル増加して700億ドルに達した。この増加の4分の3を占めたのがSPDR Gold Sharesで、ETF SecuritiesやGBS LSEといった他の老舗ファンドで6トン増加した。このように放出から流入へと転じたのは、主に金が安全資産としての魅力を回復したためで、その背景には世界経済の健全性に対する懸念が強まる一方で、来たるべきギリシャ総選挙やECBが景気刺激措置を講じる可能性に対する期待が高まったことがあった。

1月15日には、市場が開く前にスイス国立銀行がスイスフランの対ユーロレートの上限撤廃を発表し、市場を驚かせた。これにより、発表から48時間で27トンの金が金ETFに流入し、このうちの80%をSPDR Gold Sharesが占めた。1月22日には、ECBがデフレ対策として600億ドルの量的緩和に着手すると発表を受けて、市場のボラティリティが高まり、金価格は日中の取引ベースで心理的な壁となる1,300ドル/ozを突破し、4ヵ月ぶりの高値を付けた。こうした動きにより、金ETFの現物保有量は1月末に計1,717トンとなり、2月も1月よりはやや少ないものの22トンの金が流入して、2月末には計1,739トンに達した。流入量がやや減少した主因は世界的に堅調な株式相場と米ドル相場の上昇にあり、これにより金相場は70ドル下落した。3月になると、ETFからは再び金が放出され、3月13日までは放出が毎日続いて放出量が計31トンに達し、ETFの金保有量は1,708トンに減少した。それでもこの水準は2014年末の水準を3%上回っている。

金ETFとその他の類似商品



商品投資

商品価格の動向という点で、昨年は総じて惨憺たる1年であった。ロジウムとパラジウムを除き、貴金属、ベースメタル、エネルギー、農産物を問わず、多くの商品相場が年初を下回る価格で2014年を終えた。特に重要だったのは、鉄鉱石価格と原油価格の前年比下落率が2桁となったことで、いずれの価格も1年間で半分になった。

2014年の商品相場を形成した重要な原動力は主に3つの要因に要約できる。つまり、(1)米ドル高、(2)供給過多、(3)地政学的リスクである。力強さを増す米国の経済情勢と米連邦準備制度理事会による金融緩和策縮小の終了を受けて、米ドル指数は2014年中に12%上昇した。これにより、市場の関心は2015年の利上げ観測へと移行した。米国以外の景気低迷によってドル高が一段と際立ち、特にユーロ圏、日本、新興国市場の経済活動の停滞が顕著だったため、ドルがこうした国の通貨に対して一段と上昇した。

他方、市場では一部の商品の供給が一段と拡大し、とりわけ北米では鉄鉱石と石油・ガスの生産量が増加した。供給の増加に伴って需要が増加することはなかったため、こうした市場では供給過多となって、価格が下落した。しかし、貴金属市場ではドル高の影響がやや緩和された。というのも、ウクライナ危機やイラク北部の空爆など、昨年の一連のできごとによって地政学的リスクが高まり、安全資産としての需要が生まれたためである。

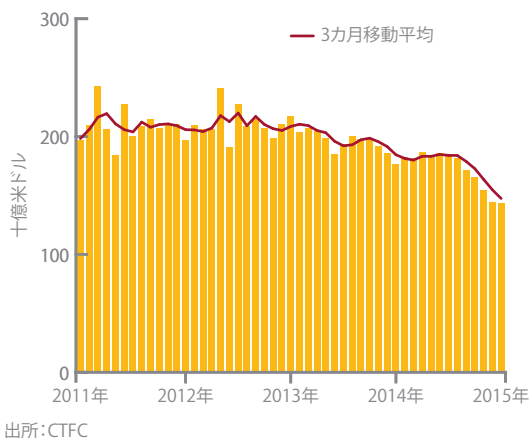
価格動向に関して、貴金属相場全般は2014年に3%上昇し、他の商品や資産クラスの中のまさに真中に位置した。上昇率が最高だったのがドル指数の12%で、次いで株式の8%であった。他方、下落率が最大だったサブセクターはエネルギーで、エネルギー相場は2014年に45%も下落した。貴金属の中で2014年に価格が上昇したのはロ

ジウムとパラジウムで、それぞれ37%と12%の上昇となった。それ以外の貴金属相場はいずれも下落し、最大の下落率は銀相場の21%であった。ロジウム価格とパラジウム価格が上昇した主因は自動車セクターの世界的な回復にあり、とりわけロジウム相場の上昇が大きかったのは、南アフリカの鉱山ストライキによってロジウム市場の供給不足が拡大したためであった。他方、金相場や銀相場が下落したのは主に米国の金融政策が正常化するとの期待によるもので、金融政策の正常化によって、ドル相場が上昇し、安全資産への需要が減少した。

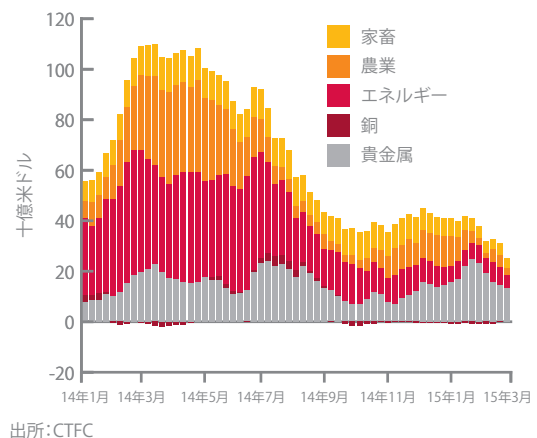
米商品先物取引委員会(CFTC)の月間指数投資データを商品セクターの投資活動の尺度として利用すると、米国の商品先物市場の取引金額(想定元本)は2012年以来減少基調を辿っており、2014年には減少ペースが加速した。商品先物取引の想定元本は2011年の2,426億ドルをピークとして減少基調を辿り、2015年1月末にはピークを41%も下回る1,432億ドルまで落ち込み、2009年以来の最低水準となった。しかし、この減少は主に商品価格の下落によるものである。というのも、取組高は2011年の水準をほぼ維持しているためである。

とは言え、2000年代中盤以降の多くの市場で特徴となっていた中国主導の需要ショックに供給が追い付いたため、商品相場のスーパーサイクルに便乗するために設定された多くのヘッジファンドも撤退した。CFTCにおけるマネージドマネーのポジションを商品セクターごとに綿密に調べると、エネルギーセクターと農産物セクターの正味ポジションの減少が主因となって、商品市場全般の正味ポジションが2014年に減少したことがわかる。エネルギー先物市場では、原油価格が下落した2014年終盤よりかなり以前から正味ポジションが急減しており、すでに悪材料となっていたファンダメンタルズに加えて投機筋の空売りが原油価格下落の一因となった可能性が示唆されている。

CFTC指数投資データ(単位:十億米ドル)



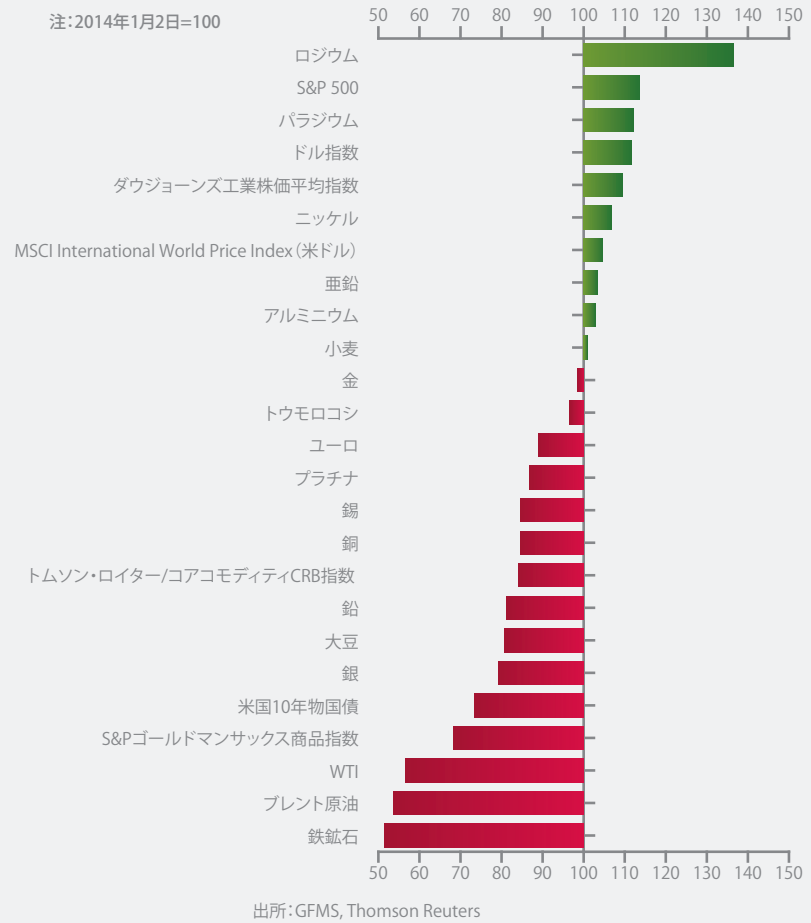
主要取引所における先物取引の正味ポジション



先行きを展望すると、マクロ経済については、米国の経済活動の活発化を受けてドル相場が上昇するとみている。これが資産クラスとしての商品の価格動向に悪影響を及ぼす可能性もあり、危機の際に安全資産とみなされることの多い貴金属は特にその影響が顕著になろう。原油価格の下落によって生産コストが減少し、生産者の利益率が支えられる可能性もあるが、需給バランスの他方の要因である需要もファンダメンタルズを形成するうえで同様に重要な役割を果たしている。

貴金属価格の急激な調整によって現物需要が上向き可能性はあるものの、中国が宣言している緩やかな経済成長という「新常态」により、商品需要は減少する可能性がある。インドを除き、他の新興国市場はロシアやブラジルのように、景気後退または成長減速に見舞われている。今後は、米国が引き続き景気回復基調を強め、米国以外の成長鈍化を相殺できるか否かを見守ることになる。

資産全般の指数化パフォーマンス(2014年)



金価格の相関関係

右下の表は、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、2014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。金と銀の関係は1年を通じて極めて強かったが、第3四半期には、中国のGDP成長率鈍化が工業用金属の需要の足かせになることを懸念したファンドからの大量の売りにより、金と銀の相関関係がやや弱まった。銀相場は他のベースメタル相場とともに下げて下半期に25%強も下落したが、同時期の金相場の下落は10%強にとどまった。

ドル指数は2014年に12%強の上昇となったが、金相場は1.8%の下落にとどまり、ドル高がドル建て金価格の下落にほとんど反映されていないことが示された。とは言え、ドルとユーロの相関関係は第4四半期に著しく強まった。この時期は、ドル高が明らかにドル建て金価格急落の原因であった。

金価格と原油価格の相関関係は2014年も引き続き弱まり、2010年以来的の最低水準に達した。米国では、シェール産業の存在によって原油高が米国経済を力強くすることになった

め、上半期の相関関係は低かったが、下半期になって金価格と原油価格の双方が下落すると、相関関係は高まった。

金とS&P 500の相関関係は2014年にマイナスとなった。米国の経済見通しの好転によって、投資家が安全資産から投資を引き揚げ、株式など高利回りの伝統的資産に向かったため、S&P 500は年末に史上最高水準に達した。

金価格の相関関係

	2013年	2013年	2014年	2014年	2014年	2014年
四半期	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
ユーロ/米ドル・レート	0.50	0.45	0.28	0.14	0.17	0.38
銀	0.88	0.85	0.79	0.82	0.67	0.80
原油(WTI)	0.23	0.07	-0.17	0.20	0.31	0.34
S&P 500	0.10	0.03	-0.25	-0.17	-0.18	-0.11

年間	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
ユーロ/米ドル・レート	0.32	0.16	0.10	0.50	0.34	0.33
銀	0.82	0.81	0.74	0.84	0.90	0.80
原油(WTI)	0.17	0.34	0.27	0.36	0.28	0.24
S&P 500	0.03	0.21	-0.03	0.26	0.17	-0.16

出所: GFMS, Thomson Reuters



COMEXにおける投資家の買い越し

(年末)	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
先物取引の出来高	208,088	167,914	106,043	98,894	17,725	87,050
相当量(トン)	647	522	330	308	55	271
価額(十億ドル)	22.6	23.6	17.0	16.4	2.1	10.5
オプション取引の出来高	-10,528	2,073	5,876	6,867	16,379	11,341
相当量(トン)	-33	6	18	21	51	35
価額(十億ドル)	-1.1	0.3	0.9	1.1	2.0	1.4

出所:CFTC(投機筋の報告不要正味ポジション)

商品取引所での活動

- 中国市場を除く主要商品取引所の出来高は2014年に大幅に減少した。

COMEX

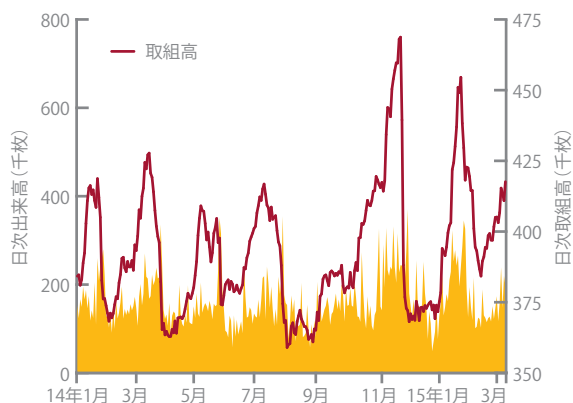
COMEXにおける金先物取引の出来高は2013年に増加したが、2014年には14%減の4,100万枚まで落ち込んだ。これは名目ベースで12万6,024トンに相当し、1日の平均出来高は502トンであった。2014年末の取組高は37万1,646枚で、わずか2%の減少にとどまった。2014年に出来高が減少した一因には、投資家の関心が2013年下半年以降に後退の一途を辿ったことがあった。実際、2013年下半年の出来高は前年同期比26%減の1,940万枚(6万321トン強)まで落ち込んだ。2014年の年初から10ヵ月間は取引もかなり安定しており、1日の平均出来高は15万4,187枚であった。11月と12月には、米連邦準備制度理事会が景気刺激策の終了を示唆したことにより、ドル相場が上昇し、これに伴って金価格が下落したため、金に対する関心はかなり高まり、出来高は前年同期比24%増の計800万枚、1日の平均出来高は19万7,702枚となった。この時期には、COMEXにお

けるオプション取引活動も先物取引に追随し、前年同期比8%増の150万枚に達した。年末の取組高は140万1,393枚(4,359トン)で、2013年末の水準から3%増加した。

CFTCのマネージドマネーに関する報告書は、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。2014年上半期の特徴としてはショートポジションの大幅な縮小が挙げられる。ショートポジションはこの間に139トン縮小し、第1四半期における縮小がこの3分の2強を占めた。投資家は代わりにロングポジションを構築。6月終盤までにロングポジションが128トン増加したことから、投資家の正味ポジションは約300%増の356トンに達した。上半期には、予想外に低調な米国経済統計が相次ぎ、新興国市場では財政が混乱し、ウクライナでは地政学的緊張が高まる中、世界の景気回復に対する懸念が新たに浮上して、金に対する投資家の関心が再燃し、金価格は3月までに数ヵ月ぶりの高値となる水準まで上昇した。しかし、続く数ヵ月間には、経済統計の内容が好転し、ECBが6月の政策決定会議で金融緩和を発表するとの思惑が強まったため、安全資産は下げ圧力を受けた。

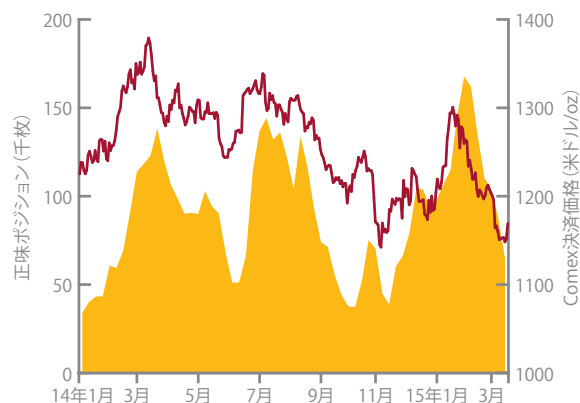
10月序盤までには、ドル相場の急騰を受けて、投資家は金のロングポジションを74トンも清算し、ショートポジシ

COMEXの出来高と取組高



出所: Thomson Reuters

COMEXの先物取引におけるマネージドマネーの正味ポジション



出所:CFTC

ンを2013年12月の水準まで再び積み上げた。しかし、金相場の急騰によってショートカバーが入ったため、ショートポジションの積み上げは短期間で終了した。実際、金価格が12月に1,200ドルを上回る水準まで上昇すると、ショートポジションは清算され、買い越しが8月以来の最高水準まで増加した。2015年第1四半期には、マネージドマネーの買い越しが増加して、1月最終週には最大522トンに達し、金価格が1,750ドル/oz強となった2012年10月の水準まで戻った。しかし、それ以降はロングポジションが大幅に減少する一方で、ショートポジションが1月末から3月中盤までに約3倍となった。2015年1月末には、CMEがCOMEXに1キログラムの金先物取引を上場。これは香港で現物の受渡しが行われ、香港の純度99.99%の金価格に連動しており、24時間いつでも取引することができる。

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。上記の表に示されるとおり、上海先物取引所（上海期貨交易所、SHFE）では、金先物取引の出来高が2014年に名目ベースで2万3,858トン相当となり、前年比で19%も増加した。もっとも、これは主に取引時間が延長されたためであり、取引活動が活発化したためではない。この取引所では、2013年7月に夜間取引を導入し、出来高が急増したが、2014年下半年と2013年下半年を比較分析すると、出来高が20%以上も減少していることがわかる。SHFEの図に示されるとおり、投資活動はCOMEXとほぼ同様に10月末に急拡大した。11月と12月には、1日の平均出来高が149トンとなり、2014年1月～10月の1日平均出来高の86トンを大幅に上回るとともに、前年同期比でも53%増加した。この原因は、連邦公開市場

商品取引所の金取引

	(名目ベースのトン相当の出来高)			前年比 増減
	2012年	2013年	2014年	
COMEX	136,522	147,093	126,024	-14%
SHFE	5,917	20,088	23,858	19%
TOCOM	11,895	12,225	8,745	-28%
SGE金先物取引(T+D)	2,113	3,347	4,724	41%
MCX	10,324	8,945	3,972	-56%
SGE Spot	950	2,003	2,560	28%
ICEフューチャーズUS	1,177	1,116	508	-54%
DGCX	497	426	426	-0.1%
Borsa Istanbul	312	438	239	-45%
SGE国際取引所*	na	na	78	na

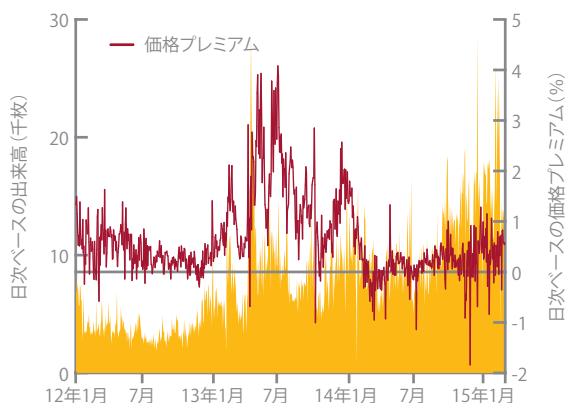
*2014年9月半ばに取引を開始
出所: Thomson Reuters、各取引所

委員会が量的緩和策の終了を示唆し、ドル指数が急騰して新興国市場通貨に下げ圧力が加かったことにある。これによって、新興国の投資家は自国通貨の下落に対するヘッジ手段として金に投資した。

中国において付加価値税（VAT）が免税される金とプラチナを唯一合法的に供給する上海黄金交易所（SGE）では、金先物取引（T+D）の出来高が前年比41%増の4,724トンとなって、SGEが創設された2005年と同様の大幅な増加を記録。現物スポット取引（AU9999およびAU9995）の出来高は前年比28%増の2,560トン（1日当たり10.5トン）であった。SGEの合計出来高は、年初からの9カ月間にわたってかなり安定的に推移し、1日の平均出来高は9.3トンであったが、年末までの3カ月間には、ドル高によって新興国の金需要が高まり、投資活動が徐々に上向いて、1日の平均出来高が13.8トンに達した。

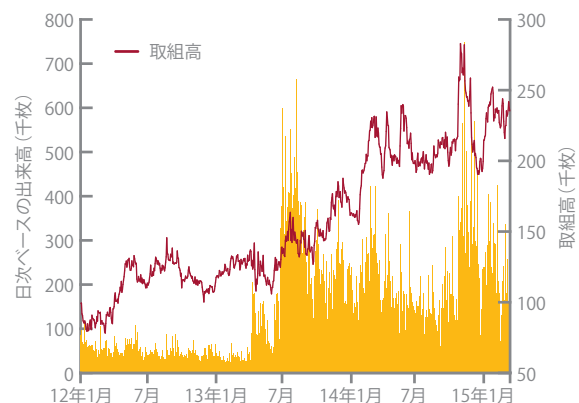
ロンドン市場午前のフィキシング価格に対するSGEの金価格のプレミアム/ディスカウントは、中国市場の供給逼迫

SGEにおける金スポット取引の出来高と金価格のプレミアム



注: 報告されているデータは売買双方からの合計であるため、上記の出来高は報告データの2分の1となっている。
出所: SGE

SHFEの出来高と取組高



出所: SHFE

を判断するための代用指標となるが、2014年には25ドル/ozのプレミアムからスタートして、3月中盤には第1四半期の最低水準となる13ドル/ozのディスカウントまで急落した。この時期にはスイスから中国への金地金輸出が減少しており、中国市場にはすでに金が急激に流入し、加工業者が過剰在庫を抱えていたことが示唆された。第2四半期中、プレミアムは1日平均0.9/ozドルで、安定して推移。主因は宝飾需要の低迷と投資家の関心の後退にあった。7月中盤から10月末まではプレミアムが徐々に拡大し、1日平均が3ドル/ozに達したが、年初の水準にははるかに及ばなかった。年末までの2ヵ月間はプレミアムが大きく変動したが、1日平均は2ドル/ozに下落した。

9月には上海自由貿易特区に拠点を置く外国為替取引所としてSGE国際取引所が新設され、独自の人民元建て商品が上場されている。この取引所の運営者はSGEと同じだが、運営はそれぞれ独立しており、国際取引所は海外に流出している人民元を中国に還流させることを目的としているとみられる。この取引所の開設により、外国人は厳しく規制されている中国の金市場に初めてアクセスすることができるようになった。最初の取引から年末までの出来高は名目ベースで78トン相当であった。2015年の年明けには、投資家の関心が高まっており、名目ベースの出来高は年初の2ヵ月間で50トン相当に達した。

TOCOM

東京の取引所では、取引単位が1キログラムと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2013年にほぼ横這いで推移した後、2014年には再び長期減少傾向に転じ、前年比28%減の870万枚強（名目ベースでは8,745トン相当）まで落ち込んで、2000年以来の最低水準となった。一因としては、

金価格の急落によって2013年下半期に始まった投資活動の低迷が続いたことがある。2014年上半期には、名目ベースで3,632トンが取引され、前年同期比52%減となった一方で、2013年下半期比では22%減にとどまった。投資活動は9月初旬から上向き始め、9月と10月の1日平均出来高は4万2,679枚となった。他の取引所と同様に、出来高はドル高を受けて、11月序盤に急増し、11月の1日平均出来高は6万7,789枚に達した。しかし、12月中盤には、投資家の関心が再び後退して、夏場の閑散時期に見られる水準まで落ち込んだ。2014年末の出来高は前年比38%増の3万5,881枚で、金先物取引の取組高は同19%減の7万3,137枚であった。

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代用データとして利用することができる。年明けに3万2,182枚だった買い越しは2月中盤まで横這いで推移していたが、低調な2013年第4四半期GDPの発表と金価格の上昇によって急減し、3月16日には1万885枚の売り越しに転じた。その後は、ロングポジションがショートポジションの減少ペースほどではないものの増加したことにつれて、投機筋のショートポジションが消滅し、6月中盤には、金価格が下落したため、買い越しが4万4,662枚の年間最高水準に達した。その後、買い越しは減少に転じたが、6月中盤から10月中盤までは2万枚前後で安定して推移した。

しかし、この裏でロングポジションとショートポジションはともに増加基調を辿っていた。インフレ率が1%を割り込む可能性があるとの日銀高官の発言によって買い越しが激減し、2014年11月7日に3万6,753枚だった買い越しは11月28日に1万177枚の売り越しとなった。その後、ショートポジションは年末に向けて次第に減少し、2014年末には2,575枚の買い越しとなった。2015年の年明

生産/消費加重金価格



出所: GFMS, Thomson Reuters

生産加重金価格指数と消費加重金価格指数は、加重物価インフレ指数で調整された金価格を示している。加重値は主要国の金の需給によって決定される。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となっている。しかし、国内金価格が実質価格と全く異なる国のインフレ率や通貨価値の変動はこの実質価格に考慮されていない。2014年には、実質金価格が0.6%の下落にとどまったが、消費加重金価格は2.4%も下落し、他方で生産加重金価格は12%上昇した。昨年、生産が集中するロシアや中国などの通貨が米ドルに対して下落したことから、生産国の国内金価格（インフレ調整済み）が上昇した。

けには、円建て金価格が急騰したため、買い越しが減少の一途を辿った。しかし、金価格が上昇ペース並みに急落すると、2015年2月中盤までに買い越しが回復した。

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、その中で牽引役となっているのが**マルチ商品取引所 (MCX)**である。この取引所の出来高は2014年に約60%も減少し、4月には2005年以来の最低水準となる302トンまで落ち込んだ。インド当局によって導入された一連の法規と金の輸入規制に加え、0.01%の商品取引税の実施によって、トレーダーはCOMEXやドバイ金商品取引所といった別の取引所や、規制対象外のインド国内の取引所に移動した。しかし、5月21日に輸入規制が緩和されると、出来高は回復し、11月には385トンに達した。2015年の年明けから3月20日までは1日の平均出来高が16トンと、2014年の年末までの3ヵ月間と変わらない水準で推移している。

NYSE Liffeの取引は2014年9月にICEフューチャーズUSに移管された。出来高の長期減少傾向は移管前と変わらず、名目ベースの出来高は前年比56%減の508トンまで落ち込んだ。また、年末の取組高は名目ベースで1トンにとどまり、2013年末の水準から72%も減少した。100オンス金先物の出来高はごくわずかな量にとどまり、取組高も同様であった。33.2オンスの「ミニ・ゴールド」取引の出来高は50万枚、すなわち名目ベースで507トンとなり、減少ペースは全体の56%減をわずかに下回る前年比54%減であった。年末の取組高は1,800枚で、2013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2013年に緩やかに減少した後、2014年にはほぼ横這いの426トンとなった。この取引所では、そ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、取引活動が過去数年間にわたって非常に抑えられている。DGCXは2014年6月に金のスポット取引を開始する予定だったが、この計画は延期されており、2015年序盤の時点でまだ開始されていない。この取引では、純度99.5%の1キログラムの金が売買されると予想される。

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
2010年	1,737	571	553	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
2014年	4,207	569	500	1.1:1

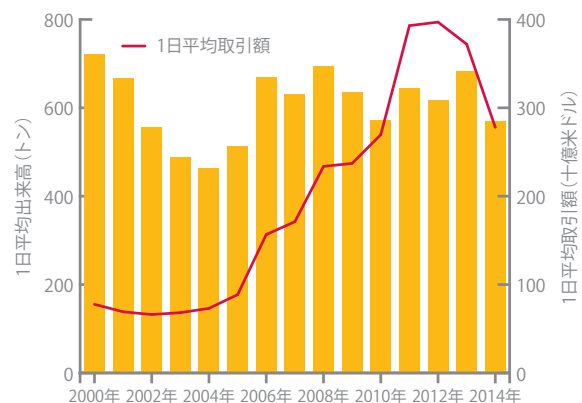
*1日平均 **LBMAの清算会員間で決済される金のロコ・ロンドン取引量 (正味) を示す。

出所: LBMA, Thomson Reuters

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。トルコ国内では、この取引所の会員である92社のみが金の取引を許可されており、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、国内で生産された金の取引はすべてこの取引所を経由しなければならない。昨年は出来高が名目ベースで239トンにとどまり、2013年の水準から45%も減少した。原因は、金地金やコインの投資需要が減少したこととあり、それゆえにこの取引所を経由しなければならない金も減少した。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、貴金属市場では、取引が週末や祝祭日を含めて毎日行われていることも注目すべきである。

シンガポール取引所は2014年10月に、卸売市場のために純度99.99%の25キロバーの取引を開始した。この商品は現物の受渡しによって決済され、6日間の限日が設定されている。

ロンドン地金市場の出来高



出所: LBMA

OTC 市場

- 2014年、OTC市場では2013年の熱気が冷め、投資活動全般が大幅に低下したが、主にアジアでの便乗買いによって投資は純増した。

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性性に富み、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。

2014年のOTC市場では投資が純増。これが地政学的混乱や押し目買いによって押し上げられた金相場の支援材料となったのが特に第1四半期であった。実際、同じことは、ドル建て金価格の押し目での買いによって、ドル以外の通貨建て金価格が急騰した昨年未の値動きに対しても当てはまる。しかし、活動水準全般が2013年よりもはるかに低調であった点は留意すべきである。これを裏付けるのがLBMAのデータで、金の正味取引量は2014年に前年比で17%減少した。当然のことながら、これを金額で見ると、減少率は25%にまで拡大する。2013年の投資活動が異例なほど活発だったため、前年比の数値にはおそらくゆがみが生じているのだろうが、2013年以外と比較しても、LBMAの出来高は2005年以来の最低年間出来高となっている。

興味深いことに、取引量は6%とわずかな減少にとどまった。というのも、取引量の減少は平均取引サイズが縮小傾向を辿っているためである。2013年には主に機関投資家が金を大量に売却していたが（そして別の投資家が金を購入）、2014年にはこれが繰り返されることはなかった。そうなのはボラティリティが低かったためであると同時に、そうした大量の売買がなかったためにボラティリティが低かったということになる。したがって、11月だけはボラティリティの上昇を受けて投資活動が前年同月の水準を上回った。またおそらくは、市場全般が先物市場での活動を増やす傾向にあることが店頭市場の取引量の足を引っ張っている場合もある。このような投資活動の減少は各地域の市場の重要性が増していることを反映している部分もあり、ロコ・ロンドン取引のシェアは縮小している。それに伴って、OTC市場の変化を支える重要な要因は引き続き西から東

へとシフトしている。これを示す具体例は数多くあるが、最新の事例で注目すべきは上海の活動が目覚ましく伸びていることである。こうしたシフトに関するもう1つの重要な動向は、アジアの3カ所の取引所が金取引を開始したことである。これによって今後はますます西側市場からのシフトが進むであろう。2015年の年初には投資活動が上向いたが、1月の場合は間違いなく金価格の上昇が原因であった。背景には、ECBによる量的緩和策実施の可能性が高まったこと（そして実施されたこと）やスイスフランの対ユーロ上限撤廃によって先行き不透明感が高まったことにより、欧州を中心に、投資家の買いが旺盛になったことがある。実際、LBMAの取引量は1月に前年比20%増となった。ただし、現地調査が示すところによると、米ドル高とそれが米ドル建て金価格に及ぼす影響により、その後は投資活動が減少に転じて、売りが増加している。

現物金地金投資

- 金地金需要は2014年に前年比で40%強も減少して推定829トンとなり、2009年以来の最低水準まで落ち込んだ。
- こうした需要減少の主因は、中国とインドを牽引役とするアジア市場の投資需要が急減したことにあった。
- アジア以外では、欧州と北米の金地金需要が2桁の減少となった。

世界の現物金地金投資は2014年に566トン（41%）もの大幅な減少となって、5年ぶりの最低水準となる829トンまで落ち込んだ。主因は、アジアの需要が大幅に減少したことにあり、その背景には金価格のボラティリティ不足や価格下落観測に加え、2013年に金を大量に購入した投資家が現物金地金の購入を見送ったことがある。また、金の国内需要の抑制を目的とする様々な政策も昨年の大幅な需要減少の一因であった。アジア以外では、欧州でも、金相場の方向感が不透明なことや景況感が徐々に上向いたことを受けて、金地金の購入量が大幅に減少した。他方、米国では、堅調な景気回復によって投資家が安全資産の金から高利回り資産への乗り換えを図ったため、金地金の購入量は2桁の減少となった。

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、2014年には210トンまで落ち込んだ。ただし、強調すべきは、15%も減少したにもかかわらず、昨年の

需要は歴史的に見ればまだ高い水準にあるということである。需要がこのように高水準にある主因は、この地域の経済および金融の不透明感が払拭されないために、現物金地金に対する投資家の関心が持続していることにある。昨年の大量の売りは上半期に集中しており、この時期には需要が前年同期比で27%も減少した。もっとも、比較対象の2013年上半期には、金価格の急落を受けて、第2四半期を中心に異例なほど旺盛に金地金が購入された点に留意すべきであろう。昨年の需要減少のそれ以外の原因としては、投資家心理の改善や、株式相場の上昇に伴う金相場の予想外な低迷があり、ドイツやフランスなどの市場では、こうした要因が投資行動を決定するうえで重要な役割を果たした。他方、経済に構造的な問題を抱えるイタリアなどでは、長引く景気低迷によって、安全資産の金への投資といった投資の分散化が引き続き必要となったため、現物金地金の需要減少はさほど際立ったものにはならなかった。また、上半期とは対照的に、下半期の需要減少は「わずか」3%にとどまった。というのも、ECBによる量的緩和への期待（および後に実現）によって、2014年末に個人投資家の関心が促されたためであり、2015年の年明けも、こうした要因が追い風となって個人投資家による旺盛な金地金需要がみられた。

北米

北米の現物金地金需要は2014年に前年比27%減の28トンまで落ち込んだ。2013年には、金相場下落を受けて、個人投資家の関心が高まり、金地金需要が23%も増加した。こうした投資家は2013年中に目標量の大半を購入し、2014年の需要を前倒したようである。米国経済が増勢を強めたため、価格変動のみをリターン源泉とする(non-yielding)資産に対する投資家の関心は低下。米

国株式相場を示す指標としてS&P 500指数を利用すると、同指数が2014年に史上最高値を更新したため、ドルの投資資金は安全資産の金から引き揚げられた。米国では、第3四半期と第4四半期にも投資家による金の清算が増加し、金地金の正味需要を圧迫した。

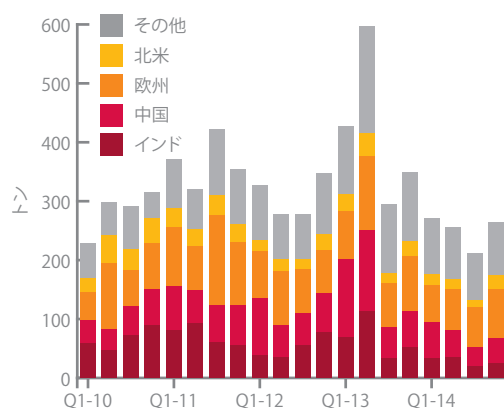
インド亜大陸

インドの投資需要は2014年に59%減の110トンとなり、2005年以来の最低水準まで落ち込んだ。世界全体に占めるインドの割合は13%まで低下。過去10年間にこれほどの低水準になったことはなく、また2004年から2012年までの年間平均である35%も大幅に下回った。このように需要が大幅に減少した原因は、公式ルートからの供給不足、機関投資家による価格下落観測、汚職の取り締まり、総選挙に起因する2014年上半期の流動性危機にあった。

公式ルートを通じた金の供給は、金取引の大半において定期的なキャッシュフローを維持するための重要な収入源であり、宝飾店や地金トレーダーの取引を増やした。これは現物取引全般に当てはまる。特に銀の場合はこれが顕著で、実際に銀の輸入量は2年連続で最高水準を更新した。公式ルートからの金の供給が不足したことで、宝飾業界には非公式ルート経由の金が供給され、金に対する戦術的投資は総じてなくなった。また、プレミアムが高く不安定なことも、目先の現物取引活動を敬遠する要因となった。金の供給がわずかな業者に限定されたことから、1週間のプレミアムの変動がロンドン市場のスポット価格を上回ることもあった。現物市場では、関税が税関によって隔週で設定される税率を基準としており、従価税とは異なることもリスクとなって、業界に嫌気されている。

機関投資家が売り手となって高水準の退職放出を牽引したものの、これはすぐに宝飾市場に吸収され、供給不足を補った。上半期には、総選挙を控えて政界からも多くの金が売却された。富裕層の資産運用担当者は投資家に対して金投資よりも株式投資を促すことに重点を置き、金への分散投資に対する関心は総じて低下した。需要を後押ししたのは行事主導の買いだけであった。たとえば、4月のアクシャヤ・トウリティーヤと10月のダンテラスの期間中には軽量クラスではあるものの金地金の買いが旺盛となった。伝統行事に乗り遅れないよう10グラムや20グラムの地金は購入されたが、100グラムの投資用地金に対する関心は低かったのである。とは言え、11月に金価格が下落すると、投資活動は回復した。しかし投資家全般を惹きつけるほどの価格とはならず、下半期の投資は上半期の水準から36%減少した。

小口投資



出所:GFMS, Thomson Reuters

現物金地金投資

(トン)	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
欧州										
ドイツ	9.3	22.3	30.3	109.1	128.7	121.7	154.5	104.1	112.5	97.0
スイス	9.2	10.5	12.5	88.9	97.1	92.4	115.9	80.4	65.1	44.6
ベルギー	-1.2	-4.3	-2.0	-0.1	12.2	18.7	23.8	19.2	21.0	21.8
トルコ	1.5	3.2	4.4	4.0	0.9	4.9	14.0	8.5	11.6	10.0
その他	-30.6	-32.9	-40.3	5.6	-7.3	-10.2	28.4	35.3	37.5	36.5
欧州合計	-11.9	-1.2	4.8	207.4	231.5	227.5	336.5	247.4	247.6	209.8
北米										
米国	12.4	4.9	-2.5	51.4	63.5	62.0	47.5	25.9	33.4	24.8
カナダ	1.4	4.0	1.4	5.2	7.4	3.4	5.1	2.6	5.0	3.0
メキシコ	0.7	0.8	1.8	5.3	3.3	2.8	2.9	2.8	0.1	0.1
北米合計	14.5	9.7	0.8	61.9	74.3	68.3	55.5	31.3	38.4	27.9
南米										
ベネズエラ	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.6	2.0
その他	-4.3	-3.6	-2.0	-0.6	0.6	0.3	0.5	0.5	1.2	0.3
南米合計	-4.3	-3.6	-2.0	-0.6	2.6	2.3	2.5	2.5	3.8	2.3
アジア										
中国	9.0	10.1	21.0	60.8	102.3	178.6	237.8	249.3	362.1	171.1
インド	102.8	139.8	148.6	159.9	117.5	266.3	288.0	205.9	265.8	109.8
タイ	28.0	15.9	4.6	42.6	-10.1	63.0	103.6	101.9	157.9	84.4
ベトナム	34.0	69.5	56.1	96.2	58.2	67.0	87.8	67.4	84.8	56.4
イラン	11.9	12.0	20.2	30.6	15.8	33.8	40.4	44.2	50.4	43.4
インドネシア	3.0	-1.0	0.3	2.9	-6.0	15.3	24.8	22.1	43.1	18.1
サウジアラビア	7.3	8.0	9.0	13.5	10.9	14.5	17.4	16.3	17.8	14.6
パキスタン	3.4	2.1	2.6	-4.4	-19.4	7.0	14.6	12.3	23.9	13.4
UAE	8.3	6.6	5.9	8.0	4.4	6.1	9.1	7.9	9.5	8.5
韓国	1.6	1.3	1.4	-0.3	-8.0	0.6	3.0	2.7	7.0	7.9
その他	52.2	-34.4	-39.2	-23.1	-31.4	-27.3	-7.5	12.1	49.2	34.8
アジア合計	261.5	229.8	230.5	386.8	234.2	625.0	818.9	742.0	1,071.5	562.4
オセアニア、その他										
オーストラリア	0.7	0.8	1.0	2.9	4.4	10.2	15.5	14.8	17.6	16.2
エジプト	0.9	0.6	0.7	0.4	0.7	1.2	0.7	0.8	15.2	9.9
オセアニア、その他合計	1.6	1.4	1.7	3.3	5.1	11.3	16.2	15.6	32.8	26.1
世界の合計	261.4	236.1	235.8	658.8	547.7	934.4	1,229.5	1,038.9	1,394.1	828.5
内訳:										
中東*	36.0	34.8	45.0	61.4	34.9	65.8	93.1	73.3	115.9	97.9
東アジア*	119.1	54.7	37.1	171.7	100.9	290.5	435.3	456.7	688.7	357.8
CIS*	3.3	3.6	4.2	4.4	4.9	3.1	2.8	2.7	2.7	2.8
インド亜大陸*	108.1	143.0	152.3	156.6	98.5	273.6	304.4	220.8	293.0	126.0

出所:GFMS, Thomson Reuters *地域の主要金地金市場

東アジア

中国の金地金投資は2014年に171トンまで落ち込み、前年比で53%もの大幅な減少を記録するとともに、2010年以來の最低水準になった。このように投資が大幅に減少したのは、中国政府が2013年4月から導入した汚職対策が金投資に大きな打撃を与えたためである。実際、贈答品としての利用は現物地金需要の大半を占めている。また、金地金は価値も流動性も高く、中国の文化に深く根付いていることから、中国の歴史において汚職構造の一角を

形成してきた。この汚職対策は今なお展開中であり、汚職で有罪になると長期の懲役刑や極刑を言い渡されることになるため、贈答品用の需要は大幅に減少した。また、金相場に対する下げ圧力によって潜在投資家が模様眺めに徹していたため、金に対する投資家の信頼感が低下し、これが需要減少のもう1つの理由となった。さらに、国内株式相場が堅調に推移していることも投資家の金投資離れを促す要因となった。

ベトナム国立銀行は2013年に、急増する貿易赤字を抑え

る取り組みとして、国内の金市場の運営方法を大幅に変更した。異例の取り決めに基づき、政府は地金輸入の全面的な統制を効率的に進めている。加えて、鑄造地金の生産も、政府当局によって認可・管理されているもの以外は禁止されたことから、国内市場に放出される金地金の量も制限された。Tomson Reuters の GFMS チームの試算によると、ベトナムの金投資需要は 2014 年に 3 分の 1 減の 56.4 トンまで落ち込んだと推定される。供給不足とそれゆえの金地金製品の高いプレミアムによって、公式鑄造地金が入手困難な農村部を中心に、消費者は金投資として 24 金コートの指輪を購入する傾向を強めている。

タイでは、金地金の退蔵が 2013 年に記録的な水準に達した後、2014 年には 47% (74 トン) も減少して推定 84.4 トンまで落ち込んだ。価格の変動がほとんどなかったことで定期的な取引が限定され、金相場的一段の下落を示唆するメディア報道によって投資家は金価格の下落を予想した。また、多くの投機筋が 2013 年に現行価格を上回る水準で購入した金地金を抱えている — こうした背景により、上半期の現物投資は前年同期比で 57% も急減した。加えて、タイの株式相場が急騰したため (2014 年には SETI が 1 割強も上昇)、資金がこの高利回り資産クラスに向かった。下半期の金地金需要は前年同期比で 30% の減少にとどまったが、これは第 4 四半期中に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 パーツを下回って、金が一時的に買われたためである。この価格水準になると金の需要が再燃したが、それでも 2013 年上半期の需要にははるかに及ばなかった。

日本の金地金投資需要は 2013 年に 7 年ぶりにプラスに転じたが、2014 年にはこの基調が反転し、推定 1.9 トンの放出となった。現物投資市場は年初から好調で、消費

税が 4 月に 3% 引き上げられるのに先駆けて、投資家は前倒しで金地金を購入した。これによって正味投資は 5 トンを上回り、2008 年以来の高水準となった。しかし、円安によって円建て金価格が 4,700 円/グラムを上回り、2013 年 5 月以来の高値になると、第 3 四半期に投資はマイナスに転じ、第 4 四半期には放出量がさらに増加した。金価格の上昇は投資家にとって利益確定の売りのチャンスとなり、多くの投資家がこの機を利用して保有する金を現金化した。

中東

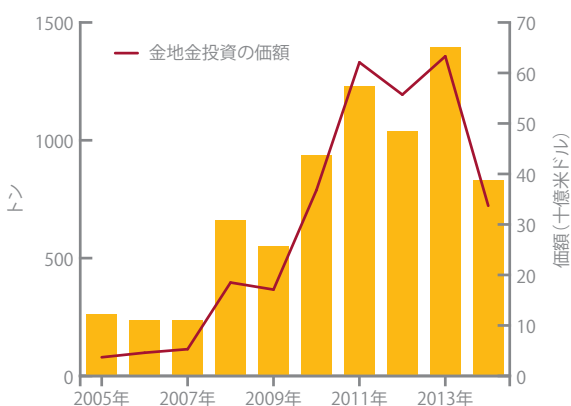
中東の金地金退蔵量は 2013 年に 38% 強も増加して最高記録を更新したが、2014 年には 15% 減の 98 トンまで落ち込んだと推定される。年初には金価格の上昇によって投機活動が後押しされ、投資需要は堅調に推移していたが、その後はボラティリティ不足と価格下落観測によって、需要が鈍化した。多くの場合、消費者は、金以外の資産クラス (主に株式) が過去 12 ヶ月間に達成した利回りを、金投資でも実現することができるということを信じられなくなっているようである。イランの 14% 減、サウジアラビア (中東圏最大の金投資市場) の 18% 減が先導役となり、この地域のほぼ全体で投資需要が大幅に減少した。地域全体で傾向は変わらず、UAE も大半の湾岸諸国も投資需要が 2 桁の落ち込みとなった。唯一の例外がクウェートで、富裕層の投資家が金価格の下落を利用して金資産の構築を図ったため、需要が前年比で 28% 増加した。

公的コイン

- 世界の公的コイン鑄造量は 2014 年に前年比 37% の減少となった。背景には、2013 年の需要の主な特徴であった現物購入熱が冷めて正常な状態に戻ったことがあった。

2014 年の公的コイン加工量は明らかに 2013 年の水準を下回り、37% 減の計 173 トンにとどまった。公的コイン加工量の減少が特に際立ったのは、地金型コインの最大加工地域の一角を占める北米 (36% 減) と欧州 (44% 減) であった。2014 年の急減は、金価格の大幅な下落を受けた熱狂的な押し目買いによって 2013 年の加工量が異常な水準になったことも一因だが、安全資産としての金に対する関心が低下していることも示している。2012 年の水準と比べても、2014 年のコイン需要は 17% 減少している。世界的な金融危機からの回復を受け、投資家は金以外の資産への投資によって利回りを高めることを求めており、これがコイン購入熱の鎮静化に反映されている。この

世界の現物金地金投資



出所: GFMS, Thomson Reuters

公的コイン(中古金スクラップの利用を含む)

(トン)	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
トルコ	52.0	56.7	56.7	53.1	30.9	35.6	58.9	39.9	90.6	40.5
カナダ	10.2	8.3	9.0	27.6	38.2	34.1	35.8	23.9	35.5	22.1
米国	14.0	27.5	19.0	31.8	50.9	44.5	36.5	27.5	34.1	21.8
南アフリカ	1.5	2.4	6.8	8.7	23.2	20.0	23.8	23.7	27.5	21.5
中国	9.4	9.4	7.2	5.5	6.7	8.5	23.9	21.4	21.8	15.4
オーストリア	7.2	4.4	5.3	24.9	33.4	17.9	21.1	12.4	20.3	13.6
オーストラリア	4.4	5.3	5.6	9.6	11.0	8.4	10.6	10.0	16.2	11.6
イラン	4.2	4.0	4.5	5.3	7.6	9.4	9.6	9.2	10.3	7.5
英国	3.3	3.5	3.4	4.3	4.7	4.4	5.8	6.8	4.9	4.7
ロシア連邦	0.9	1.6	4.3	5.7	6.5	5.4	4.6	6.4	5.7	4.5
ドイツ	5.5	5.5	5.5	5.5	5.0	5.0	4.7	5.0	4.2	4.2
スイス	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.1	1.9	1.9
その他の諸国	5.0	3.6	3.8	5.4	5.5	5.1	3.0	4.1	3.7	3.9
世界の合計	117.7	132.3	131.3	187.4	223.8	198.5	238.7	190.4	276.6	173.2

出所:GFMS, Thomson Reuters

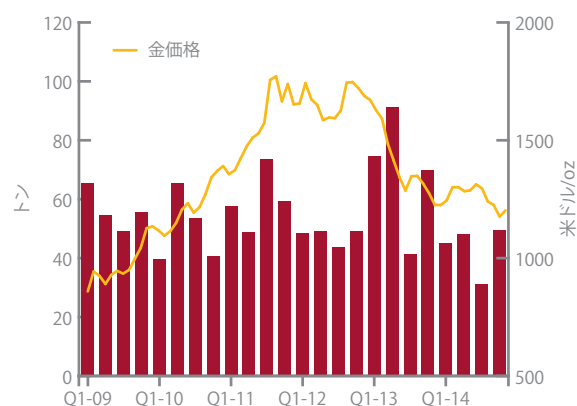
点は、コイン加工量が2008年以前の水準に戻ったことから明らかである。加工量は前年比37%減だったが、金額では44%減と、さらに急激な減少となった。この背景には、投資家の関心の後退と平均金価格の下落があった。2014年の平均金価格は前年比で10%下落し、コイン投資額は計70億ドルとなって、2009年以降の最低水準まで落ち込んだ。我々独自の地金型金貨調査を地域ごとの地金型金貨の販売量の尺度として利用すると、前年比で最大の減少となったのはアジア(日本を除く)であった。この地域では中国が最大の購入国で、コイン販売量が50%減少した。この点からも、現物需要の西から東へのシフトという2013年の動きを特徴づけた金の購入熱が急速に冷めたことが分かる。そして、熱が冷めた背景には、投資家が分別なく金を購入した後に慎重な姿勢を強めたことがあった。他方、従来から世界最大の地金型金貨市場である北米のコイン販売量は36%減少し、金以外の高利回り投資という点から金に対する関心が低下していることを示した。

興味深いことに、日本と欧州の地金型金貨販売量はさほど減少せず、我々の推定によると欧州は25%減(30%減の世界平均に対して)、日本はわずか3%減にとどまった。欧州の場合、第3四半期末までは世界全般と同程度の減少となっていたが、最終四半期に需要が急増した。主因は、外国為替相場の動向であった。ドル建て金価格は1年を通じて下落基調を辿ったが、ユーロ建てと円建ての金価格は堅調に推移した。年末に向けて本国通貨が下落したこうした国々の投資家にとって、金は適切なインフレヘッジとなった。さらに、日本でも欧州でも、中央銀行が流動性を高めるために量的緩和を導入しようとしたことから、経済活動が年末に向けて失速した。そのため、こうした

地域の投資家は金投資の清算を控え、為替相場の動向と景気減速に対するヘッジとして金投資を増やす場合もあった。コイン加工量を四半期ごとに見ると、主に第1四半期と第3四半期に大幅に減少している。現物の金に対する戦略的投資がなかったため、コインの投資需要は1年を通じて主に投機筋と押し目買いを頼りにしていた。金価格は2013年第4四半期に1,276ドル/ozまで下落すると、2014年第3四半期末までは堅調に推移。この期間の平均金価格は1,287ドル/oz、取引レンジは1,214~1,385ドル/ozであった。これを前年の急激な価格調整と1,192~1,694ドル/ozという広い取引レンジと比べると、相場は新規の押し目買いを誘うほど下落もせず、投機筋を煮きつけるほど上昇もしなかった。ただし、最終四半期だけは、大幅な価格調整によって買いが戻った。

地金型コインと硬貨型コインの双方のコイン生産国を順位

公的投資用金貨の販売量



出所:GFMSの四半期投資用金貨調査, Thomson Reuters

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)	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
インド	32.8	55.8	64.7	63.5	53.5	82.6	80.0	106.3	96.3	70.8
その他の諸国	4.2	3.6	3.7	6.2	5.4	5.7	7.8	7.1	7.5	6.6
世界の合計	37.0	59.4	68.4	69.7	58.9	88.3	87.8	113.4	103.8	77.4

出所:GFMS、Thomson Reuters

付けると、トルコが計 40.5 トンを生産して、引き続き首位を占めた。ただし、この生産量は前年の水準から 55% も減少している。もっとも、トルコのコイン加工量は 2013 年に 127% と著しく増加して 2012 年の 2 倍以上となる 91 トンに達し、史上最高水準を記録したことに留意すべきである。トルコに続くのが、**カナダ** (22 トン)、**米国** (21.8 トン)、**南アフリカ** (21.5 トン) である。**中国** は 2013 年に世界第 4 位のコイン生産国であったと推定されるものの、2014 年の生産量は推定 15.4 トンにとどまり、南アフリカにその座を譲った。この背景には、2013 年に見られた既存投資家の購入熱が冷めたことや金の保有量拡大傾向が限られていたことを受けて、地金型コインの販売量が減少したことがあった。中国に続くのが、**オーストリア** (14 トン)、**オーストラリア** (12 トン) であり、それ以降の順位はほぼ変わらなかった。主要コイン加工国の大半ではコイン生産量がパーセントにして 2 桁の減少となったが、英国は例外で、3% の減少にとどまった。

2015 年の年初から 2 ヶ月間のコイン販売量は低調であり、緩やかな減少ペースながらも、前年同期を下回ると予想される。目先の金の現物投資需要は、引き続き価格見通しや他の投資機会と比較した投資妙味によって左右されるであろう。米国の利上げが迫っているため、金の現物投資を続けるには難しい状況となるであろう。

メダルおよび模造コイン

- インドでは、金価格の下落観測によって投資活動が低調になったため、模造コイン需要も 71 トンまで落ち込み、5 年ぶりの最低水準となった。

インドでは、メダルおよび模造コインの需要が 2014 年に 2013 年の水準から 26% 減少した。これは 2 年連続の減少であり、10 年間にわたる金の強気相場の中で最大の減少であった。昨年は季節要因と投資妙味のある価格水準が需要の追い風となったものの、価格下落観測とプレミアムの拡大が購入の足かせとなった。とは言え、インド政府とインド準備銀行による金融規制強化により、模造コイン需要は 2013 年下半年から低迷して

いる。また、アクシャヤ・トゥリティーヤとダンテラスに向けての数週間を除き、多くの宝飾小売店も、宝飾品よりも利益率の低い模造コインの販売に関心を示さなかった。

銀行や郵便局による模造コインの小売りが禁止されたことは、模造コイン鑄造産業に大きな打撃を与えた。同様に重要なのが、50 グラムを超える金貨を担保とした貸付金を制限したことである。これによって、担保市場では宝飾品のみを受け付けるようになった。また、宝飾品を販売して、同時にこれを担保として貸付を行う業者もいた。ただし、模造コインの製造には、製造費用が宝飾品よりも安いという魅力がある。

とは言え、ホールマーク刻印のある規格宝飾品の販売量が増加していることから、今後、模造コイン市場の販売量は限定的となり、以前の水準に戻る可能性はないだろう。11 月 28 日の通達によってコインの禁輸は解除されたが、銀行はまだコインの販売を許可されていない。現在の販売量には、湾岸諸国で働いているインド人が帰国した際や東アジア諸国の人々がインドに訪問している間に非公式に持ち込んだメダリオンも含まれている。メダリオンにチェーンを付けてフックを緩めれば、申告せずに簡単に入国できる。同様に留意すべき重要な点は、主にコイン輸入に対する規制のために、切手のデザインやスイスコインのデザインを模したコインの販売が増加していることである。

先行きを展望すると、金価格は下落するだろうが、2015 年末までの需要についてはさほど強気にはなれない。他方、現地で鑄造されている 995 コインの市場が大幅に成長し、916 コインからの移行が拡大することが注目される。インド初の公的コイン「アショカ・チャクラ」を発売するという政府の提案に消費者は反応するだろうが、そうした反応は当該コインの額面金額と販売網に大きく左右される。

第3章 付 録

付録 1	世界の金の鉱山生産量 ー トン	33
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	35
付録 3	宝飾品消費量(中古金スクラップを含む) ー トン	37

世界の金の鉱山生産量 - トン

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
欧州										
ロシア	175.4	172.8	169.3	188.7	205.2	203.4	215.6	229.7	248.8	262.2
トルコ	5.1	8.1	10.1	11.4	14.5	16.6	24.1	29.6	33.5	32.3
フィンランド	1.2	1.1	1.5	1.7	3.8	5.6	6.4	8.9	8.4	7.3
スウェーデン	6.1	6.7	5.0	4.9	5.5	6.3	5.9	6.0	6.4	6.4
ブルガリア	2.3	2.8	2.9	2.8	3.3	2.5	3.4	4.3	4.6	5.4
スペイン	1.4	2.2	0.5	0.0	0.0	0.0	0.4	1.5	2.1	2.0
その他	4.0	3.8	4.0	4.1	3.7	3.1	2.4	2.4	3.7	3.1
欧州合計	195.5	197.6	193.4	213.6	235.9	237.5	258.3	282.3	307.5	318.7
北米										
米国	262.3	251.8	238.0	233.6	221.4	229.7	233.3	232.3	229.5	205.0
カナダ	119.5	103.5	102.2	95.0	96.0	103.5	107.8	108.0	133.3	153.8
メキシコ	30.6	39.0	43.7	50.8	62.4	79.4	88.6	102.8	119.8	118.2
北米合計	412.5	394.3	383.9	379.4	379.9	412.5	429.7	443.1	482.6	477.0
南米										
ペルー	217.8	213.5	183.6	195.5	201.4	184.8	189.6	184.4	187.7	172.6
ブラジル	44.5	49.2	58.1	58.7	64.7	67.5	67.3	67.3	80.1	80.7
アルゼンチン	27.8	43.4	42.5	40.3	48.8	63.5	59.1	54.6	50.1	59.8
チリ	39.6	40.4	41.5	39.2	40.8	38.4	44.5	48.6	48.6	44.2
コロンビア	24.8	26.0	26.0	26.0	27.0	33.5	37.5	39.1	41.2	43.1
ドミニカ共和国	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.5	0.5	4.1	26.5	35.6
ベネズエラ	21.1	26.5	24.3	24.3	24.8	24.9	25.5	21.8	22.9	23.2
スリナム	18.2	16.9	16.1	17.9	20.8	22.9	24.6	26.5	27.0	26.6
エクアドル	11.9	14.0	14.0	14.0	14.0	17.2	17.6	17.6	17.4	17.8
ギアナ	10.1	8.4	9.7	10.5	11.9	12.8	14.4	14.4	14.4	14.4
ニカラグア	3.9	2.9	3.1	2.9	2.6	4.9	6.3	6.9	8.7	8.8
ガテマラ	0.7	5.2	7.7	8.0	9.0	9.4	12.1	6.6	6.5	6.3
ボリビア	8.0	9.6	8.8	8.4	7.2	6.4	6.5	6.4	6.1	6.3
ホンジュラス	4.4	3.9	3.1	1.9	2.6	2.4	1.9	1.9	2.0	2.8
パナマ	0.1	0.1	0.1	0.1	0.9	1.8	2.1	2.3	1.3	1.9
その他	6.8	8.0	8.1	6.4	6.0	5.6	5.7	5.9	6.0	5.7
南米合計	439.6	468.1	446.9	454.2	483.0	496.6	515.2	508.4	546.6	549.8
アジア										
中国	229.8	247.2	280.5	292.0	324.0	350.9	371.0	413.1	438.2	461.8
インドネシア	167.0	114.1	149.5	95.9	160.5	140.1	121.1	93.0	109.6	116.4
ウズベキスタン	75.5	74.1	72.9	72.2	70.5	71.0	71.4	73.3	77.4	80.4
カザフスタン	19.2	21.8	22.6	22.0	22.5	29.9	36.7	40.0	42.6	49.2
フィリピン	33.3	36.1	38.8	35.6	37.0	40.8	37.1	41.0	40.5	42.6
キルギスタン	16.6	10.6	10.5	18.4	17.0	18.5	19.7	11.3	20.2	19.2
モンゴル	18.4	18.9	18.4	16.5	14.1	13.9	12.4	12.8	17.8	30.5
ラオス	6.7	6.5	4.5	4.7	5.4	5.5	4.4	6.7	7.2	5.6
日本	8.3	8.9	8.9	6.9	7.7	8.5	8.7	6.7	6.4	6.7
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	5.2	4.3	3.3	2.5	5.4	4.2	3.2	5.2	5.3	5.3
マレーシア	5.7	4.9	4.3	3.8	4.2	5.2	5.0	5.3	5.1	4.5
サウジアラビア	7.5	5.2	4.5	4.0	5.1	4.5	4.6	4.7	4.5	5.2
ベトナム	2.4	2.5	2.7	2.7	3.1	3.4	3.7	3.9	4.1	2.6
タジキスタン	2.4	2.3	2.3	1.7	1.4	2.0	2.2	2.4	2.7	3.4
アルメニア	1.6	1.1	0.4	0.5	1.4	1.6	2.1	2.1	3.5	4.7
インド	3.0	2.5	2.9	2.6	2.1	2.8	2.3	1.7	1.6	1.6
グルジア	1.6	1.5	1.2	1.1	0.8	3.6	3.2	3.5	2.0	2.5
その他	4.8	4.3	4.3	4.3	5.0	6.7	6.4	6.2	6.2	7.5
アジア合計	615.3	573.2	638.9	593.7	693.5	719.5	721.4	739.2	801.0	855.8

世界の金の鉱山生産量 - トン

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
アフリカ										
南アフリカ	315.1	295.7	269.9	233.8	219.8	202.9	202.0	177.3	177.0	163.8
ガーナ	62.8	69.9	77.3	80.4	90.3	92.4	91.0	95.7	107.4	108.2
マリ	46.7	56.9	51.9	47.0	49.1	43.9	43.5	50.3	48.2	47.4
タンザニア	49.3	44.8	40.1	35.6	40.9	44.6	49.6	49.1	46.6	45.8
ブリキナファソ	1.7	2.1	2.9	6.9	13.8	25.3	34.1	31.3	35.0	38.5
コンゴ民主共和国	5.3	5.6	6.5	7.2	10.0	17.0	22.0	26.1	25.3	40.0
スーダン	5.6	3.6	3.1	2.7	4.0	10.1	22.5	27.9	20.1	20.5
ジンバブエ	19.5	17.2	13.5	8.9	9.8	16.3	19.0	19.5	19.6	19.9
ギニア	14.3	16.6	18.0	23.9	22.5	20.4	19.7	18.4	19.0	21.0
コートジボアール	3.0	3.0	3.0	5.3	8.6	7.3	13.4	14.0	13.6	18.0
エチオピア	3.8	4.0	3.9	3.8	5.5	6.6	11.5	12.0	12.0	12.0
エジプト	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.7	6.3	8.2	11.1	11.7
モーリタニア	0.5	0.6	1.9	6.8	8.4	9.1	8.7	8.2	10.0	10.1
セネガル	0.1	0.1	0.1	0.1	5.2	4.5	4.3	6.8	6.5	6.7
ザンビア	0.5	1.0	1.3	1.9	3.1	3.4	3.5	4.2	5.2	4.8
エリトリア	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	12.8	10.2	3.4	1.3
その他	20.6	18.3	19.8	21.4	18.6	20.7	20.3	20.4	19.4	18.3
アフリカ合計	549.5	539.9	513.6	486.2	509.9	529.8	584.1	579.7	579.4	587.9
オセアニア、その他										
オーストラリア	262.2	246.8	247.4	215.2	223.5	260.8	258.6	251.7	268.1	272.9
パプアニューギニア	70.9	61.7	61.7	70.3	70.6	69.7	63.5	57.2	60.5	58.2
ニュージーランド	10.6	10.6	10.6	13.4	13.4	13.7	11.6	10.2	12.4	11.3
ソロモン諸島	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	1.7	2.0	2.0	0.8
フィジー	2.9	1.5	0.1	1.1	1.1	2.1	1.6	1.6	1.4	0.6
その他	2.5	2.7	1.8	1.7	0.9	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
オセアニア、その他合計	349.1	323.4	321.8	301.8	309.7	346.4	337.1	322.8	344.3	343.8
世界合計	2561.5	2496.4	2498.5	2428.9	2611.8	2742.4	2845.9	2875.4	3061.5	3133.1

出所:GFMS、Thomson Reuters

世界の金加工量(中古金スクラップの使用を含む) - トン

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
欧州										
トルコ	303.4	242.0	276.8	236.7	111.3	109.0	136.3	114.2	178.1	155.8
イタリア	290.2	235.9	228.4	186.7	134.6	126.3	103.3	95.9	92.3	96.0
ロシア	61.1	65.2	79.4	76.0	57.5	61.0	66.2	72.2	74.3	70.1
スイス	55.5	60.7	62.2	58.2	37.5	40.8	47.9	47.8	47.8	46.2
ドイツ	51.8	51.3	51.5	49.1	38.1	40.8	38.8	36.4	36.8	36.3
英国	28.6	24.4	16.9	15.6	15.2	13.9	15.5	15.2	13.9	15.4
オーストリア	8.5	5.7	6.5	26.3	34.6	19.1	22.3	13.7	21.5	14.8
フランス	16.4	14.4	14.0	13.0	11.0	11.1	10.1	8.4	7.6	7.8
スペイン	27.4	24.2	23.6	19.3	13.6	8.4	7.1	6.3	5.8	5.5
ギリシャ	8.6	7.8	8.5	7.4	6.2	6.2	4.5	4.0	3.5	3.9
ポーランド	4.5	4.5	6.0	6.1	4.6	3.2	3.0	2.7	2.5	2.8
オランダ	5.5	5.3	4.2	3.3	2.9	3.0	2.8	2.6	2.4	2.3
チェコ共和国	2.8	2.7	2.9	2.9	2.6	2.5	2.2	2.1	1.9	2.1
ポルトガル	7.2	5.3	4.6	3.6	2.9	2.3	1.7	1.4	1.4	1.7
セルビア	1.6	1.5	1.5	1.5	1.3	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
ルーマニア	0.7	0.6	0.5	0.5	0.3	0.5	0.5	0.5	0.7	0.8
スウェーデン	1.9	1.7	1.3	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
その他	13.0	11.5	11.0	10.3	8.1	7.6	7.1	6.5	6.2	6.6
欧州合計	888.7	764.7	799.9	717.4	483.3	457.7	471.1	431.8	498.5	469.8
北米										
米国	218.8	210.9	179.0	175.2	173.4	179.1	166.7	146.9	160.0	149.8
カナダ	26.8	22.0	22.2	40.1	48.4	43.7	44.9	32.4	44.5	31.7
メキシコ	35.4	28.5	25.3	23.0	18.9	18.2	13.2	13.2	7.7	8.5
北米合計	281.0	261.4	226.5	238.3	240.7	241.0	224.9	192.6	212.2	189.9
南米										
ブラジル	25.9	22.6	23.5	25.5	24.9	29.8	28.6	30.1	32.9	34.0
チリ	4.3	3.9	3.6	3.2	2.8	2.9	2.2	2.2	2.4	2.5
ドミニカ共和国	6.1	4.8	4.5	4.3	2.8	2.5	1.9	1.8	1.2	1.3
その他	20.4	18.2	15.9	13.0	9.8	9.2	8.0	7.8	7.6	8.0
南米合計	56.7	49.6	47.5	46.0	40.3	44.3	40.7	41.9	44.2	45.9
アジア										
インド	695.2	633.8	684.4	708.1	571.0	783.4	761.0	736.0	715.8	770.6
中国	276.7	289.1	345.0	382.7	431.3	522.5	650.7	697.7	1,058.3	732.2
日本	165.0	175.0	177.8	163.7	140.5	157.5	147.2	126.1	124.2	118.6
韓国	83.3	82.3	86.1	77.5	65.0	68.1	62.2	54.1	49.1	46.8
インドネシア	86.5	64.8	63.2	61.4	46.0	38.9	39.3	44.1	51.6	44.5
マレーシア	74.3	58.0	61.0	56.3	45.0	43.7	37.1	34.7	44.6	40.7
サウジアラビア	124.6	89.6	99.6	85.0	53.5	46.6	36.8	32.5	41.4	37.3
アラブ首長国連邦	55.0	46.6	49.4	46.3	35.9	32.9	28.4	27.5	37.8	36.0
イラン	40.7	36.2	40.7	41.0	37.6	39.3	37.4	36.9	41.6	31.5
シンガポール	30.0	28.7	29.5	27.6	23.3	25.3	23.6	21.8	25.4	26.7
台湾	31.9	30.7	29.7	27.5	23.1	26.1	24.0	22.5	22.2	21.3
パキスタン	64.2	53.9	50.4	43.8	29.7	26.1	22.1	20.6	24.6	20.9
タイ	68.5	52.7	47.5	40.3	25.2	22.0	18.7	17.0	23.7	19.9
香港	14.6	14.9	15.4	15.6	14.7	15.8	16.5	14.8	14.6	13.9
ベトナム	28.3	22.6	21.6	19.6	14.7	13.5	12.4	10.7	11.4	12.4
カザフスタン	10.4	11.3	11.9	10.9	8.8	10.4	11.4	10.9	11.1	11.2
ウズベキスタン	10.4	11.3	11.9	10.9	8.8	10.4	11.4	10.9	11.1	11.2
ヨルダン	6.9	4.5	4.7	4.7	5.6	5.9	5.2	4.6	5.5	7.4
クウェート	12.3	9.7	8.9	9.5	7.4	6.6	6.2	5.6	6.3	7.0
イスラエル	11.9	9.9	9.0	8.7	7.2	6.3	5.5	5.1	5.9	6.9

世界の金加工量(中古金スクラップの使用を含む) – トン

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
バーレーン	11.4	9.6	9.9	8.7	6.5	5.7	5.1	4.6	5.8	5.6
イラク	4.2	4.6	5.3	4.6	3.8	3.7	3.8	3.9	5.0	4.9
レバノン	7.6	5.4	5.5	4.8	3.4	2.6	2.9	3.7	4.6	4.2
オマーン	7.7	6.8	7.1	6.0	4.5	4.1	3.5	3.2	3.8	3.6
スリランカ	6.2	5.1	5.2	4.5	3.8	3.7	3.2	3.1	3.5	3.5
ネパール	6.9	5.8	5.3	4.5	3.5	3.5	3.3	3.5	3.9	3.0
バングラデシュ	6.7	6.0	6.5	5.8	4.6	4.2	3.8	3.7	4.3	2.7
シリア	17.6	16.0	17.7	15.6	12.0	11.7	8.4	5.4	4.2	2.5
ミャンマー	4.3	4.0	4.0	3.5	3.0	2.6	2.3	2.3	2.7	2.4
カタール	3.7	3.1	3.2	2.7	2.1	1.9	1.6	1.7	2.1	1.9
その他	9.0	8.6	12.3	12.3	8.9	7.7	6.4	6.1	6.8	6.6
アジア合計	1,975.6	1,800.5	1,929.4	1,913.9	1,649.9	1,952.4	2,001.6	1,975.2	2,372.7	2,057.8
アフリカ										
エジプト	70.8	50.3	56.5	64.5	44.9	43.3	30.2	38.7	41.8	41.7
南アフリカ	10.0	10.3	14.0	16.4	28.3	24.6	27.4	27.2	30.8	24.9
モロッコ	13.8	10.6	10.3	9.5	7.6	7.0	6.8	6.6	6.5	6.8
リビア	5.0	4.9	5.2	4.8	3.9	3.5	2.4	2.3	2.5	2.7
その他	13.8	11.6	12.4	11.5	9.9	9.4	9.2	8.8	9.2	9.5
アフリカ合計	113.3	87.7	98.4	106.6	94.7	87.7	76.0	83.5	90.8	85.5
オセアニア										
オーストラリア	9.9	10.3	10.5	14.0	14.6	12.0	13.9	13.3	19.6	14.8
オセアニア合計	9.9	10.3	10.5	14.0	14.6	12.0	13.9	13.3	19.6	14.8
世界合計	3,325.2	2,974.1	3,112.2	3,036.2	2,523.6	2,795.2	2,828.2	2,738.2	3,238.0	2,863.8
内訳:										
東アジア*	871.8	830.4	887.8	882.3	837.5	941.3	1,038.5	1,050.0	1,432.7	1,083.9
インド亜大陸*	779.2	704.6	751.7	766.7	612.5	820.9	793.4	766.9	752.0	800.6
中東*	677.7	534.2	594.3	538.7	335.5	319.3	311.4	287.5	383.7	346.3
CIS*	82.2	88.7	108.4	103.4	78.1	84.2	90.9	95.9	98.5	94.5

出所:GFMS, Thomson Reuters *地域の主要金地金市場

宝飾品消費量* (中古金スクラップを含む) – トン

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
インド	573.5	516.4	557.8	599.8	471.4	657.6	618.3	552.0	612.7	662.1
中国	241.4	244.7	302.2	340.6	376.3	453.8	550.9	608.7	972.1	633.3
米国	349.0	306.1	257.9	188.1	150.3	121.4	111.5	104.2	122.0	130.9
ロシア	64.3	70.1	85.7	92.4	56.7	60.1	64.7	69.6	73.3	70.6
トルコ	194.9	165.3	188.1	153.2	75.2	67.4	70.1	61.5	73.3	68.2
アラブ首長国連邦	96.4	92.4	99.8	100.0	74.6	71.6	62.1	55.5	68.6	59.9
サウジアラビア	148.4	106.3	122.0	110.9	81.8	71.6	55.7	47.1	59.0	52.8
エジプト	75.3	60.0	67.8	74.3	56.7	53.4	33.8	39.7	45.1	47.4
インドネシア	78.0	57.7	55.2	55.9	41.0	32.8	34.2	38.8	45.2	39.8
香港	16.0	15.1	18.2	17.0	16.4	20.6	35.8	34.3	53.7	38.9
イラン	47.8	41.5	47.4	45.8	37.5	37.4	35.1	35.4	39.9	27.7
英国	59.4	52.5	50.3	37.2	31.8	27.3	22.6	21.4	23.4	27.6
ブラジル	33.3	29.2	30.7	29.8	26.8	29.4	26.6	26.7	32.6	26.0
パキスタン	65.1	54.7	51.8	45.5	30.9	27.3	23.1	21.4	24.6	19.2
イタリア	71.0	64.8	57.4	49.1	41.4	34.9	27.6	22.3	20.2	18.8
カナダ	30.1	27.4	24.7	22.3	18.6	17.5	16.3	15.7	17.1	18.1
日本	33.5	32.8	31.7	31.2	22.3	21.3	16.6	16.7	17.6	16.0
ベトナム	26.9	22.1	21.4	19.6	15.1	14.4	13.0	11.4	12.2	12.7
フランス	35.1	30.7	28.9	26.1	23.6	20.2	18.2	14.2	12.6	12.1
メキシコ	42.4	37.1	34.9	28.5	26.4	23.8	19.9	15.1	6.6	8.0

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。



www.valcambi.com

www.tanaka.co.jp

